

日本のレポ市場の現状と課題

中島 将隆

1 レポ市場は最大の短期金融市場

日本のレポ市場は、今日、最大の短期金融市場として国債市場や資金市場、デリバティブ市場に流動性を供給している。レポ市場の重要性はどれほど強調しても強調しすぎることは無い。はじめに、レポ市場が短期金融市場の中でどのような地位をしめているか、確認してみよう。図表1は、量的金融緩和政策が採用された平成一三年三月から今日まで、この間の短期金融市場の推移を概観したものである。量的金融緩和政策の採用と同時にコール市場残高合計は縮小していったが、とりわけ無担保コールは激減し、代わって有担保コールが増加していった。量的金融緩和政策が解除され、更にゼロ金利政策が解除される平成一八年七月からは、無担保コールと有担保コールの地位は逆転するが、コール市場残高は本年三月時点で二四兆円であり、なお平成一三年三月時点の水準にまで回復していない。

コール市場の残高、とりわけ無担保コール市場残高は激減したが、レポ市場は拡大を続けている。債券レポは、この間ほぼ一貫して増加し、本年三月には七八兆円に達した。レポ市場の内訳をみると、現先市場は平成一三年四月に新現先市場が創設され、一四年四月から旧現先は新現先に強制移行した。創設直後の新現先市場は低迷していたが、その後は比較的順調な拡大を続け、本年三月時点の残高は三四兆円になった。レポ市場残高は一二二兆円に達し、コール市場の四・七倍になったのである。オープン・マーケットの譲渡性預金についてみると、こ

図表1 短期金融市場の推移

(単位：兆円)

年月末	コール市場			レボ市場			譲渡性 預金	政府短期 証券	短期 国債
	無担保 コール	有担保 コール	残高 合計	現先	債券 レボ	残高 合計			
13年 3 月 (2001)	18.1	9.0	27.1	26.8	57.1	83.9	49.2	47.6	33.3
6 月 (2001)	10.7	7.1	17.8	12.7	46.5	59.2	47.2	52.9	32.2
9 月 (2001)	8.8	10.0	18.8	8.8	46.6	55.4	50.8	45.8	31.5
12月 (2001)	6.9	10.2	17.1	6.1	45.1	51.2	44.7	42.5	31.1
14年 3 月 (2002)	8.5	10.7	19.2	9.1	45.5	54.6	33.9	49.6	32.6
6 月 (2002)	6.0	10.5	16.5	7.7	38.8	46.5	31.0	56.9	32.7
9 月 (2002)	4.6	11.6	16.2	7.6	47.1	54.7	33.8	48.2	34.7
12月 (2002)	4.2	10.8	15.0	10.2	37.0	47.2	30.5	43.5	35.3
15年 3 月 (2003)	3.9	11.4	15.4	13.5	45.3	58.8	28.1	57.5	43.4
6 月 (2003)	6.5	11.6	18.2	14.4	44.0	58.4	29.8	68.1	37.2
9 月 (2003)	3.9	12.5	16.4	21.0	53.4	74.4	29.5	67.2	37.5
12月 (2003)	6.2	12.5	18.8	17.0	48.3	65.3	30.8	70.3	39.4
16年 3 月 (2004)	4.4	14.2	18.6	17.9	54.4	72.3	30.2	86.1	40.6
6 月 (2004)	5.7	12.9	18.6	21.4	54.7	76.1	33.0	99.9	42.2
9 月 (2004)	4.5	12.9	17.5	23.6	60.7	84.3	33.0	86.8	46.1
12月 (2004)	5.8	12.4	18.2	23.1	58.3	81.4	30.6	85.9	46.3
17年 3 月 (2005)	4.8	12.6	17.5	23.0	61.8	84.8	29.2	96.0	46.6
6 月 (2005)	6.8	13.2	20.1	24.3	56.6	80.9	29.8	97.1	47.6
9 月 (2005)	5.8	13.0	18.9	25.3	64.2	89.5	27.3	91.0	48.9
12月 (2005)	7.5	13.5	21.1	28.1	58.2	86.3	30.5	90.0	50.7
18年 1 月 (2006)	7.7	13.3	21.1	29.6	62.3	91.9	30.1	90.1	50.4
2 月 (2006)	8.7	13.1	21.9	31.0	64.0	95.0	29.4	90.8	50.4
3 月 (2006)	8.5	13.0	21.5	30.1	75.3	105.4	28.8	97.6	51.3
4 月 (2006)	9.7	12.0	21.8	30.2	69.5	99.7	30.2	102.9	50.9
5 月 (2006)	10.8	9.8	20.7	31.6	68.1	99.7	26.8	101.0	50.5
6 月 (2006)	11.0	9.5	20.5	27.1	63.6	90.7	29.3	100.0	51.9
7 月 (2006)	12.1	8.3	20.4	26.1	63.5	89.6	30.7	96.1	51.5
8 月 (2006)	12.6	8.3	21.0	23.8	64.5	88.3	30.5	94.4	51.2
9 月 (2006)	9.1	10.7	19.9	24.5	66.5	91.0	28.5	94.6	48.0
10月 (2006)	11.1	8.4	19.5	26.4	61.5	87.9	30.2	97.2	47.6
11月 (2006)	11.5	8.6	20.2	31.5	67.2	98.7	31.4	97.5	47.0
12月 (2006)	12.4	9.3	21.7	28.9	64.9	93.8	31.1	96.4	46.4
19年 1 月 (2007)	13.6	8.8	22.4	34.6	63.5	98.1	30.3	95.9	43.8
2 月 (2007)	16.2	8.9	25.1	37.8	63.3	101.1	28.7	96.8	43.5
3 月 (2007)	13.0	10.9	24.0	34.1	78.2	112.3	27.1	100.0	41.4

- (注) 1. 無担保コール、有担保コール（翌日物）、譲渡性預金は日銀調べ（末残）。ただし、有担保コールは末残合計と無担保コール残高の差
2. 債券現先は日本証券業協会調べ
3. 債券レボ（現金担保付債券貸借取引）は債券貸付、額面ベース、日本証券業協会調べ
4. 政府短期証券、短期国債は財務省調べ

の間、一貫して微減している。短期国債や政府短期証券は財政赤字の拡大の影響を受けて残高は増加しているが、レポ市場残高を上回ることはいない。

コール市場とは対照的に、レポ市場がなぜ最大の短期金融市場となったのであろうか。

市場が拡大した理由は、まず、レポ取引はリスク最小の取引という点にある。レポ取引は有担保取引だから、信用リスクがない。非伝統的金融政策が採用されている間、無担保コールと有担保コールの地位が逆転したのは、コール市場における信用リスクを回避するためであった。レポ取引は、この信用リスクから開放されているのである。また、新現先取引にはリスク・コントロール条項が導入された。債券レポだけでなく現先取引もマージン・コールをはじめ、リスク・コントロール条項が設けられて価格変動リスクから開放されたのである。他のオープン・マーケットは信用リスクは無いが、価格変動リスクがある。レポ取引だけがこのリスクから開放されているのである。

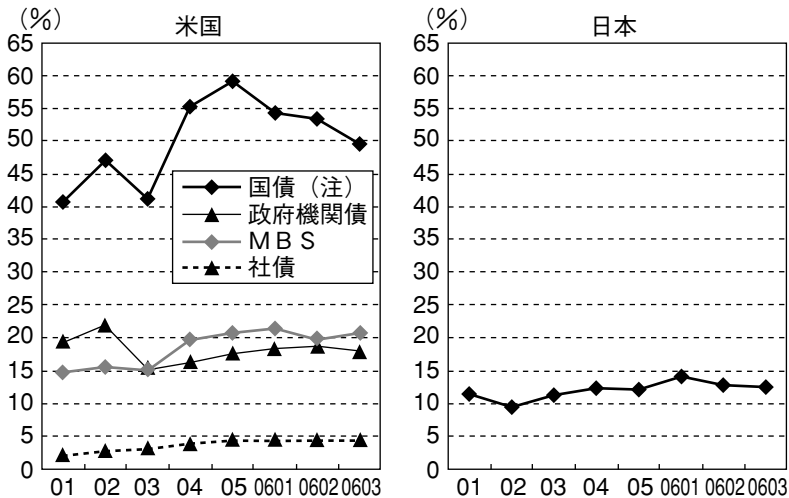
第二に、国債発行残高が激増し、国債売買高が増加しているからである。債券ディーラーは国債発行額の拡大と共に引き受け資金を調達しなければならない。また、債券ディーラーは不特定多数の顧客に対して自己の勘定で売り向かい、或いは、買い向かわねばならない。ここでは、受渡に必要な特定銘柄の国債調達が必要となり、また、ディーラー・ファイナンスが必要となる。債券ディーラーは、この資金と国債をレポ市場から調達する。他方、レポの一方当事者である金融機関や機関投資家は、保有している債券の有利運用の方法として特定銘柄の国債を貸し出して品貸料を獲得する。同時に、調達した資金をレポ市場で運用する。国債発行残高が激増し売買高が増加すると、これに照応してレポ市場も拡大していくことになるのである。

日本のレポ市場は、今後、更に拡大していくことが予想される。まず、金融政策が転換しゼロ金利政策が解除

されたからである。ゼロ金利政策下にあっても、前述した理由でレポ市場は拡大を続けてきた。しかし、ゼロ金利政策が放棄され金利正常化が進むと、レポ取引の収益性が向上するだけでなく、これまで機能麻痺に陥っていた短期金融市場は復活し、短期金融市場間での金利裁定取引も活発になることが予想される。そうなれば、レポ市場は更に拡大していくことになる。

更に、国債発行残高とレポ市場残高の関係についてである。日本と同様、アメリカのレポ市場も最大の短期金融市場であるが、アメリカのレポ市場残高と国債残高を比較すると、日本のレポ市場の将来像を描くことができる。図表2をみると、国債残高比率に対するレポ残高比率は、日本の場合、約一〇％強である。一方、アメリカの場合、その比率は約五〇％強である。アメリカのレポ取引では国債だけでなくMBSや社債も担保となっているが、日本は国債だけである。こうした違いはあるものの、アメリカ

図表2 国債等の発行残高とレポ・債券貸借残高の比率



(出所) 日本銀行「米国短期金融市場の最近の動向について」2007年2月22日

- (注) 1. 原資料：FRB "Flow of Funds", The Bureau of the Public Debt "Monthly Statement of the Public Debt of the United States", FRBNY "Primary Dealer Statistics", 日本銀行「公社債発行・償還および現存額（国内起債分）」、日本証券業協会「債券貸借取引状況」「公社債投資家別現先売買月末残高」
2. 非市場性国債を除く。

カの市場規模と比較すれば、日本のレポ市場は更なる拡大の余地があることを示している。

2 レポ市場の問題点―日銀のアンケート調査から―

日本のレポ市場は更なる拡大が予想されるとはいえ、図表2は日米比較の上での問題であった。果たして、予想が実現する具体的な根拠があるのだろうか。また、金利正常化が進み短期金融市場の重要性が高まる中で、現実のレポ市場に問題は無いのだろうか。

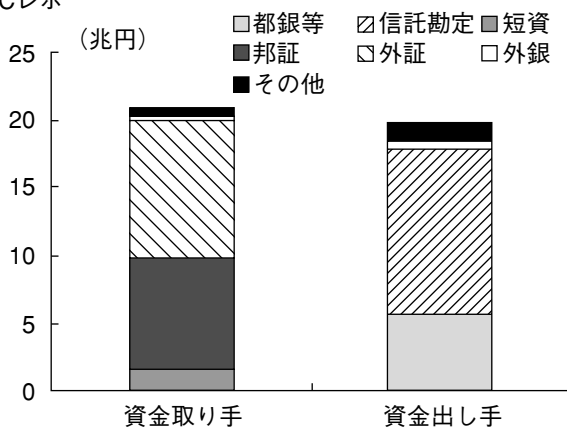
日本銀行は二〇〇六年六月と十一月の二回、レポオペ先のレポ取引についてアンケート調査を行った。二回にわたるアンケート調査の結果については、いずれも、公表されている。⁽¹⁾ このアンケート調査によってレポ市場の取引実態と問題点が明らかになった。以下では、二回のアンケート調査によって明らかになって重要点を紹介していきたい。

二〇〇六年六月の調査

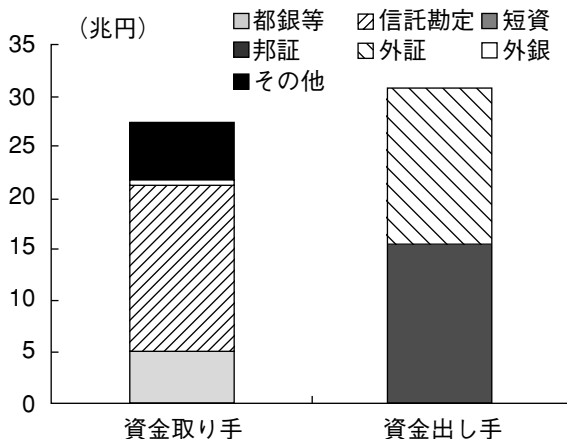
アンケート調査では、現先と債券レポを区別するのではなく、SC (Special Collateral) とGC (General Collateral) に分類して調査している。現先も債券レポも同じ機能を果たしているからである。SC取引とGC取引の区別は、レポ取引において市場参加者が如何なる目的で債券取引を行うか、市場参入動機の違いによる区分である。すなわち、SC取引は特定銘柄の債券を取得するための取引であり、GC取引では債券の銘柄が問われることはない。GC取引は資金取引が目的であり、債券の銘柄は無関係である。従って、SC取引は特定銘柄の債券取引であり、GC取引は資金取引である。日銀のアンケート調査は、SC取引とGC取引の、それぞれの市

図表3 レポの出し手・取り手別残高（2006年5月末残）

(a) GCレポ



(b) SCレポ



(出所) 日本銀行「金融市場レポート（追録）量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」2006年7月31日

- (注) 1. 信託勘定は、資産管理系信託銀行の信託勘定（投信を含み、貸付信託・指定合同運用金銭信託＜元本補てん型＞を除く）等の合計。
 2. ネット運用・調達ベース。
 3. 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」より作成。

場参加者を調査している。GC取引とSC取引に関する統計データはこれまで無かった。今回のアンケート調査によって初めてこの点が明らかになったのである。

第一回のアンケート調査は、図表3に集約される。この結果について、報告書は次のようにコメントしている。

「・オペ先等のレポ取引を合計すると、五月末の残高（資金調達残高。額面ベース）は九四兆円であった。これは、市場全体のほぼ九割程度をカバーしている。

・このうちGCの残高は三七兆円、SCの残高は五七兆円（何れもグロス・ベース）となっている。

・市場の出し手・取り手の構造をわかりやすくするために、法人毎に資金の出しと取りを差引き合算したところ、GCの資金の出し手は都市銀行等が約三割、信託（信託銀行の信託勘定）が約六割を占めた。地銀や生保なども主要な出し手となっている無担保コールに比べると、広がりは乏しい。一方、取り手は大半が証券である」⁽²⁾。

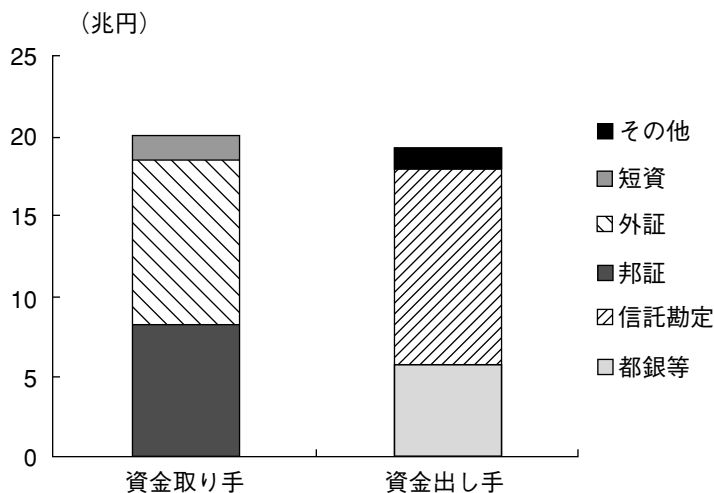
このように述べた上で、地銀や機関投資などはレポでの取引体制を構築していないため、GCレポの資金の出し手が少ないと分析している。そして、GC取引の六割を占める信託について、次のように述べている。GCレポの「出し手の約六割を占める信託は、有価証券信託で受託した国債をSCで証券などに貸し出し、その際に受け入れた現金担保を今度はGCで当該証券等に対して再運用する事例が多い。図表3（b）（引用者…本文では図表9（b））はSCの五月末残高を示したものであるが、信託はSCとGCがほぼ同額となっている。信託のGCにおける資金放出はSCとセットで約定されることが多く、相手先との間では、実態として資金的にニュートラルな債券交換に近い取引となっている」⁽³⁾。ここでも、GC取引の資金の出し手が少ないことが改めて指摘されている。

二〇〇六年一一月の調査

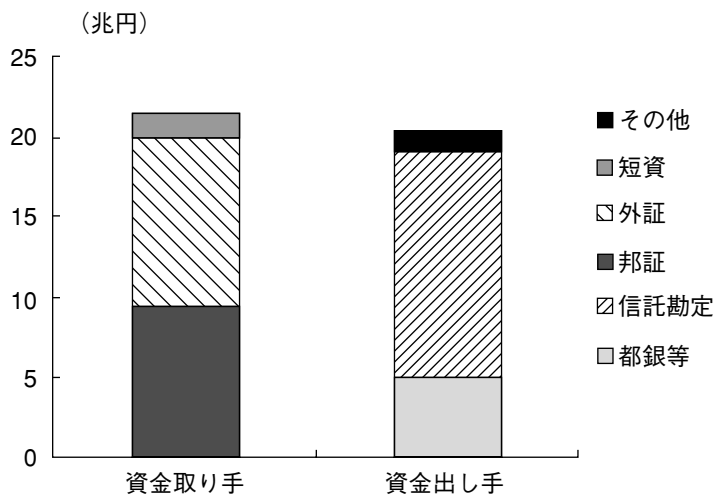
一一月の調査は、レポオペ先の一〇月末残高に対して行われたが、レポオペ先の残高合計八六兆円は市場全体の九割以上をカバーしていることがわかる（前掲図表1参照）。まず、出し手・取り手別の残高をみると、五月

図表4 G C レポの出し手・取り手別残高
(2006年5月・10月末残)

(5月末)



(10月末)



(出所) 日本銀行「金融市場レポート(追録)2006年7月の政策金利上げ後の短期金融市場の動向」2007年1月19日

- (注) 1. 本稿は、基本的に06年12月末までの情報に基づいている。
 2. 残高は、運用・調達額を主体毎にネットしたベース。
 3. 原資料は日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

末と殆ど変わらず、相変わらず出し手の広がりに乏しいことが図表4で明らかである。アンケート調査によると、G C取引を積極的に行わない理由は、「(諸準備や事務コストに比して)運用レートが低い」と回答する先が最も多かった。「その他」も少なくないが、内容的には、(事務コストのかかるレポよりは)無担保コール等他市場で

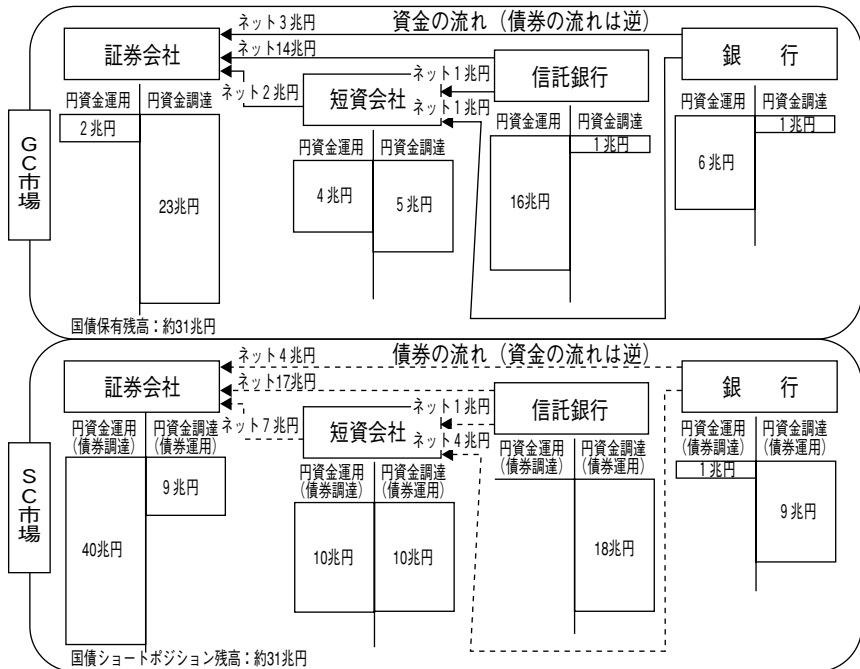
の取引を優先している、組織・人員・事務・システム面が未整備である、といった趣旨の回答が多かった」とされている⁽⁴⁾。

一月の調査では、取り手・出し手別の取引構造が詳細に分析されている。そして、図表5によって、取引構造の特徴を次のように整理している。

「まず証券会社は、国債現物のロングポジションおよびショートポジションをそれぞれ約三一兆円有している。証券会社は、レポ市場を通じて、ロングポジションにかかると過半の資金調達と、ショートポジションとなっている債券の調達を行っている。

・SC市場を通じて債券を証券会社に貸しているのは、信託（一七兆円相当）、銀行（都銀等中心、四兆円相当）、短資（七兆円相当）である。短資は、銀行、

図表5 レポ市場の取引構造（06年10月末）



(出所) 日本銀行「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」2007年1月19日

(注) 1. 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

2. 信託銀行は、銀行勘定および資産管理系信託等一部信託銀行の信託勘定。

信託等から債券を借り入れて、証券会社に貸し付けている。

- ・ G C市場を通じて資金を証券会社に貸し付けているのも、信託（一四兆円）、銀行（都銀等中心、三兆円）、短資（二兆円）である。短資は、銀行、信託等から資金を借り入れて、証券会社に貸し付けている。

- ・ 信託（有価証券信託が中心）は、運用資産として既に保有している債券を S Cで貸し付け、受け取った現金担保を G Cで運用している。その際、同一の相手と S C・ G Cをセットで約定するケースが多い。

- ・ 銀行も S Cで債券貸付、 G Cで資金放出を行っている。但し、資金放出はコールなど他市場とも見比べながら実施されるケースが多く、上述の信託とは異なり、 S Cと別個の取引として行われることが多い。

- ・ 短資は、 G C、 S C両市場において、証券会社と信託、銀行の間を実質的に仲介する役割を担っているため、運用・調達両建てとなっている。

- ・ 個社別にみると、銀行、信託は、何れも大手三〜四社が中心であるほか、短資も三社であり、証券会社以外で活発に取引している先数は限られている。生保や地銀は G Cで取引している先は少なく（後掲図表24）、 S Cで債券貸出を若干行っている程度に止まっている。また、短資以外の業態は、 G C、 S Cいずれにおいても、運用か調達どちらかにポジションが偏っている先が大半で、両建てで活発に取引している先は限定的である⁽⁵⁾。

日銀の取り組み

アンケート調査の結果、 G C取引における資金の出し手が少ないことが明らかとなった。レポ市場の参加者が限定され資金の出し手が少ないと、レポレートの高止まりを招き、レポレートがぶれやすくなる。図表6をみると、非伝統的金融政策が放棄された時点から G Cレポレートが無担保コールレートを上回っている。有担保は信

用リスクがフリーであるから、本来であれば、無担保コールレートよりもGCレポレートが低いはずのものである。ところが、現実には逆転して、GCレポレートが無担保コールレートを上回っているのである。こうした現象が生じるのは、資金の出し手が少ないこと、短期金融市場間で裁定取引が行われていないからである。

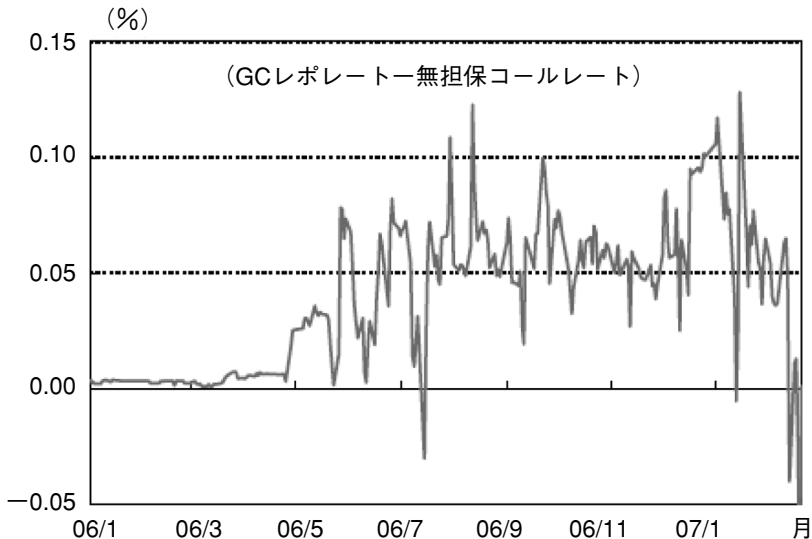
日本銀行はこうした問題を解決するため、二〇〇七年二月、半年間を目処に「短期金融市場の機能向上への取り組み」についてスケジュールを発表した。三月一日には短期金融市場フォーラムを開催し、また、レポ指標レートに関するワーキング・グループを発足させた。市場参加者を交えて参加者を拡大するための対応策を研究し、レポレートの集計方法についても再検討を始めたのである。

3 解決を迫られるレポ市場の課題

市場参加者の検討

日銀のアンケート調査では、GCレポとSCレポに分類してレポ市場の参加者を分析した。SC取引とGC取引に

図表6 GCレポと無担保コールのレート差の推移



(出所) 日本銀行「短期金融市場の機能向上に向けた論点」2007年3月1日

関する統計資料はないから、今回のアンケートによって日本のレポ市場がどのような機能を現実に果たしているか、その点が統計的に明らかになったわけである。ところが、市場参加者を分析する場合、アンケート調査では現先市場と債券レポ市場の参加者の違いがわからない。現先取引でも債券レポ取引でもGCレポとSCレポが行われているからである。レポ市場の参加者を問題にする場合、改めて現先市場と債券レポ市場のそれぞれについて検討する必要がある。

現先市場の参加者については、日本証券業協会が投資家別現先売買高を公表している。図表7によって現先市場の参加者をみると、都市銀行等は現先市場に参入していない。信託銀行は資金の取り手としては登場せず、資金の出し手と登場するだけで、しかもその額は僅少である。事業法人についても、信託銀行とほぼ同じである。現先市場は、今日では、外国人と債券ディーラーの市場と言っても過言ではない。

債券レポ市場の市場参加者に関する統計はない。市場参加者に関する統計はないが、今回の日銀のアンケート調査と現先市場の参加者をつき合わせると、債券レポ市場の参加者がある程度、類推することができる。アンケート調査では、信託銀行はGC取引の資金の出し手として、また、SC取引の資金の取り手として、ほぼ六割を占めていた。また、都銀も同様にGC取引の資金の出し手として約三割、SC取引の資金の取り手としてもほぼ同じ比重を占めていた。

以上の点から明らかなことは、信託銀行や都銀などの金融機関は債券レポ市場には参入しているが、現先市場には参入していない、という点である。債券レポ市場の参加者は現先市場に比較して広範である。従って、レポ市場の参入問題は、実は、現先市場の参入問題ということになる。

前掲図表1にみたように、日本のレポ市場は最大の短期金融市場であり、かつ、この市場はゼロ金利政策下に

図表 7 投資家別現先売買残高

(単位：億円、%)

年月末	都市銀行 (長 信銀等を含む)		信託銀行		事業法人		外国人A		債券ディーラーB		残高合計C		(A+B)/C	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
13年 3月(2001)	450	0	0	1,009	182	8,264	12,634	10,560	192,986	66,038	268,641	268,641	76.5	28.5
6月(2001)	600	0	0	2,414	75	3,875	9,152	6,880	79,236	38,846	127,896	127,896	69.1	35.8
9月(2001)	0	0	0	1,634	71	3,819	9,757	11,811	55,953	29,347	88,171	88,171	74.5	46.7
12月(2001)	0	0	0	2,101	65	2,322	8,019	10,098	39,852	17,036	60,531	60,531	79.1	44.8
14年 3月(2002)	0	0	0	588	59	4,237	10,617	21,607	60,472	28,458	90,765	90,765	78.3	55.2
6月(2002)	350	50	0	1,379	56	3,814	13,269	28,153	58,406	15,450	76,922	76,922	93.2	56.7
9月(2002)	0	0	0	1,875	56	3,090	15,237	24,866	51,545	21,682	75,813	75,813	88.1	61.4
12月(2002)	50	710	0	2,597	55	3,357	28,200	24,999	68,545	31,913	102,494	102,494	94.4	55.5
15年 3月(2003)	50	987	0	2,703	55	3,551	24,019	35,024	104,824	25,940	134,509	134,509	95.8	45.3
6月(2003)	100	3,000	0	2,339	54	3,310	28,572	49,983	109,814	33,488	144,022	144,022	96.1	58.0
9月(2003)	0	0	0	3,101	52	2,475	21,141	91,834	172,110	34,165	210,104	210,104	92.0	60.0
12月(2003)	0	477	0	2,571	102	2,659	23,646	77,210	137,016	32,758	170,130	170,130	94.4	64.6
16年 3月(2004)	300	3,000	0	1,837	98	3,533	29,137	72,544	137,395	40,109	178,806	178,806	93.1	63.0
6月(2004)	0	1,983	500	1,372	97	2,764	37,366	109,002	164,141	48,053	213,891	213,891	94.2	73.4
9月(2004)	0	0	0	2,370	97	3,273	60,113	115,518	170,245	65,753	236,217	236,217	97.5	76.7
12月(2004)	0	1,432	0	2,894	83	2,880	72,336	115,647	153,634	77,241	231,943	231,943	97.4	83.2
17年 3月(2005)	0	0	500	2,636	80	3,965	70,784	97,665	150,032	80,353	230,535	230,535	95.8	77.2
6月(2005)	0	420	0	3,118	80	4,445	94,026	96,010	140,501	101,559	243,094	243,094	96.5	81.3
9月(2005)	0	0	0	2,889	79	3,950	83,725	93,855	149,671	103,831	253,593	253,593	92.0	78.0
12月(2005)	0	0	0	2,492	79	4,155	81,183	107,152	170,051	110,412	281,038	281,038	89.4	77.4
18年 1月(2006)	0	878	0	2,832	79	5,779	99,703	100,661	165,525	130,080	296,135	296,135	89.6	77.9
2月(2006)	0	0	0	2,370	79	6,462	116,692	121,769	177,823	132,927	310,889	310,889	94.7	81.9
3月(2006)	0	0	0	2,112	60	5,540	114,671	125,513	171,642	129,965	301,679	301,679	94.9	84.7
4月(2006)	0	0	0	2,607	60	5,627	114,812	133,208	176,311	126,006	302,377	302,377	96.3	85.7
5月(2006)	0	0	0	2,448	160	6,671	115,411	132,981	190,599	125,410	316,152	316,152	96.8	81.7
6月(2006)	0	0	0	2,607	60	4,821	120,977	75,822	139,301	132,378	271,739	271,739	95.8	76.6
7月(2006)	0	0	0	2,416	60	4,187	99,677	85,801	157,910	102,628	261,218	261,218	98.6	72.1
8月(2006)	0	0	0	1,908	59	4,018	91,406	92,543	145,535	93,130	238,724	238,724	99.3	77.8
9月(2006)	0	0	0	2,156	59	3,633	85,982	92,088	157,992	87,386	245,438	245,438	99.4	73.1
10月(2006)	0	0	247	1,642	59	5,150	95,680	105,575	167,069	97,324	264,699	264,699	99.3	76.7
11月(2006)	0	0	0	1,348	59	4,476	133,991	113,572	177,959	137,264	315,282	315,282	98.9	79.6
12月(2006)	0	0	0	1,678	58	3,485	133,314	98,532	155,336	134,351	289,745	289,745	99.6	80.4
19年 1月(2007)	0	0	0	1,238	58	3,844	146,722	100,465	196,076	150,472	346,606	346,606	98.9	72.4
2月(2007)	0	0	0	1,211	128	4,702	172,155	107,107	203,686	174,704	378,449	378,449	99.3	74.5
3月(2007)	0	0	0	1,184	121	3,688	172,782	101,153	162,329	179,439	341,819	341,819	98.0	82.1

(注) 日本証券業協会調べ

あっても拡大した。しかし、レポ市場を現先市場と債券レポ市場に分類して検討すると、新現先市場は拡大したとはいえ、債券レポ市場の半分にすぎない。また、債券レポ市場は平成八年に創設されたが数年を経ずして最大の短期金融市場に成熟した。ところが、新現先市場の拡大のテンポは、創設当初の予想に反した展開となっている。新現先市場が予想に反して急成長を遂げない理由は、金融機関や機関投資家、わけでも信託銀行の参入が見られないからである。

では、市場参加者を拡大するにはどのような課題を解決する必要があるのだろうか。

コスト軽減のための工夫

日銀のアンケート調査から明らかのように、まず、現先市場への参加者が増えないのは、システム整備の事務コストが負担になること、運用レートが低い今日では、システム構築のメリットがない、と言う点である。債券レポは日本固有の取引形式であり、クロス・ボーダーのレポ取引には馴染まない。しかし、非居住者にとっては難解な仕組みであつても、日本の市場参加者はこの取引手法に習熟し、このため巨額の資金を必要とする新現先のシステム導入のインセンティブが働かないのである。

この点については、コストをアウトソーシングする等アメリカの経験から学ぶことも重要であろう。日銀の調査論文「米国短期金融市場の最近の動向について」において、次のように述べている。「レポ取引は有担保取引であることから、担保の受渡や管理コストが大きい。わが国において、事務処理体制（システム、人員）を整えていないことを理由にレポ取引に参加していない先がすくないのは、このような担保に関する取引コストが大きいことが背景にある。…米国レポ市場は、担保の受渡や管理コストを安全で効率的に行うための工夫の積み重ね

により、発展してきたと言っている⁽⁶⁾。そして、レポ市場のインフラ整備がアメリカのレポ市場でどのように進められてきたか、を紹介している。例えば、債券の受渡や管理等のバックオフィス事務のアウトソーシングを行うためのクリアリング・バンク普及、トライパーティ・レポの普及、トライパーティ・レポをディーラー間のレポ取引で行うGCFレポの導入、電子取引化・STP化の普及などをあげている。また、日銀論文「短期金融市場の機能向上に向けた論点」においても、担保の受渡、管理コストの削減のためにトライパーティ・レポの導入やGCFレポの導入、精算・ネットイングの利用促進などを提言している⁽⁷⁾。コスト軽減のためには、こうしたレポ取引のインフラ整備が必要な課題である。

信託銀行参入問題

コスト軽減の工夫に加えて、信託銀行が新現先市場への参入を可能にするため法律上の問題を解決する必要がある。というのは、信託勘定の契約と新現先の基本契約書は整合性が無く、信託銀行が新現先市場に参入することが困難となっているからである。この点について、平成一四年二月三日の『日経公社債情報』は次のように伝えている。『リスクを個別ファンドにとどめたい』。二月一日に開かれた債券貸借取引等研究会（レポ研）第二回会合で信託銀行が現先取引契約を結ぶ場合の問題点を巡って白熱した議論がかわされた。レポ取引の場合、信託銀行は個別のファンド毎に決済している。新現先では信託銀行が受託しているすべてのファンドをまとめて決済する必要がある。新現先では委託者が破綻した場合、責任の所在が明確でなく、契約書を締結したケースがほとんどないという⁽⁸⁾。信託銀行が信託勘定で扱う有価証券信託のマーケット・シェアは約四〇兆円と極めて大きい。大きなマーケット・シェアを持つ信託銀行が信託法の通説に従って新現先への移行を躊躇している。

この問題を解決するため、実務界からは法律の解釈に拘泥することなく新現先契約に向けて歩み寄る事が必要であると提言⁽⁹⁾されている。

現先市場へ信託銀行が参入していない根拠は、信託勘定の契約と新現先の基本契約書に整合性がないからである。こうした法律上の問題を解決することも重要な課題である。

統計情報と用語の問題

日本のレポ市場については、解決せねばならない問題は他にもある。一つは、用語の問題である。債券レポとは、言うまでも無く、現金担保付債券貸借取引のことである。この取引きは、当初、「日本版レポ」と言われた。レポ取引は買い戻し条件付売買のことであるが、有価証券取引税を回避するため、日本では売買ではなく貸借の形式でレポ市場が創設されたからである。有価証券取引税が撤廃され、国際標準のレポ市場である新現先市場が平成一三年に創設された。現先も日本のレポであるから、混乱を避けるため「日本版レポ」は「現担レポ」、あるいは「貸借レポ」とも言われるようになった。現担レポと言われたのは、国際標準のレポは債券が担保となるが、「日本版レポ」では現金が担保となっているからである。また、貸借レポと言われるのは、日本の場合、売買ではなく貸借の形式でレポ取引の機能を果たしているからである。そして今日では、こうした愛称に代えて、ようやく「債券レポ」という用語が定着し始めた。国際標準のレポ取引は資金取引であるが、「日本版レポ」は現金を担保とする債券取引であるから、「債券レポ」という用語が定着しはじめたのである。

ところが、日銀の最近の論文では、たとえば、「わが国では、現金担保付債券貸借をレポと呼ぶのが通例である」(「米国短期金融市場の最近の動向について」三頁)のように、非常に紛らわしい著述となっている。日本で

は貸借取引がレポであり、外国では買い戻し条件付売買がレポであるとすれば、レポという用語の統一性が無くなってしまふ。貸借取引がレポであれば、現先はレポではないのか、ということになる。現先も現金担保付貸借も市場機能は同じである。しかし、売買形式か貸借形式か、この点が異なる。貸借形式のレポは日本固有の非常に難解な構造であり、だからこそ、国際標準である売買形式のレポ市場として新現先市場が創設されたのであった。こうした点を十分に踏まえて、用語の混乱を避けるため、現金担保付債券貸借は日本固有の「債券レポ」である、債券レポは貸借取引である、このように用語を統一して混乱を回避する必要がある。市場関係者の間には、レポ市場は専門家の市場という自負があり、洋の東西を問わず専門家でしか通用しない造語に満足する習慣がある。レポ市場が難解な一つの理由は、この習慣である。

もうひとつ、「債券レポ」の統計についてである。日本版レポ、現担レポ、貸借レポ、債券レポなど多くの愛称で親しまれているが、この愛称をつけた統計は存在しない。債券貸借取引の統計の中で、内書で記されている「うち現金担保」が「債券レポ」の統計である。「債券レポ」の統計を見つけ出すことは、金融や証券の初歩的知識でもってしては不可能となっている。レポ市場が最大の短期金融市場となり、レポ市場の重要性が強調されている今日、こうした問題も見逃すわけにはいかないのである。

注

- (1) 第一回の調査は二〇〇六年六月に実施され、金融市場レポート（追録）「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」（二〇〇六年七月）として公表された。第二回目の調査は二〇〇六年十一月に実施され、金融市場レポート（追録）「二〇〇六年七月の政策金利上げ後の短期金融市場の動向」（二〇〇七年一月）として公表された。

(2) 金融市場レポート(追録)「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」(二〇〇六年七月) 六頁

(3) 同上 六頁

(4) 金融市場レポート(追録)「二〇〇六年七月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」二〇〇七年一月一九日 一〇頁

(5) 金融市場レポート(追録)「二〇〇六年七月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」二〇〇七年一月一九日 九頁

(6) 日銀「米国短期金融市場の最近の動向について」二〇〇七年二月二日 一五頁

(7) 日銀「短期金融市場の機能向上に向けた論点」二〇〇七年三月一日、日銀(参考)米国レポ市場における取引円滑化のための工夫」二〇〇七年三月一日。

(8) 同様の指摘は「新現先市場の拡大に向けて」『Focus on the Markets』No. 61(東京三菱銀行)においても、次のように指摘している。

「信託勘定の何が問題となっているのかというと、それは信託財産(ファンド)の独立性に係る問題であり、具体的には下記の二点が挙げられる。

まず一つには、新現先の基本契約書における一括清算条項(第一条)と信託法によって保護されるところの信託財産(ファンド)の独立性との整合性がある。例えば、複数の信託財産(ファンド)を委託する信託銀行が仮に信託勘定という名義で契約を行う。そこである一つのファンドが一括清算条項に抵触する事態(破産等)に陥った場合、契約上では「全ての個別取引が終了し、全ての受払いされる金額が相殺され、その差額を一本の債権又は債務として直ちに受け払いされる」ことになるが、果たして「全ての個別取引」に信託勘定内の他の信託財産(ファンド)全て

での取引が及ぶとなると、各信託財産（ファンド）の独立性が侵されないか、というものである。

もう一つの問題が、契約書上の純与信額の定義（第二条）と信託財産の独立性との整合性である。純与信額の認識については日々のマージン・コールの取り扱いに係るため、取引の現場レベルでは一括清算に比べ日常的な問題といえる。記述の通り新現先契約では、個別取引毎に行使（一件一件の純与信額を相殺しネットで行使）することになった。これによって、仮にファンドを跨いで（更には信託勘定と銀行勘定を跨いで）純与信額を認識しなければならなくなると、これは、信託勘定内の信託財産（ファンド）毎に分別管理を行わねばならないという原則に悖ることになるという問題である」同上、九頁。

（9）

「具体的な対応としては、新現先契約を補うかたちで、信託財産と取引を行うにあたっての上記問題（①一括清算時の対応、②マージン・コールの対応等）について確認事項・合意事項を相対で確認し合い、法的解釈のリスクの溝を埋めることである」『Focus on the Markets』No. 61 東京三菱銀行 一〇頁

（なかじま まさたか・客員研究員）