

# 日本版レポ市場と短期金融市場

二上 季代司

現金担保付き債券貸借市場（いわゆる日本版レポ市場）が日本最大の短期金融市場に成長している。代表的なコール市場残高三七兆一千億円（うち有担保コール一兆三四二〇億円）、これに対し債券貸借残高は貸し付けベースで五五兆三四一九億円（うち現金担保付き債券貸借は四六兆六〇九八億円）となっている（九八年九月末）。債券貸借市場は文字どおり債券（主として国債）を貸し借りする市場であるが、その担保として債券の借り手が現金を債券の貸し手に差し入れるのが現金担保付き債券貸借市場である。債券を貸す側は債券の貸し賃として貸借料を徴収する一方、担保とはいえ受け入れた現金を運用すれば金利収入が得られることからこれに付利する。逆に、債券の借り手は付利金利を徴収する一方、債券貸借料を支払う。

通常、特定の銘柄を借り入れる場合（これをSC—Special Collateral—特定銘柄取引という）には、その銘柄の貸借需給によって貸借料は変動するが、銘柄を特定しない場合（これをGC—General Collateral—非特定銘柄取引という）には貸借料は債券時価の〇・〇—〇・〇—とされるのに対し、担保現金の付利金利は市場金利に相当する。このため、非特定銘柄取引では債券の貸し手は国債を担保にして無担保コールより若干安い資金を調達できるので、コール手形市場等と並ぶ短期金融市場の一つとみなされている。実際、内容的には債券の買い戻し条件付き売買である現先取引やアメリカのレポ市場に極めて近い取引なのである。しかし、日本では有価証券取引税が存在しているため取引コストの観点から現先取引の対象は、有取税がかからない政府短期証券

(FB) や短期割引国債(TB) に偏っており、最大の残高を誇る中長期国債は敬遠されている。このため、貸借形式にして債券貸借取引が創設されたという経緯があり、またこの取引を形式的にはともかく内容的にはアメリカのレポ市場と近似していることから日本版レポ市場などと形容されているのである<sup>(1)</sup>。

しかし、一九九九年には①有価証券取引税・取引所税の廃止、②政府短期証券(FB) や短期割引国債(TB) の償還差益に対する源泉徴収税の撤廃や中長期国債の利子源泉徴収税的部分的廃止が予定されている。再び、日本版レポ市場は現先取引の改編と絡め、再編成されそうである。しかも、今回の措置は、日本の短期金融市場をグローバルなものにして円の国際化を推進させようという目的があると思われる。そこで、以下では、債券貸借取引と短期金融市場の現況ならびに問題点について簡単に整理してみた。

## 1 短期金融市場の現況

まず、短期金融市場の現況であるが、金融システム不安等さまざまな理由により、かつて見られない特徴を呈している。(ちなみに第1表は短期金融市場の市場別残高の内訳を見たものである。総額一一〇兆円の規模であるが、ここには債券貸借市場は含まれていないので第2表として債券貸借市場の規模を挙げておいた。)

第1表 短期金融市場の市場別残高 (1998年9月末、単位：億円)

無担コール	有担コール	プロパー手形	依権現先	CD	CP	FB	TB	合計
257,580	113,420	895	97,371	343,224	156,795	0	137,982	1,107,267

(注) 1、日銀の売り手形を含む手形市場総額は175,840億円。  
(出所) 日銀『経済統計月報』、日本証券業協会『証券業報』より作成。

第2表 債券貸借取引残高

(1998年9月末、単位：億円)

有担保取引うち現金担保	無担保取引	合計
503,010 (466,098)	50,409	553,419

(注) 貸し付けベース。額面ベース。  
(出所) 日本証券業協会「証券業報」

まず第一に市中金融機関間の資金過不足の調節機能が低下していることである。金融機関の破綻が続いた九七年一月以来九八年三月期にかけて日銀による短期金融市場への資金供給額は二五兆円を越す規模にまで膨張、九八年四月以降は一旦、縮小したものの九八年秋口には再び拡大、一〇月末には総額一四兆円規模の資金供給になっている。その内訳は、日銀貸し出し三兆三七億円、手形買いオペ二兆四八六二億円、CP(コマーシャルペーパー)買いオペ三兆八八〇九億円、債券借り入れオペ(いわゆるレポオペ)四兆六一六億円。他方、日銀はほぼ同額の一三兆九千億円を手形売りオペによって吸収している。本来であれば、一四兆円前後の過不足は民間金融機関の間でコール・手形、CPの売買、債券現先、債券貸借その他によって調節されているはずである。ところが、そうはならないで日銀が間に入って資金を仲介しているわけである。

その理由としては、信用不安の高まりが挙げられるであろう。すなわち信用リスクの懸念から出し手が取り手に資金を出さず、結局は信用リスクゼロとされる日銀が間に入って出し手から手形オペによって資金を吸収し、それをさまざまな形態で取り手に供給しているという構図である。手形市場ではプロパー手形が極度に少なく一千億円以下であり、ほぼ全額が日銀の売出手形という状況である。他方、手形の買い手の六〇%は外銀であり、外銀の買い手形の九〇%以上は日銀の手形売りオペに向けられている。外銀にとっては日銀売りオペは格好の運用先となつているわけである。ちなみに「長銀問題」が過熱化した九八年六月以降、預金取扱金融機関が日銀に無利子で預けることとなつている預金準備額を上回る日銀預け金

(3)

(過剰準備金)が平残ベースで一兆七千億円(二兆六千億円にまで積みあがっている。このことは信用リスクのある相手に貸して取りはぐれるよりも、無利子でも「ブタ積み」(過剰準備のこと)のほうがマシ、という市場関係者の意識を反映したものであろう。

これと関連して、第二にコール市場では有担保比率が再び高まっているという事実がある。有担保コール取引は担保の授受に手間がかかり、またこれを短資会社が自己勘定で仲介するためコールレートのオフアールとビッドの差、スプレッドが抜かれる。そこでコスト節約、利回り向上の観点から、この一〇年ほどの間、有担保比率は低下してきたのである。しかしながら九四年に有担保比率が二五%にまで落ち込んだからは、これ以上の比率低下が見られず、九八年八月以後は逆に有担保比率が急上昇、一〇月には三〇%近くまでになっている。有担保コールは事務コストの面、実効利回りの面で魅力が薄いのであるが、それよりも信用リスクへの懸念の方が強いと言ふことなのであろう。

(4)

しかし第三に、変化は無担保コールにも表れている。無担保コールでは短資会社はブローキング形式で仲介するためスプレッドはなく出し手と取り手のレートは同じであるが、双方から〇・〇二%の短資手数料を取るため極度の低金利状態では出し手に魅力がない。そこで、短資会社抜き直接取引(いわゆる「直取りコール」)や期間の長いCD市場などへ資金がシフト、その分コール市場残高は縮小しているのである。

## 2 債券貸借取引の問題点

一方、債券貸借取引においても問題点がいくつかある。

第一に、短期金融市場の最大の出し手である投資信託が債券貸借取引にまだ資金の出し手として現れていない

ことである。債券貸借取引は日銀の統計では短期金融市場に含められていないが、冒頭で見たように、近年、有担保とくに現金担保比率が上昇しており、しかも非特定銘柄取引が増えていることから、実質的に債券現先と近似した性格に変貌している。現金担保付き債券貸借取引はいまや四六兆円を越え最大の短期金融取引に成長、日銀のオペレーションの手段としても最大の規模になっている。この債券貸借取引では九七年七月から「マージンコール」を実施、引き渡された債券の時価によって日々値洗いを行い、過不足担保金の授受を行って市場リスクの軽減を図っている。現金担保付き債券貸借取引は国債を使えば信用リスクを回避できることから、リスクの面でも最強の短期金融手段である。にもかかわらず、投信が出し手として現れていない理由は事務コストにある。マージンコールを実施しようと思えば受け取り債券を日々値洗いして担保金の過不足を計算、授受しなければならぬ。そのためマージンコールは「事務コストの固まり」といわれている。他方、投信はファンドごとの対応となるためほど規模の大きいファンドでなければ事務コストはペイしない。しかし、このことは他の参加者にとっても多かれ少なかれ言えることである。

無担保債券取引が比率を低下させたとはいえないお五兆円の残高をのこしている理由、また、マージンコール導入後も、これを実施しない参加者がいる理由は、担保の授受、値洗いの計算など事務コストにある。これほど低金利が浸透してくると、事務コストの負担は相対的に大きくなるからである。

第二に、国債利子の源泉徴収税の存在により、国債流通は非課税主体と課税主体に分断、これが債券貸借取引にも跳ね返り、債券貸借取引は国内の非課税主体だけの閉ざされたマーケットになっていることである。中島将隆「一九九八」によると、利払い期間中に源泉徴収の非課税主体と課税主体が混在する形で売買されると、非課税主体は源泉徴収の不適用を受けられない可能性が出てくる。もし課税主体Aから非課税主体Bが国債を購入

すると、非課税主体Bはその時点の経過利子から源泉徴収相当分を差し引いてその課税主体に支払う（この源泉徴収分は後日、国税庁に納付する）。しかし非課税主体Bが非課税主体Cに売却すると、Cはその前段のAがどの期間保有していたか、つまりどの期間が源泉徴収適用になるかを確認することはできないので、Bは非課税主体であるにもかかわらず源泉徴収相当分を差し引いた経過利子しか受け取れない。したがって、非課税主体は課税主体が混在する売買を忌避し、マーケットは二つ（課税主体と非課税主体）に分裂している。また、非居住者を中心とした課税主体は名義を自分の名前に変更せず、相手の非課税主体の名義のままにして、利払い期直前に売り戻して源泉徴収控除前の経過利子を取得するケースも多いと言われている。これは明らかな脱法行為であると同時に、電子的に所有権の移転を処理する日銀ネットを使えない（使うためには日銀にある登録簿に名義を記載する必要があるが、そうなれば課税される）ので紙ベースの決済が残ってしまい、決済事務が煩雑になり、これも国債流通を阻害する要因になっている。そしてこのことは債券貸借取引においても当てはまる。

### 3 小括

以上のように見ると、短期金融市場の一層の発展にとっては、①信用リスクおよび、②事務コスト軽減への対処が必要と言ふことになる。

信用リスクの対処としてはリスクフリーのマーケットやリスクフリーの担保玉を拡大させること、つまり短期、中期の国債市場の拡大が重要課題である。この観点から見ると、今年中に予定されている証券税制の改革は大きな意味がある。

現在、国・政府機関・地方公共団体を除き、有価証券を現物で売却すると売り手に売却金額の一定比率の有価

証券取引税がかかる。その率は業者と一般顧客で違っているが、国債で万分の三（業者は万分の一）である。その廃止（九九九年三月末予定）は、売買コストを下げる効果があり、他の条件を一定とすると、売買を促進する効果が期待できる。さらに国債利子にかかる源泉徴収税の部分的廃止が予定（九九九年九月）されている。現在、中長期利付き国債については地方公共団体・公社公団・学校法人等の公共団体ならびに外国政府を除く保有者に対して利子の二〇％（非居住者は一五％）が源泉課税される。ただし、銀行・保険会社・証券会社などの指定金融機関が本券ではなく登録債<sup>2</sup>を保有している場合に限り、この利子源泉徴収は免除されている。このうち非居住者の登録債保有分につき利子源泉徴収が免除されることになった。これに加え、政府短期証券（FB）および短期国債（TB）の償還差益に対する源泉徴収<sup>3</sup>も廃止されることになった（九九九年四月）。

これにあわせ、FBの発行方式を日銀引受から公募入札制に変更、FBの満期を二カ月から三カ月にしてTBの満期と同じにすることが決まった（九九九年四月以降）。FBの市中残高は九月末ゼロになっているが、日銀保有のFB約二兆円を全部、市中に売却すると、TBと併せて三兆六兆円規模の短期国債市場ができるのである。

第二に、今後成長が期待される債券貸借市場では事務コスト節約に向けた努力が必要であろう。債券貸借は債券と現金が双方向から二回（スタートとエンド）引き渡される。二〇〇〇年にも導入と伝えられる日銀当座預金と国債決済のRTGS化（即時グロス決済）では取引一件ごとに決済するため、決済事務は繁忙をきわめるであろう。そのうえマージンコール導入による値洗い、過不足担保金の授受が加わると、そのためのシステム投資も大きな負担になる。このためアメリカでは、債券貸借取引の過半はトライ・パーティ・レポ（Tri-party Repos）になっている。これは出し手と取り手が第三者である保管銀行（カストディアン）と契約を結んで行うレポ取引

であり、資金の取り手が送った証券を保管・管理し、値洗いによってマージンが保たれているかどうか確認し、債券の引き渡しもカストディアンにおく分別勘定への移転で済ますことによって引き渡し事務を節約するものである。もちろん、トライパーティレポによれば、それなりの手数料が必要であり、またトライパーティ自体の信用リスクを考慮する必要が生じるが、最も信用力の高い金融機関に取引を集中させることで事務コストを節約しつつ高い信用力を利用しあうという取引形態が今後、広がって行くであろう。これは、欧米のマネーセンターで見られるクリアリングバンクに他ならない。わが国もそうした方向に向かうのでは無からうか。

#### 注

(1) 詳しくは中島将隆「一九九六」を参照。

(2) 登録債とは所有権が登録機関（国債の場合は日銀）にある登録簿名義人への記載によって発生し、所有権の移転も登録名義人の変更によって行われる。したがって名義の確認が本券に比べて容易であるため、利子源泉徴収の免除は登録債保有に限っている。

(3) FB、TBは振込債が一般的である。振込債では、保有者が、日銀に口座を保有できる振替制度参加者に国債を委託し、制度参加者の銀行・証券会社等はさらにこれら顧客分および自己保有分を日銀に委託し、日銀に置かれた参加者の委託口座間の振替によって決済が行われる。このため振込債においても名義確認が容易である。

#### 参考文献

植月貢「一九九七」『レポ取引入門』日本経済新聞社。

中島將隆 「一九九六」 「日本における債券貸借市場の再編成」 『証券経済研究』 四号。  
中島將隆 「一九九八」 「債券レポ市場の新たな展開」 『インベストメント』 五一卷三号。