

2015 年 5 月 29 日  
日本銀行金融市場局

## 「レポ市場フォーラム」の議論の概要

日本銀行金融市場局では、2015 年 5 月 14 日、日本銀行本店にて、「レポ市場フォーラム」を開催した。

内外の金融市場において重要な機能を果たしているレポ市場については、近年の世界的な金融危機の経験を踏まえた国際的なイニシアチブのもと、レポ取引の透明性向上・リスク管理強化に向けた議論が進められているほか、国内では、国債決済期間の短縮化に向けた取り組みが行われている。日本銀行金融市場局では、こうしたレポ市場を巡る内外の議論に積極的に参画してきており、レポ市場の一層の発展のため、中央銀行としての立場から貢献を果たしていく考えにある。その具体的な取り組みの一つとして、レポ市場のさらなる発展に向けた取り組みを支援するべく、主要なレポ市場参加者や市場インフラ、業界団体、金融庁、日本銀行などが一堂に会して議論を行う場を設けることとした。

以下では、本フォーラムの議論の概要を取りまとめる。

### 議事次第

1. 開会挨拶（日本銀行金融市場局長 山岡浩巳）
2. レポ市場の最近の動向  
（報告者）日本銀行金融市場局市場企画課長 新見明久  
                  セントラル短資株式会社マーケティング営業部 部長 大西晋也氏
3. レポ市場を巡る国際的な議論  
（報告者）金融庁総務企画局総務課国際室 課長補佐 佐藤雅之氏  
                  日本銀行金融市場局市場企画課市場整備グループ 企画役 土川顕
4. 国債決済期間の短縮化とレポ市場  
（報告者）大和証券株式会社経営企画部 担当部長 吉田聡氏  
                  （日本証券業協会 国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 主査）  
                  金融庁総務企画局市場課 課長補佐 三辻晋介氏  
                  日本銀行金融市場局市場企画課 市場整備グループ長 福田格
5. 閉会挨拶（日本銀行金融市場局市場企画課長 新見明久）

## 1. 開会挨拶（日本銀行金融市場局長 山岡浩巳）

金融機関は、流動性の高い「おかね」を、これよりもリターンが高く、その分流動性は低いアセットに投資していく。このような活動を通じて、経済に不可欠な金融仲介が行われ、資金が有益な投資に配分されていくことになる。その一方で、個々の金融機関などの経済主体は、それぞれが先行き直面する流動性需要を完全に予見することはできない。この中でレポ取引は、資金と金融資産との一時的な交換を通じて、経済主体が流動性を巡る不確実性に対応することを可能とする。逆に言えば、レポ取引のようなファシリティがあるからこそ、金融機関は、不確実性を伴う経済の中で、資金の効率的な配分という機能を果たせる訳であり、レポ取引はまさに、金融仲介機能の根幹をなす取引といえる。

他方、レポ取引は、期間や担保資産などに関して応用範囲の広い取引であり、使い方によってはリスクの高い取引にもなり得る。実際、海外では、金融危機に先立ってリスクの高いレポ取引が拡大していたのではないかとの議論があり、近年の金融規制を巡る議論でもレポ取引は象徴的なテーマとなってきた。

もっとも、仮に各金融機関が、流動性需要などへの対応にレポ取引を使うことができず、あらゆる不確実性に備え巨額の流動性を抱えなければならないとなると、金融仲介機能自体が大きく損なわれかねないし、流動性調達のために保有資産の fire sales を余儀なくされれば、金融市場が全体として抱えるリスクはむしろ増えてしまう。したがって、レポ取引を巡る規制の議論においては、取引の安全と金融仲介機能とのバランスや、レポ以外の市場も含めた金融市場全体としてのリスクへの影響などに、十分配慮していく必要があるだろう。

同時に、レポ市場の関係者がそれぞれの立場から、レポ取引の安定性・効率性向上に向けた取り組みを進めていくこともきわめて重要である。そうした取り組みは、市場の健全な発展や金融仲介機能の向上に繋がるとともに、レポ取引を巡る規制の議論をバランスのとれたものにしていくうえでも有益であろう。

本日のフォーラムにはレポ取引の有識者の方々に多数お集まり頂いており、国際的な規制の議論に加え、レポ取引のデータ収集や決済期間短縮化、取引形態の新現先取引への収斂など、幅広いテーマに関する討論が予定されている。このフォーラムがレポ市場のさらなる発展に大きく寄与することを願っている。

## 2. レポ市場の最近の動向

### （1）報 告

- ・ 日本銀行の新見は、資料 1 に沿って、わが国のレポ市場の動向や特徴点に

ついて、米国等との比較を交えて説明。わが国のレポ市場は、短期金融市場の中核を占める重要な市場であり、取引残高も米国とは対照的に大きく拡大していること、また、欧米とは異なる特徴があるが、潜在的にはさらなる発展の余地があるとみられること、を指摘した。また、国際的な金融規制との関係では、株式やCPのように、国債以外を担保とするレポ・証券貸借取引のうち、ノンバンクが資金調達を行うものについては、CCPで集中清算されている取引を除いて、2017年末までに最低ヘアカット規制の対象となる予定であることや、レポ・証券貸借取引で用いられる証券担保全般について、日次での時価管理が求められる予定であることを報告した。

- ・ セントラル短資の大西部長は、資料2に沿って、量的・質的金融緩和前後のレポ市場の変化について説明。残存年限別にSCレポの取引状況について説明したほか、GCレポ市場のボラティリティが高まっていること、GCレポでも担保の条件が付されることが増えていることを指摘した。

## (2) 自由討議

- ・ 複数の出席者が、非居住者とのレポ取引が増加していることを指摘した。この背景として、昨今の金融政策や日本国債の発行残高の増加を背景に海外投資家の日本市場への関心が高まっているとの見方や、ヘッジファンドが日本国債の取引を増やしていることが影響しているとの見方が示された。
- ・ ある出席者は、円や日本国債の一層の国際化を進めていくうえでは、海外の投資家にとっても使い勝手の良いレポ市場が必要との意見を述べた。また、別の出席者は、日本銀行の国債補完供給のさらなる制度見直しや、フェイル慣行の一段の定着が有益と指摘した。
- ・ GCレポ市場のボラティリティの高まりについて、ある出席者は、一部の市場参加者のプレゼンスが高まっており、その取引動向がGCレポ市場に大きく影響を与えていると指摘した。
- ・ ある出席者は、日本国債の格下げが、日本国債を用いた国内外のレポ取引に及ぼす影響を注視していく必要があると指摘した。

## 3. レポ市場を巡る国際的な議論

### (1) 報告

- ・ 金融庁の佐藤課長補佐は、資料3に沿って、金融危機以降の新たな国際交渉の枠組みや、G20・FSB（金融安定理事会）におけるシャドーバンキングに

関する議論の経緯、一連の議論においてレポ分野がどのように位置付けられているか、について説明。さらに、FSB から公表済みの関連提言と、残された課題と分類されている項目に言及した。また、FSB の報告書では、当初は最低ヘアカット規制の適用対象から国債を除外することとされているが、数年後には改めて議論される可能性があることを指摘したほか、提言の国内実施については、①ヘアカットをどのように考えていくべきか、②日次での時価評価が求められていることから、CP 現先を含め、マージンコールをどのように考えていくべきか、といった論点などが考えられると説明した。そのうえで、これらの提言の国内実施に向けて、市場参加者や日本銀行と協力しつつ議論を進めていきたいと述べた。

- ・ 日本銀行の土川は、資料 4 に沿って、現在 FSB で検討されているレポ・証券貸借取引のデータ収集の枠組みや欧米でのデータ収集の検討状況について説明。そのうえで、本邦における検討について、データ収集の担い手は、日本銀行が担当する方向で金融庁と調整中であること、データ収集の開始時期に関する国際的な議論は継続中であるものの、市場参加者の準備期間を十分に確保する観点から、金融庁とともに市場参加者との意見交換などを通じて、今後、データ収集の枠組みの検討を本格化していきたいと発言した。

## (2) 自由討議

- ・ レポ規制について、ある出席者は、たとえ取引規模が小さい市場の取引であっても、特定の主体のファイナンスには大きな影響を及ぼす可能性があることから、規制適用にあたっては慎重に検討すべき、との意見を述べた。一方、別の出席者は、日本国内で行われるレポ取引において日本国債を担保とする場合、担保処分に際しての価格変動に対応するためのヘアカットを適用するという考えは薄い面もあるので、そのためには市場参加者の意識を改革していく必要がある、と指摘した。さらに、別の出席者は、規制による負担はあるが、規制に先んじて対応していくことで利益を追求していくという発想も必要ではないか、との意見を述べた。
- ・ レポ・証券貸借取引のデータ収集については、複数の出席者が、収集されたデータの市場参加者への還元について検討すべき、との意見を述べた。また、ある出席者は、報告対象は金融システムの安定性の把握の観点から必要な範囲に限定すべき、と指摘したほか、別の出席者は、既存の仕組みの活用などを通じて、負担を抑制しつつ収集する方法を検討すべき、との意見を述べた。

#### 4. 国債決済期間の短縮化とレポ市場

##### (1) 報告

- ・ 大和証券の吉田担当部長（日本証券業協会・国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ主査）は、資料5に沿って、GC レポ取引を安全・迅速かつ効率的に行うための銘柄後決め GC レポ取引の導入や、ターム物取引の利便性向上につながる銘柄入替機能（unwind/rewind 方式）の導入について説明。そのうえで、現在の GC レポ市場の主要プレーヤーの一つである運用有価証券信託について、銘柄後決め GC レポ取引への移行が想定されていることや、証券会社や仲介業者においても銘柄後決め GC レポ取引が拡大していくことを踏まえると、CD/CP やコールに匹敵もしくは上回る、短期金融市場の中核商品への発展が期待されるとの見方を示した。
- ・ 金融庁の三辻課長補佐は、資料6に沿って、国債の決済期間短縮化の経緯について報告した後、金融庁として、決済リスク削減に向けた取り組みの一つとして、市場参加者の積極的な対応をサポートしていきたいと発言した。また、国債取引の決済期間の短縮化に向けたグランドデザインにおいて、取引形態を新現先取引へ一元化することが打ち出されていることを紹介したうえで、グローバル化の観点からも、市場参加者の合意に沿って、対応することを望むと発言した。
- ・ 日本銀行の福田は、資料7に沿って、近年、非居住者による日本国債のレポ取引は増加傾向にあることや、短縮化に伴って新たに銘柄後決め方式による GC レポ市場を創設することは、同時に、新たな即日物の資金取引市場が創出される意味合いがあること、銘柄入替機能の導入によって銘柄差し替えが容易になる結果として潜在的なターム物取引のニーズが実現しうるほか、そうした取引の実現は、短期市場における価格情報の充実に貢献しうることを説明。また、市場間の関係は一概には決まらないため、動向は注目すべきだが、日本銀行が過去に実施した調査等では、例えば、有担保コール取引とレポ取引について、一定の相違があることが指摘されており、そうした相違がなお存在する場合、各市場の参加者は、それぞれの市場が並存して発展するとの想定のもと、短縮化への対応を進める必要があると発言した。

##### (2) 自由討議

- ・ ある出席者は、レポ取引と有担保コール取引の関係について、両者の垣根が無くなるような変化が生じるとは考えられないと指摘する一方で、各市場の参加者の裾野がどうなっているかについては、慎重に見極める必要がある

との見方を示した。また、フェイル慣行の定着や、それに伴う資金の移動も踏まえつつ、投資家や銀行等のより多くの業態が T+0 レポ市場に参加しやすくなるよう、整備を進めることが有益と指摘した。

- ・ 複数の出席者が、自らの国債決済期間の短縮化に向けた取り組みとして、2017 年度中に予定されている銘柄後決め GC レポ取引の RT に間に合わせるべく、システム開発などの費用見積もりに着手していることを紹介しつつ、他の市場参加者と、一層協調して対応を進めたいと発言した。
- ・ ある出席者は、T+0 レポという新たな有担保の即日資金市場をつくるという取り組みは、短期金融市場にストレスがかかった場合の資金調達手段を複数確保しておくという観点からも意義は大きく、多様な市場参加者から構成される市場をつくっていくためにも、市場全体として本プロジェクトを進めていく必要があると述べた。
- ・ ある出席者は、新現先はターム物取引に向いており、足もとの国債の保有残高を減らすもとの担保を確保する観点からも利便性の高い取引形態である、と指摘したうえで、可能な範囲で取引先と協力しつつ、新現先への対応を進捗させていきたいと発言した。

## 5. 閉会挨拶（日本銀行金融市場局市場企画課長 新見明久）

本日のフォーラムで取り上げた様々な取り組みは、まさに「レポ市場改革」と呼ぶにふさわしいと思う。本日の報告と自由討議を踏まえると、この改革のポイントは4つに整理できる。

1つ目は、レポ市場の「透明性」の向上である。そのためには、わが国でも、実務的なフィージビリティや、市場参加者への情報の還元にも留意しながら、レポ取引のデータ収集体制をしっかりと構築していくことが必要である。2つ目が、レポ市場の「安定性」の向上である。国際的なルールや議論を踏まえて、最低ヘアカット規制やメソドロジー基準、担保証券の時価評価への対応など、リスク管理のレベルをさらに引き上げていくことが求められる。3つ目は、「効率性」の向上である。国債の決済期間短縮化の前提となる即日決済のレポ市場の創設に向けて、担保管理サービスの活用や事務フローの見直しなど、レポ取引の効率性を一段と高めていくことが重要である。最後に、レポ取引の「グローバル化」である。市場参加者間の合意を踏まえ、レポ取引の新現先取引（国際標準）への一本化を円滑に進めていくことが大切である。

現在進められている「レポ市場改革」の取り組みは、2008 年のリーマン・ショックを契機に始まったが、今後 2～3 年で最終ゴールを迎える予定である。

その意味で、これからが改革の「正念場」になる。日本銀行としても、わが国の「レポ市場」が、透明性と安定性、そして、効率性のより高いマーケットにさらに発展していくことは、わが国金融市場全体の活性化の観点からも非常に意義のあることだと考えている。本日のフォーラムでの議論も踏まえつつ、今後とも、レポ市場のさらなる発展のため、中央銀行としての立場から、市場参加者とともに、一層の貢献を果たして参りたい。

以 上