

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 (要約版)

2011年11月30日

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

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」(以下「WG」という。)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まとめたものである。

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」及び「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。WGは、幅広い市場参加者や関連するインフラ機関等の参加による横断的な体制の下で、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国債の決済期間短縮の検討を進め、2010年12月に中間報告書を取りまとめた。

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、アウトライイト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得られた。その後、アウトライイトT+2化を踏まえた市場慣行等の整備が行われ、現在、市場関係者によりアウトライイトT+2化の実現に向けた各種準備が進められているところである。

中間報告書ではアウトライイトT+1化については、課題の大きさを認識しつつ、丹念に検討していくこととした。その後の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及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、及び、こうした制度設計を実現するには、市場参加者の個別のSTP化等の対応が不可欠であること、更には、取引の標準化、STP化を促進する仕組みを通じて取引を行うコストの削減を可能とする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。

本報告書は、上記の考えに基づき、アウトライイトT+1化を実現する際に最も課題の多

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)。

いGCレポ（T+0）取引について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とする。その際には、決済期間短縮がもたらす多角的な便益を踏まえつつも、オペレーショナル・リスクの増加等のマイナス面の影響も考慮した形で、T+1化の実現に向けた具体的な検討を進める必要がある。

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り、また、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。したがって、決済期間短縮を実現する際には、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重要である。

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等を踏まえ、国債の決済期間短縮の意義（以下1～3）について検討・確認を行い、認識を共有した。

1. 決済リスクの削減

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」及び「流動性リスク」）の削減に寄与する。

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・強化をもたらす。実際、諸外国では、決済期間短縮は、上述の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つつ、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。我が国でも、こうした国際的な議論の動向（諸外国の決済期間の状況、決済期間に関する国際基準、インフラ整備の状況）を踏まえつつ、我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。

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。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、リテール向けの取引等や非居住者取引については、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。

(2) ポジション管理面

アウトライトT+2化実現への課題は、決済期間が現行比1営業日短縮される中で、国債取引に係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ったため、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、特段の問題は生じない点を確認された。

(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²はT+2決済、GCレポ取引³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を構築することとされた。

そこで、WGでは、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。

² Special Collateral レポ。実質的に現金を担保として特定債券の貸借を主目的とする取引。

³ General Collateral レポ。実質的に債券を担保として資金貸借を主目的とする取引。

	取引当事者（代表例）	ポスト・トレード処理方式	
		約定照合	ネットティング
パターンⅠ	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)	J G B C C 利用
パターンⅡ	銀行等⇔証券会社・銀行等		相対ネットティング
パターンⅢ	機関投資家（信託）⇔証券会社	三者間センタマッチング（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	その他	

2. 課題の克服方法

(1) 市場共通タイムスケジュールの設定

パターンⅠは、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。

パターンⅡ～Ⅳについては、約定照合の目安時限を15時半近傍、ネットティング照合通知の交換時限を16時としたうえで、ネットテ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。

(2) ポスト・トレード事務の効率化

アウトライトT+2化に当たり行うポスト・トレード事務の効率化は、パターンⅡ～Ⅳを対象とした。

また、ポスト・トレード事務の効率化に向けては、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の観点から、約定照合やネットティングの迅速化等を図ることとなった。

3. WGでの検討を踏まえた市場慣行等の整備状況

2. で示したWGでの検討を踏まえ、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の改正や実務指針の作成等といった、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。

4. 今後の作業

今後は、各市場参加者等の各種準備作業が円滑に進んでいるか等をフォロー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(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、改めて、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、及び今後の進め方を以下のとおり取りまとめた。

1. 実現へのハードル

(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

アウトライトT+1化の下では、最も決済サイクルの短いGC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、アウトライトT+2化までの世界(GCレポも含めて、約定日と決済日に少なくとも1営業日の間隔がある。)とは異なるポスト・トレード事務の整備が必要となる。

こうした対応は、市場参加者及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、アウトライトT+1化の実現は、アウトライト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

GCレポ取引において、資金調達を行う証券会社等は、アウトライト取引やSC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GCレポ取引を行う。したがって、アウトライトT+1化後は、GC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(所謂「レポ信託」を含む。)は、短期資金運用を目的としてGCレポ取引を行う。したがって、一般的に、投資家は、GC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。

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ズレを埋める手段を検討することがアウトライイトT+1化の実現には不可欠である。

2. 実現に向けた基本的な考え方

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レポ及び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化の実現に当たり検討したGCレポ(T+1)における枠組みを利用する方向で検討を進める。ただし、アウトライイトT+1化に伴い、初めて同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ため、同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として割当てたうえで決済を行う方式(担保後決め方式)(下記3.)を軸に今後検討を進める。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。

3. 担保後決め方式によるGCレポ(T+0)スキームの詳細

(1) 担保後決め方式によるGCレポ(T+0)の主な特徴

イ. 約定面

項目	内容
担保債券種類	国債
期日	翌日物及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。

担保後決め方式のGCレポ取引は、より資金取引として捉えると、約定時点で受渡金額が確定する受渡金額ベースの取引が良いとの意見が多く見られ、今後、受渡金額ベー

スを基本に検討を行う。しかし、アウトライト取引やSCレポ取引との整合性を勘案し、額面ベース又は選択可能とすべきとの意見もあり、今後、詳細スキーム検討時に引続き検討することとされた。

ロ. JGBCC及び担保管理サービス⁴の利用

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

CCPによる債務引受を利用したGCレポ（T+0）スキームは、STP化、取引の標準化、CCPによる債務引受・決済によるリスクの軽減の観点で優れていることから、今後、当該スキームの導入を検討することとする。なお、非JGBCC参加者を考慮し、CCP非利用型についても検討を行う。

担保管理サービスの利用は、市場参加者各社の事情（システム対応コストや担保繰り）等を考慮し、まずは任意を基本に検討するが、市場全体の効率性向上、T+0取引の時間的制約を考慮すると、デファクト・スタンダードになることが望ましいとの意見が多く、今後、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した。

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。

（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。

⁴ 「担保管理サービス」とは、GCレポ取引の担保（取引対象の国債）の割当、管理等を行うサービス（インフラ機関が提供）を指す。

(3) 約定の電子化、フロント照合の迅速化

約定の電子化（電子取引プラットフォームの利用）は、GCレポ取引の約定の迅速化に有効との意見がみられたが、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。

また、フロント照合の電子化については、2012年4月のアウトライツ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。

(4) ポスト・トレード処理の概要

GCレポ（T+0）取引のポスト・トレード処理の各工程の概要は、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 ⁵ 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。
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。
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又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する。割当結果は、関係者（取引当事者及び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。
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。

(5) スタート取引に係る各工程のタイムライン

GCレポ（T+0）のスタート取引に係る各工程のタイムラインの概要は、下表のとおり。

⁵ 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。

工程名称	タイムライン
約定	取引当事者間の約定及び照合ないし清算は、随時行っていく。また、それぞれの最終期限は、担保割当及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、随時割当（担保出し手の起動により随時行う）と定時割当（1日複数回一定時刻に、それまでに受信した取引に関し一斉に行う）の2種類を設ける。
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。また、市場慣行として、GCレポ（T+0）取引のカットオフ・タイムを設定する。

（6）担保管理サービス

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、適格銘柄管理等の提供を行うことを展望する。また、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、市場インフラのいずれが提供するのが望ましいかという点は、諸外国での検討も踏まえて今後検討していく。

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GCレポ（T+0）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⁶。このような課題は、3. で示すGCレポ（T+0）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、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、アウトライト取引、SCレポ取引のT+1化については、IV. 2.（1）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、非居住者取引の取扱い、アウトライトT+1化に伴う、コール市場等他の短期金融市場への影響等も改めて検討する必要がある。

⁶ 例えば、レポ取引に係る基本契約書等のリーガル面の整理、障害発生時のリカバリー方法等。

(2) 今後の検討スケジュール

まずは、アウトライト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。また、2012年4月から半年程度は、アウトライト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、アウトライトT+1化の検討は、2012年度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、アウトライトT+2化後の実施状況や残された課題の検討状況を踏まえ、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。

V. 終わりに

WGは、決済期間短縮の意義を確認しつつ、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。

検討の結果、アウトライト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。しかし、今後は上述したように、アウトライトT+1化の実現には、決済期間短縮がもたらす便益と、実現のためのコストを見極めつつ、適切な検討プロセスを通じた市場関係者における合意形成が不可欠であると考えられる。

現在、市場関係者の一部には、決済リスク削減及びコスト等の観点から、アウトライトT+2化で十分ではないかとの意見もある。しかしながら、決済期間短縮がもたらす便益は、決済リスク削減のみならず、市場の流動性の向上、市場基盤の整備を通じた国際的な市場間競争力の維持・強化という意義もあるという点について、市場関係者において共通の理解を得られるよう、今後の検討に際して努力していくことも必要であろう。

今後、このような努力を通じ、アウトライトT+1化の意義の共有を図りつつ、アウトライト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、市場関係者・市場インフラ・当局がコンセンサスを確立しながら、着実な検討を進めていくことが必要である。

以 上