

国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ(第 22 回)

平成 23 年 10 月 25 日(火) 午後 4 時
日本証券業協会 第 1 会議室

議 題

- 最終報告書(案)について

以 上

国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ
最終報告書（案）＜詳細版＞

2011年11月

国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ

目次

I. はじめに.....	1
II. 国債の決済期間短縮の意義.....	3
1. 決済リスクの削減.....	3
2. 国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上.....	5
3. 国際的な市場間競争力の維持・強化.....	6
III. アウトライトT+2化.....	9
1. 現行実務と実現への課題.....	9
2. 課題の克服方法.....	13
3. WGでの検討を踏まえた市場慣行等の整備状況.....	18
4. 今後の作業.....	20
IV. アウトライトT+1化.....	21
1. 実現へのハードル.....	21
2. 実現に向けた基本的な考え方.....	24
3. 担保後決め方式によるG Cレポ（T+0）取引スキームの詳細.....	26
4. 今後の検討の進め方.....	45
V. 終わりに.....	49

I. はじめに

本報告書は、「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」(WG)において行われた国債の決済期間の短縮に関する検討結果を纏めたものである。

国債の決済期間短縮とは、アウトライト取引(買戻しや売戻しの条件を伴わない売買取引)を取引日の3営業日後(T+3)に決済し、またレポ取引(現金担保付債券貸借取引および条件付債券売買取引(債券現先取引))を取引日の2営業日後(T+2)に決済する、現在の標準的な決済期間を短縮することである。

WGは、我が国金融・資本市場の競争力強化には、証券決済システムの一層の利便性の向上及びリスク管理の強化等が必要であるとの観点から、「証券受渡・決済制度改革懇談会」および「証券決済制度改革推進会議」¹により、証券決済システム改革の主要課題である国債の決済期間の短縮について様々な課題の整理・検討を行うため、2009年9月に設置された(資料1)。WGには、幅広い市場参加者や関連するインフラ機関等が参加した。そうした市場横断的な体制の下で、WGは、その際、短期金融市場取引活性化研究会や債券現先取引等研究会とも、情報共有や意見交換等を行いつつ、検討を進め、2010年12月に中間報告書を取り纏めた(資料2)。

2011年3月末には、当該中間報告書における検討結果を踏まえ、国債の決済期間短縮について、まず、アウトライトT+2化を2012年4月23日(約定分)より実施することで合意がはかられた。その後、WG中心にアウトライトT+2化を踏まえた市場慣行等の整備が行われ、市場参加者を含む関係者は、アウトライトT+2化の円滑な実施に向けた各種準備を進めているところである。

アウトライトT+1化については、WGでの検討の結果、特にGCレポ(T+0)取引について、資金の出し手の円滑な余資運用および資金の取り手の在庫国債のファンディングを含む円滑な資金調達をサポートする制度設計が必要であること、および、こうした制度設計を実現する際には、市場参加者の個別のSTP化等の対応が不可欠であること、さらには、取引の標準化、STP化を促進する仕組みを通じて取引コストを削減可能な枠組みの整備も進めるべきであること等、複合的な取組みが必要であることが明らかになった。その際は、市場インフラの機能改善を含めたわが国の国債市場全体の安全性・効率性の向上を図る視点が重要であることは言うまでもない。

上記の考えに基づき、最も課題の多いGCレポ(T+0)取引について、WGではアウトライトT+1化を実現する際の基本的なフレームワークを提示している。今後の検討の道筋として、この基本的なフレームワークを叩き台として、更なる検討を進めていくこと

¹ 「証券受渡・決済制度改革懇談会」は、証券決済制度改革に関する実務界レベルでの対応のあり方を検討する場として、1999年に設立された(座長：前田庸・学習院大学名誉教授)。また「証券決済制度改革推進会議」は、その下部機関として、課題の検討・整理や改革に向けた諸取組みの進捗管理等を行うため2003年に設立された(座長：神田秀樹・東京大学大学院教授)。

とする。

なお、その際には、国債の決済期間短縮が単に決済リスクの削減に資するという側面だけではなく、国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上や国際的な市場間競争力の維持・強化にも資するという、短縮がもたらす多角的な便益を常に踏まえつつ、アウトライトT+1化の実現に向けた具体的検討を進めていく必要がある。

Ⅱ. 国債の決済期間短縮の意義

決済期間短縮は、直接的には決済リスクの削減をもたらす効果がある。また、決済期間短縮は、決済リスクの削減効果だけではなく、金融資産の換金性を高める市場の流動性の向上、国際的な市場間競争力の維持・強化に資する間接的な効果も期待できる。こうした間接的な効果を実現するためには、決済期間短縮を実現する際に、S T P化の促進や市場基盤の整備を合わせて行うことが不可欠である。したがって、決済期間短縮を実現するには、市場の流動性の向上、国際的な市場間競争力の維持・強化に必要な市場基盤の整備は何かという視点からの検討も欠かせない。

WGでは、過去の我が国証券決済制度改革における決済期間短縮の検討、2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻の教訓、国債市場・短期金融市場の国際競争力の強化等の観点等を踏まえ、国債の決済期間短縮の意義について検討・確認を行い、認識を共有した。

<国債の決済期間短縮化の意義>

1. 決済リスクの削減
2. 国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上
3. 国際的な市場間競争力の維持・強化

1. 決済リスクの削減

決済期間短縮は、決済リスクの削減を可能とする。すなわち、取引から決済までの期間（決済期間）が長いほど未決済の取引量が増加し、決済期日において証券、資金が用意されず、決済が履行されない場合には、取引当事者が損失を被るリスク（決済リスク）が高まる²。このため、決済期間を短縮することは、決済リスクを削減することにつながる。

(1) 決済リスクの種類と削減策

イ. 元本リスク

決済リスクのうち大きな要素は、「元本リスク」、すなわち、「取引相手の破綻等に

² 決済に関する研究会、「決済に関する論点の中間整理について（座長メモ）」、金融庁金融研究研修センター、2007年、18頁

より、元本の支払いを受けることが出来なくなるリスク」である。「元本リスク」は、DVPの導入がリスク削減策となる。この点、証券決済制度改革のなかで、証券のペーパーレス化に合わせて、各証券のDVP決済の実現が図られており、国債を含めて元本リスクの削減が実現されている。

<証券のペーパーレス化とDVP決済の実現>

- ・ 2003年1月に社債等振替法が施行され、統一的な証券決済法制が整備され、ペーパーレス化された各種の証券決済制度の整備と、DVP決済の実現が順次進められた。すなわち、1994年にDVP決済を導入していた国債については、2003年に同法に基づく国債振替決済制度が開始され、さらなるペーパーレス化が図られた。また、短期社債（2003年）、一般債（2006年）、投資信託（2007年）、株券（2009年）についても、所要の制度整備等が行われた。この結果、ペーパーレス化された証券決済制度の整備とDVP決済の実現についての対応は完了した。

ロ. 再構築コストリスクおよび流動性リスク

決済リスクには、「元本リスク」以外に「再構築コストリスク」および「流動性リスク」がある。「再構築コストリスク」とは、「取引相手が決済不能に陥った場合に当該取引が持つ「正の現在価値」を実現できないリスク」をいい、「流動性リスク」とは、「取引相手から予定通り資金や証券を受取れないリスク」をいう。

「再構築コストリスク」および「流動性リスク」は、DVP決済の実現では削減できず、未決済残高の縮減およびポジションの再構築・フェイル解消の迅速化または適切なマージンコール・ヘアカットの実施が必要となる。また、CCPの履行保証能力を活用することも再構築コストリスクおよび流動性リスクの削減効果をもたらすと考えられる。

<CCPに関する制度整備>

- ・ 2003年1月に改正証券取引法（現・金融商品取引法）が施行され、決済リスク削減等を図るための新しい決済システムである清算機関（CCP）³に関する制度整備が図られた。これを受けて、株式取引や国債取引等に関し、複数の清算機関が設立され、業務を開始している。

³ Central Counterparty（CCP）ともいい、清算機関に参加している参加者間の債権債務関係を、清算機関と各参加者の間の債権債務関係に置き換えて決済を行う機能を有する決済システム。その際、決済に先立って差引計算を行うことで、より少数の債権債務関係に整理し、決済件数・金額ひいては決済リスクを削減するのが一般的である。

<流動性リスクが顕現化した例>

- ・ 2008年9月にリーマン・ブラザーズ証券の破綻が生じると、デフォルトやフェイルに伴う流動性リスクが発生し、その結果、国債市場の流動性が低下した。

【決済リスクの定義とリスク削減策】

	元本リスク	再構築コストリスク	流動性リスク
定義	取引相手の破綻等により、元本の支払いを受けることが出来なくなるリスク	取引相手が決済不能に陥った場合に当該取引が持つ「正の現在価値」を実現できないリスク	取引相手から予定通り資金や証券を受取れないリスク
リスク削減策	・ DVPの導入	<ul style="list-style-type: none"> ・ 未決済残高の縮減 ・ 適切なマージンコール・ヘアカットの実施 ・ CCPの履行保証機能の活用 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 未決済残高の縮減 ・ ポジション再構築・フェイル解消の迅速化 ・ CCPの履行保証機能の活用

(2) 決済リスク削減策と決済期間短縮の関係

決済期間の短縮は、決済リスクの観点からは、未決済残高の縮減とポジション再構築期間の短縮の両面を通じて、決済リスク（「再構築コストリスク」および「流動性リスク」）の削減に寄与する。

まず、約定から決済までの期間（決済期間）が短縮されると、未決済状態にある取引が積み上がる期間が短くなる（未決済残高の縮減）。取引相手が決済不能に陥った場合には、資金の支払いまたは債券の引渡しを受けられなくなる。こうしたとき、市場参加者はこれに見合う資金または債券を市場等から調達する必要がある。この場合、決済期間が短ければ、必要となる資金調達額・債券調達額を抑制することができる。

また、決済期間の短縮は、市場全体におけるフェイルの連鎖やフェイル残高の積み上がりを抑制する効果もある。すなわち、ポジション再構築のため、債券を市場から再調達する際には、決済期間が短いほど短期間で再調達を行うことができる（ポジション再構築期間の短縮）。その結果、フェイルの解消が迅速化されるため、市場全体におけるフェイル連鎖の拡がり、フェイル残高の積み上がりを抑制することができる。

2. 国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上

決済期間の短縮は、国債市場や短期金融市場の流動性・安定性・効率性を高める効果ももたらし得る。

国債市場は、政府にとって巨額の資金を調達する場として、投資家にとっては主に資金の運用の場として重要な市場となっている。わが国の国債の発行残高は、2010年度末時点で869兆円、2010年度中のアウトライト取引の売買高は3,402兆円、レポ取引の成約高/売買高は13,046兆円に達しており、非常に大きな市場となっている。

また、国債市場には、「リスクフリー（信用リスクのない）金利の水準を示す」役割があり、国債以外の金融商品（社債、CP等）が円滑に取引される上でも、国債市場の流動性向上は不可欠の要素となっている。

国債市場の流動性を向上させるため、わが国では、政府、投資家、ディーラーを中心に、1990年代末より関係者による努力により様々な市場基盤の整備がなされてきた（資料3）。決済期間の短縮は、こうした市場基盤の整備のひとつとしても捉えられる。すなわち、決済期間の短縮を通じて、金融資産としての国債の換金性が高まれば、金融機関の安全で迅速な資金調達手段が充実し、投資家にとっても短期の余資運用手段が多様化するほか、当日物・翌日物といった短期金融市場（レポ市場）の発展にもつながる。こうした短期金融市場の発展は、国債市場の流動性を向上させることにも貢献し得ると考えられる。

3. 国際的な市場間競争力の維持・強化

決済期間短縮は、国際的な市場間競争力の維持・強化をもたらし得る。実際、諸外国では、決済期間短縮は、前述したリスク削減や金融資産の換金性向上のメリットを意識して、国際的な市場間競争力の維持・強化の文脈で意義を強調されることもある。わが国でも、こうした国際的な議論の動向を踏まえつつ、わが国の国債市場が国際的な市場間競争力を維持・強化できているかという視点が重要である。

(1) 諸外国の決済期間の状況

欧米の主要国では、概ねT+3より短い期間で国債決済を行っている（次表）。また、シンガポールでは英米と同様にT+1決済が実現しているなど、アジアにおいても決済期間短縮に向けた動きは加速しつつある。

足許、欧州では、T2S（Target2 Securities）⁴が稼働する2015年前の2013年までに全証券についてT+2化を実現することを目指した動きがある⁵。米国では、2001

⁴ T2Sとは、ユーロシステムが証券決済のために開発・運営する予定の単一プラットフォームであり、ユーロ各国のCSDの業務のうち、証券決済業務を担うこととなっている。詳細は、小野伸和、「欧州における大口資金決済システム（TARGETS）及び証券決済システム（T2S）構築の動きについて」、『金融』第767号、2011年参照。

⁵ Commission of the European Communities, “Public consultation on Central Securities Depository

年の9.11により、決済期間短縮(株式等のT+2化)の機運が急速に衰退していたが、足許、欧州や日本での決済期間短縮の検討を受け、株式等の決済期間短縮の検討再開の機運が高まっている⁶。

【主要国におけるアウトライト取引の決済期間】

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
国債	T+3	T+1	T+1	T+2	T+3 ^(注)
()はレポ	(T+2)	(T+0)	(T+0)	(T+1)	(T+2)
株式	T+3	T+3	T+3	T+2	T+3

(注) 短期国債(BTF)のアウトライト取引(売買取引)はT+1、レポはT+0。

(出所：証券決済制度改革推進センター)

(2) 決済期間に関する国際基準

決済期間については、CPSS・IOSCOによる「証券決済システムのための勧告」(「RSSS」)⁷において、以下のとおりT+3決済を達成すべきとされている。RSSSは、現在、資金決済システムおよび清算機関に対する基準と併せて、新しい国際基準の策定作業が、CPSS・IOSCOにより行われているところ⁸であるが、新しい国際基準案でも、T+3決済を最低限の基準として設定する予定である。ただし、(1)で紹介したように決済期間をT+3よりも短縮化する動きがわが国も含め諸外国でも進んでおり、将来的にはより短い決済期間が最低基準とされる可能性はある。

<「証券決済システムのための勧告」における決済サイクルの基準>

- ・ すべての証券市場においてローリング決済が採用されるべきである。最終決済は、約定日から3日後までになされるべきである。約定日から3日後より短い決済サイクルの便益と費用が評価されるべきである。

(3) インフラ整備の状況

後述するとおり、決済期間短縮では、アウトライト取引より決済期間の短いレポ取引にかかる取引を円滑に行える環境整備が重要である。こうした観点から、諸外国で

(CSDs) and on the Harmonisation of certain aspects of securities settlement in the European Union,” 2011, Harmonization of Settlement Cycles Working Group, “Final Report, reply to the Consultation Document of the services of the Directorate-General Market and Services on Central Securities Depositories (CDSs) and on the harmonization of certain aspects of securities settlement in the European Union,” 2011 参照。

⁶ Donald Donahue, “Why the Chicken Won’t Cross the Road: Rethinking Risk Management,” 2011

⁷ 国際決済銀行、「(日本銀行仮訳)証券決済システムのための勧告」、2001年参照。

⁸ CPSS-IOSCO, “Principles for financial market infrastructures,” 2011

は、従来より、レポ取引（特にG Cレポ取引）に関して、インフラ整備が進んでいる（資料4）。また、リーマン破綻時におけるレポ市場が混乱・機能低下したことを踏まえ、レポ市場のインフラに関する改善策の検討・実施も進められている（資料5）。

Ⅲ. アウトライトT+2化

アウトライトT+2化は、WGでの検討結果⁹を踏まえ、2012年4月23日の約定分より実施されることとなった¹⁰。以下では、WGにおいて整理・検討されたアウトライトT+2化の実現への課題とその克服方法について紹介する。

1. 現行実務と実現への課題

(1) 対象取引

今回の決済期間短縮は、市場参加者間における国債のアウトライト取引及びレポ取引を対象としているが、議論の結果、市場慣行であることを踏まえつつも、決済リスクの削減に寄与する観点等から、基本的にはできるだけ広範な取引について決済期間短縮に対応されることが望ましいとされた。ただし、以下の取引について、その取引の性質を踏まえ、市場参加者が一律にアウトライトT+2化を行う対象からは除かれている¹¹。

イ. リテール向けの取引

決済期間短縮の意義を踏まえつつも、対象取引の取引量が少ない国債のリテール向けの取引（金融機関における窓口販売や個人向け国債の中途換金等）及び国の資金調達である入札発行等に関する取り扱いについては、今回の検討対象には含まれていない。

ロ. 非居住者取引

非居住者取引の決済期間短縮については、近い将来の実現は、現実的に困難であり、非居住者取引は、アウトライトT+2化の対象外とされた。

⁹ WGにおいては、国債の決済期間短縮による決済リスクの削減を可能な限り早期に実現する観点や、全体として効率的に実現する観点から、実務的なフィージビリティが確認されたアウトライトT+2化について、可能な限り早期の実現を図ることが適当と整理された。また、アウトライトT+2化をまず実現することは決済リスク削減だけでなく、STP化のより一層の進展も期待でき、国債決済期間短縮の意義、ひいては証券決済制度改革の理念に合致することも確認した（中間報告書67頁参照）。

¹⁰ 2011年3月31日「国債取引の決済期間の短縮（アウトライト取引のT+2への移行）について」（日本証券業協会）（資料6）

¹¹ この他、代行決済（銀行等が、取引を執行した顧客からの指図に基づき資金・債券の受渡を代理で行う決済形態をいう。）は、事務フローは市場参加者により区々となっており、典型的なパターンをベースとした検討に馴染まないため、代行決済に関しては、WGでの対応の方向性を踏まえつつ、受託者と委託者の間で個別に事務フローの見直し等を図ることが適当と整理された。

<WGでの検討>

- ・ WGでは、非居住者取引についても、決済期間短縮（アウトライト取引、レポ取引とも1営業日分の短縮が図られた場合を想定）の適否や可否を検討した。具体的には以下のとおり。
- ・ 非居住者取引については、現状、標準的な決済期間と明確に位置付けられているものは存在しない。このような状況の下、WG委員等へのアンケート調査によれば、アウトライト取引ではT+3、T+4が主流となっているほか、レポ取引ではT+3が主流となっている。
- ・ その結果、少なくとも、近い将来における非居住者取引の決済期間短縮は現実的に困難である点が確認された。こうした下で、非居住者取引の決済期間を短縮することなく、居住者間取引のみアウトライトT+2化を実現した場合に、ポジション管理や決済に特段の問題が生じない点が確認された¹²。
- ・ 非居住者取引について決済期間短縮を実現するためには、非居住者投資家のみならず海外のローカルカストディアンといった非居住者取引に関与する海外の関係者も広範に巻き込む形で、決済指図の授受に関するSTP化等が必要となるが、WGにおける意見募集ではこうした対応は現実的に困難であるとの意見が比較的多くみられた。
- ・ なお、証券会社では、非居住者（海外現地法人ディーラー等）との取引によって形成されたポジションを居住者間取引でカバーするケースがある。この場合、現行でも、後者の約定タイミングは前者より1日程度遅くなっている結果、両者の決済期間にはズレが生じている。従って、今後、仮に居住者間取引についてのみアウトライトT+2化が実現されたとしても、証券会社のこうした取引に関して、ポジション管理面で特段の問題は生じないことが確認されている。

(2) ポジション管理面

アウトライトT+2化実現への課題として、まず、決済期間が現行比1営業日短縮される中で、国債取引にかかる資金や国債のポジション管理に支障が生じないか否かを確認する必要がある。

この点、下記(3)におけるポスト・トレード事務の改善策と併せて、短期金融市場取引活性化研究会と債券現先取引等研究会にも確認しつつ、幅広い範囲の市場参加者から意見を聴取した結果、資金と債券の双方において、ポジション管理に特段の問題は生じない点が確認された。

¹² ちなみに、居住者間取引のアウトライトT+1化が既に実現している米国債取引においても、非居住者取引の決済期間にはバラツキがみられる。

(3) ポスト・トレード事務

アウトライト取引の標準的な決済期間がT+2化すると、SCレポ取引はT+2決済、GCレポ取引はT+1決済が主流になる。また、アウトライト取引とレポ取引の間でポスト・トレード事務の基本的な枠組みに大きな相違はない。

このため、アウトライトT+2化する際のポスト・トレード事務の課題は、決済期間がより短いGCレポのT+1決済の標準化を可能とする仕組みの構築、具体的には、約定日中にポスト・トレード事務（照合、ネッティング）を完了させる標準的な仕組みの構築が必要とされた。

そこで、WGでは、上記の認識の下、主要な市場参加者の間で行われている代表的な決済実務を以下の4パターンに類型化し、約定日中にポスト・トレード事務（照合、ネッティング）を完了させる標準的な仕組みの構築への課題となる点を洗い出した。

【アウトライトT+2化後の標準的な決済期間】

(現 行) 【T+3】		⇒	2012年4月以降 【T+2】	
アウトライト (売買)	T+3	⇒	T+2	
SCレポ	T+2		T+1	
GCレポ	T+2			

【各パターンの概要】

	取引当事者（代表例）	ポスト・トレード処理方式	
		約定照合	ネッティング
パターンⅠ ^{*1}	証券会社⇔証券会社 銀行等⇔証券会社・銀行等	二者間センタマッチング (決済照合システム)	JGBCC利用
パターンⅡ	銀行等⇔証券会社・銀行等		相対ネッティング
パターンⅢ	機関投資家（信託） ⇔証券会社 ^{*2}	三者間センタマッチング ^{*3} （決済照合システム）	
パターンⅣ	機関投資家（信託） ⇔証券会社・銀行等 ^{*2}	その他 ^{*4}	

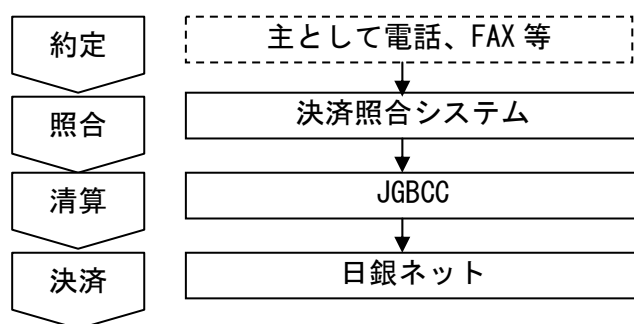
*1 JGBCCを利用している取引のうち、信託銀行が決済当事者となるケースはこのパターンに含まれない。

*2 信託財産運用の一環としての国債取引をいう（信託銀行が自ら取引を執行するケースを含む）。

*3 現状、この方式が利用可能な国債取引はアウトライト取引のみ（レポ取引には未導入）。

*4 主な照合方式は、運用指図サポート対象外方式やプロパー取引方式（パターンⅣにおいては、何れの方式も、照合作業は信託銀行で実施。決済照合システムは、業者・信託銀行間で売買報告データ等を送受信する手段として利用される）。

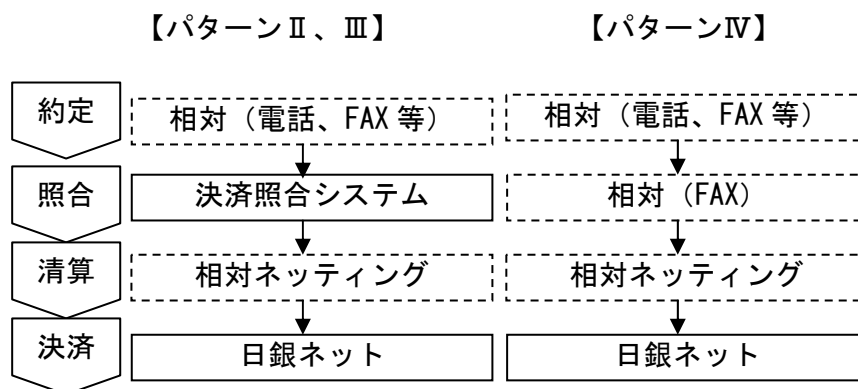
イ. パターン I



パターン I は、証券会社や銀行等との間の取引であり、取引当事者の双方が J G B C C 参加者である取引である。J G B C C 参加者は、決済照合システムの利用が義務付けられているほか、J G B C C によりネットィングが行われる。このため、既にポスト・トレード事務の S T P 化が進んでおり、現行の事務フローを変えることなく、G C レポの T + 1 決済の標準化が可能である。

また、約定から決済までの各ポスト・トレード処理において、現行の事務フローを変える必要がないため、各処理の時限についても、現行のスケジュール感を踏まえつつ明確化する対応で足りる。

ロ. パターン II、IIIおよびIV



パターン II は、証券会社や銀行等との間の取引である点は、パターン I と同一であるが、取引当事者の片方または双方が J G B C C 非参加者である取引である。パターン II の取引では、照合 (約定照合・決済照合) は、決済照合システムにおいて行なわれており、S T P 化が進んでいる。他方で、ネットィングについては、相対ネットィングとなっており、F A X 等を利用したマニュアル作業が残っている。

パターン III は、機関投資家 (信託銀行) と証券会社等間の取引であり、ポスト・トレード事務で見た場合には、パターン II と同様の整理が可能である。すなわち、照合は、決済照合システムにおいて行なわれており、その点で S T P 化が進んでいるが、ネットィングについては、相対ネットィングとなっており、F A X 等を利用

したマニュアル作業が残っている。

パターンⅣは、機関投資家（信託銀行）と証券会社等間の取引であり、取引の性質では、パターンⅢと同様である。しかし、パターンⅣは、照合が一部または全て決済照合システム外で行われているほか、ネットィングも相対ネットィングとなっている。したがって、パターンⅠからⅣで見た場合には、最もSTP化が進展していない。

また、GCレポT+1決済を標準的に行うためには、相対ネットィング照合を約定日中に完了させる必要がある。この点、現在、相対ネットィング照合にかかる通知の送付時限が受渡日前営業日の正午、ネットィングの照合時限が受渡日前営業日の午後3時となっているため、これらの時限の後倒しも併せて必要となった。

2. 課題の克服方法

1. での整理を踏まえ、約定日中にポスト・トレード事務（照合、ネットィング）を完了させる標準的な仕組みの構築のため、①市場共通タイムスケジュールの設定と②事務フローの効率化を行うこととなった。

（1）市場共通タイムスケジュールの設定

イ. パターンⅠ

パターンⅠは、前述のとおり、現行事務フローを現行から変える必要がないため、その作業時限についても、現行のスケジュール感を変更する必要がないとされた。

ロ. パターンⅡ～Ⅳ

約定照合の目安時限を15時半近傍、ネットィング照合通知の交換時限を16時とした上で、ネットィング照合事務をその後1時間で17時までに完了させることとなった。

【市場共通タイムスケジュール<GCレポのT+1決済分>】

	現行	アウトライイトT+2化実現後		
		パターンI	パターンII~IV	
			ネット決済	グロス決済
約定照合 時限		▶決済照合システム入力時限⇒17:00 ▶照合時限⇒18:30	▶照合時限の目安⇒15:30~15:45	▶照合時限⇒18:30
ネット ィング時 限	▶照合通知交換時 限⇒12:00 ▶照合時限⇒15:00 ▶JGBCC債務引受 ⇒18:30	▶JGBCC債務引受 ⇒18:30	▶照合通知交換時 限⇒16:00 ▶照合時限⇒17:00	

(注) 上記時限は何れもS(決済日)-1日中の時間を指す。

(2) ポスト・トレード事務の効率化

前述のとおり、パターンIについては、現行でもJGBCCを利用したネットィングが行われているなど、既にポスト・トレード事務のSTP化が進んでいることから、現行の事務フローを変えることなく、GCレポのT+1決済の標準化が可能である。このため、アウトライイトT+2化に当り行うポスト・トレード事務の効率化は、パターンII~IVが対象となった。

また、ポスト・トレード事務の効率化は、市場全体における事務フローの標準化と、個々の市場参加者における事務フローの見直し(簡便な仕組みを利用した作業の電子化等)を通じて、約定照合やネットィングの迅速化を図ることとなった。

イ. データフォーマットの標準化

(イ) フロント照合

前述のとおり、パターンIVについては、照合が一部または全て決済照合システム外で行われている。このため、アウトライイトT+2化の実施に伴い、T+1日に受渡し・決済を行うレポ取引において機関投資家や信託銀行と証券会社等の間では、約定日中にポスト・トレード事務(約定照合、ネットィング)を完了させるため、STP化を進めることが必要とされた。

具体的には、機関投資家や信託銀行と証券会社等¹³の間の取引¹⁴のフロント照合

¹³ 証券会社(金融商品取引法に規定する金融商品取引業者)のほか、短資会社等を想定している。

¹⁴ 機関投資家(委託者)が金銭を信託し、信託銀行(受託者)が当該金銭等を信託勘定において管理する取引を典型的な取引として想定している。また、機関投資家ではなく信託銀行自身が、信託勘定で保有する有価証券の運用を行う有価証券運用信託(レポ信託)も含まれる。

¹⁵に関し、標準化した出来通知データフォーマット¹⁶を利用した上で、当該出来通知データを電子的な授受を行うことにより、STP化を進めることとされた。

<対象となる取引>

- ・ 対象取引は、機関投資家や信託銀行と証券会社等の間のレポ取引（条件付売買取引及び現金担保付貸借取引）である¹⁷。
- ・ （株）証券保管振替機構が提供する決済照合システムの利用形態との関係で整理した場合、運用指図サポート対象外型¹⁸を本取扱指針の対象となる典型的な取引として想定している。これに対し、決済照合システムの機能拡張（2014年の予定）の後に、機関投資家や信託銀行と証券会社等の間のレポ取引について、三者間センタマッチング（運用指図データ配信サービス利用型）を利用する場合には、機関投資家は、出来通知データの電子的な授受を行わずとも決済照合システムを経由して送信されるデータを基に運用指図データを作成するため、取扱いは不要となる。
- ・ また、各約定日中にポスト・トレード事務を完了させるため、出来通知データフォーマットの標準化及び出来通知データの電子的な授受が必要か否かは、以下の点などを踏まえて検討し、当事者間で合意した場合には、異なる取扱いをすることも可能である。
 - 非JGBC清算取引¹⁹の取引量
 - 機関投資家におけるフロント照合の電子化のニーズ
 - ポスト・トレード事務の迅速化のニーズ（約定時間の確保、信託銀行におけるバック照合の迅速化等）

<趣旨>

- ・ ポスト・トレード事務の迅速化を図るためには、機関投資家から信託銀行への運用指図データ（下表1.の④）が電子化され日中逐次送信されていることや、

¹⁵ フロント照合とは、機関投資家（レポ信託を行う信託銀行を含む。）のフロント部署において、証券会社等から出来通知データを受領し、約定内容を確認する事務をいう。また、バック照合とは、信託銀行のバック部署において、機関投資家から受領した運用指図データと証券会社等から決済照合システムを経由して受領した売買報告データを照合し、売買報告データを承認、確定する事務をいう。

¹⁶ 機関投資家のフロント部署が証券会社等から受領する出来通知データの様式をいう。

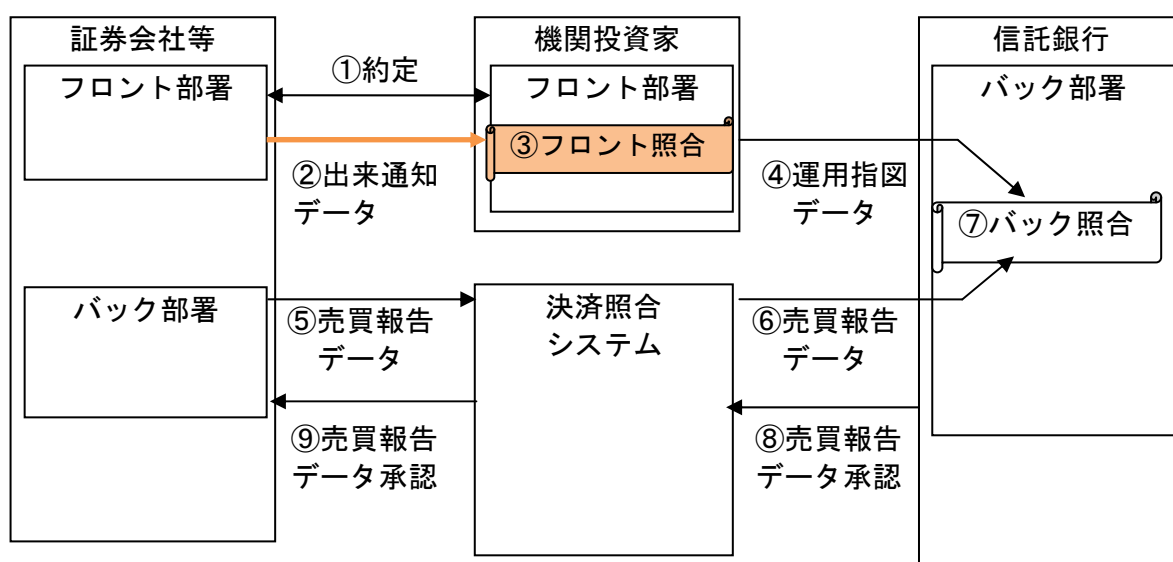
¹⁷ 非居住者取引は、対象外である。また、決済代行（銀行等が、取引を執行した顧客からの指図に基づき資金・債券の受渡を代理で行う決済形態）については、銀行等と顧客との間で個別に事務フローの見直し等を図ることが適当とされている。

¹⁸ 機関投資家が運用指図データを自ら作成した上で、決済照合システムを経由せずに信託銀行に同データを送付するタイプの利用形態を指す。

¹⁹ レポ取引のうち、（株）日本国債清算機関により債務引受されない取引をいう。

証券会社等から信託銀行への売買報告データ（下表 1. の⑤及び⑥）が日中逐次送信されていることが有用である。出来通知データフォーマットの標準化及び出来通知データの電子的な授受が行われれば、機関投資家のフロント部署の運用指図データ（下表 1. の④）の電子化・日中逐次送信が可能となることから、証券会社等のバック部署による決済照合システムを経由した売買報告データ（下表 1. の⑤及び⑥）の日中逐次送信と相俟って、ポスト・トレード事務の迅速化に資することとなる。したがって、レポ取引を活発に行う証券会社等は、機関投資家（レポ信託を行う信託銀行を含む。以下同じ。）との間のレポ取引について、本取扱指針に沿って、出来通知データフォーマットの標準化及び出来通知データの電子的な授受を行うことが期待される。

【機関投資家や信託銀行と証券会社等の間の取引の流れ】



(ロ) 相対ネットティング照合

パターンⅡ～Ⅳのネットティングについては、相対ネットティングとなっており、FAX等を利用したマニュアル作業が残っている。アウトライイトT+2化後、照合通知書を受領した後、相対ネットティング照合を完了させるまでの時間が、従来の3時間から1時間に短縮されるため、相対ネットティング照合の迅速化が課題となった。

そこで、相対ネットティング照合について、①標準化した照合通知データフォーマット及び照合通知データの電子的な授受の方法を定めるとともに、②異額面のペイメント・ネットティング（同一銘柄・異額面の国債に係る取引のネットティング）を「標準的なネットティング・スキームに準じたネットティング」として位置付けるとともに、その実施方法を標準化することとした。

＜対象となる取引＞

- ・ 対象取引の取引量が少ないことなどから、照合通知データを電子的に受領しなくとも、照合通知書の受領から 1 時間以内で相対ネットィング照合を完了できると当事者間で判断される場合には、照合通知データを電子的に授受する必要はない。

＜異額面のペイメント・ネットィング＞

- ・ 市場全体としての決済量の圧縮等による事務効率の向上、資金負担の削減の観点から、対象取引を活発に行う市場参加者は、異額面のペイメント・ネットィングを行うことが期待される。
- ・ ただし、異額面のペイメント・ネットィングの実施も、あくまで当事者間の合意により行うものである。対象取引の取引量が少ないことなどから、異額面のペイメント・ネットィングを実施しなくとも、照合通知書の受領から 1 時間以内で相対ネットィング照合を完了できると当事者間で判断される場合には、異額面のペイメント・ネットィングを実施する必要はない。

ロ. データ授受手段の整備

(イ) フロント照合の電子化

フロント照合の電子化にあたっては、中期的には証券保管振替機構による三者間センタマッチング（運用指図データ配信サービス利用型）の利用について検討を行っていくことが適当である。他方で、当面の施策（暫定対応）として、他のデータ授受手段の確保をはかることとされた。

＜フロント照合の電子化と決済照合システムの関係＞

- ・ フロント照合の電子化は、決済照合システムの機能拡張により大きく進展する見通しで、アウトライイトT+1化も展望すると、決済照合システムの利用を促進することが適当である。しかしながら、2014 年の同システムの機能拡張までの間は、決済照合システムへの一元化（パターンⅣからパターンⅢへの移行）が進展する見通しが無い。また、高度化対応後も三者間センタマッチング機能を利用しない参加者の存在が想定される。
- ・ 三者間センタマッチング機能（運用指図データ配信サービス利用型）では、セルサイドによる売買報告データを基に決済照合システムにおいて運用指図データが代理作成され、バイサイド及び信託銀行に配信されることとなる。したがって、三者間センタマッチング機能を利用すれば、決済照合システムにより配信された運用指図データをフロント照合に利用することが可能となる。
- ・ もっとも、三者間センタマッチング機能の利用は、その前提として、バイサイ

ドが決済照合システムの利用者であり、かつ三者間センタマッチング機能の利用ニーズがあることが前提となる。この点、三者間センタマッチング機能のレポ対応後も、全てのバイサイドが同機能を利用するとは必ずしも言えないとの意見が出された。

- ・ なお、証券保管振替機構では決済照合システムの新システム導入（IS020022 対応等）について 2014 年実現を目途に進めており、レポ取引における三者間センタマッチングは開発負担や二重投資の懸念から少なくとも 2014 年まで実現することは困難であるとの見解が同機構より示された。

（ロ） 相対ネッティング照合

相対ネッティング照合は、ネッティング照合通知の交換からネッティング照合完了までの所要時間の迅速化を図る観点から、ネッティング照合の電子的な授受手段の整備が必要とされた。

信託銀行などのバイサイドおよびセルサイドはともに、G CレポT+1化について、照合通知交換時限（16 時）より、最終的な照合時限（17 時）まで 1 時間で終えるには、これまでのF A Xによるデータ授受では事務の迅速化に限界があることから、ネッティング照合事務についても、主要参加者間で電子的なデータ授受手段を活用することは、2012 年前半にアウトライイトT+2化を実現する上で、必要不可欠な措置とされた。

（ハ） 具体的なデータ授受手段

具体的なデータ授受手段としては、クラウド型コンピューティングを利用したW e bサービスが候補に挙げられている。W e bサービスの利用とは、約定データやネッティング照合通知データをI Dやパスワードによりセキュリティが確保されたW e bサイトにアップロードし、取引の相手方がそれをダウンロードして、データの授受を行うものを指し、電子メールの利用よりもよりセキュアな環境でデータ授受が可能である。

なお、W e bサービス以外にも電子メールのほか、その他の手段（例えば、S W I F T、情報ベンダーの利用）も選択肢としてある。どの手段を利用するかは、基本的に各取引当事者間の合意によると整理されているが、各取引相手方との間で、複数のデータ授受手段が乱立することはセルサイドおよびバイサイドの事務負担増につながるため望ましくはないものと考えられる。

3. W Gでの検討を踏まえた市場慣行等の整備状況

2. で示したW Gでの検討を踏まえ、以下のとおり市場慣行の整備が行われている。市場参加者は、アウトライイトT+2化の実施までに、これらの市場慣行の遵守に向けた

準備を進める必要がある。

(1) 国債の即時グロス決済に関するガイドラインの改正

約定照合時限の改正および異額面のペイメント・ネットィングを「標準的なネットィング・スキームに準じたネットィング」として扱うため、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」を改正している（資料7）²⁰。主な改正のポイントは以下のとおり。

イ. 約定照合時限の変更

受渡日を基準とし、受渡日前営業日の約定照合時限の目安（午後3時30分から午後3時45分）までに約定照合が完了した取引が相対ネットィングの対象となることが規定されている。

ロ. 異額面のペイメント・ネットィングの手順の規定

まず、異額面のペイメント・ネットィングは、「標準的なネットィング・スキームに準じたネットィング」として規定された。したがって、異額面のペイメント・ネットィングを行う場合には、ガイドラインで定められている事前確認書を取り交わすことなどにより、当事者間で合意する必要がある。

また、異額面のペイメント・ネットィングの実施方法として、①1対1の異額面のペイメント・ネットィングと②集約方式の異額面のペイメント・ネットィングがガイドラインで定められている。したがって、事前確認書を取り交わすことにより、異額面のペイメント・ネットィングを行う場合には、「1対1の異額面のペイメント・ネットィング」又は「集約方式の異額面のペイメント・ネットィング」のいずれの方法を選択するか、当事者間で事前に確認を行い、合意することが必要である。

ハ. 事前確認書等の書式変更

異額面のペイメント・ネットィングの手順の規定整備に伴い、「国債のネットィングに係る事前確認書」も書式を変更している。したがって、ロ. のとおり、異額面のペイメント・ネットィングを行う取引当事者は、アウトライイトT+2化実施までに変更後の事前確認書を取り交わす必要がある。

(2) 実務指針の作成

フロント照合の電子化を行う際の出来通知データフォーマットおよび相対ネットィング照合の電子化を行う際の照合フォーマットは、それぞれ以下の実務指針で示され

²⁰ また、併せて関係する事項のQ&Aも整備されている（資料8）。

ている。市場参加者は、フロント照合の電子化および相対ネットティング照合の電子化を検討する際には、これらの実務指針を参考にすることが求められる。

- ・ 「機関投資家や信託銀行と証券会社等の間のフロント照合及び出来通知データの授受等の実務に関する取扱指針」(資料9)
- ・ 「相対ネットティング照合等の実務に関する取扱指針」(資料10)

(3) Webサービス

出来通知データまたは相対ネットティング照合データの授受手段として、Webサービスも導入が進められている。具体的には、(2)で示す取扱指針で示されたWebサービスに求める機能等に従い、出来通知データおよび相対ネットティング照合データの授受を目的とするWebサービスがアウトライイトT+2化の実施までに提供される予定である。

4. 今後の作業

3.で示すようにアウトライイトT+2化の2012年4月実施に向けて、市場慣行の整備やWebサービスの提供等、各種準備が着実に進められている。したがって、今後は、これらの準備作業が円滑に進んでいるか等、アウトライイトT+2化を2012年4月に円滑に実施できるよう、各市場参加者等の準備作業をフォローしていく必要がある。また、必要があれば、市場参加者等による事前のテスト等を検討していく必要がある。

IV. アウトライトT+1化

2010年12月の中間報告書においては、アウトライトT+1化の概念整理・海外制度を参考にGCレポの実現方式案²¹の検討、課題の洗い出しを行った。その結果、WGでは、アウトライトT+1化には、レポ市場の流動性を確保し、資金運用や調達を円滑に行う観点から、幅広い市場参加者がGCレポ（T+0）を可能とする環境整備が不可欠であることが確認された。また、その実現には、多くの課題が存在し、現行の約定実務や取引慣行等を大きく変更する必要が生じる可能性があることから、相応にハードルが高く、課題の検討には時間を要することが認識された。しかし、アウトライトT+1化は、国債取引における決済期間短縮の意義（Ⅱ. 参照）を踏まえると、将来において実現すべき課題であり、これまで整理された課題の対応策とその実現可能性について、市場参加者、決済インフラ、関係当局を含めた幅広い協力の下、引続き実現に向けて検討を行うことが適当とされた。

その後、WGにおいて、アウトライトT+1におけるGCレポ取引（T+0）の実現方式・フロー等について集中的に検討を行う中で、あらためて、アウトライトT+1化の実現に向けたハードル、基本的な考え方、具体的な取引スキーム、および今後の進め方を以下のとおりまとめた。

1. 実現へのハードル

アウトライトT+1化の実現には、大きく分けて2つのハードルがある。具体的には、①既存事務フロー・市場基盤でのポスト・トレード事務の限界、②市場参加者の取引動機の相違である。

（1）既存事務フロー・市場基盤でのポスト・トレード事務の限界

まず、アウトライトT+1化の実現へのハードルとして、現行の事務フロー・市場基盤を前提とすると、ポスト・トレード事務の実現可能性が低いことが挙げられる。

アウトライトT+2化までの世界では、GCレポも含めて、約定日（T日）と決済日（S日）に少なくとも1営業日の間隔がある。このため、市場参加者または市場インフラでは、1営業日の間隔があることを前提にポスト・トレード事務を構築している。例えば、市場参加者のなかには、決済指図の作成を決済日の朝までのバッチ処理

²¹ 方式①（約定から決済の各プロセスにおいて現行実務の枠組みを基本的に踏襲する方式）、方式②（米国における代表的なT+0決済のGCレポスキームを基本とする方式）、方式③（方式②の派生形として、担保設定・決済事務は市場参加者が個々に行う方式）が事務局案としてWGに提示され議論が行われた。方式②は担保対象銘柄の後決めが可能であるが担保設定・決済事務を行う共通インフラが必要になる、方式①③は照合・決済以外の共通インフラが不要であるがポスト・トレード処理のハードルが高い、等の特徴がある。

で行うシステムを構築している者も多い。また、J G B C C の債務引受時限も決済日の前営業日までとなっている。

アウトライイトT+1化の下では、最も決済サイクルの短いG C レポ (T+0) を踏まえると、最短で約定から決済まで1営業日中に行うことが必要となる。このため、アウトライイトT+2化までの世界とは異なるポスト・トレード事務の整備が必要となる。具体的には、約定照合・決済照合の一層のS T P化・迅速化、決済指図の作成をバッチ処理から日中のリアルタイム処理に変更する、または決済日当日の債務引受を可能とすることなどがある。また、1営業日中に約定から決済を円滑に行うためには、約定時間および決済スケジュールに関する市場参加者間での共通認識も必要である。

こうした対応は、市場参加者および市場インフラに相応のシステム開発や市場慣行の整備を求めることとなる。このため、アウトライイトT+1化の実現は、アウトライイトT+2化と比べても相応の期間とコストを要することとなる。

(2) 市場参加者の取引動機の相違

また、アウトライイトT+1化の実現へのハードルとして、各市場参加者の取引動機の相違による各取引の約定から決済のスケジュールのイメージのずれが挙げられる。とりわけ、決済サイクルの最も短いG C レポでそのずれが顕現化する。

G C レポ取引において、資金調達を行う証券会社等証券会社等証券会社等は、アウトライイト取引やS C レポ取引の結果、最終的に生じた在庫国債のファンディングを目的にG C レポ取引を行う。したがって、アウトライイトT+2化後は、G C レポ取引の標準的な決済期間がT+1化するとされたように、アウトライイトT+1化後は、G C レポ取引をT+0ベースで約定・決済したいニーズが一般的に高くなる。

他方で、資金運用を行う投資家は、短期資金運用を目的としてG C レポ取引を行う。したがって、一般的に、投資家は、G C レポ取引を短期での資金運用手段の一つととらえており、必ずしも、T+0ベースで約定・決済するインセンティブを有する訳ではない。むしろ、投資家にとって重要なのは、G C レポ取引が他の短期金融商品と同等の効率性・安全性のある取引であることである。

こうした市場参加者の取引動機の差に基づく約定から決済のスケジュールのイメージのずれを埋める手段を検討すること、すなわち、証券会社等の在庫国債のファンディングおよび投資家の短期資金運用の双方の目的を満たす制度または市場基盤の整備がアウトライイトT+1化の実現には不可欠である。

<証券会社等>

まず、証券会社等は、投資家等との間のアウトライイト取引を起点に国債取引を行っている。すなわち、証券会社等は、アウトライイト取引の結果生じる玉の過不足の手当てをS C レポで行う。また、アウトライイト取引およびS C レポ取引を終えた後、最終的に確定する決済日の在庫国債をファンディングする目的でG C レポを行う。

したがって、証券会社等は、アウトライト取引、ＳＣレポおよびＧＣレポの順番で約定を行う。

このため、証券会社等にとって、ＧＣレポの約定および決済は、効率的な資金調達の観点から可能な限り遅めに行いたいインセンティブがある。ただし、証券会社等も、確実な資金調達の観点からは、在庫国債の最終確定前にＧＣレポの約定を行うインセンティブもある。

以上を踏まえると、証券会社等は、アウトライト取引の約定時間を起点に、在庫国債のファンディングを効率的・確実に行えるようなＧＣレポの約定・決済スケジュールを望むこととなる。

<投資家>

投資家には、資金を運用したい投資家と保有する国債を運用したい投資家がいる。前者が証券会社等との間でＧＣレポ取引を行い、後者が証券会社等との間でＳＣレポ取引を行うこととなる。なお、投資家のなかには、有価証券運用信託（所謂「レポ信託」）がいる。レポ信託は、資金を運用したい投資家と国債を運用したい投資家のふたつの側面がある。

資金を運用したい投資家は、証券会社等とは異なり、資金運用手段のひとつとしてＧＣレポ取引を行う。すなわち、他の短期の資金運用手段（ＣＤ、ＣＰ、コール取引、国庫短期証券）との間で収益性・利便性等を踏まえた結果、ＧＣレポ取引を行うこととなる。したがって、証券会社等とは異なり、アウトライト取引やＳＣレポ取引の約定や決済とは独立してＧＣレポ取引を行う。

このため、投資家は、ＧＣレポ取引が他の短期の資金運用手段と比べて収益性やリスク管理等との観点で魅力的であることが必要である。ＧＣレポ取引は、有担保取引であり、リスク管理等の安全性の面でメリットが高い。他方で、資金を運用したい投資家がＧＣレポをＴ＋０決済で行うためには、ＧＣレポ（Ｔ＋０）が他の短期の資金運用手段と同様に約定後、確実に決済されるものである制度となっているか、またはＧＣレポ（Ｔ＋０）がフェイルした後、他の資金運用手段が選択可能であることが重要である。

以上を踏まえると、資金を運用したい投資家は、他の短期の資金運用手段（ＣＤ、ＣＰ、コール取引、国庫短期証券等）との間で収益性・利便性等の点で、ＧＣレポに魅力がある約定・決済スケジュールを望むこととなる。逆に言えば、収益性・利便性に優位性がなければ、ＧＣレポ（Ｔ＋０）を含め、ＧＣレポ取引を行わない。

<レポ信託>

有価証券運用信託（所謂「レポ信託」）は、保有する国債をＳＣレポで証券会社等に貸出し、その担保金の運用をＧＣレポにより行うことにより収益を挙げている。海外のレポ市場でもこうしたＳＣレポの担保金の再運用としてＧＣレポ取引がカス

トディ銀行等を通じて行われている。

レポ信託がGCレポ取引を行うためには、SCレポを行い、担保金を得ることが前提となっている。このため、資金を運用したい投資家のなかでも、SCレポに依存している特徴がある。したがって、レポ信託は、SCレポ、GCレポの順番で約定を締結する。この点は、GCレポで貸し出す資金がSCレポの担保金に限定されない投資家とは異なる特徴である。

他方で、レポ信託もGCレポが収益性・利便性に優位性がなければ、取引を行わない点では、他の投資家と同様である。

2. 実現に向けた基本的な考え方

1. で示す実現へのハードルを踏まえると、アウトライイトT+1化の実現のためには、特にGCレポ(T+0)取引について、資金の出し手の円滑な余資運用および資金の取り手の在庫国債のファンディングを含む円滑な資金調達をサポートする制度設計が必要である。

また、市場参加者の個別のSTP化等の対応は不可欠となるがそれに加えて取引の標準化、STP化を促進する仕組みを通じて取引コストを削減可能な枠組みの整備も進めるべきである。市場インフラの機能改善を含めたわが国の国債市場全体の安全性・効率性の向上を図る視点が重要である。

こうした考えに基づき、アウトライイトT+1化を実現するためには、アウトライイト、SCレポおよびGCレポに関し、それぞれ以下で示す方向で引続き検討が必要である。

(1) アウトライイト、SCレポ

アウトライイト、SCレポは、アウトライイトT+2化の実現に当り検討したGCレポ(T+1)における枠組み(Ⅱ. 参照)を利用する方向で検討を進める。ただし、アウトライイトおよびSCレポを行う市場参加者は、GCレポを行う市場参加者よりも裾野が広いことを踏まえると、アウトライイトT+1化に伴い、初めてGCレポ(T+1)における枠組みを利用することとなる市場参加者も相応に存在することが予想される。したがって、GCレポ(T+1)における枠組みが幅広い市場参加者にとって利用可能な枠組みであるか否か、アウトライイトT+2化の2012年4月実施後の状況も踏まえ、検討していくことが必要である。

(2) GCレポ

GCレポについては、約定時点では資金調達額のみを決めておき、その後、約定済

のGCレポ取引にこれらの在庫玉を担保²²として割当てた上で決済を行う方式(担保後決め方式)²³を軸に今後検討を進める。具体的には、下記3.で示す担保後決め方式によるGCレポ(T+0)取引スキームで示された基本的枠組みを踏まえ、今後より詳細な検討を進めていく。

また、下記3.で示す担保後決め方式は、現行の取引・決済実務の枠組みを基本的に踏襲する方式と比べて、主として以下の観点から、幅広い市場参加者においてGCレポ(T+0)を可能とする枠組みであると考えられることから、検討の軸とすることとする。ただし、今後の検討の際には、約定、ポスト・トレード事務及び決済の各プロセスにおいて、現行方式との比較検討も必要に応じて行うことにより、取引コストの削減が実現可能な枠組みでの実現を目指す。

イ. 約定～約定照合の簡素化による約定時間の確保²⁴

ロ. (受渡金額ベースでの約定とする場合) 資金運用サイドにおける運用金額の確定早期化

ハ. 1 取引に少額かつ多数の銘柄を割当可能となることによる、資金調達サイドにおける玉繰り、担保効率の向上

ニ. バスケット単位での約定によるフェイルの抑制

ホ. 担保管理事務のアウトソースによるGCレポ取引の参加者拡大による市場の厚み・流動性の拡大

²² レポ取引とは証券と資金を一定期間交換する取引であり、日本においては現金担保付債券貸借取引(日本版レポ取引)や条件付債券売買取引(現先取引)の形式で行われるが、国債のGCレポの経済効果としては国債を担保とする短期金融取引である。本章における「担保」は後者の意味合いで記述してあり、例えば、現金担保付債券貸借取引については、(担保金ではなく)貸借対象債券を「担保」と位置付けている。

²³ WGでは、上記の「既存事務フロー・市場基盤でのポスト・トレード事務の限界」を踏まえ、ポスト・トレード処理の迅速化、効率化のメリットに着眼し、中間報告書における「方式②」(米国における代表的なT+0決済のGCレポスキームを基本とする方式)を前提に、方式②で実現される「銘柄バスケットによる金額ベースの約定」、「清算機関によるネットティング」、「担保管理サービスによる担保後決め方式の決済処理」等の機能の必要性・実現可能性から議論を進めることとした。なお、米国では担保管理サービスは民間のクリアリング・バンクが担っているが、検討に際しては(我が国ではそのような民間サービスが普及していない実態を踏まえ)市場インフラとしてサービス提供がされることを念頭に(民間サービスも排除せず)検討することとした。

²⁴ 担保未確定ベースでの約定照合が可能となり、資金調達サイドから資金運用サイドへの担保銘柄の連絡に関する事務が省略できる。

3. 担保後決め方式によるG Cレポ（T+0）取引スキームの詳細

（1）担保後決め方式によるG Cレポ（T+0）の主な特徴

イ. 約定面

担保後決め方式によるG Cレポ（T+0）取引の担保債券の種類、期日および約定方式は下表のとおりとする。

項目	内容
担保債券種類	国債
期日	翌日物およびターム物の双方を対象
取引形態 ・ 約定方式	現担レポ取引と現先取引のいずれの取引も念頭に検討を行う。 また、約定方式は、受渡金額ベースを基本として検討を行う。

<担保債券種類>

現状の市場・参加者の規模等に鑑み、当面、国債を担保とするG Cレポ取引について、担保後決め方式によるG Cレポ（T+0）取引の導入を検討する²⁵。

<期日>

ターム物取引の市場流動性確保の観点などから、担保後決め方式によるG Cレポ取引は、翌日物とターム物の双方を対象とする。

なお、ターム物取引に関しては、マージンコールやサブステイテューションなどリスク管理機能のあり方（担保管理サービスの機能²⁶とするかなど）についても合わせて検討する必要性が指摘された。

<取引形態>

国際的な市場間競争力の維持・強化の観点からは、きめ細かな担保管理の実施やターム物取引の活用による適切な流動性リスク管理が可能である、国際標準の取引形態（現先取引）への移行が進むことが有用と考えられる。こうした点を踏まえ、

²⁵ ただし、一般債市場の流動性向上などに資するとして、将来的には一般債を担保とするレポ取引も検討すべきとする意見も相応にみられたため、国債を担保としたスキームの検討後に、改めてこの点を整理する。

²⁶ 「担保管理サービス」とは、G Cレポ取引の担保（取引対象の国債）の管理、割当等を行うインフラ機関を指す。

現担レポ取引と現先取引の双方に対応することを念頭におきつつ、システム対応負担等の移行コストを見極めながら、新現先取引への一本化も視野に入れ、今後検討を行う。

<約定方式>

論点

現在、レポ取引は、約定時点では、受渡国債の額面金額を基準に経過利子等を算出し、スタート時点での受渡金額を定めることが主流である（額面金額ベース）。この点、GCレポ取引をより資金取引の側面に注目として考えると、スタート時点での受渡金額を基準に受渡国債の額面金額を算出すること（受渡金額ベース）も考えられる。特に、担保後決め方式のGCレポ取引では、担保管理サービス（後述）が担保国債を割当てていくため、受渡金額ベースに変更することが容易と考えられる。そこで、上記の点について市場参加者のニーズ等を確認した。

検討結果

担保後決め方式のGCレポ取引は、より資金取引として捉え、約定時点で受渡金額が確定する受渡金額ベースの取引とするのがよいとの意見が多くみられた。これは、資金の取り手側からみても、受渡金額ベースの取引の方が資金繰りの最終調整が容易となるほか、信託銀行その他資金の出し手側からも、約定時点でファンド毎の余資確定（GCレポで放出可能な金額が確定）となるためである。

ただし、額面金額ベースで玉の管理を行っているアウトライト取引やSC取引との整合性を勘案し、現行の実務と同様に額面金額ベースで行うべきという意見や、受渡金額と額面金額で選択可能とすべきとする意見も相応にみられた。したがって、今後詳細スキームの検討する中で引続き検討を行う。

【各約定方式の概要】

約定方式	概要	メリット
受渡金額	担保管理サービスは、指定された受渡金額に相当する担保銘柄の割当てと額面金額の計算を、時価・掛目や経過利子を考慮のうえで行う。	資金繰りの最終調整が容易 レポ信託における余資確定の迅速化
額面金額	担保管理サービスは、担保割当てを額面ベースで行い、割当てられた銘柄に基づき、時価・掛目や経過利子を考慮のうえ受渡金額を算出する。	額面金額ベースで約定することの多いアウトライト取引やSC取引との整合性を確保可能

ロ. J G B C C および担保管理サービスの利用

J G B C C の参加者同士の G C レポ (T + 0) 取引については、 J G B C C による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) のスキーム (以下「 G C レポ (T + 0) スキーム (C C P 利用型) 」) を基本的に利用する。また、 J G B C C による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) のスキームは、担保管理サービスの利用が前提となる。

J G B C C の非参加者との G C レポ (T + 0) 取引については、 J G B C C による債務引受は利用しない担保後決め方式による G C レポ (T + 0) のスキーム (以下「 G C レポ (T + 0) スキーム (C C P 非利用型) 」) を検討する。

なお、担保管理サービスを利用した、担保後決め方式による G C レポ取引の利用は、原則として任意とする。すなわち、担保後決め方式によらない現行方式の G C レポ取引も市場参加者の選択により可能とする。以上を纏めると下表のとおり。

		担保管理サービスの利用	
		あり	なし
J G B C C の利用	あり	G C レポ (T + 0) レポ・スキーム (C C P 利用型)	現行の J G B C C による債務引受を利用した G C レポ
	なし	G C レポ (T + 0) レポ・スキーム (C C P 非利用型)	現行の相対の G C レポ取引

< C C P による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) >

海外事例を踏まえると、 C C P の参加者同士の G C レポ (T + 0) 取引については、 C C P による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) の清算スキームがある (資料 11)。これらのスキームは、以下の点で優れていることから、わが国でも J G B C C による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) のスキームの導入を検討することが望ましいとされた。

・ S T P 化

- ▶ 海外事例をみると、 C C P による債務引受を利用した G C レポ (T + 0) のスキームは、電子取引プラットフォームまたは照合システムの利用が必須とされている。また、照合以降のフローも完全 S T P 化が達成されている。

・取引の標準化

- ▶ バasketの内容および種類の設定は、CCP（およびその参加者）が主体となって決めている。

・CCPによる債務引受、CCPの証券口座/資金口座を介した決済

- ▶ なお、Basket・ネットィング²⁷については、T+0ベースでは、行わないCCPもあるため、共通する特徴ではない。

他方で、必ずしもレポ市場の参加者全てがJGBCCの参加者ではないことを踏まえると、GCレポ（T+0）レポ・スキーム（CCP非利用型）の導入も検討する。

<担保管理サービスの利用>

担保管理サービスの利用は、各社の事情（システム対応コストや担保繰りなど）に対する配慮や、利用の強制により、GCレポ（T+0）の市場参加者の裾野を狭める可能性等も考慮し、まずは任意を基本に検討を行う。

ただし、市場全体の効率性向上や、T+0取引の時間的制約を考慮すると、市場参加者の取引が担保後決め方式によるGCレポに集約されること（デファクト・スタンダードとなること）が望ましいとする意見が多くあった。このため、具体的なスキームを検討する中で、引続き利用のあり方を検討することとなった。

ハ. 担保後決め方式によるGCレポ（T+1）

GCレポ（T+1）取引について、担保管理サービスを利用する場合には、GCレポ（T+0）取引とは異なる仕組みを構築する必要がある。このため、担保管理サービスを利用したGCレポ取引については、T+0取引の環境整備を優先的に検討する。

<論点>

分科会では、当初、決済日（S日）に約定と決済を行うGCレポ（T+0）取引に加えて、決済日の前営業日（S-1日）に約定を行うGCレポ（T+1）取引についても、担保後決め方式の導入を検討してはどうかとの提案があった。また、同提案では、S-1日に約定を行うGCレポ（T+1）取引は、担保割当の後に、現行と同様にJGBCCによる債務引受およびネットィング（以下「銘柄ネットィング」という）が提案されていた。

このため、銘柄ネットィングを行うGCレポ取引（T+1）取引とGCレポ（T+

²⁷ Basket・ネットィングとは、GCレポのスタート取引に関し、担保割当を行う前（すなわち、担保債券が確定する前）に、Basket種類が同一の取引の資金受渡金額をネットィングするもの。

0) 取引に関し、ポスト・トレード処理の方法を検討した。

<検討結果>

検討の結果、銘柄ネッティングを行うGCレポ取引（T+1）取引とGCレポ（T+0）取引は、同じ担保後決め方式によるGCレポ取引ではあっても、残高管理やネッティングの考え方等の点で別個のポスト・トレード処理となり得ることが指摘された。

この点、担保後決め方式によるGCレポ取引に関し、2つのポスト・トレード処理を整備する場合には、担保管理サービスを含む市場インフラおよび市場参加者は、GCレポについて2つのポスト・トレード処理について新たに対応する必要性がでてくるため、コスト増になる懸念が指摘された。

こうした懸念と併せて、アウトライイトT+1化後のGCレポの約定時間帯イメージとGCレポ（T+1）取引とGCレポ（T+0）取引の利用イメージ（下記（2）参照）を踏まえた結果、担保管理サービスを利用したGCレポ取引については、T+0取引の環境整備を優先的に検討することとなった。

なお、GCレポ（T+1）取引に担保管理サービスを導入するか否かは、アウトライイトT+1化後、GCレポ（T+1）取引が相応にあるか否か、担保後決め方式によるGCレポ（T+1）取引の導入コスト等を踏まえつつ、今後検討する。

(2) 約定中心時間帯

GCレポの約定は、S-1日夕刻からS日午前中を中心に行われると想定する。ただし、S日午後も取引が行われる可能性を想定し、ポスト・トレード処理を構築する。

【GCレポ取引の約定時間帯】

		GCレポ取引	(参考) アウトライイト、SCレポの約定時間帯	
S-1日	午前			
	午後			
S日	午前			
	午後			

＜G Cレポの約定の中心時間帯のイメージ＞

S - 1日夕刻からS日午前中が約定中心時間帯となるが、S - 1日夕刻の約定は、金額・レートの仮決めを含み、売買報告書の承認（担保未確定ベース）はS日の午前中が中心となるイメージである。

また、S日午後の取引については、市場環境次第では、S日午後にも取引量が相当程度発生し、フェイル確定後のポジション調整にとどまらない可能性も念頭におきつつも、基本的にアウトライト、S Cレポ取引のフェイル確定後のポジション調整等の取引が中心となる想定。

なお、取引可能時間帯については、可能な限り制約を加えないという観点で、インフラ面や市場慣行面での検討を行う必要がある。

＜G Cレポ（T + 1）取引とG Cレポ（T + 0）取引の利用イメージ＞

アウトライトT + 1化後のG Cレポの約定時間帯イメージとG Cレポ（T + 1）取引とG Cレポ（T + 0）取引の利用イメージの刷り合わせをG Cレポ取引の資金の出し手側のレポ信託および資金の取り手側の証券会社間で行った。

レポ信託の意見

信託銀行からは、S - 1日のS Cレポの結果、G Cレポによる運用金額が判明すれば、S - 1日中に早くG Cレポの約定を行いたいこと、G Cレポの約定を早めに行いたいのは、証券会社側も同じではないかとの指摘がなされた。

その上で、G Cレポ（T + 1）取引とG Cレポ（T + 0）取引の利用イメージについては、S - 1日に約定を行ったG Cレポのポスト・トレード処理に関し、次のように2つに分かれるのではないかとの指摘があった。

- ・ S - 1日に個別の取引に係る（決済照合システムの）売買報告データまで作成できるものは、G Cレポ（T + 1）の枠組みでポスト・トレード処理すればよい。
- ・ S - 1日に金額とレートは決めたものの、売買報告データまで作成できないものは、G Cレポ（T + 0）の枠組みでポスト・トレード処理をすればよい。
- ・ なお、S日に約定したG Cレポは、もちろん、G Cレポ（T + 0）の枠組みでポスト・トレード処理することとなる。

証券会社の意見

証券会社からは、以下の意見が示された。

- ・ アウトライト取引及びショートカバーのS Cレポ取引の約定時間帯は十分確保されることが流動性の高い国債市場に不可欠である。したがって、国債の決済期間

短縮により、これらの約定時間帯に制約が生じ得るスキームは望ましくない。

- ・ セルサイドにとってGCレポ取引は、アウトライト取引及びSCレポ取引終了後の在庫ポジションのファンディングが主な目的である。したがって、アウトライトとSCレポ取引の約定時間を十分確保とした場合、GCレポの約定時間帯はS-1日の夕刻以降とならざるを得ない。このため、S-1日中にGCレポ約定の大方の目処つけ、かつ、ポスト・トレード処理を（極端に後倒しせず）終了させることは困難が想定される。
- ・ とはいえ、可能な限り早く資金繰りの目途をつけておきたいというニーズに対しては、S-1日にGCレポのレート・金額を合意し、ポスト・トレード処理としてはGCレポ（T+0）として取扱う取引手法を活用することは可能と考えられる。また、GCレポであるが銘柄を早期に特定可能なケース（新発玉売れ残り、物価連動国債等）をJGBCCの既存のネットィング清算フロー（アウトライト取引やSCレポ取引と混ぜる）に取込むことも考えられる。
- ・ また、資金調達の安定性を確保する観点から、少なくともS日午前中までは、GCレポ（T+0取引）の約定を行える環境を整備する必要がある。

まとめ

S日に約定したGCレポ取引に加えて、S-1日に金額とレートは決めたものの、売買報告データまで作成できないものは、ポスト・トレード処理としては、GCレポ（T+0）取引として処理されることとなる。したがって、担保管理サービスを利用したGCレポ取引については、T+0取引の環境整備を優先的に検討しても、S-1日に金額とレートを決めたものを含め、大宗のGCレポ取引で担保後決め方式が利用可能となる。

（3）約定の電子化、フロント照合の迅速化

約定を電話やFAX等ではなく、電子的に行うこと（約定の電子化）は、GCレポ取引の約定の迅速化に有効との意見が見られたが、GCレポ（T+0）取引の実現には必須ではないとの認識に至った。したがって、電子取引プラットフォームの利用は、現行どおり任意とする。

また、フロント照合の電子化については、2012年4月のアウトライトT+2化、および、2014年の証券保管振替機構の決済照合システムにおける三者間センタマッチ機能のレポ取引への導入による進展が期待されるが、GCレポ（T+0）取引に関し、フロント照合における更なる迅速化対応が必須になるとは現時点では言えない。このため、2012年4月のアウトライトT+2化後の状況を踏まえつつ、改めてその必要性を検討する。

<補足説明>

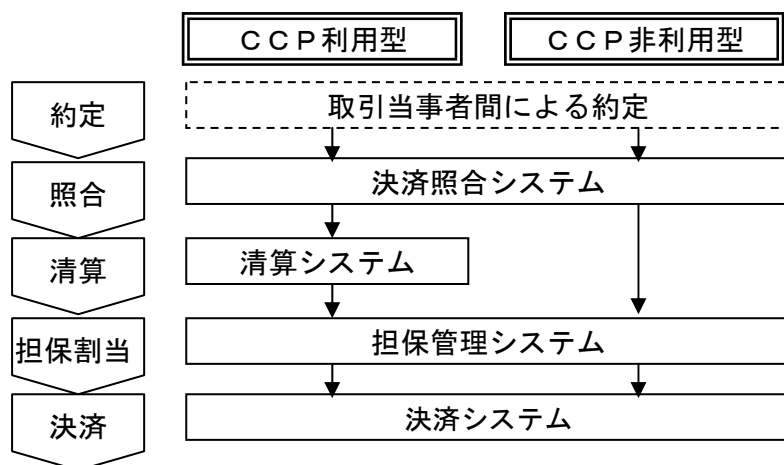
フロント照合の迅速化については、電子取引プラットフォームの利用促進などの方策を検討するのが適当との意見がみられた。他方、アウトライイトT+2化に伴うGCレポのT+1決済の標準化に向けたフロント照合の電子化の効果を見極めつつ検討を進めるべきとの意見や、各社のシステム対応負担等に配慮すべきとの意見、証券保管振替機構の決済照合システムの利用を前提とすれば、フロント照合の迅速化は不要とする意見など、必ずしもフロント照合の迅速化を検討する必要はないとの意見も相応にみられた。

したがって、フロント照合の更なる迅速化については、2012年4月のアウトライイトT+2化後の状況を踏まえつつ、具体的なスキームの検討が進んだ段階で、改めて検討の要否も含め確認を行うこととなった。

なお、ポスト・トレード事務の迅速化の観点からは、投資家との取引における決済照合システムの利用促進やJGBCCL利用の促進が重要であるとの認識は一致している。

(4) ポスト・トレード処理の概要

担保後決め方式によるGCレポ（T+0）取引は、大別して①約定、②照合、③清算（JGBCCで債務引受される場合に限る）、④決済の4つの工程がある（下記図参照）。各工程の概要は、下表のとおり。



工程名称	処理概要
約定	GCレポ（T+0）取引の取引当事者間は、担保国債の種類を特定するバスケットの種類その他GCレポ（T+0）取引をスタートさせる際に必要な項目 ²⁸ を合意する。
照合	次に、取引当事者は、約定で合意した項目について、決済照合システムを通じて随時照合する ²⁹ 。
清算	CCP利用型の場合には、決済照合システムで照合された約定データがJGBCCに送信される。JGBCCは、受信した約定データに基づき債務引受を行う。
担保割当	担保管理サービスの提供者は、JGBCCまたは決済照合システムから受信した約定データに基づき担保国債を割当てて、割当結果は、関係者（取引当事者およびJGBCC）に通知される。当該通知によりGCレポ（T+0）取引の担保国債が銘柄単位で確定することとなる。 また、担保管理サービスの提供者は、担保国債の割当結果に基づき、決済指図を作成し日銀ネットに送信する。

²⁸ バスケットの種類以外には、スタート日、エンド日、約定金額、レポレートなどがある。

²⁹ なお、この段階では、担保銘柄の割当はされていないため、バスケットの種類での照合となる。レポ信託の場合には、別途、信託財産を特定するファンドコード、ファンド毎の運用額の送信等を行った上での照合が必要になると考えられる。

決済	日銀ネットでは、担保管理サービスの提供者から送信された決済指図に基づき、決済が行われる。
----	--

イ. 約定

GCレポ（T+0）取引の取引当事者間は、担保国債の種類を特定するバスケットの種類その他GCレポ（T+0）取引をスタートさせる際に必要な項目を合意する。

<約定項目>

約定項目は、スタート日、エンド日、約定金額、レポレートなどが考えられる。具体的な項目は、既存のレポ取引における約定項目を踏まえつつ、担保後決め方式の具体的な仕様を踏まえて決める。

<バスケット>

バスケットの内容は、例えば、国債（短国を含む）全般という指定方法の他、残存年限別や、債券種類別（物価連動、変国等別）に指定可能とする。これは、現行でも担保債券の種別等を特定した取引が行われていることや、各市場参加者の事情により受入可能な担保債券の種類に制約があり、約定照合の段階で国債の種類（バスケット）を特定できる仕組みの導入が必要だからである。

担保国債のバスケットの種類を特定する手段として、海外事例を踏まえると、バスケットの種類を示すISINコードを利用することが考えられる³⁰。

また、バスケットの種類の設定は、海外事例を参考にすると、CCP利用型の取引については、JGBCCが参加者および担保管理サービスの提供者とともに決定するのが適切と考えられる。なお、バスケット単位の検討にあたっては、バスケットが細分化すると後決めのメリットが薄まる点や、債券需給への影響といった点にも配慮が必要である。さらに、CCP非利用型の取引については、取引当事者間で任意に定めることが可能であるが、JGBCC等が設定したISINコードを利用することも考えられる。

ロ. 照合

次に、取引当事者は、約定で合意した項目について、決済照合システムを通じて随時照合する。

<レポ信託における取扱い>

レポ信託は、各ファンド毎に証券会社とGCレポ取引の約定を締結するため、

³⁰ ISINコードの具体的な利用については、別途、ISINコード評議会等との協議が必要となる。

担保管理サービスの提供者が行う担保割当も各ファンド毎に行うこととなる（下記二、も参照）。このため、照合から担保割当までの約定データには、ファンドを特定するための情報（ファンド毎の運用額、バスケットの種類等を含む）が必要となる。

<決済照合システムを通じた随時照合>

JGBCCで債務引受されるGCレポ（T+0）取引の照合については、現行と同様に決済照合システムの利用を参加者に求めていく。また、JGBCCを利用しないGCレポ（T+0）取引の照合も、STP化促進の観点から決済照合システムの利用を促進する必要がある。

この点、米国では、今次金融危機を踏まえ、トライパーティ・レポ取引を行う際には、クリアリング・バンク等が提供する照合システムの利用が必須とされている。

ハ. 清算

取引当事者間がJGBCCの参加者間である場合には、決済照合システムで照合された約定データがJGBCCに送信される。JGBCCは、受信した約定データに基づき債務引受を行う。

<バスケットの債務引受>

JGBCCが債務引受をする段階では、GCレポ（T+0）取引の約定内容は担保国債の種類を示すバスケットが特定されているものの、銘柄単位では特定されていない。このため、JGBCCは、担保管理サービスの提供者による担保割当が行われるまでの間、バスケットで特定される国債銘柄の受渡債務とそれに対応する約定金額の受払債務を引受することとなる。

今後は、上記のような債務をJGBCCが引受ける点に関する法律面やリスク管理面での課題の整理と対応策を検討していく必要がある。

<バスケット・ネットティング>

前述のとおり、JGBCCの参加者間のGCレポ（T+0）のスタート決済は、JGBCCが債務引受する。また、JGBCCの参加者間のGCレポ（T+0）のエンド決済は、現行どおり、JGBCCが債務引受する。

ただし、GCレポ（T+0）のスタート決済同士をネットティングすること（バスケット・ネットティング）は、JGBCCの参加者のニーズ次第である。海外事例をみても、CCPが債務引受する一方で、ネットティングはしないスキームもあるため、債務引受とネットティングは分離して考えることは可能と思われる。

また、参加者間のニーズが分かれる場合には、約定の項目にバスケット・ネット

ィングの可否を追加し、可とする約定のみをバスケット・ネットィングの対象とすることも考えられる。

二. 担保割当

担保管理サービスの提供者は、J G B C Cまたは決済照合システムから受信した約定

データに基づき担保国債を割当てて。

担保管理サービスの提供者は、担保国債の割当が完了した約定データに関し、割当の結果を関係者（取引当事者およびJ G B C C）に通知する。当該通知によりG C レポ（T + 0）取引の担保国債が銘柄単位で確定することとなる。

また、担保管理サービスの提供者は、担保国債の割当結果に基づき、決済指図を作成し日銀ネットに送信する。

<国債残高情報の把握方法>

担保管理サービスの提供者は、資金の取り手（担保の出し手）の証券口座にある国債から、約定データで指定されたバスケットで特定される国債を一定のルールに基づき、受渡金額を満たすまで担保国債として割当てていくこととなる。

担保管理サービスの提供者が、資金の取り手が保有する国債のうちG C レポの担保国債に利用可能なものを把握する方法については、以下の2案が考えられる。

- ・ イ案:アウトライトやS C レポ等の通常使用する証券口座（以下「通常口座」）とは別に、G C レポの決済専用の証券口座（G C レポ用口座）を設け、G C レポ用口座にある国債を担保債券として割当て可能な国債として取り扱う案。
- ・ ロ案:担保割当時点では、担保債券に利用可能な国債か否か区分せずに、担保債券の出し手の通常口座にある国債を対象に割当および決済を行う方法。なお、ロ案では、G C レポの担保債券に割当られた国債を他の取引で必要となった場合には、サブスティテューションを行うことにより対応することになる。

この点、海外事例をみても、上記の双方の案があること、および双方の案の優劣は、担保管理サービスの具体的なシステム仕様や処理スピード等にも依存すると考えられるため、現時点では判断がつかない。したがって、今後、具体的な仕様を定めていくなかで検討していく。

<担保割当のルール>

当該ルールの詳細は今後検討していく必要がある。検討の際には、以下の点を検討する必要がある。

- ・ 各銘柄の割当て優先順序（例えば、残存年限の長いもの、額面金額の小さいもの等）をどうするか。
- ・ 担保国債の時価合計と受渡金額をどのように一致させるのか、または誤差を許容するか。

CCP利用型の取引は、エンド決済を現行と同様にアウトライトやSCレポの決済と合わせてJGBCCで現行同様に銘柄単位でネットィング³¹する。このため、GCレポ（T+0）のスタート決済においても各銘柄毎に分割して決済する。したがって、担保割当の際には、約定データに基づき、担保国債を各銘柄単位で割当てることにより、各銘柄単位で決済データが作成できるようにしておくことが必要となる。

なお、海外事例をみると、資金の取り手（担保の出し手）が自ら担保国債の割当を行う機能や、ロ案において担保の出し手が特定の債券を担保割当の対象外に指定する機能を持つものもある。このため、担保管理サービスにこれらの機能を付加するか等について、JGBCCのリスク管理策を踏まえつつ、今後検討する。

<担保国債が不足する場合の処理>

GCレポ（T+0）の担保割当・決済は、2つのタイミング（下記（5）参照）により、一日何回かに亘って行われる。このため、ある時点で行った担保割当では、担保国債が不足するため、全てのGCレポを決済できないことがあり得る。

この場合、担保割当ができなかった約定は、引続き、担保管理サービスが管理し、次回以降の担保割当のタイミングで担保割当・決済を待つこととなる。ただし、カットオフ・タイム前の最期の担保割当のタイミングで担保割当ができなかった場合の処理については、当該場合を回避する方策の検討を含め、今後検討する。

<レポ信託における担保管理サービスの利用イメージ>

レポ信託におけるGCレポの約定にあたり、担保管理サービスがどのような機能を担うのかが論点となった。

具体的には、以下の2案について議論を行った。

- ・ A案：信託銀行が行うファンド毎の運用金額の割振り結果を基に、担保管理サービスがファンド毎の国債銘柄の割当てを行う案
- ・ B案：担保管理サービスはファンド毎の国債銘柄の割当て等を行わず、別途信託銀行が帳簿の管理等により対応する案

A案は、現行実務と整合的であることから評価する声があった。他方で、ファ

³¹ なお、GCレポ（T+0）のスタート取引は、銘柄ネットィングを行わないことを想定している。

ンド毎の運用金額の割振りに要する時間をどれだけ短縮できるかがポイントとなる意見もあった。この点、ファンド毎の運用金額の割振りに要する時間については、信託銀行より1時間から1時間半程度ではないかとの意見があった。

B案は、フロント実務の簡便さもあり、A案よりも評価する声があった。他方で、B案においては、リーガル面（分別管理義務、善管注意義務の観点）、顧客理解（委託者の理解）、及びポスト・トレード事務（取引当事者双方でファンド毎の取引を管理する必要）の点で、課題が大きい旨の指摘があった。

以上を踏まえ、担保管理サービスは、A案の形でファンド毎の国債銘柄の割当ができるように対応することとして、検討を進めることとなった。

（5）スタート取引にかかる各工程のタイムライン

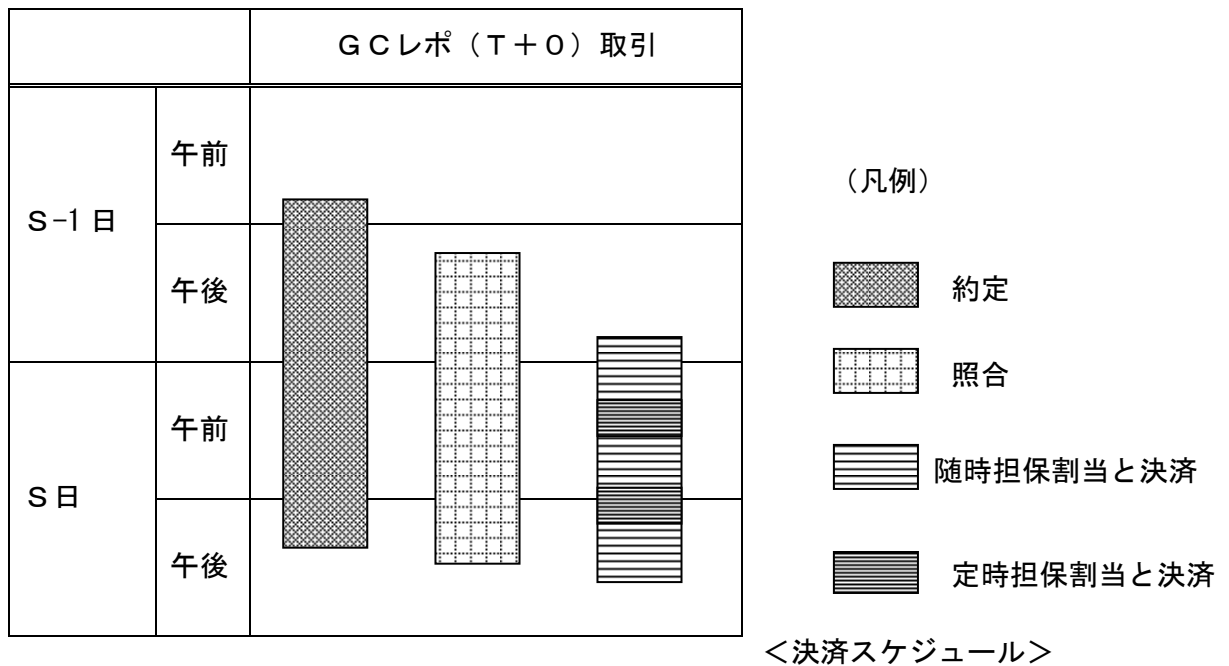
イ. 概要

G Cレポ（T+0）のスタート取引にかかる各工程のタイムラインの概要は以下のとおり。

工程名称	タイムライン
約定	取引当事者間の約定および照合ないし清算は、随時行っていく。また、それぞれの最終時限は、担保割当および決済のスケジュールとの関係で定まるため、同スケジュールの詳細と併せて今後検討する。
照合	
清算	
担保割当	担保管理サービスの提供者が担保割当を行うタイミングは、以下の2種類を設ける。 随時割当：資金の取り手（債券の出し手）の起動により、担保管理サービスの提供者が随時担保割当を行うもの 定時割当：1日複数回一定時刻において、それまでに担保管理サービスの提供者が受信したG Cレポ（T+0）取引に関し担保割当を起動する（例えば、午前10時、12時）
決済	決済可能時間帯は、午前9時から国債決済の入力締切時刻までとする ³² 。また、市場慣行として、G Cレポ（T+0）のカットオフ・タイムを設定する。

³² 日銀ネット（国債系）の稼働時間は、2015年度における新日銀ネット（第2段階）の稼働開始に伴い変更される可能性がある。ここで示す決済スケジュールは、現行の稼働時間（午前9時～午後4時30分）を前提としたイメージ。

【GCレポ（T+0）取引のタイムスケジュール】



GCレポ（T+0）の決済スケジュールは、①資金の出し手側、②資金の取り手側および③決済リスク削減の3つの視点から検討を行った。

まず、資金の出し手側の視点に立つと、GCレポ（T+0）の決済スケジュールを検討する際に重要な視点は、①日中の資金繰りが円滑に行えること、②確実に資金運用できること、③経理・記帳等に要する時間を確保できること、がある。これらの視点からは、GCレポ（T+0）の決済は、S日に返済又は入金にかかる決済がある程度進捗した時点以降、かつ、日中あまりに遅い時間帯とならないことが望ましいと整理された。

また、資金の取り手側の視点に立つと、①日中の玉繰りが円滑に行えること、②S日に約定したGCレポ（T+0）の決済が円滑に行えること、③決済のための流動性負担が抑えられること、④フェイル等の結果、担保国債の量が不足する場合の対応ができること、が重要な視点となる。これらの視点からは、GCレポ（T+0）の決済は、午後にも可能（アウトライト、SCのカットオフ・タイム後、ITC³³のカットオフ以前）とすることが望ましいと整理された。

さらに、決済リスク削減の視点に立つと、①RTGS決済との関係及び②システム障害時、異例時対応が重要な視点となり、日中、決済可能となったものから順次決済を行うことが望ましく、日中あまりに遅い時間帯に決済を行わないことが望ましいと整理された。

³³ 国債DVP同時担保受払機能。担保国債は日銀ネット決済時限までに返戻請求を行い残高をゼロにする必要があるため、ITCの実質的なカットオフ・タイムは15:30頃となる。

<GCレポ（T+0）のカットオフ・タイム>

担保債券の出し手（資金の取り手）側の視点にたつと、GCレポ（T+0）の担保国債が最終的に確定するのは、アウトライト／SCレポの決済が終了した後となる。また、GCレポ（T+0）のスタート決済についても、フェイルの認識等を行うため、カットオフ・タイムが必要となると考えられる。

したがって、アウトライト／SCレポのカットオフ・タイムとGCレポ（T+0）のスタート決済のカットオフ・タイムは、別個に設定する（前者の後に後者を定める）必要がある。

なお、アウトライト／SCレポのリバーサル・タイムにおいて、アウトライト／SCレポのフェイルが解消された結果、GCレポ（T+0）の担保国債が追加で引渡され、GCレポ（T+0）のスタート決済のフェイルを回避することも可能である。したがって、GCレポ（T+0）のスタート決済のカットオフ・タイムは、アウトライト／SCレポのリバーサル・タイム中に設ける。

ロ. 具体例

以下では、GCレポ（T+0）取引のポスト・トレード処理の具体例として、CCP利用型のGCレポ（T+0）取引の例を示している。

（イ）随時割当のケース

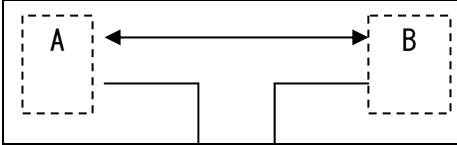
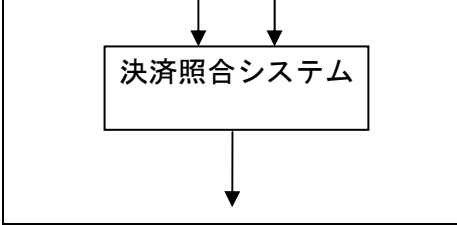
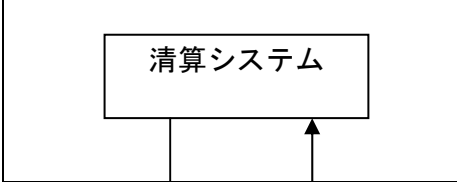

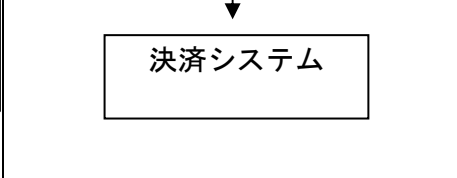
	フロー図（概要）	時間	内容
約定		S-1日 16時	AとBがGCレポ取引を約定 ^(注1) 。
照合		S-1日 17時	AとBは、約定内容を決済照合システムで照合 ^(注2) 。決済照合システムは、JGBCCに照合済の約定データを送信。AとBに照合結果を送信。
清算		S日 9時	JGBCCは、約定データにかかる取引の債務を引受。 JGBCCは、担保管理サービスに引受けた約定データを送信。
担保割当		9時30分 10時	Aが、担保管理サービス（CMS）に担保割当を依頼。 CMSは、Aの国債残高情報を把握し、担保割当を実行。 CMSは、担保割当が完了した約定に関し、A、B、JGBCCおよび日銀ネットに決済データを送信 ^(注3) 。
決済		10時 15分	日銀ネットは、CMSから受信した決済データに基づき決済を実行（A→JGBCC、JGBCC→Bの2つの決済）。

（注1）担保国債についてバスケットで約定した状態。

（注2）信託銀行の場合は、ファンド毎の運用額割振データを送信の上、照合実施。

（注3）このタイミングでA、Bに送信されるデータが、売買報告データに相当するものとなる。

(ロ) 定時割当のケース

	フロー図 (概要)	時間	内容
約定		S日 10時	AとBがGCレポ取引を約定 ^(注1) 。
照合		11時	AとBは、約定内容を決済照合システムで照合 ^(注2) 。 決済照合システムは、JGBCCに照合済の約定データを送信。AとBに照合結果を送信。
清算		11時15分	JGBCCは、約定データにかかる取引の債務を引受。 JGBCCは、担保管理サービスに引受けた約定データを送信。
担保割当		12時 12時30分	CMSは、Aの国債残高情報を把握し、担保割当を実行。 CMSは、担保割当が完了した約定に関し、A、B、JGBCCおよび日銀ネットに決済データを送信 ^(注3) 。
決済		12時45分	日銀ネットは、CMSから受信した決済データに基づき決済を実行 (A→JGBCC、JGBCC→Bの2つの決済)。

(注1) 担保国債についてバスケットで約定した状態。

(注2) 信託銀行の場合は、ファンド毎の運用額割振データを送信の上、照合実施。

(注3) このタイミングでA、Bに送信されるデータが、売買報告データに相当するものとなる。

(6) 担保管理サービス

イ. サービス内容

担保管理サービスの提供者は、(5)で示すとおりGCレポ(T+0)のスタート取引の担保割当の他、以下のサービスの提供を行うことを展望する。

種類	概要
適格銘柄管理	担保管理サービスは、担保国債の銘柄管理を行う。また、担保割当を行うため、各国債の時価管理を行う。
マージンコール	担保管理サービスは、CCP非利用型のGCレポ(T+0)取引に関し、日々、マージンコールを実施する ³⁴ 。
サブステイテューション	担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、サブステイテューション(担保国債の差替)を実行可能とする ³⁵ 。
リユース	担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、リユース(受入れた担保国債を他の取引に利用すること)を実行することも検討する。

(イ) 適格銘柄管理

担保管理サービスは、担保国債の銘柄管理を行う。また、担保割当を行うため、各国債の時価管理を行う。

担保管理サービスは、担保国債の銘柄管理を行う。具体的には、バスケットに対応する国債の銘柄や新発債の銘柄等の管理を行う必要がある。また、担保割当を行うため、各国債の時価管理を行う。この点、国債であるため、時価のソースとしては、日本証券業協会の売買参考統計値を利用することが考えられる。

(ロ) マージンコール

担保管理サービスは、CCP非利用型のGCレポ(T+0)取引に関し、日々、マージンコールを実施する。

CCP利用型については、JGBCCが他の取引と併せてマージンコールを行うことが想定される。したがって、担保管理サービスは、CCP非利用型のGCレポ(T+0)取引に関し、期中のリスク管理の観点からマージンコールを取引当事者に代わり行うことを検討する。

³⁴ CCP利用型については、JGBCCが他の取引と併せてマージンコールを行うことを想定。

³⁵ ただし、サブステイテューションは、新現先取引のみ対応可能。

(ハ) サブスティテューション

担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、サブスティテューション（担保国債の差替）を実行可能とする。

担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、サブスティテューション（担保国債の差替）を実行可能とする。サブスティテューションを実行する際に、片方当事者（資金の取り手）からの依頼のみで実行するか、それとも、双方当事者からの依頼を必要とするかは、今後検討する。これは、海外事例をみると、片方当事者からの依頼のみで実行するタイプも相応にあるためである。

(ニ) リユース

担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、リユース（受入れた担保国債を他の取引に利用すること）を実行することも検討する。

担保管理サービスは、取引当事者からの依頼を受けて、リユース（受入れた担保国債を他の取引に利用すること）を実行することも検討する。リユースは、海外事例を踏まえると、一部の担保管理サービスがリユースを行っているサービスとなっている。したがって、わが国の資金の出し手（担保の取り手）がリユースのニーズがあるか否かを踏まえて検討する。

ロ. 提供者

担保管理サービスの提供者については、市場インフラが担うことを想定しつつ、それが民間金融機関等による担保管理サービスの提供を排除しない枠組みを検討していく必要がある。なお、市場インフラ（日銀、J G B C C、証券保管振替機構）のいずれが提供するのが望ましいのかという点は、結論が出ておらず、諸外国での検討も踏まえて今後検討していく（資料12）。

4. 今後の検討の進め方

(1) 残された課題と検討の視点

3. で示すG Cレポ（T+0）取引スキームの実現には、3. で示された今後の検討課題以外にも課題はある。例えば、既存のレポ取引にかかる基本契約書等のリーガル面の整理、障害発生時におけるリカバリー方法等（決済までの時間が極めて限られる中での市場参加者のコンティンジェンシー・プランの要求水準等）、業務継続体制に関する検討も特に必要である。このような課題は、3. で示すG Cレポ（T+0）取引スキームが、ポスト・トレード事務の点で現行実務とは異なる点が多いことに起因している。

したがって、ポスト・トレード事務を含む既存のレポ取引の制度・枠組みに拘泥しては3. で示すGCレポ（T+0）取引スキームの実現は難しい。3. で示すGCレポ（T+0）取引スキームの実現のためには、担保管理サービスの提供主体を決定した上で、決済照合システム、JGBCCの清算システムおよび日銀ネットでの対応が必要となることから明らかである。

残された課題の検討に当たっては、既存のポスト・トレード事務を参考にしつつも、課題の解決のためには、新しいポスト・トレード事務の制度・枠組みを採用していくことも視野に入れていく必要がある。

また、アウトライイト取引、SCレポ取引のT+1化については、IV. 2. (2) で記したとおり、広範な参加者がT+1取引が可能となる枠組みのあり方を、2012年4月のアウトライイトT+2化の実施後の状況を踏まえ検討する必要がある他、アウトライイトT+1化に伴う、コール市場等他の短期金融市場への影響も改めて検討する必要がある。

(2) 今後の検討スケジュール

上記(1)を踏まえると、アウトライイトT+1化の検討は、まだ相応に時間を要すると想定される。また、まずは、アウトライイトT+2化を2012年4月に円滑に実施できるよう、準備作業をフォローしていく必要があるほか、2012年4月から半年程度は、アウトライイトT+2化の実施状況のフォローアップを優先的に行うことが適当である。したがって、アウトライイトT+1化の検討は、2012年下期に再開することとする。なお、検討の再開に当たっては、以下の点を踏まえる必要がある。

- ・ 市場関係者・市場インフラを中心に「残された課題」を検討しつつ、アウトライイトT+1化実現に向けた、より具体的な推進計画を検討し明らかにする必要があること。また、担保管理サービスを担う主体について合意した後は、当該主体を中心とするアウトライイトT+1化実現に向けたプロジェクト体制を構築する等の取組みが必要であること。
- ・ 一方、国債決済に関しては、2014年から2015年度までにJGBCCの利用拡大に向けた動き、証券保管振替機構による決済照合システムの更改、新日銀ネットの構築等、アウトライイトT+1化に必要なSTP化の市場基盤の整備や、それに伴う市場慣行の変更が展望されている。アウトライイトT+1化は、こうしたSTP化や新しい市場慣行の定着状況を踏まえ、実施することが望ましいこと（すなわち、これらの市場基盤整備や新しい市場慣行の定着前にアウトライイトT+1化を実現することは、実現可能性や二重投資の観点でハードルが高いこと）。
- ・ 上記3. で示すGCレポ（T+0）取引スキームの実現には、市場参加者や市場インフラにおける本格的なシステム対応等が必要であり、市場参加者や市場インフラのシステム対応に準備期間も含め相応の期間が必要になると考えられること。

これらの点を踏まえると、アウトライトT+1化は2014年から2015年度までに行われる市場基盤の整備後のしかるべき時期にならざるを得ないと考えられる。しかし、国際市場競争力の維持・向上の観点では、できるだけ早期の実現を目指していくことが重要であり、具体的な実現時期の設定は今後の推進計画検討時にあらためて検討することとするが、下記マイルストーンの通り、当面は2017年以降速やかにアウトライトT+1化を実現させることを目標とし、検討を進めていくこととする。

<現時点でのアウトライイトT+1化に向けたマイルストーン>

時 期	内 容	対応主体
～2012年4月	アウトライイトT+2化実施対応	各市場参加者 WG（継続）
2012年4月～8月	アウトライイトT+2化実施状況の確認	WG
	アウトライイトT+1化の検討・推進体制の検討・合意	WG・業界団体・ インフラ機関
2012年9月～	アウトライイトT+1化実現に向けた検討再開 （残された課題の検討、担保管理サービス提供主体の決定、マスタースケジュールの設定） レポ取引の市場慣行の見直し、リーガル面の検討	WG又は新たな 検討体制 市場参加者、関係 当局
2013年頃	アウトライイトT+1化実現に向けた検討終了 （市場関係者による制度概要の合意） 担保管理サービス機関、市場参加者を中心とする横断的推進体制の確立	WG又は新たな 検討体制
2013年後半	JGBCC信託対応システム開発完了	JGBCC
2014年	証券保管振替機構の決済照合システム更改等 （レポ取引の三者間センタマッチ機能実現）	証券保管振替機 構、市場参加者
2014年以降順次	担保管理サービス機関等における基本機能の決定（制度要綱、基本仕様等の策定） その後、同時期に実施となる他の市場整備との整合性確保、開発負担を考慮しつつ、関係者の合意を前提に、インフラ機関、市場参加者のシステム対応が進められる想定	担保管理サービ ス インフラ機関、市 場参加者
2015年度	新日銀ネット構築（国債決済の一層の円滑化に向けた対応、通信メッセージの国際標準化、稼働時間の見直し）	インフラ機関、市 場参加者
2017年頃～	アウトライイトT+1化の実施 （マスタースケジュールにより決定）	

V. 終わりに

WGは、我が国金融・資本市場の競争力強化には、証券決済システムの一層の利便性の向上及びリスク管理の強化等が必要であるとの観点から、幅広い市場参加者や関連するインフラ機関等の主として実務家を中心に検討をこれまで約2年に亘り進めてきた³⁶。

検討の結果、アウトライイトT+2化の2012年4月の実施が決定された。また、アウトライイトT+1化についても、実現のための方策の検討が着実に進んでいる。他方で、市場関係者の一部には、決済リスク削減の観点からはアウトライイトT+2化で十分ではないかとの意見もある。しかし、決済期間短縮は、WGにおいて整理・認識したように、決済リスク削減だけではなく、市場の流動性の向上、国際的な市場間競争力の維持・強化という意義がある点を市場関係者が再認識する必要がある。

したがって、今後、アウトライイトT+1実現に向けた検討を着実に進めるためには、アウトライイトT+1化が国際競争力向上等の観点で我が国にとって絶対に必要という危機意識(Dissatisfaction)、アウトライイトT+1化が目指す具体的青写真(Vision)、及び、可能な限り早いタイミングでの実現を図るという目標の設定と具体的な取り組み(Process)について、当局・市場インフラ・市場関係者において共有されることが必要である。

³⁶ WGはここまで22回、分科会を含めると述べ●●回の検討を重ねた。法改正が前提とならないテーマについて市場関係者が協力しながら長期かつ熱心に議論し方針を取りまとめたことは特筆されるべきであり、WGメンバー、事務局、オブザーバーの尽力に感謝するとともに、今後の更なる検討・推進活動を期待したい。

資料集

- (資料1) 「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」の設置について
- (資料2) ワーキング・グループの開催状況
- (資料3) 国債市場の市場基盤の整備状況
- (資料4) 諸外国のGCレポに関するインフラの整備状況
- (資料5) 諸外国のレポ市場のインフラに関する改善策の検討・実施状況
- (資料6) 国債取引の決済期間の短縮（アウトライト取引のT+2への移行）について
- (資料7) 「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」
- (資料8) 「『国債の即時グロス決済に関するガイドライン』、『フェイルチャージの実務に関する取扱指針』及び『相対ネッティング照合等の実務に関する取扱指針』に基づく決済についてのQ&A」
- (資料9) 「機関投資家や信託銀行と証券会社等とのフロント照合及び出来通知データの授受等の実務に関する取扱指針」
- (資料10) 「相対ネッティング照合等の実務に関する取扱指針」
- (資料11) 諸外国におけるCCPによる債務引受を利用したGCレポ（T+0）のスキーム概要
- (資料12) 諸外国における担保管理サービスの提供状況

国債市場の市場基盤の整備状況

課 題		整備状況
①法制度面の改善 —— 有価証券のペーパーレス化 —— 取引報告書、運用指図書 の電子化 —— 公社債利子課税制度の整備		<ul style="list-style-type: none"> ・ 社振法に基づく国債のペーパーレス化<03年> ・ 証取法等の改正による電子媒体の利用可能化<01年> ・ 非居住者非課税措置の実施<01年>
②システム面の改善 (1)STP化の進展	照合・清算インフラの整備	<ul style="list-style-type: none"> ・ 保振・決済照合システムにおける国債の照合開始<03年> ・ JGBCCによる清算業務の開始<05年>
	オンライン化 (対外データ授受) リアルタイム処理 (内部プロセス)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個別市場参加者によるシステム対応や業務フローの見直し → アウトライイトT+2化(2012年4月実施)により、STPが進展する見込み
(2)業務フロー等の標準化	約定～決済間の各作業に関するタイムスケジュールの明確化	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の策定による、ペアオフネットイングおよび決済に関するタイムスケジュールの明確化<02年> ・ アウトライイトT+2化に伴う「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の改正、タイムスケジュールの見直し<11年>
	フォーマットやプロトコルの標準化	<ul style="list-style-type: none"> ・ 保振・決済照合システムにおける、国際標準フォーマット (ISO15022)、国際標準通信プロトコル (TCP/IP)、国際標準コード (ISIN、BIC) の採用<03年> ・ 日銀ネットにおける国際標準フォーマット (ISO15022)、国際標準通信プロトコル (TCP/IP) の採用<04年> → 保振・決済照合システムおよび新日銀ネットそれぞれで国際標準フォーマットの利用等が進展予定
③市場慣行面での改善	レポ市場の整備	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債券貸借取引における現金担保の付利制限廃止、リスク管理手法の導入<96年> ・ 日銀・国債借入オペ (レポオペ) の導入<97年> ・ 「債券現先取引等研究会」におけるレポ市場整備に向けた検討の開始<98年> ・ 「国債のフェイルの解消に関する規則」の制定<00年> ・ 新現先取引の導入<01年> ・ 「債券のフェイル慣行の見直しに関するWG」における検討開始<09年>、最終報告書公表<10年>

(資料4)

諸外国のGCLレポに関するインフラの整備状況

3. 諸外国のGCLレポ取引

- CPSS諸国のレポ取引の清算・決済の仕組みは、多種・多様。
 - トライパーティ・レポ等、第三者に担保管理サービスを委託可能なレポ取引が米国だけではなく欧州にも広がりつつある。(ただし、欧州では、トライパーティ・レポの利用は、米国と比べて少ない)。
- 主な決済サイクルがT+0のGCLレポ取引では、担保証券の指定を約定後、スタート決済までに行う方式が主流(担保後決め方式)。
 - GCLレポ取引とアウトライト取引、SCLレポ取引は別のインフラ、別の決済スケジュールで行われることが多い。

【各国のGCLレポ取引の概要】

	日(JGBCC 清算分)	米(GCLレポ)	米(トライパーティ・ レポ)	英(DBVレポ)	独(Eurex GC Pooling)	スイス
主要 参加先数	35先	40～50先	ディーラー :40-50先 投資家:NA	不明	30先	25先
主な決済 サイクル	T+2	T+0	T+0	T+0	ON:T+0 term:T+1～T+2	ON:T+0 term:T+1～T+2
担保証券	JGB	米国国債、 エージェンシー債	国債、 エージェンシー債、 MBS、ABS、その他	英国国債、株式、 CD、CP、その他	ECB適格担保で A-格以上 (国債、社債等)	SNBの適格担保 (外貨建て債券等 を含む)
担保指定の タイミング	約定時点	約定後 ^(注1)	約定後 ^(注2)	約定後 ^(注1)	約定後 ^(注1)	約定後 ^(注1)
毎朝Unwind の有無	なし	あり	あり	あり	なし	なし
アウトライト 等との関係	同じ	別	別	別	別	

(注1) 約定時点では、債券種類(例えば、10年米国国債等)を指定する。

(注2) 予め、取引当事者間で適格担保の種類を指定しておき、クリアリング・バンクが当該指定に基づき担保証券を決定する。

(レポ・インフラの状況： ポスト・トレード処理の仕組み)

- 清算機関を用いたレポ・インフラは、STP化が進展
 - 米国トライパーティ・レポや各国の相対レポはSTP化が進展していないケースが多い。
- 取引当事者以外の第三者が担保管理サービスを提供している事例が少ない。
 - 最も複雑な部分を専門機関にアウトソースし、市場全体として効率性を向上。
 - ただし、提供主体は、米国(クリアリング・バンク)とそれ以外の国(CSD<証券保管振替機関>)で相違。
 - 日本のほか、下表にはないが、フランスおよびイタリアは、担保管理サービスはない。

【各国のレポ・インフラの約定から決済までの仕組み】

	日 (JGBCC 清算分)	米 (GCFレポ)	米 (トライパーティ・ レポ)	英 (DBVレポ)	独 (Eurex GC Pooling)	スイス
約定	電話、FAX 電子取引	電子取引 (inter-dealer broker)	電話、FAX	電話、FAX 電子取引	電子取引 (Eurex Repo)	電子取引 (Eurex Repo)
照合	照合システム (JASDEC)	照合システム (FICC)	マニュアル	照合システム (Euroclear UK & Ireland)	照合システム (Eurex Clearing)	照合システム (SIX SIS)
清算	JGBCC	FICC	なし	LCH Clearnet UK ^(注1)	Eurex Clearing ^(注2)	なし
担保 管理	なし	商業銀行 (クリアリング・バンク)	商業銀行 (クリアリング・バンク)	CSD (CREST)	CSD (Clearstream banking Frankfurt)	CSD (SIX SIS)
証券 決済	CSD (日銀)	商業銀行 (クリアリング・バンク)	商業銀行 (クリアリング・バンク)	CSD (CREST)	CSD (Clearstream banking Frankfurt)	CSD (SIX SIS)
資金 決済	中央銀行	商業銀行 (クリアリング・バンク)	商業銀行 (クリアリング・バンク)	中央銀行 商業銀行	中央銀行	中央銀行

(注1) 利用しないことも可能 (注2) O/N物ではネットティングなし。

(資料5)

海外事例

(最新動向)

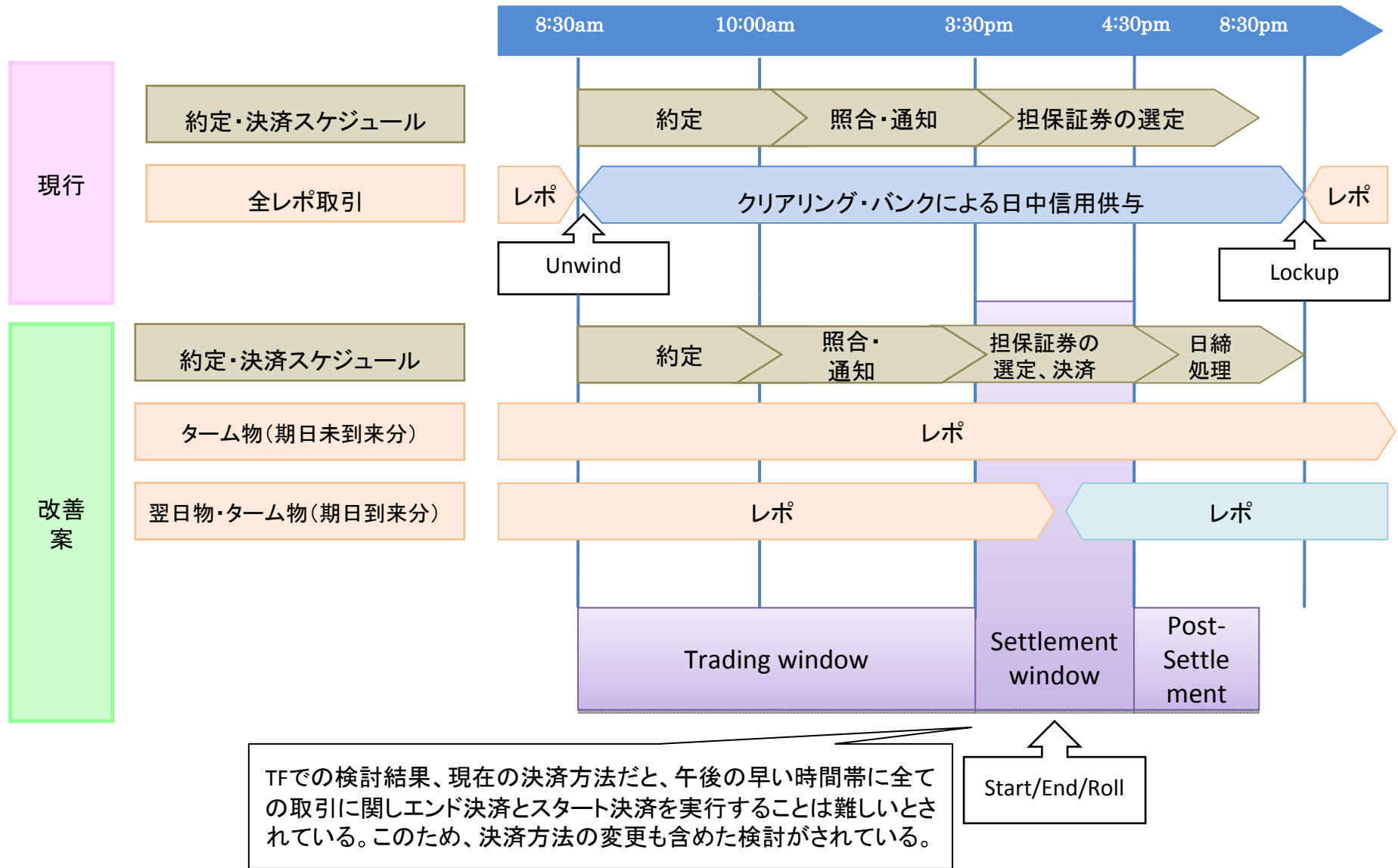
目次

1. アメリカ
2. ヨーロッパ
3. アジア

1. アメリカ

- 米国では、今次金融危機時にレポ市場が混乱・機能低下したことを踏まえ、レポ市場のインフラに関する改善策の検討・実施が進められている。
- 当該改善は、民間主体の組織であるPRC (Payments Risk Committee) の下に設置されたタスクフォース(トライパーティ・レポ・インフラに関するTF)が主導。
- 改善策の全ての実施は、当初2011年中とされていたが、決済スケジュールの変更等の影響の大きさに鑑みて、期限が延長されたほか、足許では、決済方法の変更(複数バッチ処理またはRTGS処理の導入検討も含む)が検討されている。
- レポ市場のインフラに深く関係する改善は、クリアリング・バンクによるディーラーに対する日中与信の削減が主たる目的とされ、以下の3つの観点での対応策が進められてきている。
- 照合関係: マニュアル照合を廃止し、三者間(取引当事者+クリアリング・バンク)のシステムを利用した照合を実施
- ✓ マニュアル照合による不正確な照合が、クリアリング・バンクによる毎朝のunwind(期限未到来のターム物やオープン物を含む、全てのレポ取引のエンド決済を行うこと)を招いた要因のひとつとされたため。
- ✓ なお、システム照合を行う際の項目の標準化もTFにおいて行われた。
- ✓ 2011年8月29日より、システム照合の利用が必須となった。
- サブスティテューション機能の実装: 米国のトライパーティ・レポでは、サブスティテューションが実装されていなかった。このため、決済スケジュールを変更することに伴い、日中、ディーラーが必要とする証券をレポ取引の担保証券から引き出せるように、サブスティテューション機能を実装することとした。
- ✓ 2011年4月18日までに、クリアリング・バンクがサブスティテューション機能を実装済。
- 決済スケジュールの変更: 毎朝、期限未到来のターム物やオープン物を含む、全てのレポ取引のエンド決済を行うことをやめ、レポ取引のエンド決済を原則として午後に変更した上で、スタート決済と同時に行うことを展望。
- ✓ 期限未到来のターム物やオープンエンド物を毎朝unwindすることが、クリアリング・バンクの日中与信の巨額化を招いたとされた。このため、エンド決済を午後にずらし、スタート決済と同時に行うことでクリアリング・バンクの日中与信の削減を行うこととした。
- ✓ GCFレポについても、エンド決済を午後に後ずらししている。

1-2. アメリカ: 決済スケジュールの変更



2. ヨーロッパ

(イギリス)

●イギリスでは、米国のGCFLレポと類似のGCLレポ(T+0)取引制度(DBV<Delivery by Value>レポ)がある。

➤DBVレポは、①期限未到来のレポが毎朝unwindされていたこと、②利用者は、決済銀行による日中与信を利用して決済を行っていること、の2点で米国のGCFLレポと類似している。

●DBVレポを運営するEuroclear UK & ireland (CREST)は、2011年7月に期限未到来のレポを毎朝unwindすることをやめ、ターム物専用のDBVレポを導入した。

➤ 導入経緯は、米国と同様に毎朝のunwindが不必要なリスクを生じさせているとの認識があったため。

(EU)

●欧州委員会(European Commission)は、2011年1月にCSDIに関する共通の規制枠組みと証券決済に関する調和に関するコンサルテーション・ペーパーを公表。同ペーパーでは、決済期間の短縮が提案されている。

●この間、HSC WG(ECの下に設置された決済期間の調和を検討するWG)は、EU域内のクロスボーダーを含めた証券決済をT+2化とすることを提案(T+2より短い決済期間も可)。

➤特に株式について、T+2化には困難な国もあるとされる。

➤T+1化については、時差のあるクロスボーダー決済をT+1化することは困難である等の理由から困難とされた。

3. アジア

- アジアでは、香港のCMUが担保管理サービスを提供している。
- CMU(Collateral Moneymarkets Unit)とは、香港金融庁が運営する証券決済システムである。
- CMUは、大手銀行が無担保のインターバンク貸出に代替するより安全な手段の検討を進めていることおよびCPSSにおけるレポ市場の頑健性の高いレポ市場インフラに関する議論を受けて、CMUが提供するレポ取引に関する担保管理サービスのアップグレードを決定。新しいサービスは、2011年末までに提供開始される予定である。