

## 「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32回）議事要旨

【日 時】 平成26年3月14日（金）午後4時～午後5時35分

【場 所】 日本証券業協会 第1会議室

【出席者】 吉田主査ほか各委員

【議 題】 1. コンサルティング報告書（案）について  
2. 銘柄後決めレポ取引に係る業務要綱（案）について  
3. 今後の検討の進め方について

### 【議事概要】

#### 1. コンサルティング報告書（案）について

- 野村総合研究所より、資料1「国債の決済期間の短縮化に向けてーコンサルティング報告書」及び資料2「国債の決済期間の短縮化に関する検討WG（第31回）後に寄せられた御意見について」に基づき、コンサルティング報告書（以下「コンサル報告書」という。）の構成や概要について説明が行われた。その後、大要以下のおり意見交換等が行われた。なお、コンサル報告書は暫定版であることから、資料1及び資料2はWG委員限りの取扱いとすることとした。

#### （主な意見等）

- ・ グランドデザインを取りまとめる目的は、市場参加者に対して国債のアウトライト取引のT+1化（GCレポT+0化）（以下「T+1化」という。）について広く認識してもらうためと理解しており、コンサル報告書はグランドデザインの基になるものであると思う。グランドデザインではワーキング（以下「WG」という。）としての提言、提案、推奨等が盛り込まれるべきであると考えますが、コンサル報告書を見ると提言の部分が弱い印象である。どちらかというと、これまでのWGの議論を整理した報告書という印象があり、WGとしてどのように検討を進めるかといった提言が見えてこないのが残念である。  
また、T+1化は日本の国債市場に利益をもたらすものであり、実現しなくてはならないものと考えますが、このようなメッセージも明確に示されていないように思われる。  
→ 決済リスク削減の効果の試算等を基に、T+1化のメリット等は積極的に記載をしたつもりであるが、記載が不十分ということであれば、表現を工夫したい。（野村総合研究所）  
→ T+1化のメリットに係る要素が報告書に分散して記載されているので、全体として定性的・定量的にどのように考えるかといった結論があった方がわかりやすい。
- ・ コンサル報告書では、例えば新現先取引と現担レポ取引の取扱いについて、一本化することが望ましいと記載しているが、どちらの取引に一本化した方がよいかという記載がない。

コンサル報告書ではどちらに一本化することが望ましいかという考えを記載した方がよいのではないかと。

また、ターム物取引の取扱いについても同様であり、実現時期をフェーズ分けするアプローチと翌日物とターム物を同じタイミングで導入するアプローチを両方提示しているが、どちらがよいかというメッセージがない。どちらが効率的かといった外部コンサルティング・ファーム（以下「コンサル」という。）としての提言や意見を盛り込んだ方がよいのではないかと。

→ 新現先取引と現担レポ取引の一本化については、コストとリスクが課題になっており、前者は業態毎に異なっている。後者については既にどちらの取引形態にも顧客がいることから、リーガルオピニオンを含めてさらに検証が必要であり、コンサル報告書では議論を進めていくステップが必要という記載にしている。

他方、ターム物取引の取扱いについては、2017年以降速やかにT+1化を実現することを優先するのであれば実施時期をフェーズ分けすることが考えられるが、最初からターム物取引に対応するというのであれば、議論を深めた上で翌日物と同じタイミングで導入することが重要という記載をしている。この点については積極的に検討すべきと考えているが、伝わりにくいのであればより強い表現にしたい。また、質問にはなかったが、非CCP利用取引の取扱いについても、市場参加者の選択肢を拡げるためにも取扱いを行う方向で進めるべきだと考えている。（野村総合研究所）

（吉田主査）

- ・ 例えば、後決め方式のGCレポ取引はWGや下部の検討会で並行して検討をしており、アンケートを実施した時期は枠組みの議論を始めた段階であったことから、コンサル報告書でも踏み込んだ記述ができなかったのではないかと。ただ、最近のWGや下部の検討会では検討も進んでいることから、その後のヒアリングやアンケートのアフターフォローも踏まえて、可能な限りコンサル報告書に記載してほしい。コンサル報告書に盛り込むことができなくても、今後、WGとしてはグラウンドデザインの作成プロセスに入るので、グラウンドデザイン策定の参考になる調査等をお願いしたいと考えている。
- ・ コンサルを導入した考え方としては、市場関係者では不足している観点を補っていただくことであり、単に課題を羅列するだけではなく、課題を踏まえてどうあるべきかという提言をしてもらうことである。コンサル報告書を見返していただき、提言になっているかをもう一度見直してほしい。

2017年のT+1化の実現を目標としている中で確かに色々な考え方や議論はあるが、我々が求めているのはグラウンドデザインの骨格であり、あるべき姿をコンサル報告書に記載していただいた上で、その内容を別途WGで検討していくことになる。そのための提言をしていただかないと、次の段階に繋がらない。

内容としては網羅的に記載されているが、ターム物取引の取扱いや担保管理インフラのあ

るべき姿、新現先取引と現担レポ取引の取扱い等、各項目においてグローバルの観点や日本国債市場の将来性を踏まえたあるべき姿を記載した方がWGでも検討ができる。必ずしもコンサルの提言が採用される訳ではないが、各項目について整理をしていただき、グランドデザインの骨格となるコンサル報告書を提示されることをWGは期待していたのではないかと。

→ 指摘のとおりであり、グランドデザインの策定に当たってWGで検討する際に悩むところが、今回のコンサル報告書でも同様に悩んでいるような記載になっている。マーケットのあり方や今後の方向性をコンサル目線で記載した方が、WGの議論も進めやすいと思う。  
(吉田主査)

→ リスクを削減する上で、例えば新現先取引と現担レポ取引の取引形態を考える必要があるが、現時点ではどちらの取引形態のリスクが低いという情報がないことから、検証が必要であるとの意見にしている。

また、繰り返しになるが、非CCP利用取引やターム物取引の取扱いについては、海外から見ても遜色ない市場にするには必要であると考えますが、2017年にT+1化を実現するという期限があるため、実現に向けたアプローチとして2種類あるという記載にしている。指摘を踏まえ、表現の工夫等をしたい。(野村総合研究所)

- ・ WGとしてT+1化を実現しなくてはならないという合意形成があり、それに対して日本銀行や金融庁もサポートしてくれるということ、また、コンサル報告書を社内に展開しコンサルとしてもこのタイミング、規模でT+1化を実現すべきという提言があるということに基づき、取引量の多くない会社も含めて社内で説明し、T+1化を進めていくことが期待されていたと思う。

このコンサル報告書では、T+1化の意義として「決済リスクの削減」、「国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上」及び「国際的な市場間競争力の維持・強化」を並べて記載しているが、T+1化を実現しなくてはならない理由の説明が記載されていないことから、提言と受け取ることができない。

- ・ 今までになかったリサーチやサーベイの結果が記載されており、意義があるコンサル報告書にはなっていると思うが、他の意見と同様、我々が期待をしていたのはリサーチやサーベイではなくコンサルティングである。以前は「第三者コンサル」という表現を使っていたが、この「第三者」という言葉には、市場関係者とは違う角度から提言をしていただき、それを踏まえてWGで議論していきたいという思いが込められていたと認識している。

コンサルの発言でも感じたが、コンサル報告書はWGの議論に配慮してしまっており、現実的なアプローチを考えてしまっていることから、提言としては弱い報告書になっている印象がある。むしろWGの議論に配慮はせずにあるべき姿を提言した方が、WGで議論をしていく材料になるので、市場関係者とは全く異なった目線の提言をしていただきたい。

また、口頭で説明している内容が文章として表現されていないことから、コンサルとしてのメッセージを強く打ち出した表現に改善や工夫をお願いしたい。

→ 指摘を踏まえて見直しをしたい。(野村総合研究所)

- ・ 仮に踏み込んだ提言をする場合、T+1化は2017年以降のスキームであることから、将来的な市場はどうあるべきかという観点も加えていただきたい。例えば5年後、10年後を踏まえた時に、現状のままでよいのかどうかという観点を含めて記載してはどうか。参考資料に海外の状況がまとめられてはいるが、本文の提言として反映されているように感じないことから、海外の状況を踏まえて2017年以降にどのようなマーケットを構築するかという観点で提言をしてもらえるとありがたい。

- ・ 将来的な動向をイメージしながら、マーケットとしてどうあるべきかを考える必要があると思う。例えば、今は日本国債を国内で消化できているが、財政赤字は引き続き発生すると考えられることから、2020年、2030年になるとある程度海外でも日本国債を保有しないと買い支えられない環境が予想される状況において、日本市場としてあるべき姿を考える必要がある。

将来の環境予測等は証券会社のアナリストレポート等よりも野村総合研究所の方が精通していることから、そういった将来の予測を踏まえてコンサル報告書を作成していただくと重みのある提言になるのではないかと。

(野村総合研究所)

- ・ 2017年以降速やかにT+1化することを踏まえると、バイサイド等の幅広い関係者が参加しやすい枠組みがよいと思う。非CCP利用の取扱いやターム物取引に必要な機能については、バイサイド側の選択肢を増やすことになるため、積極的に検討した方がよいと考える。

新現先取引と現担レポ取引の取扱いについては、決済期間短縮化とは独立して検討することができる課題である。そのため、T+1化の早期実現を優先するのであれば、イニシャルコストはかかるかもしれないが、市場参加者の同意を得やすいという観点から、新現先取引と現担レポ取引の両方に対応するという提言をすることについてどのように考えるか。

→ WGの議論に配慮はせずにあるべき姿を提言していただきたい。

(日本銀行)

- ・ コンサル報告書を取りまとめる期限である年度末も近づいてはいるが、コンサル報告書の改善に向けて、サポートしていきたい。先ほど意見のあった将来の国債市場の姿という点では、「新日銀ネットの有効活用に向けた協議会」でも同様の観点での検討がなされていることから、コンサルと情報共有したい。

(金融庁)

- ・ 改めて検討課題が引き続き残されていることを認識したが、流動性リスクの低減や幅広い市場関係者が参加できる利便性の高い市場を構築することを踏まえると、いずれも避けては

通れない論点だと考える。国際的な動向も見ながら、丁寧に検討していくことが必要だという印象を持っている。金融庁としても、決済リスクの削減や国債市場の国際競争力の強化の観点からT+1化は重要なテーマと位置付けていることから、2017年以降速やかに導入することを目指して、関係者の理解を得ながら引き続き精力的な検討をお願いしたい。

(財務省)

- ・ 他の委員からの意見と同様、現在の実務を意識しすぎたコンサル報告書になっている印象を受けた。T+1化を目指すには、現在の枠組みを大きく変えていく必要がある。例えば、国債市場だけではなく有担保コール市場をどうするかといった課題もあり、T+1化は幅広い関係者に影響することから、利害対立が生じてしまうことは当然であると思う。そういった利害対立がある中で、第三者のコンサルの視点から、実務を行っている参加者では気付かない観点から提言をしていただくことで、コンサル報告書の検証という次の検討段階に進むことができると考える。

10年、20年後の国債取引のあり方を考えることは難しいと思うが、財務省の「国の債務管理の在り方に関する懇談会」では、海外保有の増加や海外へのIRのやり方、経常赤字に陥った時に国債をどうしていくのか等の議論をしていることから、必要に応じて実務を行っている方やコンサル及び事務局と連携しながら検討していければよいと思う。金融庁、財務省及び日本銀行もT+1化に向けてサポートしていきたいと思っているので、一歩進んだ検討ができるとよい。

## 2. 銘柄後決めレポ取引に係る業務要綱（案）について

- 日本証券クリアリング機構より、資料3「銘柄後決めレポ取引に係る清算業務要綱案（たたき台）」及び資料4「銘柄後決めレポ取引に係る銘柄割当業務要綱案（たたき台）」に基づき、説明が行われた。委員からは特段の意見はなかった。なお、資料3及び資料4については未定稿であることから、WG委員限りの取扱いとすることとした。

## 3. 今後の検討の進め方について

- 吉田主査より、資料5「今後の検討の進め方について（たたき台）」に基づき、説明が行われた。その後、大要以下のとおり意見交換等が行われた。

- ・ 今後の進め方や検討課題については網羅されていると思うが、WGとしては2017年以降速やかにT+1化を実現することを目指していることを踏まえると、資料5に記載されたスケジュールが後ろ倒しできない限界である。新しい枠組みでは、担保管理インフラが新しくできることから担保管理インフラの接続仕様書等を作っていただく必要があり、その後に各社でシステム開発に着手ができる。各社のシステムもバックシステムだけではなくフロントシステム等にも影響が出てくることから、開発に18か月から2年は必要と考える。その上で、システムのテストや事務フローの策定等を進める期間が1年は必要なため、グランドデ

ザイン（確定版）が提示され、担保管理インフラの接続仕様書も固まってから最低3年はかかる。

色々な関係者から知見をいただきながら、事務局を中心にWGでグランドデザインの策定を検討していき、T+1化に向けて取り組んでいく必要があると考える。

（吉田主査）

- ・ 元々のスケジュールではグランドデザイン（暫定版）を早めに提示をして、グランドデザイン（確定版）が策定される約半年の間に、市場関係者と決済期間短縮化に係る連携、周知をしていき、グランドデザイン（確定版）が取りまとまった段階でさらに周知をしていくことを予定していた。しかし、今回のスケジュールの見直しに伴い、市場参加者への周知期間が短くなることが懸念される。

そのため、コンサル報告書の取扱いとして、あくまで野村総合研究所の提言ではあるもののWGが委託をしたこともあるため、日本証券業協会のホームページへの掲載を検討したい。また、コンサルのアンケートは幅広い関係者に協力をいただいたことから、フィードバックをしたいと考えている。幅広い参加者に決済期間短縮化の議論に踏み込んでいただくことも重要と考えていることから、このような対応を通じて市場関係者への周知が疎かにならないようにしたいと考えている。

以 上