

当初証拠金における市場インパクトチャージの導入



株式会社 日本証券クリアリング機構
Japan Securities Clearing Corporation

国債店頭取引清算グループ

松本 幸一郎

2014年5月14日

清算機関の機能

債務引受

JSCCは、取引当事者の債務（証券の引渡または資金の支払い）を引き受けると同時に、それに対当する債権（証券または資金の受け取り）を取得することで、原約定の相手方との間で決済の当事者となる。

- 複数の取引関係が証券と資金の授受の面で、すべて清算機関であるJSCCを相手方とした関係に置き換わることとなり、決済の効率化が図られる。

ネットイング

JSCCは、債務を引き受けた後、各清算参加者との間で、同一銘柄・同一決済日の取引について、証券および資金それぞれの受けと払いを相殺し、その差額のみを決済する。

- 決済量が大幅に圧縮され、決済リスクの削減や事務の効率化が促進される。

債務保証

JSCCは、清算参加者に決済不履行が生じても、他の清算参加者との決済の履行を保証する。

- 各清算参加者における取引相手の信用リスクを軽減し、市場の安定性・信頼性の向上に寄与。

清算参加者に決済不履行が発生した場合
JSCCは決済不履行先の未決済取引を再構築し、決済の履行を保証

証拠金を中心とした損失補填制度

当初証拠金制度の見直し

証拠金 (Margin) とは

引き受けた国債店頭取引※に係る債務について、清算参加者による債務不履行による損失発生リスクに備えるため、清算参加者が清算機関に預託する担保。※売買およびレポ（現先・現金担保付債券貸借）取引

変動証拠金 (Variation Margin)

清算参加者に対するエクスポージャーは、債務引受時点から決済が完了するまでの間※、市場価格の変動に伴って刻々と変化していくため、引受債務の価値の再評価（値洗い）を日々行い、その変動分を変動証拠金として清算参加者との間で授受。※最長1年

当初証拠金 (Initial Margin)

清算参加者が決済を履行しない場合の国債の価格変動リスク等をカバー。価格変動リスクに対応する部分の所要額はVaRによる算出を基本としつつ、一部のパラメータを保守的に設定することにより、日次時価変動幅の97.7%以上をカバー。



当初証拠金	現行	変更後	
価格信頼区間	97.7%以上	99%	当初証拠金によるカバー範囲の拡大
価格データ範囲	120営業日	250営業日	
価格変化幅	1営業日	3営業日	破綻処理時のクローズアウト期間を考慮
市場インパクトチャージ	なし	新設	ポジション再構築時の売買価格差を考慮
格付け割増	なし	新設	格付けに応じて10%・50%・100%の割増

※平成26年度下期を目途として実施。ただし、市場インパクト・チャージの導入は施行日の3か月後。

国債店頭取引部門における市場インパクト

一日あたり債務引受高（額面） 2014年3月実績 片道ベース

JSCC全体	うち売買	うちレポ
41兆円	4兆円	37兆円
100%	10%	90%



レポ取引を含めた未決済取引の再構築には売買取引を利用

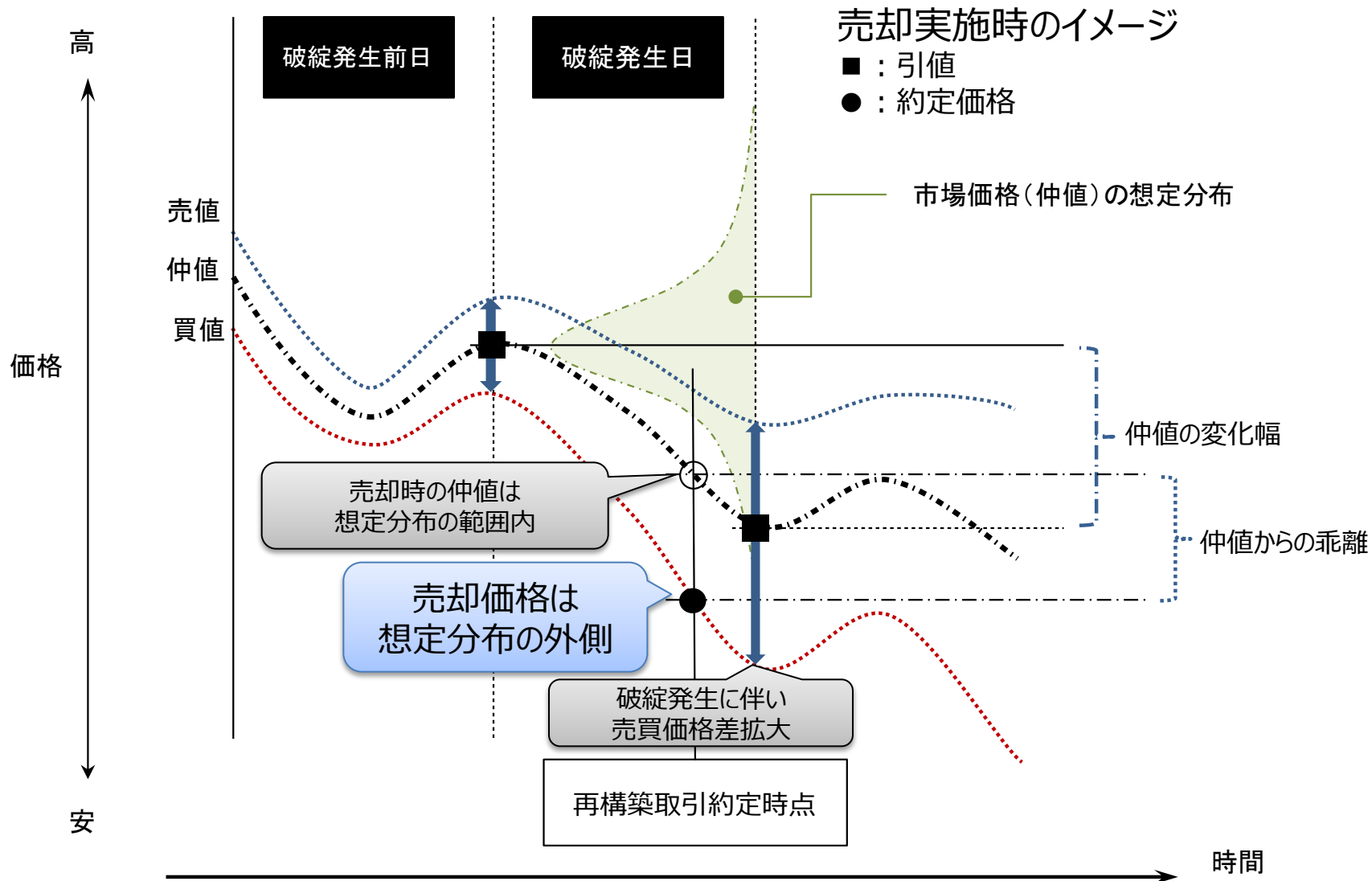


**再構築の取引規模が売買取引規模からかい離した場合
市場インパクトによる影響が拡大する可能性**

参考：一日あたりDVP決済金額（2014年3月）

市場全体	JSCC	JSCC比率
53兆円	19兆円	35%

ポジション再構築のイメージ



市場インパクトチャージの算出方法

清算参加者に対するサーベイをもとにポジション再構築時の売買価格差による影響額を算出

算出方法

国債市場特別参加者のうち金融商品取引業者である清算参加者（20社）を対象に、取引規模毎の売買価格差（ask-bidスプレッド）に関するサーベイを実施し、サーベイの結果と未決済ポジション残高をもとに清算参加者ごとに算出。

サーベイ内容

引受対象銘柄について、債券種別、発行年限、残存年限に応じた区分（クラス）を設定し、クラスごとの基準点（グリッド）におけるask-bidスプレッドをヒアリング。※四半期ごとに実施

基準点

- G1 : 売買取引で観測される取引規模分布（観測期間6か月）の中央値（売買金額の中央値）
- G2 : 売買取引で観測される取引規模分布（観測期間6か月）の最大値（売買金額の最大値）
- G3 : 売買、レポ取引から算出される差引ポジション額（口座別・銘柄別）の最大値（最大ポジション金額）

基準スプレッド（bps）※変動利付債は価格

サーベイの結果に基づき基準点の値を設定し、基準点以外については指数補間等によって設定。

- 0億～G1の区間 : G1において設定した基準スプレッドを一律適用
- G1～G2の区間 : G1とG2の基準スプレッドの指数補間により算出
- G2～G3の区間 : G2とG3の基準スプレッドの指数補間により算出
- G3を超過した場合 : G2～G3の区間の補間を延長して算出

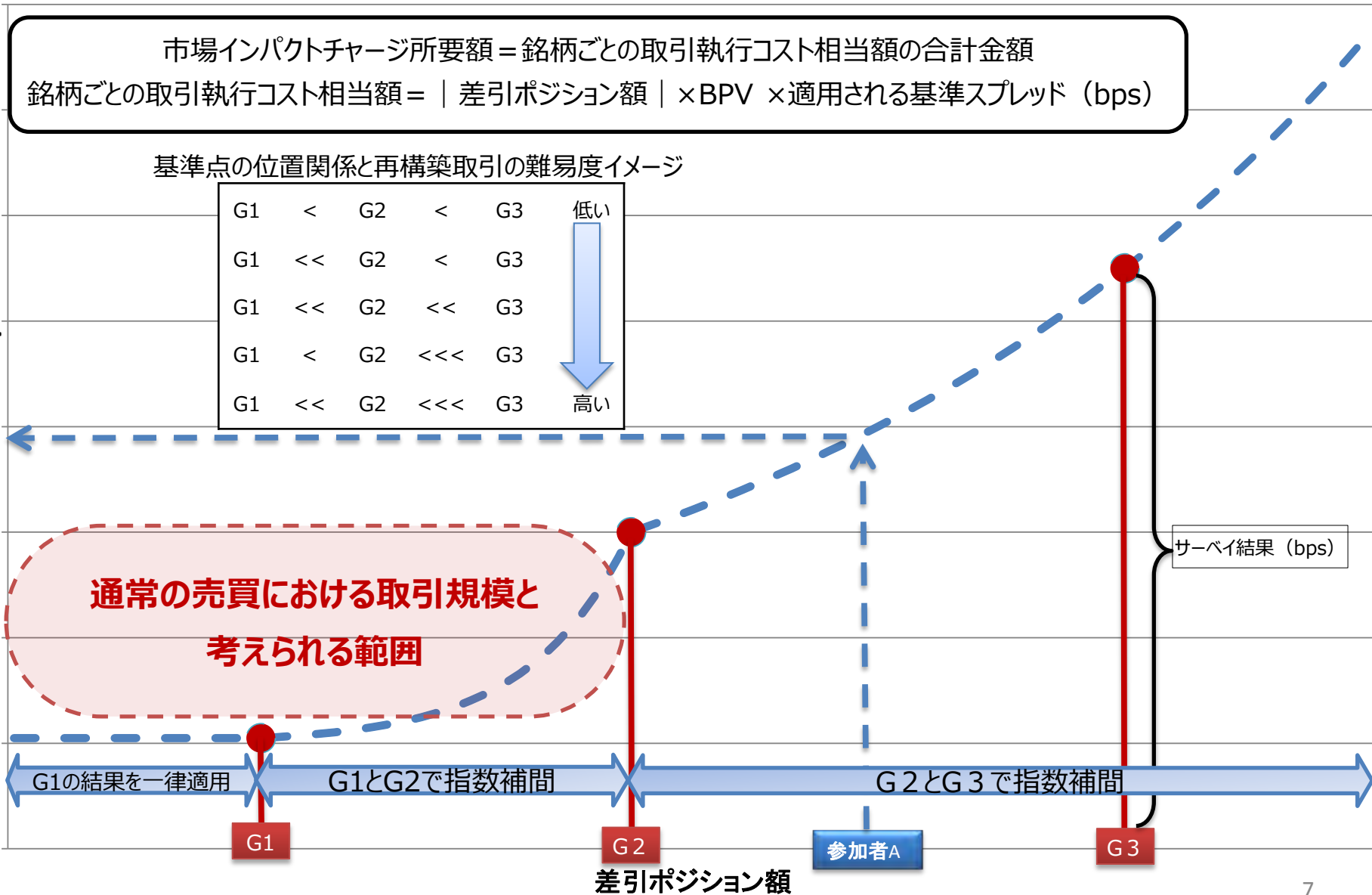
市場インパクトの算出イメージ

市場インパクトチャージ所要額 = 銘柄ごとの取引執行コスト相当額の合計金額
 銘柄ごとの取引執行コスト相当額 = | 差引ポジション額 | × BPV × 適用される基準スプレッド (bps)

基準点の位置関係と再構築取引の難易度イメージ

G1	<	G2	<	G3	低い
G1	<<	G2	<	G3	↓ 高い
G1	<<	G2	<<	G3	
G1	<	G2	<<<	G3	
G1	<<	G2	<<<	G3	
G1	<<	G2	<<<	G3	

基準スプレッド (bps)



市場インパクトチャージ導入の効果

1. 再構築取引の執行コストによる影響の緩和

市場インパクトチャージを当初証拠金に追加することによって、再構築取引約定時の売買価格差による影響を緩和できる。

※ただし、サーベイが平時のものであるため、ストレス時における市場インパクトをすべて吸収できるとは限らない。

2. 低流動銘柄の取引集中の緩和

市場インパクトチャージの導入により、低流動銘柄の取引コストが増加することから、取引集中の緩和が期待できる。

3. 清算参加者による清算機関のポジションの認識

サーベイにおけるグリッドの設定状況から、清算参加者は清算機関が保有するポジションの状況を認識することができる。

4. 清算参加者における流動性リスク管理の向上

サーベイ結果から、清算参加者はポジション状況に応じた市場インパクトに関わる情報を取得することが出来ることから、市場参加者の流動性リスク管理の向上に資する可能性がある。

市場インパクトチャージに関する詳細な内容は、以下のホームページのパブリックコメントに掲載されている「国債店頭取引清算業務におけるリスク管理制度の見直しについて」をご参照ください。

<http://www.jbcc.co.jp/public.html>

- 本資料は信頼できると判断した情報源をもとに作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、保証を行なっておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。また、明確に表記されている場合を除き、JSCCは本資料について賛意・反意を表明するものではありません。
- 本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり予告なく変更する場合があります。
- 本資料の全部又は一部を無断で複製又は転載することはできません。