



国債決済期間短縮（T+1）化後の市場取引動向
—レポ市場を中心に—

日本銀行金融市場局
藤本 文
加藤 達也
塩沢 裕之

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

2019年5月
日本銀行金融市場局
藤本 文*
加藤 達也†
塩沢 裕之‡

国債決済期間短縮（T+1）化後の市場取引動向 —レポ市場を中心に—§

■要 旨■

わが国では、市場取引の安全性、効率性および利便性の観点から、市場参加者、決済インフラ機関、政府および日本銀行等が、国債・レポ市場の整備に継続的に取り組んでいる。取組みのうち決済期間短縮化については、1997年に国債決済T+3化が実現したが、その後、更なる短縮化はなかなか実現しなかった。

2008年にリーマン・ブラザーズ証券が破綻し、レポ市場の機能が低下したことを受けて、市場参加者の間でも、決済期間の更なる短縮化等の必要性が認識された。具体的には、「国債の決済期間の短縮化に関する検討WG」において検討が進められ、2012年4月にT+2化、2018年5月にT+1化が実現した。

決済期間の短縮化は、①決済リスクの削減、および、②国債を用いた取引の利便性向上という2つの重要な意義を有している。このうち、本稿では、主として②の観点から、国債決済T+1化に向けたレポ取引の決済期間の短縮化、新現先取引の利用拡大および清算機関の参加者拡大といった市場整備面での取組みについてレビューし、T+1化後の取引状況等について整理した。

国債決済T+1化後、レポ取引の決済期間の短縮化、新現先取引の利用や清算機関の参加者の拡大は、それぞれ順調に進捗している。もっとも、①GCレポのT+0取引にも容易に対応可能な銘柄後決め取引には拡大余地があるほか、②取引形態も現担取引と新現先取引に二分化された状態が継続しているなど、引き続きいくつかの課題が残されている。

日本銀行としては、今後も、こうした課題について、各種会合やサーベイ等を通じて、市場参加者との対話を継続的に行っていきたいと考えている。

* 日本銀行金融市場局（現・総務人事局） <E-mail: aya.fujimoto@boj.or.jp>

† 日本銀行金融市場局 <E-mail: tatsuya.katou@boj.or.jp>

‡ 日本銀行金融市場局 <E-mail: hiroyuki.shiozawa@boj.or.jp>

§ 本稿の執筆に当たっては、日本銀行スタッフを含め、本件に携わった方々から有益な助言やコメントを頂いた。ただし、残された誤りは全て筆者らに帰する。なお、本稿の内容と意見は筆者ら個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

[目 次]

1. はじめに	3
(1) 国債決済期間短縮化の取組み	3
(2) 本稿の着眼点	4
2. 国債決済 T+1 化等に向けた市場基盤整備	5
(1) レポ取引の決済期間短縮化	5
(2) 新現先取引の利用拡大	7
(3) 清算機関の参加者拡大	8
BOX：レポ取引における取引形態	9
3. 国債決済 T+1 化への移行時およびその後の市場取引等の動向	10
3-1 T+1 化への移行時の動向	10
3-2 T+1 化実施後の動向	11
(1) レポ取引の決済期間短縮化の状況	11
(2) 新現先取引の利用拡大状況	11
イ. 体制整備状況	11
ロ. 取引状況	12
ハ. 内外取引形態の一体化	16
(3) 清算機関の参加者拡大状況	17
4. T+1 化後に残された課題	18
5. おわりに	20
(参考) 銘柄後決め方式 GC レポ取引の決済に係る事務フロー図	21

1. はじめに

(1) 国債決済期間短縮化の取組み（図表 1）

わが国証券市場は、1990年代まで、国際的な水準に照らし、取引の安全性、効率性および利便性の観点で課題があり、円の国際化や証券取引のグローバル化が謳われる中、国際的に競争力のある証券市場を整備することが急務であった¹。

とりわけ、国債の大量発行が恒常化する中で、安全性、効率性および利便性の高い国債・レポ市場の構築は、継続的な課題として市場参加者の間で強く認識されてきた。この点、G30²が、決済リスク削減の観点から、国債決済の T+3 化（約定日の 3 営業日後決済）³の推奨を含む勧告⁴を行ったことを受けて、1996 年に T+7 決済（約定日の 7 営業日後決済）化、1997 年に T+3 決済化が図られた。

この間、米国では、既に国債取引の T+1 決済（約定日の翌営業日決済）、国債のレポ取引の T+0 決済（約定日の当日決済）が主流となっていたが、わが国では、国債取引の T+3 決済の実現後、更なる短縮化はなかなか実現しなかった。もともと、2008 年のリーマン・ブラザーズ証券破綻時に、本邦市場においても、フェイル⁵が連鎖したことやカウンターパーティリスクを嫌気してレポ取引が敬遠されたこと等により市場機能が著しく低下した経験を踏まえ、更なる短縮化の機運が高まった。

こうした中、2009 年 9 月に、「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に「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「短縮化 WG」）が設置され、具体的な検討が進められ、2012 年 4 月に国債決済の T+2 化が、2018 年 5 月に T+1 化が実現した⁶。

¹ 日本証券業協会を事務局とする証券受渡・決済制度改革懇談会の報告「証券保管振替機関の組織・運営のあり方について」（2001 年 6 月）。

² G30 (the Group of Thirty) は、1978 年に設立された非営利の団体で、国際的な経済・金融問題についての理解を深めることなどを目的としており、世界の民間金融機関、中央銀行、学会のトップレベルの有識者によって構成されている。

³ 日本では、1996 年の T+7 決済実現前は、約定日にかかわらず、五・十日決済（5、10、15、20、25、30 日の月 6 回決済）であった。

⁴ 「世界の証券市場における清算および決済システム」（1989 年）。

⁵ 取引当事者の信用力とは異なる理由により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず、債券等の証券の受渡しが行われないことを指す。また、フェイル慣行とは、決済予定日までに債券の受渡しが行われていなくても、そのことのみをもって債務不履行とはせず、これを容認する市場慣行を指す。

⁶ これまでの T+1 化に向けた取組みについては、渡辺等（2016）を参照。

(2) 本稿の着眼点

国債・レポ取引の決済期間短縮化は、以下の2つの重要な意義を有している。第1に、G30の勧告にあるとおり決済リスクの削減である。例えば、T+1決済は、T+3決済に比べて、国債の未決済残高が3分の1になるなど決済リスクの削減に繋がる。第2に、国債を用いた取引の利便性が向上することである。すなわち、レポ取引のT+0決済により、「当日スタート」の資金調達・運用が可能となれば、無担保コール取引との裁定も働き、国債市場および短期金融市場の参加者にとって大幅な利便性向上に繋がると考えられる⁷。

本稿では、国債・レポ取引のうち、日々の決済額の大半を占めるレポ取引を中心に、主として第2の意義を念頭に、決済期間の短縮化、新現先取引の利用拡大および清算機関の参加者拡大といった市場整備面での取組みについてレビューしたうえで、国債決済T+1化後の実際の取引状況等について整理した。

図表1：国債決済期間短縮化の取組み

時期	国債決済期間短縮化の取組み	
	G30 勧告「世界の証券市場における清算および決済システム」公表(1989年) →証券決済期間は、T+3までにローリング方式で行うべきとの指摘	
1996年	T+7化	ローリング決済への移行(毎営業日に決済を実施)
1997年	T+3化	
リーマン・ブラザーズ証券の破綻(2008年9月) →市場機能の低下 (フェイル連鎖、レポ取引の敬遠等)		清算機関における清算機関機能の更なる向上 清算機関の参加者拡大 フェイル慣行の定着・普及 国債決済期間の短縮化 が課題に
2009年3月	「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓 ——証券取引、上場デリバティブ取引の決済に関して——」公表(日本銀行)	
2009年9月	国債の決済期間の短縮化に関する検討WGを設置(日証協)	
2010年1月	「金融・資本市場に係る制度整備について」公表(金融庁)	
2010年6月	「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」策定	
2011年11月	「国債の決済期間の短縮化に関するWG最終報告書」公表(日証協)	
2012年4月	国債取引の決済期間の短縮(T+2)化の実現	
2014年11月	「国債の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン」公表(日証協)	
2018年5月	国債取引の決済期間の短縮(T+1)化の実現	

⁷ 米国では、レポ取引はT+0決済が主流であり、翌日物のGCレポ・レートは、無担保のFFレートに比べて低いのに対し、わが国では、レポ取引はT+0決済でないことによる「先日付プレミアム」の存在等により、レポ・レートが、無担保コール翌日物金利を上回っていることが指摘されていた(日本銀行金融市場局、2007)。

2. 国債決済 T+1 化等に向けた市場基盤整備

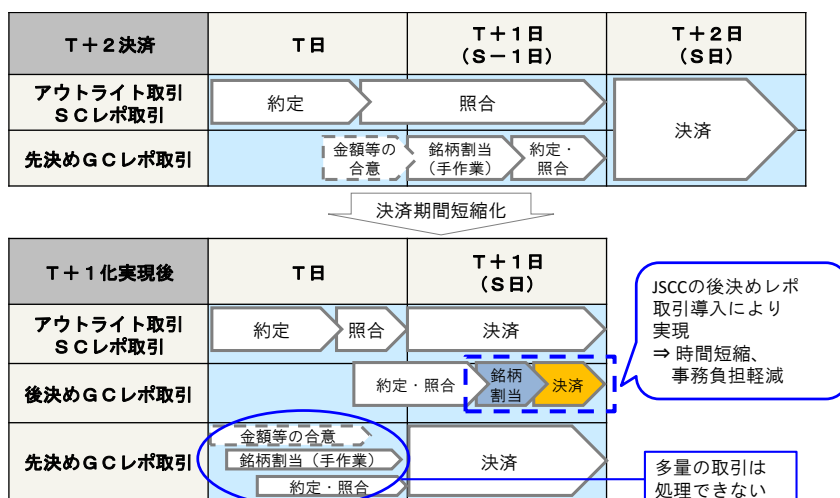
国債決済 T+1 化への移行を円滑に実現するためには、国債および資金の手当てを行うためのレポ取引の決済期間も併せて短縮化する必要があり、市場参加者、決済インフラ機関、政府および日本銀行等は、周到な準備を進めてきた。本章では、国債決済 T+1 化に向けて進められた (1) レポ取引の決済期間短縮化の取組みを整理するとともに、これを機に市場インフラの更なる整備の一環として取組まれた (2) 新現先取引の利用拡大、および、(3) 清算機関の参加者拡大について整理する。

(1) レポ取引の決済期間短縮化

レポ取引には、国債の特定の銘柄を手当てするための SC レポ取引⁸と、保有国債のファンディングを行うための GC レポ取引⁹がある。国債取引を T+1 決済で円滑に行ううえでは、これらの関連取引についても短縮化させる必要があり、銘柄を特定させる必要がある SC レポ取引は T+1 化、その必要がない GC レポ取引は T+0 化の検討が進められた (図表 2)。

このうち、GC レポ取引の T+0 化については、約定から照合を経て決済を行うまでの時間的制約が厳しく、約定後速やかに受渡国債の銘柄指定を要する従来の銘柄先決め GC レポ取引の事務フローを前提に実施することは困難であった。このため、新たな仕組みの「銘柄後決め方式 GC レポ取引 (以下「後決め GC レポ取引」)」を導入することとなった。

図表 2：T+1 化に伴うアウトライト・レポ取引の決済スケジュールの変化



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮 (T+1) 化に向けたグランドデザイン」を基に日本銀行が作成

⁸ 特定銘柄取引 (SC=Special Collateral) を指し、債券貸借的性格が強い。

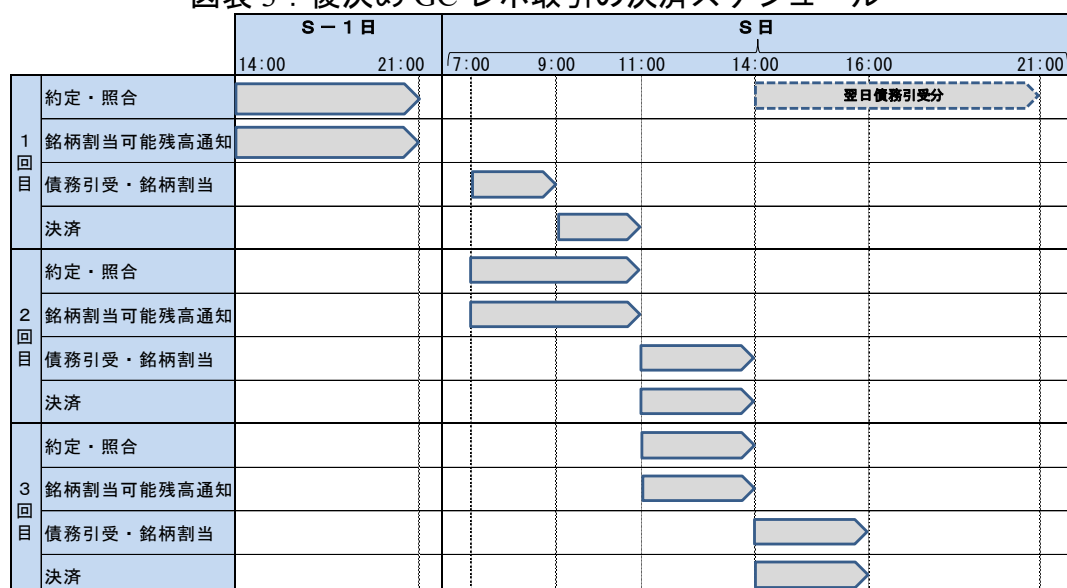
⁹ 非特定銘柄取引 (GC=General Collateral) を指し、資金取引的性格が強い。

後決め GC レポ取引とは、約定時に資金の受渡金額と国債の種類(バスケット)¹⁰を指定すれば、決済時に指定されたバスケットから保有銘柄を自動的に割り当てる仕組みである。後決め GC レポ取引には、従来の先決め GC レポ取引における煩瑣な手作業事務(個別の国債銘柄を指定する等)をシステム処理化し、約定から決済までの時間を大幅に短縮させる効果がある。

また、後決め GC レポ取引では、取引の利便性および決済の円滑化の観点から、日本証券クリアリング機構(JSCC)¹¹の債務引受¹²刻限を従前の1回から3回(1回目は決済日の前営業日の夕方、2・3回目は決済日当日の午前と午後)とし、GC レポ取引のT+0 決済の機会を午前と午後の2回確保した¹³(図表3)。

こうした後決め GC レポ取引の導入に際して、国債の清算機関である JSCC においてシステム構築が精力的に進められたほか、市場参加者側でもそれに対応したシステムの開発や事務体制の整備が行われた。

図表3：後決め GC レポ取引の決済スケジュール



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン」を基に日本銀行が作成

¹⁰ 「国庫短期証券」「利付残存10年以下・国庫短期証券」「利付・国庫短期証券」「変動利付・利付・国庫短期証券」「物価連動・変動利付・利付・国庫短期証券」「分離元本・分離利息」の6種類のバスケットを設定。

¹¹ 日本証券クリアリング機構(JSCC)は、2013年10月1日に、日本国債清算機関(JGBCC)と合併し、国債の店頭取引に係る清算業務を引き継ぎ、国債先物取引、金利スワップ取引の清算業務と併せて、幅広い円金利商品を取り扱うこととなった。

¹² 債務引受とは、市場参加者間の取引を清算機関との取引に置き換えることを言う。

¹³ JSCC が市場参加者の取引ニーズ等を踏まえ、SC レポ取引の約定事務に極力影響を与えないタイミング等の時間帯で設定。なお、決済日当日に利払いが発生する銘柄については、市場参加者等の意見を踏まえ、1回目の銘柄割当のみの扱いとなっている。

(2) 新現先取引の利用拡大

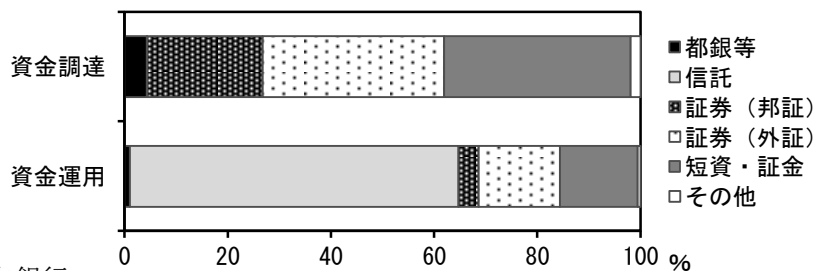
従前、わが国では、制度的な背景もあって、現金担保付債券貸借取引（現金を担保に債券の貸借を行う取引。以下「現担取引」）というかたちをとるのがレポ取引の主流であった¹⁴。もっとも、この現担取引を、グローバル・スタンダードであり、かつリスク管理面でも優れている新現先取引（売戻または買戻条件付きで債券の売買を行う取引）に移行することが課題¹⁵とされていた（レポ取引の取引形態についてはBOX参照）。

この新現先取引への移行という課題について、決済期間短縮化の機を捉え、短縮化WGでは、後決めGCレポ取引の取引形態を新現先取引に限定することで、後決めGCレポ取引の導入に紐づけてその利用拡大を図った。

こうした大きな方向性のもと、都市銀行や証券会社は早くから後決めGCレポ取引を導入する方針を掲げていた。他方で、主要な資金の出し手である信託銀行（図表4）は、T+1化後の他社の移行状況の見極めや、費用負担、体制整備といった点について、資金運用の委託元（レポ信託¹⁶委託先）の理解・承諾を得る必要があり、相応の準備期間を要するとのスタンスであった。

この点、レポ信託委託先において後決めGCレポ取引の利用が進まない場合、決済期間が区々となることによる市場取引の複雑化や、JSCC清算比率¹⁷の低下など、フロント・バック双方での効率性の低下が懸念されていた。

図表4：GCレポ（翌日物）の業態別残高の割合（2018年7月末）



(出所) 日本銀行

¹⁴ わが国では、現先取引は売買という性質上、有価証券取引税が売り・買い手双方に課されていた（1999年には廃止されている）。1995年に現担取引にかかる規制緩和（付利金利制限の廃止等）が行われ、現担取引の利便性が相対的に高まり、普及することとなった。

¹⁵ 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン」(2014)では、日本国債のクロスボーダー取引の拡大を意識した市場整備を行う必要があり、レポ取引の取引形態としては現在主流となっている現金担保付債券貸借取引に代わり、海外及びクロスボーダーのレポ契約で採用されている条件付売買の構成を採る新現先取引を普及させることが望ましいとしている。

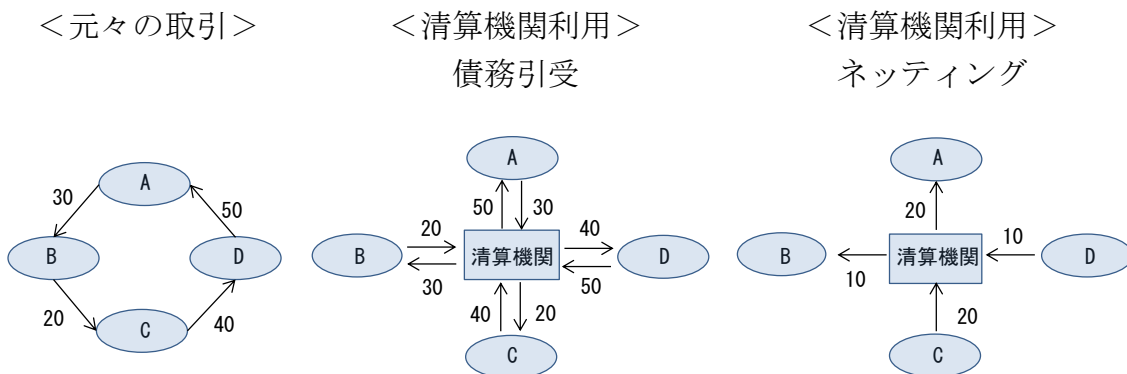
¹⁶ 運用有価証券信託の略称。レポ信託によるGCレポ取引は、SCレポ取引で債券放出を行い、その見合い金をGCレポ取引で資金放出するGC-SCスプレッド取引によるものが多い。

¹⁷ 国債DVP決済のうち清算機関であるJSCCを利用した決済の割合。

(3) 清算機関の参加者拡大

短縮化 WG では、市場全体の決済リスクを削減する観点から、市場参加者間の取引を清算機関との取引に置き換える債務引受と、債権・債務を相殺するネットティングの機能を持つ清算機関（JSCC）（図表 5）の参加者拡大についても課題とされていた¹⁸。この点、新現先取引の利用拡大のケースと同様、後決め GC レポ取引をてこに JSCC の参加者拡大が図られることとなった。すなわち、後決め GC レポ取引は、JSCC への参加を前提に JSCC が提供する機能であるため、その利便性を高めることで、JSCC に参加するインセンティブを高めた¹⁹。

図表 5：決済における清算機関利用のイメージ図



(出所) 日本銀行

¹⁸ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（2010年1月）およびこれに基づき日本証券業協会およびJSCCにおいて作成・公表が求められた「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」において課題として掲げられた。

¹⁹ JSCCは、後決めGCレポ取引により、約定当事者の手作業事務等の削減だけでなく、ターム物取引を容易にする機能も提供した。すなわち、後決めGCレポ取引でターム物取引を行う場合、資金調達サイドは、JSCCのシステムにより、各営業日時点で保有している銘柄を担保として自動的に差し替えることが可能であり、従前の新現先取引（先決め）では必要となるサブスティテューション（BOX参照）を自らの事務として行わずにターム物取引を行うことが可能となる。

<BOX：レポ取引における取引形態>

わが国のレポ取引（広義の「債券と資金を相互に融通する取引」）には、現金を担保に債券の貸借を行う「現担取引」と売戻または買戻条件付きで債券を売買する「現先取引」が存在し、現先取引は更に旧現先取引または新現先取引に分けられる。

新現先取引は、①グローバル・スタンダードである売買形式の取引であること、②現担取引にないリプライシング条項があるためリスク管理面の強化に資すること²⁰、③旧現先取引の枠組みを活かすことでシステム面での参加者の負担を抑えること、を念頭に整備され、2001年4月より導入された²¹。新現先取引では、新たにターム物取引を容易にする仕組み（取引対象債券などを取引期間中に差し替える権利<サブスティテューション>）も導入された（図表6）。

こうした特徴を持つ新現先取引に全体として移行することは、リスク管理面の強化だけでなく、非居住者による参入余地を広げ、市場の更なる活性化に繋がり得ると期待され、税務面でも非居住者取引にかかる非課税措置が取られた。

図表6：各種レポ取引のスキーム比較

		現担取引	旧現先取引	新現先取引
法的位置付け		貸借	条件付売買	条件付売買
リスク 管理 手法	ヘアカット	可	なし	可
	マージン・コール	可	なし	可
	リプライシング	なし	なし	可
サブスティテューション		なし	なし	可
一括清算条項/クロス・デフォルト条項		あり	なし	あり
オープンエンド取引		可	なし	可
期中利金の取り手		債券の貸し手	債券の買い手	債券の売り手

²⁰ リプライシングのほかヘアカットやマージン・コールといったリスク管理手法の詳細については、菅野・加藤（2001）を参照。

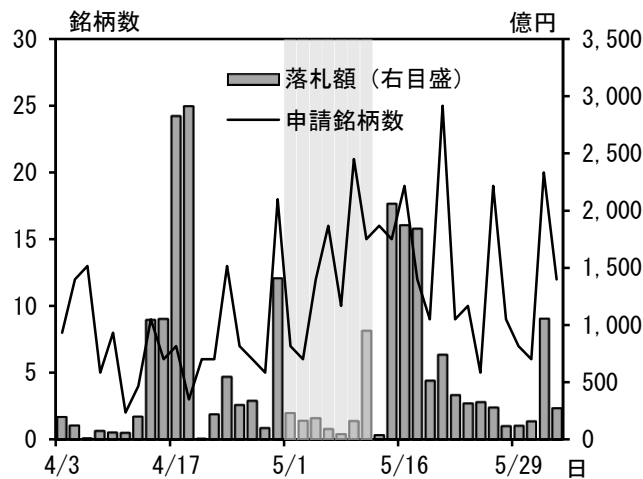
²¹ 日本銀行では、金融調節取引（オペ）において、短国現先オペおよび国債借入（レポ）オペを廃止し、新現先方式によるオペレーションを導入することを2002年9月に決定し、同年11月より実施した。

3. 国債決済 T+1 化への移行時およびその後の市場取引等の動向

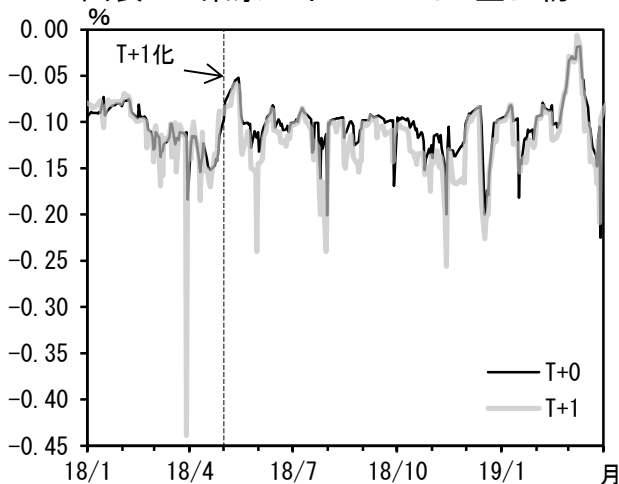
3-1 T+1 化への移行時の動向

国債決済 T+1 化への移行時（2018 年 5 月 1 日）のレポ取引の動向をみると、市場参加者が、長めのターム物などによって同日前後のスタート・エンドを避ける等、予め必要な資金や国債の手当てを行ったこともあり、特段の混乱はみられなかった。日本銀行でも、市場参加者の T+1 化への円滑な移行を支援する観点から、新たな市場慣行のもとでの取引が定着するまでの間、レポ市場における国債需給を緩和するための措置を講じた。すなわち、一時的・予防的な措置として、2018 年 5 月 1 日～11 日の間に実施する国債補完供給について、1 日 3 回までの入札を実施し得ることとした。もっとも、上述のとおり、多くの市場参加者が保守的な対応を講じたことなどから、実際の利用は限定的となった（図表 7）。また、レポ・レートやフェイルの件数・金額をみても、T+1 化前後での混乱は特段見られなかった（図表 8、9）。

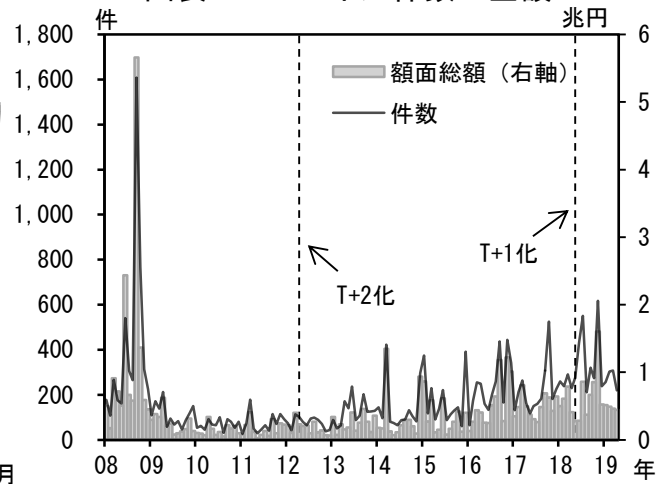
図表 7：T+1 化移行前後の国債補完供給



図表 8：東京レポ・レート<翌日物>



図表 9：フェイル件数・金額



(注) 図表 7 のシャドーは、国債補完供給について、1 日 3 回の入札を実施し得る運用とした期間（5/1 日～11 日）。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行「オペレーション」「フェイルの発生状況」

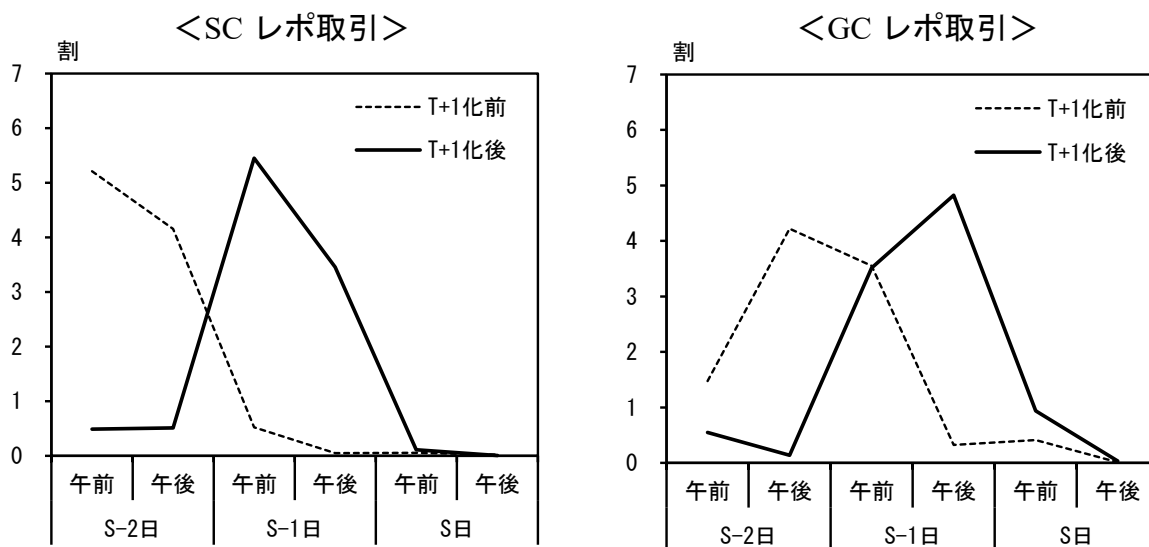
3-2 T+1 化実施後の動向

以下では、2章で整理した国債決済期間のT+1化に向けた市場基盤整備について、T+1化実施後にどの程度実現したかについて整理した。すなわち、2. (1)～(3)に沿うかたちで、(1)レポ取引の決済期間短縮化の状況、(2)新現先取引の利用拡大状況、および、(3)清算機関の参加者拡大状況について整理した。

(1) レポ取引の決済期間短縮化の状況

国債決済T+1化前後のレポ取引の約定タイミングの変化をみると、SCレポ取引は、その大半の取引(8割強)が決済日の2営業日前(S-2日)の約定(T+2取引)から前営業日(S-1日)の約定(T+1取引)に後倒されている。また、GCレポ取引は、T+1化前ではその大半がS-2日の午後からS-1日の午前に約定されていたが、T+1化後は全体的に後倒され、その大半の取引(9割弱)がS-1日の午前および午後に約定されているほか、S日での約定(T+0取引)も幾分増加している(図表10)。

図表10：T+1化前後でのレポ約定タイミングの変化



(注) T+1化前後でレポ取引約定を行っていることが確認された先において、レポ取引の約定タイミングがどのように変化したかを調査。調査先回答を2018年7月末時点の取引残高で加重平均処理。

(出所) 日本銀行「東京短期金融市場サーベイ」

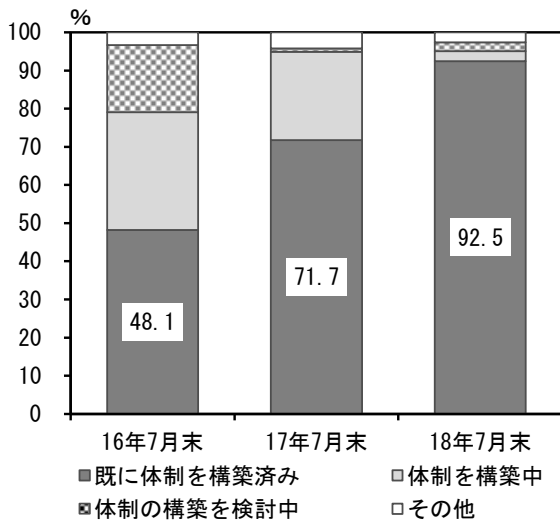
(2) 新現先取引の利用拡大状況

イ. 体制整備状況

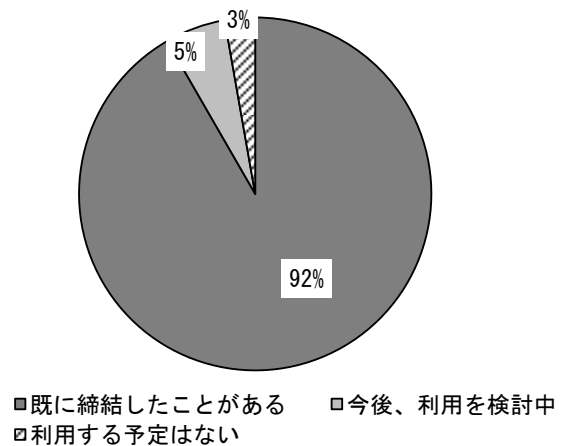
新現先取引への移行について、2017年7月末時点では、レポ市場参加者のうち3割弱の先が体制整備未了であったが、2018年7月末時点では、9割強の先

が基本契約書の締結を含めて体制整備済みであった（図表 11、12）。

図表 11：新現先取引の体制整備状況



図表 12：新現先取引の基本契約書締結状況

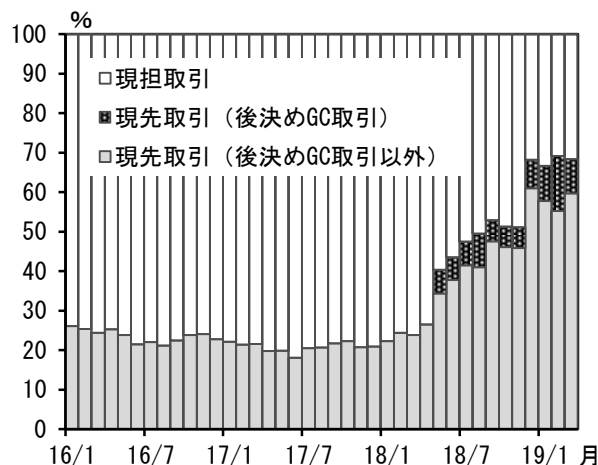


（出所）日本銀行「東京短期金融市場サーベイ」、日本証券業協会

ロ. 取引状況

T+1 化の実施以降、都市銀行の現先取引（大半が新現先取引²²）の割合は緩やかに増加し、2018 年末にかけてレポ信託を擁する信託銀行の新現先取引への移行が進むと、現先取引の割合は 7 割程度まで大幅に上昇した（図表 13、14、15）。

図表 13：レポ取引の取引形態別割合



（注）「現担取引」は「債券貸借取引残高等状況」、「現先取引」は、「公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高」の計数（額面金額ベース）。

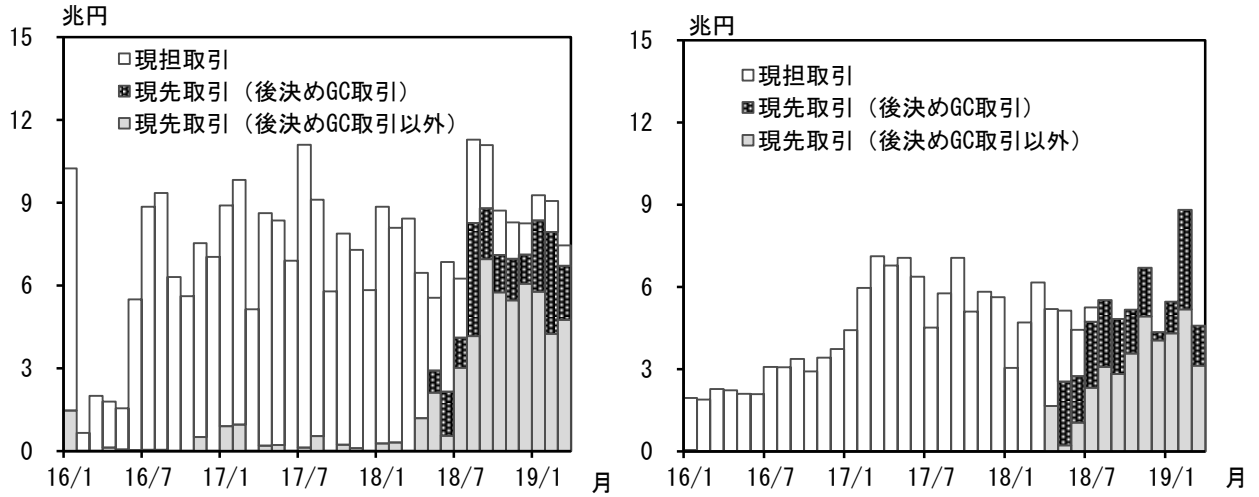
（出所）日本証券業協会

²² 2016 年の短期金融市場サーベイでは、現先取引のうち約 9 割が新現先取引となっている（日本銀行金融市場局、2016）。

図表 14：都市銀行のレポ取引における現先・現担取引残高

<資金調達>

<資金運用>



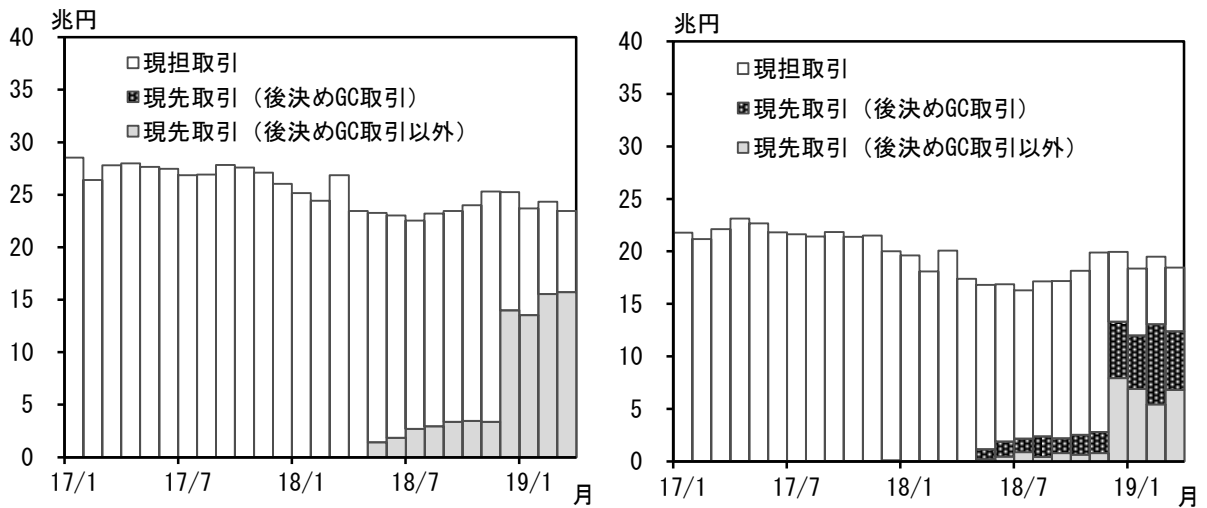
(注) 「現担取引」は「債券貸借取引残高等状況」、「現先取引」は、「公社債投資家別条件付売買(現先)月末残高」の残高(額面金額ベース)。図表 15 も同様。

(出所) 日本証券業協会

図表 15：信託銀行のレポ取引における現先・現担取引残高

<資金調達>

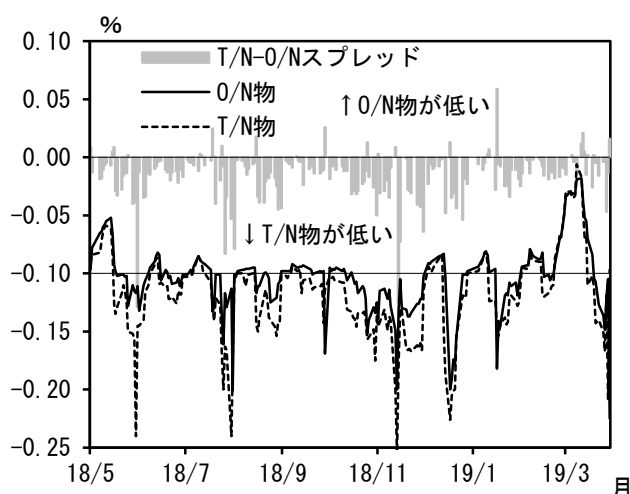
<資金運用>



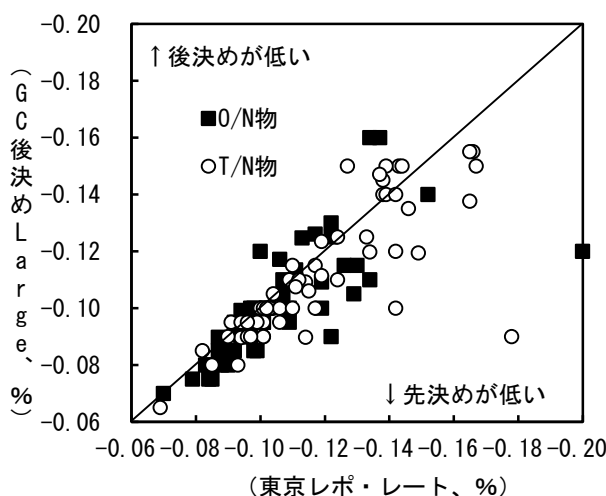
(出所) 日本証券業協会

こうした新現先取引への移行が進むもとのレポ市場の機能度を、レート面から確認すると、①O/N物と比較して、スタート日が同一のT/N物のレポ・レートの方が低い、②後決めと比較して、先決めGCレポ取引のレポ・レートの方が低いといった特徴がみられた²³。もっとも、こうしたレート差が拡大する局面を中心に裁定取引を行う市場参加者も存在することなどから、その拡大幅は限定的となるなど、円滑かつ柔軟なレート形成がなされている（図表16、17）。

図表16：東京レポ・レートのT/N-O/Nスプレッド



図表17：先決め・後決めGCレポ取引のレート分布



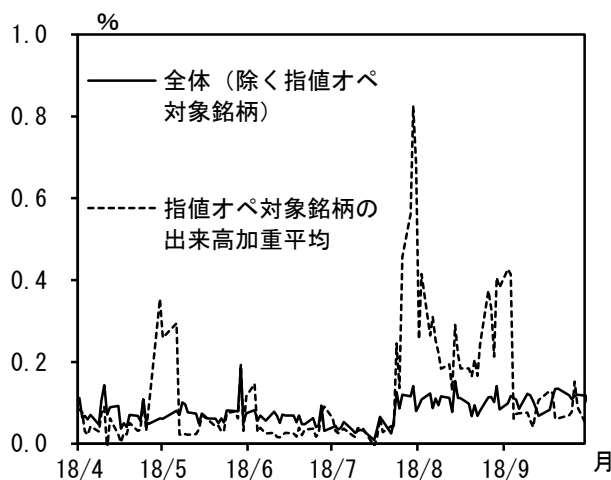
(注) 左図の東京レポ・レート (T/N物) は、スタート日ベース。右図の「GC後決めLarge」は、後決めGCレポ取引のうち、物価連動国債以外の国債を対象とするバスケット。また、右図の東京レポ・レートの対象取引は、「後決めGCレポ (清算機関利用) およびそれ以外のGCレポの両方を一体的に対象とする」とされているため、先決め取引のレートが一定程度反映されていると考えられる。

(出所) 日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券

²³ ①については、総じて債券需給がタイトな中で、O/N物よりも、時間的に余裕のあるT/N物での債券調達を選好されることなどが背景と考えられる。②については、後決めGCレポ取引は、資金の受渡金額と国債のバスケット (例えば、「利付国債のうち残存年限10年以下のもの又は国庫短期証券」、「利付国債、変動利付国債又は国庫短期証券」などの割当て対象銘柄の範囲を特定する条件) のみを指定して約定する一方、先決めGCレポ取引は、国債を銘柄まで確定したうえで約定するため、債券調達サイドとしては担保などで利用しやすいこと、また債券放出サイドからみると、銘柄後決め方式の方が、銘柄先決め方式と比べてJSCCへの委託を通じて事務コストを抑制できることから、相対的に高いレート (より低い品貸料) で債券放出を実施し得ること、などが背景と考えられる。

この間、国債決済期間の T+1 化後、レポ・レートがやや大きめに変動した局面においても、レポ市場の機能度に特段問題はみられなかった。例えば、2018 年 7 月 30 日～31 日の金融政策決定会合前後では、金利がやや大きく変動する中で、機動的な債券売買を行うために、投資家が一時的に資金調達（債券放出）を抑制したことなどから、GC レポ・レートがやや大きめに低下したほか、GC レポ・レートと SC レポ・レートの格差 (GC-SC スプレッド) が大きく拡大した。特に、指値オペなどを通じた日本銀行による大量の国債買入れの結果、新発債を中心に市中残高が急速に減少したことなどから、こうした銘柄の GC-SC スプレッドが急速に拡大した（図表 18）。また、2019 年 2 月積み期間には、レポ市場での裁定取引に積極的な金融機関の政策金利残高²⁴が少なめとなり、資金放出（債券調達）に消極的となる中で、GC レポ・レートが上昇する局面がみられた。もともと、レポ市場において日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引を行うプレイヤーにも拡がりが見られる中、いずれの局面においても、他の金融機関が積極的に裁定取引を行うといった動きも観察されており²⁵、レポ市場の機能度に特段問題はみられなかった。

図表 18：固定利回り方式による国債買入れ（指値オペ）
対象銘柄の GC-SC スプレッド



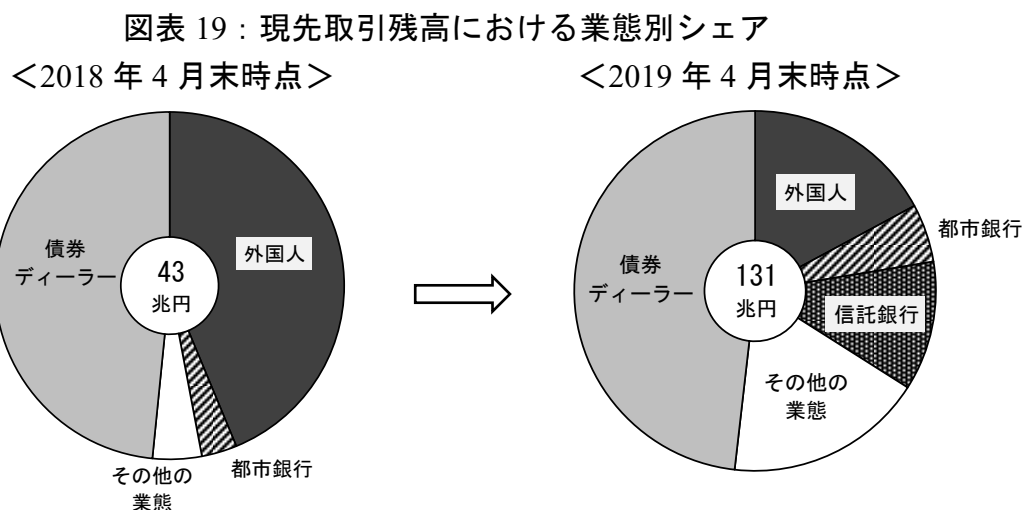
(注) 指値オペの買入れ対象銘柄は、10 年 349～351 回債。
(出所) 日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券

²⁴ 日銀当座預金のうち、▲0.1%のマイナス金利が適用される残高。日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引等については、日本銀行「2018 年度の金融市場調節」4. (1) を参照。

²⁵ レポ・レートが上昇した局面では、T+0 決済が主流である無担保コール取引との裁定取引が一部で見られるなど、国債決済 T+1 化に伴う裁定機会の拡がりも観察された。ただし、資金と同時に債券のやり取りを伴うレポ取引と無担保コール取引では、担保の有無や市場参加者の取引動機が異なる面もあるため、両者の間に、常にスムーズな裁定関係が存在するわけではないことには留意を要する。

ハ. 内外取引形態の一体化

売買形式の現先取引は、前述のとおり、海外およびクロスボーダーの取引で主流の取引形態であり、T+1 化以前は、非居住者である外国人とその取引相手である債券ディーラー（証券会社等）を中心に行われていた。もっとも、T+1 化以降、後決め GC レポ取引の導入等もあって新現先取引への移行が進んだことにより、直近では現先取引残高も約 3 倍に拡大したほか、都市銀行や信託銀行をはじめ業態の裾野が広がっており、内外取引形態の一体化が進んだ（図表 19）。



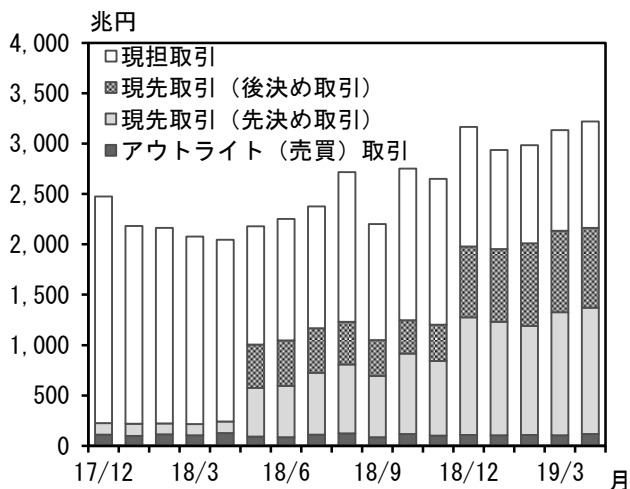
(注) 「公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高」の資金運用・調達の合計残高（額面金額ベース）。

(出所) 日本証券業協会

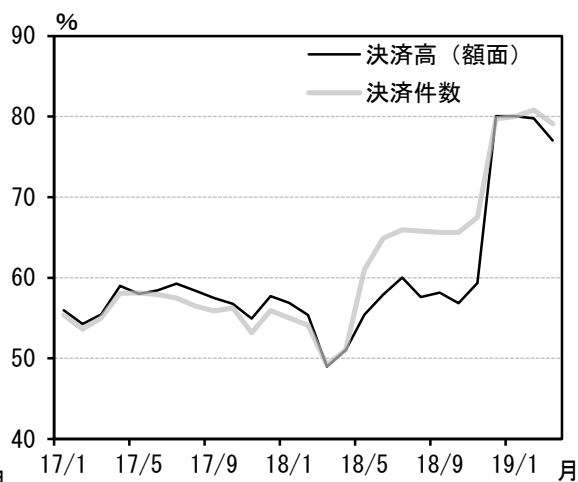
(3) 清算機関の参加者拡大状況

清算機関の参加者拡大状況について、JSCC による債務引受金額をみると、国債決済 T+1 化が実施された 2018 年 5 月以降、後決め GC レポ取引を含む新現先取引を中心に増加している（図表 20）。これは、JSCC が後決め GC レポ取引の機能を提供したことが功を奏した結果であり、日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）における国債 DVP 決済（証券・資金の同時決済）に占める JSCC 経由分のシェアは 8 割程度まで上昇した（図表 21）。

図表 20：JSCC 債務引受金額の推移



図表 21：国債 DVP 決済の JSCC シェア



(注) 右図は、JSCC のネッティング後 DVP 決済高・件数が、日銀ネットにおける国債 DVP 決済高・件数全体に占める割合。

(出所) 日本証券クリアリング機構、日本銀行「決済動向」

国債・レポ取引は、日銀ネットにおいて、日々膨大な金額の決済を行っている（大半はレポ取引に基づく決済（図表 20））。この点、国債決済期間の短縮化や、上述の JSCC の参加者拡大が実現していなかった場合、例えば GW のような連休中においては、かなりの金額の既約定未決済残高が積み上がったままとなり得る。とりわけ、祝日が重ならない海外市場において金融機関のカウンターパーティリスクが顕現化した時や、連休明けにシステムトラブル等が発生した時は、国債・レポ市場に与える影響はより大きなものとなる可能性がある。

このように、国債・レポ取引の決済期間短縮化および JSCC の参加者拡大によるネッティング効果は、既約定未決済残高の抑制を通じて、日々の決済額を抑制し、安全・効率的かつ利便性の高い国債・レポ市場の整備に大きな役割を果たしている²⁶。

²⁶ 日本銀行「決済システムレポート」（2019 年 3 月）の 13 頁参照。

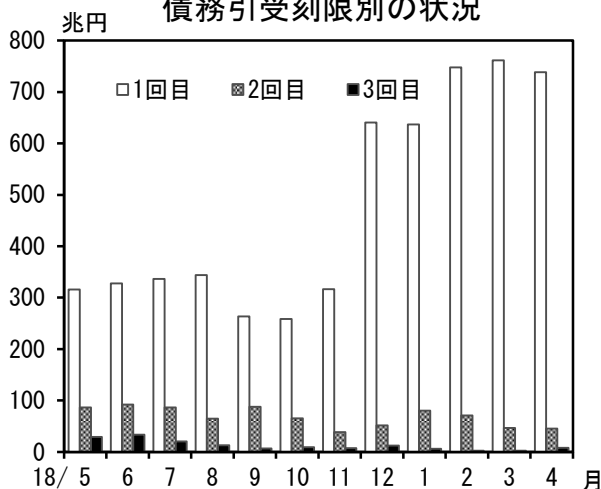
4. T+1 化後に残された課題

国債決済 T+1 化後、レポ取引の決済期間は短縮化しているほか、新現先取引の利用や清算機関の参加者も拡大し、国債・レポ市場の利便性向上に向けた取組みは順調に進捗していると評価することができると思われる。

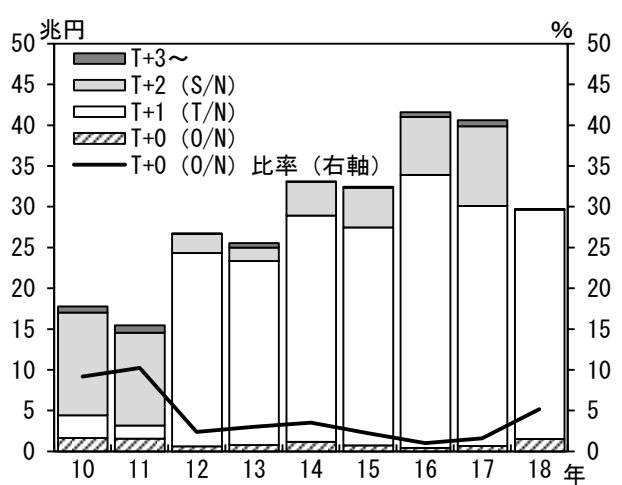
現在も、新現先取引への移行や JSCC の参加者拡大の動きは継続しているが、日本銀行としても、レポの取引動向について、以下の実務面の課題²⁷を中心に、引き続きフォローしていくことは重要であると考えている。

第 1 に、後決め GC レポ取引の利用は増加傾向にあるものの、先決め取引の割合が引き続き高い状況にある（前掲図表 13）。また、後決め GC レポ取引自体も、1 回目の JSCC の債務引受刻限（T+1 取引）の利用が多い状況が続いており²⁸（図表 22）、全体として GC レポの T+0 取引は限定的な拡がりに止まっている（図表 23）。この点、GC レポの T+0 取引は、無担保コール（O/N）取引との裁定を通じて、短期金融市場全体の利便性向上に資することについての理解を得つつ、T+0 取引にも容易に対応可能な後決め GC レポ取引の利用拡大を促していく必要がある。

図表 22：後決め GC レポ取引の債務引受刻限別の状況



図表 23：GC レポ取引残高<翌日物>



(注) 左図は債務引受金額ベース。右図は各年 7 月末時点の資金調達サイドの計数。

(出所) 日本銀行「東京短期金融市場サーベイ」、日本証券クリアリング機構

²⁷ ここで掲げた課題は、国債・レポ取引に係るものであるが、そのほか市場参加者からは、国債・レポ取引だけでなく、国債先物取引の現渡し等とのネットイングが実現すれば、更なる効率化が図られ、利便性が高まるとの意見も聞かれている。今後も、こうした国債・レポ市場の安全・効率性や利便性向上に資する施策への対応が進むことが期待される。

²⁸ 利払い銘柄の利払い日前営業日における銘柄割当は、市場参加者等の意見を踏まえ、1 回目（T+1 取引）のみの扱い（他銘柄は前述のとおり 3 回）となっていることもその要因の一つであるとの声が聞かれている。

第 2 に、レポ市場全体として新現先取引への移行が進む中、依然として現担取引も相応に行われており、取引形態が二分化された状態が継続している（前掲図表 13）。このため、現担取引から新現先取引への更なる移行の動きについて、引き続き注視していく必要がある。

第 3 に、非居住者取引²⁹の決済期間短縮化は、短縮化 WG 等での目標には掲げられず、本稿でも、その取引動向の詳細については触れなかったが、レポ取引の資金運用サイドにおける非居住者のシェアは 20%弱程度と、相応に高い水準にある（図表 24）。

非居住者取引は、時差の問題に加え、約定から決済までの間に国内外で多くの関係者が関与していることもあって、決済期間の短縮化を一律に進めることは居住者間取引に比べ困難であると考えられる。もっとも、居住者間取引と非居住者取引との決済期間の乖離が拡大した場合、市場の利便性・効率性が低下する恐れがあるため、非居住者取引の決済期間の動向についても注視していく必要があると思われる³⁰。

この点、非居住者取引においても、証券保管振替機構の決済照合システムの利用促進等による事務合理化を促すとともに、非居住者取引は居住者取引に比べフェイルが発生し易いことに留意し、フェイル時の事務対応について改めて確認しておくことが重要であると考えられる。

図表 24：レポ市場の資金調達サイドにおける対外国人取引の割合



(注) 「債券貸借取引残高等状況」の現担取引と「公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高」の現先取引の資金運用サイドを合計した残高（額面金額ベース）を用いている。

(出所) 日本証券業協会

²⁹ ここでは、外国金融機関等が国内の特定金融機関等との間で行う国債の現先取引または現担取引および特定外国法人が国内の特定金融機関等との間で行う国債の現先取引を念頭に置いている。

³⁰ 日本銀行は、外国中央銀行等および国際機関が一方当事者となる国債取引（従来は T+3 以上）について、2018 年 6 月より、証券保管振替機構の決済照合システムを利用するとともに、市中慣行を踏まえた事務フローへの見直しを行った上で、T+2 決済を可能とした。

5. おわりに

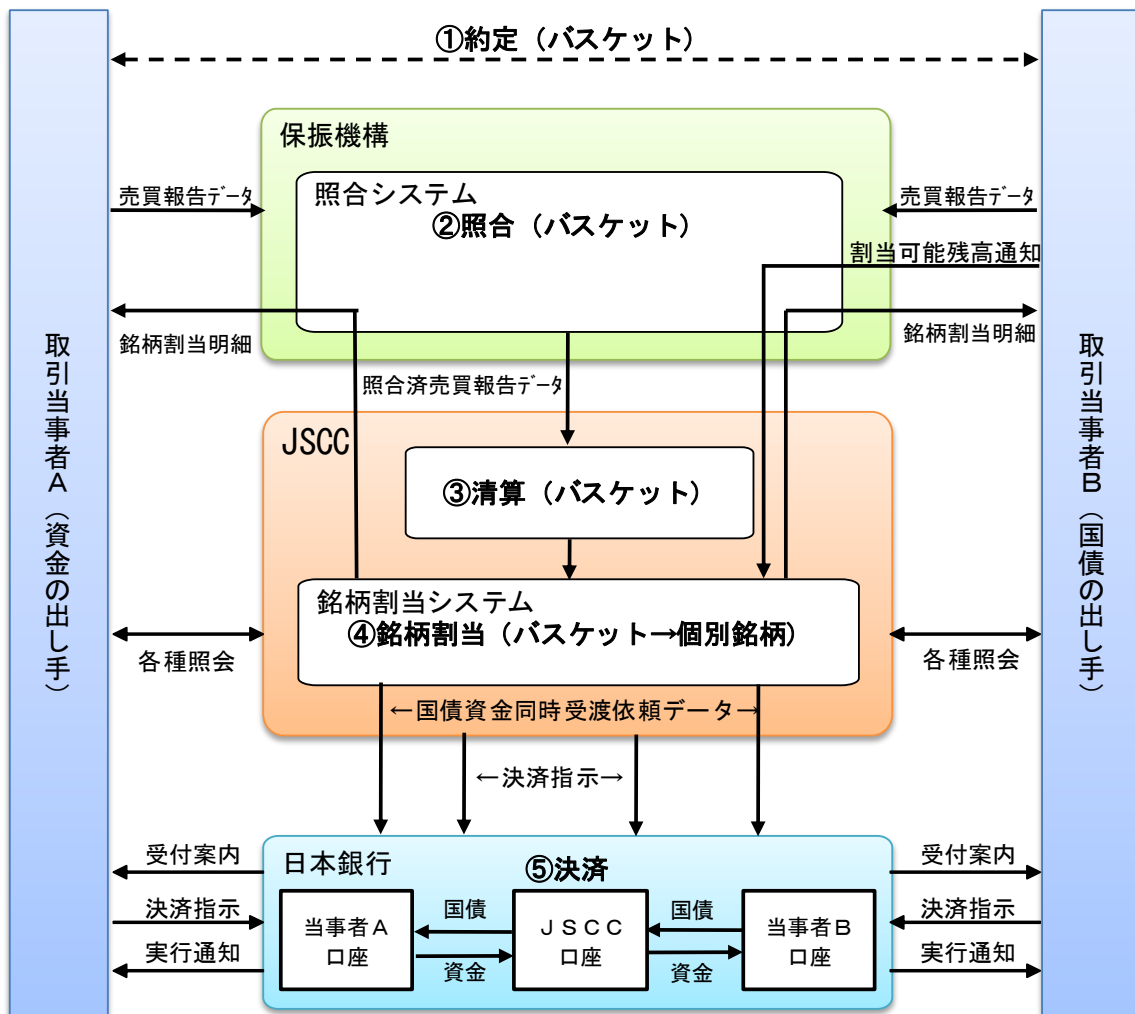
本稿では、国債決済 T+1 化に向けた市場基盤整備と T+1 化後の市場取引等の動向について、レポ取引を中心に整理を行ったが、そのポイントをまとめると以下のとおり。

- ①国債決済の T+1 化への移行にあたり、レポ取引の決済期間短縮化（SC レポ取引の T+1 化および GC レポ取引の T+0 化）が進められたが、国債決済 T+1 化の実施の際にレポ市場において特段の混乱は見られなかった。
- ②GC レポ取引の T+0 化は、厳しい時間的制約のもと事務の合理化が必要であったため、後決め GC レポ取引が導入された。これに合わせて行われた取組みも奏功し、新現先取引の利用拡大や清算機関の参加者拡大の効果も見られた。もっとも、後決め GC レポ取引の利用促進や新現先取引への更なる移行は、市場の分断化を回避し、市場の効率性および利便性を向上させるうえで引き続き重要な課題である。
- ③非居住者取引の決済期間短縮化については、その実現に向けて、非居住者に対しては決済照合システムの利用による事務の合理化を促すとともに、相対的なフェイルリスクの高さを踏まえ、居住者側はフェイル時の事務対応について改めて確認しておく必要がある。

日本銀行としても、債券現先取引等研究会などの意見交換の場や日本銀行が実施する各種サーベイ等を活用しつつ、引き続き市場参加者との対話を行っていきたいと考えている。

以 上

(参考) 銘柄後決め方式 GC レポ取引の決済に係る事務フロー図



(出所) 日本証券業協会

【参考文献】

日本銀行（2019）、「決済システムレポート（2019年3月）」

日本銀行金融市場局（2016）、「わが国短期金融市場の動向 ——東京短期金融市場サーベイ（16/8月）の結果——」

渡辺百合子・吉田俊介・宇井理人・本馬朝子・北濱佑介・清水茂（2016）、「国債の決済期間短縮化（T+1化）に向けて」、日銀レビュー、2016-J-13

日本銀行決済機構局（2009）、「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓 ——証券取引、上場デリバティブ取引の決済に関して——」、日本銀行調査論文

日本銀行金融市場局（2007）、「米国短期金融市場の最近の動向について ——レポ市場、FF市場、FF金利先物・OIS市場を中心に——」、日本銀行調査論文

菅野浩之・加藤毅（2001）、「現先取引の整備・拡充に向けた動きについて ～グローバル・スタンダードに沿った新しいレポ取引の導入～」、日本銀行マーケット・レビュー、2001-J-9

日本証券業協会（2014）、「国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン」