

新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」

中島 将隆

1 新たなレポ指標レートの公表

日本銀行は、一〇月二十九日、新たなレポ指標レートとなる「東京レポ・レート」の公表を開始した。新たな指標レートの作成と公表によって、これまで日本銀行が発表していた集計レポレートは一〇月三十一日分をもって公表が取止めとなった。

新たなレポ指標レートの作成と公表は、日本銀行の短期金融市場の整備の一環である。量的金融緩和政策の解除と金利正常化によって、機能麻痺になっていた短期金融市場の整備が喫緊の課題になった。このため、日本銀行は、本年二月一三日、市場の透明性向上や効率的な有担保資金取引市場の実現のため、「短期金融市場の機能向上への取組み」を発表した。「短期金融市場フォーラム」を開催して問題点と課題を洗い出すことにした。他方、当面の具体的な施策の一つとして「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」を設置し、半年間ほどを用途に新たなレポ指標レートの作成に向けた検討を開始したのである。

ワーキング・グループのメンバーは、レポ市場の主要参加者である大手銀行や外資系も含めた証券会社・信託銀行・短資会社など市場関係者が二〇社、事務局となる日本銀行、オブザーバーとして日本証券業協会や現先取引研究会・短期金融市場取引活性化研究会も参加している。ワーキング・グループでは、レポ指標レートの有用性やレートの作成方法、集計の担い手などが多面的に検討された。ここで作成された指標レートの原案について

パブリック・コメントが募集され、こうした手続きを経て、六月二二日、日本銀行は「新たなレポ指標レートの作成・公表について」を発表した。そして、一〇月二九日に「東京レポ・レート」の公表を開始したのである。

以下では、これまで公表されていた集計レポレートの問題点、新たなレポ指標レートの作成過程と特徴、東京レポ・レート作成の意義について見ていくことにしたい。

2 集計レポレートの問題点

集計レポレートはレポ市場のインフラ整備の観点から、二〇〇〇年二月一八日より公表されるようになった。債券レポ市場（現金担保付債券貸借取引）が一九九六年に創設され、数年を経ずして急成長を遂げたが、レポレートは公表されていなかった。このため、日本銀行とオペ対象先との意見交換会においても価格情報の整備がオペ対象先から要望されていた。オペ対象先からは、「新聞等に日々の『レポレート』が掲載されるようになれば、レポ市場への認識が高まることにより顧客が拡大する可能性がある」、「現在のレポ市場では、個別銘柄の需給が逼迫しても、当該銘柄を受渡しすることを特定して行うレポのレートが上昇していることが、市場参加者全体に十分な速さで認識されていない」といった意見^①が出された。そこで、価格情報を整備するため、日本銀行は金融調節取引先から報告を受けている「レポレート」の集計を公表することにしたのである。

公表されたデータは、銘柄を特定せず国債を貸借するGCレポ取引、銘柄を特定して国債を貸借するSCレポ取引のレートであった。各レートについては、市場で取引されている主要な期間および銘柄（SC取引のみ）について、報告データ上下三先を除いた単純平均値で計算され、GCレートは国債借入オペ対象先、SCレートは国債売買オペ対象先であった^②。なお、二〇〇三年二月三日から集計レポレートに「レポ（現先）レート」を

新たに追加し、これに伴い従来の「GCレポレート」を「GCレポ（貸借）レート」、「SCレポレート」を「SCレポ（貸借）レート」に表現を改めた。⁽³⁾

集計レポレートは日本銀行のオペ対象先から日々報告されるレートの平均値であるが、最近においては集計レポレートが市場実勢を十分に反映していない、と指摘されるようになった。前述のワーキング・グループでは、集計レポレートの問題点を次のように指摘している。

「レポ取引を活発には行っていない先も対象先に含まれる。オペ先以外の主要参加者がカバーされていない。

・レートの感度が鈍い、遅行性があるなど、市場実勢を十分反映していないとの指摘がある。

・「午後二時までの取引に基づく気配値」という報告レートの定義が曖昧で、報告者によって定義が異なっている可能性がある。⁽⁴⁾」

このように集計レポレートが市場実勢を十分に反映していないため、新たなレポ指標レートの作成が必要になったのである。

3 新たなレポ指標レート作成の経緯と特徴

新たなレポ指標レートの作成に際しては、まず、ワーキング・グループで指標レートの有用性や指標レート作成の具体的な選択肢が議論され、次に、指標レートの作成試行が行われ、指標レートの対象先選定について議論が重ねられた。四回にわたる会合の後、レポ指標レートの具体案が作成された。そして、五月二十八日には、「レポ指標レートに関する検討結果およびパブリック・コメント」が募集された。パブリック・コメントを踏まえて、

六月一二日、日本銀行は「新たなレポ指標レート」の作成と公表を行ったのである。

表1は、新たなレポ指標レートである東京レポ・レート概要である。東京レポ・レートは、従来の集計レートとは異なる新たな特徴を備えている。この点を理解するため、ワーキング・グループで如何なる議論が行われたか、簡単に要点をみていきたい。

表1 東京レポ・レートの概要

呼称	・「東京レポ・レート（レファレンス先平均値）」（和文）、「Tokyo Repo Rate (reference institutions average)」（英文）。
対象取引	・債券現先および現金担保付債券貸借の両方を一体的に対象とする。 ・GC（General Collateral）レポとする。
レートの定義	・マーケット・レート（レファレンス先が、特定時点において市場実勢と考えるレート）の一本値とする。 ・一本値は「オファー、ビッドの仲値」とする。 ・標準的な取引ロットは、全期間について100億円とする。 ・ターム物はサブステイチューションなしのレートとする。 ・365日ベースのレートとする。
算出方法	・レファレンス先から報告されたレートのうち、期間ごとに、上位15%および下位15%に相当するものを除いた単純平均値（小数点第4位を四捨五入し、小数点第3位まで算出する）を算出する。 ——上位（下位）15%に相当するレートとは、報告されたレートのうち、高い（低い）順にレファレンス先数の15%に相当する数までのレートをいう。
レファレンス先	・20先前後を選定。 ・公募制とし、概ね年に1回の頻度で選定替えを行う。
レファレンス先の選定基準	・取引を活発に行っていること。 ・信用力、レピュテーションに問題がないこと。 ・レート呈示の実績に問題がないこと（既往先の継続の場合）。
レートの刻み	・0.001%（0.1bp）刻みとする。
対象期間	・翌日物（T+0、T+1、S/N<T+2>）、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y。 ——ターム物はT+3決済の取引を対象とする。
基準時点	・レファレンス先は、全ての期間について午前11時時点のレートを報告する。
報告時点	・レファレンス先は、全ての期間について1日1回、午前11時45分までにレートを報告する。
作成・公表主体	・当面、日本銀行が行う。
その他	・レファレンス先の個社レートを公表。 ・東京レポ・レートの作成および公表事務の委託を第三者である事務受託者に委託する。事務受託者は株式会社QUICKとする。

（出所）日銀資料（7月24日、8月1日、10月26日発表資料）より作成

指標レートの有用性

前述したように集計レポレートは、オペ先以外の主な市場参加者がカバーされていないので、市場実勢を十分に反映していない点で意見が一致した。そして、「指標レート」は有用であるとして、次のような意見が出された。

- ・ 市場実勢を掴むうえで有用
- ・ レートの透明性向上により、レポ市場の参加者拡大や流動性向上に資する
- ・ 市場分析やリスク・損益分析にも利用可能
- ・ 特に三カ月未満の有担保のイールドカーブ形成に資する
- ・ 将来的にはOISやスワップの参照レートにも利用しうる
- ・ 米国SOX法施行を受けて自社提示レートの公正性を立証する際の参照レートになる等⁽⁵⁾

指標レートの有用性が確認され、以後の議論では、指標レート作成方法の具体的選択肢に議論が発展していった。

レファレンス方式の採用

指標レートの選択肢としては、レファレンス方式とブローカー方式が考えられる。レファレンス方式とは、特定時点の市場実勢レートを主要プレーヤーが申告する方式である。ブローカー方式とは、ブローカー的な役割を担う先の一日の取引高加重平均レートである。いずれの方式が日本の現状に合致しているか、三月中ごろから四月一三日までの間、両方式を試行することになった⁽⁶⁾。そして、両方式の試行結果、レファレンス方式を採用する

事に決定したのである。その理由は次の通りである。

- ・ 試行結果を踏まえると、参加者の金利観はタイトな範囲で収斂しており、レファレンス方式は市場実勢を的確に反映すると評価できる。
- ・ レファレンス方式は、ブローカー加重平均方式に比べて、市場のカバレッジが高い。
- ・ レファレンス方式は、長めのタームまでレートを継続的に出していくことができる。
- ・ 「翌日物についてはブローカー加重平均方式、ターム物についてはレファレンス方式」との考え方も有り得るが、試行では、両者の翌日物レート間に大きなパフォーマンスの差が見られなかったので、レート作成方法の整合性、効率性の観点から、全てレファレンス方式とする⁽⁷⁾。

対象とする取引

集計レポートでは現先レートと債券レポ（現金担保付債券貸借取引）レート、GCレートとSCレートがそれぞれ発表されていた。しかし、ワーキング・グループでは現先（新旧）、現金担保付債券貸借取引の両者の間には、別々の集計を要するほどに有意なレート差がないため、両方を一体的に対象とする（区分しない）ことでのよとの認識で一致した。

また、取引の個別性が強いSC取引について指標レートを作成する必要性は高くない等の理由から、SCレポ取引については、今回の検討対象から除くとの認識で一致した⁽⁸⁾。対象とする取引は、現先および債券レポの両方を一体的に対象とすること、GCレポとすることになったのである。

レート の 定義

・マーケット・レートとすることで意見が一致した。その理由は次の通りである。

①トレーダブル・レートは、レート提示に伴い取引面でのオブリゲーションを負うイメージがあるため、受入れがたい。

②マーケット・レートは実取引レートを参考にして呈示されていると考えられるため、両者に大きな差はないと思われるが、BBA Repo&Euroपो同じマーケット・レートとするのが親しみやすい。

③実取引レートは、ポジション動向の開示に直結するリスクがあり、マーケット・レートがよい。⁽⁹⁾

・マーケット・レート（各レファレンス先が、特定時点の市場実勢とみなしたレート）の一本値とする。

・一本値は「オフアー、ビッドの仲値」とする。

・標準的な取引ロットは、全期間について一〇〇億円とする。

・タム物はサブステイションなしのレートとする。将来、サブステイションありの取引が増えてきた場合には、その時点に対応を検討する。⁽¹⁰⁾

レファレンス先の選定

レファレンス先の選定基準は、内外の各種指標レートの例を踏まえて、以下の通りとすることになった（業態などによる資格要件は設けない）。

①取引を活発に行っていること

②取引力、レピュテーションに問題がないこと

③レート呈示の実績に問題がないこと

①②③は、相互に関係するものであり、総合的に判断する。①の「取引を活発に行っていること」については、定量的な目安としてのレポ取引残高や、GCレポの取引状況を参考にしていくこととする。②や、③については、基本的には、大きな問題がないかどうかについて定性的に判断する。

なお、市場の金利観をなるべく幅広くカバーし、レートの信頼性を高める観点から、資金の運用サイド、調達サイドの双方において、どちらかに著しく偏ることなく、主要プレーヤーがカバーされている方が望ましい。当面の選定に当たっては、こうした観点も、必要に応じて考慮していく。

レファレンス先の数は、二〇前後とする。試行では二〇先で行い、良好な結果が得られたことなども踏まえ、認識が一致した⁽¹¹⁾。

指標レートの作成・公表主体

当面、日本銀行が指標レートの作成、公表を行うこととする。議論の中では、指標レートの作成・公表主体については、市場参加者による会合・団体の取組みとすることが理想との考え方が共有された。もともと、なるべく早期にレートの作成・公表を開始する観点や、事務的なフィジビリティなどを踏まえつつ改めて市場参加者と検討することが適当との認識で一致した⁽¹²⁾。

パブリック・コメントの募集と新たなレポ指標レートの公表

ワーキング・グループによる四回の会合によって原案が作成されたが、この原案に対してパブリック・コメン

トを募集することになった。五月二八日、ワーキング・グループはレポ指標レートに関する検討結果と指標レートの具体案を公表し、パブリック・コメントを募集した。情報の公開性と透明性を高めた上で、六月二二日、日本銀行は「新たなレポ指標レートの作成・公表について」を発表したのである（発表された概要は前掲の表1を参照）。

レファレンス先の公募

レファレンス先の公募に先立ち、七月五日、日本銀行は東京レポ・レート（レファレンス先平均値）の算出等事務の一部を外部委託するため、受託者の選定にかかわる公募を行うことにした。委託する業務内容は、東京レポ・レートに関する報告レートの収集、集計、配信および公表に関する業務である。

事務受託者の選定の後、八月一日、いよいよ二〇〇七年度のレファレンス先を公募することにした。公募の結果、レファレンス先の選定は二三先となり、二〇〇七年度のレファレンス先の一覧は表2のとおりである。

東京レポ・レートの作成と公表の手続き

事務受託者やレファレンス先が決定され、東京レポ・レートは次の手続きを経て公表されることになる。

まず、レファレンス先は午前一一時のマーケット・レートを一一時四五分までに事務受託者に報告する。次に、事務受託者はレファレンス先から報告されたレートに基づき東京レポ・レートを算出する。事務受託者は日本銀行に東京レポ・レートを報告する。この報告を受けて、日本銀行はレート公表を承認する。ここで事務受託者は、日本銀行が指定した情報ベンダーに、東京レポ・レートおよび各レファレンス先から報告されたレートを配信す

る。日本銀行は、東京レポ・レートを日本銀行のホームページに掲載する⁽¹³⁾。

なお、日本銀行が東京レポ・レートの作成および公表事務の一部を委託する事務受託者は、株式会社QUICKとなった⁽¹⁴⁾。

4 東京レポ・レート作成とインフラ整備

冒頭で触れたように、本年二月から短期金融市場の機能向上に貢献していく観点から、半年間を中途に市場の透明性の向上や効率的な有担保式取引市場の実現等に向けて作業を行ってきた。新たなレポ指標レートである東京レポ・レートの作成は、この作業の一環である。東京レポ・レートは市場実勢を反映したレートであり、市場の情報を充実し透明性向上に資するものである。市場情報の充実に関しては、更に来年度も短期金融市場に関する包括的な調査（東京短期金融市場サーベイ）が予定されている。

レポ市場は最大の有担保取引市場である。効率的なレポ市場の実現を妨げている最大の課題は、取引実務の効率化である。レポ市場は資金・担保の同時受渡し、担保の時価管理や値洗いを要するため、他の取引と比べて事務負担が重く、システム対応など事務体制の整備にも費用がか

表2 レファレンス先一覧（2007年度）

株式会社みずほ銀行	日興シティグループ証券株式会社
株式会社三菱東京UFJ銀行	モルガン・スタンレー証券株式会社
株式会社三井住友銀行	ドイツ証券株式会社
株式会社みずほコーポレート銀行	ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	パークレイズ・キャピタル証券株式会社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	JPモルガン証券株式会社
資産管理サービス信託銀行株式会社	ゴールドマン・サックス証券株式会社
東京短資株式会社	みずほ証券株式会社
セントラル短資株式会社	日本相互証券株式会社
上田八木短資株式会社	UBS証券会社
野村証券株式会社	大和証券エスエムビーシー株式会社
三菱UFJ証券株式会社	

(注) 先数：23先

(出所) 日本銀行「東京レポ・レートのレファレンス先について」2007年8月14日

かる。これらがレポ市場が拡大しない一因となっている⁽¹⁵⁾。七月二十四日に公表された「短期金融市場の機能向上への取組み」最終報告書では、レポ市場の課題を次のように述べている。

「レポ市場については、取引実務の効率化が最大の問題である。現時点においては、取引実務がシステム化されていない市場参加者が少なくないほか、比較的活発に取引している先でもSTP化を実現している先は限定的である。システム対応等の事務体制の整備自体は、基本的には費用対効果に基づく個社ベース判断であるが、市場全体としては取引実務を効率化し、個社の事務対応・システム対応が進めやすくなるような環境を整えていく余地はあると思われる」⁽¹⁶⁾。

この課題を解決するため、短期的な課題として、二〇〇八年度を目的に「国債担保の差し入れ・払出し事務の外部委託可能性」の検討をはじめた。中長期的課題として、クリアリングバンク・サービスやトライパーティ・レポなどインフラ整備が必要であろう。新たなレポ指標レートは、市場情報のインフラ整備であった。次の課題は、効率的な市場の実現に向けた市場慣行も含むレポ市場のインフラ整備が中長期の課題である。

注

- (1) 日本銀行金融市場局「国債市場の情報整備―オペ対象先との意見交換会での議論の概要」『マーケット・レビュー』二〇〇〇年一月 四頁
- (2) 日本銀行金融市場局「レポレート集計結果の公表について」二〇〇〇年二月一八日
- (3) 日本銀行金融市場局『集計レポレート』の公表計数の追加について「二〇〇三年二月三日」
- (4) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月三三日）資料

- (5) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月二三日）の議事録概要
- (6) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第二回会合（三月二三日）の議事録概要
- (7) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二三日）の議事録概要
- (8) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月二三日）資料
- (9) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第二回会合（三月二三日）議事録概要
- (10) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月二三日）議事録概要
- (11) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二四日）議事録概要
- (12) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二四日）議事録概要
- (13) 日本銀行「東京レポ・レートのレファレンス先の二〇〇七年度公募について」二〇〇七年八月一日 別紙二参照
- (14) 日本銀行「東京レポ・レートに関する情報ベンダーおよび事務受託者」一〇月二六日
- (15) この点に関する詳細な実証分析は、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）を参照されたい。
- (16) 日本銀行「短期金融市場の機能向上への取組み―最終報告書―」二〇〇七年七月二四日

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）