

「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 34 回）議事要旨

【日 時】 平成 26 年 6 月 30 日（月）午後 4 時 ～ 午後 5 時 30 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. グランドデザイン（暫定版）について  
2. その他

【議事概要】

1. グランドデザイン（暫定版）について

- 吉田主査より、資料 1「国債決済期間短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン（暫定版）」に基づき、説明が行われた。なお、資料 1 はドラフト版であることから、ワーキング（以下「WG」という。）委員限りの取扱いとすることとした。

（主な意見等）

（委員）

- ・ 「新現先取引への一元化を目指し実務上の問題点やその解決策について検討する」と記載されているが、新現先取引への一元化ではなく取引形態の一元化を目指すという記載に修正していただきたい。

前回のWGでも、コンサルティング報告書の内容をベースに記載すべきではないかと申し上げ、特段の異論はなかったと理解している。T+1化への取組みや銘柄後決め方式の検討はグランドデザインでも細かく分析されているが、新現先取引への一元化については十分な議論がなされていないと考える。新現先取引は短期国債の取引が中心であり、利付国債の取引は非常に限られていること、また、コンサルティング報告書のベースとなっている「わが国短期金融市場の動向と課題」では、サブスティテューションのある新現先取引は6%強しかないことから、新現先取引への移行の具体的な進め方、T+1化や銘柄後決め方式と同時に行う必要性等を整理する必要がある。

グランドデザインで取引形態を国際標準に揃えよとの指摘がされているが、非居住者取引については、なかなか決済期間の短縮化を進めることが難しい状況とも記載されている。このような状況において、非居住者がT+1やT+0のレポ取引のマーケットに参入できるのかどうかイメージできておらず、また、コンサルティング報告書でも記載されているとおり、海外ではGMRA（Global Master Repurchase Agreement）に基づいた売買形式での取引が行われているという理由から、日本のレポ取引を新現先取引に一元化することで、海外の投資家が参入しやすくなるのかはわからないのではないかと。

さらに、T + 1化に向けて、市場参加者のシステム対応や事務体制の見直しが見込まれるため、その機会を捉えて取引形態の一本化のために対応を行うことは合理的という記載があるが、T + 1化や銘柄後決め方式への移行に加えて新現先取引に対応することが実現できるのか、コスト削減に結びつくかどうか、十分に議論を尽くす必要がある。

以上の理由から、拙速に新現先取引への一元化を打ち出した結果、後戻りができずにコストや労力がかかり、2017年以降の速やかなT + 1化の実施ができなくなるということを招かないように、事前に十分に議論をする必要があると考えており、グラウンドデザインの記載は見直していただきたい。

→ 取引形態の一元化については、御指摘の問題点を解決しつつ、新現先取引に移行していくべきと考える。日本のレポ市場は現担取引という独特の取引方法で閉鎖的な市場となっており、世界にも類がない特殊なマーケットになっているが、国債の残高が増え続ける中、このままのマーケットで問題がないか考える必要がある。今後、決済期間が短縮化してレポ取引や資金繰りが行いやすくなる中で、より幅広い取引参加者を取り込んでいくためにも、新現先取引への一元化を検討していくべきと考える。ただ、市場関係者への情宣活動が足りていないのは事実であり、今後、日本の置かれている状況等を含めて幅広い関係者への周知等を行っていく必要がある。(委員)

→ 最初から新現先取引への一元化を否定しているのではなく、幅広く議論をする必要があると考えている。そのような中で、公表される資料で新現先取引への一元化を目指すことと記載することは、飛躍し過ぎているのではないか。(委員)

(吉田主査)

- ・ コンサルティング報告書では、「現状、現担取引と現先取引の取引形態は並立しているが、GCレポ取引のT + 0化を契機に、国際標準である売買形式との親和性の高い現先取引に取引形態を一本化することで日本国債のグローバルな有効活用を促進し、市場全体のポスト・トレード処理やリスク管理の効率化、高度化を図り、ひいては市場全体の流動性の向上に結び付けることが期待される」と記載されている。その一方で、「ポスト・トレード処理やリスク管理の効率化への期待は市場参加者の業態や現行の取引形態により大きく異なるため、現先取引への一本化は入念な議論をする必要がある」という記載もされている。また、現担取引が大半である現行の並立状態を残せば、かえってオペレーショナル・リスクの増大が懸念される点も指摘されており、現先取引への一本化をするのであれば、全てのレポ取引を対象として幅広い議論が求められるというまとめになっている。

コンサルティング報告書やWGでの議論を踏まえると、新現先取引への一本化の方向性はグラウンドデザインに盛り込むことになると思うが、慎重な議論や幅広い議論が必要という旨は明確に記載する必要があり、グラウンドデザインの書き振りは別途調整させていただきたい。

(委員)

- ・ 新現先取引への移行時期や問題点は今後議論していく必要はあるが、日本国債の非居住者との取引の活性化やグローバル化を考えると、GMR Aの導入を日本のマーケットでも前倒しで進めたほうが望ましいと考える。

→ 米国のレポ取引はS I F M A (Securities Industry and Financial Markets Association) が定めたM R A (Master Repurchase Agreement)、クロスボーダーについてはI C M A (International Capital Market Association) とS I F M Aが連携してつくったG M R Aが標準的な契約になっており、新現先取引はG M R A等を参考に導入されたという位置付けになっている。新現先取引に対応することが、将来、G M R Aを国内取引あるいはクロスボーダー取引に導入する場合においても有用である旨をグランドデザインに盛り込んでいる。(吉田主査)

(委員)

- ・ 2015年度に自社システムの対応を進める場合、2014年度の後半には社内調整を開始する必要があるが、その際の材料としては市場インフラの制度要綱や基本仕様書等がベースになると考えるが、制度要綱や基本仕様書等が提示される具体的なスケジュール等を教えてほしい。

→ 現在、本年3月のWGで提示した制度要綱のたたき台について、その後のWG等の検討状況を踏まえた修正・拡充の作業を進めているが、足許のところでもターム物取引の議論が大きく進んでいることから反映作業に若干時間を要している状況である。諸々の手続きを経て、グランドデザイン暫定版が7月中旬以降に市場関係者に広く周知されると思うが、そのタイミングでは制度要綱の暫定版を市場関係者の皆様にお示ししたいと考えている。その後、グランドデザインの確定版の取りまとめに向けた議論と並行して、当方の制度要綱も暫定版から確定版へと固めていく予定である。

また、グランドデザイン暫定版で「基本仕様等」と書かれているものが現在の接続仕様書のことだとすると、それを2014年度中に提示するのは難しいと考えている。2014年度中に提示できるのは、制度要綱に加え、現在、WG下部の検討会で議論をしている業務フローやタイムスケジュール等に関する資料の更新版のようなものになると考える。(日本証券クリアリング機構)

(委員)

- ・ アウトライト・S Cレポ取引については、フロント照合の電子化や証券保管振替機構の決済照合システムの既存の機能をベースに検討していくことになるが、仕様書を基に検討するというよりは、市場慣行をベースにシステム化の可否等を検討することになると考える。このような検討材料も2014年度の後半に提示されるのか。

→ 決済照合システムやその他のデータ電送の仕掛け等については、市場慣行として整備すべきところがあると考え。また、システム面でも、現状、決済照合システムの照合項目に決済情報等は入力可能なため、市場関係者で市場インフラをどのように利用するか議論をしていくことになると考えられ、グランドデザイン確定版では検討項目を明確化する予定である。最終的な市場慣行は 2016 年度に予定されている日証協ガイドライン等の策定まで固まらない部分はあるが、その手前の 2015 年度で検討するスケジュールになると考える。(吉田主査)

(委員)

- ・ リーガル検討タスクフォースで検討した銘柄後決め方式については、リーガル面から大きな障害がないことが確認されている旨の記載があるが、当該タスクフォースで議論をした論点やリーガル面での解釈等をグランドデザインに記載した方がわかりやすいのではないかな。

→ グランドデザイン確定版に向けて可能な限り対応したい。(吉田主査)

(委員)

- ・ 銘柄割当後の決済フェイルに対しては通常のフェイルチャージに加え、追加的なチャージを設けることについて引き続き検討を行う旨の記載があるが、引き続き検討を行うことについて、WG 下部の検討会で共通認識を得られたかは疑問であり、記載を見直した方がよいのではないかな。

フェイルについては、受けることがあるだけでなく、連鎖して自らフェイルしてしまうことも考えられる。フェイルの抑制については、何らかの検討をしていただきたい。

→ フェイルを回避する方策について継続検討することになっていたと認識しており、その旨をグランドデザイン暫定版に記載することとしたい。(吉田主査)

(日本銀行)

- ・ 取引形態の一本化に関しては、一段と議論を進める必要があると考えている。国際的なレポ規制の枠組み等に関する議論に参加している経験から言えば、取引形態については、グランドデザイン等でも指摘されているとおり、売買形式とする方が海外投資家等の理解を得やすいと思う。当行が行っている短期金融市場サーベイの結果を見ると、我が国においては新現先が少なく、いわゆる現担レポが多いが、これに基づいて「日本における repurchase agreement はレンディングである」と述べても、海外当局や投資家は当惑することが多い。取引形態についても、まずは市場のあるべき姿を考えることが重要と思う。この点、国際的にも理解が得られやすい取引形態とし、我が国のレポ市場に潜在的な需要を呼び込みやすくすることや、取引形態が並立している状況を解消していくことは、幅広い市場参加者にとっても、望ましいことなのではないか。そうならないのであれば、最終的には投資家の負

担になってしまっているのではないかとも思う。

タイミングとしては、T+1化という大きなシステム改修と併せて新現先取引に一元化することができれば、これを別のプロジェクトとするより、システム面での対応や、顧客への説明のコストを、少しでも効率化できる余地もあるのではないか。ご指摘のあったように、開発要件やリスクが大きくなり過ぎないかは考える必要はあるが、このタイミングで一元化することは、市場全体のコスト負担の効率化に繋がる議論ではないかとも思う。

また、ワーキング・グループでのご発言等も含め、我が国レポ市場の国際化といった新現先取引のメリットについては、明確なご指摘があったのではないかと思うが、デメリットについてはあまり明確に整理されていないと考える。市場のあるべき姿を展望しつつ、新現先取引への一元化の検討を進めていくうえで、何か制度的な障壁やデメリットがあるのかということや、そうした障壁やデメリットは克服できないのか、ということを議論するのがよいと考える。

→ 新現先取引のデメリットや問題点、課題等を整理し、解決策を検討していけば、自ずと方向性は見えてくるのではないか。(委員)

→ 御指摘のとおりであるが、信託契約の顧客に対し、新現先取引に移行することについて説明し、納得を得るのは難しい状況であり、顧客にも納得できるような形で整理をしていく必要がある。これまで新現先取引が普及してこなかった課題等を整理した上で、改めてその課題にどう対処できるのかがポイントと考える。(委員)

(委員)

・ 2017年以降速やかなT+1化の実現に向けて市場インフラ等を構築することを目標とした場合、JSCCの開発スケジュールの観点から、取引形態の一元化に係る議論はどの時期までに結論を出す必要があるのか。unwind/rewind方式の詳細を2015年度以降に詰めていくとなると、全体的なスケジュールがどうなるかが気になる。

→ 現行のJSCCのシステムでは、現担取引と現先取引の両方対応できており、そこに後決め方式をどのように乗せていくかが今回の開発のポイントであることから、取引形態が一元化された場合でも大きな影響はないと考える。システム開発の工程がある程度進んだ段階で取引形態を一元化することが決まった場合は、取り敢えずは両方式に対応するシステムを構築し、その後のシステム改修等の機会を捉えて不要な機能を落とす対応となる可能性もあり得るが、いずれにしても、取引形態の検討に際してJSCCの開発スケジュールとの関係を意識していただく必要はないと考える。ただ、グランドデザイン暫定版の中では、確定版の取りまとめまでに方向性を示すことになっており、それまでに方向性が出るものと理解している。

なお、unwind/rewind方式を含めたターム物の取扱いについても、来年度以降に検討を持ち越すのではなく、基本的にはグランドデザイン確定版の取りまとめまでに整理される

ものと理解している。(日本証券クリアリング機構)

## 2. その他

- 吉田主査より、資料2「検討会等の開催概要」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。

以 上