

現先市場の復活と新たな展開

—国際標準のレポ市場創設—

中 島 将 隆

要 旨

現先市場は長い眠りから覚め、再び日本のレポ市場として復活した。振り返ってみると、昭和60年以降、有価証券取引税が課税される現先売買は消滅し、現先市場は有価証券取引税の課税されない政府短期証券や短期国債の売買市場に変貌した。課税債券の現先市場は完全に消滅したのである。有価証券取引税は現先市場に決定的な影響を与えていた。この有価証券取引税が、平成11年3月末、廃止された。有価証券取引税の廃止によって、現先市場のルネッサンスの時代が訪れたのである。

だが、復活した現先市場は、単純に以前と同じ市場として復活したのではない。新たな機能を獲得し、更に、装いも新たに新現先市場として復活したのである。まず、資金取引と債券取引が一体化した市場として復活した。以前の現先市場は、証券会社の買い現先が禁止され資金取引と債券取引が分断されていた。金融自由化の進展により証券会社の買い現先が自由化され、債券ディーラーは現先市場で債券の調達と運用、資金の運用と調達が可能になった。現先市場は資金取引と債券取引が一体化した市場として復活したのである。次に、これまでの現先取引の手法を整備して新現先市場として再編成された。従来の取引形式は継承しつつもリスク・コントロール条項を新設し、国際標準に適合したレポ市場として再編成されたのである。

改めて述べるまでも無いが、現先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。現先取引の仕組みは、日本の誇るべき金融革新技術であった。現先市場の起源は昭和20年代中頃にさかのぼる。人為的低金利政策によって債券の流動性が奪われていたが、流動性の無い債券に流動性を付与する技術として現先取引が創意工夫されたのである。この金融革新技術は昭和30年代の公社債投信破綻時に広く市民権をえて、昭和40年代には唯一の自由性短期金融市場として資金市場と債券市場に流動性を供給した。昭和40年代末の債券総売買高に占める現

先売買の比率は実に70%を超えていた。金融政策の基調が人為的低金利政策の下では、資金配分は人為的な信用割り当てによって行われ金利メカニズムによる資金配分は否定される。硬直的な資金配分が行われる中で、現先市場は金利メカニズムによる資金配分が行われる唯一の市場として資金市場と債券市場に流動性を供給してきたのである。だが、金利メカニズムが機能する市場であるが故に、政府も日本銀行も現先市場を無視し「鬼っ子」扱いにしてきたのである。昭和50年代に入ると、大量国債発行のディーラーファイナンスとして現先市場は「認知」される。グレーマーケット扱いの現先市場は公認された。しかし、同時に、現先市場は証券金融行政の下に包摂され事になる。

大量国債発行と共に金融自由化が不可避となり、自由金利市場が拡大する。その結果、皮肉な事に、現先市場は消滅の運命をたどることになった。現先は売買だから有価証券取引税が課税される。現先市場は税コストの故に高コストの市場となって他の自由金利市場と競合することが出来なくなったからである。また、証券金融行政に包摂された現先市場は、銀証分離の行政指導によって証券会社の買い現先が禁止された。このため、平成元年に債券の空売りが自由化されても、現先市場で債券を調達することが不可能であった。債券調達市場として債券貸借市場が創設されたが、債券貸借市場は空売りのための債券調達だけに機能が限定された。銀証分離の原則によって、債券貸借市場と現先市場は峻別されたのである。平成8年には国債のローリング決済方式導入が必要になった。ローリング決済方式を導入するには、現先市場を復活させてレポ市場の整備が必要となる。しかし、売買形式のレポ市場は有価証券取引税が課税される。有価証券取引税を回避するため、現金担保付債券貸借取引（日本版レポ）が創設されたのであった。

平成11年3月、有価証券取引税はついに廃止された。現先市場のルネッサンスの時代が訪れたのである。小論では、現先市場の復活を次ぎの順序で述べていきたい。まず、復活した現先市場は旧現先や貸借取引、現金担保付債券貸借取引と比較して、いかなる特徴があるかをみていく。次に、円の国際化を進めるため新現先市場が創設されたが、レポ収益に対する課税問題が新現先の大きな障害になった。この難問がどのように解決されていったか、そのプロセスをみていく。新現先発足後、日本銀行は新現先方式によるレポオペや国債補完供給制度によって新現先市場の育成に極めて積極的である。諸外国でもレポオペが金融調節の重要な手段となっている。日本銀行と新現先市場の関係をみていく。最後に新現先市場創設の意義を考えてみたい。

現先取引は、昭和20年代の中頃、野村証券債券部の少数の人達によって創意工

夫された取引手法であった。筆者は幸運にも、昭和49年、創意工夫された当時の先人達から直接ご教示を頂く機会に恵まれた。日本相互証券株式会社社長の菅氏や偕成証券社長の金子氏からは市場創設の経緯を詳細に聞くことができた。また、多くの市場関係者の皆さんからは、現先市場が「鬼っ子」扱いになっていた当時、現先市場を整備育成するため如何なる工夫をしているか、公開されていない市場の現状について、ご教示を頂く機会をえた。「鬼っ子」扱いの市場となっているから、取材先は一切、公表しないで欲しい、と強く要望された。現先取引の仕組みは日本が誇るべき金融革新技術である。金融技術を開発しその技術を発展させた人々は、それによって栄誉を与えられたわけではない。名前さえ記録として残っていない。この人々は、いわば「地上の星」である。本小論は、現先取引を創意工夫し、「鬼っ子」扱いされていた現先市場を守り育てた先達へのオマージュである。

目 次

- I. 現先市場の復活と新現先市場の創設
 - 1. 有価証券取引税の廃止と現先市場の復活
 - 2. 復活した現先市場の特徴－資金取引と債券取引の一体化
 - 3. 旧現先取引の再編成と新現先市場の創設
 - 4. 明確に規定された新現先の複合的性格
 - II. 新現先市場の特徴－旧現先、日本版レポ、新現先の比較
 - 1. 国際標準のレポ市場－売買形式の資金取引－
 - 2. 信用リスクの回避－担保の処分と一括清算条項の新設
 - (1) 差別的税制の撤廃と担保の処分
 - (2) 一括清算条項の新設とクローズド・アウト・ネティング法の成立
 - 3. 価格変動リスクの回避－リスク・コントロール条項の新設
 - 4. 金融的性格の強い新現先
 - III. レポ収益に対する非居住者の非課税措置
 - 1. 非居住者のレポ市場参入を阻止する税制
 - 2. 非居住者のレポ収益に対する非課税措置
 - 3. 新現先市場の発足と非居住者の市場参入
 - IV. 新現先方式のレポオペと国債補完供給制度
 - 1. 新現先と日本銀行
 - 2. 新現先方式による国債レポオペ
 - (1) 国債レポオペの推移
 - (2) 新現先方式によるレポオペと国債借り入れオペの相違
 - (3) レポオペによる資金供給と資金吸収
 - 3. 国債補完供給制度の発足
 - (1) 国債補完供給制度のスキームと概要
 - (2) 国債補完供給制度導入の背景
 - 4. 日本銀行のジェネラル取引とスペシャル取引
 - V. 新現先市場創設の意義
 - 1. 現先市場の現状と問題点
 - 2. 現先市場の新たな展開
- 参考文献

I. 現先市場の復活と新現先市場の創設

1. 有価証券取引税の廃止と現先市場の復活

現先市場は長い眠りから覚め、再び日本のレポ市場として復活した。平成11年3月末、ついに有価証券取引税が廃止された。有価証券取引税の廃止によって現先市場は復活する。これまで有価証券取引税は現先市場に決定的な影響を与えてきた。現先市場のみならず、広義の日本のレポ市場の発展に決定的な影響を与えてきたのである。まず、有価証券取引税が現先市場や債券貸借市場に如何なる影響をあたえてきたか、振り返ってみることにしたい。

現先市場は昭和20年代中頃に自然発生的に生まれ、30年代中頃には市場関係者の中で市民権を得て、40年代には唯一の自由性短期金融市場として市場規模は著しく拡大した。昭和50年代の大量国債発行と共に現先市場は新たな展開をとげる。まず、国債市場に流動性を供給するため現先市場は昭和51年に政府によって「認知」された。次に、大量国債発行によって金利自由化が不可避となり、50年代後半から60年代にかけて次々と自由性短期金融市場が創設され、その結果、昭和60年以降、有価証券取引税が課税される現先取引は完全に消滅したのである。現先は債券売買であるから有価証券取引税が課税される。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、有価証券取引税は低率であっても短期売買の現先売買では高率に転化し、現先市場からの資金調達が高コストの資金に転化する。このため、現先市場は他の

自由性短期金融市場と競合することが不可能となり、有価証券取引税が課税される現先売買は完全に消滅してしまったのである。昭和60年以降の現先市場は有価証券取引税の課税されない政府短期証券と短期国債の売買市場に変化したのである。

有価証券取引税によって、課税債券の現先市場は消滅した。ところが、現先市場は消滅したが、レポ市場の創設が重要な課題となった。国債のローリング決済方式を導入するためである。日本の国債決済方式は特定の日に決済を集中させる特定日決済方式、5・10日決済であった。特定の日に決済を集中させる特定日決済方式の下では、受け渡しに必要な国債と資金を相殺できるメリットがある。しかし、取引の一つが決済不可能になると、このリスクは全ての取引に波及する。そこで、1989年、先進30カ国が決済リスクを軽減するためローリング決済方式を導入する事に合意したのである。ローリング決済方式は個々の取引を一件ごとに決済していくので決済リスクは軽減するが、他方で、決済に必要な債券と資金が更に必要となる。ローリング決済方式を導入すれば、受け渡しに必要な国債と資金の調達市場を創設することが必要になる。この市場こそレポ市場に他ならない。

日本においてもローリング決済方式を導入するためレポ市場の創設が必要になった。しかし、売買形式のレポ市場を創設すれば有価証券取引税が課税される。そこで、有価証券取引税を回避するため、売買形式ではなく貸借形式のレポ市場を創設する事にした。この創設された市場が「現金担保付債券貸借取引」である。現金担保付債券貸借市場は「日本版レポ市場」といわれている。

有価証券取引税を回避するために創設された「日本版レポ市場」は、非常に複雑で解り難い取引の仕組みとなっている。売買形式のレポは債券を担保とする資金取引であるが、日本版レポは現金を担保とする債券貸借取引であり、担保が逆転しているからである。担保が逆転しているにもかかわらず、日本版レポでは資金取引の用語がそのまま転用されている。日本固有の仕組みは、スペシャリストである外国のレポディーラーでさえ理解困難となっているのである。このため、平成10年には外為審議会「円の国際化専門部会」は中間報告「円の国際化」において、円の国際化を進めるために売買形式のレポ取引導入の必要性を強調したのである¹⁾。

平成11年3月末、有価証券取引税はついに廃止された。有価証券取引税の廃止によって、従来の課税債券の現先売買は増加していく。図表

1で、この間の推移を見ていこう。有価証券取引税が廃止される直前の平成11年3月では、現先売買高に占める割引国債と政府短期証券の比率は98.7%であった。この時点までは現先市場は非課税債券の売買市場に過ぎなかった。有価証券取引税が廃止された時点から、この比率は急激に減少していく。平成14年の後半には約50%にまで減少し、16年12月には28.1%にまで減少した。売買高の推移をみると、この間、約2倍に増加しているのである。現先市場は完全な復活をとげたと言わねばならない。

復活した現先市場は、昔の姿そのまままで復活したのではない。まず、復活した現先市場は資金取引と債券取引が一体化した市場という点に特徴がある。次に、旧現先を再編成して国際標準のレポ市場として新現先が創設された事である。こうした特徴の故に現先売買高が増加して

図表1 公社債種類別にみた現先売買高の推移

(単位 億円)

平成・年・月	割引短期 A	政府短期証券 B	長期利付国債	中期利付国債	公募地方債	政府保証債	金融債	社債	円貨建外債	現先売買高合計 D	A + B = C	C / D
11年3月(1999)	1,479,971	246,026	21,026	102	118	162	517	193	64	1,749,393	1,725,997	98.7%
6月(1999)	1,161,756	1,239,997	108,517	217	234	232	1,003	783	189	2,521,417	2,401,753	95.3%
9月(1999)	926,968	1,099,943	76,445	1,086	689	1,311	3,110	1,551	167	2,119,754	2,026,911	95.6%
12月(1999)	660,838	709,699	70,946	1,235	1,247	1,750	1,999	2,606	23	1,455,230	1,370,538	94.2%
12年3月(2000)	869,277	1,066,916	71,823	1,425	1,357	10,276	8,073	12,660	2,587	2,061,735	1,936,194	93.9%
6月(2000)	857,256	1,084,232	59,185	1,001	2,923	27,938	18,855	17,635	46	2,094,195	1,941,488	92.7%
9月(2000)	616,659	892,461	46,351	11,248	2,280	7,964	19,080	16,774	236	1,631,279	1,509,120	92.5%
12月(2000)	444,323	907,032	91,022	20,486	6,613	11,404	11,340	21,149	1,924	1,544,798	1,351,355	87.5%
13年3月(2001)	729,614	768,152	160,778	47,665	7,047	8,293	30,526	25,223	1,702	1,807,206	1,497,766	82.9%
6月(2001)	708,895	671,651	157,150	41,122	2,915	7,296	18,989	24,855	140	1,667,267	1,380,546	82.8%
9月(2001)	396,384	765,457	98,018	27,319	4,685	17,103	15,804	19,006	893	1,379,647	1,161,841	84.2%
12月(2001)	533,189	428,837	63,339	25,394	6,723	11,411	25,120	22,516	1,851	1,159,691	962,026	83.0%
14年3月(2002)	149,676	479,860	111,846	47,537	5,947	16,510	25,964	29,818	3,340	905,655	629,536	69.5%
6月(2002)	298,572	397,523	190,633	67,236	7,106	17,415	28,391	31,680	4,638	1,090,607	696,095	63.8%
9月(2002)	165,943	298,085	201,605	94,942	14,162	25,820	13,681	33,804	2,889	880,365	464,028	52.7%
12月(2002)	316,524	272,935	278,357	116,513	23,057	28,445	24,299	39,712	1,442	1,140,829	589,459	51.7%
15年3月(2003)	410,366	614,868	505,695	258,781	25,238	47,361	20,203	40,312	2,450	2,007,336	1,025,234	51.1%
6月(2003)	383,055	663,134	656,151	291,597	22,405	21,209	21,376	58,684	2,513	2,236,339	1,046,189	46.8%
9月(2003)	326,737	811,634	910,272	445,906	26,128	28,983	19,679	49,593	937	2,742,025	1,138,371	41.5%
12月(2003)	250,162	571,733	814,088	334,546	33,543	26,454	20,906	38,926	3,310	2,204,247	821,895	37.3%
16年3月(2004)	318,258	839,329	925,754	316,051	22,421	30,948	32,979	36,309	4,290	2,725,149	1,157,587	42.5%
6月(2004)	312,024	966,850	1,273,625	445,290	18,987	29,303	17,788	61,106	10,509	3,447,183	1,278,874	37.1%
9月(2004)	279,473	663,753	1,040,493	361,262	36,889	44,168	19,886	66,250	4,898	2,875,330	943,226	32.8%
12月(2004)	190,068	686,570	906,608	745,004	46,343	46,001	21,904	42,424	8,744	3,117,968	876,638	28.1%

(出所) 日本証券業協会調べ。

いる。以下では、復活した現先市場の特徴を具体的にみていくことにする。

2. 復活した現先市場の特徴－資金取引と債券取引の一体化

復活した現先市場は、まず、証券会社の買い現先が可能になったという点に新たな特徴がある。証券会社の買い現先とは受け渡しに必要な債券を調達する取引である。証券会社の買い現先は、長らくの間、行政指導によって禁止されていた。国際標準のレポ市場ではこうした制限はない。債券ディーラーはレポ（売り現先）によって国債流通に必要な資金を調達し、リバースレポ（買い現先）によって受け渡しに必要な国債を調達する。レポとリバースレポにより、債券ディーラーは国債流通に必要な資金と債券を調達し、一方当事者の機関投資家等はレポ取引で資金を運用し国債を担保に資金を調達する。レポとリバースレポにより、資金取引と債券取引は一体化しているのである。日本の場合、証券会社の買い現先は禁止されていたから、資金取引と債券取引は分断されていたのである。銀行等の金融機関にはこうした取引の制限は無い。売り現先については、都銀の場合、昭和40年代には資金ポジション指導の一環として売り現先枠に制限があったが、昭和55年4月にはこの制限は完全に撤廃された²⁾。

現先市場は、本来、市場参入に制限の無い自由市場のはずである。にもかかわらず、なぜ、証券会社の買い現先が禁止されたのであろうか。証券会社の買い現先とは、現金を担保にして債券を機関投資家等から調達する取引である。現金を担保として債券を調達する場合、現金担保には必ず付利される。この付利金利は現金を担保に提供した証券会社に帰属する。従っ

て、証券会社の買い現先は、資金の流れから見れば、証券会社が機関投資家等に資金を貸し付けて利子を受け取る取引といえよう。

証券会社の買い現先が禁止されたのは、買い現先が資金貸し付けの性質を持っていたからである。銀証分離の金融証券行政の下では、証券会社の買い現先は銀行の貸し付け類似業務とみなさる。その結果、現先売買が大蔵省によって「認知」された時点で、証券会社の買い現先は行政指導によって禁止されたのであった。1989年5月、アメリカの強い要求によって、債券の空売りが自由化された。空売りのためには、証券会社は受け渡しに必要な国債を調達する市場が必要である。しかし、買い現先の禁止によって現先市場から国債を調達することが不可能である。そこで、証券会社が債券調達を行う市場として、新たに債券貸借市場が創設されたのである。創設された債券貸借市場は現先市場と峻別され、債券貸借市場は債券の調達のみに限定され資金取引は禁止されたのである³⁾。日本のレポ市場は、長らくの間、資金取引と債券取引が分断されていたのであった。

金融自由化の進展と共に銀行と証券の垣根も次第に低くなり相互乗り入れが始まる。平成7年12月、証券会社の買い現先が自由化された。大蔵省は「証券分野の規制緩和等の措置」を発表し、証券会社が「現先取引の自己買い向かいを行うことは可能である」として買い現先の自由化を認めたのである。買い現先の禁止は行政指導によって行われていたから、買い現先は「規制不存在の確認」という表現で自由化された⁴⁾。金融証券の分野における各種の規制は行政指導によるところが大きい。従って、規制の緩和ないし撤廃は「規制不存在の確認」という形式で行われる点が日本の大きな

特徴である。

買い現先の自由化によって現先市場は資金取引と債券取引が一体化した市場として新たな発展をとげるはずのものであった。ところが、有価証券取引税が現先市場の復活を阻止した。金融の分野における規制は撤廃されたが、税制度が資金取引と債券取引の一体化したレポ市場の実現を阻止したのである。

有価証券取引税の撤廃によって現先市場は復活をとげた。そして、復活した現先市場は資金取引と債券取引が一体化した市場となった。証券会社は流通に必要な債券を買い現先によって調達し、流通に必要な資金を売り現先によって調達することが可能になった。現先市場が資金取引と債券取引が一体化した市場になると、現先市場と債券貸市場は相互代替的な市場となる。現先市場で資金を調達し、その資金を貸借市場で運用する事が可能となる。日本のレポ市場は、かくして、調達の方法が運用の方法を制約しない相互代替的な市場として、国際標準のレポ市場として一歩大きく前進したのである。

3. 旧現先取引の再編成と新現先市場の創設

有価証券取引税は平成11年3月末に廃止された。有価証券取引税が撤廃されるや、直ちに旧現先を再編成して国際標準のレポ市場を創設する準備がすすめられた。図表2は、新現先市場が創設される経緯を年代記にしたものである。

まず、有価証券取引税が撤廃された翌月の4月、外国為替審議会は円の国際化を進めるため国際標準のレポ市場を創設すべきだと答申した。答申書「21世紀に向けた円の国際化」では次のように述べられている。「日本のレポ

市場は、現在、現金担保付債券貸借取引という独自の形態となっているが、非居住者の参入を促す上から、有価証券取引税撤廃を踏まえ、欧米で採られている売買形態での取引を推進していくための環境整備を早急に行うべきである」⁵⁾。

この答申が出た翌月の5月、債券貸借取引等研究会は「新現先取引について」について提言を行った。この提言は新現先取引の骨格となった重要な提言であり、この提言に基づいて新たな市場を創設する準備が具体的に進められていく。提言の基本的な考え方は、まず、取引参加者のリスクを極力軽減するための手段を選択できるようにすること、次にクロス・ボーダー市場との分断を回避するためのグローバル・スタンダード化された取引を目指すこと、第三に現行の現先取引の枠組みをできるだけ活かしシステム変更の負担を軽減すること⁶⁾、これが基本的な視点である。公表された新現先取引に係る提言の要旨は以下の通りである。

「1. 国内現先取引の見直しの背景

急速に進展する「円の国際化」のための諸施策および短期国債等の発行量増大に伴い……「債券等を媒体とした資金取引（広義レポ取引）」の重要性に鑑み、当研究会において「現先取引」の見直しについて検討することとした（見直し後の取引を「新現先取引」と呼ぶこととする）。

2. 国内現先取引の見直しにおける考え方

「円」が真の国際的な通貨として広く受け入れられるためには、国境を越えた円資金が自由に流通できるための本邦短期金融市場の整備が急務であり、その際に他市場と比較したときの「異質性」は排除されなくてはならない。今後の現先取引の見直しの

図表2 新現先市場創設の経緯と概要

年	業態規制の撤廃・税制改革・市場慣行・答申と提言・証券業協会理事会決議・レポオペ等
平成7年(1995)	・証券会社の買い現先の自由化(12月) 大蔵省「証券分野の規制緩和等の措置」規制不存在の確認
8年(1996)	・日本版レポ市場(現金担保付債券貸借市場)の創設(4月) ・国債のローリング決済方式導入(10月)
9年(1997)	・日本版レポにマージン・コールの導入, 2%ルールの撤廃(7月) ・日本銀行のレポオペ(国債借入オペ)導入(10月)
10年(1998)	・外為審議会「円の国際化専門部会」の中間報告「円の国際化について」(11月) 売買形式によるレポ取引導入の必要性を強調 ・クローズ・アウト・ネットィング法の成立(「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」)(6月)
11年(1999)	・有価証券取引税の廃止(3月末) ・外為審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」(4月) 売買形式のレポ市場創設の環境整備を早急に行うべきと答申 ・債券貸借取引等研究会「新現先取引について」の提言(5月) ・日本証券業協会「現売買等の整備・拡充に関するワーキング」設置(5月) ・ワーキングの中間報告の公表(10月)
12年(2000)	・日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取り扱いについて」(理事会決議)の一部改正(10月) ワーキングの報告を受けて新現先の大枠を決定し, 平成13年4月から施行する事になった。
13年(2001)	・新現先市場の創設(4月) ・旧現先取引と新現先取引が並存(当初予定は13年9月まで, 実際には14年3月まで延長)
14年(2002)	・非居住者の受け取る新現先収益の非課税措置, 2年間の暫定措置(4月) ・旧現先取引から新現先取引への強制移行, 新制度による約定開始(4月) ・新現先方式によるオペレーションの導入(短国レポオペ・国債借入オペに代えて国債を対象とする新現先方式によるオペレーション)(9月)
15年(2003)	・事業法人のレポ取引参入可能(一定の事業法人に対して公社債利子の源泉徴収課税を免除)(4月) 「課税玉」と「非課税玉」の問題が解消する
16年(2004)	・日本銀行「国債の補完供給制度(国債買戻し条件付売却)」の導入(4月) ・非居住者の受け取る新現先収益の非課税措置2年間の延長(4月)

ための実質的な検討の過程においても、既にある国内市場の枠組みを有効に活用することを前提としつつも、国外でスタンダードとなっている取引形態との整合性をとることを基本においた検討がなされることが重要である。

3. 新現先取引への導入を検討すべき点

(1) リスク・コントロール

将来の新現先市場の拡大を想定し、多

様な参加者のニーズに対応できるようにするために、以下の3種類のリスク・コントロール手法を導入することを検討する。

- ヘア・カット
- マージン・コール
- リプライシング

(2) ターム取引への対応

より使い勝手のよい取引とするため

に、以下の手法を導入することを検討する。

●サブスティチューション

(3) 取引相手方のデフォルト時の対応

デフォルトの定義の具体化と、その後の清算手段の明確化のために、以下の点についてその導入を検討する。

●クロス・デフォルト条項

●一括清算条項

以上」⁷⁾

債券貸借取引等研究会の提言を受けて、証券業協会では直ちに「現先売買等の整備・拡充に関するワーキング」が設置された。そして、10月にはワーキングの中間報告が公表された。証券業協会はこの報告を受けて、翌年の平成12年10月、「債券等の条件付売買取引の取り扱いについて」（理事会決議）の一部が改正された。理事会決議によって新現先の基本契約書が作成され、理事会決議は翌年の平成13年4月から施行することになった。新現先は旧現先を見直した国際標準のレポ市場である。新現先の具体的な特徴は次章で検討していく。

4. 明確に規定された新現先の複合性性格

レポ取引の最大の特徴は売買と貸借の二つの性質を持つ取引という点にある。レポ取引が貸借だとすれば、担保を処分できないから信用リスクが避けられない。レポ取引が売買だとすれば、担保となっている債券の価格変動リスクが避けられない。この二つのリスクを回避するため、レポ取引では担保の処分を認め、マージン・コールによって価格変動リスクを回避している。レポは売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引であり、複合的な取引形式であるが

故に売買に伴うリスクと貸借に伴うリスクを回避することができるのである。

新現先取引では、レポの複合的性質が明確に規定されている。すなわち、標準契約書によって新現先が「売買形式による資金取引」と明確にされたのである。価格変動リスクに対しては、旧現先には無かったリスク・コントロール条項が新設された。担保の処分については、旧現先では不透明であったが、新現先では担保の処分が明確になった。この点については、次章で新現先と旧現先、日本版レポと比較しながら検討していく。

レポは複合的取引だから取引を円滑に行うには基本標準契約書が決定的に重要である。レポは売買と貸借の二つの性質を持っているから、予め取引のルールを具体的に決めておかねば紛争の火種となるからである。更に、クロスボーダーのレポ市場を創設するのであれば、国際標準の基本契約書が必要となる。従って、新現先の標準契約書は国際標準の契約書でなければならない。国際的に広く使われている基本契約書は、米国債券市場協会 TBMA (The Bond Market Association) および国際証券市場協会 ISMA (The Bond Market Association) によって作成された標準契約書 (Global Master Repurchase Agreement) である。理事会決議によって作成された新現先の標準契約書は、この国際標準の標準契約書をほぼ全面的に取り入れているのである⁸⁾。

かくして、有価証券取引税の撤廃によって現先市場は復活し、復活した現先市場は再編成されて新現先市場となり、国際標準のレポ市場が創設されたのである。

II. 新現先市場の特徴－旧現先と日本版レポ、新現先の比較

1. 国際標準のレポ市場 －売買形式の資金取引－

新現先の特徴を明らかにするため、図表3をみながら新現先と日本版レポ、旧現先を比較して見よう。新現先と旧現先を比較すると、まず、法的位置付けや取引の性格、担保、約定レートは何れも共通している。法的位置付けは売買であり、取引の性格は資金取引であり、担保は国債が中心で、約定レートはレポレート一本である。新現先は旧現先の取引形式を継承していることがわかる。担保の処分については可能

だが、旧現先では後述するように不透明な部分を残していた。次に相違点を見ると、旧現先には一括清算条項やリスク・コントロール条項が無いが、新現先では新設されている。この点が新現先と旧現先の決定的な相違点である。

新現先と日本版レポを比較するとどのようになるか。担保の処分や一括清算条項、リスク管理条項は何れも共通している。共通してはいるが、新現先では一括清算条項やリスク・コントロール条項が更に精緻になっている。決定的な相違点は、法的位置付けと取引の性格、担保、約定レートである。法的位置付けは新現先が売買だが日本版レポは貸借である。取引の性格を比較すると、日本版レポは債券取引であるが新現先は資金取引である。担保は日本版レポでは現金で新現先では債券と担保が逆転している。

図表3 新現先と日本版レポ・旧現先の比較

	新現先取引		現金担保付債券貸借取引 (日本版レポ)	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 (2) マージン・コール (3) リプライシング (4) サブスティテュション	可 可(取引相手毎) 可 あり		可 可(個別取引毎) なし なし	なし なし 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=担保金金利-貸借利率	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)

(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。

(出所) 日本証券業協会資料等により作成

日本版レポのレポレートは担保金金利と貸借料率の2本建てで、貸借料率が担保金金利を上回ればマイナス・レポレートになる。新現先ではレポレートがマイナスになることはありえない。

以上の比較で明らかのように、新現先の特徴は旧現先の形式を継承し、その上で日本版レポの機能を取り込んでいるのである。新現先には図表3でみたように、「現先取引」と「利含み現先取引」がある。この取引の違いは経過利子の扱いの違いであって、「利含み現先取引」は経過利子を価格に含める取引である。国際標準のレポ取引は「利含み現先」方式である。「現先取引」は経過利子の扱いが旧現先取引と同じであって、新現先への移行をスムーズに行うために旧現先の取引方式を残したのである。

新現先は旧現先の取引方式を継承し日本版レポの機能を取り込んでいる。従って、新現先は「売買形式の資金取引」という複合的性格が明確に規定されたと言える。国際標準のレポは「売買形式の資金取引」である。新現先は国際標準のレポ市場として創設されたのである。新現先の複合的性格を更に具体的に見ていくことにしよう。

2. 信用リスクの回避－担保の処分と一括清算条項の新設

(1) 差別的税制の撤廃と担保の処分

現先取引とは条件付債券売買であった。現先取引の基本契約書においても、現先取引とは「所定の価格で買いもどすこと又は売り戻すことを内容とする特約付の債券等の売買をいう」（第2条定義）と明確に規定している。売買であれば所有権が相手方に移転し、相手方倒産の場合は担保を処分する事ができる⁹⁾。レポ取引

では担保を処分する事ができるが故に信用リスクを回避することが出来たのであった。

ところが、旧現先取引においては担保の処分が不透明であった。登録債を売買する場合、所有権の移転は名義変更によって完了する。売却の契約をしても、登録債の名義変更が無ければ、所有権は相手方に移転しない。ところが、事業法人が現先取引を行う場合、所有権を移転する名義変更が行われなかった。事業法人は旧現先取引の主要な市場参加者であったが、その事業法人の現先取引には信用リスクが内在化していたのである。

では、なぜ、事業法人は登録債の名義変更することなく現先売買ができたのであろうか。根本原因は、差別的な利子優遇扱いを定めた租税特別措置法第8条と登録債制度の矛盾にある。租税特別措置法第8条とは、政府の指定する金融機関に限り、かつ、登録国債の利子に関する限り、源泉徴収を免除するという差別的な利子優遇措置である。指定金融機関以外の法人は、この利子優遇措置を享受することができない。源泉徴収が免除される法人を非課税法人、免除されない法人は課税法人といわれている。金融機関がこの利子優遇措置を受けるには厳格な条件が設けられていた。すなわち、国債の利子は年に2回支払われるが、最初の利子を受け取ってから次の利子が支払われるまでの間、事業法人等の課税法人がたとえ1日でも国債を所有すれば、金融機関はこの利子優遇措置を受けられない。従って、金融機関は利子優遇措置を受けるため事業法人等が保有した債券を課税玉・ダーティボンドと呼び、課税玉を忌避したのである。また、利子優遇措置を受けられる債券は非課税玉・クリーンボンドと言われていた。金融機関が事業法人と現先取引を行い事業法人が

登録債の名義変更をすれば、その債券は課税玉となる。そこで、課税玉とならないように、事業法人は登録債の名義変更を行うことなく現先取引を行ったのである¹⁰⁾。

それでは、どうして事業法人は名義変更をすること無く現先取引ができたのであろうか。登録債の移転登録が完了するまでは登録債の売買が停止されるからであった。移転登録が完了するまでには相当の日数を要する。だが、売買停止期間中であっても、機関投資家は債券売買の必要にせまられる。そこで、政府も取引監督機関も名義変更を行わない事業法人の現先売買を黙認せざるを得なかった。所有権の移転が行なわれない現先取引は基本契約書に違反する。しかし、基本契約書に反するが、債券売買を停止させる事は市場原則に反する。ここでは、建前と現実が峻別され、政府も取引監督機関もこの矛盾した現実を受け入れざるを得なかった。旧現先取引は、従って、信用リスクを内在化していたのである¹¹⁾。

新現先の発足と共に、租税特別措置法第8条は実質的に廃止された。一定の条件を備えた事業法人は非課税法人となったからである¹²⁾。平成15年4月、資本金が1億円以上の事業法人については、事業法人が保有する国債の利子に係る源泉徴収が免除されたからである。また、本券と登録債の区別は無くなり、全ての国債は振替制度の下で一括登録国債となってペーパーレスになったからである。

課税玉と非課税玉の問題が解消すると、担保の処分に係る不透明性はなくなる。新現先取引は、信用リスクを内在化しない取引となったのである。

(2) 一括清算条項の新設とクローズ・アウト・ネッティグ法の成立

新現先では信用リスクを軽減するため、更に、一括清算条項が新設された。一括清算とは、相手方倒産の場合、全ての取引を倒産時における時価に引き直すことによって一括して清算し、一本の債権にすることをいう。取引当事者は、一括清算条項を利用することにより、信用リスクの算定に当たり債権金額の総額(グロススペース)を基準とするのではなく、債権債務の差額(ネットベース)を基準とすることが可能となり、信用リスクを削減することが出来るのである。一括清算によって勝ち倒産手続きに服し負けは直ぐに支払う。従って、一括清算条項があれば、取引当事者の信用リスクを削減することが可能となる¹³⁾。

旧現先取引では基本契約書の第5条で「債務を履行しない場合は、個別現先売買に係るエンド取引を解除することができる」と定め、グロススペースの清算となっている。旧現先取引には一括清算条項は無いのである。

日本版レポ取引では、基本契約書において、レポ取引が他の債権債務から切り離され優先的に処理されること、一括清算ネッティグができることが定められていた¹⁴⁾。しかしながら、次の問題点があった。まず、日本版レポには一括清算条項があったが、契約書は基本契約書と個別契約書の二本立てで、個別契約書が主たる地位にあった。従って、個別契約書にこの条項が無ければ一括清算の対象にはならなかった。第二に、一括清算条項の法的有効性に疑問がもたれていた。破産法第104条や会社更生法163条は相殺を禁止している。過去の判例によると、金銭債務関係が存在していれば相殺できる事になっていたが、一括清算自体の有効性について

は判例が無い。レポ取引で清算事例が無いため多くの疑問が残され、また、海外からも不透明だと批判されてきた。というのは、海外では一括清算ネットिंगの有効性を規定した法律がすでに成立していたからである。土屋論文は諸外国の対応を次のように紹介している。「一括清算ネットिंग契約の締結がインターバンク取引を中心に一般化している。銀行監督上も、BIS（国債決済銀行）のバーゼル銀行監督委員会において、平成6年に『各国法制下において法的に有効な一括清算ネットिंग契約の下にあるオフ・バランス取引については、自己資本比率算定上、信用リスクの削減効果を認める』とされたことを契機として、諸外国では立法措置により一括清算ネットिंगの有効性を確立しているところである。…G7諸国において法的有効性が明確にされていないのは、我が国のみとなっていた¹⁵⁾。日本版レポの一括清算条項は民法の相殺の解釈論で法的有効性を主張してきたに過ぎなかった。

平成10年6月、「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」が成立した。この法律はクロズド・アウト・ネットिंग法とも言われている。この法律によってレポ取引における一括清算ネットिंगが法的に有効になったのである。

新現先取引では個別契約書が廃止されて基本契約書一本になった。そして、基本契約書に一括清算条項を新設した。一括清算が可能になる取引は「特定金融取引」に限定されている。このため、日本証券業協会は新現先を「特定金融取引」の対象に加えることを要望し、その結果、新現先は「特定金融取引」の対象に加えられ一括清算が可能な取引となった。かくして、新現先取引は一括清算条項の新設によりレポ取

引の信用リスクを軽減することが可能になったのである。

3. 価格変動リスクの回避ーリスク・コントロール条項の新設

日本版レポでは価格変動リスクを回避する条項は設けられていたが、旧現先ではこの条項は皆無であった。新現先では、新たに価格変動リスクを回避するための条項が新設された。新設されたリスク管理条項はヘア・カット、マージン・コール、リプライシング、サブスティチューションである。リスク管理条項の新設によって担保価値を維持することが可能となり、現先取引はリスク・フリーの取引となる。

ヘア・カットとは、取引される債券の価格変動を考慮して約定時点で市場価格と売買価格の間に、価格変動リスクを回避するための乖離幅を設ける手法である¹⁶⁾。いわば、担保掛目であって、将来の価格変動リスクを前もって回避する手法である。ヘアカット率とは売買金額算出比率のことであり、ヘア・カット率は取引当事者で決定する事になっている。

マージン・コールとは、レポ取引の資金に対して担保入れされた債券の価格が変動した場合、変動部分をゼロにするため相手方に変動した差額を請求することである。マージン・コールは日本版レポで初めて導入された。日本版レポ市場が創設された時点では、価格変動が2%の範囲内であれば変動部分を調整しないというルールであった。しかし、2%のリスクがあるため、平成9年7月、自主ルールによってこの2%ルールは撤廃された。自主ルールによって、債券の価格が変動すれば直ちに相手方に変動部分の調整を請求することが可能になったのである。マージン・コールは市場慣行であり、

マージン・コールにはインフラ整備のコストが要求される。このため市場慣行は直ぐには定着しなかったが、日銀がレポオペ（国債借り入れオペ）を開始する平成9年11月以降、次第に定着していった¹⁷⁾。マージン・コールの定着によって日本のレポ市場はリスク・フリーの市場になったといえよう。日本版レポのマージン・コールは個別取引ごとにマージン・コールを行っていたが、新現先では全ての取引を合計してネットで勝ち負け額を出しマージン・コールを行う事になっている¹⁸⁾。

リプライシングとは「再評価取引」と言われるもので、債券価格が変動した場合、差額部分を清算し個別取引の差額金額を調整することである。リプライシングと日本版レポのマージン・コールは類似している。日本版レポでは個別取引の差額を調整したが、リプライシングも個別取引を対象としているからである。日本版レポのマージン・コールとリプライシングの違いは、リプライシングが現金でのみ調整する点というだけである¹⁹⁾。

ヘア・カットやマージン・コール、リプライシングはレポ取引の資金に対して担保入れされた債券の価格変動を事前に、或いは、事後的に調整して価格変動リスクを回避するものであった。これに対してサブスティチューションとは、担保に差し入れた債券を入れ替える事によって特定銘柄債の価格変動リスクを回避するものである。債券の価格変動は銘柄毎に異なる。担保に差し入れた債券が品薄となって高騰した場合、担保を差し替えることによって品薄となった債券を他の債券と交換することができるのである。サブスティチューションによって債券を担保に入れた市場参加者は、特定銘柄の債券価格変動リスクを回避することが可能にな

る。また、サブスティチューションが可能であれば、担保に差し入れた債券を交換できるから長期のレポ取引拡大が期待できよう。

4. 金融的性格の強い新現先

リスク・コントロール条項の新設及び担保の処分・一括清算条項の新設によって、新現先は「売買形式による資金取引」と明確に規定された。旧現先も売買形式による資金取引であり、売買と貸借の二つの性質を持つ複合的取引である。しかし、旧現先は売買の側面が強し、新現先は金融（貸借）の側面が強い点に特徴がある。

旧現先にはリスク・コントロール条項が無かった。会計処理は売買取引であり、従って、債券売却価格と買戻し価格は変動した。旧現先は債券担保金融ではあっても、売買の側面が強かった。旧現先はイギリスなどで行われていた sell/buy-back と類似しているといえよう。

新現先にはリスク・コントロール条項や一括清算条項が新設された。会計処理は金融取引であり、従って、簿価の変動は無い。また、新現先にはオープン・エンド取引が可能である。オープン・エンド取引とは、取引開始時点で取引決済日を特定せず、取引当事者のいずれかが一方的に決済日を決定できる取引である。資金運用者から見れば、オープン・エンド取引は解約自由の預金と同じである。取引期間についても期間制限が撤廃された。旧現先の取引期間は1年以内であったが、新現先は無制限である。

更に、買戻しされる債券の範囲が拡大した。旧現先では「売買の目的たる債券等と同一銘柄、同一数量の債券等を将来の所定期日に所定の価額で買戻し、又は売り戻すことを内容とする特約付の債券等の取引を言う」と定めてい

る。旧現先も新現先もこの枠組みは変わらないが、新現先では「同一銘柄、同一数量」の箇所が「同種、同量」に変わっている。「同種、同量」と「同一銘柄、同一数量」は異なる。「同種、同量」は記番号の相違、モーゲージ証券の期限前償還などが許容され「同一銘柄、同一数量」よりも、広い概念となっている²⁰⁾。旧現先には無いこうした特徴は、新現先が旧現先と比較して金融的側面が強い、とすることができよう。

Ⅲ. レポ収益に対する非居住者の非課税措置

1. 非居住者のレポ市場参入を阻止してきた税制

新現先市場は平成13年4月に創設されたが、9月までは新現先と旧現先が並存し9月から新現先へ強制移行する予定であった。ところが、新現先への移行には大きな障害が立ちほだかり、新現先への強制移行が不可能な難問に直面することになった。その難問とは、非居住者の受け取るレポ収益の課税問題である。旧現先から新現先へ移行することによってこの難問が発生して来た。旧現先取引では売買として処理され、現先取引によって得られる収益は利子とは見なされなかった。現先取引は売買であるから、有価証券取引税が廃止されるまでの間、有価証券取引税が課税されていた。新現先取引は売買形式の取引だが、これまで見てきたように、旧現先と比較して金融取引の性格が強い。新現先は「売買形式による資金取引」である。そこで大きな問題が生じてきた。新現先が金融取引であれば、新現先の収益は利子とみなさ

れ、レポ収益に対する課税問題が生じてきたのである。

レポ収益に対する課税は、まず、居住者と非居住者の扱いが異なる。居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象外であり、年度末に他の所得と合算して課税される。源泉徴収の対象となる利子所得は所得税法第23条で具体的に列挙されているが、レポ収益はこの対象に入っていない。ところが、非居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象になる。所得税法第161条では次のように定めている。

「(非居住者の国内源泉所得) 所得税法第161条 この編において「国内源泉所得」とは、次に掲げるものをいう。……

六 国内において業務を行う者に対する貸付金（これに準ずるものを含む）で当該業務に係るものの利子（政令で定める利子を除く）。」

非居住者のレポ収益に対する課税は、新現先取引が発足した時点から懸念されていたが、財務省は課税方針を明確にしなかった。一方では、旧現先取引における事業法人の扱いのようにグレーな扱いになる期待もあった。ところが、平成13年11月、財務省は「非居住者とのレポ取引で発生した利子は源泉徴収の対象とする²¹⁾」とレポ収益に対する課税方針を打ち出した。金融所得に対する源泉徴収制度は日本税制度の根幹だから、レポ収益も例外扱いにはできない、というのが主税局の基本的立場であった。

レポ収益に関する第二の問題は、諸外国では非居住者の受け取るレポ収益は非課税となっている点である。図表4は、諸外国におけるレポ収益の課税方式を比較したものである。諸外国ではレポ収益は源泉徴収が免除されている。日本は諸外国とは逆に、居住者は源泉徴収が免除

図表4 レポ収益に対する課税の国際比較

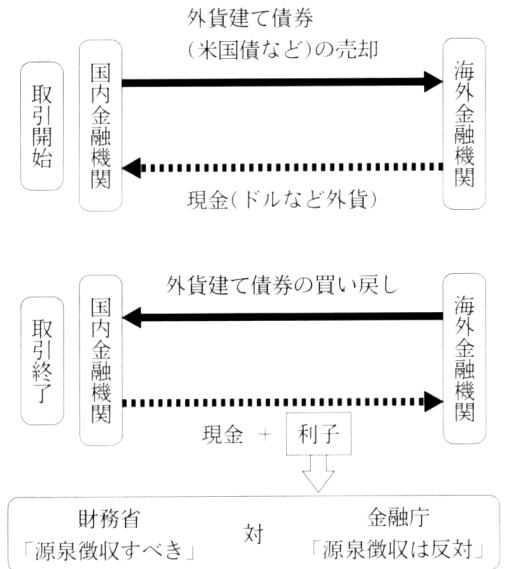
	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
レポ取引の収益に対する課税上の扱い	レポは担保付ローンとされ、その対価は利子	担保付ローンとみなして、その対価は利子	売買とされ、その対価は利子に係る源泉徴収が適用されない他の所得 (other income)	資金取引とみなされ、その対価は利子
非居住者に対する源泉徴収の扱い	取引期間が183日未満およびポートフォリオ利子に該当する場合は源泉徴収免除	取引期間が1年未満ものは源泉徴収免除	源泉徴収免除	取引期間が2年未満の金融機関間の取引は源泉徴収免除

〔出所〕日本証券業協会資料より作成。

され非居住者は源泉徴収される。非居住者の受け取るレポ収益が源泉徴収の対象となれば、非居住者は日本のレポ市場に参入する事は期待できない。諸外国ではレポ収益は源泉徴収免除となっているからである。新現先市場は円の国際化を進めるために創設された。国際標準のレポ市場を創設しても、非居住者の市場参入が無ければ意味がない。

レポ収益の課税問題を巡って、財務省と金融庁は公然と対立することになった(図表5参照)。対立したのは、次のような問題を解決せねばならなかったからである。日本の銀行はジャパンプレミアムが発生した時点から、調達困難な外貨を現先市場から調達してきた。日本の銀行は保有している外貨債を外国金融機関に買戻し条件付で売却し、ドル等の外貨を調達してきたのである。旧現先は債券売買であるから、外国金融機関が受け取る現先収益(レポ収益)は源泉徴収の対象とはならなかった。旧現先が新現先に移行して金融取引として扱われると、今までの現先収益(レポ収益)が源泉徴収の対象になる。日本の銀行がレポ市場を通じて外貨を調達するルートを確認するためには、新現先(レポ)の収益を非課税扱いにする必要がある。財務省主税局がレポ収益に対して課税方

図表5 レポ収益をめぐる財務省と金融庁の対立



〔出所〕『日本経済新聞』2001年12月1日。

針を明らかにした時点で、金融庁はレポ収益を非課税とする税制改革を要望した²²⁾。財務省と金融庁はレポ収益の課税を巡って対立することになったのである。

2. 非居住者のレポ収益に対する非課税措置

平成14年度の税制改革によって非居住者の受け取るレポ収益は源泉徴収されないことになった。すなわち「外国の金融機関が国内の金融機

関との間で行うレポ取引（債券の買戻又は売戻条件付売買取引）につき、一定の要件の下で、取引から生ずる利子を非課税とする」ことになり、非課税の扱いは2年間の租税特別措置で平成14年4月1日から適用することとされた。この時限立法は平成16年4月に、更に2年延長されることになった（前掲図表2参照）。

非居住者の受け取るレポ収益が非課税扱いになったのは、まず、日米金融摩擦を回避するためであった。財務省が非居住者の受け取るレポ収益に対して課税方針を打ち出すや、平成13年11月30日、アメリカ債券市場協会は直ちに反対する異例の声明を発表した。12月1日の日本経済新聞の夕刊はニューヨーク特派員からの報告を次のように報じている。

「米金融界が日本の財務省が打ち出した非居住者との債券のレポ取引への課税方針に猛反発している。米債券市場協会は30日、異例の反対声明を発表した。日本の金融機関が日本の金融機関がドル資金の調達に活用しているレポ取引に海外勢が応じなくなり、邦銀などが米国債を大量に売却しかねないと懸念しているためだ。米財務省も関心を強めており、日米金融摩擦の火ダネになる可能性も出てきた。レポ取引は保有する債券を担保にして短期の資金を調達する取引。信用力の低下した邦銀にとって貴重なドル資金の調達手段となっている。財務省は国境を越えたレポ取引で発生した利子を源泉課税の対象にする考えを示し、海外勢が日本勢とのレポ取引で得た利子に10%課税する方針を打ち出していた。米債券市場協会の声明は『邦銀の信用力が一段と低下し、日本経済の悪化に拍車がかかる』と指摘している。協会幹部は日本経済新聞社に対して『先進国の中で非居住者とのレ

ポ取引に課税している国はない』と強調、『邦銀のジャパンプレミアムが再燃して日本国債の格付けが低下するだけでなく、米国債の流動性が低下して世界経済にも悪影響がでる』と述べ、米政府と一体になって財務省に再考を促す考えを示した²³⁾。

更に、米債券市場協会は12月5日、ニール財務長官に書簡を送り、アメリカ政府がレポ収益に対する課税方針を決めた日本政府に抗議するように求めている²⁴⁾。また、翌日の12月6日にはプレスリリースで日本の課税方針に対し抗議のキャンペーンを行っている。非居住者のレポ収益が非課税となったのは、こうしたアメリカの要求に応えるものであり、日米金融摩擦を回避するためであった。

第二の、そして最大の理由は、邦銀の外貨調達ルートを守るためである。金融システムの不安によって邦銀は外貨を調達することが困難になっている。そこで邦銀は、保有する外貨建ての債券を海外金融機関に買戻し条件付で売却しドルなど外貨を調達してきたのである。邦銀と海外金融機関との現先取引について、新聞は次のように報じている。「海外投資家との取引では主に邦銀が保有債券でドル資金を調達、比較的利回りの高い外国債券に投資して利ザヤを稼いでいる。貴重な収益源になっているほか、レポ取引で外貨調達していることがジャパンプレミアムの発生を抑えているとの見方もある²⁵⁾。旧現先ではこの収益は非課税であった。新現先に移行してこの収益に課税されると、邦銀の外貨調達が困難になる。11月27日の日経金融新聞はこの点について次のように報じている。「税という予想外のコストは外国人投資家の取引参加を手控えさせ、結果として銀行のザヤを縮小、投資意欲を減退させる可能性がある²⁶⁾。

非居住者のレポ収益が非課税となったのは、日米金融摩擦の回避と邦銀の外貨調達ルートを守るためであった。しかし、他方で源泉徴収制度は守っていかねばならない。レポ収益の非課税措置が時限立法となったのは、二つの異なる要求を如何にして解決するか、その苦肉の策であったのだろう。

3. 新現先市場の発足と非居住者の市場参入

非居住者の受け取るレポ収益は平成14年4月から非課税となった。そして、この税制改革と同時に旧現先は新現先に強制移行した。現先市場はこの間、如何なる推移をたどったか、図表6によって検討してみよう。

まず、現先売買残高の推移をみると、新現先市場が創設された直後と現時点を比較する限り

残高は変化がない。しかし、残高は変動を繰り返し、平成13年3月から14年中頃まで残高は激減している。激減した主たる要因は平成13年3月から日銀の量的金融緩和政策によって国内短期金融市場で取引が著しく低下したからである。金融機関は日銀オペの担保として使い勝手のよい短期国債の買いに一斉にたち向かい、市場に出回る玉が枯渇して現先市場では「モノ無し」状態となり、取引の成立が困難になった²⁷⁾。平成14年末頃から残高が増加基調となるが、これは平成14年9月から日銀の新現先方式によるレポオペが開始されたからである。しかし、新現先方式によるレポオペが開始されたとはいえ、日本版レポの場合とは異なる。日本版レポの市場規模は日銀の国債借り入れ（レポオペ）の開始と共に急膨張したが、今回の場合、市場規模はそれほど拡大していない。この点に

図表6 投資家別みた現先売買残高の推移

(単位 億円)

年月末	都市銀行(長信銀を含む)		投資信託		事業法人		その他法人		外国人		その他		債券ディーラー		残高合計	
	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	売残	買残
13年3月(2001)	450	0	0	14,279	182	8,264	0	282	12,634	10,560	55,876	150,331	192,986	66,038	268,641	268,641
6月(2001)	600	0	0	23,055	75	3,875	0	29	9,152	6,880	34,445	46,648	79,236	38,846	127,896	127,896
9月(2001)	0	0	0	9,586	71	3,819	98	140	9,757	11,811	20,752	23,380	55,953	29,347	88,171	88,171
12月(2001)	0	0	0	7,832	65	2,322	200	426	8,019	10,098	11,743	11,242	39,852	17,036	60,531	60,531
14年3月(2002)	0	0	0	9,920	59	4,237	150	305	10,617	21,607	14,350	13,137	60,472	28,458	90,765	90,765
6月(2002)	350	50	0	9,163	56	3,814	210	225	13,269	28,153	4,431	11,667	58,406	15,450	76,922	76,922
9月(2002)	0	0	0	8,107	56	3,090	210	584	15,237	24,866	8,565	5,880	51,545	21,682	75,813	75,813
12月(2002)	50	710	0	8,728	55	3,357	196	685	28,200	24,999	3,436	24,627	68,545	31,913	102,494	102,494
15年3月(2003)	50	987	0	11,531	55	3,551	196	2,100	24,019	35,024	4,942	46,386	104,824	25,940	134,509	134,509
6月(2003)	100	3,000	0	10,169	54	3,310	190	1,423	28,572	49,983	5,192	30,793	109,814	33,488	144,022	144,022
9月(2003)	0	0	0	10,324	52	2,475	189	833	21,141	91,834	8,170	51,356	172,110	34,165	210,104	210,104
12月(2003)	0	477	0	10,965	102	2,659	175	1,413	23,646	77,210	4,073	33,465	137,016	32,758	170,130	170,130
16年3月(2004)	300	3,000	0	9,076	98	3,533	135	2,096	29,137	72,544	5,671	35,571	137,395	40,109	178,806	178,806
6月(2004)	0	1,983	0	10,754	97	2,764	135	1,270	37,366	109,002	8,577	30,106	164,141	48,053	213,891	213,891
9月(2004)	0	0	0	8,935	97	3,273	135	697	60,113	115,518	1,407	34,018	170,245	65,753	236,217	236,217
12月(2004)	0	1,432	0	9,672	83	2,880	135	480	72,336	115,647	4,208	14,640	153,634	77,241	231,943	231,943

(注) 日本証券業協会の投資家区分表における「その他」とは次の機関を指す。日本銀行、政府、地方公共団体、官公庁の外郭団体、公社、公団、公庫、事業団体の政府関係機関(中小企業金融公庫、中小企業総合事業団、住宅金融公庫、年金福祉事業団、日本道路公団、地方住宅供給公社、雇用・能力開発機構、社会福祉・医療事業団、都市基盤整備公団、日本国鉄道事業団等)、官公庁共済組合以外の共済組合等(私立学校職員組合等)

(出所) 日本証券業協会調べ

については、最後に検討してみたい。

現先売買残高は大きな変化が無かったが、この間に市場参加者は大変動をとげた。市場参加者別にこの間の推移を見ていくことにしよう。債券ディーラーは国債流通に必要な資金と債券を現先市場で調達するから主要な市場参加者であることに変わりはない。都市銀行等の金融機関はゼロ金利政策以降、現先市場に参入していない。投資信託・事業法人・その他法人は現先市場で資金運用を行っているが、残高はほぼ一定である。事業法人は16年末頃から増加しているのが注目される。問題は外国人と「その他」である。「その他」とは日本銀行や地方公共団体、公社・公団・公庫、事業団体の政府関係機関、私立学校共済組合等である。平成13年3月時点では、資金運用の最大手が「その他」であり、債券ディーラーを上回っていた。資金調達においても債券ディーラーに次ぐ最大手であった。しかしながら、図表6でみるように資金運用、資金調達と共に年月を追って減少していった。他方、外国人は「その他」とは対象的である。残高に占める外国人の比率を見ると、平成13年3月には買残が4%、売残が4.7%に過ぎなかった。ところが、平成14年6月にはそれぞれ37%、17%と急増し、平成16年12月には50%、31%になった。外国人の買残は債券ディーラーを上回る最大手となり、売残も債券ディーラーに次ぐ最大手になったのである。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。平成14年4月、非居住者のレポ収益は非課税となった。非課税措置によって外国人の現先市場への参入が急増したのである。

図表6の現先売買残高には外貨債が含まれず、外貨債については別個の扱いになってい

図表7 外貨債券現先売買残高の推移（推定）

(単位 1,000万ドル)

年末	買い現先残高	売り現先残高
平成8(1996)	3.7	41.0
9(1997)	7.7	200.6
10(1998)	0.0	602.1
11(1999)	9.9	1,128.6
12(2000)	3.5	1,378.1
13(2001)	11.7	3,295.5
14(2002)	149.6	3,861.6
15(2003)	172.2	7,326.9
16(2004)	578.1	6,153.5

(注) 日本証券業協会調べ。残高は各年12月末、16年は9月末の推定額。平成15年のみ確定額。

る。そこで、図表7で外貨債の現先残高を推計してみよう。日本証券業協会は平成16年2月からホームページで外貨債の現先残高を公表している。取引主体は邦銀など居住者であり、取引の相手方は非居住者である。外貨債の現先残高は売現、買現共に一貫して増加しているが、売り現先が買い現先を圧倒している。すなわち、外貨債の現先は邦銀などの外貨調達のために利用されている事がわかる。売り現先残高が著増するのはジャパンプレミアムが問題となり、邦銀の外貨調達が困難になった平成11年以降である。平成13年の売り現先残高は前年の2倍強と増加しているが、この増加は新現先市場の創設と密接に関連している。レポ収益の課税問題は未解決だったが、邦銀の外貨調達要求が強かったこと、現先市場が国際標準のレポ市場に再編成されリスク・フリーの市場になったからと思われる。平成14年には更に増加を続け、翌15年には前年の約2倍に増加している。

非居住者のレポ収益に対する課税問題が解決することにより、旧現先は新現先に強制移行することができた。そして、今日では、現先市場

は事実上、外国人と債券ディーラーの市場となっている。新現先市場は国際標準のレポ市場として確立したのである。

IV. 新現先方式のレポオペと 国債補完供給制度

1. 新現先と日本銀行

新現先市場は平成13年4月に創設され、翌年の14年4月に旧現先は新現先へ強制的に移行した。新現先市場の発足と共に、平成14年11月、日本銀行は国債を用いた新現先方式によるレポオペを導入した。新現先方式によるレポオペが開始される以前は、日本版レポ市場でレポオペ（国債借り入れオペ）が行われていた。新現先市場の創設によってレポオペは新現先方式のレポオペに統合されたのである。日本版レポ市場でのレポオペは資金供給だけに限定され、資金吸収については今後の課題とされていた。新現先市場におけるレポオペは資金供給（買い現先オペ）に加えて、資金吸収（売り現先オペ）も行われる事になった。レポオペによって資金吸収と資金供給が行われると、今後、レポオペが重要な金融調節手段になると思われる。後述のように、日銀は資金吸収手段が制約されているからである。また、日銀が新現先方式によるレポオペを開始すると、新現先市場は更に拡大していくことが期待されるのである。

新現先方式によるレポオペに加えて、更に、日本銀行は平成16年4月9日の金融政策決定会合で「国債の補完供給制度」の導入を決定し、5月10日より実施した。「国債の補完供給制度」とは、日本銀行が保有する国債を市場に供給する制度、いわゆる「品貸し」である。国債

市場で特定銘柄の国債が不足した場合、特定銘柄の国債品貸し料が高騰し国債の市場価格が急騰する。特定銘柄の国債が高騰すれば国債相場が不安定になる。「国債補完供給制度」とは、市場で不足する特定銘柄の国債を売り現先方式によって日銀が一時的に供給し、国債相場を安定させることを目的にしている。レポ市場は国債を担保とする資金取引と現金を担保とする債券取引の二つの側面があり、資金市場と債券市場に流動性を供給している。国債補完供給制度は、レポ取引によって不足している国債を市場に供給する取引であり、国債市場に流動性を供給する制度である。

レポ取引は相対取引であるため、必ずしも取引に係る情報や統計資料が整備され公表されてはいない。例えば、「日本版レポ」と表記された統計資料は存在しない。債券貸借取引の内書として公表されている現金担保の貸借取引が日本版レポの統計である。従って、一般には非常に解りにくい。また、レポの取引の性格を分類する上で重要なジェネラル取引やスペシャル取引の統計も無い。スペシャル取引は担保を特定した債券取引だが、ジェネラル取引は担保を特定しない資金取引である。スペシャル取引とジェネラル取引の残高の推移はレポ市場がどのような機能を果たしているかを知る上で重要な統計だが、こうした統計も公表されていない。日本証券業協会等が公表する統計は不備なところが多い。ところが、日本銀行はレポに係る情報公開に極めて積極的である。国債現先オペが開始された翌月の平成14年12月から、日本銀行は新現先レートを公表するようになった。これに先立ち、平成12年12月からは日本版レポレートの公表を開始している。ジェネラル取引（資金取引）のレポレート、スペシャル取引（特定

銘柄債の取引)のレポレートを毎日、公表することになった。更に、平成13年2月からはフェイルに関する情報、同年6月から短期国債を除く日銀保有国債の銘柄を公表し、平成15年6月からは短期国債の銘柄別買入額も公表することになった。

新現先方式によるレポオペや「国債補完供給制度」、新現先取引に係る情報公開によって新現先市場は一段と整備された。新現先市場の整備は今後の国債管理や金融政策にとって重要な課題である。以下では新現先オペや国債補完供給制度について、更に詳細に検討していく。

2. 新現先方式による国債レポオペ

(1) 国債レポオペの推移

中央銀行の金融調節は、今日では、公定歩合操作や準備率操作ではなくオペレーションによって行われている。オペレーションの対象は国債が圧倒的で、国債系のオペレーションはアウトライト取引とレポ取引(現先方式)に分類できる。図表8は、日本銀行の国債レポオペの推移を概観したものである。

現先方式による資金調節は、昭和61年、日本銀行が保有する政府短期証券を市中に売却する際、買い戻し条件付で売却した時から始まる。平成11年には割引短期国債も売り現先の対象に加わり、政府短期証券と割引短期国債は売り現先方式で市中に売却された(資金吸収)。日本銀行の買い現先(資金供給)は、平成2年からはじまり、まず、割引短期国債が、次いで平成11年からは政府短期証券も対象に加えられた。日本銀行のレポオペが政府短期証券や割引短期国債に限定されていたのは、有価証券取引税によって課税債券の現先市場は消滅し、現先売買は有価証券取引税が課税されない政府短期証券

や割引国債に限定されていたからである²⁸⁾。

レポオペによる資金調節が本格的に始まるのは、平成9年11月からである。平成8年4月、現金担保付債券貸借市場が創設された。前述したように、国債のローリング決済方式を導入するにはレポ市場を創設する必要があった。だが、売買形式のレポには有価証券取引税が課税される。そこで、有価証券取引税を回避するため現金を担保とする貸借形式によるレポ市場が創設された。このため、現金担保付債券貸借市場は日本版レポ市場と通称されているのである²⁹⁾。日本版レポ市場は、創設の当初は、特定銘柄の国債を調達する市場であったが、その後、マージン・コールなどの市場慣行が定着してリスク・フリーの市場となり、ジェネラル取引(資金取引)が圧倒的比重を占めるようになった。日本版レポ市場がリスク・フリーの市場となり、資金取引の市場に発展した時点で、日本銀行はこの市場でレポオペを開始した。平成9年11月、日本銀行は金融機関から利付国債を借り入れ、借り入れた相手に担保金を差し入れることによって資金を供給するレポオペを開始したのである。日本銀行がレポオペを開始するや日本版レポ市場は飛躍的に拡大し、市場創設後の僅か数年間で最大の短期金融市場に急成長を遂げた。日本版レポ市場を経由した資金の供給は、当初、レポオペと言われていたが、その後、用語の混乱を避けるため国債借り入れオペといわれている。日本版レポ市場を利用したレポオペは利付国債が対象であり、レポオペは資金供給手段であって資金吸収手段としてのレポオペは今後の課題とされていた。

平成11年3月31日、ついに有価証券取引税が廃止され、売買形式による国際標準のレポ市場創設が可能になった。平成13年4月、旧現先が

図表8 日銀の国債レポオペの推移

種 類	開始時期	レポオペの概要
短国売り現先オペ	昭和61(1986)	政府短期証券の売り現先オペとして導入 期間：6ヶ月以内
	平成11(1999)	割引短期国債を対象に加える
	平成14(2002)	短国売り現先オペは国債売り現先オペに移行(11月)
短国買い現先オペ	平成2(1990)	割引短期国債の買い現先導入 期間：6ヶ月以内
	平成11(1999)	政府短期証券の公募入札開始と共に政府短期証券も対象に加える
	平成14(2002)	短国買い現先オペは国債買い現先オペに移行(11月)
国債借入オペ(レポオペ)	平成9(1997)	<ul style="list-style-type: none"> 現金担保付債券貸借市場(日本版レポ市場)の成立(1996年)によって、日本銀行は金融機関から利付国債を借り入れ、借り入れ相手に担保金を差し入れることによって資金を供給するレポオペを開始(11月)。 資金吸収手段としてのレポオペは今後の課題とされた。 期間：6ヶ月以内 対象銘柄：利付国債
	平成14(2002)	国債借り入れオペは国債買い現先オペに移行(11月)
国債買い現先オペ	平成14(2002)	<ul style="list-style-type: none"> 新現先市場の創設に伴い新現先方式によるレポオペ(資金供給)を開始(11月) 国債借入オペ(レポオペ)及び短国買い現先オペは「国債買い現先オペ」に移行 対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 期間：6ヶ月以内
	平成15(2003)	<ul style="list-style-type: none"> 国債買い現先オペの最長期間を1年に延長(10月) サブスティチューションの回数を弾力化(10月)
	平成16(2004)	<ul style="list-style-type: none"> 国債現先オペのマージンコール受け入れ担保は国債に限定されていたが、新たに「金銭」も受け入れ担保に追加(4月)
国債売り現先オペ	平成14(2002)	<ul style="list-style-type: none"> 新現先方式によるレポオペ(資金吸収)の開始(11月) 従来の短国売り現先オペは「国債売り現先オペ」に移行 対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 期間：6ヶ月以内
国債補完供給制度(国債売り現先)	平成16(2004)	<ul style="list-style-type: none"> 売り現先方式による国債の品貸し開始(5月) 対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 期間：原則1日

再編成されて新現先市場が創設され、平成14年4月から旧現先は新現先に強制移行し、国際標準のレポ市場が創設された。そして、新現先方式によるレポオペが平成14年11月から開始されたのである。

(2) 新現先方式によるレポオペと国債借り入れオペの相違

新現先方式のレポオペと国債借り入れオペは多くの点で異なっている。図表9でみるように、まず、国債借り入れオペでは対象債券が利付国債中心であったが、新現先方式のレポオペでは利付国債に加えて政府短期証券や割引短期

図表9 新現先オペと短国現先オペ・国債借入オペの比較

	短国現先オペ	国債借入オペ	新現先オペ
売買対象	短期国債・政府短期証券	利付国債	利付国債・短期国債・政府短期証券
リスク管理手法			
時価に掛け目を付けて売買	×	○	○
日々の値洗い	×	○	○
国債の銘柄交換	×	×	○

(出所)『日経金融新聞』2002年9月19日。

国債も対象になった。次に、マージン・コールについては日本版レポの場合、個別取引毎に債券の借り手が差し入れている現金担保を増減する方式で行われていたが、新現先では取引相手毎に個別取引を合計したネット・エクスポージャーに相当するマージンを受け渡す方式が採用されている。更に、新現先レポではサブスティテューションが可能になった。サブスティテューションとは、担保として差し入れた国債の銘柄を差し替えることができる制度である。サブスティテューションが可能になると、担保に差し入れた国債を別の国債と入れ替えることができるから、タム物取引の流動性も向上する。次節で検討するが、日本版レポオペ(国債借入れオペ)は資金供給だけであったが、新現先オペでは資金供給と資金吸収もおこなわれる。

サブスティテューションについては、平成15年10月から回数が増えて弾力化の措置がとられた。また、平成16年4月から新現先方式オペのマージン・コール受け入れ担保に金銭も追加された。民間部門では金銭も受け入れ担保となっていたが、日本銀行が請求するマージン・コールの受け入れ担保は国債に限定されていたのである(前掲表8参照)。レポレートについては日本版レポレートが平成12年12月公表され、新現

先のレポレートは平成14年12月から公表されている。

以上に見たように、新現先方式のレポオペは日本版レポオペよりも参加者にとってリスクが小さく利便性が高い。マージン・コールの担保受け入れやサブスティテューションの弾力化、更に、後述する新現先に係る透明性の向上によって、新現先方式のレポオペは金融調節手段として重要性が高まっていくと思われる。

(3) レポオペによる資金供給と資金吸収

新現先方式によるレポオペは平成14年11月から導入され、レポオペによる資金供給と資金吸収が行われるようになった。まず、資金供給手段である国債買い現先オペの特徴をみていこう。新現先方式のレポオペ導入によって従来の国債借入れオペと短国買い現先オペは廃止され、「国債買い現先オペ」に移行した。これまで利付国債は「国債借入れオペ」、割引短期国債と政府短期証券は「短期国債買い現先オペ」と別々の扱いであったが、新現先方式によるレポオペではこの区別が無くなり、国債買い現先オペに一本化されたのである。買い現先オペの期間は6ヶ月であったが、平成15年10月から買い現先に限って最長期間は1年に延長された。

資金吸収手段である「国債売り現先オペ」については、新現先方式の導入によって従来の短期国債売り現先オペは廃止されて「国債売り現先オペ」に移行した。国債借入れオペは資金供給のみで資金吸収のレポオペは今後の課題とされていたが、新現先方式の国債売り現先オペでこの問題が解決された。国債売り現先オペの対象債券に利付国債が追加され、レポオペによる資金吸収に長期国債が追加されたのである。

新現先方式によるレポオペに「国債売り現先オペ」が新たに追加された意義は極めて大きいと言わねばならない。日本銀行は平成16年4月、日本銀行が保有する長期国債の評価方法を低価法から原価法に変更した。国債の評価方法を原価法に変更すると、日本銀行は資金吸収手段として長期国債の売りオペを行うことが非常に困難となる。将来の課題ではあるが、量的金融緩和政策から脱出して金融引き締め局面を迎えた時、長期国債の売りオペによって資金吸収を行えば、長期国債は原価法で評価されているので日本銀行は売却損を発生させることになる。巨額の売却損が発生すると自己資本が毀損する。従って、長期国債の売りオペを資金吸収手段に利用することは困難である³⁰⁾。現在でも長期国債のオペは買いオペに限定され、国債オペは資金供給手段であり資金吸収手段に使われていない。しかし、原価法を導入すると国債売りオペがそもそも困難となり、金融調節手段が制約されることは否めない。

国債売り現先オペに長期国債が追加されるとこの難点が克服される。現先オペによって保有国債を市中に売却しても、日本銀行のバランスシートは縮小しない。平成13年4月から現先取引は金融取引として会計処理がされることになり、日本銀行のバランスシートの負債サイドに

「売り現先勘定」の科目が新設されたからである。これによって国債の売り現先取引を行ってもバランスシートは縮小せず、実態は別として帳簿の上では、売却損は回避することができるからである³¹⁾。

新現先方式の導入によってレポオペは整備され、国債買い現先オペによって資金が供給され、国債売り現先によって資金を吸収することが可能になった。レポオペが開始されると、レポ市場は更に拡大する。後述のように、今日までのところ量的金融緩和政策によって新現先市場の拡大はみられない。また、国債系オペではアウトライトの国債買オペが圧倒的で現先方式による国債オペに比重は極めて低い³²⁾。しかし、金利正常化の局面を向かえた時、新現先方式によるレポオペの重要性は一挙に高まり、新現先市場は急速に拡大していくと思われる。

3. 国債補完供給制度の発足

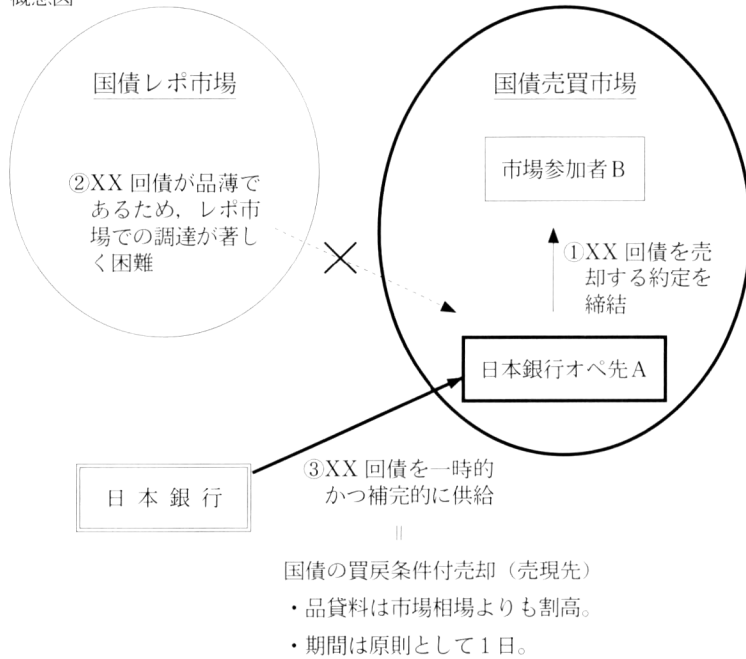
(1) 国債補完供給制度のスキームと概要

国債の補完供給制度は平成16年4月9日の金融政策会合で導入が決定され、5月10日より実施されることになった。「国債の補完供給制度」とは日本銀行が保有する国債を市場に供給する制度、いわゆる「品貸し」である。制度の概要は図表10で示されている。

国債の補完供給制度の取引形式は、国債の売り現先である。国債の売り現先は、前述したように、日本銀行の資金吸収手段である。だが、国債補完供給制度は売り現先の形式をとっているが、資金吸収が目的ではない。日本銀行の売り現先は資金吸収手段であるが、レポオペによる資金吸収が目的であれば、最長期間1年の国債売り現先が登場すればよい。国債補完供給制度の目的は図表10で見ると、特定銘柄の国

図表10 「国債の補完供給制度」の概要

1. 概念図



2. 効果

(1) 国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持

- ・国債市場においては、時として、特定銘柄の調達困難化やその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。
- ・本制度の導入により、国債市場の流動性や市場機能が向上することが期待できる。この結果、金融調節の円滑な実施、金融調節の効果の浸透といった点でも好影響が期待できる。

(2) 国債および資金決済の円滑化への寄与

- ・本制度の導入は、災害やシステム障害等を背景として、国債市場において、所謂「フェイル」（国債の受渡不能）が多発・連鎖することに伴う混乱を回避することにも資する。

〔出所〕日本銀行『国債市場と日本銀行』金融市場局、2004年4月。

債を日本銀行が品貸しすることにある。

債券ディーラーは取引相手先に受け渡す国債が特定されている場合、手元に特定銘柄の国債が無ければ、受け渡しに必要な特定銘柄の国債をレポ市場で調達しなければならない。国債レポ市場で特定銘柄の国債を調達することができれば問題は生じない。だが、特定銘柄の国債が品不足で調達が困難となれば、そして、この情報が市場に伝われば、特定銘柄の品貸し料は高騰する。いわゆる「スクイズ」である。品貸

し料が高騰すると国債相場が不安定になり、国債の流動性は低下する。国債の補完供給制度はこうした事態を回避するため、品不足となっている特定銘柄の国債を一時的かつ補完的に供給するものである。日本銀行の品貸しは一時的かつ補完的な供給であるから、図表10で見ると、期間は原則として1日である。また、民間部門の品貸し料よりも高く設定するなど補完的供給として位置づけられている。国債の補完供給制度によって特定銘柄国債の需給が緩和さ

れ、国債相場の安定と国債流動性の向上が期待されるのである。

(2) 国債補完供給制度導入の背景

国債補完供給制度を日本銀行が導入した大きな理由は、日本銀行保有国債の残高がこの数年の間に急増したからである。平成13年3月から量的金融緩和政策によって日本銀行は毎月の国債買入額を急増させた。その結果、日本銀行の国債保有額は急増した。平成13年3月から平成16年3月までの間、日銀の国債保有額は43兆円から85兆円に倍増している。そこで、日本銀行は国債の個別銘柄の市中流通量を推測しやすい状況を作り出すため、平成13年6月から短期国債を除く国債保有残高を銘柄別に公表するようになった。更に平成15年6月からは短期国債の銘柄別買入れ額も公表を開始した。日銀保有国債の銘柄別国債残高を公表することは、個別銘柄別の市中流通量を推測することが可能になり、フェイルやスキーズの防止対策ともなる。

補完供給制度の導入は、単に個別銘柄の情報提供にとどまらず、不足する特定銘柄の国債を日本銀行が現先方式によって市中に供給するものである。日本銀行金融市場局のペーパー「国債市場と日本銀行」(2004年4月)では、特定銘柄国債の需給がタイトになって品貸し料が高騰し、特定銘柄国債のレポレートがマイナスになった事例を紹介している。平成15年6月11日は10年物国債の利回りが0.43%と史上最低水準を記録したが、これは市場が超金融緩和政策が継続すると判断して新発債の需給がタイトになったからであった。その結果、品貸し料が高騰してSCレポレートのマイナス幅が拡大したのである。平成元年に創設された無担保の債券貸借取引や平成8年に創設された日本版レポ市

場は、いずれも特定銘柄国債に対する需給を緩和するためであった。債券貸借市場が創設されても、公的機関や日本銀行に国債が集中すると市場には特定銘柄国債の品不足が発生する。国債補完供給制度はこの品不足を解消する一時的な補完供給制度であった。

4. 日本銀行のジェネラル取引とスペシャル取引

レポ取引は資金取引と債券取引の二つの経済機能を有している。債券ディーラーは国債流通に必要な資金をレポ市場で調達し、機関投資家はレポ市場で資金を運用する。また、債券ディーラーは受け渡しに必要な国債をレポ市場で調達し、機関投資家は保有国債を担保にして資金を調達する。レポ市場は国債流通に必要な資金、国債流通に必要な債券、この資金と債券を調達し運用する市場である。この二つの機能によってレポ市場は国債市場に流動性を供給しているのであった。

レポ取引は資金取引と債券取引が一体化した取引だが、債券取引の視点から見ると、ジェネラル取引とスペシャル取引に区分することが出来る。ジェネラル取引は取引される債券の種類は問われることなく、資金の取得を目的とする資金取引である。資金の取得が目的であるから債券の銘柄は特定されない。ジェネラル取引ではまず金額が取引され、その後で金額に見合った債券が担保となる。スペシャル取引は債券の取得を目的とする取引で、担保となる債券の種類は特定されている。特定銘柄の債券取引がスペシャル取引である。

日本銀行のレポオペと国債補完供給制度は、このジェネラル取引とスペシャル取引を更に拡大するものである。レポオペはレポ取引による

資金の調節であるからジェネラル取引である。国債補完供給制度は特定銘柄のスペシャル取引であり、市場で不足する国債の流動性を高める機能を果たすことになる。日本銀行はレポオペと国債補完供給制度によって、ジェネラル取引だけでなくスペシャル取引も行うことになった。

日本銀行のジェネラル取引とスペシャル取引によって、国債市場の流動性が向上すると共に、新現先市場の更なる拡大が予想されるのである。

V. 新現先市場創設の意義

1. 現先市場の現状と問題点

新現先市場は平成13年4月に創設され、平成14年4月に旧現先から新現先へ強制移行した。創設された新現先市場はいかなる推移をたどっているだろうか。図表11をみると、現先市場は平成13年から14年末頃まで残高は一貫して減少している。日本版レポや譲渡性預金も減少しているが、現先市場の残高減少は著しい。現先市場の残高が急減したのは、平成13年3月から開始される日銀の量的金融緩和政策が直接の原因であった。超金融緩和を維持するため買オペ額を増やして日銀当座預金残高目標を引き上げていくが、民間金融機関は日銀オペの担保として使い勝手のよい政府短期証券や短期国債の買いに一斉に向かった。このため、現先市場に出回る玉が枯渇して取引が成立しにくい状態が続いた³³⁾。発足直後の新現先で売買される債券は、前掲図表1でみたように、平成14年末まで政府短期証券と短期国債が大半を占めていた。このため、新現先市場の残高は急減したのである。

平成14年11月、日銀は新現先方式によるレポオペを開始した。そして、従来の国債借り入れオペと短国買現先オペは国債現先オペに統一された。その結果、平成14年12月から現先残高は徐々に増加基調に転じる。平成14年12月の現先残高は10.2兆円となり、15年12月には21兆円、16年11月には23.6兆円と増加している。この間、日本版レポや譲渡性預金の残高はほぼ横ばいである。無担保コールは一貫して激減を続けているが、有担保コールは横ばいであり、有担保コールと無担保コールの地位は逆転した。

新現先市場の残高は、日銀の新現先方式によるレポオペ開始以降、増加基調に転じた。日本版レポや譲渡性預金、有担保コールが横ばいの中で新現先市場の残高は増加しているのである。だが、現先市場は増加基調にあるとはいえ、市場規模が急激に拡大しているわけではない。現先残高は有担保コールを上回ったが、日本版レポや譲渡性預金の残高を下回っている。日本版レポの場合、国債借り入れオペ（レポオペ）を契機に残高は急増し、僅か2年間で最大の短期金融市場となった。新現先は日本版レポよりリスクの少ない国際標準のレポ市場である。にもかかわらず、新現先市場が急成長しないのは何故であろうか。

まず、平成13年3月から量的金融緩和政策が導入されたからである。無担保コール翌日物の金利は再びゼロ金利となり、短期金融市場の金利は限りなくゼロ金利に接近した。短期金融市場の金利が限りなくゼロ金利に接近すると、有担保の短期市場も拡大する余地は限られてくる。平成13年3月時点と16年末の残高を比較すると、日本版レポはほぼ横ばいだが、有担保コールは17兆円から14兆円に減少し、譲渡性預金も50兆円から30兆円台に減少している。ゼロ

図表11 短期金融市場の推移

(単位 兆円)

平成・年・月	無担保コール	有担保コール (翌日物)	現先	日本版レポ	譲渡性預金	政府短期証券	短期国債
13年3月(2001)	18.1	17.6	26.8	57.1	49.2	47.6	33.3
6月(2001)	10.7	12.3	12.7	46.5	47.2	52.9	32.2
9月(2001)	8.8	12.3	8.8	46.6	50.8	45.8	31.5
12月(2001)	6.9	11.8	6.1	45.1	44.7	42.5	31.1
14年3月(2002)	8.5	14.3	9.1	45.5	33.9	49.6	32.6
6月(2002)	6.0	12.4	7.7	38.8	31.0	56.9	32.7
9月(2002)	4.6	13.0	7.6	47.1	33.8	48.2	34.7
12月(2002)	4.2	11.6	10.2	37.0	30.5	43.5	35.3
15年3月(2003)	3.9	12.5	13.5	45.3	28.1	57.5	43.4
6月(2003)	6.5	12.8	14.4	44.0	29.8	68.1	37.2
9月(2003)	3.9	12.7	21.0	53.4	29.5	67.2	37.5
12月(2003)	6.2	14.0	17.0	48.3	30.8	70.3	39.4
16年3月(2004)	4.4	15.0	17.9	54.4	30.2	86.1	40.6
6月(2004)	5.7	13.3	21.4	54.7	33.0	99.9	42.2
9月(2004)	4.5	13.3	23.6	60.7	33.0	86.8	46.1
12月(2004)	5.8	13.7	23.1	58.3	30.6	85.9	46.3

(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。

2) 債券現先は日本証券業協会調べ。

3) 日本版レポ(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。

金利政策によって短期金融市場は拡大の余地が無いのである。政府短期証券や短期国債が増加しているのは、財政膨張の産物でありゼロ金利政策とは無関係である。

次に、日本版レポから現先へ移行しない最大の要因は、移行に伴うコスト負担が大きくコスト・ダウン効果が期待できないからである。市場創設の当初、新現先市場は急成長をとげ日本版レポは相対的に縮小すると予想されていた。しかし、新現先へ移行するには、リスク管理や決済など社内システムをすべて変更することが必要であり、新システムに要するコストは金融業会全体で1,000億円と言われている³⁴⁾。個々

の投資家ではシステム整備に1,000万円以上を必要とするので「低金利で利ザヤが薄い以上、新現先を始めるメリットは少ない」³⁵⁾ということになる。新現先はリスク・コントロール条項の整備された取引手法ではあるが、居住者は日本版レポに習熟していること、コスト・ダウン効果が期待できない事、このためゼロ金利の時代に移行を急ぐ必要が無いということであろう。リスクよりもコストを重視しているからである。

更に、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点である。この点

について、平成14年12月30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』。12月11日に開かれた債券貸借取引等研究会（レポ研）第2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³⁶⁾。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40兆円と極めて大きい。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されている³⁷⁾。

加えて、非居住者が日本の市場に参入する場合、制度を単純化することが必要だと指摘されている。非居住者の受け取るレポ収益が非課税となり、その結果、非居住者の現先市場参入が急増した。しかしながら、レポ収益に対する非課税制度・振替国債の利子非課税制度・分離振替国債に係る非課税制度、これらの制度は何れも日本国債の保有・取引に関連する制度であるにも関わらず、全てが別個の制度設計で必要書類や手続きが非居住者にとって極めて複雑である。その結果、制度の円滑な利用の阻害要因になっている。非居住者の市場参入を拡大するには、複雑な制度を単純化し非課税適格に必要な書類を統一する事、機関投資家については非課税適格の範囲を統一する事が必要だと指摘されている³⁸⁾。現先市場拡大のためには、こうした

側面のインフラ整備も必要な課題となっているのである。

2. 現先市場の新たな展開

有価証券取引税の撤廃により現先市場が復活し、更に、旧現先取引の再編成によって新現先市場が創設された。今日までのところ、前述したように新現先市場は短期間に市場規模が拡大しているわけではない。しかしながら、新現先市場の創設によって日本のレポ市場は新たな局面を迎えることになった。

まず、新現先市場が国際標準のレポ市場として確立したことである。旧現先市場や日本版レポ市場は債券市場やデリバティブ市場、資金市場に流動性を供給してきた。旧現先市場や日本版レポ市場の果たしてきた重要性は、どれほど強調しても強調しすぎる事はない。しかしながら、旧現先は信用リスクを内在化し、担保となる債券の価格変動リスクを回避するルールも無かった。日本版レポは信用リスクや価格変動リスクを回避することが可能であったが、取引形式が複雑で万国共通の用語で説明が出来ない日本固有の取引形式であった。新現先は万国共通の用語で説明できる市場であり、国際標準のレポ市場として円の国際化を進めるために創設されたのである。非居住者のレポ収益に対する税制上の障害も解決された。その結果、非居住者のレポ市場参入が可能となり、今日では事実上、新現先市場は非居住者と債券ディーラーの市場となった。新現先市場は国際標準のレポ市場として確立したと言わねばなるまい。新現先市場の確立は円の国際化に重要な役割を果たすことになる。

次に、新現先市場はリスク・フリーのオープン・マーケットになったことである。日本版レ

ポはオープン・マーケットではなく、事実上、インターバンク・マーケットであった。事業法人の参入が拒否されていたからである。日本版レポ市場は現金担保付債券貸借取引であり、取引の性格は債券の消費貸借である。債券の消費貸借であれば、事業法人がこの市場に参入するには登録国債の名義変更が必要となる。旧現先の場合、事業法人については建前と現実が峻別され名義変更がなくとも現先市場に参入することができた。日本版レポの場合は、名義変更が市場参入の条件となる。課税玉は指定金融機関が忌避するため、事業法人は日本版レポ市場に参入できなかったのである。新現先では事業法人も市場参加が可能となり、新現先市場は市場参入に制限の無いオープン・マーケットになったのである。新現先では旧現先には欠如していたリスク・コントロール条項が新設され、価格変動リスクが回避されることになった。リスク・コントロール条項の新設により、新現先は「売買形式の資金取引」として明確に規定されたのである。

第三に、新現先は「現先取引」や「利含み現先」、「債券貸借取引」と相互代替的な市場になった点である。レポとは、言葉の厳密な意味では、レポ Repurchase Agreement (買戻し条件付売却) である。しかし、基本契約書が整備され経済機能も酷似しているので、欧米の金融界では、レポだけでなく債券貸借取引や sell / buy-back, 債券担保金融も広義のレポ取引と言われている。広義のレポ市場は相互代替的である。レポ市場で資金を調達して債券貸借市場で調達した資金を担保に債券調達が行われ、逆に、レポ市場で債券を調達し債券貸借市場で調達した債券を担保に資金調達が行われている。相互代替的であるからレポ市場の懐は深い。と

ころが日本では、旧現先や無担保の債券貸借取引、現金担保付債券貸借取引は孤立した市場、分断された市場であった。旧現先市場で債券を調達することが出来ないため債券貸借市場が創設され、有価証券取引税を回避するため日本版レポ市場 (現金担保付債券貸借取引) が創設された。それぞれの市場は孤立した市場、分断された市場であった。新現先市場ではこうした制約が全て排除されている。現先市場で資金を調達し、債券貸借市場でその資金を運用することが可能である。資金調達の方法が資金運用の方法を制約しない。債券ディーラーは国債流通に必要な資金と受け渡しに必要な国債を現先市場でも債券貸借市場でも調達することが出来るようになった。国債を担保とする資金の運用と調達、資金を担保とする国債の運用と調達、このいずれの取引も可能になったのである。従って、新現先市場の創設によって債券貸借市場が消滅するのではない。現先市場や貸借市場は相互代替的な市場として国債市場に流動性を供給し、資金市場に流動性を供給するのである。相互代替的な市場となったが故に、広義のレポ市場は更に重要な市場になったと言わねばならない。

第四に、現先市場は日本銀行の金融調節にとって決定的に重要な市場になった。中央銀行の金融調節は、今日では、公定歩合や準備率操作ではなくオペレーションである。オペレーションの対象は発行残高の大きい国債が中心となる。日銀は平成14年11月から新現先方式によるレポオペを開始した。まず、新現先方式による資金供給、すなわち国債買現先オペである。従来の国債借り入れオペと短国買現先オペは新現先方式による「国債買現先オペ」に統一されたのである。

決定的に重要な点は、資金調節のもう一つの側面である日銀の資金吸収手段についてである。国債による資金吸収は国債売りオペである。ところが、日本銀行は国債売りオペによる資金吸収が困難になった。何故なら、平成16年4月、日本銀行は長期国債の評価方法を従来の低価法から原価法に変更したからである。低価法から原価法に変更すると、保有国債の市場価格が下落した場合、日本銀行が国債を売却すると評価損が発生して自己資本に毀損が生じる。国債の評価方法を変更する事によって、日本銀行は金融調節手段を制約することになったのである。では、資金吸収手段として如何なる手段が準備されているのだろうか。国債を用いた資金吸収手段こそ国債売り現先オペに他ならない。平成14年11月、国債買い現先オペが導入された時点で、同時に国債売り現先オペも導入されたのである。国債借入オペは資金供給のみであったが、新現先方式によるレポオペは、資金供給に加えて資金吸収も行われることになった。

デフレ克服のため金融緩和の継続が求められている現段階では、資金吸収の問題は遠い先の課題であろう。だが、中央銀行は資金の供給だけでなく資金吸収によって金融を調節する。国債残高が累増している今日、国債を用いた資金吸収手段は非常に重要である。現先市場は金融調節においても更に重要な市場となったのである。

かくして、現先市場はクロス・ボーダーの市場として、国債市場や資金市場に流動性を供給する市場として、更には、中央銀行の金融調節市場として、新たな機能と役割を果たす市場になったのである。

注

- 1) 外国為替審議会(円の国際化専門部会)は平成10年11月12日、「円の国際化について」の中間報告書で次のように述べている。「有価証券取引税を回避する観点から、我が国では現金担保付債券貸借の形をとったレポが行われているが、これは日本独自の形態となっており、レポ市場のグローバル・スタンダード化する事が必要である。(欧米では買戻(売戻)条件付証券売却(購入)が通常の形態)。
- 2) 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』1986年175頁参照。
- 3) この点について詳しくは、拙稿「日本における債券貸借市場の成立」『甲南経済学論集』第43巻第4号、平成15年3月を参照されたい。
- 4) 大蔵省「証券分野の規制緩和等の措置」平成7年12月15日、買い現先の自由化は大蔵省「証券分野の規制緩和等の措置」(平成7年12月15日)の一環として行われたが、自由化については次のような表現で行われた。「1新規実施事項 2ヒアリング等を受けてこれまで規制緩和措置をすでに公表ないし実施したもの 3その他(規制不存在等の確認) ① ②現先取引の自己買向かいを行うことは可能である」『公社債月報』平成8年2月号 54-55頁。
- 5) 外国為替審議会答申「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—」平成11年4月20日。
- 6) 債券貸借取引等研究会「新現先について」(提言)1頁、平成11年5月20日。
- 7) 債券貸借取引研究会「新現先取引に係る提言(要旨)」平成11年5月20日。
- 8) 理事会決議に基づく標準契約書について、日本証券業協会「現先取引の整備・拡充に関する説明会の講演録」(2000年12月19日)では次のように述べられている。「先程のレポ研からの提言の一つで欧米諸外国で一般的に用いられていますTBMA/ISMAの基本契約書に基づく広い意味でのレポでございますが、「広義レポでクロスボーダーを行いたい。それが円の国際化に繋がるのではないか」というご提言がございまして、現在、本協会ではこのTBMA/ISMAの基本契約書を使うに当たりまして、我が国の制度、市場慣行等を考量して付属覚書、ジャパニーズ・セキュリティ・アネックスを準備していただくように先方に要請しているところでございます。その際に、クロスボーダーというのは非居住者が日本法の適用を受けないというのは当然なのですが、それでは協会員は何によって規制されることとなるのかということでありまして、説明できないということもございまして、今回は仕組み等の内容と致しましては海外で行われている手法をほぼ全面的に、この理事会決議の改正で取り込むことができたということでございます」4頁。
- 9) レポ取引で売却される債券は「担保」といわれる。「担保」という表現は貸借で用いられる表現だが、売買形式のレポでは売却される債券は必ず「担保」という。
- 10) この点について詳しくは、拙稿「債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか」『証券経済研究』(日本

証券経済研究所, 第27号, 平成12年9月)を参照されたい。

- 11) この点についても詳しくは同上「債券税制は現先市場に如何なる影響を与えているか」を参照されたい。
- 12) この点については, 拙稿「税制改革と公社債市場の新たな展開」『甲南経済学論集』(甲南大学, 第45巻第2号平成16年9月)を参照されたい。
- 13) レポ・トレーディング・リサーチ『最新レポ取引のすべて』日本実業出版社, 平成13年, 73, 209頁参照。
- 14) 基本契約書の第5条7項, 第10条, 第11条。
- 15) 土屋晃治「金融機関が行う特定金融取引の一括清算に関する法律の概要」『金融』平成11年2月号, 6頁。ネットィングについては, 土屋論文に加えて, 神田秀樹「ネットィングの法的性質と問題点」『金融法務事情』No. 1386 (1994年5月5日), 「金融派生商品におけるネットィング契約の法的有効性」No. 1386 (1994年5月5日), 八木俊二「国際標準としての一括清算法」『金融財政事情』平成10年6月1日を参照されたい。
- 16) 日本証券業協会「現先取引の整備・拡充についての概要等」(説明資料) 5頁, 平成12年12月。
- 17) この間の経緯について詳しくは, 拙稿「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, 平成10年6月を参照されたい。
- 18) 日本証券業協会「現先取引の整備・拡充についての概要等」(説明資料) 6頁, 平成12年12月, レポ・トレーディング・リサーチ『最新レポ取引のすべて』日本実業出版社, 平成13年, 83頁を参照。
- 19) 同上, 7頁・87頁参照。
- 20) 日本証券業協会「現先取引の整備・拡充についての概要等」(説明資料) 平成12年12月, 3頁参照。
- 21) 『日経金融新聞』2001年11月27日。
- 22) 『日経新聞』2001年12月1日, 2001年12月5日。
- 23) 『日経新聞』2001年12月1日。
- 24) <http://www.bondmarket.com/pr/2001/japanwithholdingtax.shtml>
- 25) 『日経新聞』2001年12月1日。
- 26) 『日経金融新聞』2001年11月27日。
- 27) 「新現先の拡大に向けて」『Focus on the Markets』No. 61, 2003年9月30日, 東京三菱銀行, 6頁参照。
- 28) 政府短期証券や短期国債の売買方式が現先方式となっている理由について, 詳しくは拙稿「債券税制は現先市場に如何なる影響をあたえているか」『証券経済研究』(第27号 2000年9月)を参照されたい。
- 29) 現金担保付債券貸借取引は, 別称される事が多い。取引の特徴から「日本版レポ」と一般には通称されているが, 「債券レポ」といわれる事もある。標準的なレポ市場では債券を担保に資金を調達する資金取引だが, この取引は現金を担保にして債券を調達する債券取引の形式をとっているから債券レポとも言われる。更に, 現金を担保した取引であるから「現担レポ」とも言われ, 日銀関係者による最近の論文ではこの表現が多用されている。
- 30) この点については, 2003年10月25日の日本金融学会秋季大会における植田審議委員の講演「自己資本と中央銀行」を参照されたい。

- 31) 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務のバランスシート」2004年6月28日, 13頁参照。
- 32) 平成15年度末の国債系オペ残高は86.8兆円で, 非国債系オペは29.9兆円と国債系オペが圧倒的である。だが, 国債系オペが圧倒的であるが長期国債買入れが65.2兆円で, 国債買現先は僅かに2.3兆円に過ぎなかった(日本銀行『国債市場と日本銀行』平成16年4月, 付録図表2参照)。
- 33) 新現先の拡大に向けて」『Focus on the Markets』No. 61, 2003年9月30日, 東京三菱銀行, 6頁参照。
- 34) 『日経公社債情報』2002年6月3日号, 11頁。
- 35) 『日経公社債情報』2002年12月30日号, 9頁。
- 36) 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点, 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2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11条)と信託法によって保護されることとの信託財産(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2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ぬとなると, 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, 9頁。
- 37) 「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, 10頁。
- 38) 国債市場懇談会(第34回) 平成16年6月14日 資料①「国債に係る非居住者利子非課税制度について」(野村証券), 資料②「海外投資家に関する日本国債非課税制度について」(三井住友銀行)参照。

参考文献

債券貸借取引等研究会「新現先取引について」(提言), 1999年5月。「レポ市場の改革」『日経公社債情報』, 1999年5月10日。

宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」(日本銀行ワーキングシリーズ), 2000年2月14日。

日債銀「債券レポ市場改革」(新現先取引の導入)『国内長期金利レポート』, 2000年6月号。

中島将隆「債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか」『証券経済研究』第27号, 2000年9月。

日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取扱について」(理事会決議)の一部改正について, 2000年10月31日。

——「現先取引の整備・拡充に関する説明会の講演録」, 2000年12月19日。

——「現先取引の整備・拡充についての概要等(説明会資料)」, 2000年12月19日。

「現先取引の整備・拡充に向けた動きについて—グローバルスタンダードに沿った新しいレポ取引の導入」日本銀行『マーケット・レビュー』, 2001年9月。

「レポオペとレポレートの関係について」(日本銀行ワーキングシリーズ), 2001年9月。

レポ・トレーディング・リサーチ著『最新レポ取引のすべて』, 日本実業出版社, 2001年。

植月貢『短期金融市場入門』, 東洋経済新報社, 2002年。

「新現先取引開始から2ヶ月—レポ取引からの移行

進まず—」『日経公社債情報』, 2002年6月3日号。

「新現先オペ—日銀, 11月中に本格開始へ—」『日経公社債情報』, 2002年9月2日号。

日本銀行「国債の条件付売買基本要領の制定等について」, 2002年9月18日。

「新現先オペ開始から2ヶ月—新現先普及には時間—」『日経公社債情報』, 2002年12月30日号。

東短リサーチ株式会社編『新東京マーケット』, 2002年。

稲村保成・馬場直彦「わが国のレポ市場について」(日本銀行ワーキングパーシリーズ), 2002年1月。

「市場のインフラストラクチャーの整備と短期金融市場の将来像」日本銀行『マーケット・レビュー』, 2003年2月。

「新現先市場の拡大に向けて」(Focus on the Markets)『東京三菱銀行』No. 61, 2003年9月30日。

日本銀行「2002年度の金融調節」, 2003年8月。

——「自己資本と中央銀行—2003年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨」, 2003年10月28日。

——「国債市場と日本銀行—金融調節に関する懇談会における白川理事のスピーチ—」, 2004年1月30日。

——「2003年度の金融調節」, 2004年5月。

——「国債市場と日本銀行」, 2004年6月。

——「日本銀行の政策・業務とバランスシート」, 2004年6月28日。

(甲南大学経済学部教授・当研究所客員研究員)