

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12回)

平成22年9月2日 午後4時
日本証券業協会 第1会議室

議 題

1. アウトライトT+1化に関する当面の検討の進め方について
2. その他

以 上

アウトライトT+1化に関する当面の検討の進め方（案）

1. 検討の出発点（取引執行～ポスト・トレード／決済のタイミングに関するラフな仮置き想定）

		取引執行（主な時間帯）	ポスト・トレード			決済
アウトライト		S-1日午前～夕刻	<S-1日約定分>			S日午前中心 (カットオフタイム：14:00)
SCレポ	S-1日午後～夕刻 — 債券ショートカバーがS-1日で確保しきれない場合等には、S日の取引執行も想定（グロス決済）。		JGBCC 決済	相対決済		
		約定照合 時限	S-1日 17:00 (入力時限) S-1日 18:30 (照合時限)	ネット分	グロス分	
		ネット ィ ン グ 時 限	S-1日 18:30 (債務引受時限)	S-1日 15:30～ 15:45 (目安)	S-1日 18:30	
GC レポ	方式①*1	S-1日午後～S日正午 — S日午後のGCレポ取引は、基本的に、ポジションの最終調整等を目的とする取引のみ想定。	S-1日午後～S日午後			S日午後～夕刻
			— スタート取引をネットィングする場合、基本的には、そのタイミングはS日中となり、アウトライトおよびSCレポのネットィングとは別に実施することとなる。 — なお、ネットィング対象取引の範囲は、エンド取引の決済タイミングに応じ、(1)スタート取引同士、(2)(1)+スタート・エンド取引間、の何れかとなる。 — S日午後に約定されたスタート取引については、基本的にグロス決済を想定。			
	方式②*2	S-1日午後～S日夕刻	S-1日午後～S日夕刻<方式②> S-1日午後～S日午後<方式③>			S日夕刻<方式②> S日午後～夕刻<方式③>
	方式③*3	S-1日午後～S日午後	— 現行の米国トライパーティ・レポおよびGCFレポの枠組みでは、スタート取引に関するネットィングは、「清算機関を介したスタート取引同士」のみ対象（スタート・エンド取引間のネットィングは行われていない）。 — 方式①と同様、スタート取引は基本的にアウトライト・SCレポと別にネットィング。			

- *1 約定、ポスト・トレード、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。
- *2 米国における代表的なT+0・GCレポスキーム（トライパーティ・レポ、GCFレポ）を基本とする方式。
- *3 方式②の派生形として、担保設定と決済に関する事務を市場参加者が個々に行う方式。

2. 当面の検討の進め方

- フロント実務およびバック実務ともに、GCレポ取引のあり方を中心に検討を進めていくことでどうか。
 - アウトライトおよびSCレポ取引に関するポスト・トレード処理については、1. 記載のとおり、「アウトライトT+2下でのレポT+1 決済の標準化に向けたポスト・トレード処理のタイムスケジュール・枠組み」を利用する対応を想定。従って、本件のフィージビリティに関しては、各分科会において現在進められているポスト・トレード実務の詳細検討を踏まえることでよいか。
 - なお、SCレポ取引のT+1化がポジション管理の安定性・効率性等に与える影響について、前回会合時に取り纏めたアンケートでは、特段の問題はないとする意見が多くみられている。他方で、一部の市場参加者からは、取引の時間的制約が増すこと等から、フェイル増加による市場流動性の低下やレポレート不安定化を懸念する意見が聞かれているが、この点はGCレポ取引のあり方とあわせて検討を行ってはどうか。
- GCレポ取引のあり方については、まずは、実務面の検討に比較的着手し易い方式①（約定、ポスト・トレード、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）から検討を進めていくことでどうか。
 - フロント実務面では、1. 記載の時間帯を一つの目安とした場合に安定的かつ円滑な取引執行が可能かといった点を検証。具体的には、WGメンバー会社数先で構成される分科会を立上げ、短取研やレポ研と連携しつつ、資金の運用・調達それぞれの立場におけるフロント実務上の論点や、短期金融市場全体の効率性・安定性に関する論点に沿って、フィージビリティ検証を行う（論点は別紙1参照）。
 - バック実務面では、WG会合において、まずは、1. 記載の時間帯の下で、現行の枠組みを基本的に踏襲したポスト・トレード／決済を安定的に遂行できるかといった点を具体的に検証する（方式①を前提とした場合のバック事務の流れは別紙2参照）。なお、その後、フロント実務面での検討結果に応じて、ポスト・トレード／決済の作業時間帯に関する前提を見直していく可能性も視野に入れる。
 - 先行き、方式②・③についても、方式①に関する上記の検討結果を斟酌しつつ検討を行う。

以 上

方式①*の下でのGCレポ取引執行のフィージビリティ検証に関する論点
(フロント実務や短期金融市場全体の安全性・効率性に関する論点)

* 約定、ポスト・トレード、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。

1. 主に資金調達サイドのフロント実務に関する論点 (資金調達の安定性)

- GCレポ取引がS日の午前中に集中した場合、時間的制約から在庫ファンディングを常に安定的に行うことが困難となったり、レポレートボラティリティが上昇したりする可能性がある。こうした問題は、GCレポを、主にS-1日午後～夕方に約定(または、取引額等の仮決め)を行うことが可能であれば、相当程度解消されると考えてよいか。また、そのような対応は可能か。

【付随する論点】

- S-1日夕方に十分な取引時間を確保する観点から、いつ頃まで取引時間帯を確保するイメージか。日本相互証券における現行の取引可能時間帯(17時迄)を見直す必要があるか。
 - 他方、S日早朝についても取引時間帯としての有用性を更に高めていく工夫の余地はないか(取引開始タイミングの前倒し等)。
- S日午後のGCレポ取引は、基本的に、ポジション調整等のための取引に限られるといった見通しで問題ないか。また、こうした取引ニーズに対応したGCレポ市場の形成に向けた課題は何か(資金出し手の顔ぶれ、取引規模等)。

【S日午後の取引ニーズに関する論点】

- S日午後の具体的な取引ニーズとしては、基本的に、アウトライトやSCレポに関するフェイルが確定した後のポジション調整、T+0・GCレポがフェイルした場合のポジション再調整が中心となるとの理解でよいか。他市場(コール市場等)との裁定等のニーズはあるか。

- この他、S日午後に、具体的にどのような取引ニーズ局面が想定されるか。追加で在庫ファンディングを行うニーズは生じ得るか。また、そのような局面は頻繁に生じ得ると見込まれるか。

【S日午後におけるGCレボ市場形成に関する論点】

- 資金運用サイドの市場参加者（信託銀行、大手銀行等）のフロント部署では、S日午後に上記ニーズに応じてGCレボ取引を行うことは可能か。この点に関して、現行のフロント実務ではこうした対応が難しい場合、これを実現するためには実務の枠組みをどのように変える必要があるか。また、そのような枠組み変更はフィージブルか。
- 資金調達サイドのフロント部署では、有担コール調達を通じて上記ニーズを賄っていく形で対応することは可能か。この点に関して、現行のフロント実務ではこうした対応が難しい場合、これを実現するためには実務の枠組みをどのように変える必要があるか。また、そのような枠組み変更はフィージブルか。

2. 主に資金運用サイド（信託銀行）のフロント実務に関する論点

-- 信託銀行における現行のフロント実務の概要については、参考1を参照。

- 信託銀行の有価証券信託（所謂レボ信託）において、S日中にも（ひとまずの目安としてはS日午前）GCレボの約定を行うためには、約定実務の枠組みをどのように変える必要があるか。また、そのような枠組み変更はフィージブルか。

【付随する論点】

- 信託銀行では、GCレボ取引の約定時には、取引先・運用金額の割振りをファンド単位で行う必要がある（各ファンドが資金調達先毎に個別設定しているクレジットライン等を勘案して実施）。こうした複雑な事務をより限られた時間の中で迅速に行うためには、どのような工夫が必要か。

- 余資運用面での時間的な制約を解消する観点から、運用の枠組みをどのように変える必要があるか。また、そのような枠組み変更はフィージブルか。

【付随する論点】

- レポ取引を行っているファンドの余資運用を現行どおり有担コール取引で行うことを想定した場合、これらのファンドに関する余資確定と有担コール取引の約定をS日の午後～夕刻に後倒しするためには、例えば、余資確定および有担コール取引のタイミングや後続事務フローについて、レポ取引を行っているファンドとその他のファンドで分けて対応するなどの工夫は考えられないか。
- 信託銀行の現行実務では、委託者との契約により余資（一定額以上）は有担コールにより運用を行うことが定められている。この点に関して、レポ取引を行っているファンドでGCレポ運用を行う等の委託者の余資運用ニーズは考えられないか。

3. 他の短期金融市場への影響に関する論点

（コール市場との関係）

- S日午後のGCレポ取引に関する上記論点の検討結果を踏まえた上で、午後を中心とするT+0の有担取引のあり方（GCレポと有担コールのあり方）をどのように整理すべきか。
- コール市場の取引中心時間帯等は現行から変わると考えられるか。その場合、市場慣行等の変更について検討が必要か。

（CP・CD市場や非居住者取引の関係）

- CP・CD市場取引や国債に関する非居住者取引との間で決済期間のズレが拡大した場合でも、ポジション管理等のフロント実務に特段問題はないと考えてよいか。それとも、これらの取引についても、決済期間の短縮を合わせて検討すべきか。
（この論点については、GCレポのみならず、アウトライトおよびSCレポとの関係についても考察が必要）

4. 日銀オペに関する論点

- 日銀オペのスケジュール等に関する具体的なニーズはあるか。
 - オペの決済期間に関するニーズに変化は生じ得るか（即日オペやT+1オペに対するニーズが中心となるか）。
 - 即日オペ等について、安定的かつ円滑なポジション管理を確保する観点からタイムスケジュール見直しのニーズはあるか。

5. ポスト・トレード処理・決済の枠組みとの関係に関する論点

（GCレポ・スタート取引に関するネットティングの要否、あり方）

- GCレポ・スタート取引について、ネットティングのニーズはどの程度あるか。基本的に gross 決済する想定を置いた場合、ポジション管理等のフロント実務に特段の問題はあるか*。

* 因みに、資料本文1. の表中に記載しているように、GCレポ・スタート取引に関してネットティングを行う場合でも、そのタイミングはS日中となり、アウトライト・SCレポ取引（S-1日夕刻にネットティング実施）とは別に実施する対応が想定される。

【スタート取引同士のネットティングに関する論点】

- 各市場参加者におけるGCレポ・スタート取引同士のネットティング効果はどの程度か（JGBCCを介したネットティング、相対ネットティング各々の効果）。その上で、ネットティング効果の程度に照らして、スタート取引同士のネットティングを標準的なポスト・トレードの枠組みとして確保しておくことがフロント実務の観点から必要と考えられるか。

【スタート・エンド取引間のネットティングに関する論点（参考2図を参照）】

- GCレポにおけるスタート取引とエンド取引の間のネットティング（参考2図における案（B））について、フロント実務の観点から幅広い実施が必要と考えられるか。
- なお、スタート・エンド取引間のネットティングを実現するためには、エンド取引の決済タイミングをスタート取引に合わせる必要があるが（S日午後～夕刻）、この場合には、エンド取引とアウトライト・SC取引の間におけるネットティングは不可能となるほか、エンド取引の決済で戻ってくる担保玉を同日実行分のアウトライト・SC引渡玉等として利用することもできず、その分だけ債券手当ての負担が嵩む。こうしたデメリットを勘案した上で、上記ネットティングの必要性をどう評価するか。
- 他方で、GCレポ（T+0）のエンド決済のタイミングをアウトライトやSCと同様に午前中とした場合（参考2図における案（A））は、資金の調達サイドは日中流動性を確保する必要があるが、日銀の当座貸越（ITC）を利用することで、対応可能と考えてよいか。

【S日午後に執行されるスタート取引のネットティングに関する論点】

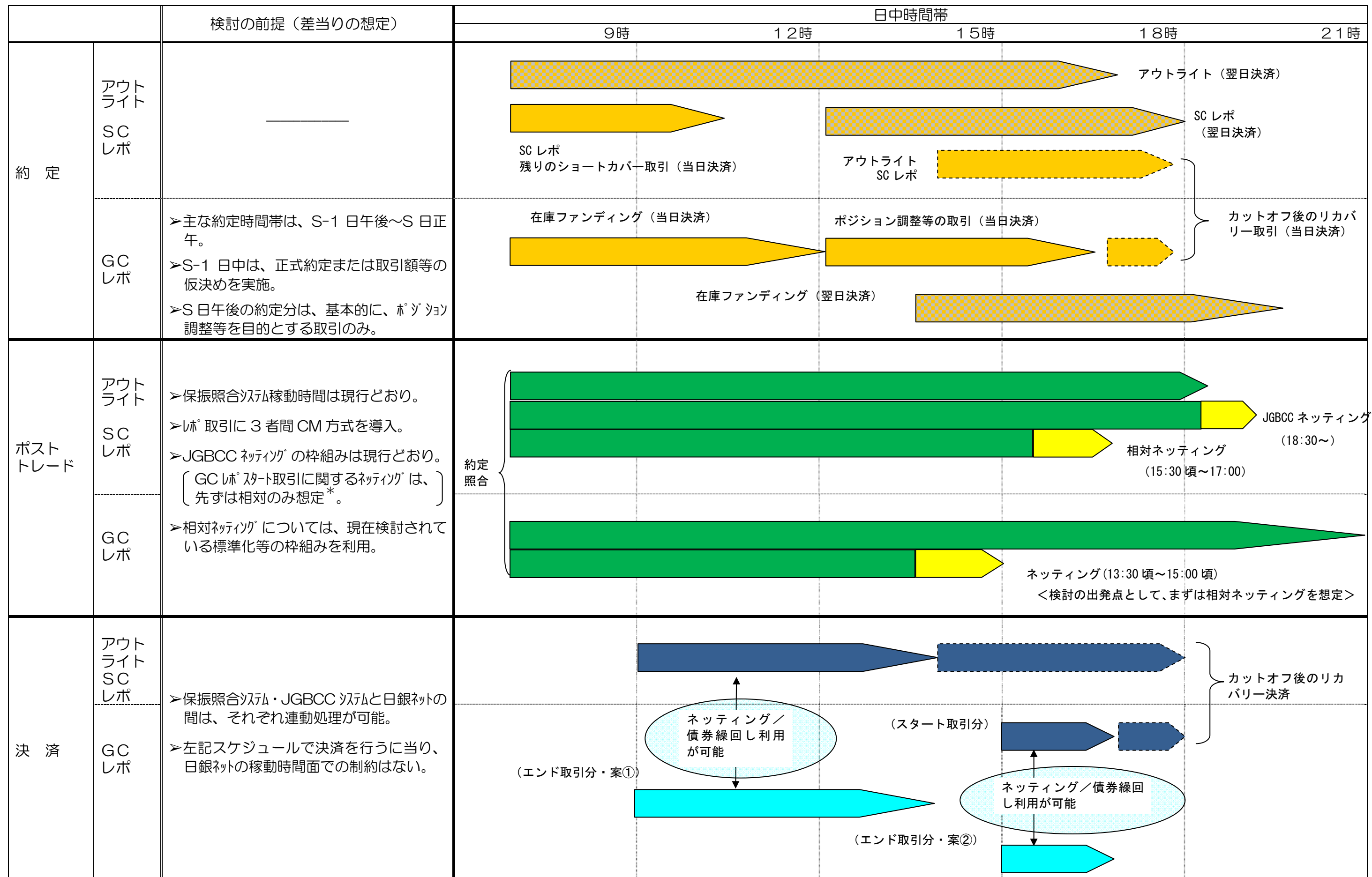
- 方式①の下では、S日午後に執行されたGCレポ・スタート取引については、後続事務に費やせる時間的制約が厳しい中で、ネットティングを標準的なポスト・トレードの枠組みとして確保しておくことが難しいと見込まれる（スタート取引同士、スタート・エンド取引間ともに、基本的にはグロス決済の想定）。この点についてフロント実務の観点から問題はないか。

（カットオフ・タイム）

- GCレポ取引（スタート取引）の決済をS日午後～夕刻に行う想定の下では、これに関するカットオフ・タイムは、その他の国債取引に関するフェイル慣行見直し後のカットオフ・タイム（14時）よりも遅く設定せざるを得ないが、こうした対応についてフロント実務面で問題はないか。フロント実務に照らした具体的な時限ニーズは存在するか。
- GCレポ取引を通じたポジション調整等を安定的に行う観点やGCレポ取引のポスト・トレード処理の時間確保の観点から、その他の国債取引に関するカットオフ・タイムをフェイル慣行見直し後の14時から前倒す対応を検討する必要があるか。また、非居住者取引のカットオフ・タイムについても、同様の観点から前倒しが必要か。

以 上

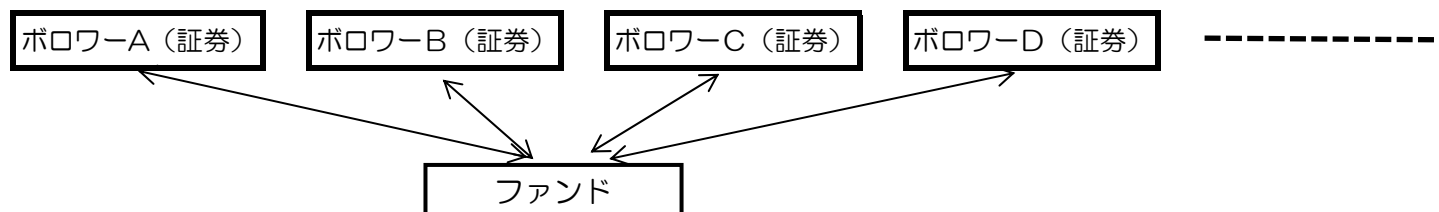
(図2) アウトライトT+1下における約定/ポスト・トレード/決済事務の日中スケジュール感 (方式①を前提としたラフなイメージ)



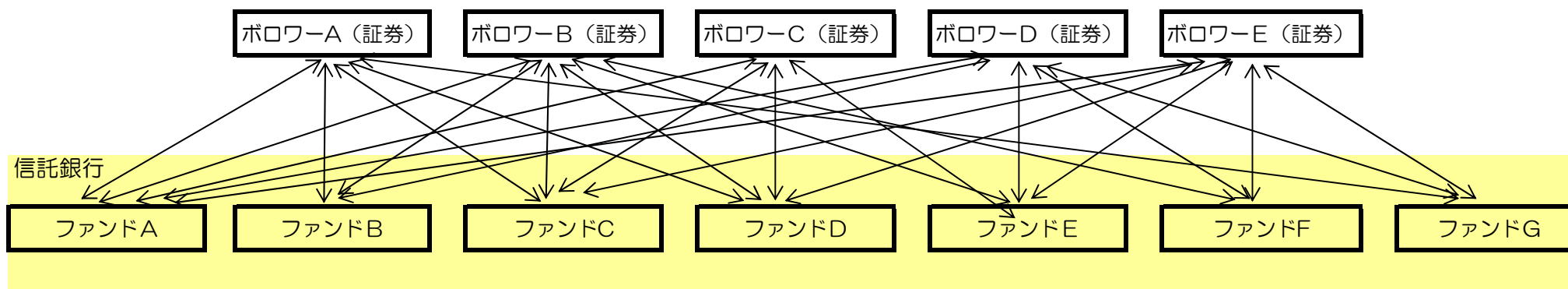
*GCレポ・スタート取引に関するネットtingにおけるJGBCC利用(T+0取引の対象化)については、ネットting対象取引の範囲と決済圧縮効果(エンド取引の決済タイミングによって変わりうる)を踏まえて、本件ネットting作業をどこまで幅広く行う必要があるかといった点にも十分考慮しつつ、今後、要否検討を適宜行う。

信託スキームによるレポ取引イメージ

1. ファンドから見た場合



2. 信託銀行のファンド全体



方式①におけるGCLレポ・エンド取引の決済タイミングとネットティング等との関係

		決済フロー			備考
		9時	12時	16時	
現 行					<ul style="list-style-type: none"> ・GCのスタート・エンド取引双方の決済は、他の国債取引(アウトライト、SCスタート・エンド)とともに午前中に集中。 ・これら同じ時間帯で決済される全ての取引の間では、ネットティングまたは決済時における債券の繰回し利用が可能。
アウトライト T+1化後 (方式①)	案(A) エンド取引 ・・・午前中決済 スタート取引 ・・・午後～夕刻決済				<ul style="list-style-type: none"> ・GCエンド取引(レポ1)については、アウトライト取引およびSCスタート・エンド取引との間でネットティングが可能。 ・GCエンド取引の決済で手許に戻ってきた担保債券を、同日実行分のアウトライト・SC引渡玉として利用することも可能。 ・GCエンド取引の決済に関して、フェイル回避に日中費やせる時間的余裕が比較的大きい。 ・GCスタート取引(レポ2)については、GCエンドを含めた他の国債取引との間でのネットティングが基本的に不可能。 ただし、スタート取引を決済するまでの間の日中在庫ファンディング手段としては、日銀ITCが利用可能。 また、債券繰り面では、借換目的のスタート取引について、エンド取引決済で債券が手許に戻ってきたことを確認してから、約定を締結することも可能(スタート取引におけるフェイルリスクの抑制)。
	案(B) エンド取引 スタート取引 ・・・午後～夕刻決済				<ul style="list-style-type: none"> ・GCスタート取引(レポ2)については、GCエンド取引(レポ1)との間でのネットティングが可能。すなわち、借換分のネットティングが可能。 ・GCエンド取引の決済に関して、フェイル回避に日中費やせる時間的余裕が小さい。 ・GCエンド取引については、アウトライト取引およびSCスタート・エンド取引との間でのネットティングが基本的に不可能。 ・GCエンド取引の決済で手許に戻ってきた担保債券を、同日実行分のアウトライト・SC引渡玉として利用することも基本的に不可能。