

# 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか

中島 将隆

はじめに

二〇一八年から国債決済期間は、現在のT+2からT+1へ短縮されることになった。同時に、日本のレポ市場も国際標準となつていく売買形式の市場に統一されることになった。日本のレポ市場は貸借形式と売買形式の二つが併存しているが、今日までのところ貸借形式のレポが圧倒的比重を占めている。貸借形式のレポは日本に固有の取引形式で、共通の用語で理解困難な複雑な市場である。T+1への移行と同時に、貸借形式のレポは消滅し、国際標準のレポ市場が確立することになった。前回のレポートでは、以上の点について検討した（拙稿「国債決済期間の短縮とレポ市場の革新」証研レポート 一六九一号）。

T+1移行と売買形式のレポ市場確立は、国債の流動性向上と深く関連している。振り返ってみると、一九七五年以降の大量国債発行から今日まで、国債流動性向上が国債管理政策の大きな課題であった。T+1移行とレポ市場の統一は、この延長線上の新たな対応であり、長年の課題が解決したことになる。小論では、これまで流動性向上のため如何なる制度改革が進められてきたか、その歴史を振り返り、その上でT+1移行の意義について考えてみたい。

# 1 国債流通市場の歴史は転々流通を容易にする制度改革の歴史である

## (1) 日本国債の流動性は高い

国債の流動性を厳密に定義することは困難といわれているが、通常、BISの定義に従って「流動性の高い市場とは、大口の取引を小さな価格変動で速やかに執行できる市場」とされている。BISの定義を日銀は更に厳密に分析して、国債流動性の指標として「市場の取引量、買い手と売り手の価格差、市場弾力性、市場の厚み」の四つをあげている（二〇一四年五月の国債流動性に関するワークショップ報告等）。

では、流動性の定義に照らして、現在の日本の国債は流動性が高いのか、それとも低いのか。異次元金融緩和政策の下で日銀の国債買入額は新規発行額以上を購入しているから、市場に出回る国債は枯渇し、このため国債流動性は低下し、もはや価格メカニズムも崩壊している、このようにいわれることが多い。印象的に、国債の流動性は低い、というものだ。

だが、日銀の実証分析によると、市場流動性はそれほど低下していない。例えば、本年三月に公表された「国債市場の流動性・取引データによる検証」では、結論として次のように述べている。「これらの指標を全体として評価すると、現時点では、国債市場における取引の執行やポジションのヘッジなどに大きな支障は生じておらず、国債市場の流動性が極端に低下しているわけではないと考えられる」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ二〇一五年三月 一三頁）。

また、日銀は本年一月から「債券市場のサーベイ」を開始し、八月からは「国債市場の流動性指標」を公表しているが、こうした各種の市場調査においても、現時点では国債の流動性が極端に低下しているとはいえない。

こうした実証分析と結論が示すことは、日本の国債は流動性が極めて高い、ということである。日銀の国債買

入によって市場のパイは小さくなり、このため売買単位は小さくなくても、売買に支障は少なく、国債の市場流動性は低下していない。

では、なぜ、異次元緩和という異常事態にあっても国債の流動性は低下しないのだろうか。こうした流動性の高い日本の国債市場は如何にして形成されたのだろうか。

## (2) 流動性を高めるための制度改革と工夫

国債は、本来、流動性の高い有価証券であり、転々流通に特徴がある。というのも、国債は公信用に裏付けられた信用度の一番高い債券であり、発行額や残高が大きく、従って売買のロットも大きく、継続的に発行されているから満期構成は多様で、為替リスクもない。だから国債は、もともと、流動化に最も適した債券であり、流動性が高いのも当然である。

だが、それだけではない。国債の流動性が高いのは、流動性を高めるための制度、この制度整備によって向上する。国債は信用度が高いから何もしなくても転々流通する、というのでは決してない。一九七五年まで日本の国債は流動性が無かった。厳密には流動性が阻止されていた。国債売買が活発になるのは、まず、流動化を阻止している様々の障害を撤去していったからである。

国債売買が活発になるのは、流動化を阻止する制度を撤廃した後、まず、国債売買を支える市場を創設した。国債売買の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーが国債売買を行う場合、受け渡しに必要な資金と国債を調達できる市場の創設が前提条件となる。債券ディーラーは手元に巨額の資金と国債があるわけではない。流通に必要な資金と国債、これは市場から調達せねばならない。この市場こそ、レポ市場に他ならない。債券デ

ーラーは売買に必要な資金をレポによって調達し、受け渡しに必要な国債をリバースレポで調達する。レポ市場の整備によって国債売買が活発となり、国債の流動性が向上した。

次に、決済リスクの軽減である。約定から決済までの間、国債売買には信用リスクや流動性リスクなど多くの決済リスクが内在している。こうした決済リスクを軽減すれば、それだけ安心して売買が行われる。すなわち、国債の流動性が向上する。

日本の国債流動性が高いのは、流動化を阻止していた制度を撤廃し、国債の流動化を容易にする制度、すなわち、レポ市場の整備と決済リスクを軽減するための制度を整備したからである。こうした制度整備がなければ、流動性の高い国債市場は実現しない。従って、国債流通市場の歴史とは、流動性を向上させるための制度改革の歴史、といえるだろう。以下では、この歴史を概観し、この歴史の中でT+1移行とレポ市場の整備の意義を考えてみたい。

## 2 国債流動化阻止政策の転換

### (1) 国債売却制限の撤廃

日本の国債は長らくの間、売却が禁止されていた。国債は流動性を欠いていたので、有価証券とはいえなかった。国債の売却制限が緩和されるのは、一九七七年以降のことである。一九七七年四月、発行後一年を経過した赤字国債に限り市中売却が可能となり、次いで一〇月、発行後一年を経過した建設国債も市中売却が可能になった。その後、売却禁止期間は半年、次いで三か月と次第に縮小し、一九八五年六月には、商品勘定については発行後一か月にまで縮小された。

国債売却制限の緩和と照応して国債売買高、債券総売買高に占める国債の割合は飛躍的に膨張していく。債券総売買高に占める国債の割合は一九七五年には二・三%、一九七七年は一六・一%に過ぎなかったが、一九八五年には九三・六%にまで急増した。今日では、この比率は九五%以上となり、債券流通市場は国債流通市場といつて過言ではない。

国債売却制限が次第に緩和されたのは、まず、国債発行条件の自由化進展と密接に関連している。国債売却が禁止されていたのは、国債の低利発行を維持するためであった。ところが、一九七五年以降の国債大量発行によって従来システムによる国債消化が困難になると、国債発行条件を弾力化せざるを得ない。一九八一年の休債を契機に発行条件の弾力化がすすみ、一九八〇年代の中頃には国債発行条件は自由化した。その結果、国債売却制限を維持する必要が消滅した。

もう一つ、国債売却禁止を継続すれば国債市場隔離政策を一段と強化せねばならない。そして、財政インフレの回避という困難な課題を背負い込むことになる。この課題を、人為的にコントロールするのではなく市場原理に委ねる、このルートを選択したからであった。

## (2) 市場参入障壁の撤廃

国債市場は、本来、参加自由のオープンマーケットである。ところが、長らくの間、銀行が国債市場に参加することは行政指導によって禁止されていた。銀行にとつても、流動性のない国債市場へ参加するメリットは何もなかった。

ところが、国債金利の自由化によって国債が金融商品に転化すると、話は別である。売却制限が緩和され、国

債金利が市場実勢で決定されるようになると、銀行は国債流通市場への参加を強く要求するに至った。一九八三年四月、金融機関の国債窓口販売が始まり、一九八四年六月には金融機関のデイーリングが開始された。一九八五年六月にはデイーリング認可は拡大し、残存期間の制限も撤廃され、デイーリングが本格化した。

国債流通市場への参入障壁が撤廃されると、預金獲得競争と同様、国債売買高競争が始まる。売買高競争は特定銘柄の国債に集中し、この売買はデイーリング売買といわれた。その結果、国債売買高は飛躍的に増加する。債券総売買高に占める国債の割合は、一九八三年七一・五%、一九八四年八五・五%、一九八五年九三・六%となり、売買高は一九八三年三三〇兆円、一九八四年七五〇兆円、一九八五年には実に二五〇〇兆円になった。

デイーリング売買は一九八三年から始まり一九九九年には終焉するが、国債流通市場への市場参入制限の撤廃が国債売買高を飛躍的に拡大させたことは間違いない。

### (3) 流動化を阻止する税制度の改革

国債の流動化を阻止していた制度は、国債制度だけでなく、税制度も国債流動化を予定しない制度であり、この税制度が国債流動化の大きな障害になっていた。

まず、租税特別措置法第八条の差別的な税制度である。この法律は戦時立法の名残で、政府の認可を受けた特定の金融機関だけ、そして、登録国債に限り、国債利子に対する源泉徴収を行わないとする差別的税制である。第二次大戦の末期、国債の更なる消化を拡大するため、政府の認可を受けた特定の金融機関に限り、かつ、登録国債に限り、国債利子の課税を優遇したが、この法律が戦後に引き継がれた。

指定金融機関の享受するこの優遇措置には厳格な条件が付けられていた。すなわち、優遇措置を受けられる国

債は指定金融機関の間で売買された登録国債に限定された。優遇措置を受けていない法人や非居住者が例え一日でも保有した国債であれば、この優遇措置は受けられない。その結果、流通市場では優遇措置を受けられる国債（非課税玉）と受けられない国債（課税玉）が峻別され、課税玉は流通市場でダーティボンドといわれて忌避された。このため、優遇措置を受けられない非居住者や事業法人等は、国債市場へ参入することが極めて困難であった。

一九九九年一月、この差別的税制は緩和された。すなわち、租税特別措置法第八条の適用を拡大して、非居住者も不利益を蒙らないようにした。また、資本金一億円以上の事業法人については優遇措置を受けられるようにした。この時点から、非居住者の国債投資が拡大していく。その後、登録債は廃止されるが、課税玉と非課税玉の問題は、長らくの間、国債流動化の大きな障害であった。

もう一つ、国債流動化の大きな障害となった税制度は有価証券取引税である。有価証券取引税の税率は一万分の一と非常に低い税率である。ところが、短期の売買を繰り返す債券売買では、低率は高率に転化する。何故なら、有価証券取引税は売買の度ごとに課税され、税の累増を排除しないから、低率であっても高率となる。

この障害が最も顕著になるのはレポ取引である。レポ取引は翌日物など超短期の売買である。国債のローリング決済方式が一九九六年に導入され、新たに決済に必要な資金と国債の調達市場、すなわちレポ市場の創設が必要になった。国際標準のレポ市場は売買形式だから、創設されるレポ市場は売買形式にせねばならない。ところが、売買形式のレポ市場を創設することが不可能であった。売買であれば有価証券取引税が課税されるからである。有価証券取引税を回避するため貸借形式のレポ市場が創設されたが、この日本版レポ市場は貸借形式だから共通の用語で理解できない複雑な構造となっている。日本版レポ市場は開かれた市場ではない。有価証券取引税

は一九九九年に撤廃された。有価証券取引税の廃止によって、売買形式のレポ市場創設が可能になった。

以上に見てきたように、国債売却制限の撤廃、国債市場参入制限の撤廃、流動化を阻止する税制度の撤廃、こうした流動化を阻止している制度の撤廃によって日本の国債は転々流通する有価証券となった。規制の撤廃により国債は有価証券としての地位を回復したのである。

### 3 国債流通に必要な資金と国債の供給—レポ市場の創設—

#### (1) 「大量国債発行」と現先市場の認知

国債が有価証券としての地位を回復しても、それだけでは国債の流動化が可能になっただけのことである。流動性の高い国債市場が実現したことはない。

国債流動性を向上するには、まず、国債流通に必要な資金と債券の調達市場の整備が必要である。国債流通の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーは流通に必要な資金と国債を手元を持っているわけではない。流通に必要な資金と国債はレポ市場で調達する。債券ディーラーは、流通に必要な資金をレポ取引によって調達し、受け渡しに必要な国債をリバースレポによって調達する。レポ市場は債券ディーラーの市場であり、国債流通に必要な資金と国債を調達する市場であり、国債市場はレポ市場によって支えられている。

レポ市場の歴史を振り返ってみると、一九七五年以降の大量国債発行の開始と共に、一九七六年三月、現先市場は大蔵省によって認知された。現先市場の生誕は一九四九年から一九五〇年に遡ることができるが、現先市場は自由金利の市場だから、長らくの間、ママ子扱いで公に認められなかった。

ところが、国債大量発行によってディーラーファイナンスが必要となった。証券会社はコール市場から資金を

調達することを制限されている。現先市場が公認されたのは、ディーラーファイナンスとして、証券会社が国債引受や流通に必要な資金を調達する手段としてであった。

公認されたとはいえ、買い現先は公認されず、売り現先に限定されていた。売り現先は資金調達手段だが、買い現先は資金運用の性質を持つている。金利規制が継続している当時において、証券会社が自由金利のレポ市場で資金を運用することは制限された。また、証券会社は買い現先によって国債を調達する必要もなかった。国債の空売りが禁止されていたからである。国債の調達が必要となるのは、空売りが認可されてからのことである。現先市場の公認は売り現先に限定されたとはいえ、現先市場の公認によって国債売買に必要な資金を調達することが可能となり、現先市場が国債の流動化を支えるようになった。

## (2) 「債券空売り」の認可と債券貸借市場の創設

一九八九年五月、債券の空売りが認可された。そして、空売り認可と同時に債券貸借市場が創設された。

空売りとは、債券ディーラーは手元に現物が無くても売買を可能とする取引手法である。空売りはアメリカの強い要求によって認可されたが、空売りには受け渡し日までに国債を調達できる市場が必要となる。

国債の調達は買い現先によって可能である。ところが、証券会社の買い現先は行政指導によって禁止されていた。そこで、現先市場ではなく債券貸借市場を創設して、この市場で空売りに必要な国債を調達できるようにした。

創設された債券貸借市場は、国債調達手段に限定された。業態規制によって銀行業務と証券業務には万里の長城が築かれ、このため無担保で国債を調達することも可能であった。

とはいえ、債券貸借市場の創設によって受け渡しに必要な国債を調達することが可能になった。空売りの認可によって国債流通市場は一段と成熟した市場に発展していく。

### (3) 「ローリング決済方式」の導入と現金担保付債券貸借市場の創設

一九九六年一〇月、国債の決済方式は五・一〇日決済からローリング決済方式へ移行した。五・一〇日決済であれば、特定日に全ての決済を同時に行うから、決済に必要な資金と債券を節約できる。ローリング決済方式に移行すれば、纏めて決済できないから、決済に必要な資金と債券が新たに必要となる。

ローリング決済に必要な資金と国債を調達するため、一九九六年四月、レポ市場が新たに創設された。現金担保付債券貸借市場の創設である。新たなレポ市場の創設によって、債券ディーラーは決済に必要な資金と国債を調達することが可能になった。ところが、創設されたレポ市場は売買形式ではなく貸借形式のレポ市場であった。売買形式のレポ市場は国際標準のレポ市場だが、売買形式のレポ市場創設は有価証券取引税が課税される。有価証券取引税を回避するため、貸借形式とならざるを得なかったのである。

貸借形式のレポ取引は現金が担保だが、国際標準のレポ取引では債券が担保である。担保が逆転しているにも関わらず同じ用語が使われているため、非常に解り悪い。例えば、同じくレポ取引といっても、日本版では債券の調達をさし、国際版では現金を調達することである。これでは統一的な用語を使用することができない。また、名称も様々で、正式には現金担保付債券貸借市場だが、様々のニックネームがあり、日本版レポ、債券レポ、現担レポ、貸借レポ等、市場関係者は好みに応じて勝手な呼び名を付けている。複雑さの故に非居住者は日本のレポ市場に参入することが困難となっていた。

とはいえ、日本版レポ市場の創設によって、流通に必要な資金と国債の調達市場が整備された。残る問題は、貸借形式から売買形式への移行のみとなった。

#### (4) 国際標準のレポ市場創設と形骸化

二〇〇一年四月、新現先市場が創設された。新現先は売買形式で、国際標準のレポ市場が成立したのである。有価証券取引税は一九九九年に廃止され、売買形式のレポ市場創設が可能になったからである。新現先ではマージンコールやサブステイチューションなど、リスクコントロール条項が新たに付け加えられた。

ところが、現実の展開を見ると、新現先取引は拡大せず、日本版レポが圧倒的比重を占めている。日本の市場関係者は日本版レポにすっかり慣れてしまったこと、日本版レポから新現先に移行するには莫大なシステムコストが必要なこと、この二つの要因によって新現先市場は形骸化した。

#### (5) T+1移行と売買形式のレポ市場

二〇一八年、国債決済期間がT+2からT+1に短縮される。前号のレポートで概観したように、T+1への移行と同時に日本のレポ市場は売買形式のレポ市場に統一されることになった。長年の課題であった国際標準のレポ市場が確立することになる。

新現先は日本版レポには無いリスクコントロール条項が整備されている。リプライシング、サブステイチューションは日本版レポには無い。サブステイチューションによって、タム物物のレポ取引が活性化していくだろう。また、T+1移行と同時に、GCレポT+0の市場が実現する。この市場規模はコール市場を遥かに上回り、最

大の短期金融市場が実現することになる。

T+1を契機に、日本のレポ市場は新たな展開を遂げることになる。レポ市場の革新によって、更なる国債流動化の向上が期待できよう。

#### 4 国債売買のリスクを最小限にする工夫―国債決済制度の整備と改革―

##### (1) 決済リスクの軽減と流動性の向上

国債の流動性は、更に、決済リスクの削減によって向上する。売買の約定から決済までの間、様々のリスクが内在している。相手方倒産や取りはぐれ等の信用リスク、価格変動によって予定した日時に決済が不可能となる流動性リスクなど、決済リスクが内在している。こうした決済リスクは転々売買の大きな障害となる。決済リスクを削減すれば、安心して売買が活発となり流動性の向上が期待されるのである。

決済リスクは未決済残高の大きさに比例している。未決済残高は取引額と期間の積だから、未決済残高を縮小するには二つの方法があり、一つは決済期間の短縮、もう一つは決済金額の圧縮である。

決済制度の歴史は決済リスク削減の歴史であり、未決済残高を縮小する制度改革の歴史である。未決済残高の縮小による国債流動化向上の推移を辿ってみよう。

##### (2) 決済期間の短縮による決済リスクの軽減

日本の国債決済方式は長らくの間、五・一〇日決済であった。五・一〇日決済のメリットは特定日に決済を集めて行うから、決済に必要な資金と国債を節約することができる。だが、他方で未決済残高の積み上がりによ

って決済リスクが拡大する。決済リスクを軽減するため、一九九六年一〇月、ローリング決済方式が導入された。ローリング決済方式では、国債決済は一件ごとに行われるため未決済残高は縮小する。他方で、決済に必要な資金と国債の調達が必要となってくる。ローリング決済方式を導入するため、前述した日本版レポ市場（現金担保付債券貸借市場）が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時点ではT+7であったが、日本版レポ取引が定着するのを見定めて、一九九七年四月、T+7からT+3に決済期間が短縮された。

決済期間の短縮が再び問題となるのは、二〇〇八年九月に発生したリーマンショックである。リーマンショックによって日本の国債市場やレポ市場は大混乱した。システムリスクは回避することができたが、フェイルの多発と国債流動性の低下、フェイル処理の遅れによる市場混乱、未決済残高の積み上がりが発生したのである。

この問題を解決するため、二〇〇九年九月、「国債の決済期間の短縮に関するワーキング・グループ」が設置された。そして、未決済残高を縮小し国債の流動性を高めるため、二〇一四年四月、国債決済期間がT+3からT+2へ縮小された。

二〇一八年に予定されているT+1への移行は、この延長線上にある。T+1移行によって未決済残高は縮小して決済リスクは削減され、国債流動性は更に向上すると期待されている。

### （3）決済金額の圧縮による決済リスクの軽減

決済リスクを軽減するもう一つのルートは、相殺によって未決済残高を縮小することである。

二〇〇五年五月、国債清算機関が創設された。国債清算機関の役割は、多数の清算機関参加者の売りと買いを統合し、受け渡しの国債と資金を相殺する点にある。リーマンショック時、国債清算機関が無ければ、恐らく、国債市場は更なる混乱を極めシステミックリスクの発生を回避することができなかっただろう。

リーマンショックの教訓から、国債清算機関の重要性が再認識された。清算機関の機能を更に拡充するため、二〇一三年四月、日本国債清算機関は日本証券クリアリング機構と合併した。更に、国債取引の大宗である信託銀行は二〇一四年六月から清算機関に参加することになった。信託銀行の参加によって、クリアリング機構の機能は一段と拡充することになる。

#### (4) 日銀ネットによる国債決済制度の整備

金融機関の国債決済は日銀ネットを通じて決済される。資金の受け渡しは日銀ネット当預系（一九八八年稼働）を通じて、国債の受け渡しは日銀ネット国債系（一九九〇年稼働）を通じて決済されていた。

一九九四年四月、これまで別々に決済されていた日銀ネット当預系と日銀ネット国債系の処理が連動することになった。連動することによって国債と資金の同時受渡（DVP）が可能になった。同時受渡によって、「取りはぐれ」の決済リスクが回避できることになった。

二〇〇一年一月、即時決済（RTGS）が採用された。それまで、即時決済と時点決済の二本立てだったが、現実には時点ネット決済だけが利用されていた。この時点から、時点ネット決済は廃止され即時決済一本となる。

時点決済の場合、決済は午前九時、午後一時、午後三時、午後五時に纏めて行われるから決済に必要な資金と

債券を節約することができる。だが、決済を統合する場合、一つの決済不能は全体に波及するからシステムミックリスクを内包している。

即時決済の場合、一件ごとの決済だからシステムミックリスクは回避できる。だが、一件ごとの決済だから、決済に必要な資金と債券の調達が必要となる。

即時決済導入の対応策として、まず、債券調達が困難になった場合、フェイル慣行を導入することになった。次に、資金調達が困難になった場合、当日中の返済を条件とした無利息の当座貸越（日中当座貸越）を認めることにした。何れの対応も、即時決済が導入された二〇〇一年一月からである。

国債の同時受渡（DVP）、即時決済（RTGS）によって決済リスクは軽減された。また、フェイル慣行の導入によって国債売買はより活発となり、国債流動性の向上に寄与している。

## むすび

日本の国債流動性は極めて高い。国債流動性が高いのは、国債の信用度が高いからだけではない。もう一つ、転々流通を容易にする制度を整備したからである。

転々流通を容易にする制度整備とは、第一に、流動化の障害となる制度を撤廃したことである。第二に、国債流通に必要な資金と債券の調達市場の整備である。国債売買の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーが国債を引受け、不特定多数の売買注文に応じるためには、資金と国債の調達市場が必要である。この市場こそレポ市場に他ならない。レポ市場は債券ディーラーの市場であり、だからこそレポ取引の主語は債券ディーラーである。レポ市場が国債市場を支えているといえよう。第三に、国債決済リスクの軽減である。決済リスクを軽減

するため、まず、五・一〇日決済からローリング決済方式へ移行し、決済期間はT+7からT+3、T+2へと短縮されていった。決済期間の短縮によって未決済残高の積み上がりを回避し、決済リスクの軽減を行った。更に、相殺によって決済金額を圧縮し決済リスクを軽減した。日本国債の流動性が高いのは、流動性を向上させる制度整備の産物といえるだろう。

決済リスクの更なる軽減を期待して、二〇一八年からT+1へ移行する。T+1移行によって決済リスクは軽減し、国債の流動性向上が期待される。T+1移行と同時に、レポ市場は売買形式のレポ市場に統一される。新現先が日本版レポにとって代わるが、新現先には日本版レポには無いリプライシングやサブステイチューション等のリスクコントロール条項が整備されている。二〇一八年から日本のレポ市場は更に整備された市場となる。国債流通市場はレポ市場によって支えられていた。レポ市場の整備によって、国債流動性の向上が期待されるのである。T+1移行と新現先市場の確立によって国債の流動性は更に向上し、国債流通市場は新たな一ページを開くことになる。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)