

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 21 回)

平成 23 年 7 月 28 日(木) 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 化の検討について
 - ・フロント分科会及びバック分科会での検討結果について

2. その他

以 上

前回 WG（6月16日）以降の分科会での検討結果

1. 分科会の開催状況

分科会名	開催日	主な検討内容
フロント分科会	6月24日	レポ信託におけるGCレポの約定と担保管理サービスのイメージ
バック分科会	6月29日	フロント分科会の中間整理を受けたポストトレード処理工程と関係論点
フロント分科会	7月8日	GCレポの約定中心時間帯のイメージの再検討
バック分科会	7月14日	GCレポ（T+0）の決済スケジュールの検討

2. フロント分科会（6月24日）での議論概要

- 前回WG（6月16日開催）では、フロント分科会で事務局より提示した中間整理（案）（「方式②によるアウトライトT+1化（レポT+0化）の取引・担保管理サービス利用のイメージ及びフロント面での課題（中間整理）」）を紹介した。
- フロント分科会（6月24日）では、中間整理（案）に対して、信託銀行よりレポ信託に関する事項等につきコメントがあったため、当該コメントを紹介した上で、中間整理（案）を修正し、フロント分科会の中間整理とした。
 - 確定後の中間整理は、別添1参照。
 - 同コメントに関し、分科会メンバーからは特段異論はなかった。
- また、同分科会では、レポ信託におけるGCレポの約定実務と担保管理サービスの利用イメージについて、別添2の資料を利用しつつ議論を行った。その概要は以下のとおり。
- レポ信託におけるGCレポの約定は、現在、おおよそ、以下のフローとなっている。

- ① 信託銀行と証券会社は、ファンド横断的にG Cレポの約定（引合い）をつける。
 - ② 信託銀行は、ファンド毎の運用金額の割振りを計算する。
 - ③ 証券会社は、G Cレポで使用する国債銘柄情報を信託銀行に送付する。
 - ④ 信託銀行は、②と③に基づき、ファンド毎に国債銘柄を割り当てる。
 - ⑤ 割り当てた結果の明細を証券会社に連絡する。
- ※ 信託銀行が②の割振り結果を証券会社に送付、③④を証券会社が行い、⑤を信託銀行に送付する方法もある（作業分担は異なるがフローは同じ）。
- まず、観念的には、②（ファンド毎の運用金額の割振り）及び④（ファンド毎の国債銘柄の割当て）を担保管理サービスが信託銀行に代わり実行する案（別添2の「方式Ⅰ」を指す）も考えられる。
 - しかし、②（ファンド毎の運用金額の割振り）を担保管理サービスに委託する方式Ⅰは、ファンド毎に取引条件（クレジット・ライン等）が細かく指定されている場合には、そもそも運用金額の機械的な割振りが困難である可能性がある等、実現可能性を疑問視する意見が多かった。
 - 次に、分科会では、以下の2案について議論を行った。
 - ②（ファンド毎の運用金額の割振り）は、信託銀行が引続き行うこととし、④（ファンド毎の国債銘柄の割当て）を担保管理サービスが行う案（別添2の「方式Ⅱ」を指す）
 - ②（ファンド毎の運用金額の割振り）及び④（ファンド毎の国債銘柄の割当て）をやめ、照合から決済までのポストトレード処理では、①のファンド横断的に締結されたG Cレポの約定（引合い）に基づき処理を行い、ファンド毎の収益管理等は、別途帳簿の管理により対応する案（別添2の「方式Ⅲ」を指す）
 - 方式Ⅱは、信託銀行より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。
 - 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。
 - 方式Ⅲは、主として証券会社より、フロントとしては信託銀行との間でファンド毎の取引を意識していないこともあり、方式Ⅱよりも評価する声があった。他方で、信託銀行からは、方式Ⅲでは、法的に分別管理義務、善管注意義務を果たせない（信託銀行が委託者から理解を得られない）可能性（例えば、ファンド割当前に取引相手が破綻した場合、各ファンドの担保帰属が不明確となる等）がある

点、証券会社からは、証券側もポストトレード事務においては、ファンド毎の取引を考慮する必要がある点が指摘された。

3. バック分科会（6月29日）

- バック分科会では、まず、フロント分科会の間接整理で示されたポストトレード処理のイメージ（GCレポ（T+1）で2つ、GCレポ（T+0）で4つの6つ）に関し、ポストトレード処理の工程だけに着目し、選択肢を4つ（A、B、C、D）に整理した上で、以下の論点について検討した（資料は、別添3参照）。
 - 銘柄ネッティングの要否
 - 担保割当方法
 - 国債残高情報の把握方法
 - 担保割当のタイミング
- 検討の結果、まず、銘柄ネッティングを行うか否かをメルクマールとして、担保割当方法、国債残高情報の把握方法、担保割当のタイミングが以下のとおり異なってくることを示された。すなわち、ポストトレード処理の工程の選択肢の4つは、大別して2つに分類されると整理された。

選択肢	A・B	C・D
銘柄ネッティングの有無	あり	なし
担保割当方法	予定ベース方式 ^(注) (注) 手許国債に加えて、受領予定国債も担保債券として割当てする方法	確定ベース方式 ^(注) (注) 手許国債のみを担保債券として割当て、かつ、担保債券として割当てた手許国債は決済されるまで残高をロックする方法
国債残高情報の把握方法	担保債券の出し手による担保管理サービスへの通知	担保管理サービスが担保債券の出し手の証券口座にアクセスして把握
担保割当のタイミング	S-1日に行う銘柄ネッティングの前	S日に行う決済の前

- なお、GCレポ（T+0）については、中間整理にあるとおり、銘柄ネッティングを行わない。したがって、銘柄ネッティングを行う選択肢A・Bは、GCレポ

(T+1) について利用され得る選択肢となる。他方で、選択肢C・Dは、GCレポ(T+1)及びGCレポ(T+0)で利用され得る選択肢となる。

- 以上を踏まえ、GCレポ(T+1)に関し、銘柄ネッティングを行う選択肢A・Bと行わない選択肢C・Dの評価に関し、意見募集を行った。その結果は、次のとおり(意見の概要は別添4参照)。
- まず、決済件数の削減及び効率性を考えると、GCレポ(T+1)は、現行と同様に銘柄ネッティングを行うことがよいとの意見が多かった。このため、GCレポ(T+1)のポストトレード処理の工程として、選択肢A・Bと選択肢C・Dを比べると、選択肢A・Bの方がよいとの意見が多かった。
- ただし、銘柄ネッティングを行う選択肢A・Bの下であっても、銘柄ネッティングの開始時刻となる債務引受時限は、現行の18時半を維持することが適当とする意見が大宗であった。
- 他方で、アウトライトT+1化後のGCレポ(T+1)の取扱いに関しては、GCレポの取引日別のシェアやロールオーバー取引の量を議論する等により、市場全体における、「選択肢A・BによるGCレポ(T+1)」の必要性を議論すべきといった意見もあった。
 - 上記と同趣旨の意見としては、GCレポ(T+0)又はSCレポ(T+0)の件数イメージを広くヒアリングした上で、銘柄ネッティングの要否を検討してはどうかとの意見もあった。
- また、GCレポ取引は、T+0(担保割当は確定ベース、銘柄ネッティングなし)の環境整備を中心に考えてはどうかとの意見もあった。
 - 国債取引の安定性確保、短期資金取引活性化の観点で、GCレポ取引は、T+0(担保割当は確定ベース、銘柄ネッティングなし)の環境整備を中心に考えてはどうか。
 - なお、ファンディングや資金運用の大枠をS-1日に固めるニーズも相応にあると考えられる。このため、S-1日において約定したGCレポ取引のうち、銘柄ネッティングの債務引受時限等を踏まえ、照合等がS-1日中に終了するGCレポは、GCレポ(T+1)としてポストトレード処理を行い、照合等がS-1日中に終了せず、金額のみの仮約定(いわゆる「握り」となるGCレポは、GCレポ(T+0)としてポストトレード処理を行うことかどうか。
 - 上記のように考えた場合には、GCレポ(T+1)のポストトレード処理に関し、選択肢A・Bではなく、現行と同様の取扱い(担保管理サービスを利用しない取扱い)も考えられるのではないかと。

4. フロント分科会（7月8日）

- フロント分科会（7月8日）では、バック分科会での検討及び議論を紹介したほか、バック分科会での議論を踏まえ、アウトライトT+1化後、GCレポ（T+1）とGCレポ（T+0）の利用イメージについて議論を行った。
- この点、信託銀行からは、別添5の資料を踏まえつつ、以下の意見が示された。
 - S-1日にSCレポを行った後、GCレポによる運用金額が判明すれば、S-1日中に早くGCレポの約定を行いたい。これは、セルサイド側も基本的には同じではないか。
 - S-1日に約定を行ったGCレポのポストトレード処理は、次のように2つに分かれると思われる。
 - ✓ S-1日に売買報告データまで作成できるものは、GC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、GC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GCレポは、もちろん、GC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。
- 他方で、セルサイドからは、アウトライトT+1化後のGCレポ（T+1）とGCレポ（T+0）の利用イメージについて中間整理以上のものは特段示されなかったが、複数の一部委員より提示された下記認識を踏まえつつ、引続き検討することが望ましいとされた。
 - アウトライト取引及びショートカバーのSC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するとした場合、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。
- なお、バック分科会での整理のとおり、GCレポ（T+1）のポストトレード処理を選択肢A・B、GCレポ（T+0）のポストトレード処理を選択肢C・Dとした場合には、担保管理サービスを含む市場インフラ及び市場参加者は、GCレポについて2つのポストトレード処理を新たに対応する必要性が出てくるため、コスト増にならないかと懸念する意見もあった。
- この点に関して、国債の決済期間短縮には、国債をツールとした短期金融市場の機能向上という目的も重要であり、また、せっかくアウトライトT+1化を契機に国債市場インフラを欧米並みかそれ以上に整備することを目指すならば、将来的な発展が見込まれるGCレポ（T+0）のインフラ整備をメインに検討することとし、GCレポ（T+1）は現状の枠組みを活用し引続き利用可能としておく、という対応が考えられないか、という指摘もある。

5. バック分科会（7月14日）

- バック分科会（7月14日）では、GCレポ（T+0）の決済スケジュールに関し、以下の3つの視点から検討を行った（資料は別添6参照）。
 - ① 資金の出し手側の視点
 - ② 資金の取り手側の視点
 - ③ 決済リスク削減の視点
- 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、ITC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。
- 以上を踏まえ、フロント分科会で提案されたGCレポ（T+0）の決済スケジュールを踏まえつつ、GCレポ（T+0）の決済スケジュールが提案された。具体的には、以下のとおり。
 - GCレポ（T+0）の決済可能時間帯は、午前9時から国債決済の入力締切時刻までとする¹。
 - ✓ 市場慣行としてのGCレポ（T+0）のカットオフタイムの設定有無や時間については今後検討を行う。
 - 担保割当と決済の処理方式は、以下の2種類を設ける。
 - ✓ 資金の取り手（債券の出し手）の起動により、担保管理サービスが随時担保割当と決済を行うもの
 - ✓ 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が受信したGC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）
- その上で、バック分科会でのGCレポのタイムスケジュール（案）が提示された。
- 以上の事務局からの整理・提案に関し、GCレポ（T+0）のポストトレード処理の各工程の処理フローをある程度時間の想定を置きつつ、議論を行いたいとの意見が分科会メンバーより示された。したがって、今後のバック分科会では、これまで整理された点を踏まえつつ、GCレポ（T+0）の各工程の処理フローを検討していくこととなった。

以 上

¹ 日銀ネット（国債系）の稼働時間は、2015年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。

方式②¹によるアウトライトT+1化（レポT+0化）の取引・担保管理サービス利用のイメージ及びフロント面での課題（中間整理）

序. 中間整理の位置付け

- フロント分科会では、今後、担保管理サービスが提供する機能等を検討するに当たって前提となる、方式②における取引や担保管理サービスのイメージについて暫定的な整理を行うと共に、フロント面を中心に実現に向けた課題について、整理を行った。
- 方式①²を前提とした場合のフロント面での課題は、昨年のフロント分科会およびワーキング・グループにおける検討結果を踏まえ、2010年12月の中間報告書において整理済み。
- 方式②の検討にあたっては、中間報告書において各方式共通の課題として整理された以下の点を念頭におきつつ、論点整理を行った。

✓ 資金調達の安定性確保

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、信託銀行等の主要な資金運用サイドを含め、幅広い市場参加者が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こと。また、S日午後においても、取引を行える環境を可能な限り整備することが望ましいこと。

✓ レポ信託における課題

GCレポ（T+0取引）の実現には、特に信託銀行におけるレポ信託において、担保債券のファンド毎の割振り作業等の約定実務の迅速化や、レポ信託の余資確定後に有担保コールで行っている余資運用の方法の見直し等、多くの課題が存在すること。

- なお、ここでの取引イメージや課題の整理は、市場インフラが提供する担保管理サービスの機能などを検討するに当たっての暫定的な整理である。今後、バック分科会やワーキング・グループにおける検討を踏まえつつ、方式②における取引や担保管理サービスのイメージについても、適宜アップデートを行う他、フロント面の課題についても必要な追加や修正を行い、最終報告書において、方式①との対比も含めて改めて整理を行うこととする。

¹ 方式②は、米国における代表的なT+0決済の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。

² 方式①は、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. 方式②による取引イメージ

—— アウトライトT+1化（レポT+0化）後の各取引の取引・決済方法とタイムスケジュールのイメージは参考資料②および③を参照。

（1）対象取引

（担保債券種類、スタート期日）

- 方式②の対象取引は、国債を担保としたGCレポ取引とする。スタート日は、T+0決済のGCレポ取引に加え、S-1日夕刻に約定を行うT+1決済のGCレポ取引も対象とする。
 - まずは、現状の市場・参加者の規模等に鑑み、国債を担保としたレポ取引について検討することとする。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ことから、この点は、国債を担保としたスキームの検討後に、改めて検討の要否も含めて整理を行う。
 - 先日付の取引（T+2以上の取引）については、T+0、T+1決済のスキームを検討する際に、先日付で指定可能な期間、ネットィングや担保割当てのタイミング、実際の利用ニーズ等を含めて、対象取引とするか検討を行うこととする。

（ターム物取引）

- 方式②の対象取引は、ターム物を含むGCレポ取引（翌日物+ターム物）とする。
 - ターム物取引の市場流動性確保の観点などから、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、マージンコールやサブスティチ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とするかなど）についても合わせて検討する。
 - なお、翌日物とターム物とで、照合や担保割当、決済の仕組みは同一とすることを基本として検討を行う。

（約定方式）

- 方式②によるGCレポ取引の約定方式は、額面金額と受渡金額を選択可能とすることも念頭におきつつ、受渡金額ベースを基本として、検討を行うこととする。

—— 各約定方式の概要は図表1、取引例は参考資料①を参照。なお、当面、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。

- 方式②によるGCレポ取引の約定は、資金繰り取引であるGCレポ取引の性質に鑑み、約定時点で受渡金額が確定し、資金繰りの最終調整が容易な、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。この点、信託銀行からも、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）が可能な、受渡金額ベースが望ましいとの意見が出された。
- 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、この点は、今後、具体的なスキームを検討する中で引続き検討を行う。

（図表1）各約定方式の概要

約定方式	概要	メリット
受渡金額	<ul style="list-style-type: none"> ● 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。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 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を受渡金額を算出する。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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

（利用義務）

- 担保管理サービス（方式②）の利用は任意（方式①によるGCレポ取引も可能）とすることを基本として、検討を行うこととする。
 - 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、利用の強制により市場参加者の利用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方式②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みられ、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する。

(2) アウトライト取引、SCレポ取引のタイムスケジュール

- T+1 決済となるアウトライト取引、SCレポ取引のタイムスケジュールは、アウトライトT+2化時のGCレポ（T+1取引）のスケジュールを基本として、検討を行う（図表2）。ただし、以下の論点を踏まえつつ、SCレポ（T+1取引）の相対ネットtingの要否や、JGBCCの債務引受時限の後ろ倒しの要否などについて、引き続き検討を行うこととする。
 - 市場参加者の裾野が広く、取引量も多いアウトライト取引について、GCレポ（T+1取引）と同様の時限として問題ないか。
 - SCレポ（T+1取引）の相対ネットtingの要否。
 - ✓ SCレポ（T+1取引）のネットtingは、当事者間合意による相対でのネットtingも妨げるものではないものの、時間的制約を考慮し、T日（S-1日）のネットtingについては、JGBCCの利用を基本として、今後の検討を進める。
 - ✓ ただし、T+1取引の相対取引がグロス決済となることに伴い、フェイルが増加する可能性などを踏まえつつ、相対ネットtingの要否を含め、取引やポストトレード事務のあり方を検討する。
 - ✓ 仮に、SCレポ（T+1取引）の相対ネットtingを行う場合、約定照合やネットtingのタイムスケジュールは、T日（S-1日）夕刻に行うか。それとも、時間的制約を考慮すると、S日に行うことを想定することが適当か。
 - ショートカバー目的のSC取引に関しては、フェイル抑制の観点から、S日においても相応の取引量を想定する必要があるか。
 - JGBCCの債務引受時限の後ろ倒し要否。
 - ✓ JGBCCの債務引受時限については、時間的制約を考慮して後ろ倒しも視野にいれて検討すべきという意見が相応にみられた。
 - ✓ 他方、各参加者の労務管理やシステムの制約、システム障害時のリカバリータイム等を考慮して慎重に検討すべきとする意見も相応にみられた。
 - ✓ また、T+0のSCレポ取引（および当該取引のJGBCCの債務引受）が可能となる場合には、S-1日の夕刻の遅い時間まで取引を行う必要はなく、現行のまま（18:30）で問題ないとする意見もみられた。

(図表2) アウトライト、SCレポのタイムスケジュール素案

取引執行 ³		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>			
			JGBCC 決済	相対決済	
				ネット分	グロス分
		約定照合時 限	S-1日 17:00 (入力時限) S-1日 18:30 (照合時限)	S-1日 15:30～15:45 (目安)	S-1日 18:30
SCレポ	S-1日 午後夕刻 ⁴	ネットイン グ時限	S-1日 18:30 (債務引受時限)	S-1日 16:00 (通知交換時限) S-1日 17:00 (照合時限)	
		決済時間帯	S日午前中心(カットオフ・タイム：14:00)		

(3) GCレポ取引のタイムスケジュール

(取引中心時間帯)

- GCレポ取引は、S日午後の取引も可能としつつ、S-1日夕刻～S日午前の取引が中心となることを基本として、検討を行うこととする。
 - 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、SC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ことを前提に、今後の検討を行うこととする。
 - なお、信託銀行からは、現行と同様に有担保コールによる余資運用を前提とした場合には、GCレポ(T+0取引)についてフェイル確定時限(14:00)の後倒しは難しいとの意見が出された。
 - この他、上記認識の下でも、取引可能時間帯については、可能な限り制約を加えるべきでないとする意見や、取引の中心時間帯を想定するにあたっては、日銀オペのタイムスケジュールとの関係も考慮に入れるべきとの意見もみられ、こうした点も踏まえつつ、検討を行う。

³ 主な時間帯

⁴ 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(T+0のSCレポ取引)も想定。この場合、グロス決済とするか、JGBCCの債務引受とするか、ネットリングも行うかは、今後、検討を行うこととする。

(約定照合時限)

- 方式②の下でのGCレポ取引の約定照合は、日中随時行うことを基本として、検討を行う。また、最終的な照合時限は、S日の夕刻（15～18時のうち早い時間帯）を念頭におきつつ、具体的な時限や、市場慣行として時限を定める必要があるか否かは、引続き検討を行うこととする。
 - 方式②の下でのGCレポ取引の最終的な約定照合の時限については、15時～18時と想定することで問題ないとする意見が多くみられた。
 - ただし、GCレポ取引の大方の約定はS日の午前中までに終了していることやポスト・トレード処理の時間的制約を考慮すると、大方の取引の約定照合が15時より前（例えば12時頃）に完了する他、最終的な約定照合時限も可能な限り早い時間帯（例えば15時前後）に設定することが適当との意見が相応にみられた。
 - 信託銀行からは、ファンドの余資運用を踏まえると、午後の早い時間帯（14時頃）までに約定照合が行われる必要との意見が出された。
 - なお、日銀ネットの稼働時間（国債系:16時半まで）の後ろ倒しについても検討する必要があるとの意見が相応にみられたが、この点は、2015年稼働開始予定の新日銀ネットにおいて、稼働時間の変更が可能となるため、（アウトライトT+1化の実現時期次第ではあるものの、）当面、検討における制約条件とは考えないこととする。

(フロント照合の迅速化)

- フロント照合の更なる迅速化については、検討が必須であるとの意見は少数に止まった。このため、今後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する。
 - 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、レポT+1化（アウトライトT+2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、保振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。
 - 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JGBCC利用の促進が重要。

2. 担保管理サービスのイメージ

(1) 基本機能

- 担保管理サービスは、①保振の決済照合システムにおける約定照合の内容（売買報告データの送受信・売報承認）、②取引当事者（債券の渡し方）の担保債券情報を基に、適格担保の中から取引毎に担保債券の割当を行った上で、決済指図を作成するイメージを基本として、検討を行うこととする。
 - ただし、JGBCC がネットィングを行う場合のイメージは2. (3) 参照。
 - 保振の決済照合は、担保債券が未確定のまま（バスケット単位では確定）で照合が可能とする仕組みが必要となる（さらに、担保債券確定後に再度売買報告データを照合する仕組みについても、検討が必要となる可能性がある）。
 - なお、信託銀行からは、信託銀行を利用した投資家（運用者）の取引において、保振の決済照合（3者間センタマッチングなど）の利用を必須として問題ないか検討が必要との意見があった。（本件も上記と同じ問題を整理する必要がある）
 - また、信託銀行からは、現行の債券貸借取引のもとでは、ファンド毎の担保割当結果を基に約定を行っており、信託財産の分別管理を適切に行う観点から、方式②の下でのGCレポ取引（T+0）に対応するためには、担保管理サービスにおいて、担保銘柄をファンド毎に割り振る作業を行うことが必要とする意見があった。

(2) 担保種類の指定

（バスケット単位での指定要否）

- 担保債券について、約定の段階で国債の種類（バスケット）を特定できる仕組みを導入する。
 - 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⁵とすることを想定。
 - 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、各社の事情により受入可能な担保債券の種類に制約があることなどを

⁵ 米国のGCFレポでは、米国債について残存年限別（満期が10年未満、30年未満）等で分けられたバスケットを指定可能。

踏まえると、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とされた。

- 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して検討を進めることとする。

（担保銘柄の指定機能）

- バスケット種類の特定の他、債券の出し手（資金の取り手）側で、保有債券中、割当て可能な銘柄を指定（または特定の銘柄を排除）する機能や、銘柄毎に割当限度額を設定する機能の導入を検討することとする。

（3）ネットィング、債務引受の要否

（JGBCCのネットィング）

- 方式②の下でのGCレポのスタート取引のネットィングに関しては、フロント部署としては、強いネットィングニーズはないという意見も相応にみられたものの、決済量圧縮の観点から、JGBCCによるネットィングを行うことを基本として、検討を行うこととする。
 - GCレポ（T+0取引）において、ネットィングを行う場合には、バスケット単位でネットィングを行う方式（バスケットネットィング）を基本として、検討を行う。
 - GCレポ（T+0取引）のネットィング要否および決済のタイミングについては、引続き検討を行う（図表3のパターン①～③参照）。
 - なお、信託銀行からは、担保債券の割当てがバスケットネットィングの後になる場合、債券貸借取引としてのGCレポ取引について既存のファンド毎の担保割当結果が信託財産における経理・計算結果として反映できなくなることから、こうした点も含めて、バスケットネットィングのあり方を検討すべきとの意見があった。
 - GCレポ（T+1取引）については、決済リスク削減の観点から、可能な限り、S日の早い段階で決済することを基本として、検討を行う。なお、GCレポ（T+1取引）について、決済量圧縮の観点から、SC取引やアウトライト取引と銘柄単位でのネットィングを行うか、引続き検討を行う（図表3のパターンⅠ・Ⅱ参照）。

(図表3) スタート取引のネットティングおよび決済方式のイメージ

(T+0取引)

	概要	メリット
①	<ul style="list-style-type: none"> 日中随時、担保割当とグロス決済を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> 迅速な決済進捗 利用者側の事務が単純
②	<ul style="list-style-type: none"> 一定時刻(例:11時)までに約定照合(債務引受)を行ったGCレポ取引同士をバスケット・ネットティングし、担保割当と決済を行う。 一定時刻以降は随時担保割当とグロス決済を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> 迅速な決済進捗 ネットティングが可能
③	<ul style="list-style-type: none"> 夕刻(例:16時)にバスケット・ネットティングし、決済を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> ネットティング効果が高い インフラ側の負担が軽い

(T+1取引)

	概要	メリット
I	<ul style="list-style-type: none"> S-1日の夕刻にGCレポ(T+1)取引間でバスケットネットティング後、担保割当を行い、S日の朝に決済を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> 迅速な決済進捗
II	<ul style="list-style-type: none"> S-1日の夕刻にGCレポ(T+1)取引間でバスケットネットティング後、担保割当を行い、その後アウトライト、SCレポ取引とあわせて銘柄ネットティング後に、S日に随時グロス決済を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> ネットティング効果が高い

* 各パターン毎のタイムスケジュールイメージは参考資料③を参照。

(JGBCCの債務引受)

- 方式②の下でのGCレポ(T+0取引)は、新たにJGBCCの債務引受の対象とすることを基本として、検討を行うこととする。
 - 具体的には、スタート決済からエンド決済までの債務引受、およびリスク管理をJGBCCが行うことを基本として、検討を行う。
 - 検討にあたっては、バーゼルⅢにおけるCCP対象取引の要件として、スタート・エンド決済双方の債務引受が必要となる可能性も考慮したうえで、債務引受の対象範囲(特にスタート決済を含めるか)を検討する必要との意見がみられた。
 - また、担保債券の割当てが、JGBCCによるバスケットネットティングの後になることに伴い、JGBCCが債務引受を行うタイミングやその法的有効性を検討する必要があるとの意見がみられた。
 - この他、物国を担保とするレポもJGBCCの債務引受対象にすべきと

いう意見もみられた。

(JGBCCのリスク管理)

- JGBCCがマージンコールやサブスティテューションを行う上での、タイムスケジュールや実施の方法は、従来のT+1取引と同一とすることを基本として、検討を行うこととする。
 - ただし、タイムスケジュールについては、アウトライト T+1化（レポT+0化後）の取引～決済のタイムスケジュールも踏まえ、改めて検討が必要とする意見がみられた。
 - また、マージンコールについては、一定範囲を超えた場合のみ行使できる機能があると良いとする意見もみられた。

(エンド取引の取扱い)

- 方式②の下でのGCレポ取引のエンド取引は、基本的には、アウトライト取引、SCレポ取引⁶と合わせて（JGBCC 利用の場合は）ネットィングを行った上で、主にS日午前中に決済（いずれも、RTGSの下で日中随時決済）を行うこととする。
 - ただし、方式②のGCレポのエンド取引とスタート取引間でネットィングがされない（GCレポ取引のロールがネットィングされないこと等）ことに伴う決済量の増加等にも配慮が必要との意見もみられた。

(4) 相対取引のリスク管理

- JGBCCを利用しない相対取引におけるリスク管理（ヘアカットの設定、マージンコールやサブスティテューション）については、現行でも各市場参加者の任意によりリスク管理が行われていることを踏まえ、方式②の下でも、取引当事者間で対応することを基本として、検討を行うこととする。
 - ただし、担保管理サービスの提供者が、共通のリスク管理機能を持つことの必要性・有効性を指摘する意見も相応にみられた。具体的には、サブスティテューションに関し、差替後の担保の担保管理サービスにおける自動割当機能を検討すべきとする意見がみられた他、需給の逼迫に対応した債券のオートレンディング機能の提供を検討すべきとする意見がみられた。このため、担保管理サービスが提供すべきリスク管理機能については、JGBCCの利用の有無などケース分けをし

⁶ GCレポ（T+1取引）のスタート取引についても、（図表3）のパターンⅡを選択した場合は合わせてネットィング可能。

つつ、具体的なスキームを検討する中で引続き検討を行う。

(5) 担保管理サービスの仕組みに関する他の検討課題

- 担保管理サービスの機能に関するその他の検討課題として、以下の点が挙げられた。
 - 担保債券の割当て後に、参加者が銘柄を照合する要否やタイミング。
 - 担保債券の残高不足により担保割当が出来ない場合やフェイルとなった場合の取扱い。
 - 現担レポと新現先取引の双方に対応すべきか（システム対応負担や、現先取引への移行の可否、リスク管理改善の観点）。
 - 担保管理サービスの障害時における BCP。

3. 他の短期金融市場への影響

- 他の短期金融市場への影響については、方式①を前提とした中間報告書における取り纏めた結果と、概ね同様と考えてよいとの整理がなされた。

(コール市場との関係)

- 方式②の下でも、GCレポ取引と有担保コール取引については、各々の市場参加者が異なること等から、当面は併存するのではないかとの認識を共有した。
 - コール市場の市場慣行については、実務の詳細検討が進んだ段階で、可能な範囲で日銀オペのスケジュールなども踏まえつつ、改めて検討を行うこととする。
 - 担保管理サービスにより、GCレポ取引の参入障壁が低くなることなどから、レポ取引への一本化について検討してはどうかとする意見がみられた一方、S日午後の市場流動性が低下する懸念から、GCレポ（T+0取引）以外にも資金調達・運用手段が必要との意見もみられた。

(CP・CD市場や非居住者取引との関係)

- 方式②の下でも、CP・CD市場や、非居住者取引との決済期間のズレの拡大については、フロント実務におけるポジション管理上、特段の問題はないとの整理がなされた。
 - ただし、将来的には、CP・CD市場や一般債についても、決済期間を短縮することが望ましいとの意見がみられた。

4. その他

- 方式②の下でGCレポ(T+0取引)を実現するにあたり、上記以外にも、以下の点が、検討課題として挙げられた。
 - 担保管理サービスの利用促進の観点から、大半の参加者が参加可能であるような、ユーザーにとって利便性に優れた仕組みを構築する必要。
 - 決済期間短縮に伴い、資金繰りの時間的制約が厳しく、市場が過剰に反応しやすくなる可能性があるため、フロント・バック共に、可能な限り負荷がかからないよう考慮する必要。
 - 担保後決めに関する法律上、会計上の扱い。例えば、債券の担保権、金商法上の法定帳簿への影響等。
 - 担保管理サービスの提供者が担保として利用可能な債券情報を閲覧することに関する同意等、担保管理サービスと利用者との契約関係。
 - 決済代行取引への影響。
 - 投資信託など投資家との取引への影響。
 - 日銀オペ（資金供給オペ、補完供給オペ）の対応。
 - 国債発行・入札期間への影響。

以 上

(参考資料①) 額面金額ベースと受渡金額ベースによる取引例

【例】スタート受渡日：2002年4月25日、エンド受渡日：2002年7月25日（約定期間：91日）
 レート（現先レート、現担レポ・レート）：0.05%

取引対象銘柄：利付国債（10年）第236回<6月20日/12月20日利払>
 単利：1.50% 対象債券の売買参考統計値：101.065円

* 本取引例では、簡略化のためマージンコール、ヘアカットは考慮しない。

<額面金額ベースの場合>

(円)

	現担レポ	利含み現先	非利含み現先
額面	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000
スタート受渡金額	10,158,280,820	10,158,280,820	10,158,280,820
エンド受渡金額	10,159,547,126	10,159,547,130	10,084,544,650

担保管理サービスは、額面100億円の国債を資金取り手（債券出し手）の債券残高情報を元に、割り当てを行う。

取引条件と時価情報を元にスタート受渡金額とエンド受渡金額を算出し、決済指図を作成。

<受渡金額ベースの場合>

(円)

	現担レポ	利含み現先	非利含み現先
額面	9,844,185,426	9,844,185,426	9,844,185,426
スタート受渡金額	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000
エンド受渡金額	10,001,246,575	10,001,246,579	9,927,412,747

担保管理サービスは、スタート受渡金額100億円に相当する担保銘柄の割り当てと額面金額の計算を、資金取り手（債券出し手）の債券残高情報と、時価情報を元に行う。

あわせて、取引条件を元にエンド受渡金額を算出し、決済指図を作成。

<額面金額ベースの計算例>

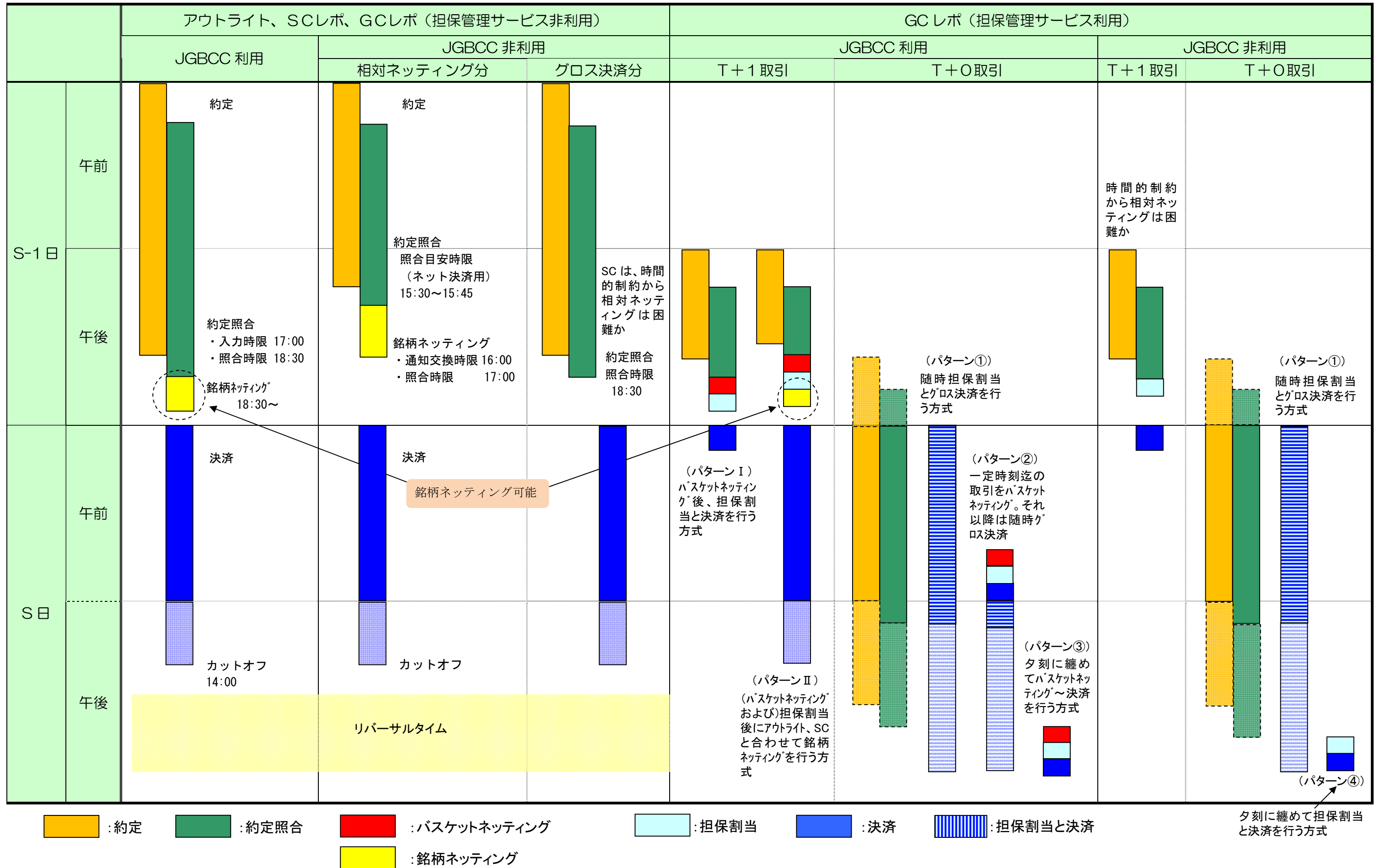
【スタート受渡金額】

- ①現担レボ : 貸借数量 × 貸借対象債券の時価（経過利子込み）（円未満切り捨て）
= $10,000,000,000 \times 101.5828082 \div 100 = \underline{10,158,280,820}$ （円）
- ②利含み現先 : 取引数量 × 利含みスタート売買単価（円未満切り捨て）
= $10,000,000,000 \times 101.5828082 \div 100 = \underline{10,158,280,820}$ （円）
- ③非利含み現先 : 取引数量 × スタート売買単価 + 取引数量 × スタート取引受渡日における経過利子（円未満切り捨て）
= $10,000,000,000 \times 101.065 \div 100 + 10,000,000,000 \times 0.5178082 \div 100 = \underline{10,158,280,820}$ （円）

【エンド受渡金額】

- ①現担レボ : 担保金（スタート受渡金額） + 付利金利 - 貸借料（円未満切り捨て）
= $10,158,280,820 + 2,532,612 - 1,266,306 = \underline{10,159,547,126}$ （円）
- ②利含み現先 : 取引数量 × 利含みエンド売買単価（円未満切り捨て）
= $10,000,000,000 \times 101.5954713 \div 100 = \underline{10,159,547,130}$ （円）
- ③非利含み現先 : 取引数量 × エンド売買単価 + 取引数量 × エンド取引受渡日における経過利子（円未満切り捨て）
= $10,000,000,000 \times 100.7016109 \div 100 + 10,000,000,000 \times 0.1438356 \div 100 = \underline{10,084,544,650}$ （円）

(参考資料③) アウトライトT+1下におけるタイムスケジュールのイメージ



○ レポ信託におけるフロント実務面での課題（ファンド毎の管理方法の実現方式）

	現行実務	方式 I	方式 II	方式 III-①	方式 III-②
約定(引合い)	ファンド横断的 ^(注 1)				
運用金額の割振り					
割振り主体	信託銀行	担保管理サービス ^(注 2)	信託銀行	割振りしない	
担保銘柄の割当方式					
割当単位	ファンド毎			ファンド横断的	
割当主体	信託銀行	担保管理サービス		割振りしない	
帳簿管理 (決済工程後の割当)	—	—	—	担保管理サービス	信託銀行
信託実務への影響					
ファンド経理・委託者(受益者)宛報告	ファンド毎・個別取引毎の管理、報告が必要				
マージンコール等のリスク管理	ファンド毎(委託先毎)のリスク管理方針に基づく対応 ^(注 3) (マージンコールの許容担保金額、基準担保金率等はファンド毎に異なる)				ファンド毎のリスク管理(マージンコール等)は困難か
ファンド余資運用	余資の運用金額確定に時間を要する	受渡金額ベースの約定とする場合、余資の運用金額確定は早期化する可能性			

(注 1) 現行実務ではファンド横断的に引合い、担保銘柄等を確認のうえ、ファンド毎に約定。

(注 2) 方式 I の場合、ファンド横断的な売買報告データ(照合済)に基づき、担保管理サービスがファンド毎の運用金額の割振りや担保銘柄の割当を行うことを想定。その後、再度ファンド毎に照合を行うかは、要検討。

(注 3) 方式 I や III-①では、約定照合はファンド横断的となる可能性があるが、ファンド毎の内訳管理を行う担保管理サービスがファンド毎のリスク管理を行う案が考えられるか。

○ ファンド毎の管理方法の実現方式(概要と評価)

	概要	評価(プロ・コン)
方式Ⅰ	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>担保管理サービスは、ファンド毎の運用金額の割振りと、担保銘柄の割当を行う。</u> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 信託銀行は、ファンド毎の運用金額の割振りに必要な取引条件等を指定し、担保管理サービスに送付する。 ➢ ファンド毎の受入可能債券の条件指定は、約定時(前)にバスケット単位で指定を行う。 	<p>【○】 現行実務との対比では、「受渡金額ベース」での約定により、どの方式においても、GCLポ放出後の余資の運用金額確定が早期化する可能性。</p> <p>【○】 約定～決済の迅速化。</p> <p>【×】 信託銀行の取引条件管理等の業務の一部を、市場インフラが担うことの是非(システム開発コスト負担の帰属等)。</p> <p>【×】 ファンド毎に取引条件(クレジット・ライン等)が細かく指定されている場合、そもそも運用金額の機械的な割振りが困難である可能性(→ 条件設定はかなりシンプルなものに限られ、ファンド毎の取引条件に基づく、きめ細かな管理が難しくなる可能性)。</p>
方式Ⅱ	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>担保管理サービスは、ファンド毎の担保銘柄の割当のみを行う。</u> <ul style="list-style-type: none"> ➢ ファンド毎の運用金額の割振りは、信託銀行が行う(現行実務との対比は、担保銘柄が未確定で、バスケットのみの指定である点が異なる)。 ➢ ファンド毎の受入可能債券の条件指定は、約定時(前)にバスケット単位で指定を行う(方式Ⅰと同様)。 	<p>【○】 ファンド毎の担保割当の迅速化。</p> <p>【○】 ファンド毎の取引条件に基づく、きめ細かな管理が可能。</p> <p>【○】 売買報告書や約定照合の段階からファンド毎に区分されていれば、方式Ⅰと異なり、市場インフラでは、信託銀行特有のファンド毎の割振り作業等を行う必要は生じない可能性。</p> <p>【△】 信託銀行側の運用金額の割振り作業は残存(信託銀行内での約定後の運用金額割振り作業の迅速化が必要となる可能性)。</p>
方式Ⅲ	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>担保管理サービスは、約定～決済において、ファンド毎の管理、担保銘柄の割当等は実施しない。</u> <ul style="list-style-type: none"> ➢ セルサイドは、取引相手を信託銀行として認識(実際にどのファンドの取引を行っているか、約定照合の段階では認識しない)。 ➢ 帳簿管理として、約定～決済の工程とは別に、担保管理サービスが、(ファンド毎の運用金額の割振り、)担保銘柄の割当を行う(方式Ⅲ—①)。 ➢ 帳簿管理として、約定～決済の工程とは別に、信託銀行が、ファンド毎の運用金額の割振り、担保銘柄の割当を行う(方式Ⅲ—②)。 	<p>【○】 セルサイド側でファンド毎の管理を意識する必要がない。</p> <p>【○】 (方式Ⅲ—②)の場合は、市場インフラ側の実現が容易で、インフラの構築コストが低減できる可能性。</p> <p>【△】 ファンド毎の取引条件に基づく、きめ細かな管理が可能。但し、ファンド単位での担保不足^(注)が発生した場合の対応等を検討する必要。</p> <p>【△】 信託銀行側の運用金額の割振りや担保銘柄の割当作業が残存(ファンド毎の区分管理(経理・記帳等)の観点から、約定～決済とは別にこうした作業を信託銀行もしくは担保管理サービスが行う必要)。</p> <p>【×】 (方式Ⅲ—①)の場合は、信託銀行の業務の一部を、市場インフラが担うことの是非(システム開発コスト負担の帰属等)。</p> <p>【×】 信託銀行として、法的に分別管理義務、善管注意義務を果たせない(信託銀行が委託者から理解を得られない)可能性(例えば、ファンド割当前に取引相手が破綻した場合、各ファンドの担保帰属が不明確となる等)。</p>

(注) ファンド毎の担保銘柄の割当を約定～決済の工程とは別に行う場合、ファンド単位での割当時に国債額面の最低金額(5万円)を下回る部分の担保不足が生じる可能性。

○ ファンド毎の担保銘柄の割振り例 <上記の方式Ⅱを想定>

1. SC取引結果を基に、ファンド毎のGC運用予定額を決定。

	運用予定額	運用条件	担保条件
ファンドA	300	低格付先は×	特になし
ファンドB	200	1先あたり100まで	長国のみ○
ファンドC	100	特になし	長国のみ○

(レポ信託全体としての運用条件)

- ① 低格付先の運用条件は300億まで
- ② バスケット単位(長国)の契約を300億以上
- ③ バスケット単位(長国)に関し1先あたり100億円以上の契約を2先以上

2. 運用予定額と運用条件を考慮して、複数の証券会社と契約。

(取引例1)

※Z証券は低格付けと仮置き

	ア (A証券)			イ (B証券)	ウ (Z証券)
GC運用額計	150	100	100	150	100
バスケット	長国	全種別	短国	長国	長国

(取引例2)

	ア (A証券)			イ (B証券)	ウ (Z証券)
GC運用額計	350			150	100
バスケット	長国			長国	長国

3-1. 運用額をファンド毎に割振り (取引例1)

	ア (A証券)			イ (B証券)	ウ (Z証券)
ファンドA	25	100	100	75	0
ファンドB	83	0	0	50	67
ファンドC	42	0	0	25	33
	⑤	④	③	②	①

- ① ウ(Z証券・長国)につき、BとCの運用予定額比率に基づき配分(Aは×)
- ② イ(B証券・長国)につき、AとBとCの運用予定額比率に基づき配分
- ③ ア(A証券・短国)につき、Aに配分(B、Cは×)
- ④ ア(A証券・全種別)につき、Aに配分(B、Cは×)
- ⑤ ア(A証券・長国)につき、A~Cの未配分を配分

3-2. 運用額をファンド毎に割振り (取引例2)

	ア (A証券)			イ (B証券)	ウ (Z証券)
ファンドA	187 (225)			113 (75)	0
ファンドB	100 (83)			33 (50)	67
ファンドC	63 (42)			4 (25)	33
	② (③')			③ (②')	①

- ① ウ(Z証券・長国)につき、BとCの運用予定額比率に基づき配分(Aは×)
- ② ア(A証券・長国)につき、Bは100まで、残りをAとCの運用予定額比率(未配分)に基づき配分
- ③ イ(B証券・長国)につき、A~Cの未配分を配分

実際には、ファンド毎の運用条件や、レポ・レートを勘案し、ファンド間の公平性に配慮して割振りを行う。⇒ 第三者である市場インフラで行うのは困難か。

4. ファンド毎に売買報告データを作成（以下、取引例 1）

	取引相手先	ファンド	受渡金額	バスケット
売報①	ア (A 証券)	ファンド A	25	長国
売報②	ア (A 証券)	ファンド B	83	長国
売報③	ア (A 証券)	ファンド C	42	長国
売報④	ア (A 証券)	ファンド A	100	全種別
売報⑤	ア (A 証券)	ファンド A	100	短国
売報⑥	イ (B 証券)	ファンド A	75	長国
売報⑦	イ (B 証券)	ファンド B	50	長国
売報⑧	イ (B 証券)	ファンド C	25	長国
売報⑨	ウ (Z 証券)	ファンド B	67	長国
売報⑩	ウ (Z 証券)	ファンド C	33	長国

5. 証券会社が担保管理サービスに債券残高情報を送信

	ア (A 証券)	イ (B 証券)	ウ (Z 証券)
短国 a	200	100	100
長国 b	100	100	100
長国 c	50	100	100

優先順位

証券会社側が指定する優先順位に基づき、売買報告データの順に機械的に割振り

6. 担保管理サービスが債券残高・債券時価等を基に、担保銘柄の割当と決済指図を作成

	資金受渡先	国債受渡先	ファンド	受渡金額	バスケット	銘柄 i	額面 i	受渡金額 i	銘柄 ii	額面 ii	受渡金額 ii
①	信託 I	ア (A 証券)	ファンド A	25	長国	長国 b	25	25	—	—	—
②	信託 I	ア (A 証券)	ファンド B	83	長国	長国 b	75	77	長国 c	6	6
③	信託 I	ア (A 証券)	ファンド C	42	長国	長国 c	41	42	—	—	—
④	信託 I	ア (A 証券)	ファンド A	100	全種別	短国 a	97	100	—	—	—
⑤	信託 I	ア (A 証券)	ファンド A	100	短国	短国 a	97	100	—	—	—
⑥	信託 I	イ (B 証券)	ファンド A	75	長国	長国 b	73	75	—	—	—
⑦	信託 I	イ (B 証券)	ファンド B	50	長国	長国 b	27	27	長国 c	23	23
⑧	信託 I	イ (B 証券)	ファンド C	25	長国	長国 c	25	25	—	—	—
⑨	信託 I	ウ (Z 証券)	ファンド B	67	長国	長国 b	66	67	—	—	—
⑩	信託 I	ウ (Z 証券)	ファンド C	33	長国	長国 b	33	33	—	—	—

(注) なお、一つの取引に対し、担保銘柄を複数割り当てるか（取引②、⑦）は、今後、別途検討が必要。

市場基盤のイメージおよび論点整理

目次

1. 検討の進め方、ポイント
2. フロント分科会の中間整理を踏まえたポストレード処理の選択肢
 - 2-1. 中間整理で示されたGCLレポのタイムスケジュールのイメージ
 - 2-2. ポストレード処理の選択肢
3. ポストレード処理の選択肢に関連する論点
 - 3-1. 銘柄ネッティングの要否
 - 3-2. 担保割当方法
 - 3-3. 国債残高情報の把握方法
 - 3-4. 担保割当のタイミング
 - 3-5. 選択肢A・Bと選択肢C・Dの評価
- (参考)
4. ポストレード処理概要(例)
 - 4-1. 選択肢A
 - 4-2. 選択肢B
 - 4-3. 選択肢C
 - 4-4. 選択肢D
5. バスケット・ネッティング

1. 検討の進め方、ポイント

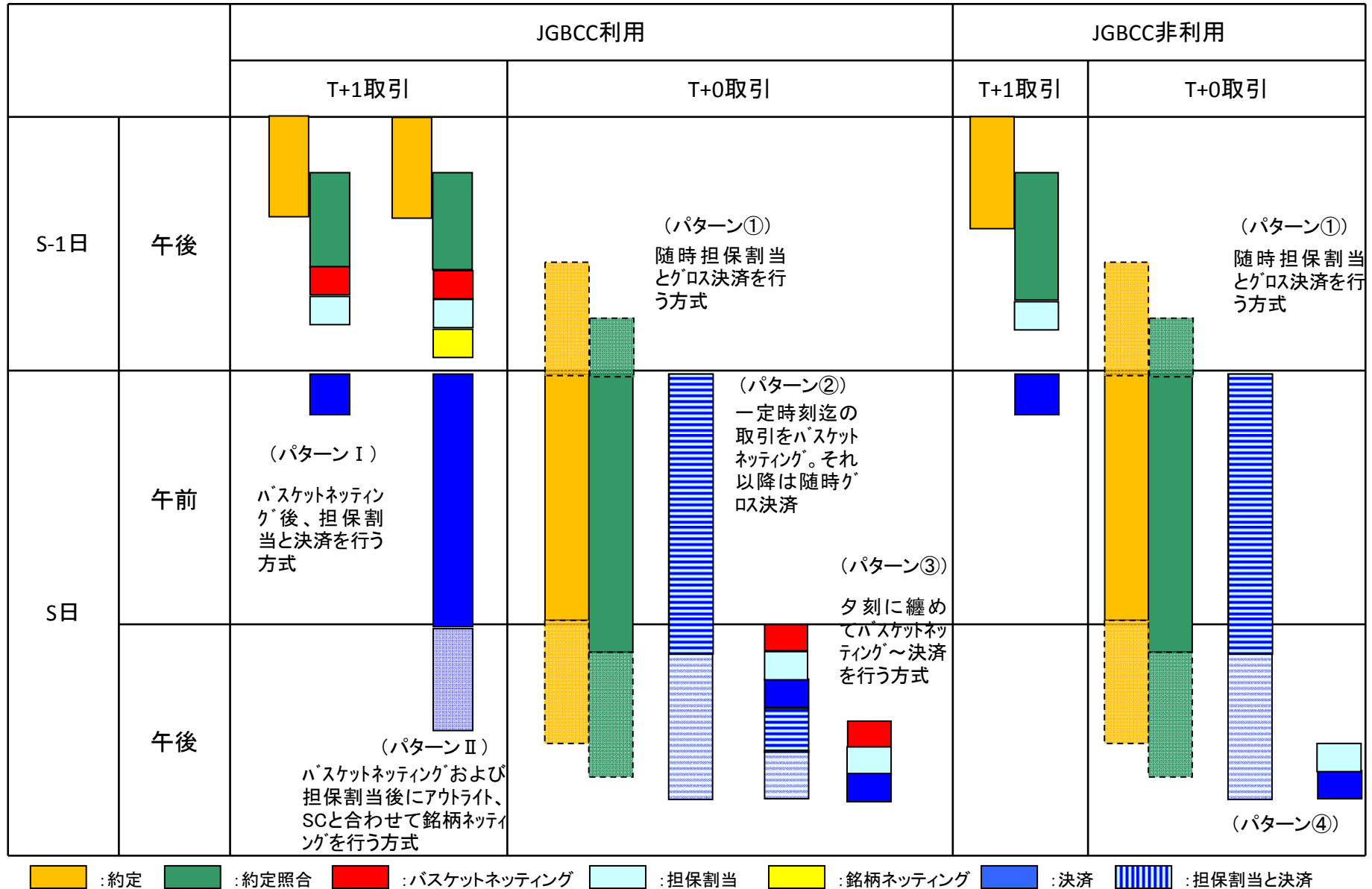
(第20回WGでのご提案内容)

- バック分科会の検討は、フロント分科会の中間整理を叩き台として、ポストレード処理の観点から、叩き台を実現する処理の選択肢とフィージビリティを確認することでどうか。
- 中間整理では、方式②によるGCLレポ取引の約定方式は、受渡金額ベースを基本として検討を行うとされた。これは、GCLレポ取引をより資金取引として取り扱うことを含意すると考えられる。したがって、バック分科会の検討射程は、ポストレード処理に関し、GCLレポ取引を資金取引として扱った場合の処理概要を検討することがまずは必要ではないか。
- この点、中間整理で示されたタイムスケジュール案とGCLレポ(T+1)およびGCLレポ(T+0)のスタート取引の取扱いを起点に検討を進めるとGCLレポ取引を資金取引として取り扱う際の検討ポイントが明確になると考えられる。
- GCLレポ(T+1)およびGCLレポ(T+0)のスタート取引の検討に当っては、まずは、主として以下の点がポイントになると考えられる。
 - 銘柄ネッティング: GCLレポ(T+1)のスタート取引を他の取引^(注)と銘柄ネッティングするか否か。
(注)S日に決済されるアウトライト取引・SCLレポのスタート取引およびS日にエンドを迎える取引
 - 担保割当方法: 担保債券として、割当時点で保有している国債(手許国債)を割当てるか、それとも、手許国債に加えて受領する予定の国債(受領予定国債)も割り当てるか。
 - 国債残高情報の把握方法: 担保債券として割当られる国債残高情報をどのように把握するか。
 - 担保割当のタイミング: 担保債券の割当をいつのタイミングで行うか。

2. フロント分科会の間接整理を踏まえたポストレード処理の選択肢

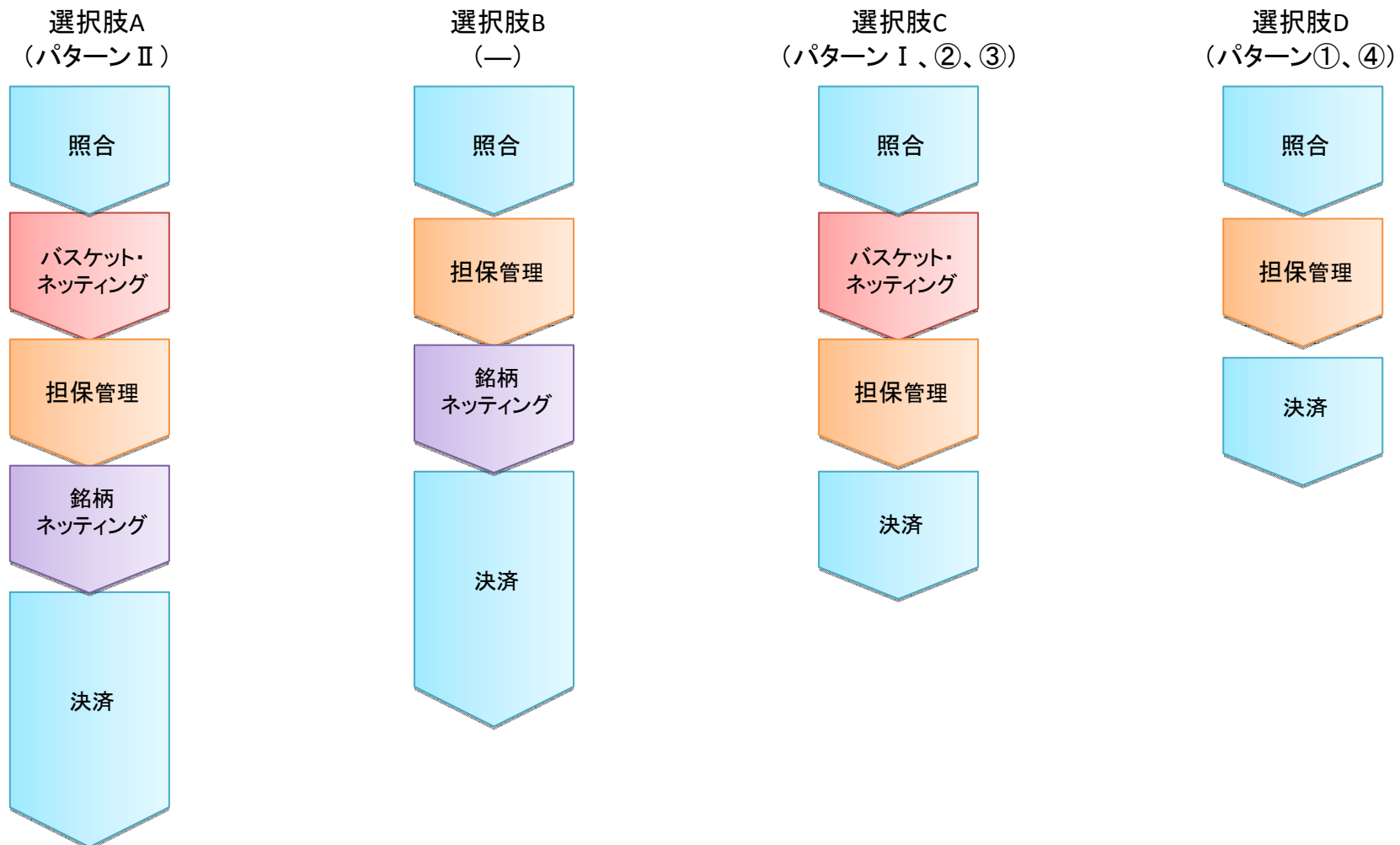
2-1. 中間整理で示されたGCLレポのタイムスケジュールのイメージ

- 中間整理の参考資料③で示されたGCLレポ(T+1)およびGCLレポ(T+0)のタイムスケジュールのイメージは以下のとおり。



2-2. ポストトレード処理の選択肢

- 前頁で示されたGCLレポ(T+1)のパターン I および II、GCLレポ(T+0)のパターン①ないし④を踏まえ、処理するタイミングや時間を考慮することなく、ポストトレード処理の工程だけに着目すると、照合後決済までの工程は、以下選択肢AからDの4通りに整理できる。
 - また、GCLレポ(T+0)では、銘柄ネッティングを行わないことを踏まえると、以下の選択肢のうち、CおよびDの2通りに整理できる。



3. ポストレード処理の選択肢に関連する論点

3-1. 銘柄ネッティングの要否

取引

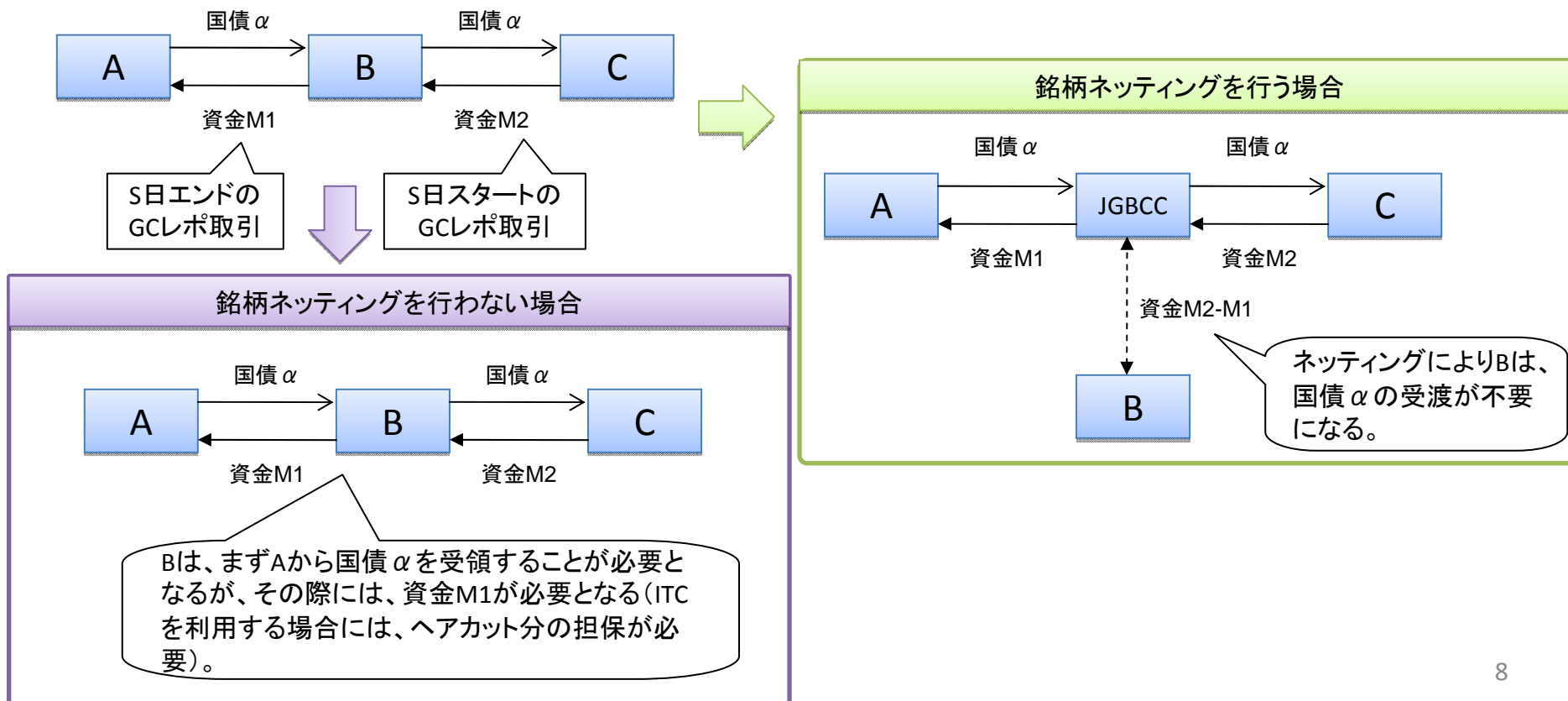
照合

清算

担保

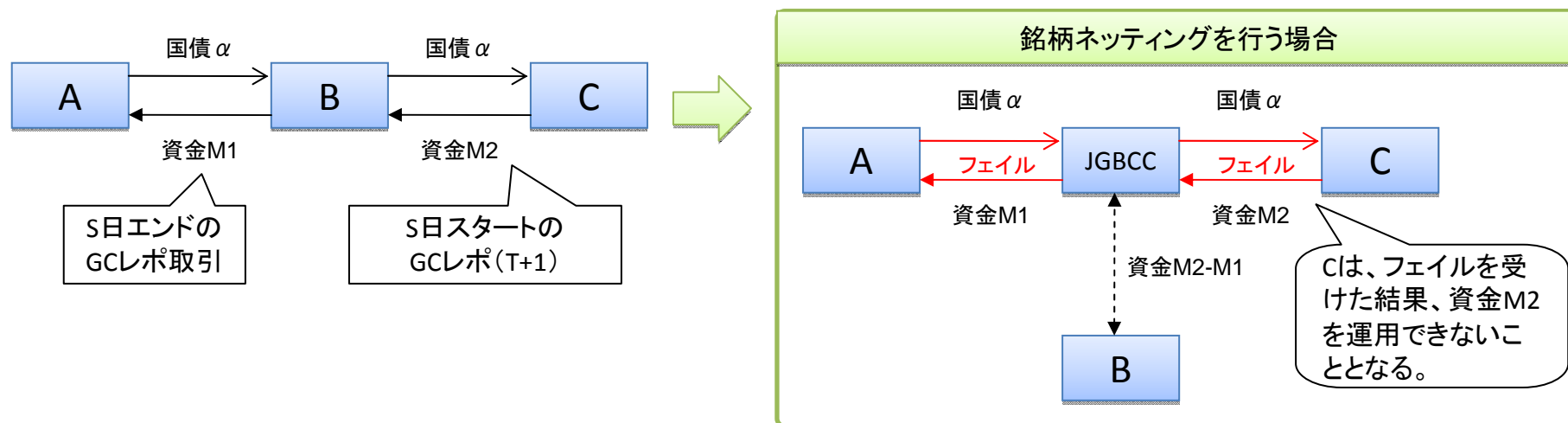
決済

- GCLレポ(T+1)をより資金取引として取り扱うことを考えた場合には、まず、銘柄ネッティングの要否を検討する必要がある。そこで、GCLレポ(T+1)に関し銘柄ネッティングを行うメリット・デメリットを整理する。
- まず、メリットは、以下のとおり。
 - パターンAおよびBでは、担保債券にS日に他の取引で取得する予定の国債(以下「受領予定国債」)を割当て、かつ、銘柄ネッティングを行うことが可能。この場合には、当該国債の受渡がネッティングされることとなるため、現行と同様に、ロール取引等をGCLレポ(T+1)により効率的に行うことができる。
 - 逆に言うと、銘柄ネッティングを行わず、担保債券に割当時点で現に保有している国債(以下「手許国債」)のみを割当てる場合(パターンCまたはDが該当)には、現行と異なり、ロール取引または新発債のファンディング等をGCLレポ(T+1)により行うことが難しくなる。



- 次に、GCLレポ(T+1)に関し銘柄ネッティングを行うデメリットは、以下のとおり。
 - 担保債券に受領予定国債を割当て、かつ銘柄ネッティングを行うと、当該国債の受渡がネッティングされることとなるため、現行と同様に、GCLレポ(T+1)のスタート取引がフェイルする可能性が出てくる。
 - 他方で、銘柄ネッティングを行わずに、手許国債のみを割当てする場合(パターンCまたはD)には、フェイルを生じさせない仕組みを構築可能であるため^(注)、GCLレポ(T+1)のスタート取引を確実に行うことができる。
 - また、銘柄ネッティングを行ったGCLレポ(T+1)のスタート取引の決済が完了するタイミングは、現行どおり、JGBCCの決済進捗による。したがって、中間整理で示す「GCLレポ(T+1)取引については、決済リスク削減の観点から、可能な限り、S日の早い段階で決済することを基本」の趣旨が、現行のJGBCCの決済進捗よりも早い段階で決済するところにあるとすれば、銘柄ネッティングは行えず、パターンAまたはBは選択できない。

(注)パターンCおよびDでは、手許国債を担保債券として割当てていくが、割当られた国債は、決済まで他の取引に利用できない様にロックをかける仕様とすることにより、フェイルが生じない仕組みとすることが可能。



- 担保債券の割当方法は、以下の2つが考えられる。
 - 予定ベース方式: 手許国債に加えて、受領予定国債も担保債券として割当てする方法
 - 確定ベース方式: 手許国債のみを担保債券として割当て、かつ担保債券として割当てた手許国債は決済されるまで残高をロックする方法
- 銘柄ネッティングを行うパターンAおよびBは、予定ベース方式、銘柄ネッティングを行わないパターンCおよびDは、確定ベース方式となると考えられる。その理由は以下のとおり。
 - パターンAおよびBは、銘柄ネッティングを行うところに特徴があるところ、前述のとおり、銘柄ネッティングを行う以上、フェイルは発生し得る。フェイルが発生し得る以上は、割当対象の国債を手許国債に限定する必要はなく、受領予定国債もGCLレポ(T+1)の担保債券として割当てることがネッティング効率が向上するため、望ましいと考えられる。
 - 他方で、銘柄ネッティングを行わない場合には、確定ベース案が望ましいと考えられる。理由は以下のとおり。
 - ✓ まず、GCLレポ(T+1)のスタート取引に関し、銘柄ネッティングを行わないメリットは、(事務コストや時間的な制約を除けば)GCLレポ(T+1)のスタート取引が、銘柄ネッティングの結果発生し得るフェイルを回避し得るところにある。この点、予定ベース案では、銘柄ネッティングを行わない場合であっても、フェイルする可能性がある。したがって、銘柄ネッティングを行わない場合には、確定ベース案が望ましいと考えられる。
 - ✓ なお、GCLレポ(T+0)のスタート取引は、銘柄ネッティングを行わない。

	各パターンとの関係	銘柄ネッティングする場合	銘柄ネッティングしない場合
予定ベース方式	パターンAおよびBで適当な方式	○ ネッティング効率が高い ▲ S日において、現在のJGBCC決済より早い段階での決済はできない	▲ (現行実務と同様に)フェイルが発生し得る
確定ベース方式	パターンCおよびDで適当な方式	▲ ネッティング効率が低い ▲ S日において、現在のJGBCC決済より早い段階での決済はできない	○ 担保割当後にフェイルが生じないため、決済の確実性が高い。

(○: メリット、▲: デメリット)

- 前頁のとおり、担保債券の割当方法には、予定ベース方式および確定ベース方式がある。そこで、それぞれの方式において、担保債券の銘柄および残高情報入手する方法を検討する必要がある。

(予定ベース方式)

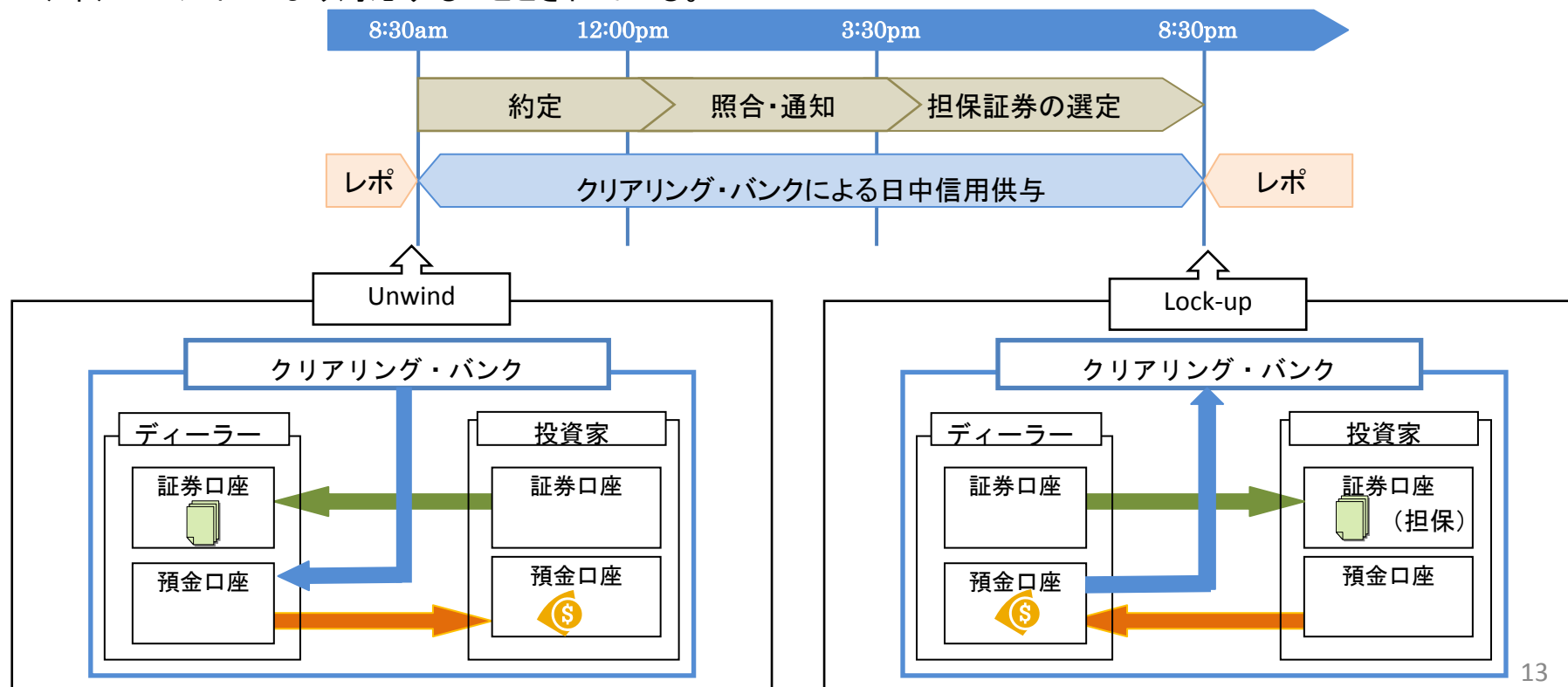
- 予定ベース方式では、手許国債に加えて、受領予定国債も担保債券として割当てることとなる。この点、受領予定国債は、担保国債の出し手でしか把握し得ない。したがって、予定ベース方式では、担保債券の銘柄および残高情報を担保債券の出し手が通知する必要がある。

(確定ベース方式)

- 確定ベース方式では、手許国債のみを担保債券として割当る。
- 手許国債は、担保債券の割当を行う時点における担保債券の出し手(資金の取り手)の国債残高情報を取得すればよいとも考えられる。しかし、S日に他の取引で引渡す国債は、担保債券の銘柄および残高情報から除く必要がある。
- したがって、確定ベース方式では、手許国債のうち、S日に他の取引で引渡す国債を除いた、担保債券の銘柄および残高情報入手する必要がある。
- イ案:アウトライトやSCLレポ等の通常使用する証券口座(以下「通常口座」)とは別に、GCLレポの決済専用の証券口座(GCLレポ用口座)を設け、GCL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い、GCL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方法
- また、手許国債を担保債券として割当て趣旨を踏まえると、担保管理サービスの担保割当の実行後、割り当てられた国債がGCLレポ取引以外に利用できない仕組みも考える必要がある。当該仕組みとしては、担保管理サービスによる担保割当から決済完了までの間、口座をロックすること(担保債券の出し手によるGCLレポ用口座の国債の振替等の操作を認めないこと)が考えられる。

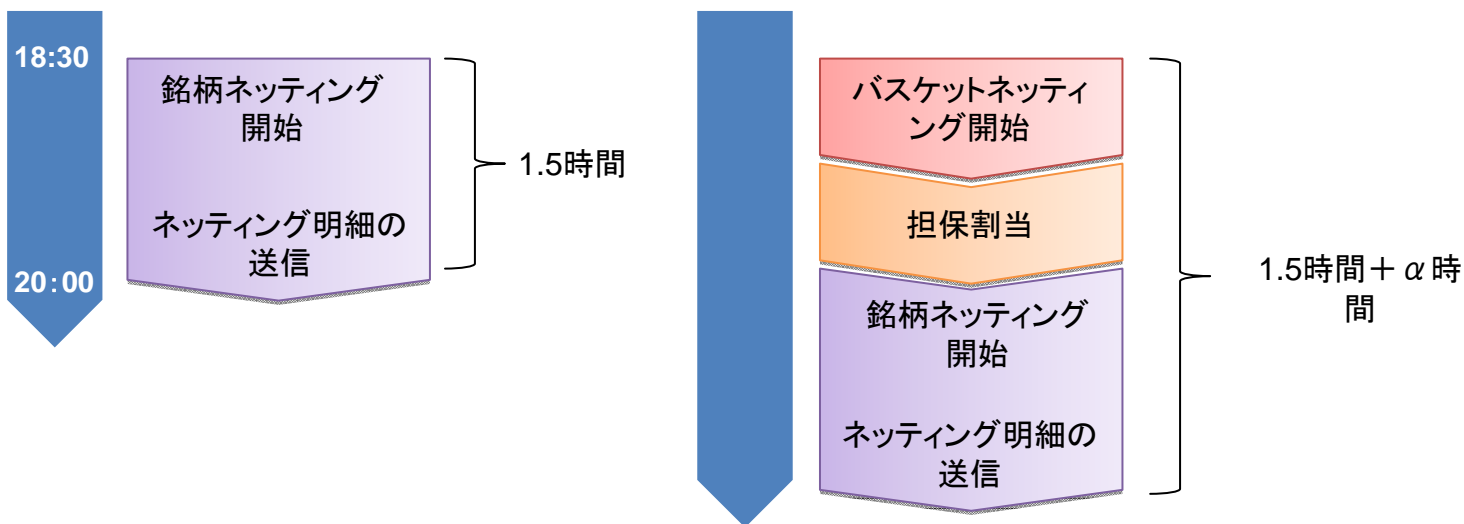
イ案	ロ案
<p style="text-align: center;">担保管理サービス</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>利用先証券口座</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; border: 1px solid black; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> 通常口座 国債 国債 </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> GCLレポ用口座 GCLレポに利用可能な国債 </div> </div> <p style="text-align: center; margin-top: 10px;">利用先のオペレーションにより GCLレポに利用可能な国債を振替</p> </div>	<p style="text-align: center;">担保管理サービス</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>利用先証券口座</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p>通常口座</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; border: 1px solid black; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> 国債 国債 </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> GCLレポに利用可能な国債 </div> </div> </div> <p style="text-align: center; margin-top: 10px;">GCL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</p> </div>
<p>● 利用先がサブスティテューションを行う必要性はロ案より低い。他方で、利用先は、GCLレポに利用可能な国債を振替えるオペレーションが必要。</p>	<p>● 利用先がGCLレポに利用可能な国債をGCLレポ口に振替えるオペレーションが不要。他方で、利用先は、日中のアウトライト決済等のため、サブスティテューションを行う必要性が出てくる可能性がある。</p>

- 米国では、以下の2つを組み合わせることで、割当て時点の保有国債＝GCLレポ利用可能国債としている。
 - ① GCLレポ(T+0)の担保割当て時点为国債振替のカットオフタイム後(Fedwire Securitiesの稼働終了後)に行うことで、保有国債が他の取引による変動が生じないこととなり、担保割当て時点における保有国債＝当該営業日の保有国債の確定残高となっている。
 - ② ①だけでは、翌営業日に他の取引に使用する国債をGCLレポの担保債券に割当てることとなるが、この点については、毎朝、Fedwire Securitiesの稼働開始前に、GCLレポ(T+0)のエンド決済を行うことにより、翌営業日に他の取引に使用する国債をGCLレポの担保債券に割当てることの不都合を回避している。
- なお、上記の②については、現在、制度改革が進められており、GCLレポ(T+0)のエンド決済は、午後3時頃に後倒しされる予定。このため、翌営業日に他の取引に使用する国債をGCLレポの担保債券に割当てた場合の対応は、サブステイテューションにより対応することとされている。



(銘柄ネッティング前の担保割当)

- パターンAまたはBのように、銘柄ネッティングの前に担保割当を行う場合には、担保割当の所要時間を勘案して、銘柄ネッティング等の開始時刻を検討する必要がある。
- これは、現在、銘柄ネッティングの開始からネッティング明細の送信まで約1.5時間要しているところ、その前工程として、GCLレポ(T+1)のスタート取引に関するバスケットネッティングと担保割当の工程が追加されるため、各参加者における決済電文の作成が必然的に遅くなることが予想されるためである。
- 当該遅れは、GCLレポ(T+1)のスタート取引を行った取引当事者のみではなく、JGBCCの清算参加者全体に影響がでることとなる。



- したがって、パターンAまたはBでは、バスケット・ネッティング処理時間を踏まえて以下の2つの方策を検討する必要がある。
- ネッティング明細の送信時刻(20時頃)を起点に、バスケットネッティングまたは開始時刻を定める方策
- ✓ 当該方策は、GCLレポ(T+1)の約定時間の制約要因となり得る。
- バスケットネッティング開始時刻を起点に、ネッティング明細の送信時刻を現行比後ずれさせる方策
- ✓ 前述のとおり、JGBCCの参加者全体に影響が生じる。

- 3-1. から3-4.の検討を踏まえると、選択肢A・Bと選択肢C・Dは、以下の点で異なる性質がある。

	選択肢A・B	選択肢C・D
銘柄ネッティングの有無	あり	なし
担保割当方法	予定ベース方式	確定ベース方式
担保割当後のフェイル可能性	あり	なし
国債残高情報の把握方法	担保の出し手からの通知	複数の案が考えられる
担保割当のタイミング	担保割当に要する時間がアウトライ ト/SCLレポの銘柄ネッティングに影響を 与える	担保割当に要する時間は、アウトライ ト/SCLレポの銘柄ネッティングには影響 なし

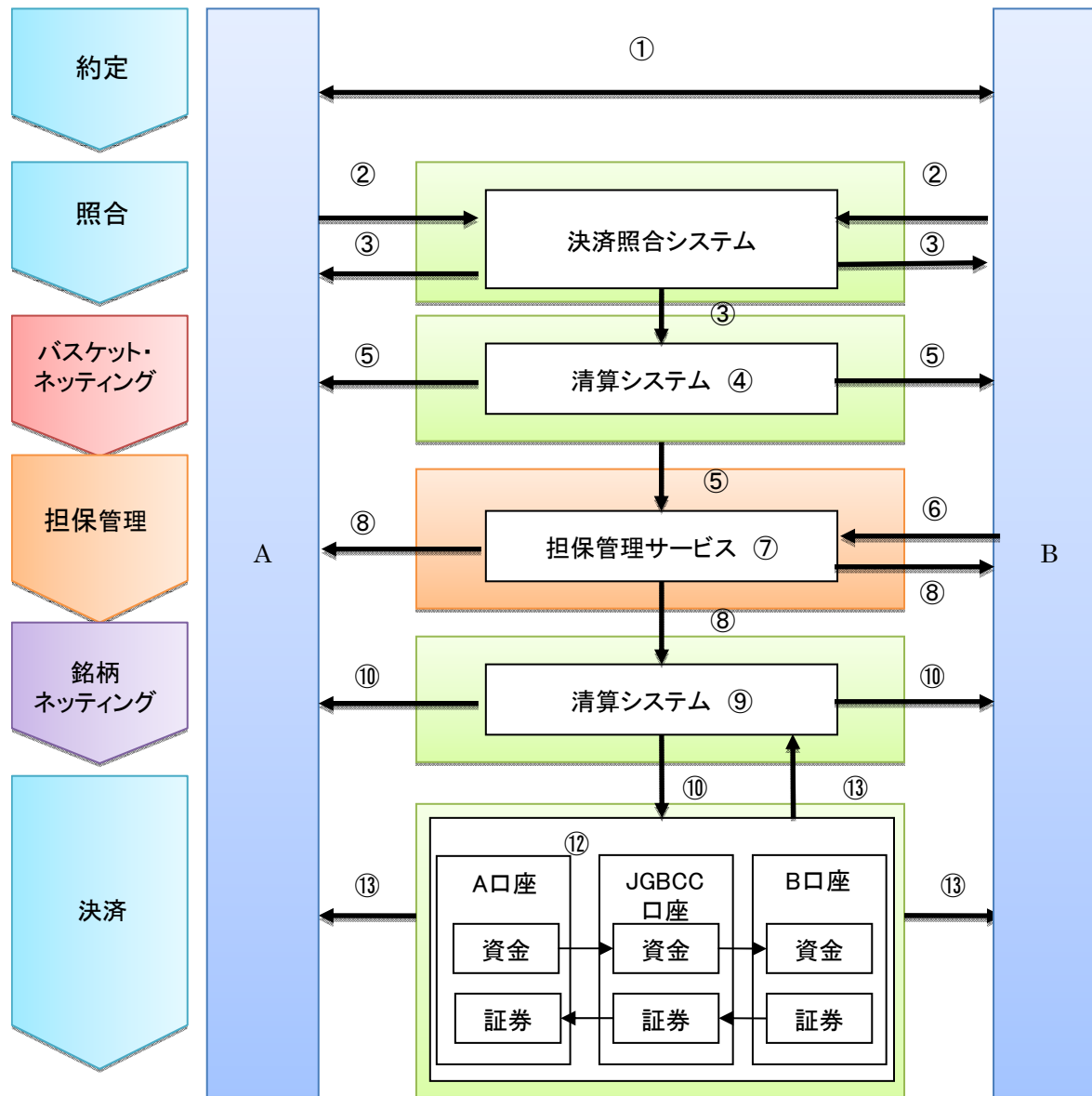
- 上記の性質を踏まえると、選択肢A・Bと選択肢C・Dは、ポストレード処理面でどちらがよいかを検討する必要。
- フロント面でも、GCLレポ取引の約定方式を受渡金額ベースを基本とし、GCLレポ取引をより資金取引として取り扱うことを考えた場合、選択肢A・Bと選択肢C・Dはどちらが望ましいかを検討する必要があるか。

参考

4. ポストレード処理概要(例)

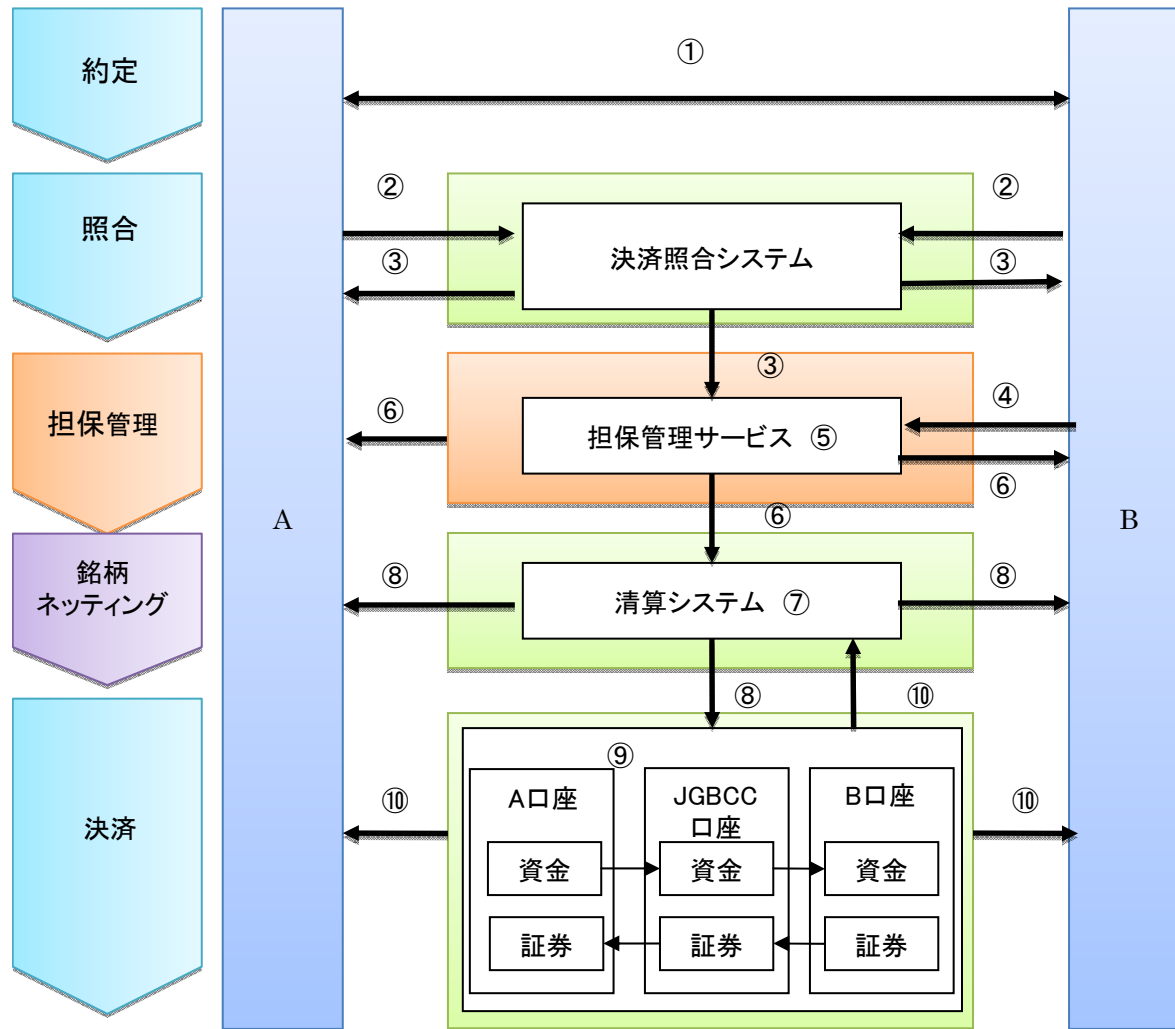
- 次頁以降では、2. で整理したポストレードの処理パターンに関して、その処理概要の例を示している。
- 当該処理概要は、検討の叩き台として、一定の仮定を設けて作成している。また、その仮定に関しては、いくつか検討すべき論点があり、それらは、前述3. で検討されている。
- したがって、論点の結論如何では、次頁以降の処理概要は変更され得るものであり、現時点では、参考である旨ご留意頂きたい。

4-1. 選択肢A



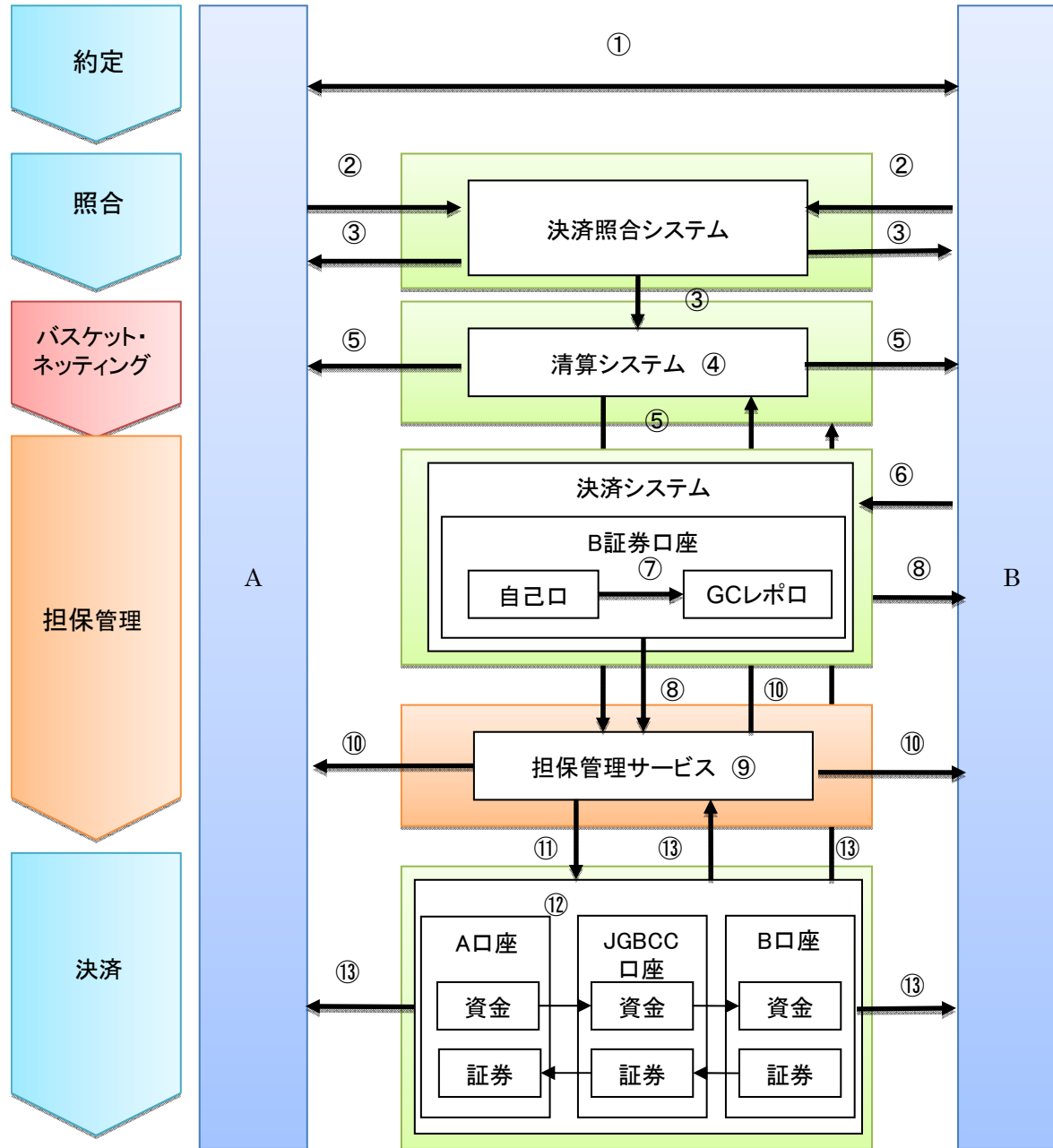
- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
- ④ JGBCCは、バスケット・ネットティングを実行する。
- ⑤ JGBCCは、バスケット・ネットティングの結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ⑥ Bは、バスケット・ネットティングの結果に基づき、担保債券の残高情報を担保管理サービスに通知する。
 —— 担保債券の残高情報の入手方法は、別のやり方がある。
- ⑦ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑧ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑨ JGBCCは、⑧により受領した売買報告データおよび他の取引に関する取引データに基づき銘柄ネットティングを実行する。
- ⑩ JGBCCは、決済システムに決済指図を送信するとともに、A、Bに通知する。
- ⑪ 決済システムは、決済を行う。
- ⑫ 決済済通知を送信する。

4-2. 選択肢B



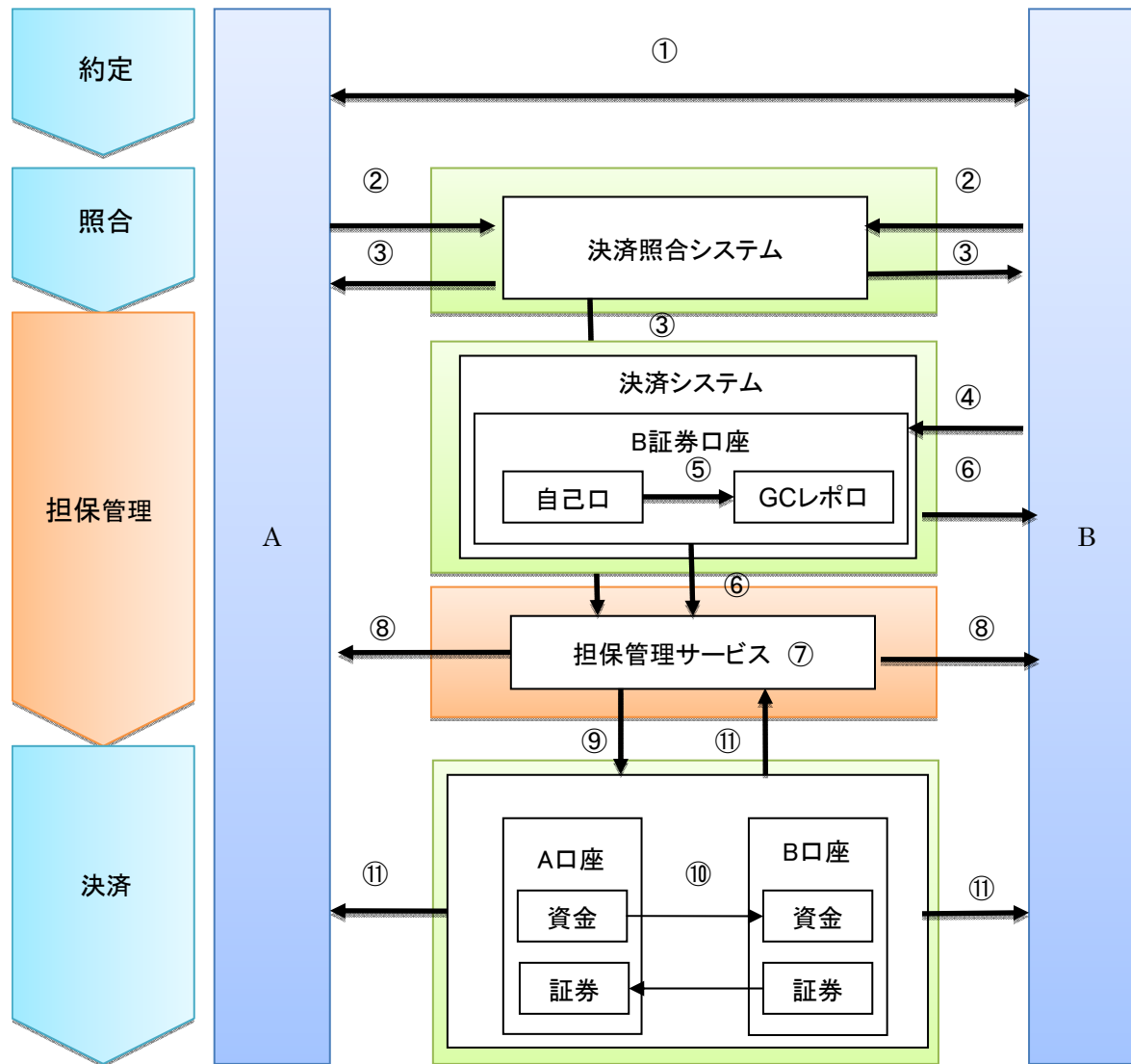
- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
—— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ④ B(資金の取り手)は、約定照合の結果に基づき、担保債券の残高情報を担保管理サービスに通知する。
—— 担保債券の残高情報の入手方法は、別のやり方がある。
- ⑤ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑥ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
—— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑦ JGBCCは、⑥により受領した売買報告データおよび他の取引に関する取引データに基づき銘柄ネッティングを実行する。
- ⑧ JGBCCは、決済システムに決済指図を送信するとともに、A、Bに通知する。
- ⑨ 決済システムは、決済を行う。
- ⑩ 決済済通知を送信する。

4-3. 選択肢C



- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
- ④ JGBCCは、バスケット・ネットティングを実行する。
- ⑤ JGBCCは、バスケット・ネットティングの結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ⑥ B(資金の取り手)は、バスケット・ネットティングの結果に基づき、担保国債について、自己口からGCLレポロへの振替依頼を行う。
- ⑦ 決済システムは、Bからの依頼に基づき振替依頼を行う。
- ⑧ 決済システムは、Bおよび担保管理サービスにGCLレポロの残高情報を通知する。
- ⑨ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑩ 担保管理サービスは、割当結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑪ 担保管理サービスは、決済システムに決済指図を送信する。
- ⑫ 決済システムは、決済を行う。
- ⑬ 決済済通知を送信する。

4-4. 選択肢D



- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ④ B(資金の取り手)は、バスケット・ネットティングの結果に基づき、担保国債について、自己口からGCLレポ口への振替依頼を行う。
- ⑤ 決済システムは、Bからの依頼に基づき振替を行う。
- ⑥ 振替結果を通知する。
- ⑦ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑧ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑨ 担保管理サービスは、決済システムに決済指図を送信する。
- ⑩ 決済システムは、決済を行う。
- ⑪ 決済済通知を送信する。

5. バスケット・ネットティング

● バスケットネットティングとは

(意義)

➤バスケットネットティングとは、米国のGCFレポのように、GCF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、バスケット種類が同一の取引の資金受渡金額をネットティングするものである。

(効果)

➤対向するGCFレポのスタート取引がある場合には、担保債券の割当後、銘柄ネットティングを行うよりも、決済量を圧縮する効果が一般的には高い。

✓ 逆に言えば、同一取引当事者間で相対するGCFレポのスタート取引がない場合(または少ない場合)には、バスケットネットティングの効果はない。

✓ バスケットネットティングは、あくまで、スタート取引のみ利用される。すなわち、ロール取引には利用できない。



(想定利用者)

➤決済日が同一のGCFレポのスタート取引に関し、対向するGCFレポのスタート取引を行う市場参加者は、ブローカーおよびディーラーである。投資家は、通常、対向するGCFレポのスタート取引を持つことは想定されない(裁定取引を行う場合を除く)。

バック分科会における論点整理に対する意見の概要

—— バック分科会（6月29日開催）で提示された論点に関し、5日時点で寄せられた意見は以下のとおり（基本的に原文のまま）。

3-1. 銘柄ネッティングの要否

- GCレポ（T+1）に関し、決済件数の削減および効率性を考えると、銘柄ネッティングを行う方がよいとの意見
 - マーケット全体を考慮すると結果的に決済件数が一番少なくなるパターンA（銘柄ネッティングがあるポストトレード処理の選択肢）が一番効率的かと思えます。
 - 銘柄ネッティングを行う方が、現行に近い形でロール取引等を効率的に実施できる。
 - 決済量を削減しマーケットの効率性を向上させるためにはGCレポ（T+1）の銘柄ネッティングは必要と考えます。また資金ネッティングのみで、銘柄ネッティングを行わないのであれば、決済量の削減効果は一定のものにとどまらざるを得ないと考えます。
 - 銘柄ネッティングを行うことのデメリットとして、GCレポ（T+1）のスタート取引が他の取引と同様にフェイルする可能性が出てくることあげられておりますが、既にマーケットにおいてはフェイル慣行の更なる定着のためにRTGSがドライが改正されており、GCレポ（T+1）も他の取引と同様に運営することが良いのではと考えます。またGCレポ（T+1）の銘柄ネッティングを行うことで、マーケット全体のフェイル発生率が上昇するとも言えないのではないかと考えます。
 - フェイルの可能性は排除できないが、22年11月のフェイル慣行見直し後の状況を踏まえると、現行のフェイル発生状況は、許容できる範囲と考える。
- GCレポ（T+1）に関し、銘柄ネッティングを行う必要はないとの意見
 - GCレポ（T+1）のスタート取引は、銘柄ネッティングの必要はないと思料。
 - GCレポは元々フェイルの可能性が低いため、アウトライト等のJGBCC決済と銘柄ネッティングを行わなくても、S日当日早い時間に決済が可能と思われる。なお、GCレポ（T+1）のスタート取引の担保割当については担保国債の出し手側から割当可能銘柄を指定できる仕組みの導入を検討いただきたい。

3-2. 担保割当方法

- 予定ベースは、新発債を含め、受領予定銘柄も担保債券として割当てられネットィング効率が向上するメリットがあることを指摘する意見
 - 確定ベース方式は、現行のGCレポ取引の実際とそぐわない点（新発債または購入したばかりの債券が担保に使えない・ロール取引ができない・手許国債に担保が限定されるため必ずしも担保の本数＝決済数を少なくできるとは限らない）があり、フェイルの回避・決済タイミングの繰上げに重点を置き過ぎていると思われる。
 - 「予定ベース方式」は、受領予定銘柄も担保債券として割当てられネットィング効率が向上するメリットがある。
 - 「確定ベース方式」には、GCレポ（T+1）の約定が手持ち国債の約定に限られ、S日にファンディングが残る。
 - マーケットの効率性向上のためには受領予定国債も割り当てる予定ベース方式が望ましいと考えます。
 - バック部門としては確定ベース方式の方がオペレーションしやすいと考えられるが、やはり受領予定分も加味した担保管理は必須と考えられる。
- 確定ベースは、担保割当後にフェイルの発生がないというメリットがあることを指摘する意見
 - 「確定ベース方式」には、担保割当後にフェイルの発生がないというメリットがある。一方GCレポ（T+1）の約定が手持ち国債の約定に限られ、S日にファンディングが残る。

3-3. 国債残高情報の把握方法

- 予定ベース方式は、担保債券の出し手が銘柄および残高情報を通知する必要があるとの論点整理には特段異論はなかった。
- 確定ベース方式は、S-1日の時点で残高を確定し、加えてロックをかけてしまう仕組みは、フロントサイドにおいては使い勝手の悪いものにならないかと懸念する意見があった。
 - 「予定ベース方式」には、担保債券の出し手が銘柄および残高情報を通知する必要、「確定ベース方式」イ案GCレポ口を使用する案には、自己口からGCレポ口に振替を行う必要、ロ案では、サブституーションを行う必要があり、事務の手間を考慮すれば、一長一短がある。
 - 予定ベース方式を前提とした国債残高情報の把握方法が望ましいと考えます。S-1日において実効性の高い担保割当を行う必要はありますが、S-1日の時点の残高で確定をし、加えてロックをかけてしまう仕組みはフロントサイドにおいては使い勝手の悪いものにならないか。
 - GCレポの担保債券に割当られた国債が他の取引で必要となった場合に、サ

ブスティテューションを行う方法（口案）は事務負担、時間的制約等から考えて難易度が高いと思われます。

3-4. 担保割当のタイミグ

- 銘柄ネッティングの開始時刻となる債務引受時限は、現行の18時半を維持することが適当とする意見
 - ネッティング明細等の送信を当日中に行うことを前提にすれば、現行システムにおいては、ネッティング明細の送信時刻（20時頃）を起点にバスケットネッティングまたは開始時刻を定める方が妥当と考えます。
 - 銘柄ネッティングの開始からネッティング明細の送信まで約1.5時間は必要なので銘柄ネッティングの開始は18:30となり、それ以前の時間帯にバスケットネッティングと担保割当作業を行う必要があります。
 - 現状の18:30の時限維持を希望。バックセクションとしては現状の体制の枠組みで対応できる範囲のタイムスケジュールを希望する。
 - バック業務としては、銘柄割当により取引の銘柄が特定出来るため、この時点をあまり遅い時間にしたくない。GCレポ（T+1）の約定時間の制約要因としないようにさらに詳細な検討が必要。
 - JGBCCの債務引き受けのタイミグ（6時半）までに担保管理（割当）の処理が終了することを前提と考え逆算した時間までにGCレポを約定することが取引する上での前提となるのではないか。
- ネッティング明細を待つ事務フローではないため、約定時間の制約となる前倒しよりも後ずれさせることがよいとする意見
 - 現在もネッティング明細を待つ事務フローではないので、銘柄ネッティングからネッティング明細の送信までの1.5時間にこだわる必要はなく、約定時間の制約となる前倒し案より、後ずれさせる方がよいと考える。

3-5. 選択肢A・Bと選択肢C・Dの評価

- 選択肢A・Bがよいとする意見
 - 選択肢A・B案においては、決済件数の圧縮効果と約定の柔軟性が期待できる。
- 選択肢C・Dがよいとする意見
 - GCレポを資金取引として考えた場合は、アウトライト、SCレポと別建てにする選択肢C・D案にメリットがある。

- 弊社の現在の検討状況としては、ポストトレード処理面で選択肢 C・D がよいと考えている。今後フロントサイドと十分検討したい。
- また、アウトライト T+1 化後の GC レポ (T+1) の取扱いに関しては、現状の GC レポの取引日別のシェアやロールオーバー取引のボリュームを議論し、市場全体や必要性を議論しないと判断が難しいとの意見があった。
 - 対応要否について検討するにあたり、現状の GC レポの取引日別のシェアやロールオーバー取引のボリュームについて具体的な数字をもとにした議論はできないか？
 - さらに、今後の決済期間短縮化 (T+2→T+1) や、有託取引にかかる信託銀行の JGBCC 参加等の変動要素も加味した予想値をもとに議論をしないと、自社のニーズはコメントできるものの、市場全体としての有効性や必要性について判断が難しい。
 - 分科会内でも出ておりましたが、今一度 T+0 GC レポ (乃至 T+0 SC) の件数イメージを広くヒアリングしては如何でしょうか。銘柄ネットtingの要否等ほどの程度の取引が T+0 へ集まりそうか、のイメージができていた方がより有効に検討ができると考えております。
- さらに、国債取引の安定性確保、短期資金取引活性化の観点で、GC レポ取引は、T+0 (担保割当は確定ベース、銘柄ネットtingなし) の環境整備を中心に考えてはどうかとの意見もあった。
 - 国債取引の安定性確保、短期資金取引活性化の観点で、GC レポ取引は、T+0 (担保割当は確定ベース、銘柄ネットtingなし) の環境整備を中心に考えてはどうか
 - ✓ 国債市場の国際競争力確保の観点では、アウトライト / SC レポ取引に制約を生じさせる、又は、ポストトレード事務の負荷が極端に増大するスキームは望ましくない。
 - ✓ GC 取引の中心時間は引け前後が想定されるが、GC レポ取引を T+1 中心に行う場合、ファンド毎の運用金額割振り、セルサイドからの担保予定残高情報の把握、担保割当・照合、ネットting等の一連のポストトレード処理を短時間で行うことは困難であり、フロントおよびバック業務の終了時限が現状より大幅に後倒しとなる懸念がある。
 - ✓ セルサイドである当社としては、S日朝の在庫見込額をもとに、当日決済分のフェイルの影響を適宜調整しつつGC レポ取引を行い、アウトライト / SC レポの大方の決済が終了した時点 (又はカットオフタイム) で確定残高を特定し一気に担保割当・決済を行う、方式② (欧米式) タイプのGC レポの環境整備を目指すことが望ましいと考える。
 - 一方、ファンディングや資金運用の大枠を早めに固めるニーズも相応にある

と考えられるため、T+1のGCLレポ取引を金額のみの仮約定（いわゆる「握り」）とし、その後のプロセスを翌日のT+0GCLレポ取引に含めて処理する方法について、検討してはどうか。

- ✓ なお、T+1GCLレポ取引をアウトライト／SCLレポ取引同様にJGBCC利用とし、銘柄ネットtingのメリットを享受するニーズも考えられる（GCLのルールで物価連動国債等を常に割当可能なケース等）。この場合、取引当事者間の合意により、現行実務の延長線上（方式①）で対応することは可能であり、アドオンのように検討できないか。
- このように当社としては、欧米型のT+0GCLレポ取引の基盤および環境整備を今後の検討の中心とすることが望ましいと考えているが、論点整理メモで提示された論点と評価について、フロント分科会でも十分議論いただくことが望ましい。
- T+0GCLレポ取引におけるバスケットネットtingは、S日にGCLレポの調整取引が業者間で活発化する等の市場ニーズがあれば導入検討することによってどうか。（フロント分科会で検討）

	T+1GCLレポ取引			T+0GCLレポ取引
	あり	なし(相対)	なし	
JGBCCにおける銘柄ネットting	あり	なし(相対)	なし	
担保割当	銘柄ネットting前	T日中	DVP決済前	
残高情報把握	予定	予定	担保割当時は確定 (S日早い時間は当日の在庫見込額を踏まえた金額約定は可能)	
フェイル可能性	あり	あり	なし (S日早い時間の在庫見込額を踏まえた金額約定分にフェイル等があった際は、反対取引等で調整)	
選択肢	A、B (必要性検討)	現行方式	C、D (T日は約定のみ)	C、D

● 加えて、以下のような提案もあった。

- バック分科会での検討において、専らT+1レポについての整理と検討が行われていますが、これは「マーケットの基本はT+0レポ」であるということ念頭において、追加的に検討されているという理解でよろしいでしょうか。
- その場合において、T+1レポとT+0レポを一体として考えることも検討してはいかがでしょうか。GCLレポはS日夕方からS+1日（もしくはそれ以降の日）までのファンディングを目的としていることにおいて、約定のタイミングがT+1でもT+0でも同様であると考えています。

- アウトライトT+1の世界では「GCは基本決済サイクルT+0で約定され、T+1のGCは「T+0の予約」と考える」といったような整理にすることは出来ないかと考えています。この場合、T+1レポはT日には担保債券は確定せず、S日当日にT+0レポ取引と共に”バスケットネットティング→担保管理→銘柄ネットティング→決済”という流れになります。
- 現状の決済終了時点がお昼過ぎであることを考慮すると、バスケットネットティング以下の作業は午後から夕方になりますが、各参加者の国債残高が確定した後であることから、米国の例に近く、スムーズな担保確定や決済が可能であると考えます。

以 上

アウトライトT+1下でレポ信託が行うGCレポの約定（暫定稿）

—— 本資料は、アウトライトT+1下のレポ信託におけるGCレポの約定等のあり方を検討するに当たっての暫定的な討議資料です。

（レポ信託の特徴と約定）

- レポ信託は、SCレポにより調達した資金をGCレポで運用する、所謂スプレッド取引を主に行っており、SCレポ約定後、GCレポの約定も行うことにより、品貸料相当のスプレッドを確定している（ただし、SCレポのマージンコール用資金は除く）。
 - 他方で、メガバンク等は、預金、コールマーケット、日銀オペによる手許資金をGCレポなど様々な市場で運用しているため、SCレポによる調達額とGCレポの運用額に明確な紐付けはないとみられる。
- この点、速やかなスプレッドの確定のため、SCレポの約定と並行してGCレポの約定の仮決め等を行っているとしても、実際の約定については、あくまでSCレポ取引を終え、受渡金額の確定後、初めてGCレポの正式な約定を行うとの理解でよいか。
 - なお、SCレポがターム物中心、GCレポが翌日物中心である場合には、GCレポのロールオーバー分については、SCレポの約定を踏まえる必要はなく、速やかに約定が可能との理解でよいか。

（レポ信託が行うGCレポ（T+1）の約定時間帯）

SCレポの約定時間帯との関係

- 上記の議論を踏まえると、アウトライトT+1下でのSCレポの約定時間帯がどうなるかが、レポ信託におけるGCレポ（T+1）の正式な約定時間帯を左右する大きなポイントか（SCレポの約定時間帯が、GCレポ（T+1）の約定時間帯の決定要因の一つとなる）。
- すなわち、アウトライトT+1下において、SCレポが午後の遅い時間帯まで行われる場合、SCレポ取引における受渡金額の確定時刻やGCレポ（T+1）の正式な約定時間も遅くなるとの認識でよいか。
 - フロント分科会の中間整理では、アウトライトは、S-1日の午前～夕刻、SCレポは午後～夕刻とされている（中間整理の図表2参照）。

- SCレポの約定時間帯は、セルサイドは、主としてアウトライト取引のショートカバーを目的としていることから、アウトライト取引の主要な約定時間帯より遅い時間帯に取引が行われると想定（現状のアウトライトT+3下でも、アウトライトの主要な約定時間帯はS-3日の午前中から午後の早い時間帯、SCレポの主要な約定時間帯はS-3日の午後となっているが、アウトライトとSCレポの前後関係は、アウトライトT+1化後も基本的には変化しないとの想定でよいか）。
- したがって、GCレポ（T+1）の主要な約定時間帯は、午後から夕刻の遅い時間帯となることが予想される。特に、レポ信託が行うGCレポ（T+1）は、SCレポの受渡金額確定後となるため、夕刻の遅い時間帯になるか。

銘柄ネッティング

- 他方、GCレポ（T+1）に関し、銘柄ネッティングを行う場合には、銘柄ネッティングを開始する時限もGCレポ（T+1）の約定時限の制約要因となり得るか。すなわち、GCレポ（T+1）に関し銘柄ネッティングを行う以上は、銘柄ネッティングを開始する前にGCレポ（T+1）の約定から照合、担保割当を終了させ、各GCレポ（T+1）の取引に係る国債の明細を確定しておく必要があるとの理解でよいか。
 - なお、銘柄ネッティングの開始時刻は、フロント分科会の間中整理では、現行どおり、S-1日の18:30を想定。当該時刻の後倒しについては、労務管理やシステムの制約、システム障害時のリカバリータイム等を考慮すると、慎重に検討すべきとの声が多い。

担保割当まで終了しなかったGCレポのポストレード処理上の取扱い

- スプレッド取引においては、スプレッドを確定した上で取引を行うものの、GCレポ取引において、正式な約定や担保割当をSCレポ取引と同日のS-1日中に行うことが難しいことが考えられる。この場合には、アウトライトT+2下における「S-2日において、取引額等を実質的に決め、その翌営業日（S+1日）に正式に約定するGCレポ」^(注)と同様に、アウトライトT+1下でも、S日に正式に約定を行うGCレポが相応に残るとの理解でよいか。
 - （注）仮約定とか握りと言われているGCレポ
 - このようなGCレポは、GCレポ（T+1）ではなく、GCレポ（T+0）として取り扱われ、銘柄ネッティングの対象とはならない。

(今後の検討の方向性)

- 上記の想定を踏まえると、GCレポの大宗をGCレポ(T+1)で行うことを前提とせず、市場環境により、GCレポ(T+0)の取引が相応に行われることを前提に、T+0取引が円滑に行える環境を検討することが必要か。
 - なお、前述のとおり、S-1日に約定する(取引額とレートを実質的に決める)GCレポは、ポストトレード処理の観点では、GCレポ(T+0)として取り扱うことを想定している。

- SCレポの約定時間帯はS-1日の午後夕刻から前倒しは困難か。
 - 前述のとおり、SCレポは、主としてアウトライト取引のショートカバーを目的としていることから、アウトライト取引の主要な約定時間帯より遅い時間帯に主に取引されると考えられる。市場環境次第では、S-1日午後もアウトライト取引が活発に行われる可能性もあることを踏まえるとSCレポの約定時間帯のS-1日午後の早い時間帯などへの前倒しは困難で、場合によりS日にもSCレポ取引が行われることを想定すべきか。

- SCレポの約定締結後、GCレポでの運用予定額確定までの時間の大幅な短縮は困難か。
 - アウトライトT+2下では、SCレポの約定(約定時間帯の最終刻限)とGCレポの約定(約定時間帯の最終刻限)は、1営業日のラグがあるとみられる。これに対し、アウトライトT+1下では、SCレポの約定の終了からGCレポの約定の終了まで数時間しかなく、この間に受渡金額を確定し、全てのGCレポの約定を終えることは難しいか。

- さらに、全てのGCレポ市場での運用予定額について、約定から担保割当、国債明細の確定までS-1日の夕刻の短時間に行うのは困難か。
 - レポ信託が行うGCレポでは、約定から担保割当までの間にファンド単位での約定照合を信託銀行が行うことが想定されるケースがある(前回フロント分科会での方式Ⅱ)。当該ケースでは、ファンド単位での約定金額の割振りから照合を迅速に行う必要。
 - さらに、担保割当サービスにおいても、担保割当の処理を迅速に行う必要。

- S-1日にGCレポの約定から国債明細の確定を行うために、銘柄ネット
ィングの開始時刻を後ずらしし、S-1日夕刻から夜まで約定時間を確保
する選択肢は困難か。
 - 仮に後倒しする場合にも、労務管理やシステムの制約、システム障害
時のリカバリータイム等の問題はないかを確認する必要。

- 取引の相手方（セルサイド）が、市場環境に拘らず、GCレポの大宗の取
引をT+1で行うことを前提とすることは困難か。
 - 取引の相手方の取引意向にもよるが、在庫ファイナンスのためGCレ
ポを行う場合には、取引の相手方（セルサイド）は、在庫玉の管理が
S-1日にできている必要がある。この点、市場環境に拘らず、セル
サイドがS-1日中の短期間に在庫ファイナンスの大宗を行うこと
は、取引や市場の安定性の観点からも難しいか。
 - GCレポ(T+1)で在庫ファイナンスの大宗を行うためには、
リアルタイムに近い形で在庫玉の管理ができていることが必要
となる可能性（こうした管理が可能かは、セルサイドにも確認が
必要）。

以 上

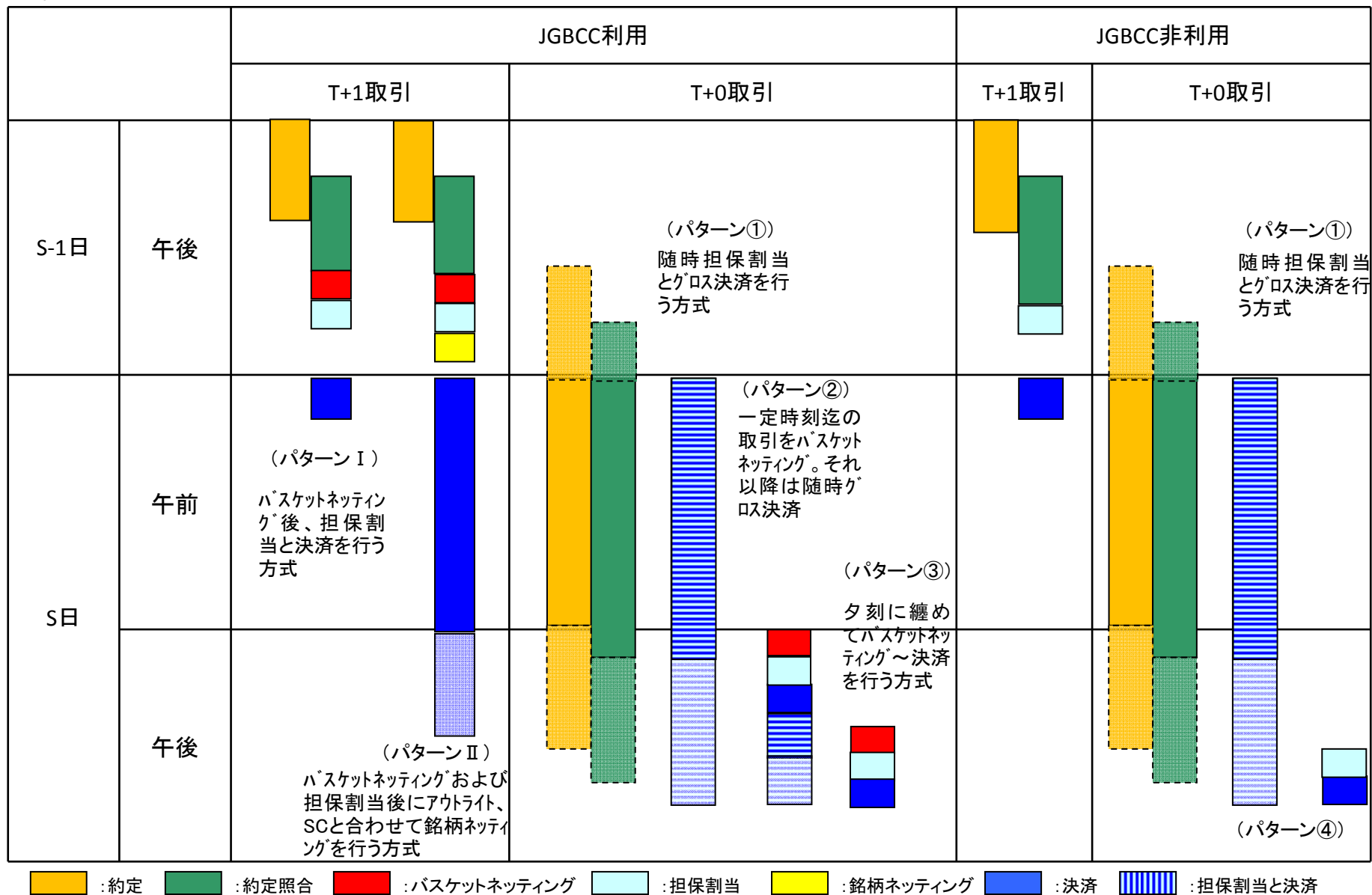
市場基盤のイメージおよび論点整理②

目次

1. 中間整理で示された決済スケジュール
 2. 決済スケジュールに関する論点
 3. 評価等
 4. GCLレポのタイムスケジュールのイメージ(案)
- (参考)
5. ポストトレード処理概要

1-1. 中間整理で示されたGCLレポのタイムスケジュールのイメージ

- 中間整理の参考資料③で示されたGCLレポ(T+1)およびGCLレポ(T+0)のタイムスケジュールのイメージは以下のとおり。



1-2. 中間整理で示されたGCLレポのタイムスケジュール

(取引中心時間帯)

●GCLレポ取引は、S日午後の取引も可能としつつ、S-1日夕刻～S日午前の取引が中心となることを基本として、検討を行うこととする。

- 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、SC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ことを前提に、今後の検討を行うこととする。
- なお、信託銀行からは、現行と同様に有担保コールによる余資運用を前提とした場合には、GCLレポ(T+0取引)についてフェイル確定時限(14:00)の後倒しは難しいとの意見が出された。
- この他、上記認識の下でも、取引可能時間帯については、可能な限り制約を加えるべきでないとする意見や、取引の中心時間帯を想定するにあたっては、日銀オペのタイムスケジュールとの関係も考慮に入れるべきとの意見もみられ、こうした点も踏まえつつ、検討を行う。

(約定照合時限)

●方式②の下でのGCLレポ取引の約定照合は、日中随時行うことを基本として、検討を行う。また、最終的な照合時限は、S日の夕刻(15～18時のうち早い時間帯)を念頭におきつつ、具体的な時限や、市場慣行として時限を定める必要があるか否かは、引続き検討を行うこととする。

- 方式②の下でのGCLレポ取引の最終的な約定照合の時限については、15時～18時と想定することで問題ないとする意見が多くみられた。
- ただし、GCLレポ取引の大方の約定はS日の午前中までに終了していることやポスト・トレード処理の時間的制約を考慮すると、大方の取引の約定照合が15時より前(例えば12時頃)に完了する他、最終的な約定照合時限も可能な限り早い時間帯(例えば15時前後)に設定することが適当との意見が相応にみられた。
- 信託銀行からは、ファンドの余資運用を踏まえると、午後の早い時間帯(14時頃)までに約定照合が行われる必要との意見が出された。
- なお、日銀ネットの稼働時間(国債系:16時半まで)の後ろ倒しについても検討する必要があるとの意見が相応にみられたが、この点は、2015年稼働開始予定の新日銀ネットにおいて、稼働時間の変更が可能となるため、(アウトライトT+1化の実現時期次第ではあるものの、)当面、検討における制約条件とは考えないこととする。

2-1. 検討の視点

- フロントの視点からみたGCレポのタイムスケジュールは、1-2. のとおりである。
- 2. では、主として日中の玉繰りまたは資金繰り等、円滑に決済を行う観点から、GCレポ(T+0)のスタート決済のスケジュールを検討する。
- 検討の視点として、以下の3点から検討する。
 - ① 資金の出し手側の視点
 - ② 資金の取り手側の視点
 - ③ 決済リスク削減の視点

2-2. 資金の出し手側の視点

- 資金の出し手側の視点に立つと、GCLレポ(T+0)のスタート決済のスケジュールを検討する際に重要な点は、以下のとおり。
 - 日中の資金繰りが円滑に行えること
 - 確実に資金運用できること
 - 経理・記帳等に要する時間を確保できること

(日中の資金繰りが円滑に行えること)

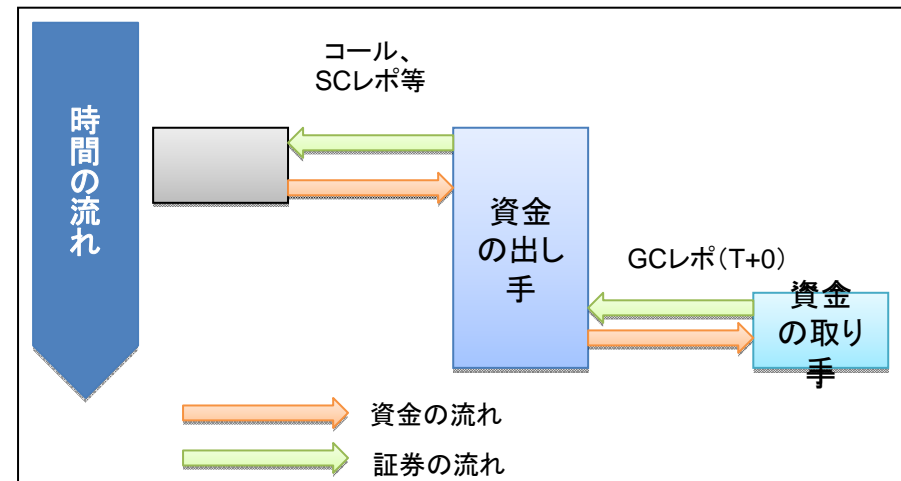
- S日に返済または入金された資金をGCLレポ(T+0)で運用する場合には、まず、返済または入金された後に、GCLレポ(T+0)のスタート決済を行う必要がある^(注)。

(注)GCLレポ(T+0)のスタート取引で得る担保国債をITC等で担保差入することにより、GCLレポ(T+0)のスタート決済に必要な資金を調達することも考えられる。ただし、ヘアカット分の資金調達は別途必要。

- この点、S日に返済または入金にかかる取引の例としては、以下のものがある。

- コール取引: 期日返済は午前10時まで
- アウトライト決済およびSCLレポのスタート決済: 主に午前中

- 以上を踏まえると、日中の資金繰りの観点からは、GCLレポ(T+0)のスタート決済は、S日に返済または入金にかかる取引の決済がある程度進捗した午前10時以降がよいか。



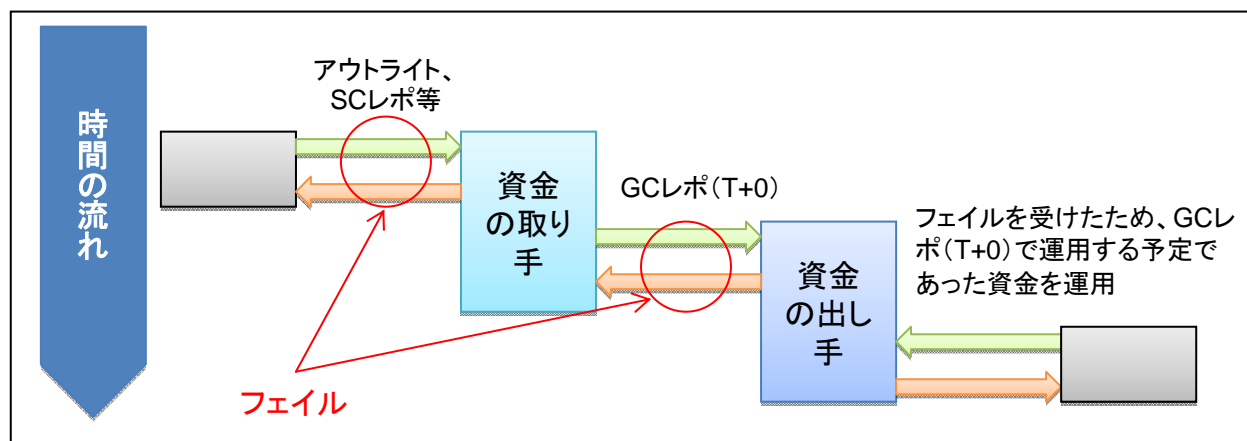
2-2. 続き

(確実に資金運用ができること)

- 資金の取り手がアウトライト／SCLレポの決済等でフェイルを受けた場合には、GCLレポ(T+0)の担保国債が不足し、資金の出し手は、GCLレポ(T+0)のスタート取引でフェイルを受ける可能性が出てくる^(注)。

(注) 当該可能性の蓋然性は、フロント分科会で別途議論する必要。

- この場合、資金の出し手のなかには、別途、資金運用の方法を検討する必要がある者もいる。このため、GCLレポ(T+0)のスタート取引のフェイルが判明した後、別途、代替する資金運用を行う市場が開いていることが必要。
- したがって、確実に資金運用を行う観点からは、資金運用を行う市場が閉まる午後の遅い時間帯にGCLレポ(T+0)のスタート決済が行われるのは、資金の出し手からは不都合が生じることがある。



(経理・記帳等に要する時間を確保できること)

- GCLレポ(T+0)のスタート決済が終了した後、当該決済に関する経理・記帳等の処理を行うこととなる。このため、GCLレポ(T+0)のスタート決済がタ刻遅いタイミングで行われた場合には、当該経理・記帳等の処理時刻が遅くなることとなる。
- したがって、経理・記帳等に要する時間を確保する観点からは、GCLレポ(T+0)のスタート決済は、あまりに遅い時間帯でないことが望ましい。
- なお、当該観点は、資金の取り手側も同じと考えられる。

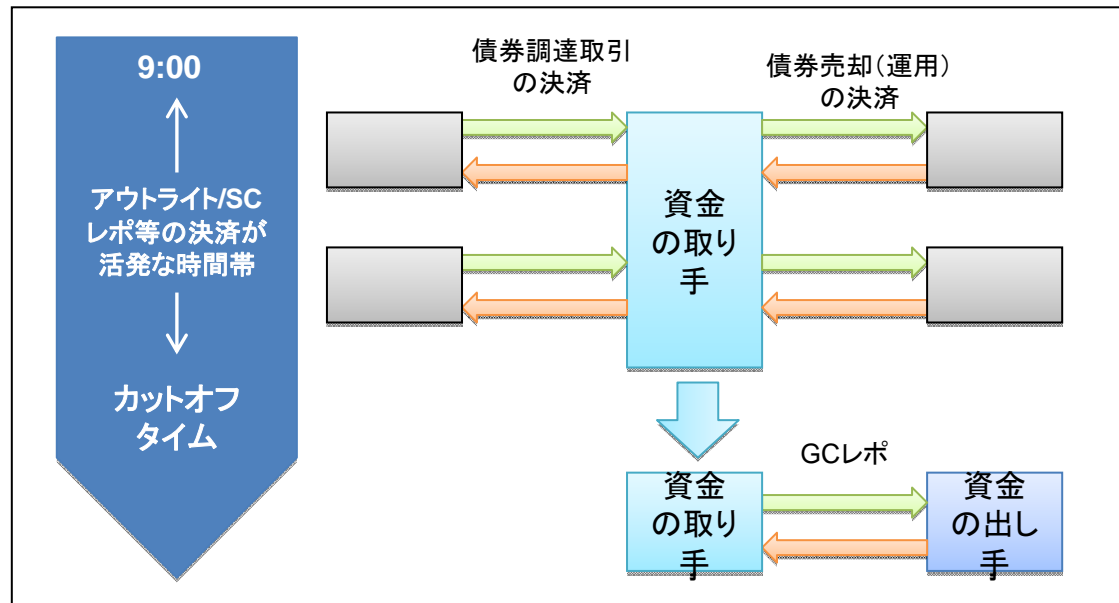
2-3. 資金の取り手側の視点

- 資金の取り手(担保債券の出し手)側の視点に立つと、GCLレポ(T+0)のスタート決済のスケジュールを検討する際に重要な点は、以下のとおり。
 - 日中の玉繰りが円滑に行えること
 - S日に約定したGCLレポ(T+0)の決済が円滑に行えること
 - 決済のための流動性負担が抑えられること
 - 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

(日中の玉繰りが円滑に行えること)

- GCLレポ(T+0)の担保国債は、前回資料(「市場基盤のイメージおよび論点整理」)の3-2. および3-3. のとおり、手許国債のうち、S日に他の取引で引渡す国債を除いたものである。
- また、GCLレポ(T+0)の担保国債には、アウトライト決済やレポのエンド決済等で受領した玉をGCLレポ(T+0)の担保国債として割当できる必要がある。この点、前回資料の3-3. のとおり、GCLレポ(T+0)の担保割当は、割當時点で資金の取り手が保有している国債であることから、アウトライト決済やレポのエンド決済等が行われている時間帯で全てのGCLレポ(T+0)のスタート決済を行うことは難しいといえる。
- さらに、GCLレポ(T+0)のスタート決済を行う際に、前回資料の3-3. のとおり、資金の取り手側の証券口座にロックをかける場合には、ロックされている間、アウトライト決済やレポのエンド決済等ができないため、それらの決済に支障がでないようにする必要がある。
- したがって、アウトライト決済やレポのエンド決済等が行われるのは、主として午前9時からカットオフタイムである14時であることを踏まえると、日中の玉繰りが円滑に行えるかという視点からは、GCLレポ(T+0)のスタート決済は、S日の遅い時間帯(カットオフタイム後)がよいこととなる。

2-3. 続き



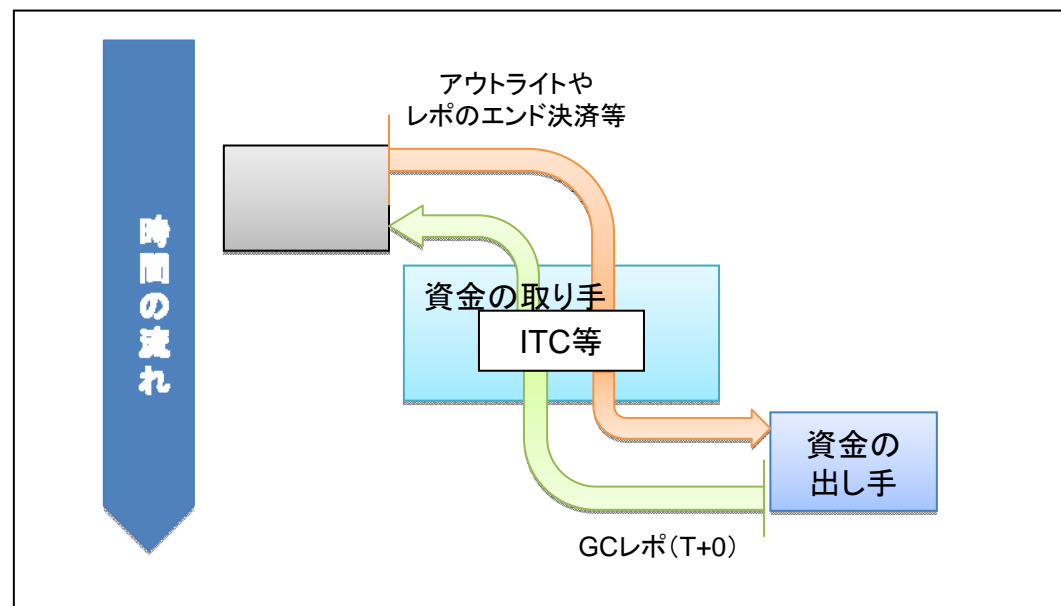
(S日に約定したGCLレポ(T+0)の決済が円滑に行えること)

- 次に、当然ではあるが、S日に約定したGCLレポ(T+0)の決済が円滑に行われるかという視点も重要である。すなわち、GCLレポ(T+0)の約定時間帯後にもGCLレポ(T+0)のスタート決済が行われる必要がある。
- したがって、S日のGCLレポ(T+0)の約定時間帯にもよるが、S日午後にGCLレポ(T+0)を決済できる必要がある。

2-3. 続き

(決済のための流動性負担が抑えられること)

- S日に受領する国債をGCLレポ(T+0)の担保国債として割当る場合には、国債を受領する決済(アウトライト決済やレポのエンド決済等)とGCLレポ(T+0)のスタート決済との間で大きな流動性負担が発生しないことが必要。
- この点、国債を受領する決済において、ITC等を利用することが考えられるため、ITCのカットオフタイム(現在、通常日で16時30分)の前にはGCLレポ(T+0)レポのスタート決済を行う必要がある。



2-3. 続き

(フェイル等の結果、担保国債が不足する場合の対応ができること)

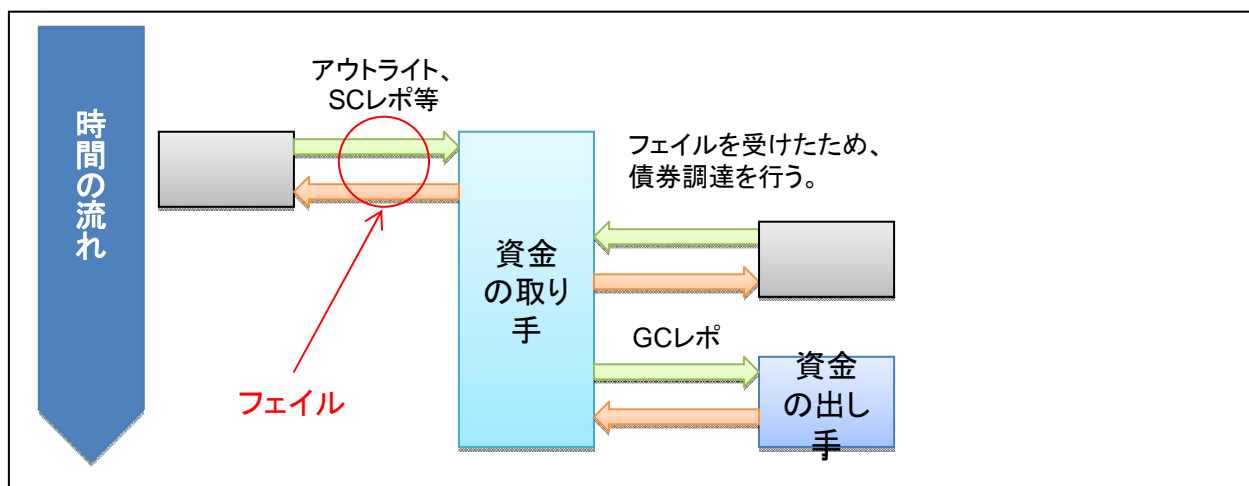
- 2-2. で挙げたとおり、アウトライト／SCレポの決済等でフェイルが生じた場合には、GCLレポ(T+0)の担保国債が不足する可能性^(注)が出てくる。

(注) 当該可能性の蓋然性は、フロント分科会で別途議論する必要。

- この場合、資金の取り手は、GCLレポ(T+0)等により債券調達(資金運用)を行うニーズが出てくる可能性がある^(注1)。また、その際には、債券調達の取引を決済し、担保国債を調達した後、当初のGCLレポ(T+0)のスタート決済を行う必要があるため、GCLレポ(T+0)のスタート決済を2回行う必要が出てくることも考えられる^(注2)。
- したがって、GCLレポ(T+0)のスタート決済を一日1回夕刻に行うことは不都合が生じる恐れ。

(注1) GCLレポ(T+0)の担保国債が不足する場合には、米国のGCFレポのように現金担保が認められるのであれば、現金を担保として差入れることで担保国債の不足を解消することが可能となる。

(注2) 別の選択肢としては、バスケット・ネットィングを行うことにより、GCLレポ(T+0)のスタート決済を1回とすることも考えられる。



2-4. 決済リスク削減の視点

- 決済リスク削減の視点では、GCLレポ(T+0)のスタート決済のスケジュールを検討する際に重要な点は、以下のとおり。
 - RTGS決済
 - システム障害時等、異例事態対応

(RTGS決済との関係)

- システミックリスク削減の観点から、2001年に国債決済は時点ネット決済からRTGS化されており、国債決済は、各指図毎に決済可能なものから、1件ずつ朝から行われている。
- GCLレポ(T+0)についても、システミックリスクの削減にも配慮すべき点は、他の国債決済と同等であることから、GCLレポ(T+0)のスタート決済についても、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いのではないか。

(システム障害時、異例時対応)

- システム障害時や異例時対応を踏まえると、あまり遅い時間帯に決済を行うことはリカバリー時間がなくなるため、望ましくないのではないか。

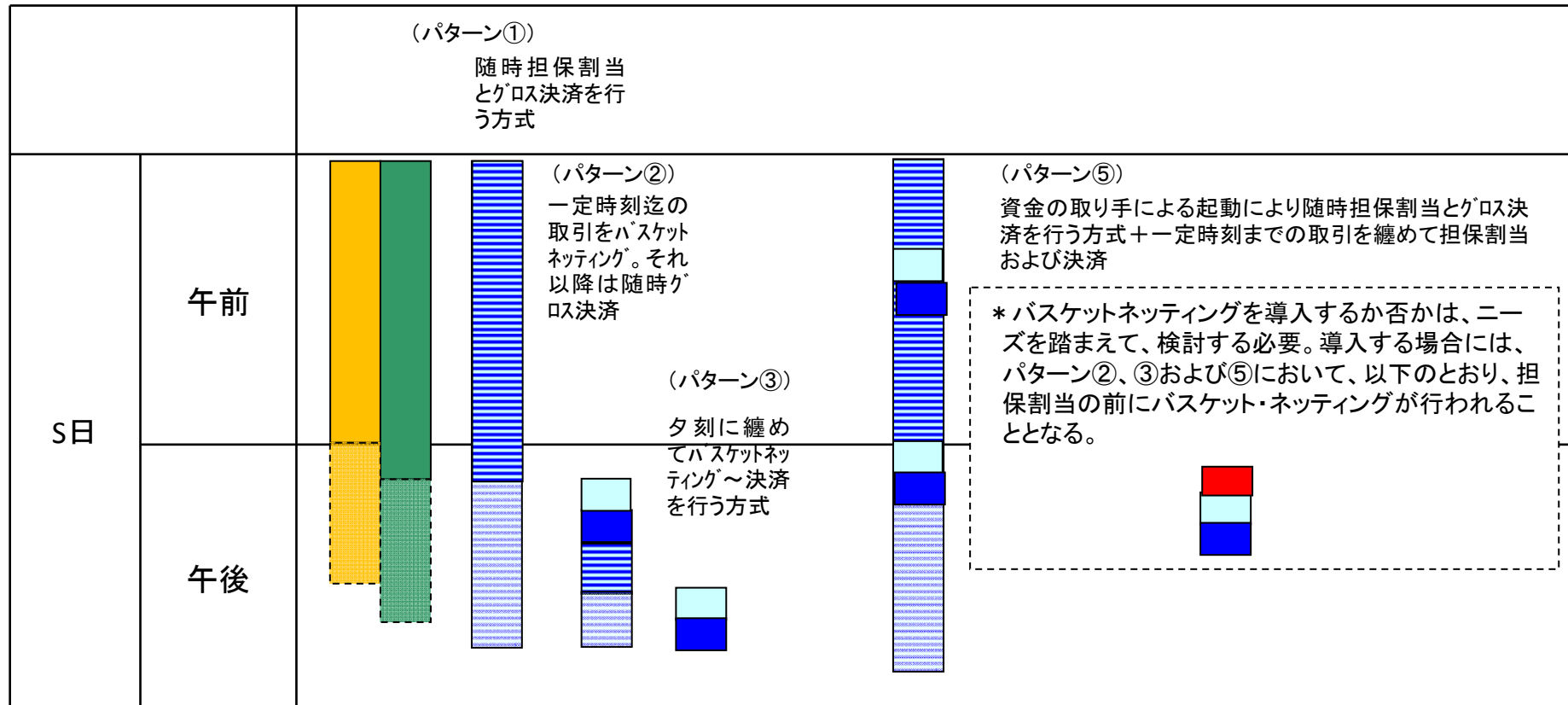
3-1. 中間整理のGCLレポ(T+0)の各パターンの評価

	パターン①	パターン②	パターン③
メリット	✓ 決済進捗が最も早い可能性。	✓ パターン③に比べて決済進捗が早い可能性。	✓ 玉繰り上、最も効率がよい。
デメリット	✓ 午前中に行う決済は、アウトライ決済やレポのエンド決済等に支障がでないようにする必要がある。	<p>✓ 担保割当を起動する時刻が適切に設定されないとパターン①またはパターン③と同様のデメリットが発生する^(注)。</p> <p>(注)担保割当を起動する時刻が早いと、パターン①のように起動アウトライ決済やレポのエンド決済等に支障がでる可能性がある一方、遅いと、パターン③のように確実な資金運用に支障が生じる惧れがある。</p>	<p>✓ 決済進捗が遅い点をどう考えるか。日中、システム障害等が生じると市場参加者全体の決済に影響がでる等の問題がある。</p> <p>✓ 資金の出し手からは夕刻の遅い時間に決済が行われると、確実な資金運用に支障が生じる惧れ</p> <p>✓ 経理・記帳を処理する時間が確保できるか。</p> <p>✓ フェイル等の結果、担保国債が不足する場合の対応ができなくなる惧れ^(注)</p> <p>(注)ただし、現金担保の許容、バスケット・ネットティングの導入により解決できる可能性。</p>
評価	○	○	△

3-2. 中間整理のGCLレポ(T+0)の各パターン以外のGCLレポ(T+0)のスタート決済

- 2. での検討、およびパターン①と②のメリットを踏まえると、GCLレポ(T+0)のスタート決済の方法としては、次のようなもの(パターン⑤)がよいか。

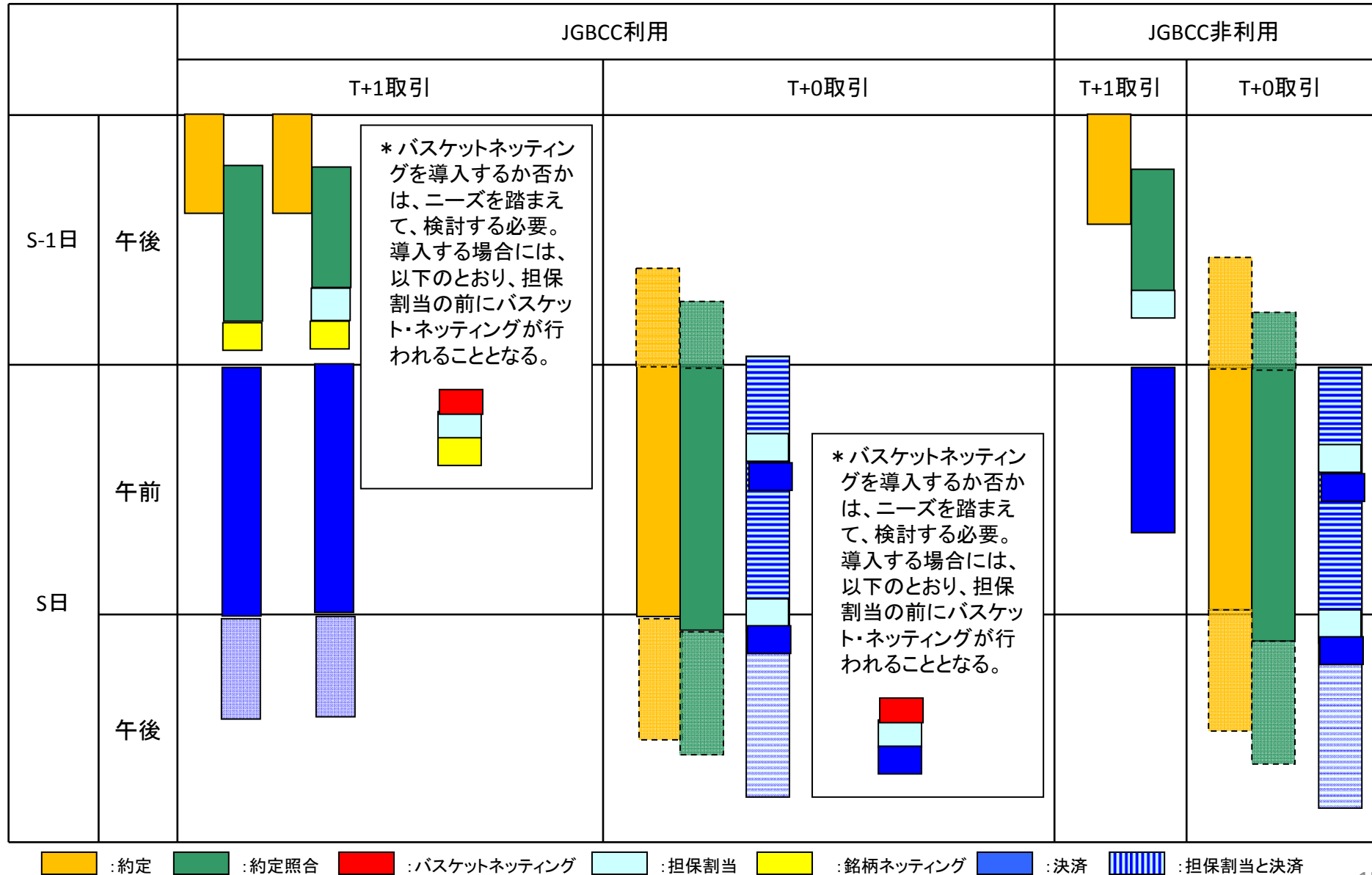
決済可能時間帯	●午前9時～国債決済の入力締切時刻(パターン①と同様)
担保割当のタイミング	<ul style="list-style-type: none"> ●2つのタイミングを設ける(パターン②と同様)。 <ul style="list-style-type: none"> ➢資金の取り手による起動で随時担保割当と決済を行う。 ➢1日複数回一定時刻において、それまでに担保管理サービスが受信したGCLレポ(T+0)取引に関し担保割当を起動する(例えば、午前10時、12時)



:約定
 :約定照合
 :バスケットネットティング
 :担保割当
 :銘柄ネットティング
 :決済
 :担保割当と決済

4. GCレポのタイムスケジュールのイメージ(案)

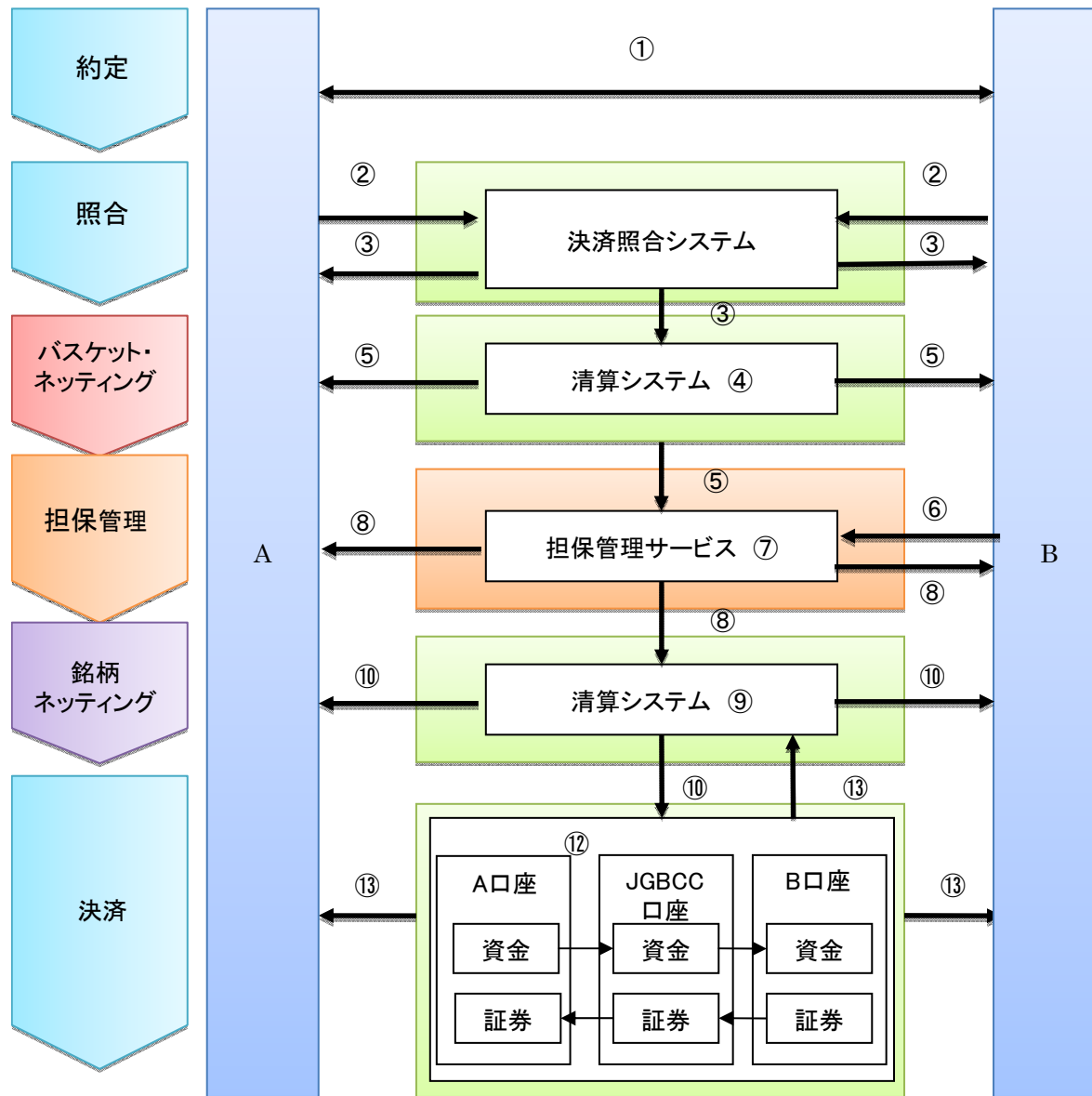
- 前回資料および今回資料の検討結果を踏まえると、GCレポのタイムスケジュールのイメージ(案)は、以下のとおり。



参考

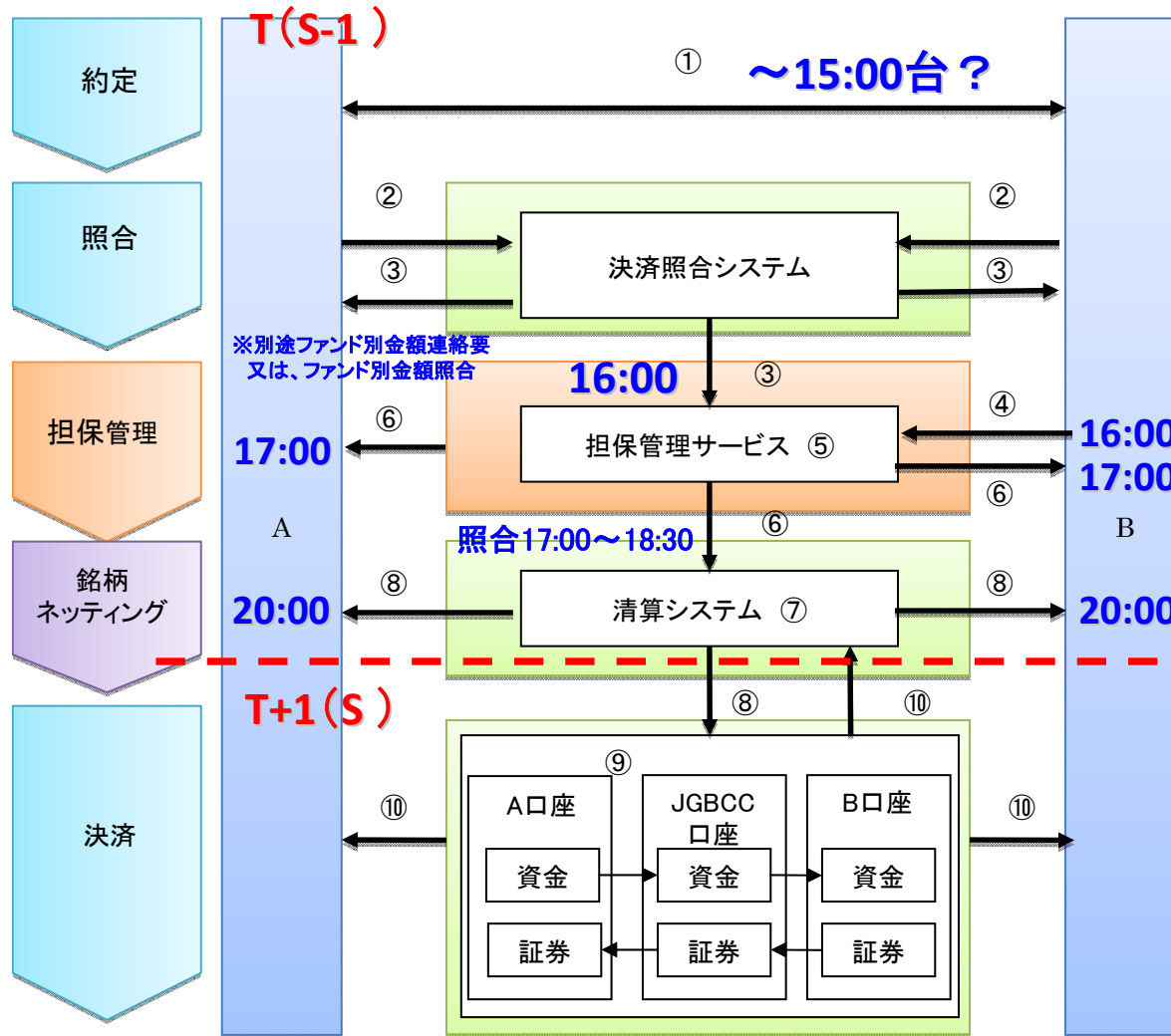
- 次頁以降では、前回資料の参考を再掲している。
- 当該処理概要は、検討の叩き台として、一定の仮定を設けて作成している。また、その仮定に関しては、いくつか検討すべき論点があり、それらは、前回資料の3. で検討されている。
- したがって、論点の結論如何では、次頁以降の処理概要は変更され得るものであり、現時点では、参考である旨ご留意頂きたい。

5-1. 選択肢A



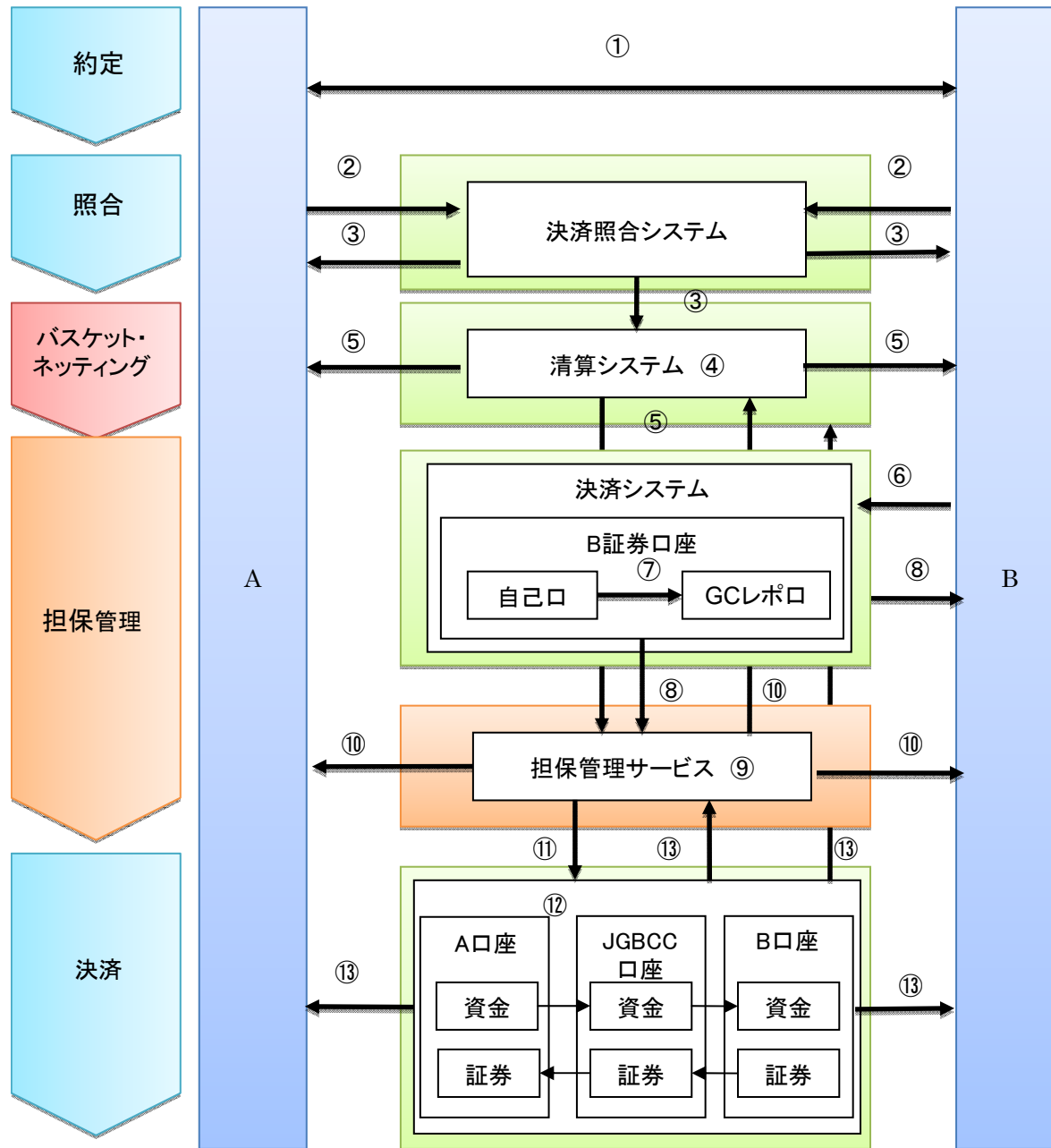
- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
- ④ JGBCCは、バスケット・ネットティングを実行する。
- ⑤ JGBCCは、バスケット・ネットティングの結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ⑥ Bは、バスケット・ネットティングの結果に基づき、担保債券の残高情報を担保管理サービスに通知する。
 —— 担保債券の残高情報の入手方法は、別のやり方がある。
- ⑦ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑧ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑨ JGBCCは、⑧により受領した売買報告データおよび他の取引に関する取引データに基づき銘柄ネットティングを実行する。
- ⑩ JGBCCは、決済システムに決済指図を送信するとともに、A、Bに通知する。
- ⑪ 決済システムは、決済を行う。
- ⑫ 決済済通知を送信する。

5-2. 選択肢B



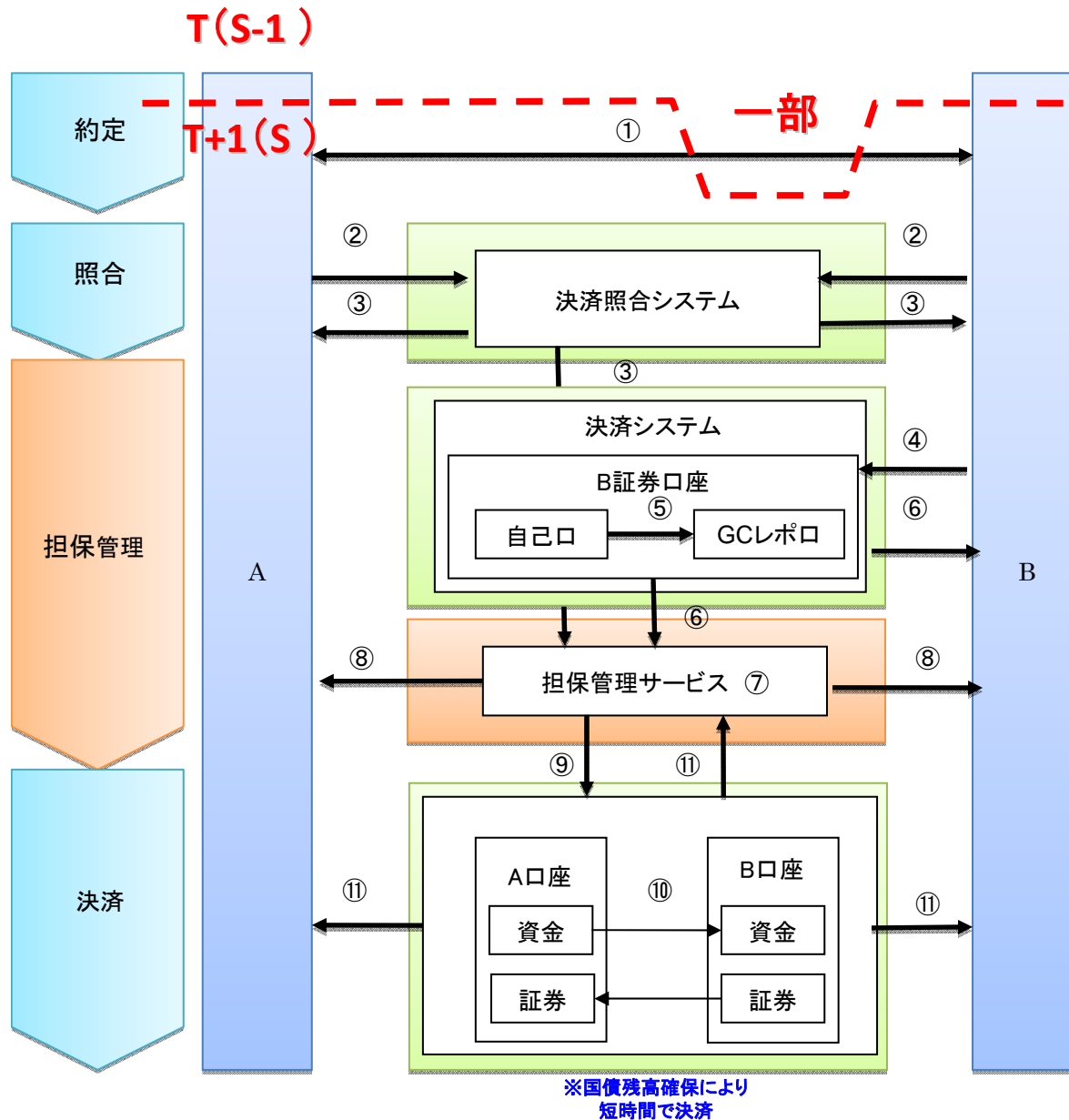
- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ④ B(資金の取り手)は、約定照合の結果に基づき、担保債券の残高情報を担保管理サービスに通知する。
 —— 担保債券の残高情報の入手方法は、別のやり方がある。
- ⑤ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑥ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑦ JGBCCは、⑥により受領した売買報告データおよび他の取引に関する取引データに基づき銘柄ネッティングを実行する。
- ⑧ JGBCCは、決済システムに決済指図を送信するとともに、A、Bに通知する。
- ⑨ 決済システムは、決済を行う。
- ⑩ 決済済通知を送信する。

5-3. 選択肢C



- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
 —— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
- ④ JGBCCは、バスケット・ネットティングを実行する。
- ⑤ JGBCCは、バスケット・ネットティングの結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ⑥ B(資金の取り手)は、バスケット・ネットティングの結果に基づき、担保国債について、自己口からGCLレポロへの振替依頼を行う。
- ⑦ 決済システムは、Bからの依頼に基づき振替依頼を行う。
- ⑧ 決済システムは、Bおよび担保管理サービスにGCLレポロの残高情報を通知する。
- ⑨ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑩ 担保管理サービスは、割当結果をA、BおよびJGBCCに通知する。
 —— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑪ 担保管理サービスは、決済システムに決済指図を送信する。
- ⑫ 決済システムは、決済を行う。
- ⑬ 決済済通知を送信する。

5-4. 選択肢D



- ① A(資金の出し手)とB(資金の取り手)との間でバスケット単位の約定成立。
- ② AとBは、決済照合システムに対して約定内容を照合
—— この段階では、担保債券は確定していないため、バスケット単位での約定照合となる。
- ③ 決済照合システムは、約定照合の結果をA、Bおよび担保管理サービスに通知する。
- ④ B(資金の取り手)は、バスケット・ネットtingの結果に基づき、担保国債について、自己口からGCLレポ口への振替依頼を行う。
- ⑤ 決済システムは、Bからの依頼に基づき振替を行う。
- ⑥ 振替結果を通知する。
- ⑦ 担保管理サービスは、担保債券の割当を行う。
- ⑧ 担保管理サービスは、割当結果を通知する。
—— 当該割当結果が、現在の売買報告データに相当するものとなる。
- ⑨ 担保管理サービスは、決済システムに決済指図を送信する。
- ⑩ 決済システムは、決済を行う。
- ⑪ 決済済通知を送信する。