

米国株式決済 T + 1 化に関する報告書

1. はじめに
2. 問題意識
3. 米国株式決済 T+1 化に関するアンケートの概要
4. 総括：米国株式決済 T+1 化に向けての注意点
5. おわりに

付表 A. T+1 化ワーキンググループ構成員

付表 B. 短期為替スワップ取引高

1. はじめに

この報告書は、東京外国為替市場委員会 T+1 化ワーキンググループが中心となり、米国等において本年 5 月に実施される予定の株式決済の短縮化（以下、米国株式決済 T+1 化）に関する本邦市場参加者の対応状況等について整理しつつ、東京外国為替市場で取引を行う幅広い市場参加者に対して、為替取引や市場機能等に及ぼす影響について十分な理解を促すことを目的に作成したものである。

東京外国為替市場委員会としては、本報告書が、米国をはじめとする株式決済 T+1 化の動向や東京外国為替市場への影響を巡る理解促進と、為替取引実務の円滑な移行に向けた一助となることを期待している。現状把握のためのアンケートは、投資信託協会並びに日本投資顧問業協会にも多大なご協力を得て実施し、多くの市場参加者にご回答いただいた。この場を借りて、関係各位に深く謝意を申し上げる。

2. 問題意識

米国証券取引委員会（SEC）は、証券決済リスクの削減を企図して、2023 年 2 月の規則改正により、現行 2 営業日（T+2）となっている証券決済サイクル

を1営業日(T+1)に短縮することを決定した。これを受けて、2024年5月28日以降、米国株式決済はT+1化される予定である。さらには、米国に併せてカナダ等でも株式決済T+1化が実施予定であるほか、英国やEU等でも同様の検討がなされている。

米国株式には本邦投資家を含む多くの海外投資家が投資を行っているが、その決済に要する米ドルについては、為替市場で資金繰りを行うことが一般的である。この点、証券決済期間の短縮化は、外貨資金繰り方針の再考を迫るものであり、市場参加者の外為取引方針の変更内容次第では、外国為替市場全体に大きな影響を及ぼすものとなり得る。とりわけ、米ドル資金繰り方針を巡っては、時差の関係上、北米市場のクローズから自国市場のオープンまでの時間が短い日本を含むアジアの市場参加者への影響がより大きいと预料される。

米国株式決済T+1化後の外貨資金繰りについて、米国株式取引における所要外貨額が固まってから外貨を移動する方針を継続する場合には、約定日と受け渡し日が同一の所謂当日物での取引(以下、外国為替T+0取引)の増加が想定される。他方、外国為替T+0取引を避けるべく取引を行う場合には、前倒しでの外貨取引(一般的にプレファンディングと呼ばれる)を行うことが想定される。

この点、外国為替T+0取引が一般化する場合には、①現状の東京外国為替市場の取引量や流動性を前提とすると「市場流動性の低下・不自然な価格形成のリスク」が顕現化する可能性がある。また、②決済までの実務プロセスを短時間で実施する必要があるほか、通常のPVP(Payment Versus Payment)決済と異なる事務フローへの対応により、「オペレーショナルリスク」(事務遅滞による決済フェイルの発生等)の増加が懸念される。加えて、③非PVP決済の増加に伴う「外為決済リスク」の増加も懸念される。

こうした潜在的なリスクや影響の大きさを踏まえ、東京外国為替市場委員会は、2023年8月に委員会傘下に「T+1化ワーキンググループ」(メンバーは付表A参照)を設置し、米国株式決済T+1化が東京外国為替市場に与える影響の把握に取り組んできた。具体的には、米国株式への投資に併せて外貨資金繰りの必要がある投資家や運用者(以下、バイサイド)と、為替取引を行う為替銀行(以下、セルサイド)の双方にアンケートを実施し、集計・分析の上で幅広い本邦市場参加者の取組み状況を確認した。以下では、アンケート結果をもとに、足もとまでの対応状況やリスクの所在について報告する。

3. 米国株式決済 T+1 化に関するアンケートの概要

今般のアンケートは、米国株式決済 T+1 化で大きな影響を受けると想定される東京外国為替市場参加者を対象に、2023 年 11 月に実施した。アンケートは、バイサイド向け（国内資産運用会社、投信投資顧問、機関投資家等）とセルサイド向け（東京外国為替市場委員会所属銀行及び証券会社）に 2 種類用意して、双方より回答を得た。内容面では、自社の対応状況や今後の対応方針に加えて、取引のカウンターパーティとなるセルサイド、バイサイド、信託銀行向けの意見や要望などの情報も集約に努めた。回答は、バイサイド 152 社（うち外国株式の取り扱いがあった先は 70 社）、セルサイド 12 社から得た。

—— 結果の詳細は、別添資料参照。

4. 総括：米国株式決済 T+1 化に向けての注意点

アンケート結果を概観すると、バイサイド・セルサイド双方の大半の市場参加者が、アンケートの実施時点において米国株式決済 T+1 化の概要及び関連するリスクについて既に認識しており、且つ、必要な対応策の検討が進捗している姿が確認された（セルサイド結果：ページ 7 セクション 1(1)(2)、ページ 25-26 バイサイド結果：セクション 1(2)(3)参照）。

また、米国株式決済 T+1 化後の外貨資金繰りについてバイサイドの回答をみると、外国為替 T+0 取引の件数は増加が見込まれるものの、外国為替 T+0 取引のみで対応するとの回答は限定的となった。プレファンディングを中心とした外国為替 T+0 取引以外の手法を活用することで、バイサイド全体として、外国為替 T+0 取引の件数や取引高の極端な増加を回避する方針の拡がり確認された（ページ 31&37 バイサイド結果：セクション 1(6)、セクション 2(5)参照）。

この点、セルサイドについては、外国為替 T+0 取引は殆どの先で一定程度対応可能との結果となったが、現状水準よりも対応力を拡充させる方向で態勢見直しを検討している先は限定的となった（ページ 10-16 セルサイド結果：セクション 2(7)参照）。

以上の全体観を踏まえつつ、以下では、アンケート結果を通してバイサイド・セルサイドの対応方針並びに双方間の認識ギャップを確認しつつ、外国為替 T+0 取引時に想定される各リスクについて報告したい。

① 市場流動性の低下・不自然な価格形成リスク

外国為替 T+0 取引は、市場規模が小さく、流動性は低い。一つの目安に過ぎないが、付表 B には、マネー・ブローカーズ・アソシエーションから提供頂いた、東京インターバンク市場における短期為替スワップの取引額（ドル/円）を示している。一般的な短期資金繰りに用いられる T/N（トゥモローネクスト）取引と外国為替 T+0 取引のカバー取引としてインターバンク市場で主に用いられる O/N（オーバーナイト）取引の規模を比較すると、後者は前者の 2 割未満であることが分かる（2023 年一日当たり平均、O/N：約 34 億ドル、T/N：約 230 億ドル）。

こうしたもとで、アンケート（バイサイド結果：セクション 2(5)～(8) 参照）で得られた回答をみる限り、外国為替 T+0 取引について、1 件当たりの予想増加額は比較的少額であり、予想される増加件数を考慮しても、取引の増加見込み額は現状の O/N 取引の市場規模に比べると限定的な水準にある。ひとまず、米国株式決済 T+1 化が、わが国のドル/円 O/N 市場に直ちに大きな影響を及ぼし、不自然な価格形成につながる可能性は高くないように窺われる。もっとも、外国為替 T+0 取引の増加額については「分からない」とする回答が多く、不確実性は高い点に注意が必要である。また、O/N スワップ市場の流動性が限定的な中で、月末や四半期末を中心に、需給状況次第で価格変動が拡大しやすい点にも十分に留意する必要がある。

外国為替 T+0 取引の市場流動性の低さに起因するリスクについて、今回のアンケート調査（ページ 36 バイサイド結果：セクション 2(4) 参照）では、バイサイドの約 6 割程度が認識していることが確認された。引き続きこうしたリスクに関する認知度の向上を図ることは有益であり、セルサイドにおいても、外国為替 T+0 取引に関する市場流動性の動向について、適切な状況把握と情報共有に努めることが肝要である。

② オペレーショナルリスク

アンケート結果（ページ 31-32&37 バイサイド結果：セクション 1(6)、セクション 2(5) 参照）によると、バイサイド全体としては外国為替 T+0 取引の件数や取引高の極端な増加を回避する方針の拡がり確認された一方、小額のキャッシュフロー調整を行うために外国為替 T+0 取引件数は増加が見込まれる結果となった。

取引件数の増加は、各主体が、現状水準よりも重いオペレーションの負荷に直面することを意味する。この点、アンケート結果（ページ 34&36&38 セル

サイド結果：セクション 2(2) (4) (6) 参照) をみると、多くのセルサイドにおいて、①取引執行前の「事前連絡」を必要とすること、②円決済を伴う外国為替 T+0 取引の執行カットオフは東京時間の午前中に締め切ること、③対応可能な取引件数に上限を設けること等、円滑な事務処理を行うための各種条件を設定する方針が確認された。一方で、こうしたセルサイドの取組方針を巡って、バイサイドでは、「事前連絡」の必要性を認識していないとの回答が相応にみられるほか、取引条件の緩和・柔軟化を求める声も多く聞かれた点で特徴的な結果となった（ページ 36&42-47 バイサイド結果：セクション 2(4)、セクション 3 参照）。加えて、信託銀行を介する特定金銭信託や投資信託などについては、信託銀行におけるオペレーションの効率化の必要性を指摘する声が幅広く聞かれた。

外国為替 T+0 取引について、セルサイドにおける対応力に限界が残る中であって、バイサイドが上述の各種制約を勘案せず取引を行った場合には、予期しないオペレーショナルリスクが顕現化する可能性がある。同様に、信託銀行を介する取引については、信託銀行における対応力や各種制約についても留意する必要がある。

こうした各種制約については、今後、各主体が決済実務の効率化や高度化に着手に取り組むことを通じて緩和される可能性も見込まれるほか、取引規模の拡大を含む市場の発展も期待される。もっとも、今般のアンケートを踏まえると、米国株式決済 T+1 化を数か月後に控える中であってオペレーショナルリスクの顕現化を未然に回避する観点からは、バイサイド、セルサイド、信託銀行が、想定される外国為替 T+0 取引の取引額、頻度、件数、タイミングなどについて密にコミュニケーションを行うことで、関係者間で認識ギャップを解消していくことが重要である。

最後に、今般のアンケートでは、海外運用委託先が関与する Back-to-Back 取引¹について、多数の懸念がセルサイド、バイサイド双方から寄せられた（ページ 17-20&42-47 セルサイド結果：セクション 3、バイサイド結果：セクション 3 参照）。同スキームでは、海外のステークホルダーが関係するため、短時間での約定確認が困難となりやすいほか、事前のコミュニケーション無しで

¹ 日本の信託銀行を介した為替オペレーションにおいて、海外で運用委託を受けた主体が日本拠点以外の金融機関と為替取引を行う場合、当該金融機関は通常その日本支店を使って、信託銀行との間で行われるバックオフィス関連事務を処理する（所謂 back-to-back 処理）。米国株式決済 T+1 化後に、海外運用委託先が外国為替 T+1 取引を用いて現物決済とタイミングを合わせた場合、日本においては実質的に T+0 のタイミングで約定照合から決済まで短時間での処理が求められるケースが想定される。

は想定より多い取引件数の処理が必要となる可能性もあるなど、特有のリスクが存在する。同スキームにおいて関係者間でのコミュニケーションを行う際には、海外運用委託先も含めた認識の共有が重要と考えられる。

③ 外為決済リスク

外為決済リスクは、外為取引において一方当事者が売り渡し通貨を払ったにもかかわらず、取引相手の破綻などによって買入通貨の元本を取りはぐれるリスクである。かかるリスクの顕在化を防ぐため、信託勘定を含む多くの外国為替取引では、PVP 決済²が促進されている。グローバルな外為市場慣行の原則として多くの市場参加者が遵守している「グローバル外為行動規範」（2017 年制定、2021 年改定）でも、実務的に可能である場合には PVP 決済を利用すべきである点が明記されているほか、PVP 決済を利用しない場合の外為決済リスク管理に関するガイダンスが定められているところである（原則 35、50）。

この点、外国為替 T+0 取引を行う場合には、CLS 銀行を通じた PVP 決済を利用することが困難となるため、外為決済リスクが顕現化しやすい。今般のアンケートで、米国株式決済 T+1 化に伴う懸念事項をみると、オペレーショナルリスクの増大に次いで、セルサイド、バイサイドともに多くの先が外為決済リスクの増大を指摘している（ページ 8-9&27-28 セルサイド結果：セクション 1(3)、バイサイド結果：セクション 1(4)参照）。

こうした中、バイサイドでは、外国為替 T+0 取引を回避するために、プレファンディングの活用を主軸としつつ、証券決済を担うカストディが為替取引を行う方法（いわゆるカストディ為替）や、証券決済サイクルを T+2 以上となるように個別に証券会社にイレギュラー対応を相談するなどの対応策も検討されている（ページ 31-32 バイサイド結果：セクション 1(6)）。オペレーショナルリスクのみならず外為決済リスクも念頭に置きながら、各種対応策のメリットとデメリットを検討していくことが必要と考えられる。

² 異なる通貨間の支払いを相互に条件づけ、ある通貨の支払いが行われないうり、他の通貨の引渡しも行われないうにすることで、「元本の取りはぐれリスク」を回避する決済の仕組み。

5. おわりに

この報告書では、2023年11月に実施したアンケート結果から、米国株式決済 T+1 化に対する本邦市場参加者の取り組み状況を確認しつつ、各種リスクの所在についても掘り下げて点検を行った。アンケートにご回答いただいた市場参加者や、実施にご協力いただいた投資信託協会並びに日本投資顧問業協会には改めて謝意を申し上げたい。

株式決済の短縮化は、米国以外の法域でも検討が進められているほか、即時決済 (T+0) への移行を見据えた議論もみられるなど、世界的な潮流となりつつある。こうした証券決済サイクルの変更に円滑に対応するためには、セルサイドや信託銀行における決済システムの高度化や簡素化への取り組み、バイサイドにおける理解促進や運用手法の見直しへの取り組みが、本邦市場全体として進展することが不可欠であり、この報告書で指摘した各種リスクへの十分な理解が求められる。

今回のアンケートでは、セルサイド・バイサイドの双方において、米国株式決済 T+1 化に向けた対応が進捗している点、特にバイサイドにおいては外国為替 T+0 取引を回避する方針が拡がりつつあるといった特徴が確認された。一方で、セルサイド・バイサイド双方から得た意見や要望事項からは、一定の認識ギャップも窺われたところである。さらには、バイサイドにおいては、米国株式決済 T+1 化の影響やその後の取組方針について、現時点で精緻には判明していないといった回答が多い点にも留意する必要がある。

株式決済の短縮の流れの中で、外国為替実務における各種リスクが顕現化し、グローバルな証券投資が阻害されることのないよう、引き続き市場参加者の創意工夫やコミュニケーション円滑化の努力が求められる。本報告書が、多くの本邦市場参加者の各種取組みの一助になることを期待したい。東京外国為替市場委員会では、引き続き米国株式決済 T+1 化に対する本邦市場参加者の動向を確認しつつ、外国為替市場全体に対する影響についてフォローに努める所存である。

以 上

付表 A. T+1 化ワーキンググループ構成員

座長	小林 良平	(JP モルガンチェース銀行)
	大熊 貴之	(野村アセットマネジメント)
	山本 崇	(三菱 UFJ 信託銀行)
	中村 周	(同上)
	福田 京子	(オーストラリア・ニュージーランド銀行)
	鈴木 保匡	(三井住友銀行)
	高根 賢司	(シティグループ証券)
	井上 祐嗣	(BNP パリバ銀行)
	別所 英実	(日本銀行)

付表B. 短期為替スワップ取引高

(出所：マネー・ブローカーズ・アソシエーション調べ)

(1 営業日平均、億ドル)

	① O/N	② T/N
1月	46	209
2月	37	177
3月	36	240
4月	35	229
5月	30	234
6月	34	187
7月	28	194
8月	32	227
9月	31	220
10月	32	244
11月	30	299
12月	36	314