

# イギリスにおけるレポ市場の創設と ギルト債市場の効率性（上）

須藤 時 仁

## 要 旨

イギリスでは、96年1月にギルト債（国債）のオープン・レポ市場が創設され、更に97年3月からはギルト・レポがイングランド銀行の日々の金融調節手段に加えられた。レポ取引とは、証券の保有者が資金の保有者に対して証券を将来買い戻すという合意の下に売却する取引であり、在庫証券のファイナンスや空売りした証券の手当てなど、非常に活用範囲の広い取引手法である。イギリス政府はこのオープン・レポ市場を導入するにあたり、ギルト債の貸借市場への参入規制緩和と債券に係る利子課税制度の改革を行った。特に税制に関しては、97年12月のストリップス債導入とも相まって、利子所得に係る源泉徴収が実質的に撤廃されるなどの大改革となった。

レポ市場は創設以来順調に拡大し、その残高は96年2月末の367億ポンドから98年5月末には749億ポンドへと、約2倍の規模になっている。しかしながら、アメリカをはじめヨーロッパ主要国では早くから債券のレポ取引が取り入れられていたにもかかわらず、なぜヨーロッパ金融取引の中心地であるイギリスでその導入が90年代半ばまで遅れたのだろうか。レポ市場を導入した意図として、イギリス政府はギルト債市場への参加者拡大と市場効率の促進が目的と説明している。しかし、政府の見解を逆に解釈すれば、95年以前のギルト債市場が非効率的就であったことになり、これではやはり、90年代半ばまでなぜレポ市場が導入されなかったのかという疑問に戻ってしまう。そこで、これに対立させる仮説として「EMU（欧州通貨統合）対応説」を提唱したい。99年以降、EMU体制の下で欧州中央銀行（ECB）が行う金融調節の中心手段は2週間物の債券レポ取引とされている。一方、イギリスは当面EMUに参加しない意向だが、ECBの金融政策に適切に対応するためにはレポ市場を整備してイングランド銀行の金融調節手段に組み込む必要があった、というのがEMU対応説である。

EMU対応説を直接に検証することは困難であるため、95年以前のギルト債市

場が非効率であったか否かを、英米独の比較によって、計量的手法を用いて分析した。その結果、政府の見解は棄却され、EMU 対応説が浮かび上がった。この仮説に立脚した場合、重要なことは、レポ市場をイギリスの金融市場全体の効率性に機能するように組み込むことであろう。

## 目 次

- I. はじめに
- II. レポの定義と形態
  - 1. Sell/buy-back
  - 2. クラシック・レポ
  - 3. 債券貸借取引
- III. レポ市場導入のための制度改革
  - 1. 参入規制の緩和
- 2. 税制改革
- IV. レポ市場導入の意図——二つの仮説
  - 1. ギルト債市場の効率化促進説
  - 2. EMU 対応説 (以上、本号)
- V. ギルト債市場の効率性の検証
- VI. おわりに
- 補論——レポ市場導入による短期金融市場の影響

## I. はじめに

イギリスでは、96年1月にギルト債(国債)のオープン・レポ市場が創設され、更に97年3月からはギルト・レポがイングランド銀行の日々の金融調節手段に加えられた。そもそも、レポ取引はアメリカで今世紀の初めにつくられた取引制度であり、①財務省証券、モーゲージ証券、短期金融市場証券などの在庫証券のファイナンス、②空売りした証券の手当て、③マッチト(ミスマッチト)・ブック取引、など非常に応用範囲の広い取引手法である。アメリカでは、財政赤字の拡大に伴い国債残高が膨らみはじめた70年代半ば以降、急速にその市場が拡大した。一方、フランス、ドイツ、イタリアなど、イギリスを除くヨーロッパ先進国でも、時期は異なるものの、90年代初頭までにはオープン・レポ市場が創設されており、先進国の中ではイギリスと日本が出遅れるかたちとなっていた。(日本でも96年4月に日本版レポ市場が創

設された)このようにオープン・レポ取引は非常に利便性が高く、主要先進国では早々に取り入れられていたにもかかわらず、なぜヨーロッパ金融取引の中心地であるイギリスで導入が遅れたのだろうか。更にいえば、イギリスは86年10月にビック・バンと呼ばれるほどの証券取引制度の大改革を行っている。そのときでさえ導入しなかった制度をなぜ90年代も半ばにきて導入したのだろうか。

本稿は、こうした問題意識に基づき、イギリスにおけるオープン・レポ市場導入の意図を検証することを目的としている。構成は次のとおりである。まず、レポ取引制度の概論として、レポ取引の定義と形態を説明したあと、Ⅲではオープン・レポ市場を導入するために行われた制度改革について、税制改革を中心に述べる。続く2節は本稿の主論部分であるが、Ⅳではレポ市場導入の意図を説明する二つの仮説を論ずる。一つはイギリス政府が公式見解として表明している「ギルト債市場の効率化促進説」、もう一つはそれに対立するものとしての「EMU

(欧州通貨統合)対応説」である。特に「EMU 対応説」は筆者の自説であることから、EMU 体制における金融政策の枠組みも含めてやや詳述したい。Vでは、政府の見解に基づき、95年以前のギルト債市場が効率的であったか否かを、国際比較の観点から計量的手法を用いて分析する。ここで政府の見解を分析対象に選んだのは、第2の仮説である「EMU 対応説」を直接に検証することは困難なためである。最後の章では結論を述べる。

## II. レポの定義と形態

Repo (レポ) とは repurchase (買い戻し) の略称であり、敷衍すれば 'sale and repurchase agreement' (買い(売り)戻し条件付きの売買契約) を意味する。したがって、レポ取引とは、証券の保有者が資金の保有者に対して証券を将来買い戻すという合意の下に売却する取引であり、実質的には「売買行為を伴う、証券を担保にした資金貸付」と定義される。ただしイギリスのオープン・レポ市場で取引の対象となる証券はギルト債<sup>1)</sup>である。では、レポ取引はどのような形態をとるのであるか。Corrigan *et al.* (1995) によれば、レポ取引には通常 Sell/buy-back, クラシック・レポ, 債券貸借の3形態が含まれることとなる<sup>2)</sup>。

### 1. Sell/buy-back

これは、債券を買い戻し条件付きで売ったり (Sell/buy-back と呼ばれる), 売り戻し条件付きで買ったり (Buy/sell-back と呼ばれる) する取引であり、日本での債券現先取引に相当する。この取引の本質は債券の「売却」と

「買い戻し」とは別個の売買行為とみなされることであり、このことから次のような特徴が挙げられる。第一に、債券の売却と買い戻しを包括的に規定した契約書式は、公的機関によっては取り決められていない。したがって、当事者は取引の期間中に法的な保護を受けることはできず、担保として買った債券の価格変動によるマーケット・リスクや当事者の債務不履行などの信用リスクを負うことになる。これらのリスクを回避するために、本来、売買行為であることから現金と交換される債券とは等価であるべきだが、債券の買手は通常、担保となる債券の価値に更にマージン (これはイニシャル・マージンと呼ばれる) の上乗せを要求する。そのマージンは次の要素に依存する。

- ①債券の売手に対する信用
- ②取引の期間
- ③債券の種類
- ④債券の取引時点での価格と過去のボラタリティ
- ⑤債券の希少性

このように、債権保全の目的からイニシャル・マージンを設定することができても、Sell/buy-back 取引は法律上、債券の売却と買い戻しという二つの売買行為により構成されることから、債券を売った後買い戻すまでの間に起こる債券価格の大幅な変動や当事者の破産などによる債務不履行に対して法的に保護されないといった欠点は残る。このため、Sell/buy-back 取引では、当事者の資本適格性、行動様式を規定した規約 (Capital Adequacy Directive と Code of Best Practice) により、取引当事者双方に対して他の取引形態より高い資本基準が要求されている。

第二の特徴は、売買行為の当然の帰結とし

て、売却されたギルト債に係る権利は全て買手に移ることである。したがって、債券の保有から得られる利子収入は買手が受け取り、売手に返す必要はない。このことは、債券の反対売買の価格に影響を与える。本来、Sell/buy-back取引と次に述べるクラシック・レポ取引ではあらかじめ決められたレポ・レート（レポ取引で資金の借り手が貸し手に支払う金利レート）に基づき資金の貸し手の運用益が決まるが、Sell/buy-back取引では資金の貸し手は債券保有に伴う利子を受け取ることができるため、反対売買時の価格は

当初の売買額+レポ・レートに応じた金利収入-債券保有による利子収入  
ということになる。

## 2. クラシック・レポ

この取引は Sell/buy-back 取引と同じ形態をとるが、その本質は、売買行為を伴う、債券を担保とした資金貸付行為であり、当初の債券売却と最終的な買い戻しが一連の法的行為とみなされる。したがって、同じ売買行為でありながら債券の売却と買い戻しが別個の売買とみなされる Sell/buy-back 取引とは異なった特徴を持つ。

第一は、取引に関する公式な契約書式があることである。クラシック・レポ取引では当初の売買から反対売買までが一連の取引とみなされているのだから、その間の出来事に対しても債権保全をはじめとする法的保護が加えられるのは当然であろう。イギリスでは1992年に、アメリカのレポ取引に関する基本契約書（PSA Master Repurchase Agreement）を基にして、イギリスの法律に則った独自の基本契約書式（PSA-ISMA Global Master Repur-

chase Agreement）を作成していた。更に95年11月、オープン・レポ市場の創設にあたり、一層の当事者保護のため、この基本契約書式を包含したレポ取引の基本契約書式（Gilt Repo Legal Agreement）とこれを補完する行動様式を規定した規約（The Gilt Repo Code of Best Practice）が制定された。これらの規定により Sell/buy-back 取引ではできなかった次のことが可能となる。

### ①担保として供出された債券価格の値洗い

Sell/buy-back 取引において認められているイニシャル・マージンのみならず、取引期間中でも担保債券の値洗いが行われ、価格の変動に応じて取引担保金の追加差し入れ、担保金の一部返却、あるいは担保債券の差し替えが行われる。

### ②取引の途中清算

当事者の一方が債務不履行に陥った場合には取引を中止し、担保債券と貸付金を相殺することができる。

第二の特徴は、この取引の本質が貸し付けであるという性格から、担保に供出された債券に係る権利は取引期間中も債券の売主に帰属するという点である。したがって、債券の保有によって得られる利子収入は売主に返却されなければならない。この結果、現金の出し手が受け取るリターンは買い入れと売り戻しの差額と、前述したレポ・レートによる金利収入の合計のみとなる。ただし、Sell/buy-back 取引と違い、金利収入は反対売り戻し額には含まれず、別途に支払われる。

## 3. 債券貸借取引

この取引は、証券ないし現金の形態で担保を差し出して一定期間ギルト債の貸借を行う取引

であり、債券の売買行為を含まないという意味で真のレポ取引とはいえない。しかしながら、マーケット・メーカー（値付け業者）が空売りのギルト債の清算のためにある特定銘柄の債券をこの貸借取引で調達する場合など、債券の調達という観点からみればその経済的効果は前二取引と同じである<sup>3)</sup>。

貸借取引においては貸し出しと返却が一連の行為とみなされるため、取引において契約書が交わされ、取引期間中は法的に保護される。したがって、以下のようなクラシック・レポ取引に類似した特徴を持っている。

- ①債券の貸し手はイニシャル・マージンを要求でき、更に取引期間中は担保に供出された証券の値洗いが行われる。このため、担保価値の変動に応じて取引担保金の追加差し入れ、担保金の一部返却あるいは担保証券の差し替えが行われる。
- ②当事者の一方が債務不履行に陥った場合には、取引を中断し清算できる。
- ③担保証券及び貸し出された債券に係る権利は各々担保供出者と債券の貸出者に帰属する。

一方、取引の清算（＝債券の返却）の際には、債券の貸し手は契約に基づいた貸借料を徴収するが、担保として供出された証券については当然貸借料は課されない。ただし、担保が現金の場合には契約で決められたレートの金利が付与される。

以上、広義のレポ取引とみなされる三つの形態について説明してきたが、総じて言えばこれらの形態はみな債券と現金ないしは証券の交換という経済的行為において同じ効果を持つと思われる。ではなぜ、これら三つの取引形態が共存するのだろうか。

まず、取引の主目的からみると、Sell/buy-back とクラシック・レポにおいては、債券の保有者がそれを担保にして資金を調達するための市場であるのに対して、債券貸借市場は、空売りの手当などのように特定の債券を調達することに主眼が置かれている。もちろん、Buy/sell-back 取引やリバース・レポ取引<sup>4)</sup>によって特定銘柄の債券を調達することはできる。しかしながら、その場合の担保は現金に限られるという制約が伴う。

一方、Sell/buy-back 取引とクラシック・レポ取引とでは前述したように取引参加のための資本適格要件や取引期間中の法的保護という点で大きく異なる。したがって短期取引であり、相手方の信用力が大きい場合には、Sell/buy-back 取引の方が契約書に明示された義務を履行する煩雑さを避け、比較的簡便な方法により資金調達できるという利点を享受できる。一方、長期取引であったり、取引金額が大きいなど、取引期間中の法的保護が重視される場合にはクラシック・レポ取引が利用される。これは、資金の調達側だけではなく、レポ・レートが高いときには資金の出し手にとっても長期的に安定した資金運用ができるというメリットを持つ。

### Ⅲ. レポ市場導入のための制度改革

ギルト債のオープン・レポ市場導入にあたり二つの大きな制度改革が行われた<sup>5)</sup>。一つはギルト債の貸借市場への参入規制の大幅な緩和であり、もう一つは債券に係る利子課税制度の改正である。

## 1. 参入規制の緩和

そもそもイギリスにおいてギルト債貸借市場の歴史は古く、イングランド銀行は1830年頃にはギルト債の貸借取引を導入していた<sup>6)</sup>。ただ、長い間、その市場は誰でも参加できるオープン・マーケットではなく、86年10月のビック・バンによる証券取引制度の大改革においてさえ、イングランド銀行は貸借市場に参加できる機関をマーケット・メーカーとマネー・ブローカーに限定していたのである。しかし、96年以降はこの規制が撤廃され、原則としてレポ市場及び債券貸借市場への参入は自由化された。そして、市場参加者は、仲介業者を経ることなく自由に相対で取り引きすることができると同時に、どのようなグループも取引の仲介業者になることができるようになったのである。

ただ、実際には従来のギルト債市場における機能に応じて、各機関のオープン・レポ市場でのすみ分けがなされている。まず、グループ内にマーケット・メーカーを抱える欧米の大手銀行・証券会社はその資本力を活かして自らが取引相手となると同時に、マネー・ブローカーを取り込むことによって、いわばレポ市場のマーケット・メイクをする中心的役割を担っている。一方、それら大手銀行、証券会社の顧客としては、住宅金融組合、海外の銀行・証券会社や中央銀行、ヘッジ・ファンド、ミューチャル・ファンドが積極的に参加しているほか、最近では国内の一般事業会社も取引に加わってきているようだ。これらの参加者の他に、取引期間や取引内容別に特化したサービスを提供する大口ブローカーや独立のマネー・ブローカーが市場仲介機関として機能している。

ここで、レポ市場がどのように活用されてい

るのかみてみよう。

### (1) ジェネラル担保とスペシャル担保

前述したようにレポ取引の本質は債券を担保とした資金貸付であり、主目的は債券を担保として供出することによって流動化し、資金を取り入れることにある。したがって、資金の出し手は特定の銘柄を要求しない限り供出される債券は担保価値さえあればよい。このように担保として供出される債券が特定されない場合、その担保債券をジェネラル担保という。反対に、市場参加者が特定銘柄の債券を要求する場合、当該債券はスペシャル担保と呼ばれる。これは、例えば、証券会社が空売りした債券を手当するためにレポ市場に参入した場合などが挙げられる。注4)で述べたように、特定の債券を調達することが目的のときはリバース・レポ取引を用いることになるため、スペシャル担保の取引は基本的にリバース・レポ取引となる。

スペシャル担保による取引(以下、スペシャル取引)では、特定銘柄の債券が必要されることから、貸し出された現金に付与されるレポ・レートはジェネラル担保による取引(以下、ジェネラル取引)でのレートより低く設定される。また、当然のことながら、スペシャル取引におけるレポ・レートはリバース・レポ市場及び貸借市場における当該銘柄の相対的な需給を反映する。つまり、その債券の需給が逼迫していない場合にはスペシャル取引でのレポ・レートはジェネラル取引のレートより5-10ベシス・ポイント(0.05-0.10%)低くなるが、品薄の銘柄の場合には、10ベシス・ポイント以上低くなることもある<sup>7)</sup>。

ここで問題となるのが、スペシャルのリバース・レポ取引と債券貸借取引との相違である。

両者は共に特定銘柄の債券調達を目的とする点で、同一の経済機能を持ち、相違点は担保が前者では現金、後者では証券（現金も可能）ということである。では、なぜ両者が共存するのであろうか。一つ考えられる理由は、担保価値の確実性による相違であらう。つまり、スペシャルのリバース・レポでは現金が担保となっていることから、信用リスク、市場リスクはほとんどないといつてよい。しかし証券が担保とされた場合は両リスクを完全に拭うことはできない。反面、貸借取引の利点として、特定銘柄債券の借入側が、保有する証券を流動化することによって経済取引の幅を広げられることが挙げられよう。

## (2) マッチト・ブック取引(ミスマッチト・ブック取引)

マッチト・ブック取引とは、「同一債券のリバースによる受け入れとレポによる放出をマッチングさせることにより作り出す、レポとリバースの相殺されたポジションを意味<sup>8)</sup>している。より厳密には、リバース・レポとレポの償還日が同日に設定される場合をマッチト・ブック取引といい、償還日が異なって設定された場合はミスマッチト・ブック取引と呼ばれる。

マッチト・ブック取引の典型は、債券の保有者がそれをリバース・レポ市場に出し、調達した資金をレポ市場でリバース・レポと同期間運用するものである。この取引には次のような効果と機能がある。第一は、債券の保有者側からみれば、リバース市場に出して調達した資金をレポ市場の（リバース・レポのレートに比べて）相対的に高い金利で運用することにより利鞘が稼げる。しかも、レポとリバース・レポの

期間が同一であることから、取引期間中の金利変動に伴うリスクはほとんどない。第二には、市場機能の観点からみれば、この取引が金融仲介の役割を果たしていることである。つまり、債券の保有者は、債券を媒介として資金余剰の主体から資金を集め、その資金を資金不足の主体に移すという、まさに銀行と同様の機能を担うことになるのである。特にこの第二点目の特徴がアメリカでマッチト・ブック取引を飛躍させた要因と考えられている。一方、ミスマッチト・ブック取引は、リバース・レポとレポとの償還日との間に金利が変動することを予想してトレーダーが利鞘を稼ぐ目的で行われる。したがって、この取引はトレーダーの金利予測に従うものであり、高いリスクを負うことになる。

オープン・レポ市場が既に発達しているアメリカでは、このマッチト（ミスマッチト）ブック取引がレポ市場を活用した取引のかなり大きな部分を占めているようだ。マッチト・ブック取引に関する統計はないが、米国のディーラーによるレポ及びリバース・レポ取引の統計をみると、1993年には1日平均、レポ市場で7,863億ドルを調達する反面、リバース・レポ市場で6,193億ドルを貸し付けていたことが示されている。この数字が全てマッチト・ブック又はミスマッチト・ブック取引を表しているわけではないが、レポ及びリバース市場への参加の主な目的がこれらの取引であることを伺わせる。

## (3) 担保交換(Collateral Switching)とヘッジ・裁定取引

イギリスのようにレポ取引での適格担保が国債に限られている場合、CDやCPなどを保有している者はその取引に参加することはできない。しかし、担保交換(Collateral Switch-

ing) という手段を用いれば、リバース・レポ市場を通じて、CD や CP などの保有者でも資金を調達できる。例えば、CD を担保に資金調達したい者は、まず債券貸借市場において CD を担保に国債を借り入れ、次に、借り入れた国債をリバース・レポ市場に出すことによって資金調達をすることができる。つまり、担保としての CD を国債に交換するのである。この取引では通常、国債貸借取引の期間とレポ取引による資金調達期間は同期間であり、その意味で、マッチト・ブック取引の一つの応用と言える。前述したように、レポ取引及び債券貸借取引では、売買又は貸借によっても担保債券、証券に係る権利は移動しない。したがって、元々の CD の保有者は CD に係る利払いを受けることができ、もし、CD の金利が高ければ、債券の貸借料及びレポ・レートによる金利支払をカバーすることができるのである。

また、ヘッジ売りをカバーするために(リバース)レポ市場が使われることがある。例えば、機関投資家が流動性の低い債券を保有している場合、当該債券の価格と連動性・相関性の高い債券、つまり残存期間やクーポンが同じような債券を空売りすることによって流動性の低い債券保有に伴う金利リスクをヘッジできる。この場合、空売りした債券を(リバース)レポ市場を通じて調達するのである。

更に、レポ取引は現物売りと先物買いによる裁定取引にも活用される。つまり、リバース・レポにより現物債を借り入れて売却し、先物を買うことによって債券を戻して、裁定取引を行うのである。

## 2. 税制改革

レポ市場の導入に伴い、法人に対してギルト

債の受取利子に係る源泉徴収課税制度が大幅に変更された。まず、95年以前に適用されていた、ギルト債からの所得に係る税制をみておこう。イギリスに居住する法人は、年金基金(生命保険会社の年金事業も含む)、投資信託、慈善団体を除き、受取利子に対して25%の税率<sup>9)</sup>で源泉徴収されたうえで、キャピタル・ゲインを含む他の所得と併せて法人税が課されていた。一方、非居住法人の場合、キャピタル・ゲインについて原則非課税だったが、受取利子には原則として源泉徴収が行われていた。ただし、非居住法人の源泉徴収に関して次のような軽減又は免除措置があった。

- ①イギリスと租税条約を締結している国の居住者に対しては、軽減税率(多くは10ないし15%)を超える部分について還付請求手続きをすることによって、源泉徴収額の一部又は全額が返還された。
- ②非居住者向けに発行される国債である FOTRA (Free of Tax for Resident Abroad) 債をイングランド銀行内の中央国債決済事務所 (Central Gilt Office: CGO) に保管した場合、利子に対する源泉徴収が免除された。
- ③E Arrangement の適用を受けて、FOTRA 債をイングランド銀行以外の保管銀行又は認可証券会社に現物で保管した場合、同じく源泉徴収が免除された<sup>10)</sup>。

このように、イギリスには非居住者に対して源泉徴収の特例措置があったものの、95年時点で既にアメリカ、ドイツ、フランスなどの先進国では非居住者に対して利子所得からの源泉徴収はなく、しかもイギリスで上記措置を受けるためには内国歳入庁に煩雑な手続きをとらなければならないことが、ギルト債に対する海外か

らの投資を妨げる一つの要因と考えられていた。更に、上記の源泉徴収制度はオープン・レポ市場の導入に際して大きな不都合を生じさせる。つまり、レポ取引では担保に供されたギルト債に係る利子所得はギルト債の出し手に帰属することから、FOTRA 債のような特例により居住者と非居住者との間で税制上の不平等が残ればレポ取引が混乱し、市場拡大の妨げともなる。

こうした税制上の不備を改善するため、大蔵省は96年1月から受取利子について居住者、非居住者にかかわらず、以下に述べるような特定の条件を満たした場合に源泉徴収が免除されるよう、税制を大幅に変更した。まず、この制度が適用されるのは次の法人である。

- ①法人（内国法人、外国法人を問わない）
- ②イギリスの地方自治体及び連合体
- ③イギリスの年金基金及び慈善団体
- ④ロイズ保険組合保険料信託基金
- ⑤外国政府及び国際機関

これらの法人は、CGO に設置された特別の取引口座（STAR accounts）に、自ら CGO メンバーの資格で又は CGO メンバーを通じてギルト債を保管すれば、当該債券に係る利子所得に対して源泉徴収が免除されるようになった。なお、96年3月からは海外投資家が国際的な決済機関であるユーロクリアとセデルにギルト債を保管しても源泉徴収免除が受けられるようになった。こうした免除規定を導入する一方で、内国歳入庁は国内課税法人が利子を非課税で受け取った場合には、当該利子相当分を四半期ごと課税対象所得として申告することを義務づけた。また非居住法人についても、支店又は代理店を通じてイギリス国内で非 FOTRA 債を取引した場合は同様に申告しなければならな

い<sup>11)</sup>。この措置は、源泉徴収の免除により税の徴収が一時的に後ろ倒しになるのを調整するために取られたのである。

こうした利子所得に係る源泉徴収制度の変更により、非居住者が所有するギルト債が FOTRA 債か否かという区別は実質上なくなり、レポや債券貸借取引においてギルト債の貸出者は全て非課税で利子を受け取ることができるようになったのである。実際、イングランド銀行の報告によれば96年には約80%のギルト債利子が非課税で支払われた<sup>12)</sup>。

更に、源泉徴収制度の改革は STAR accounts の設置だけに止まらず、引き続き改革が行われていった。それらを以下に列挙してみよう。

- ①「所得（Income）」としての利子所得と「キャピタル・ゲイン」とを区別して法人税の課税所得を算出する方式を改め、96年から、ギルト債から生じるすべての収益を「所得」としてみなすトータル・リターンの概念が導入された。
- ②96年11月に海外の年金基金と投資信託、非居住個人については、FOTRA 債や租税条約による規定以外でもギルト債の利子に対して非課税にする、という案が内国歳入庁から出された。
- ③97年7月から元本部分とクーポン部分が分離可能なギルト債（ストリップス適格債）については、利子所得に対して源泉徴収しない。
- ④98年4月6日以降すべてのギルト債の利子に係る源泉徴収は原則として免除する。（ただし、投資家は源泉徴収も選択できる）

これら一連の改革は先進国の税制に照準をあ

わせた非常に急激なものであったと言えよう。特に4番目の改革によって、FOTRA債とSTAR accountsの制度はもはや不用のものとなってしまった。ただ、上記の諸改革はレポ市場の成長にとってプラスに作用するものの、その本意はむしろ97年12月から導入されたストリップス債のために行われたと考えられる。つまり、ストリップス適格債を実際にストリップした場合とストリップしないで保有したときとで課税上の差異が生じないようにすることを意図したのである。

#### IV. レポ市場導入の意図

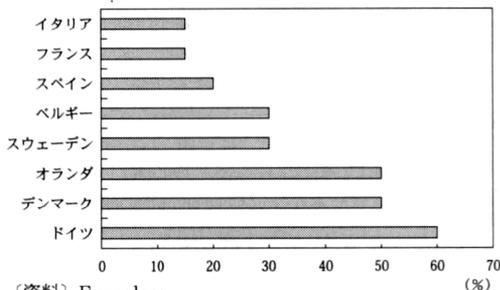
##### ——二つの仮説

以上、イギリスにおけるレポ取引の制度的側面について概説してきた。では、なぜ、イギリスは90年代も半ばを過ぎてから、あのビック・バンのときにさえ手を付けなかったギルト債貸借市場の自由化及びオープン・レポ市場の導入を行ったのであろうか。ここでは、レポ市場導入の意図に関する仮説として、イングランド銀行が *Quarterly Bulletin* (1995, p. 325) で表明している「ギルト債市場の効率化促進説」と、筆者がもう一つの理由として考える欧州通貨統合に伴う「EMU 対応説」について述べてみたい。

##### 1. ギルト債市場の効率化促進説

前述したように、95年まではマーケット・メーカーとマネー・ブローカーしか貸借市場に参入できなかったが、これは、イングランド銀行が、全てのギルト債取引を同行が認定したマーケット・メーカーに仲介・集中させることによって、その取引状況を監視できるようにし

図1 国内債の取引額に占めるレポ取引の割合



〔資料〕Euroclear

〔出所〕THE ECONOMIST, Dec. 3, 1994.

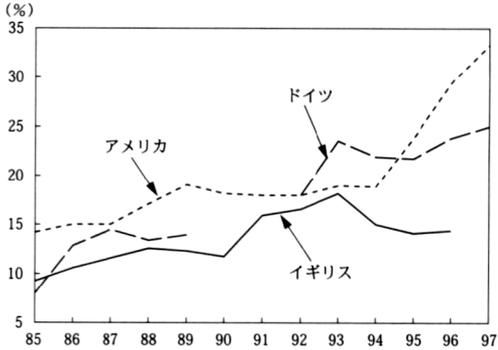
ためである<sup>13)</sup>。このようなギルト債の中央集権的な管理体制は、当然、市場の拡大・効率化の阻害要因となっていた。

一方、70年代半ばからオープン・レポ市場が拡大を遂げてきたアメリカでは、93年にはディーラーによる1日の平均取引額が、レポ取引で7,863億ドル、リバース取引で6,193億ドルと、同じ短期金融市場での資金調達手段であるCP (1日平均79億ドル)、CD (同37億ドル) をはるかに上回るまでになった。また、レポ市場が既に創設されているヨーロッパ諸国では、全ての国内債の取引に占めるレポ取引の割合は15% (フランス、イタリア) から60% (ドイツ) にまで上っている (図1)。こうした欧米諸国でレポ市場が拡大した要因としては次の2点があげられよう。

- ①債券を担保に短期の資金取入ができることから、いわば長期固定金融資産をあたかも短期金融資産の如く流動化することができる。
- ②特定機関のみではなく、銀行、証券会社などの金融機関、事業法人、海外投資家などが直接自由にレポ市場に参入して、資金調達や裁定取引に活用できる。

このように開かれた取引環境が整備されてきた欧米の債券 (レポ) 市場に対して、閉鎖的な

図2 国債残高に占める非居住者の保有割合



注) 1. アメリカとドイツは年末、イギリスは年度末。ドイツの90、91年は原データ不明。

2. アメリカは財務省証券ベース、ドイツは公共債のほか、金融債と社債を含む。

〔出所〕イギリス：Bank of England (BOE), *Statistical Abstract*, アメリカ：FRB, *Flow of Funds Accounts of the US*, ドイツ：Deutsche Bundesbank, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*.

イギリスのギルト債市場に投資家たちが不満を持っていたことは当然といえよう。更に、欧米先進国では非居住者の利子所得が源泉徴収免除であったのに対して、イギリスでは原則的に源泉徴収制度を採用していたことも、海外投資家たちの投資意欲を削いでいた。この結果、海外投資家のギルト債市場への参加は不活発であった。実際、国債残高に占める非居住者の保有割合をみると、アメリカは80年代後半から平均18.1%、ドイツも17.1%の保有割合であるのに対して、イギリスは90年代に入りやっと15%を超える水準に甘んじている(図2)。

このように、旧態に固執し続け、海外資金の流入を促進してこなかったイギリスの国債流通市場は硬直化し、金利面でも悪影響が出ていた。国債の平均最終利回り(IFSベース)は、85~95年の平均でアメリカ7.91%、ドイツ6.98%、フランス8.75%に対してイギリス9.38%と他の欧米諸国より高い発行コストにつながっていたのだ。イギリス政府は、オープン・

レポ市場を創設することによって前述したような様々な取引機会が提供されれば、ギルト債流通市場への参加者拡大と市場の効率化が促進され、ひいては中長期的に政府の資金調達コストの引き下げにつながることを意図した。

## 2. EMU 対応説

欧州通貨統合がスタートする99年1月以降、通貨統合参加国の金融政策及び外国為替政策は、欧州中央銀行制度(ESCB)の枠組の下で、欧州中央銀行(ECB)が統一的に実施することになっている。つまり、従来各国にあった金融・外国為替政策の決定権はECBに移り、ECBが単一通貨ユーロの金利や為替介入に関する意思決定を統一的に行うと同時に、統合参加国の中央銀行はECBの政策決定に沿うように各国の金融市場においてオペレーションを実施する。

では、ECBはどのような枠組で金融政策を行うのだろうか。European Monetary Institute(EMI)(1997)によると、ECBは金融政策の手段として、公開市場操作(Open Market Operation)、公定金利操作(Standing Facilities)、準備預金制度(Minimum Reserves)の三つを持つが、公開市場操作を主要なツールと位置づけており、更に、これは目的に応じて以下四つのオペレーションに分類される。

### ①短期金融調節(Main Refinancing Operations)

金融機関の短期的な資金不足を解消する。

### ②長期金融調節(Long-Term Refinancing Operations)

資金不足に陥っている金融機関に対して限界的に長期資金を供給する。

表1 ECBによる公開市場操作

	取引の形態		満期	頻度
	流動性の供与	流動性の吸収		
短期資金調節 (Main refinancing operations)	・反対売買条件付取引	—	・2週間	・毎週
長期資金調節 (Long-term refinancing operations)	・反対売買条件付取引	—	・3カ月	・毎月
市場安定化調節 (Fine-tuning operations)	・反対売買条件付取引 ・外国為替スワップ ・買い切り	・反対売買条件付取引 ・外国為替スワップ ・定期性預金の吸収 ・売り切り	・規定なし	・不定期 ・不定期
市場構造調節 (Structural operations)	・反対売買条件付取引 ・買い切り	・負債証券の発行 ・売り切り	・規定される場合もあればされない場合もある	・定期/不定期 ・不定期

(出所) European Monetary Institute, *The Single Monetary Policy in Stage Three*, 1997, p. 18.

### ③市場安定化調節 (Fine-Tuning Operations)

予期せぬ金融市場へのかく乱要因による金利に対する影響を滑らかにする。

### ④市場構造調節 (Structural Operations)

金融市場における流動性不足を創出するなど、構造的な流動性を変更する。

表1は、これらにオペレーションに用いられる取引形態、満期、頻度についてまとめたものである。オペレーションの頻度からみて、短期金融調節がECBの金融政策の中心になることは間違いないだろうが、ここで重要なことはそのオペレーションで用いられる取引が2週間物の反対売買条件付取引 (Reverse Transactions) ということだ。この取引には、買い戻し条件付売買 (Repurchase Agreement) と有担保貸付 (Collateralised Loans) が含まれ、同EMIの資料 (Annex3) によると、前者は Sell/buy-Back 取引 (担保証券の所有権が資金の貸手に移転し、また貸手の収益は当初の売買と反対売買の差額で決まる)、後者は

レポ取引 (所有権は移転せず、貸付金に対する金利があらかじめ決められている) の性格を持つ。つまり、欧州通貨統合がスタートすれば、通貨統合参加国における金融政策の手段は2週間物の Sell/buy-Back ないしはレポ取引が中心になるということである。

ここで、各オペレーションの取引に用いられる適格担保資産について触れておこう。ESCBは、EU各国の金融制度や中央銀行が金融調節で用いる担保資産の相違を考慮して、ECBが行うオペレーションの適格担保資産をティア1とティア2<sup>10)</sup>の2分類に分けている。各分類に属す担保資産の条件は表2に示す通りだが、ESCBが発行する債券はもちろん、各国が発行する国債も基本的には適格性が高いティア1に属することになる。

一方、イギリスは99年1月からは欧州通貨統合に参加しないことを表明しており、もし参加するとしても次期総選挙 (2002年) 以降となる模様だ。にもかかわらず、イングランド銀行は97年3月に金融調節方式の大幅な変更を行っ

表2 ECBによるオペレーションの適格担保資産

基準	ティア1	ティア2
資産のタイプ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESCB が発行した負債証券</li> <li>・ その他市場性のある金融負債証券</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場性のある金融負債証券</li> <li>・ 市場性のない金融負債証券</li> <li>・ 規制された市場で取引される株券</li> </ul>
決済手続き	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資産は、ECB の最低基準を満たす NCB<sup>1</sup> 又は CSD<sup>2</sup> にブック・エントリー方式で、集中的に管理されていなければならない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資産は、それをティア2資産と認めている NCB が容易にアクセスできる状態になければならない。</li> </ul>
発行者のタイプ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESCB</li> <li>・ 公共セクター</li> <li>・ 民間セクター</li> <li>・ 国際的又は超国家的機関</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公共セクター</li> <li>・ 民間セクター</li> </ul>
健全性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 発行者（保証者）の金融状態は健全でなければならない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 発行者・負債者（保証者）の金融状態は健全でなければならない。</li> </ul>
発行者の所在地	EEA (Economic European Area) <sup>3</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ地域内</li> <li>・ ECB が認めれば、ユーロ地域外の EEA 諸国も可能。</li> </ul>
資産が保有される地域	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ地域内</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ地域内</li> <li>・ ECB が認めれば、ユーロ地域外の EEA 諸国も可能。</li> </ul>
通貨単位	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ<sup>4</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ<sup>4</sup></li> <li>・ ECB が認めれば、ユーロ地域外の EEA 諸国や世界的に使用されている通貨も可能。</li> </ul>

注) 1. NCB: National Central Bank (各国の中央銀行) の略称

2. CSD: Central securities depository (ブック・エントリー方式により証券取引が行えるシステム) の略称

3. この条件は、国際機関及び超国家的な機関には適用しない。

4. 「ユーロ」またはその国の言語による「ユーロ」の呼び名

(出所) European Monetary Institute, *The Single Monetary Policy in Stage Three*, 1997, p. 22.

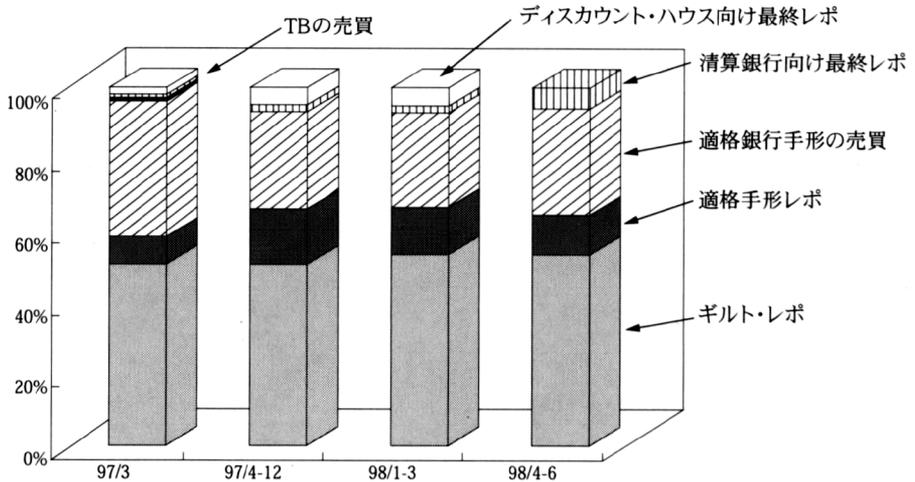
た。同年2月にイングランド銀行から発行された *Reform of the Bank of England's operation in the sterling money markets* (1997b) というペーパー (通称 pink paper) によると変更されたポイントは次の3点である。

- ① 公開市場操作におけるオペレーション手段の拡張
- ② オペレーションを行う相手 (Counterparties) の範囲の拡大
- ③ 日々の最終調節方式の変更

第1の点については、ギルト債のレポ取引 (期間は2週間物が中心) が日々のオペレーション手段に加えられたのである<sup>15)</sup>。その結果、イングランド銀行の調節手段は、ギルト債、適格手形 (TB, 地方自治体の適格手形, 適格銀行手形), 市場性の HM 政府外債 (USD, ドイツマルク及び ECU 建国債, ECU 建手形 (Notes), ECU 建 TB) の各レポ取引、及び TB, 適格手形の売買ということになった。

第2の、オペレーションを行う相手の拡大は

図3 公開市場操作の手段別構成比



注) 97年の金融調節方式の改革によるディスカウント・ハウスに対する特例措置が98年6月1日で廃止となったため、98/4-6期からディスカウント・ハウス向け最終レポの統計もなくなった。

〔出所〕BOE, *Quarterly Bulletin*, May, 1997, Feb, May, Aug, 1998の各号。

第1の変更点と共に特筆すべきことである。伝統的にイングランド銀行はディスカウント・ハウスを仲介して金融調節効果を市中銀行に波及させてきた。つまり、市中銀行はディスカウント・ハウスにコール預金を預け入れ、ディスカウント・ハウスはそれを原資として市中の手形、TB等を売買し、市中銀行の資金過不足に対応していたのである。そして、このディスカウント・ハウスの資金不足に対してイングランド銀行がその手形を再割引する形で資金を供給するというのが、金融調節の基本的な構図であった。しかし、今回の変更に当たり、イングランド銀行はオペレーションの相手をディスカウント・ハウスのみならず特定の条件を満たした銀行、住宅金融組合及び証券会社にまで拡大したのである<sup>16)</sup>。これは、ディスカウント・ハウスの存在意義のみならず短期金融市場全体に影響を及ぼす重大な改革といえよう。つまり、従来はディスカウント・ハウスを経由して間接的に短期金融市場に伝わっていた金融調節の効果が、市中の金融機関に直接伝わることによ

て、その影響力を迅速かつ強力に発揮することになる。

第3点目に関しては、従来イングランド銀行は日々のオペレーションを9時45分、12時、14時に行っていたが、最終オペの時間を14時30分に延長したのである。更に、最終オペ以降の不測の要因によるマーケットの資金不足に対処する場合、調節方式の変更前は主にディスカウント・ハウスへの有担保貸出し(14時45分から15時30分の間)によっていたが、これを原則として清算銀行(Settlement Banks)<sup>17)</sup>への翌日物レポによる資金供給(15時50分から15時55分の間)に変えたのである。また、独自の存在意義をなくしたディスカウント・ハウスに対しては、移行措置として最長2年間に限り従来通りの時間に、同じく翌日物レポによる資金供給が行われることとなった<sup>18)</sup>。

こうした金融調節方式の大幅な変更の結果、公開市場操作におけるギルト・レポの利用度は手段別構成比でみて97年4月-12月期で49.5%、98年1-3月期、4-6月期でも各々53.8

%, 53.5%となり（図3）ギルト・レポは金融調節の主要手段となった。

イングランド銀行がギルト・レポを中心とした金融調節方式へ移行した理由としては、後述するようにレポ市場が短期金融市場として急成長を遂げたこともあろうが、むしろ、ECBの金融政策がレポないしは Sell/buy-back を中心に行われることと大きな関係があるのではあるまいか。つまり、イギリスが将来欧州通貨統合に参加するしないにかかわらず、ECBの金融調節に適切に対応することはイギリス経済のためのみならずロンドンを欧州の金融取引の中心地として維持するためにも不可欠であり、このためにはギルト債のオープン・レポ市場を整備し、イングランド銀行の金融調節手段の中心に組み込む必要があったのである。

以上、ギルト債のレポ市場がなぜ90年代後半になって導入されたかについて、イングランド銀行の見解も含め二つの仮説を提示してきた。現実には、どちらか一方の理由によるものではなく、双方の要因が影響しているのであろうが、どちらの要因がより大きな影響を与えたかは検証する必要がある。ただ、第2の仮説は直接には検証できないため、次の節で第1の見解を検証してみたい<sup>19)</sup>。

#### 注

- 1) ギルト債とは国庫の新規資金又は借り換えのために発行される国債であり、発行後は全て取引所に上場される。（浜田編（1997）、361頁。）
- 2) イングランド銀行の *Quarterly Bulletin* では、クラシック・レポをレポと呼んでいる。したがって、本論に挙げられた3形態は広義のレポ取引であり、クラシック・レポが狭義のレポ取引と解釈される。ただし、Corrigan *et al.* (1995) はクラシック・レポと sell/buy-back を 'true repo' と呼んでいる。
- 3) オープン・レポ市場創設に伴い、96年1月から債券貸借取引に参加できる機関（従来はマーケット・メーカーとマネー・ブローカーのみ）の制限が撤廃され、レポ取引と同様に広範囲の機関が参加できるようになった。ここで、マネー・ブローカーとは、マーケット・メーカー

が清算するためのギルト債や資金が不足したとき、貸し付けを行う機関である。

- 4) Corrigan *et al.* (1995) では、同一の取引でも資金の調達側から見た取引をレポ取引、債券の受け入れ側から見た取引をリバース・レポ取引と定義している。つまり、マーケット参加者は資金調達または手持債券の運用（流動化）のためにレポ取引を活用し、特定債券調達または資金運用のためにリバース・レポ取引を利用することになる。
- 5) 以下では、特にことわりのない限り 'レポ' は 'クラシック・レポ' を指す。
- 6) Corrigan *et al.* (1995), p. 58.
- 7) これは、トレーディング・スペシャルと呼ばれている。
- 8) 榊原監訳 (1990), 194頁。
- 9) 96年4月から20%に引き下げられた。
- 10) 95年5月24日までは、E Arrangement が適用されるのは最低2回の利払いを受けるに相当する長期間保有するものに限られていた。
- 11) 99年4月から大・中堅企業の法人税が四半期分納制に移行することに伴い、利子所得の四半期申告・納税制の廃止が検討されている。
- 12) BOE (1997a), p. 63.
- 13) Gowland (1991) は、ビック・バンによって、ギルト債市場の効率性を高めて海外と競争しうる市場にする一方で、金融調節の場としてその市場をイングランド銀行の監視下においておくことをイングランド銀行が意図していた、と述べている。
- 14) ティア2に分類される適格担保資産は、表1の中の売り切り・買い切り取引には用いられない。
- 15) イングランド銀行は、日々の資金調節 (fine-tuning operation) ではなくマーケット (短期金利) の安定 (rough-tuning operation) のために、94年1月から月2回ギルト債のレポをオペレーションに加えていた。これは97年3月の金融調節方式変更に伴い同年5月以降行われていないが、この調節手段が廃止されたわけではない (BOE (1997c), p. 205.)。
- 16) オペレーションに参加する条件として、イングランド銀行は同行の適切な勧告指導を受けることと共に、次の四つをあげている。①オペレーションに対して迅速かつ効率的に適応する技術的能力を持っていること、②ギルト・レポ及び手形市場で常時積極的に取引しており、イングランド銀行の流動性調節に貢献できること、③オペレーションに常時参加できること、④マーケットに関する有用な情報をイングランド銀行に報告すること。
- 17) 清算銀行 (Settlement Bank) とはイングランド銀行自身を除く CHAPS (Clearing House Automated Payment System) の清算会員を指す。
- 18) 98年6月1日よりイングランド銀行は次のような金融調節方式の変更を行った (BOE (1998b), p. 202.)。
  1. 12時のオペレーションを廃止
  2. 15時に、全てのオペ相手 (Counterparties) に対して最終的な資金調節を行う
  3. 清算銀行への翌日物レポによる最終資金供給は、

16時20分に延長

4. ディスカウント・ハウスに対する移行措置は廃止  
19) 第2仮説を定式化して定量的に分析することは困難であり、しかも、当局による公式理由は第1仮説であることから、公式の政府文書によって第2仮説の当否を客観的に検証することも難しい。しかしながら、ビック・パンの大改革時にさえイングランド銀行はギルト債の貸借市場を旧態のまま温存した事実を考えると、第1仮説に重点を置くことには納得がいかない。

## 参考文献

- 植月 貢 (1997), 『実践レポ取引入門』日本経済新聞社。
- エレン・テイラー著, 日本興業銀行総合資金部訳 (1997), 『レポ市場ガイド』, 金融財政事情研究会。
- 澤山 弘編 (1990), 『短期金融市場』東洋経済新報社。
- 中島将隆 (1996), 「日本における債券貸借市場の再編成」, 『証券経済研究』第4号, 日本証券経済研究所, 11月, 113-134頁。
- 中島将隆 (1997), 「日本のレポ市場—取引形式の特徴について」, 『甲南経済学論集』第38巻第3号, 甲南大学, 12月, 25-71頁。
- 中島将隆 (1998), 「債券レポ市場の新たな展開」, 『インベストメント』第51巻第3号, 大阪証券取引所, 6月, 2-44頁。
- 日本証券経済研究所 (1997), 『図説イギリスの証券市場 1997年版』日本証券経済研究所。
- 浜田恵造編 (1997), 『国債』大蔵財務協会。
- マーシャ・スティガム著, 榊原英資監訳, 笠原 宏訳 (1990), 『レポ—リバース市場』東洋経済新報社。
- Adams, R. (1997), "UK REPO MARKET", *Financial Times*, December, 5, 1997.
- Bank of England [BOE] (1989), "The gilt-edged market since Big Bang", *Quarterly Bulletin*, February, pp. 49-58.
- BOE (1990-1997), "Operation of monetary policy (Monetary operation)", *Quarterly Bulletin*, February-November.
- BOE (1995), "The gilt repo market", *Quarterly Bulletin*, November, pp. 325-330.
- BOE (1996 a), "The gilt-edged market : developments in 1995", *Quarterly Bulletin*, February, pp. 79-87.
- BOE (1996b), "Gilt repo-and beyond", *Quarterly Bulletin*, August, pp. 338-341.
- BOE (1997a), "The gilt-edged market : developments in 1996", *Quarterly Bulletin*, February, pp. 63-74.
- BOE (1997b), *Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets*, February.
- BOE (1997c), "The first year of the gilt repo market", *Quarterly Bulletin*, May, pp. 187-197.
- BOE (1997d), "The Bank of England's operations in the sterling money markets", *Quarterly Bulletin*, May, pp. 204-207.
- BOE (1998 a), "The gilt-edged and sterling money markets : developments in 1997", *Quarterly Bulletin*, February, pp. 55-69.
- BOE (1998 b), "Market and Operation", *Quarterly Bulletin*, August, pp. 189-205.
- Buckle, M. and Thompson, J. (1995), *The UK financial system : Theory and Practice*, Ch. 16, Manchester : Manchester University Press.
- Corrigan, D., Georgiou, C. and Gollow, J. (1995), *NatWest Markets Handbook of International Repo*, London : IFR.
- Corrigan, D., MacKinnon, N. and Hartnell, S. (1989), *Gilts-Facing the Challenge*, London : IFR.
- Deacon, M. and Derry, A. (1994), "Estimating market interest rate and inflation expectations from the price of UK government bonds", *Quarterly Bulletin*, August.

- pp. 232-240.
- European Monetary Institute (1997), *The Single Monetary Policy in Stage Three*.
- Gowland, D. H. (1991), "Debt Management in the United Kingdom and the London Gilt-Edged Market", in Gowland, D. H. (eds), *International Bond Markets*, London : Routledge.
- Gray, S. and Hoggarth, G. (1996), "Introduction to Monetary Operations" *Handbooks in Central Banking*, No. 10, BOE.
- Rossi, M. (1996), *The Information Content of the Short End of the Term Structure of Interest Rates*, BOE, Working Paper, No. 55.
- Steely, J. M. (1992), "Deregulation and Market Efficiency : Evidence from the Gilt-Edged Market", *Applied Financial Economics*, Vol. 2, pp. 125-143.
- Taylor, S. j. (1986), *Modelling Financial Time Series*, Chichester : Wiley.

(当所東京研究所研究員)