

国債決済期間短縮化（T+1化）後の 銘柄後決めレポ取引の動向について

日本証券クリアリング機構 国債店頭取引清算グループ

調査役 **佐々木 隆雄**
上野 昂



1. 決済期間短縮化について

本年5月1日に、我が国における日本国債の取引の約定から決済までの期間が2日間（T+2）から、翌日（T+1）に短縮された。当該短縮化に伴って、日本取引所グループ傘下の清算機関である日本証券クリアリング機構（以下「JSCC」という。）では「銘柄後決めレポ取引」を導入したため、本稿ではその動向を紹介したい（注1）。

〈目次〉

1. 決済期間短縮化について
2. 国債取引T+1への移行
3. 銘柄後決めレポ取引の利用状況
4. 利便性向上と決済リスク削減に向けて

米国や英国における国債取引の決済期間は既にT+1となっており、決済期間の短縮化による決済リスク削減の動きが国際的に進められている。我が国では、2008年の金融危機を契機に、金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」において、決済リスク削減のために決済期間短縮と清算機関の利用拡大が掲げられ、短縮化の具体策が日本証券業協会の「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」において検討されてきた（注2）。この間、2012年には、国債取引についてT+3からT+2への短縮化が実施された。

売買（アウトライト取引）やSCレポ取引（注3）（special collateral、資金を実質的な担保として特定銘柄の債券の運用・調達を目的とする取引）がT+1に短縮されることに伴

い、在庫国債のファンディングのためのGCレポ取引（general collateral、債券を実質的な担保として資金の運用・調達を目的とする取引）では、約定日当日における決済（T+0）の実現が求められた。そのため、従来では参加者間で行われていたGCレポ取引の銘柄の割当てを、債務引受後にJSCCが行うスキームによってT+0を可能とする「銘柄後決めレポ取引」を導入することとした。

また、レポ取引について、我が国においては歴史的経緯から有価証券の消費貸借の形式である現金担保付債券貸借取引が主に利用されてきた。この点、決済期間短縮化を機に、「日本国債のクロスボーダー取引の拡大や日本国債市場の国際競争力強化に資する観点から、グローバルスタンダードとなっている現先取引への移行が望ましい」とされ、「債券等の現先取引に関する契約書」の雛形が取りまとめられるとともに、現先形式への移行が促された。

■ 2. 国債取引T+1への移行

国債取引は店頭取引において行われているため、決済期間については取引当事者間の合意に基づくものである。そのため、今般の国債売買のT+1化は強制的なルールではなく市場の取引慣行にすぎない。そのような下で、JSCCが債務引受けをしている国債売買については、従来約90%がT+2の決済期間だったものが、短縮化後はT+1が90%程度の水

準となっている。また、従前からのレポ取引である銘柄先決め方式のレポ取引についても、T+2とT+1に大別されていたものがT+1の取引が90%を占めるようになっており、制度整備だけではなく、所期の目的である市場実態として短縮化への移行がみられている。

■ 3. 銘柄後決めレポ取引の利用状況

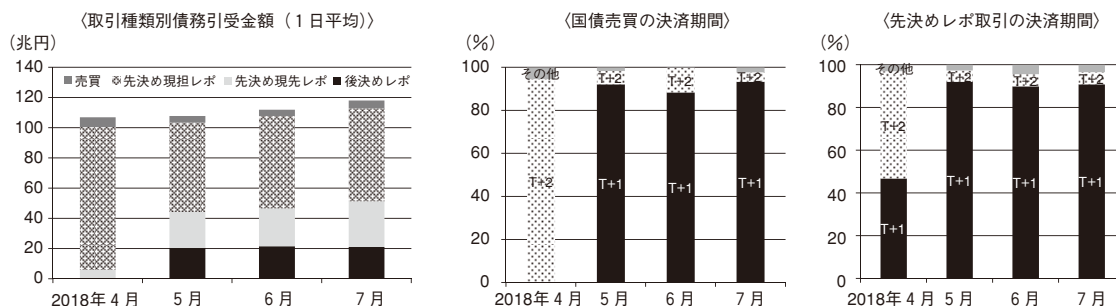
(1) 債務引受金額

JSCCが行う国債店頭取引清算業務における債務引受けの対象は、日本国債を対象とした売買と、現金担保付債券貸借取引（現担）及び現先取引（銘柄先決め現先取引と名称を改めた。）の3種類としていたところ、これに銘柄後決めレポ取引を加えた。

各取引の債務引受金額をみると、短縮化前は1日平均約100兆円超のうち現金担保付債券貸借取引が約90%を占め、売買及び現先取引は数%ずつとなっていた。短縮化後の銘柄後決めレポ取引の債務引受金額は1日平均20兆円を超え、債務引受金額全体の約20%を占めている。また、6月や7月においては50兆円を超える日も存在している。

さらに、従来からの先決め方式においても現先取引の利用が増加しており、債務引受金額全体の20%程度となっている。レポ取引だけを見ると、現先方式である銘柄後決めレポ取引を合わせて現先取引の比率が約40%を占

(図表1) 債務引受けと決済期間の変化



(注) 債務引受金額ベース (往復)。現担・現先取引はスタート・エンド合計。

(図表2) 国債バスケットに含まれる銘柄と利用割合

	国庫短期証券	利付国債10年以下	利付国債10年超	変動利付国債	物価連動国債	ストリップス債	利用割合 (5~7月)
国債バスケット (TDB)	●						0.0%
国債バスケット (10年以下)	●	●					2.8%
国債バスケット (利付・TDB)	●	●	●				24.2%
国債バスケット (物国以外)	●	●	●	●			72.2%
国債バスケット (全て)	●	●	●	●	●		0.8%
国債バスケット (Strips)						●	0.0%

(注) 名称は銘柄略称。●は当該バスケットに含まれる銘柄を表している。利用割合は債務引受金額ベース。

めるほどになっている。

(2) 銘柄後決めレポ取引におけるバスケット

銘柄後決めレポ取引は、約定時には個別銘柄を特定せず複数の銘柄の集合体であるバスケット単位で約定し、JSCCが債務引受後に個別銘柄の割当てを行うスキームとなっている。当該銘柄割当てにおいては、銘柄後決めレポ取引にかかる渡方参加者が、利用可能な国債の銘柄及び数量を割当可能残高通知としてJSCCに送信する。そして、JSCCは受領し

た割当可能残高の中から後述する債務引受時限毎に、バスケットに含まれる銘柄の割当てを行う。

JSCCでは、制度開始に合わせてバスケットを6種類設けた。清算参加者はバスケットを特定する(例えば、変動利付国債の割当てを望まない場合は「利付・TDB」などのバスケットを指定する)ことで、ニーズに合わせて割り当てられる銘柄の範囲を特定することができる。

導入後のバスケットの利用状況をみると最も多く用いられているのは「物国以外」のバ

(図表3) 銘柄後決めレポ取引の債務引受時限

	1回目	2回目	3回目
債務引受けの申込み	前日午後2時から前日午後9時まで	当日午前7時から当日午前11時まで	当日午前11時から当日午後2時まで
債務引受時限	当日午前7時	当日午前11時	当日午後2時

スケットであり、債務引受金額の約70%を占めている。次に利用されている「利付・TDB」は20%超程度であり、当該2つの利用が大宗を占めている。

(3) 1日3回の債務引受け

従来債務引受時限は1日1回（午後6時30分）としていたところ、銘柄後決めレポ取引に係る債務引受時限を1日3回設けた。このうち、2回目（午前11時）及び3回目（午後2時）は当日中の決済（T+0）となる。1回目（午前7時）の債務引受けは前日午後9時までに債務引受けの申込みがなされた取引が対象となるためT+1の決済となる。導入後3か月間における各回の債務引受金額のシェアをみると、1回目が74%、2回目が20%、3回目が6%と1回目が最も多くなっている。

なお、銘柄割当てのうち1回目の債務引受時限に行うものに限っては、銘柄後決めレポ取引に関して当該割当日に受領予定の銘柄・数量の範囲内で行うこととしている。対象外のものには1回目に債務引受けがなされても2回目の債務引受時限の割当てに繰り越され、そのような取引も相応にみられている。

(4) 決済の状況

債務引受後に行われる決済の進捗状況について、売買・先決めレポ取引では決済時間帯を5時間設けている中で、開始から1時間程度で90%程度が完了している状況であった。銘柄後決めレポ取引の導入後3か月間の状況をみると、各決済時間帯2～3時間のうち開始30分時点において90%以上の決済が完了しており、売買・先決めレポ取引よりも速いペースで決済が進捗している。また、銘柄後決めレポ取引のフェイル（国債の渡方が決済時限までに決済を完了できないこと。）は3か月間合計で6件と同取引の決済件数約23万件と比較して僅少にとどまるなど円滑な決済状況となっている。

債務引受けされたバスケットのポジションや銘柄はネットティングが行われ、残った数量が決済の対象となる。銘柄後決めレポ取引においては、決済の対象となった金額は債務引受金額の約20%と、ネットティング効果は80%になっており、売買・先決めレポ取引と同水準のネットティング効果がみられている。

■ 4. 利便性向上と決済リスク削減に向けて

JSCCでは銘柄後決めレポ取引の導入とともに、物価連動国債を新たに清算対象に加えただほか、当初証拠金の算出・預託についても1日3回とするなどの所要の見直しを行っている（注4）。

このたびの決済期間短縮化（T+1化）は多くの市場参加者・インフラ機関の長期間に亘たる取組みによって実現した施策であり関係者の御尽力に感謝申し上げる（注5）。JSCCは国債店頭取引の清算サービスの安定的な提供を通じて、今後も利用者の利便性向上、決済リスク削減を図ってまいりたい。

場からみた国債の希少性」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.17-J5）が詳しい。なお、海外のレポ取引残高はユーロ圏2.8兆ドル、米国2.7兆ドル、英国0.9兆ドルといわれており2019年からは国際的なレポデータの収集が予定されている。詳細は島村ほか「グローバルな国債レポ市場の動向」（日銀レビュー2017-J-10）を参照。

（注4） 物価連動国債の債務引受けの状況については佐々木「国債取引決済期間T+1化の実現とその後の状況」（週刊金融財政事情3274号）を参照。

（注5） 関係機関の取組みについては渡辺ほか「国債の決済期間短縮化（T+1化）に向けて」（日銀レビュー16-J-13）や鳥澤／原田「国債の決済期間の短縮化に向けて～ポストトレード事務から見た展望と決済照合システムが果たす役割～」（本誌2018年1月号）を参照。



（注1） 制度の詳細は、「国債取引の決済期間の短縮化及び物価連動国債の清算対象化に伴う国債店頭取引清算業務に係る制度要綱」（2014年11月（2018年1月改定））や佐々木「国債店頭取引における銘柄後決め現先取引の概説」（旬刊商事法務2173号）を参照。

（注2） 検討の経緯等については、「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年11月）日本証券業協会・国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループを参照。

（注3） レポ取引は債券と資金を一定期間にわたって交換する取引。「repurchase agreement（買戻しの合意）」の略といわれる。我が国における取引残高（資金調達側）は約130兆円（2017年8月時点。日本銀行の東京短期金融市場サーベイ参照）となっており、SCレポ取引とGCレポ取引間に見られるレポレート分析については衣笠／長野「SCレポ市