

国債決済期間の短縮とレポ市場の革新

中島 将隆

はじめに

国債のアウトライト取引とSCレポ取引の決済期間は、二〇一八年上期より、現在のT+2からT+1に短縮されることになった。同時に、GCレポ取引もT+1からT+0に短縮される。

国債決済期間の短縮はリーマンショック以降の大きな課題であった。リーマンショックによって日本の国債流通市場も大混乱したが、システムミックリスクは回避することができた。DVP、RTGS、国債清算機関など国債決済制度が整備されていたからである。そして、この混乱を通じて国債決済制度の重要性が再認識された。しかし、フェイルの多発などによって国債の流動性が低下し、決済リスクが拡大した。リーマンショックを教訓にして、決済リスクを如何に軽減するか、これが大きな課題となっていたのである。

T+2からT+1へ決済期間が短縮されると、まず、決済リスクが削減される。決済リスクは未決済残高が大きくになると拡大するが、未決済残高は決済期間と決済金額の積で決定されるから、期間を縮小すると決済リスクは軽減する。決済リスクが軽減すると転々流通が容易となり、国債の流動性は向上すると期待される。

アウトライト取引T+1への移行は、更に、日本のレポ市場に大きな影響を与える。アウトライト取引T+1へ移行するにはGCレポT+0が前提条件となる。GCレポT+0を実現するには、現行の取引形式では事務処理に時間を要するため不可能である。現行の銘柄先決め方式GCレポ取引ではなく、事務処理時間の短縮が可能

になる銘柄後決め方式GCレポ取引の採用が不可欠である。銘柄後決め方式では、日本版レポ（現金担保付き債券貸借取引）ではなく、売買形式の現先方式が最も相応しい。そして、GCレポが売買形式になれば、SCレポも同じく売買形式になるだろう。アウトライトT+1への移行を契機に、日本のレポ市場は貸借形式から国際標準のレポ市場へ全面移行することになる。同時に、担保となる銘柄の割当や清算を行うレポ担保管理サービスが新たに誕生し、また、銘柄差し替え機能も追加されることになっている。T+1への移行によってレポ市場が整備され、国債の流動性は更に向上するだろう。

以下では文末の参考文献、特にグランドデザインを参考にして、まず、なぜT+1か、国債決済期間短縮の意義はどの点にあるか、を検討する。次に、T+1を実現するために解決せねばならない問題点を整理し、最後に、T+1が日本のレポ市場に与える影響について検討してみたい。

1 国債決済期間短縮の意義——決済リスクの軽減と流動性の向上

(1) 決済リスク削減によって国債流動性は向上する

国債は有価証券である。有価証券は転々流通が最大の特徴であり、転々流通が容易なほど国債の信用度は高くなる。国債の流動性は国債の償還可能性や信用力に依存するだけではない。流通市場において安全確実に売買されること、決済のリスクが低いこと、決済リスクを削減することによって国債の流動性が向上すること、この点に格段の注意を払う必要がある。強靱な国債流通市場の形成によって国債市場は安定し、国債市場の安定によって金融市場も安定するのである。

ところで、国債の未決済残高が大きいと決済リスクも大きくなる。未決済残高の大きさは残高と期間の積だけ

ら、決済リスクを小さくするには、一つには、売りと買いを相殺することによって決済残高を縮小することである。クローズアウトネットティング法の成立によって相殺が可能となり、国債清算機関（日本証券クリアリング機構）の創設によって決済金額を縮小することが可能になった。

もう一つは、約定から清算までの期間の短縮である。この期間が短い程、決済リスクは縮小する。だが、決済リスクは縮小するものの決済に必要な資金と国債が追加的に必要となる。決済期間が長ければ証券ディーラーは、この間、決済期日まで受渡しする国債と資金の運用が可能である。決済期間が短縮されると、決済期日までに国債と資金の調達にせまられる。国債決済期間短縮の歴史は、この問題の闘ぎあいであった。T+1までの歴史を簡単に振り返ってみよう。

（2）T+1までの決済期間短縮の歴史

国債の流動化が始まった一九七〇年代後半以降、国債の決済は長らく五・一〇日決済であった。決済期間が長期間であれば、受渡しが完了するまでの間、国債ディーラーは国債と資金を自由に運用することができるが、他方で決済リスクが累増する。決済リスクを回避するため、G30の提言に基づき、一九九六年、日本でもローリング決済方式が導入された。同時に、決済に必要な国債と資金を調達できる市場として、日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）創設されたのであった。

ローリング決済方式が導入された当初は、国債決済はT+7であったが、レポ市場の成熟を待って一九九七年からT+3へ移行した。日本版レポ市場はローリング決済を容易にするため導入されたが、国際標準のレポ市場とは異なる特異な構造となっている。国際標準のレポ市場は売買形式だが、日本の場合、有価証券取引税を回避

するため貸借形式となり、日本のレポ市場は極めて解り悪い構造となっている。しかし、これまでの間、日本版レポ市場は国債決済に必要な流動性を供給し、国債流通市場を支えてきたのであった。

国債決済期間の短縮が再び問題となるのは、二〇〇八年九月のリーマンショック時からである。リーマンショックの経験を教訓として国債決済期間は二〇一二年からT+2に短縮され、さらにT+1に短縮されようとしている。

(3) リーマンショックの教訓と決済リスク削減の対応

二〇〇八年九月、リーマンブラザーズ証券が破綻し、世界の金融市場は大混乱に陥った。日本の国債流通市場も大きな危機に直面したが、リーマンショックから二つの教訓をえた。まず、国債決済制度の重要性が確認されたことである。危機に直面しながらもシステムミックリスクを回避することができたのは、国債決済制度が整っていたからである。国債清算機関が設立されていなかったら、レポ市場が整備されていなかったら、そして、DVPやRTGSが整備されていなかったら、日本の国債市場はシステムミックリスクに陥っていただろう。

もう一つの教訓は、決済リスクの更なる軽減が必要だという点である。フェイルの多発によって市場流動性が低下し、フェイル処理の遅れによって市場混乱に拍車がかかり、フェイルの多発によってレポ市場の機能が低下した。リーマンショック時、国債流動性が低下したが、流動性の低下を阻止するため決済リスクの更なる軽減が必要だとするコンセンサスが生まれたのである。そして、ワーキング・グループの検討をへて、決済リスク削減の対応策がとられることになった。

まず、レポ市場についてはフェイルの多発を防ぐため、フェイルチャージが導入された(二〇一〇年一月)。

また、フェイルは日本の市場慣行に馴染みにくかったが、その重要性が認識されて二〇一一年にはフェイル慣行が定着することになった。

次に、国債清算機関については、二〇一三年六月、日本証券クリアリング機構と統合された。そして、二〇一四年六月、国債取引の太宗である信託銀行がクリアリング機構に参加することになった。信託銀行の参加は国債流通市場の安定に大きな意義をもつ。

更に、決済期間の短縮については、二〇一二年四月、従来のT+3からT+2に短縮されることになった。同時に、T+2移行の最終報告書の中で、T+1への道筋が展望されたのである。

2 T+1に向けて

(1) なぜT+1か

二〇一二年四月、国債決済期間はT+3からT+2へ移行したが、前年の二〇一一年一月に発表された「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」では、すでにT+1に向けての道筋が示されていた。この道筋に沿って、二〇一四年一月、ワーキング・グループによるT+1に向けたランドデザインが公表された。以下では、ランドデザインと関連資料を参照しながら、なぜT+1か、T+1を実現するための課題は何か、論点を整理していく。

T+1移行の直接的な理由は、更なる決済リスクの削減である。ワーキング・グループが野村総研に委嘱したコンサルティング報告書によると、T+1へ移行した場合、未決済残高の四六%が縮減されると試算されている（参考文献 コンサルティング報告書 五頁）。また、再構築コストリスクについても、六〇%の削減効果が期待

されるところとしている（同、五頁）。

間接的な理由として、まず、流動性の向上をあげている。すなわち「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するとともに、投資家の短期の余資運用手段が多様化するほか：国債市場の流動性を向上させることにも貢献」すると指摘している（同、六頁）。

更に、国際標準の確保及び国債のグローバル化をあげ、米国や英国のアウトライト取引の決済期間はT+1であること、欧米ではレポ担保管理サービスがあるが、日本ではないこと、こうした点からもT+1やレポ取引のインフラ整備が重要と指摘している（同、七頁）。

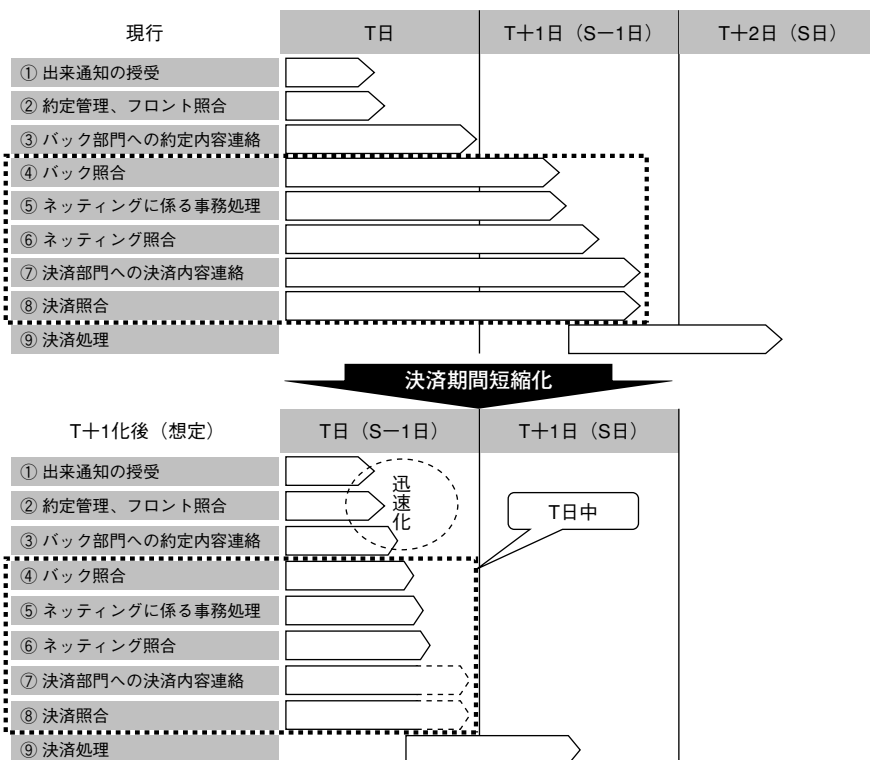
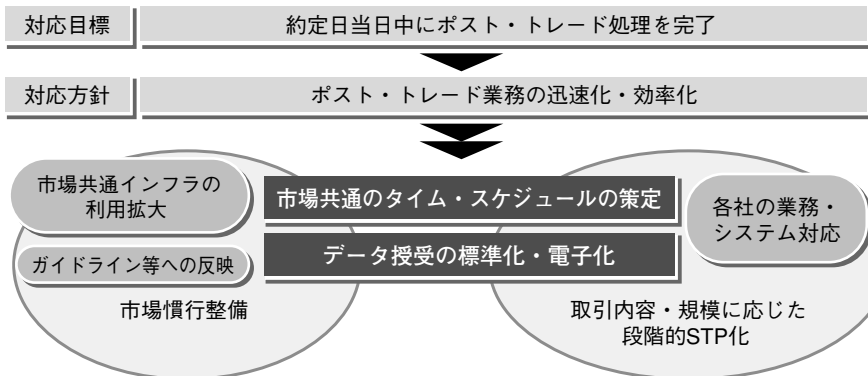
（2）決済期間をT+1へ短縮するための二つの課題

国債の決済期間を従来のT+2からT+1へ一日短縮するためには、二つの大きな障害を克服する必要がある。一つは、国債の売買契約が成立した当日中にポストトレード事務を完了することである。無事に決済が完了するまで、契約内容の確認やバック照合、ネットインク照合、決済照合など売り手と買い手の間で確認する必要がある。図表1でみるように、バック照合やネットインク照合、決済照合などは、これまで契約日の翌日に行われていた。ところが、T+1へ移行するには決済照合までのポストトレード事務を当日中に完了せねばならない。

ポストトレード事務を約定日当日中に完了するためには、市場慣行の整備やSTP化をすすめるためのシステム対応が必要になってくる。T+3からT+2への移行時には、日程の余裕がありこうした処理は必要でなかった。T+1への移行では、まず、市場共通のインフラ拡大やデータ授受の標準化・電子化が不可欠となる。

もう一つの課題は、国債のアウトライト取引・SCレポ取引のT+1は、GCレポ取引T+0が前提条件とな

図表1 アウトライイト取引及びSCレポ取引のT+1化の対応



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮 (T+1) に向けたグランドデザイン」国債の決済期間の短縮化に関するワーキンググループ 2014年11月

る、という点である。国債の受渡しに際して必要な資金は、決済当日でなければ判明しない。国債売買は決済日前日の最終時間まで続くからであり、この間、売買は繰り返されているからである。

T+1移行にはGCレポT+0が前提条件となること、この前提条件こそが日本のレポ市場に大きな影響を与え、市場の仕組みを転換させ、国際標準となるレポ市場の整備に向けて道を開くことになる。また、新たな短期金融市場の創設に道を開くことになる。

以下では、まず、二つの課題のうちポストトレード事務の問題について、T+1化の具体的な対応策をみていく。

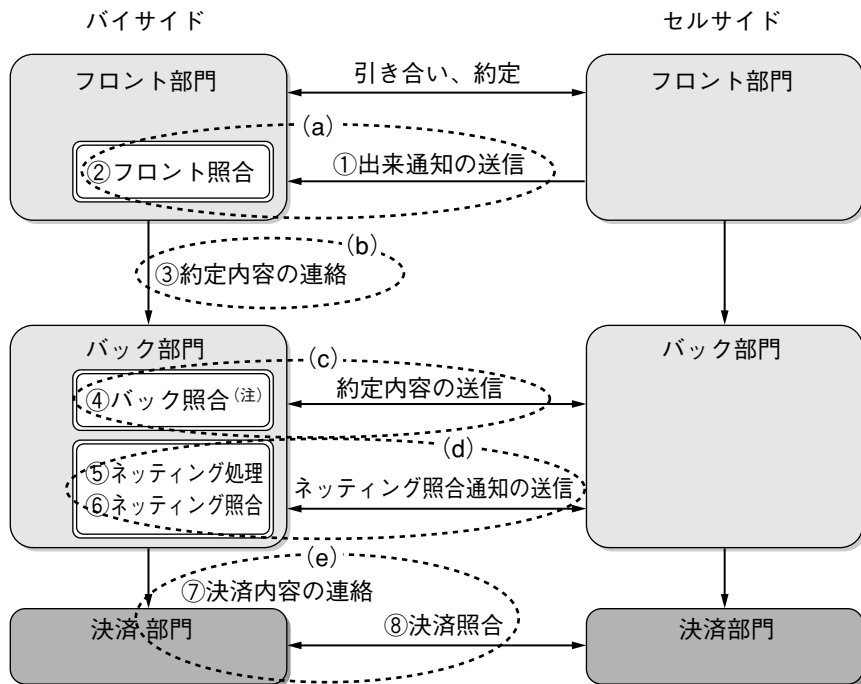
(3) T+1化のポストトレード事務の対応

決済期日を一日短縮するには、売り手側と買い手側、いずれにも従来と異なる対応が必要になってきた。検討されている具体的な対応策は、図表2でみることができる。取引最前線のフロント部門では、出来通知の省力化とフロント約定管理の電子化による事務処理の迅速化が行われる。バック部門ではバック照合やネットティング処理・ネットティング照合など約定内容をSTP化することにより照合の迅速化をはかる。ネットティングの処理についても自動化をすすめる。

このようにフロント照合の段階的STP化、契約内容連絡のSTP化、ネットティング処理の自動化によって約定日の当日中にポストトレード事務を完了させることが予定されている。目下、ポストトレード事務のシステム開発がすすめられ、二〇一七年夏にはシステム開発が終了する予定となっている。

システム開発には巨額の資金が必要となる。新たな資金の必要が、皮肉なことに、日本のレポ市場を大きく変

図表2 T+1化の具体的な対応策



(注) バックでの約定照合は、保振照合システムを利用する場合は、取引当事者ではなく保振照合システム内で照合処理がされるケースもある。

対応の方向性	市場参加者の対応策
フロント照合の段階的STP化	a 出来通知の省力化及びフロント約定管理の電子化によるフロント事務の効率化・迅速化
約定内容連絡のSTP化	b バック部門への約定内容等の連携の効率化・迅速化
	c バック照合の迅速化
ネットティング処理の自動化	d ネットティング処理の省略もしくは効率化
	e 決済照合の効率化

(出所)「国債取引の決済期間の短縮化に向けたグランドデザイン」2014年11月 24頁

えようとしている。市場関係者の間では、巨額の資金が新たに必要とならば、この際、日本版レポ市場と新現先市場の二本立をやめ、日本のレポ市場を国際標準の新現先方式で統一しよう、というコンセンサスが生まれた。

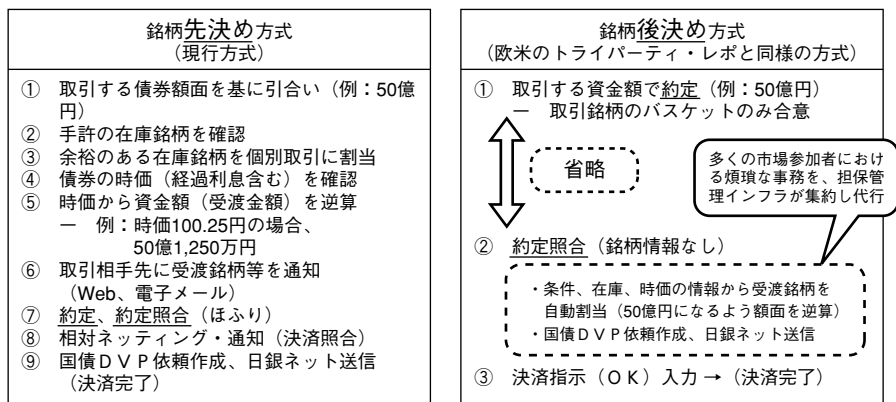
3 GCレポT+0と銘柄後決め方式

(1) 銘柄先決め方式と銘柄後決め方式

アウトライト取引・SCレポ取引T+1には、GCレポ取引T+0が前提条件であった。決済日の当日、GCレポ取引を完了させる必要がある。ところが、現行方式のGCレポ取引では、決済日の当日に取引を完了させることが困難となっている。

図表3は、現行方式の手続きを図解したものである。これを見ると、取引当事者が担保となる国債の在庫銘柄を確認し、銘柄を選定し、時価を確認し、在庫銘柄を確認し、銘柄を選定し、時価を確認し、時価から受渡し金額を逆算するなど、担保を現金化する手続きが綿々と続く。従って、この手続きに時

図表3 銘柄後決め方式GCレポ取引のメリット



※単純化のため債務引受やネットینگは説明省略

- ・取引の前提として個別銘柄の在庫・時価の確認が必要
- ・銘柄確定プロセスに時間がかかる
- ・受渡金額は銘柄確定後に決まり、額面金額との差異あり
- ・国債DVP依頼は個社で作成
- ・期中リスク管理も個社で行う必要

- ・個別銘柄の在庫・時価を意識せず取引可能
- ・受渡金額で取引。実際の決済時の金額もぶれない想定
- ・国債DVP依頼の作成も不要 (OK入力のみ)
- ・期中リスク管理として、担保値洗いやマージン・コールを担保管理インフラが自動で行うサービスも展望

(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済リスク削減に向けた取組みに関する説明会」資料 2014年1月24日

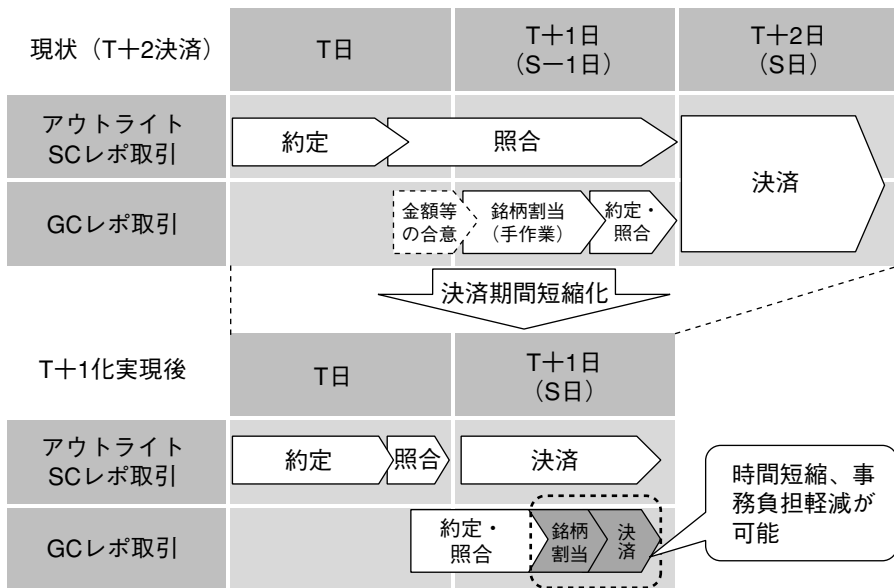
間が必要となる。この現行方式は、銘柄先決め方式と言われている。

アウトライト取引T+1を実現するには、手続きに伴う時間を短縮することが不可欠となる。欧米のトライパーティ・レポのように、担保の割当や清算を取引当事者ではなく、第三者のクリアリング機構等に委ねると、この時間を短縮することが可能になる。短縮を可能にするレポ取引の仕組みが、銘柄後決め方式である。

銘柄後決め方式とは、図表3の図解でみるように、担保の選定や割当、清算といった事務手続きは取引当事者ではなく、第三者に委ねられる。取引当事者は第三者に取引銘柄のバスケットを提出するだけであり、銘柄の選定などは全て第三者が行う。このような場合、時間短縮と事務負担が軽減され、GCレポ取引を約定日の当日に完了することが可能になる。

図表4は、銘柄後決め方式によってGCレポ取引が決済日当日中に終了すること、従って、アウトラ

図表4 銘柄後決め方式によるGCレポT+0化の取引イメージ



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮 (T+1) に向けたグランドデザイン」国債の決済期間の短縮化に関するワーキンググループ 2014年11月

イト・SCレポ取引のT+1が可能になることを示している。

(2) 「銘柄後決め方式」と現先方式の採用

GCレポT+0を実現するには、現行方式は限界があり、銘柄後決め方式を採用せざるを得なかった。銘柄後決め方式を採用するにしても、レポの取引方式を現行の貸借形式にするか、売買形式の現先方式にするか、選択を迫られる。というのも、貸借形式であつても売買形式であつても、理屈の上では銘柄後決め方式が可能だからである。

日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）は貸借形式であり、国際的には通用しない複雑な手法であつても、日本でのレポ取引は日本版レポが圧倒的である。しかし、市場関係者は銘柄後決め方式の採用に際して、売買形式の現先方式を採用することにした。

理由は二つある。一つには、コスト面の二重投資を避けるためである。アウトライトT+1に向けてシステム開発に取り組まねばならないが、貸借形式と売買形式のレポ取引が併存する現状では、いずれの取引形式に対してもシステム開発が必要となり、開発コストが二倍になる。コスト面を考えると、一つの方式に集中する必要がある。

もう一つの理由は、国際標準のレポ取引が望まれるからである。現先は売買形式であり、国際標準の取引形式である。T+1への移行理由は、国際標準、グローバル化への対応、という点にあった。

(3) 担保管理と日本証券クリアリング機構の役割

銘柄後決め方式では担保の割当や清算は、取引当事者ではなく担保管理会社が行う。欧米の方式を見ると、レポ担保の管理はアメリカの場合、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンとJPモルガン・チェイスの二行が、ヨーロッパでは各決済機関等が行っている。日本の場合、トライパーティレポ等の取引が無かったから、当然のことながらレポ担保管理サービス機関など存在しなかった。

銘柄後決め方式を採用することになると、担保の割当や清算を行う機関が新たに必要となる。日本証券クリアリング機構が新たな役割を担うことになった。とはいっても欧米のレポ担保管理サービスと異なり、担保管理の業務はなく、銘柄割当と清算のサービス業務に限定されている。

(4) 銘柄後決め方式とサブステイチューション

銘柄後決め方式にはサブステイチューション機能を備えている点に大きな特徴がある。サブステイチューションとは銘柄入れ替えのことであり、担保として差し出した国債の銘柄を途中で入れ替えることである。担保を特定しないジェネラルレポで需要の大きい国債を担保にした場合、担保として差し出した国債を入れ替えたいという要求が生まれる。この要求に応える機能がサブステイチューションで、これによって国債売買はより活発になる。

日本で導入されることになった銘柄入れ替え方式は、アメリカで市場慣行となっている Unwind (返戻) と Rewind (再割当) 方式を参考にして、新たな工夫をこらしたものとなっている。アメリカ方式については、コンサルティング報告書(野村総合研究所)において、次のように紹介している。

「(図表5でみるように)、米国ではディーラー間取引及び顧客取引ともに、GCレポ取引のポスト・トレード処理においてクリアリング・バンクが提供する担保管理や決済機能が重要な役割を担っている。∴ディーラーのGCレポによる資金調達には、大きく分けて翌日物とチーム物がある。流動性リスク管理強化の観点からは、チーム性の資金需要に対してはチーム物で資金調達することが望ましいとされる。チーム物の取引に係る資金と債券の受渡しは、理論的には、チームのスタートとエンドのみに実施されることが想定される。

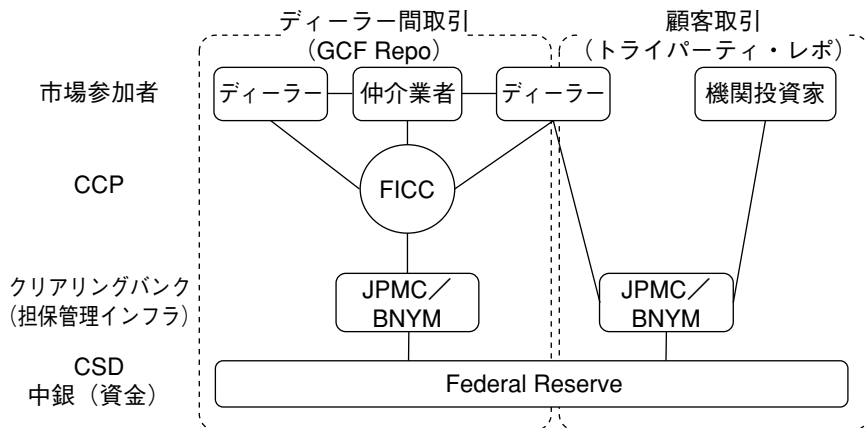
しかし、米国のクリアリング・バンクにおいては翌日物とチーム物を分けて管理せず、ある日の夕方に受け渡された資金と債券は、全てが翌日の朝に巻き戻され(アンワインド)、チーム物及び翌日に約定した取引と併せて再び受け渡される(ワインド)、という処理、慣行が実施されていた。このアンワインド・ワインド処理の中でチーム期間中の担保銘柄の差し替え(サブステイチューション)需要について結果的に対応されていた。」(参考文献・コンサルティング報告書 七七頁)。

日本の銘柄後決め方式は、この米国方式を参考にして新たな工夫をこらした手法となっている。図表でみるとアメリカのサブステイチューション機能は一日、一回である。日本の方式は銘柄入替えを日に三回実施できるように工夫されている。

日本のレポ取引ではサブステイチューションが困難であった。日本版レポではサブステイチューションは不可能であり、また、現先方式では可能であってもレポ取引に占める比率は少なく、かつ、手続きが面倒だといわれてきた。このためチーム物の利用が少なく、翌日物のロールオーバーによってカバーされてきたと言われている。サブステイチューションが容易な銘柄後決め方式によって、日本のレポ市場は市場機能を更に拡大していくものと思われる。

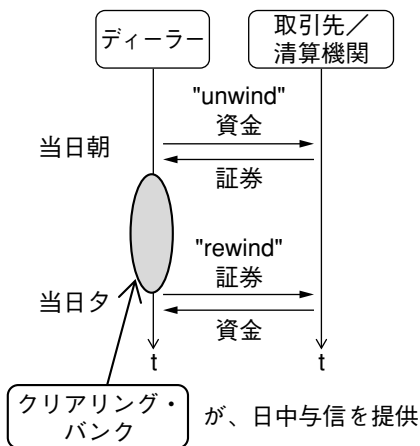
図表5 米国のGCレポ取引とunwind/rewind

①米国のGCレポ取引と清算、担保管理サービス



(注) JPMC: J. P. Morgan Chase, BNYM: Bank of New York Mellon

②クリアリングバンクによる日中与信



(出所) 野村総合研究所「国債の決済期間の短縮化に向けて—コンサルティング報告書」2014年3月76、77頁

4 レポ市場の革新

(1) 貸借形式から売買形式へ

国債決済期間がT+1に短縮されると、銘柄後決め方式の導入によって日本のレポ市場は一大変化を遂げることになる。まず、日本のレポ市場が貸借形式から売買形式へ転換することである。そして、国際標準のレポ市場が確立することである。

日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）はローリング決済導入と共に一九九六年に成立した。この市場は日本固有の市場構造で、極めて解り悪い。解り悪さの根本原因は、担保が逆転しているからである。売買形式のレポでは担保は国債だが、日本版レポでは現金が担保となる。担保が逆転しているにもかかわらず、売買形式のレポと同一の用語が使われるから、市場の仕組みを理解しないと大混乱が生じる。日本版ではレポは国債の調達を意味し、売買形式では資金の調達を意味する。これでは、共通の用語で議論することもできない。専門家集団の中でしか通用しない用語である。また、統計も解り悪い。日本版レポという統計はなく、債券貸借取引の内訳の現金担保が日本版レポの統計数字である。更に、日本版レポには様々のニックネームがあり、統一された名前がない。正式な名称は「現金担保付き債券貸借取引」だが、長い名称のため「日本版レポ」、「貸借レポ」、「債券レポ」、「現担レポ」等、それぞれ勝手に都合の良い名称をつけている。門外漢には全く理解の及ばないところである。

日本版レポが貸借形式となったのは、市場創設時には有価証券取引税があり、売買形式であれば課税されるので、課税回避のため貸借形式にされた。今日では有価証券取引税は廃止されているので貸借形式を維持する理由はない。ただ、日本の市場関係者は、この仕組みにすっかり慣れてしまった。また、貸借形式から売買形式へ変

更するにはシステム変更のコストが必要となる。こうした理由から貸借形式のレポ市場が存続してきたのである。

T+1へ移行すると、前述してきたように、GCレポは売買形式に統一されることとなる。GCレポが売買形式になると、SCレポだけ貸借形式を維持することはできないから売買形式に統一されるだろう。売買形式へ統一されることによって、誰にでも解る市場構造となり、名称も統一され、統計数字もより身近なものになるだろう。

(2) サブステイチューションとターム物の活性化

導入される銘柄後決め方式は、サブステイチューションの機能を備えている。この機能によって、ターム物のレポ取引の活性化が期待できる。

市場関係者の話を総合すると、現在のところGCレポの大半は翌日物と言われている。というのも、ターム物でレポ取引を行った場合、取引の期間中に対象債券の銘柄入れ替えが発生すると事務が煩雑になるから、翌日物で約定を繰り返す、といわれている。銘柄後決め方式が導入されると、ターム物取引に係る事務負担も軽減してGCレポでターム物の利用が拡大すると期待できる。

また、日本版レポでは、そもそも、サブステイチューションは不可能であった。現先方式ではリスクコントロール条項によって、これが可能になっている。サブステイチューションが可能な現先方式が拡大すれば、それだけ国債の流動化が向上する。

(3) 即日資金市場の創設

G CレポT+0が実現すると、日本の短期金融市場には構造変化が生じると思われる。アウトライト取引がT+2からT+1へ移行すると、G Cレポ取引T+1もT+0へ移行すると予想される。二〇一二年にアウトライト取引がT+3からT+2へ移行した時も、G Cレポ取引T+2はT+1へ移行したからである。

G CレポT+1の残高と翌日物コール市場残高と比較すると、コール市場残高を上回っている。G CレポT+1がT+0へ移行すれば、コール市場を上回る即日物資金市場が創設されることになる。この市場創設は、日本の短期金融市場にとって一大変化ともいべきだろう。

もっとも、コール市場とレポ市場とは市場参加者が異なるから、この影響は割り引いて考える必要がある。だが、コール市場とレポ市場は金利裁定を通じて相互に関連しているから、即日物資金市場の誕生を日銀は無視することができない。G CレポT+0への移行は、日本の短期金融市場の歴史に新たなページを書き加えることになる。

むすび

国債決済期間の短縮によって決済リスクは軽減した。決済リスクの軽減によって国債流動性は一段と向上する。

国債決済期間の短縮は、さらに、日本のレポ市場を革新する。T+1への移行を契機に日本のレポ市場は貸借形式から売買形式に全面移行する。銘柄後決め方式の採用によって担保銘柄の選定や担保の清算業務を行うインフラ整備が必要になった。銘柄後決め方式は銘柄入れ替えを容易にしてターム物の活性化が期待される。また、

コール市場を上回るT+0のレポ市場が生誕する。日本のレポ市場は国債決済期間の短縮を契機に新たな革新をとげようとしている。そして、レポ市場の革新によって、国債市場への流動性供給が増加し、国債流動化が向上することになる。

もとより国債が転々流通するのは、国債に対する信用、償還可能性が基礎にあることは言うまでもない。しかし、それだけではない。転々流通を容易にするインフラ制度の整備によって国債流動性は向上する。異次元金融緩和下にあつて、なお国債の流動性が維持されている一つの要因は、流動化を容易にする工夫の産物であることも忘れてはならない。

謝辞…本文作成に際して、日本クリアリング機構の園部真副社長、松本幸一郎国債店頭取引清算部長、日本証券業協会の松本昌男政策本部企画部長、鈴木正巳企画部次長、二瓶敬子調査役、甲賀豊規氏から、ご多忙の中、時間を割いて頂き、素人の質問に辛抱強く答えて頂いた。また、公社債市場研究会メンバーの沖津正恒氏（元日本国債清算機関社長）、横山史生京都産業大学教授からも多大の便宜をえた。取引の仕組み等は、皆さんのご好意がなければとても理解のできない問題であった。記して、お礼を申し上げます。本文中における記述の誤りは、筆者の責任であることは言うまでもない。

参考文献

- ・日本銀行決済機構局「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」二〇〇九年三月
- ・「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中間報告書」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 二〇一〇年一二月

- ・「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」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 二〇一一年一月
- ・野村総合研究所「国債の決済期間の短縮化に向けてーコンサルティング報告書ー」二〇一四年三月
- ・「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（暫定版）」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 二〇一四年七月
- ・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」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 二〇一四年一月
- ・日銀「債券市場サーベイ」 二〇一五年二月以降
- ・日銀金融市場局「レポ市場のさらなる発展に向けて」『日銀レビュー』二〇一五年一月二九日（二〇一五年三月）
- ・日銀「レポ市場フォーラム」開催 二〇一五年五月二四日 開催要領 二〇一五年五月二九日（議事次第）
- ・佐藤健裕（日銀政策委員会審議委員）「東京金融市場のさらなる発展に向けてーレポ市場を中心にー」二〇一五年五月二三日
- ・日本証券クリアリング機構「銘柄後決めレポ取引の清算業務に係る制度要綱」二〇一五年五月二七日改訂
- ・日本証券業協会「国債の決済期間T+1化の実施目標時期等について」二〇一五年六月二四日

（なかじま まさたか・甲南大学名誉教授）