

なぜ新現先は形骸化しているのか

中島 将隆

1 なぜ新現先市場が創設されたか

国際標準のレポ市場、すなわち、売買形式によるレポ市場の創設は長年の課題であった。有価証券取引税があるため、売買形式のレポ市場を創設する事が出来なかつたからである。有価証券取引税の税率は低率であったが、有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、短期の債券売買であるレポ取引では低率の課税も高コストに転化する。そこで、有価証券取引税を回避し、かつ、レポ取引の機能を果たす市場として、平成八年四月、現金を担保とする債券貸借市場が創設されたのであった。従って、現金担保付債券貸借取引は、別名「日本版レポ」と言われたのである。「日本版レポ」は、今日では、「債券レポ」、或いは「現担レポ」、「貸借レポ」とも言われている。

ところで、有価証券取引税を回避するため創設された「日本版レポ」は、非常に複雑な仕組みで、日本にしか通用しない構造になっていた。図表1でみるように、まず、担保が逆転している事である。国際標準のレポでは、担保は債券である。ところが、日本版レポでは、現金が担保である。担保が逆転しているにもかかわらず、同じ取引用語が使われている。国際標準のレポ取引では、レポとは債券を担保にして資金を調達する事を意味する。ところが、日本版レポ取引では、レポとは現金を担保にして債券を調達することを意味する。従って、日本のレポ取引は万国共通の用語で説明する事が困難な仕組みとなっているのである。更に、日本版レポのレポレートは

二本立てになっている点である。日本版レポレートは品貸料と現金担保の付利金利で構成されている。従って、品貸料が付利金利を上回れば、マイナスレポレートとなる。このため、日本版レポは外国のレポディーラーにとって非常に難解であり、クロス・ボーダーのレポ取引を拡大する事が困難であった。円の国際化を推進するため、国際標準である売買形式のレポ市場創設が待望されていたのである。

有価証券取引税は、平成十一年三月末、ついに撤廃された。国際標準のレポ市場創設が可能になったのである。そして、長年の課題であった売買形式のレポ市場が、平成一三年四月、新現先市場として創設された。図表1でみるように、新現先は旧現先を再編成したものである。新現先の特徴は、一括清算条項やリスクコントロール条項、サブステイチューションの条項が追加された点である。新現先に現先取引と利含み現先取引の二つを設けたのは、従来の市場慣行に配慮したものである。旧現先では期中ク

図表1 新現先と債券レポ・旧現先

	新現先取引		現金担保付債券貸借取引 (債券レポ)	旧現先取引
	現先取引	利含み現先取引		
法的位置付け	売買（買戻し条件付契約）		貸借	売買（買戻し条件付契約）
取引の性格	資金取引（債券担保金融） 金銭の消費貸借		債券取引（債券貸借） 債券の消費貸借	資金取引（債券担保金融）* 金銭の消費貸借
担保	国債が中心		現金	短期国債・政府短期証券が中心**
担保の処分	可能		可能	不透明
一括清算条項	あり（基本契約書の1本立て）		あり（個別契約書と基本契約書の2本立て）	なし
リスク・コントロール条項				
(1) ヘア・カット	可		可	なし
(2) マージン・コール	可（取引相手毎）		可（個別取引毎）	なし
(3) リプライシング	可		なし	なし
サブステイチューション	あり		なし	なし
会計処理	金融取引		金融取引	売買取引（金融取引も可）
約定レート	現先レート（資金の運用＝調達レート）		レポレート＝担保金利－貸借料率	現先レート（資金の運用＝調達レート）
簿価の変動	なし		なし	あり（売買処理の場合）
オープンエンド取引	なし	可	可	なし
期中クーポンの帰属	債券の買い手	債券の売り手	債券の貸し手	債券の買い手
取引期間	無制限		1年以内	1年以内（3ヶ月が中心）

（出所）証券業協会資料等により作成

（注）*証券会社の買い現先は平成7年まで行政指導により禁止

**昭和60年以降、有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅。

ーポンは債券の売り手に帰属していた。国際標準のレポ取引では債券の買い手に帰属するが、旧現先の市場慣行に配慮して、期中クーポンの帰属は選択制としたのである。

一年の猶予期間の後、平成一四年四月、旧現先は新現先に強制移行した。旧現先取引は消滅し、現先取引は新現先の一本になったのである。国際標準のレポ市場が創設される事によって、新現先市場は急速に拡大するものと各方面から期待されていたのであった。

2 形骸化している新現先

ところが、現実の展開は異なるものであった。以下では、短期金融市場の中で占めるレポ市場の位置、レポ市場の中で新現先が占める位置、そして、新現先の契約内容をみていくことにしよう。

レポ市場は超低金利政策下にあっても、一貫して増加している点に大きな特徴がある。コール市場は量的金融緩和政策の採用後の平成一三年三月以降、激減した。量的金融緩和政策が撤廃され政策金利が引上げられても、コール市場残高は平成一三年三月時点の水準にまで回復していない。譲渡性預金も、今なお、一貫して減少基調にある。ところが、レポ市場残高は、この間、多少の変動はあるが、一貫して増加基調にある。残高の推移をみると、平成一三年六月には五九兆円にまで減少したが（平成一三年三月は八三兆円）、その後は増加基調にあり、現時点では一〇〇兆円を超えている。超低金利政策下にあってもレポ市場残高が増加したのは、国債売買高の増加と密接に関連している。債券データーは国債流通に必要な資金をレポ市場から調達し、また、受渡に必要な国債をレポ市場で調達しているからである。国債を保有している機関投資家は、債券を有利に運用するため特定銘柄の国債を債券データーに提供し（SC取引）、調達した資金をレポ市場で運用しているからである（GC

取引⁽¹⁾。

日本のレポ市場は債券レポ（現金担保付債券貸借取引）と現先で構成されている。この二つの市場を比較すると、債券レポ市場が大きな比重を占めている。平成一九年五月時点の残高をみると、レポの残高合計は一〇二兆円、そのうち債券レポが七〇兆円、現先は三三兆円である。現先は日本のレポ市場の中で三割を占めているにすぎない。また、現先残高の推移をみても、市場創設時に期待されたほどの急成長を遂げていない。

だが、問題はこれだけではない。二〇〇七年六月に公表された日本銀行の「金融市場レポート（追録）短期金融市場機能向上に向けた意見募集の結果」によって、新現先取引が形骸化している、という驚くべき事実が明らかになったのである。⁽²⁾

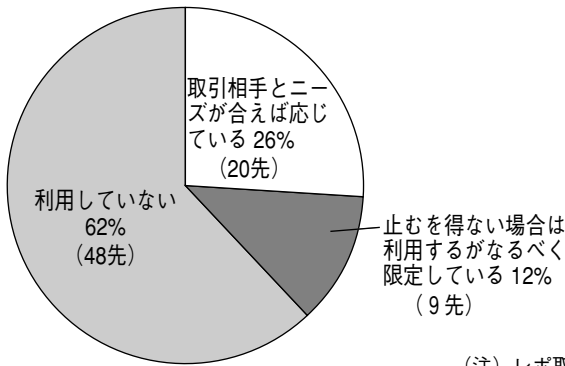
図表2は、日本銀行のレポオペ先と主要な市場参加者である生命保険会社や投資信託委託会社等を対象に実施された新現先の利用状況である。まず、新現先の利用をみると、回答のあったレポ取引を行っている七七先のうち四八先、全体の六二％は新現先を利用していない。レポ取引を行っているとしても、六二％は債券レポだけである。全体の二六％（二〇先）は、取引相手とニーズが合えば新現先取引に応じる、としている。残りの一二％（九先）は、止むを得ない場合は利用するが、なるべく限定している。重要な点は、どのような取引契約を結んでいるか、という点である。契約数の累計値で見ると、現担レポ（債券レポ）が六九％、残りの三二％が現先であるが、問題は現先の契約内容である。図表でみるように、マージンコールなし・銘柄差替えなしがレポ取引合計の一八％、マージンコールあり・銘柄差替えなしが七％、マージンコールあり・銘柄差替えありは七％に過ぎない。図表では旧現先という表現が使用されているが、解かり易いように使用されているだけであって、厳密には旧現先は消滅している。旧現先は、前掲図表1でみたように、マージンコールや担保差替えは無かったので、この表現が用

いられているだけの
ことである。

図表2で明らかに
なった事は、新現先
の特徴であるリスク
コントロール条項や
銘柄差替えのある取
引は、レポ取引全体
の七%、新現先取引
全体の二%にすぎ
ない、ということだ
ある。新現先市場創
設の背景を考える
時、これは驚くべき
事実といわねばなら
ない。新現先取引は、
事実上、形骸化して
いるのである。

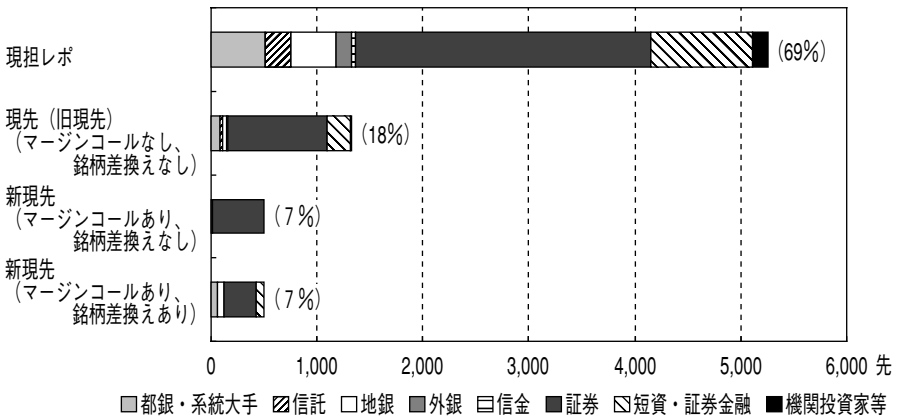
図表2 新現先の利用状況

問. 現在、新現先取引を利用していますか。



(注) レポ取引を行っている77先。

問. 本年3月末現在、現担レポ、現先の取引契約を結んでいる先は、それぞれ何先ありますか（日本銀行との取引を除く）。



(注) 回答のあった145先が取引先との間で結んでいる契約数の累計値。

(出所) 日本銀行「金融市場レポート(追録) 短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」
2007年6月26日

なぜ、リスクコントロール条項や担保差替のない取引契約があるのだろうか。こうした契約は、新現先取引に関する証券業協会の理事会決議に違反しないのだろうか。また、基本契約書に反しないのだろうか。

3 現先取引の理事会決議と基本契約書

疑問を解決するため、新現先に関する理事会決議「債券等の条件付売買取引の取り扱いについて」ではどのように定めているか、検討してみよう。

まず、現先取引を開始する時は、あらかじめ顧客との間において、「債券等の現先取引に関する基本契約書」を取り交わす事になっている（理事会決議三の（一））。そして、基本契約書に基づいて個別現先取引の約定が成立した時は、その都度、顧客との間で「債券等の現先取引に関する基本契約書に係わる個別取引明細書」を交付する事になっている（同上、三の（二））。そして、基本契約書では、次の一〇項目を記載する事が定められている（同上、三の（四））。

- ① 個別取引明細書の交付
- ② 権利移転の時期
- ③ 繰上げ償還があった場合の措置
- ④ 売買金額算出比率
- ⑤ 再評価取引
- ⑥ 取引対象債券等の差替え
- ⑦ 担保の管理等

⑧ 外国通貨による支払い方法

⑨ 権利の譲渡、質入れの禁止

⑩ 債務不履行が生じた場合の一括清算条項に関する取り扱い

基本契約書には、以上の一〇項目について記載することを求められている。新現先の特徴は、最初にみたように、一括清算条項とリスクコントロール条項、サブステイチューション条項が設けられた点にあった。

ところが、一〇項目の記載に関して、理事会決議では次のような例外規定を設けている。すなわち、「④、⑤、⑥、⑦及び⑧の項目について、顧客との間において取り扱いを予定しない場合は記載を要しないものとする」(同上、三の(四))。

同じく、理事会決議の八・売買金額算出比率の適用、九・再評価取引の適用、一〇・取引対象債券等の差替えの適用、これらの項目の適用については「顧客との合意により…できるものとする」となっている。すなわち、顧客との合意がえられなければ、マージンコールなし、担保差替えなしの契約も可能、と定めているのである。一括清算条項は必須の項目である。これを除くと、新現先取引と言っても旧現先と同じ内容の約定が可能となっていたのである。

「債券等の現先取引に関する基本契約書」や基本契約書に係わる「付属覚書」では、リスクコントロール条項やサブステイチューションについて詳細に定めている。だが、この基本契約書や付属覚書は、一つの雛形に過ぎないということになる。

従って、前掲図表2でみた旧現先と同一内容の現先契約があっても、これは理事会決議に違反するものではないのである。

4 新現先の活性化に向けて

追加的なシステム対応負担が根本原因

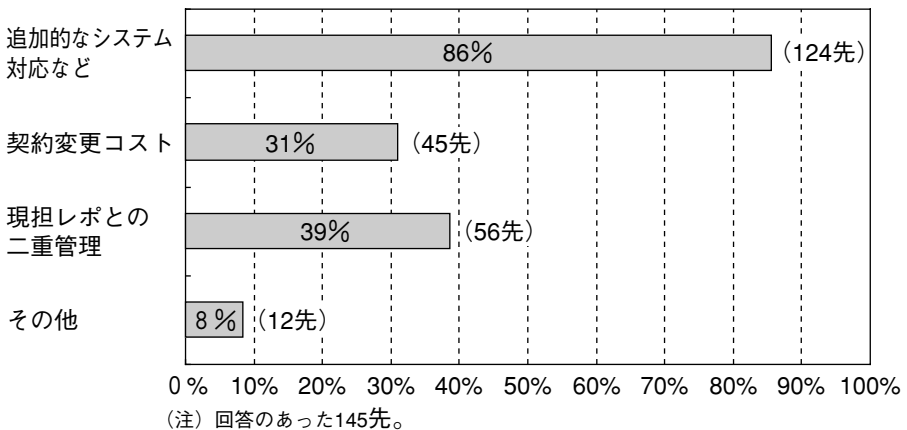
では、なぜ、大きな期待をこめて創設された新現先が形骸化しているのだろうか。図表3は、この点に関する日本銀行の市場参加者サーベイである。新現先が形骸化している最大の要因は、「追加的なシステム対応負担」にある。回答のあった一四五先の一三四先が追加的なシステム対応を挙げている。次いで、債券レポとの二重管理を挙げている。この点について金融市場レポート（追録）では、次のようにコメントしている。

「▲ 今後、新現先取引を増やしていく場合の課題としては、過半の先が『追加的なシステム対応負担』をあげている。多くの先では、既に現担レポ（個々の取引ごとにマージンコールをおこなう）に合わせたシステム化をしており、切替コストが大きいとみられる。

▲ 事務処理やシステム化を効率よく行うには、何種類もの契約が並存している現状は望ましくないとしても、移行過程はかえって負担が重くなるため、現状維持に

図表3 新現先取引拡大のネック

問. 今後、現先（マージンコールあり、銘柄差換えあり）の契約や取引を増やしていく場合、貴社にとってネックとなるのはどういった点ですか（複数回答可）。



(出所) 「金融市場レポート（追録）短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」日本銀行 2007年6月26日

傾きやすい面もあると思われる。…この点、『現担レポと新現先が混在することは望ましくなく、新現先を推奨していくのであれば、マーケット全体が同時期に移行していくことが望ましい』との意見もあった。他方、『新現先の取引が増加しないのは魅力が乏しいためで、魅力を高めるのが筋』といった指摘も聞かれた⁽³⁾。レポ取引は資金と担保の同時受渡、担保の時価管理や根洗いが必要であり、こうした事務負担やシステム対応の整備には巨額の費用が必要となる。債券レポについては、こうしたシステム対応が完了しており、債券レポでレポ取引が行われている。そうであれば、新現先取引で収益の拡大を期待できない低金利の今日、新現先のシステム対応を行うメリットがない、ということである。新現先取引が形骸化している最大の要因は、コスト負担にある。では、事務体制やシステム対応について、どのような対応策が考えられるだろうか。

事務体制やシステムの充実に関する参加者の意見

以上の点に関して「金融市場レポート（追録）」⁽⁴⁾では、調査対象先からの寄せられた意見を整理し紹介している。主なものを挙げてみよう。

・中長期的には諸外国の制度を参考にして、本邦債券レポ市場の市場インフラを高度化し市場取引をより活性化してゆくべきと考えます。具体的には、クリアリングサービスの発達を促す制度対応や、トライパーティーレポの普及を促すための市場参加者のシステムインフラの拡充など、中長期的観点から取り組んでゆく必要が有ると考えます。（都銀・系統大手）

・外銀にとって、資金ニーズの拡大ほどには、クレジットラインの拡大が望めない中で、一般債や株式を担保にした資金取引市場の整備が急務であると考えます。幅広い市場参加者を得るためには、受渡、担保管理事

務の軽減は必須条件で、トライパーティーレポの取引慣行整備が望まれます。〈外銀〉

・（一般論として）参加者の事務負担が外部委託などによって大幅に軽減されるのであれば、今後参入する可能性は高まると思われます。〈地銀〉

・一般論としては、事務代行サービス、決済代行サービス等の拡充が有効であると思われます。各社が個別にリスク管理、受渡管理、担保管理、リスク管理の体制・システムを構築するのは難しいでしょう。〈外資系証券〉

・運利用回り対比でのインフラ整備コスト（人員・システム投資）が大きく、資金運用側となる地銀等の参入が進みにくいのが現状であるが、バーゼルⅡ導入により、有担保コールの利便性が低下した為、一部の参加者については徐々にレポ市場に取引をシフトしていくと考える。

但し、本格的に参加者層の裾野を拡大していく為には、バックオフィス事務の代行サービス機関等の普及が必要条件になると考える。〈都銀・系統大手〉

・SCレポとGCレポのスプレッドが拡大し、レポ市場参入に興味を示した投資家がレポ市場に参入してくる際の市場参入障壁を低くするため、事務負担を軽減するシステム、事務代行を活用しやすいシステム作りが必要になってくると考える。〈都銀・系統大手〉

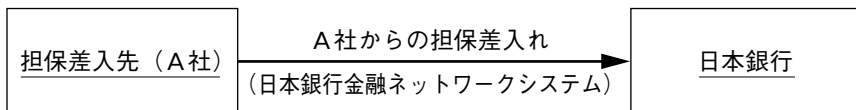
当面の対応と長期的課題

「短期金融市場フォーラム」や「市場参加者サーベイ」での意見等を取り入れて、日本銀行は二〇〇七年七月二三日、「日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性に係わる今後のスケジュールにつ

いて」を発表した（図表4参照）。リスクフリーの新現先取引を活性化するには、すなわち、マージンコールあり・サブステイチュアションありの新現先取引を活性化するには、担保の管理など事務コストの軽減が一つの課題である。事務コストを軽減するには、担保の差入れや払出し事務などのアウトソーシングが必要であろう。日本銀行は実現可能なところから課題に取り組みとして、二〇〇八年

図表4 国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性の概要
（日本銀行への担保差入れを行う場合）

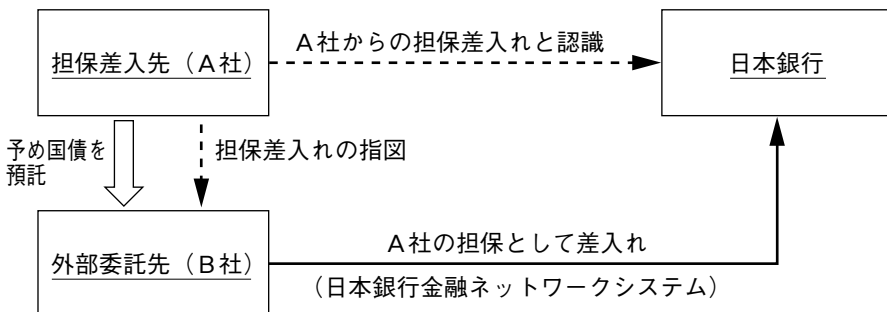
[現行]



担保差入先（A社）は、日本銀行に担保を差入れる場合には、自らその事務を行う必要。

——この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のA社の参加者口座（自己口Ⅰ・Ⅲ）から、日本銀行の参加者口座（自己口Ⅱ・Ⅳ：質権の目的である国債を記録する口座）に振替えられる。

[メンテナンス後]



担保差入先（A社）は、外部委託先（B社）に予め国債を預託。A社は、B社に担保差入れを指図し、B社が、A社から預託を受けた国債をA社の担保として日本銀行に差入れることが可能となる（日本銀行では、A社からの担保差入れと認識）。

——この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のB社の参加者口座（預り口Ⅰ・Ⅲ）から、日本銀行の参加者口座（自己口Ⅱ・Ⅳ）に振替えられる。

（出所）日本銀行「日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性に係わる今後のスケジュールについて」2007年7月13日

度中に、早ければ二〇〇八年一二月頃に、レポオペ先が日本銀行に国債担保の差入れや払出し事務に関するアウトソーシングの可能性の検討を開始した。市場参加者の意見にもみられたように、事務代行サービス、決済代行サービス等の拡充が必要という要望が寄せられていた。日銀の対応は、この要望に応えるものである。

前回レポートの繰り返しになるが、長期的な課題としては、アメリカの経験から学ぶことも重要である。本年二月に発表された日銀の調査論文「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少なくないのは、このような担保に関する取引コストが大きい事が背景にある。：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、発展してきたと言つてよい」。そして、レポ市場のインフラ整備がアメリカでどのようにすすめられてきたか、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為のクリアリング・バンクの普及、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化の普及などを挙げている。前述した取引参加者の意見にも、こうした課題を問題にしていた。七月二三日に発表された日本銀行の検討は、長期的課題への第一歩といふことができよう。

注

(1) GC取引、SC取引に関する統計資料はないが、日本銀行のレポ取引に関するアンケート調査によつて、この取引の

実態が解明された。アンケート調査の内容は、「金融市場レポート」の「追録」で公表されている。「追録」のある金

融市場レポートは、次のレポートである。「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）、「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）、「短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」（二〇〇七年八月）。

- (2) 金融市場レポート（追録）「短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」（二〇〇七年六月）は、三月一日に日本銀行が開催した「短期金融市場フォーラム」で取り上げられた論点について市場参加者サーベイを行った調査である。このサーベイによって、新現先の契約内容の実態が明らかになった。

- (3) 『金融市場レポート（追録）短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果』日本銀行 二〇〇七年六月二六日 一六頁

- (4) 同上 別紙一 一～二頁

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）