

## 集計レポレートの仕組みと問題点

### 1. 仕組み

- 発展途上にあったレポ市場のインフラ整備の観点から、2000年に公表を開始（別紙参照）。
- 日本銀行の国債関係オペの取引先（約50社）から、午後2時までの取引に基づく気配値として日々報告されるレートの下3先ずつを除いた平均値を公表（GCの場合）。

### 2. 問題点など

- 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2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。
- いずれ市場参加者の取り組みが出て来た場合には、廃止する方針を打ち出しているが、今のところ日本銀行が集計、公表を継続している。

## レポレート集計結果の公表について

2000 年 12 月 18 日  
日本銀行金融市場局

日本銀行金融市場局ではレポ市場における情報整備の取り組みの一環として、今般、日本銀行の金融調節取引先から報告を受けている「レポレート」の集計結果を公表することとし、本日より公表を開始いたしましたので、お知らせいたします。

公表するデータは、銘柄を特定せず国債を貸借するGC (General Collateral) レポ取引および銘柄を特定して国債を貸借するSC (Special Collateral) レポ取引のレートです。各レートにつき、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、報告データの上下3先を除いた単純平均値を計算しています(別添参照)<sup>1</sup>。公表データの範囲等については、取引動向や回答状況が大きく変化する場合には適宜見直しを行うことがあります。レートを提供して頂いている先は、GCレートは国債借入オペア対象先(平成12年11月末時点35先)、SCレートは国債売買オペア対象先(平成12年11月末時点38先)です。オペア先の入れ替え等があった場合には母集団を変更して集計を行うことになります。

レポレートの集計結果を公表する目的は、現在、レポ取引に関する公示性の高い市場レート情報が公表されていない状況を踏まえ、レポ市場のインフラ整備の観点から、民間市場関係者による情報提供を補完するとともに、レポ市場および国債市場全般の流動性向上に資することにあります(詳細は「国債市場の情報整備—オペア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2000年11月号<2000-J-2>をご参照下さい)。こうした目的に鑑み、将来的に日本銀行以外から十分な情報が市場に提供される場合には、公表を取りやめることがあります。

集計結果の公表は、原則として毎営業日の夕刻(午後5時30分頃)に行い、同時に本ホームページに掲載する予定です。また、時系列データは1週間分をまとめて翌週同ホームページに掲載する予定です。なお、毎営業日に公表されるデータは速報値ですので、確報値については時系列データをご参照ください。

<sup>1</sup> 当該データを報告する先が、6先以下の場合にはN. A. として公表し、報告がなかった場合には空欄としています。

## 指標レートの有用性

- 認知度の向上（利用者の拡大）
  - レート透明性の向上
    - 市場分析、リスク・損益分析、期末評価などへの活用
  - 取引への活用
    - OTC デリバティブなど
- 上記以外に、指標レートの用途、有用性は考えられるか。
- 指標レートが作成できれば、集計レポレートは廃止することでよいか。

## 指標レート作成方法の具体的選択肢

—— 作成の担い手については別途議論

### 1. 主な選択肢と大きな論点

※ 国内外の指標レートについては、別紙1。

#### (1) レファレンス方式

- 特定時点の実勢レートを主要プレーヤーが申告

(論点)

- ・ 集計レポレートも一種のレファレンス方式。この問題点（資料1）を如何に克服するか。その際の主な論点は次のとおり。
- ・ 対象先：レファレンス先は、オペ先かどうかにかかわらず、取引を活発に行っている先という考え方でよいか。
- ・ 申告の信頼性：海外のBBA RepoやEurorepo、国内の日本円TIBORなどではレファレンス先の個社レートを開示している。同様の仕組みとすることを前提に考えることでよいか。  
現在のレポ市場の構造（別紙2）をみると、大半の参加者は資金や債券の出し／取りのどちらかにポジションが偏っていて、出し手・取り手によって申告レートにバイアスがかかるのではないかと懸念は生じ得る。この点は、個社レートの開示で相応に歯止めが掛かるとみておいて良いか。
- ・ レート操作のリスク：レファレンス先で、取引シェアの高い先をある程度カバーできれば、指標レートが意図的に操作される余地は相応に排除できると考えてよいか。

#### (2) ブローカー加重平均方式

- ブローカー的な役割を担う先の1日の取引高加重平均レート

(論点)

- ・ ここでは、資金や債券の出し手・取り手の間を実態的に仲介する取引（純粋なブローキングだけではなく、自己勘定を通じる仲介を含む）を

行っている先を「ブローカー」と呼ぶ（短資会社など）。

- ・ シェア：レポ市場全体に占めるブローカーのシェアは必ずしも高くない（日本銀行が昨年行ったアンケート調査によると、ある程度幅をもってしておく必要があるが、GCレポで2割前後とみられる）。シェアに関しては、次の2つの面から論点があり得る。
- ・ レート操作のリスク：現状、市場全体の中でのシェアは必ずしも高くないため、大口取引等の影響を受けてレートが一時的に動きやすい面はあるかも知れない。ただ、一日全体の加重平均とすることで、指標レートが意図的に操作される余地は相応に排除できると考えてよいか。
- ・ 指標としての有意性：レポの市場構造に照らしてみると、継続的に両建てで相応の取引を行っている先はブローカーに限られている。シェアは高くないとしても、こうしたレポ市場での役割や、以下のようなレートの特性も踏まえると有意性は相応に高いと考えられるのではないかと。
  - ▽ 出し手と取り手の間でついた実取引のレートであり、レートにバイアスは生じにくい。
  - ▽ 業者間取引の限界的な需給や取引実勢をより端的に表している。

- 両方式とも、幾つか論点はあるが、レートの作成方法など具体的な設計の中で工夫していくことができれば指標レートの選択肢となり得る（とりあえず、現段階では選択肢から排除しない）と考えてよいか。
- その場合、両方式について、「具体的な設計」に議論を進めるとともに、当WGのメンバー間で「試行的にレートを作成」してみたうえで、判断していくこととしてはどうか。

## 2. 具体的な設計（対象とする取引）

- 現先（新・旧）、現金担保付債券貸借の両方を対象とすることでよいか。

（論点）

- ・ 両者の間に、別々の集計を要するほどに有意なレート差はないと考えておいてよいか。

○ GC レポ取引については、どのタームを対象とするか。

(論点)

- ・ 翌日物については、S/N、T+3 の何れにするか（或いは両者ともに対象とすることも考えられる）。
  - T+3 は、「レートおよび金額を実質的に決め、国債明細を含めた正式約定は翌営業日に行う取引」が多いことをどう考えるか。
  - 今後、S/N、T+3 のウェイトが変わる可能性もあることを考えると、S/N、T+3 のいずれかに絞らない（両方別に報告する）考え方もあり得るか。
- ・ 別途、T+0、T+1 を対象とすることをどう考えるか。
  - 最近増えつつあり、レート公表が流動性の向上に役立つ可能性はある。他方、取引規模がそうは言ってもさほど大きくない中でレートを集計しても指標性に乏しいとの考え方もある。
- ・ ターム物については、どこまでのタームとするか。
  - 1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y など。
  - 例えば、2W は「1W 超 2W 以下」とすることも考え得るが、どのような定め方がよいか。1M 以上は応当日でよいか。
  - 現状、出合いが少ないと思われるが、有担保のイールドカーブ作成や、スワップの原資産などに利用ニーズがあり、T+0 同様、レート公表が流動性の向上に役立つ可能性もあると思われる。他方、取引がさほど大きくない中でレートを集計しても指標性に乏しいとの考え方もある。
- ・ 上記との関連で、「n.a.」申告もあり得ることとするか。

○ SC レポ取引についての指標レートの必要性をどう考えるか。

(論点)

- ・ 仮に SC についても作る場合、銘柄をどのような考え方で選ぶか。

### 3. 具体的な設計（レファレンス方式）

#### （１）レートの変義

- トレーダブル・レートか、マーケット・レートか、実取引レートか

#### （論点）

- ・ それぞれのここでの定義と特徴は、以下のとおり。
  - ▽ トレーダブル・レート：各レファレンス先が、特定時点で「自社が運用／調達しても良い」と考えるレート
    - この場合は、運用・調達の両サイドでマーケット・メイクを行っている先が多数いることが前提となるため、現実的でないともておいてよいか。
  - ▽ 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（市場において容易に取引できる）とみなしたレート。
    - 海外の BBA Repo や Eurepo、国内の日本円 TIBOR などでの実績がある（比較しやすい）。
  - ▽ 実取引レート：各レファレンス先の特定時点の直近取引レート（特定時点までの加重平均レート、特定時点までの最頻レートなど、バリエーションはあり得る）
    - 他方、直近の実取引レートが必ずしも市場実勢ではない、報告時点付近で出合いがない（特にターム物）、といったケースも考えられる。
- ・ 以上を踏まえて、3つの定義のうちのどれが現実的と考えられるか。
- ・ なお、ややマイナーな論点としては、次の3つが考えられる。
  - ▽ 何れの定義においても、対象は、業者間、対顧客などの相違は考慮しないということによいか。
  - ▽ トレーダブル・レートやマーケット・レートの場合、「標準的な取引ロット」を定めておく必要はあるか（例えば、BBA Repo では25百万ポンド）。
  - ▽ 実取引レートの場合、自社の海外拠点との内部取引、関連会社との取引などについては、何らかの規定は必要か。

○ 一本値（オファー／ビッドの仲値）か、両サイドか

（論点）

- ・ 仲値一本については、海外の EONIA SWAP で実績がある。
- ・ オファー／ビッドレートについては、海外の BBA Repo や Eurepo、国内の日本円 TIBOR などでの実績がある。
- ・ 両サイドとすれば、ビッド、オファーのスプレッドがわかる点がメリットか。他方・報告負担はやや重いか。
  - バリエーションとして、片側（例えば、オファーサイド）のみとする方法も考え得る。
- ・ 以上を踏まえて、2つのうちのどちらが現実的と考えられるか。

（２）レートの基準時点、公表時点

○ 基準時点は、基本的には、「通常、取引に比較的厚みのある特定時間」とすることでよい。指標レートの活用しやすい観点から、公表時点について考慮すべき点はあるか。

（基準時点に関する論点）

- ・ 厳密に「〇時時点」とは特定せず、「〇時まで」、「〇時～〇時」のようにある程度幅を持たせることも考え得るが、そのメリット、必要性をどうみるか。
  - 仮に（１）の論点で「実取引レート」を採用する場合は、時間に幅を持たせることも考え得るか。
  - それ以外では、とくに幅を持たせるメリット、必要性は強くないとみてよい。或いは、市場の出来高や流動性の状況に照らすと、ある程度幅を持たせておいて、一定時間帯の実勢（最頻レート等）とする考え方もあり得るか。
- ・ 翌日物の場合、S/N 取引を念頭に置くと 9、10、11 時頃、T+3 取引を念頭に置くと 15、16 時頃になると思われるが、どの時点がよい（別紙 3）。
- ・ ターム物の場合は、S/N 取引を念頭に置くことでよい。



(公表時点に関する論点)

- ・ S/N 取引の場合、基準時点は午前中となるが、当日の何時くらいまでに公表できることが望ましいか。T+3 取引の場合、基準時点は午後～夕刻となるが、当日中の公表は必要か。

#### 4. 具体的な設計（ブローカー加重平均方式）

##### (1) レートの定義

- ブローカーの取引実績レートなので判断の余地は小さいと思われるが、わが国の取引の実情に照らして、定義の面で厳密を期しておくべき点はないか。

(論点)

- ・ 担保の種類による違いは考慮しなくてよいか。
  - 物価連動国債、変動利付国債が担保の場合をどう扱うか。
  - 担保の違いによるレート差は今後に変化し得るものであるとすれば、GC という性格に照らし、あまり除外するものを増やさない方がよいとの考え方もあるのではないか。
- ・ ブローカーの自己保有債券のファンディング取引をどうするか。
  - 除外する方が「ブローカー方式」を採用する趣旨には沿うが、実際の取引レートに大きな差異がないならば敢えて報告負担を高めて除外する必要まではないとの考え方もあり得る。

##### (2) レートの公表時点

- 指標レートの活用のしやすさの観点から、公表時点について考慮すべき点はあるか。

(論点)

- ・ 1 日の集計値なので、当日の夜または翌朝以降の公表となる。公表の望ましい時間帯はあるか（或いは、速報値、確報値など）。

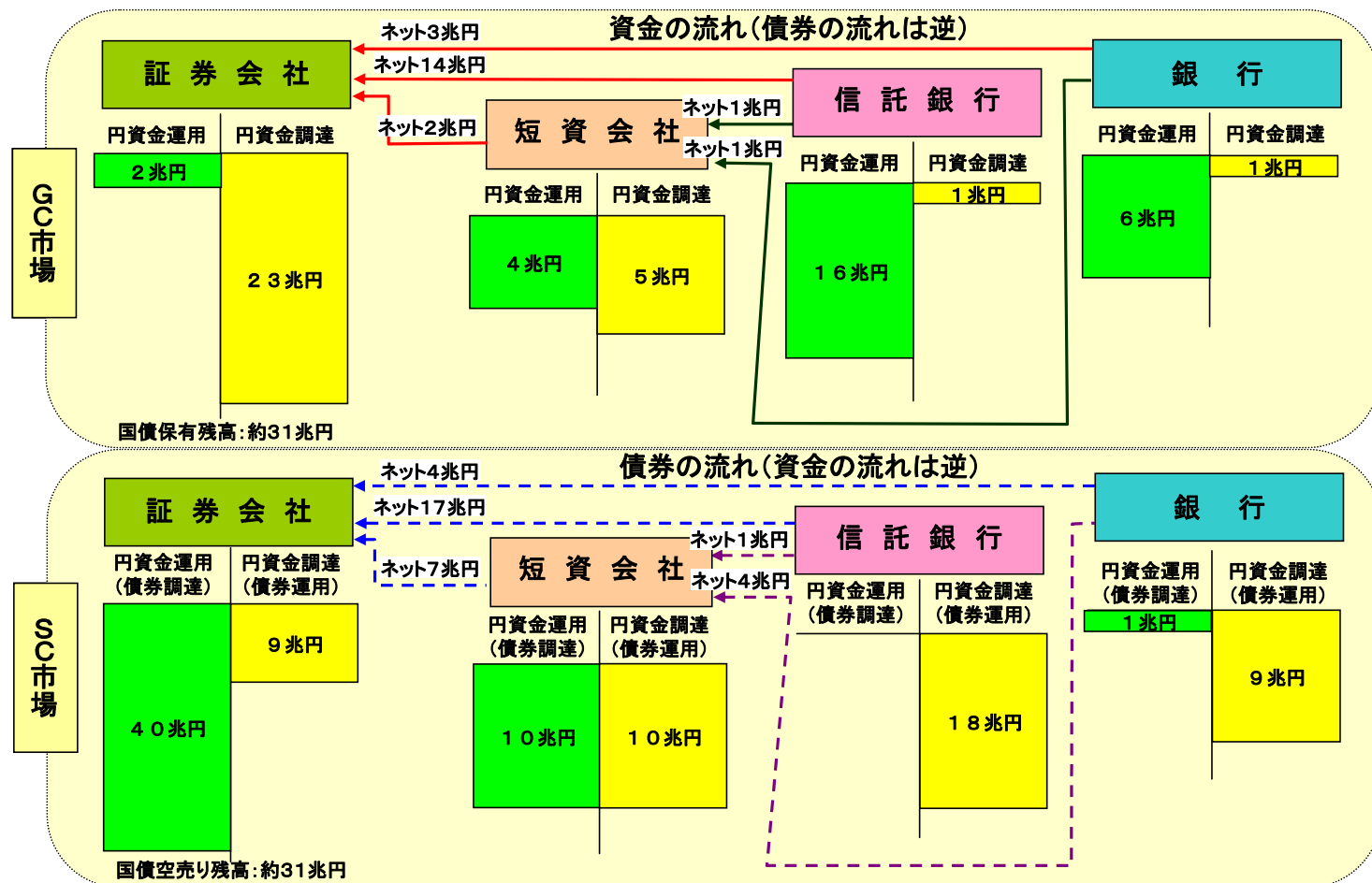
以 上

国内外の指標レート

		BBA Libor (円)	日本円 Tibor	BBA Repo Benchmark	Eurepo	Eonia Swap Index
公表主体		British Bankers' Association	全国銀行協会	British Bankers' Association	EURIBOR FBE	EURIBOR FBE、EURIBOR ACI
レート提供主体	足許の金融機関名	Bank of America, Barclays Bank, Citibank, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan Chase, Lloyds TSB Bank, Mizuho Corporate Bank, Rabobank, Societe Generale, Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Norinchukin Bank, RBS Group, UBS, West LB	みずほ銀行、三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行、りそな銀行、みずほコーポレート銀行、埼玉りそな銀行、横浜銀行、三菱 UFJ 信託銀行、みずほ信託銀行、住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行、デプファ・バンク・ピーエルシー、信金中央金庫、農林中央金庫	Barclays, BNP Paribas, Cater Allen, CSFB, Deutsche, Dresdner Kleinwort, HSBC, Halifax, Lloyds TSB, Merrill Lynch, RBS Group, UBS	Societe Generale, BNP Paribas, Calyon, Deutsche Bank, Dresdner Bank, Bayern LB, Nomura, ABN Amro Bank, ING Bank, Rabobank, BBVA, Banco Santander Central Hispano, UBS, Credit Suisse, Barclays Bank, JP Morgan Securities, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley 等	ABN AMRO, Banca Intesa, Bank Austria, Barclays Capital, BBVA, BNP Paribas, BSCH, Calyon, IXIS, Citibank, Commerzbank, CSFB, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ Bank, Fortis Bank, HSBC, JP Morgan, KBC, Rabobank, RBS, Societe Generale, UBM, UBS, West LB
	先数	16	15	12	38	25
	選定方法	BBA が BBA Libor Steering Group と協議の上、レピュテーション、ロンドン市場でのプレゼンス、信用力等に基づき、最低 8 金融機関を選定。	①市場取引量（本邦無担保コール市場取引残高）、②円資産残高、③レピュテーション、および④気配値呈示実績に基づき、全銀協が最低 8 金融機関を選定	BBA が市場での取引状況に基づき選定。	①ユーロレポ市場においてアクティブなプレイヤーであり、連結ベースで相応の取引量があること、②信用力、高い倫理基準、優れたレピュテーションを持っていること、③ユーロレポ取引に関連する全ての情報を開示すること等を充足していることを条件に、Steering Committee が選定。選定金融機関数は、ユーロレポ市場の地理的多様性を反映しつつ、効率的に管理可能な数とする。	市場実勢をあらわすことができる報告者数で、パネルの効率的な運営に支障が生じない程度の数。
	選定頻度	最低年 1 回	原則年 1 回	最低年 1 回	最低年 1 回	定期的

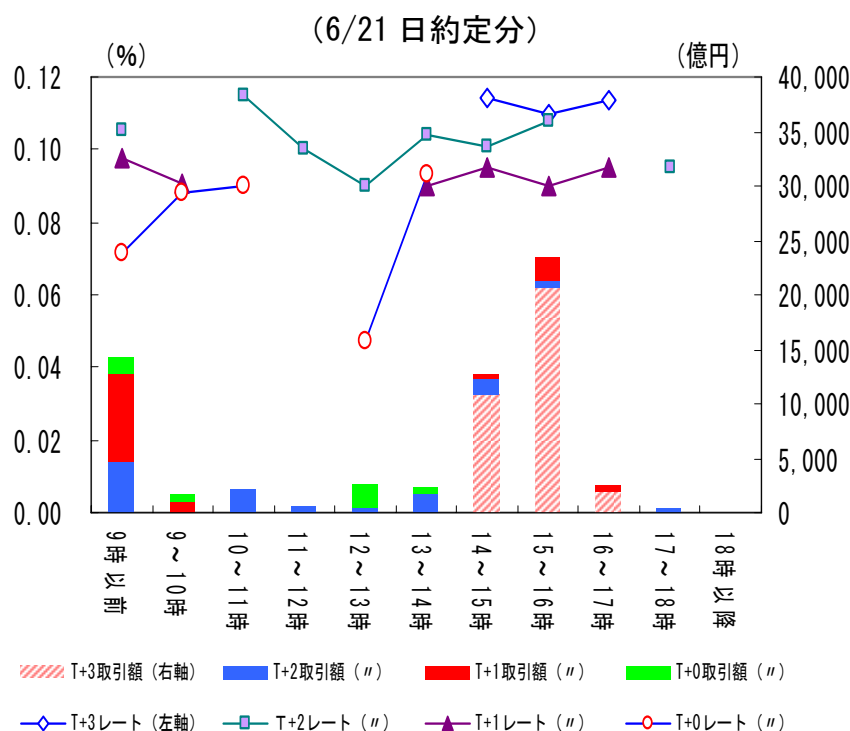
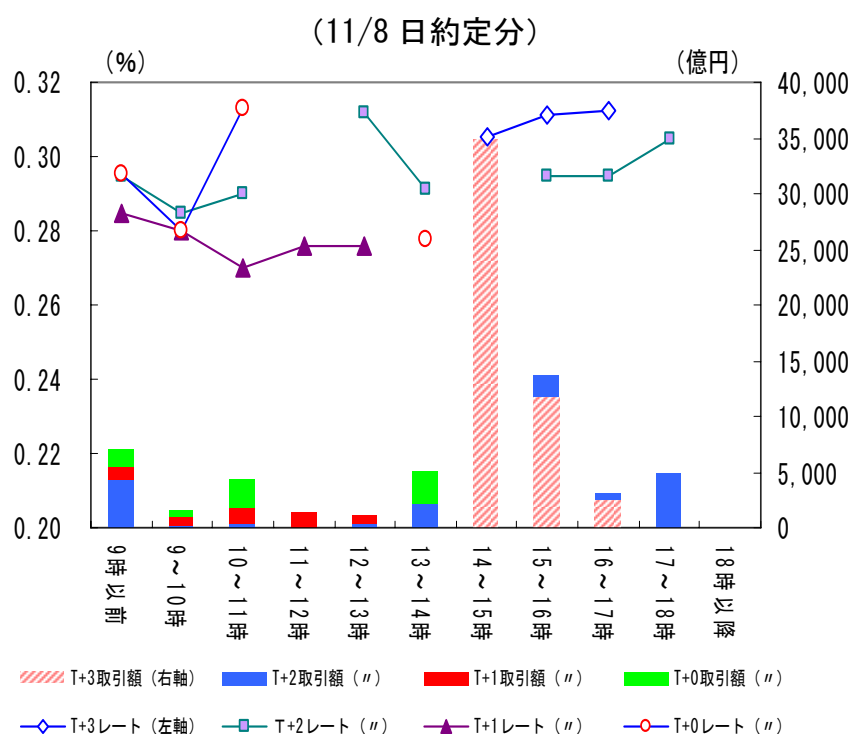
	BBA Libor（円）	日本円 Tibor	BBA Repo Benchmark	Eurepo	Eonia Swap Index
レート作成方法	レート報告者が、11:00（ロンドン時間）直前に資金調達を行えるレートとして呈示したレートの上下 25%を除外して単純平均値を算出。個社の呈示レートも日々公表。	レート報告者が 11:00（東京時間）時点の市場実勢と見なしたレートとして呈示されたレートのうち、上下 2 行の値を除外して単純平均値を算出。個社の呈示レートも日々公表。	レート報告者が、11:00（ロンドン時間）時点における G C（国債のみ。取引額 25 百万ポンド）の資金のオフアーレートと考えるレートのうち、上下 25%を除外して単純平均値を算出。個社の呈示レートも日々公表。	レート報告者は、10:45（ブラッセル時間）までに、Telerate/Reuter に対し、主要銀行間における G C（国債、政府保証債）の資金のオフアーレートと考えるレートを報告。同社は、11:00 に、呈示されたレートの上下 15%を除外して単純平均値を算出（最低 3 か国 12 先からの回答がなければ集計・公表は行わない）。個社の呈示レートも日々公表。	各レート報告者は、16:25（ブラッセル時間）までに、Telerate に対し、EONIA swap quotation に関し、主要銀行間取引にけるオフアーとビットの仲値であるとするレートと報告。同社は、16:30 に、呈示されたレートの上下 15%を除外して単純平均値を算出。個社の呈示レートも日々公表。
レート公表区分	S/N、1w、2w、1m～12m の各月分	1w、1m～12m の各月分	O/N、1w、2w、3w、1m、2m、3m、6m、9m、12m	T/N、1w、2w、3w、1m、2m、3m、6m、9m、12m	1w、2w、3w、1m～12m の各月分
レート公表頻度	毎営業日（当日公表）	毎営業日（当日公表）	毎営業日（当日公表）	毎営業日（当日公表）	毎営業日（当日公表）
レートの公正さを確保するためのルール	レート報告者がその義務を果たさなかった場合には、BBA が、Steering Group と協議の上、当該レート報告者に対し、是正のための警告を発することができる。あるいは、BBA は、自身の判断で、当該レート報告者をレート報告者から除外することができる。	常に気配値の呈示が遅れる等レート呈示姿勢に問題があり、日本円 TIBOR の公表の円滑な運営にとって好ましくないと判断される先については、全銀協の裁量により、当該金融機関を取り消し、他の金融機関に指定替えすることができる。	不明。	Steering Committee は、①何時も、レート報告者に対し、市場での活動が選定基準を充足することを立証するよう求めることができる、②レート報告者が、Code of conduct に記載された義務を果たさなかった場合は、状況を直ちに改善するよう警告を発することができ、仮に当該警告が無視された場合には、選定から外すことができる。	EONIA SWAP INDEX Steering Committee が、レートレート報告者が、母集団として EONIA Swap 市場を代表する銀行であること、各レートレート報告者が義務を果たしていること、を監視。
用途	①銀行間の短期金利の指標金利、②企業向け与信の指標金利（変動金利の社債や貸出の指標金利）、③金利スワップにおける変動金利の指標金利。	①銀行間の短期金利の指標金利、②企業向け与信の指標金利（変動金利の社債や貸出の指標金利）、③金利スワップにおける変動金利の指標金利。	ロンドン市場における有担保取引に要するコストの客観的な尺度。	（潜在的な用途として）Eurepo 対 Euribor の basis swap、Eurepo 先物やバリュエーションの手段。	デリバティブ市場のベンチマーク、EONIA Swap のバリュエーション、長いタームのスワップの参照レート。

(06年10月末)



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

## G C レポ翌日物の日中約定状況



(注) 上図は 11/8 日、下図は 6/21 日における短資 3 社の約定分。レートは金額加重平均値。G C レポについては、スタート日の  $n$  営業日前にレートおよび金額を実質的に決める取引については、その翌営業日以降に国債明細を含めて正式に約定する場合であっても、「T +  $n$ 」としてカウント。

(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」