

**レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ
第2回会合（3月13日）の議事概要**

I. 日時 2007年3月13日（金）16:00～17:50

II. 場所 日本銀行本店会議室

III. 参加者 別添のとおり

IV. 議論の概要

- 前回会合では、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）、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）のいずれについても指標レートとなり得ることから、現時点で選択肢から排除せずさらに検討を進め、両方式について、当WGのメンバー間で試行的にレートを作成したうえで、いずれの方式が適当かについて判断していくことで認識が一致した。
- 今回会合では、前回会合での議論の内容を踏まえて事務局が作成した資料をもとに、指標レートの作成試行方法の詳細について確認するとともに、残された論点について議論した。
- 今回会合の議論を踏まえて、3月19日（月）（ブローカー加重平均方式については、ブローカーの準備期間に鑑み3月26日（月））から4月13日（金）に、WG内で指標レートを試行的に作成することとなった（試行結果は、試行終了後に公表する予定）。

1. 対象とする取引（レファレンス方式、ブローカー加重平均方式共通）

- 現先（新・旧）、現金担保付債券貸借の両方を一体的に対象とする（区別しない）こと、およびGCレポを対象（SCレポは対象外）とすることにより旨確認された。

2. レファレンス方式

①レートの定義

イ、マーケット・レート、一本値

- 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）の一本値とし、一本値はオファー、ビッドの仲値とするとの認識で一致した。

ロ、除外する取引

- 事務局から、「GC と SC のセット約定取引、物価連動国債を担保とする取引、関連会社との取引などを明示的に除外することも考えられるのではないか」と問題提起。
- この点については、「マーケット・レート」と定義することで、実質的にそうした特殊要因の影響を受けないレートが申告されると考えられるため、除外する取引は特に指定しないとの認識で一致した。

ハ、標準的な取引ロット

- 標準的な取引ロットについては、定める必要はないとの意見もあったが、指標レートの利用者（必ずしもレポ市場の参加者ではない）の立場に立つと、大体どのような規模の取引を想定しているのかが明らかである方が分かり易いこと等から、定めた方がよいとの意見が多く出された。

標準的な取引ロットを定める必要はないとの意見

- ・ オファーレート、ビッドレートを呈示するのであれば、取引金額が小さいとオファーレートとビッドレートが乖離する可能性があるため、標準的な取引ロットを定めた方がよい。しかし、マーケット・レートの仲値を呈示することとしたため、標準的な取引ロットを定める必要はない
- ・ 対象期間によって標準的な取引ロットは異なり得るため、定めることは難しい 等

標準的な取引ロットを定めた方がよいとの意見

- ・ 指標レートとして一般に公表することも考えると、市場に参加していない人にも取引ロットのイメージを掴みやすくする観点から、標準的な取引ロットを定めた方がよい
 - ・ 市場参加者の裾野を拡大することが指標レート作成の目的の一つであるとすれば、標準的な取引ロットを示した方がよい 等
- 具体的な水準については、50～500 億円の間でいくつかの意見が出された。

標準的な取引ロットの具体的な水準に関する意見

- ・ 市場で取引されているロットは、翌日物は 500 億円、ターム物は 50 億円が中心。この認識を共有できるのであれば、標準的な取引ロットは 50～500 億円としてはどうか
 - ・ 翌日物とターム物で標準的な取引ロットが異なると混乱を招く恐れもあるため、全期間で 100 億円以上としてはどうか
 - ・ 翌日物も含めて全期間 50 億円でよい
 - ・ GC で 50 億円の取引はあまり多くないため、100 億円程度とするのがよい
 - ・ 50 億円の整数倍としてはどうか
 - ・ 全期間共通で 50 億円以上、または 100 億円以上としてはどうか 等
- 標準的な取引ロットについては、試行時は、分かり易さ等の観点から取りあえず全期間 100 億円とし、最終的な取扱いは試行の経験を踏まえて改めて議論することとなった。

二、サブスティテューションの有無

- ターム物について、サブスティテューションの有無でレートが異なり得るため定義を明確にした方がよいとの意見が出された。
- この点については、現状、サブスティテューション有りの取引はほとんど行われていないことから、サブスティテューション無しのレートとするとの認識で一致した。

②対象期間

イ、対象期間

- 試行時には、翌日物 (T+0、T+1、S/N、T+3)、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y とやや多めに設定することとなった。その上で、試行結果を踏まえて、タームの刻みをもう少し少なくする余地はないかを改めて議論することとなった。
- これに関連して、T+3 の翌日物を対象とすることの可否について、賛否両方の意見が出された。試行時には対象とすることとし、試行結果を踏まえて、改めて議論することとなった。

必要ないという意見

- ・ T+3 も S/N もレートは大きくは変わらないことが多い
- ・ スタート日が同じ翌日物レートが 2 つあるのは分かりにくいので、T+3 の翌日物レートは不要ではないか
- ・ レポの決済期日の短縮や S/N、T+1、T+0 の翌日物市場の拡大を図っていく観点からは、S/N に一本化した方がよい 等

あった方がよい (あってもよい) という意見

- ・ T+3 と S/N の翌日物のレートを区別して報告することは、現状の市場実態を把握する目的で行うのであれば、意味がある
- ・ 翌日物で最も早く約定されるのは T+3 約定。その後、GC のオファーが増えたり、日銀のオペが行われて、S/N 約定のレートが低下するといった動きを追う観点からは、T+3 の翌日物をその日の夕方に公表することは、全く意味がないことではない
- ・ 国債決済が T+3 である限り、T+3 の翌日物レポ取引のニーズはある。指標レートとしては、流動性が高い T+3 の翌日物レートをその日の夕方に公表する意味はあるのではないかと 等

ロ、ターム物の決済日

- ターム物については、T+3 の取引が多いことから、T+3 の取引を対象とするとの認識で一致した。

ハ、「n.a.」申告の扱い

- 「n.a.」申告については、認めることの適否、認めるとしてどのような場合に認めるかが議論となった。
- この点については、試行時は、全てのタームについてレートを呈示することとしたうえで、仮に「n.a.」申告が認められる場合に「n.a.」としたいタームについてはその旨を併せて申告することとなった。
- また、どのような場合に認めるかについては、「例外的な場合に限られるのではないかと」の意見も聞かれたものの、「具体的な基準を定めることは難しい」との意見もあったことから、試行時は個社の判断に委ねるとの認識で一致した。試行時における「n.a.」申告の背景については、必要に応じて事務局から確認することとなった。
- 「n.a.」申告の最終的な取扱いは、試行結果を踏まえて改めて議論する

こととなった。

「n.a.」申告を認めることの適否に関する意見

- ・ 当社としてはできるだけ「n.a.」申告はしない方針
- ・ 少しチャレンジングでも、ターム物についてレートを公表することを通じて、長いタームのレポ取引が拡大し、更に指標性が高まっていくのではないか
- ・ どうしても「n.a.」としたい先もある可能性があり、認めた方がよい
- ・ 「n.a.」申告を認めるかは、指標レートとして、どの期間のレートを作成すべきかに関連。実態に即して現に取引がある期間に限るべきか、マーケットの発展のためにできるだけ長めの期間まで対象とすべきかの整理も必要。指標レートとして、取引がない期間までレートを出すことはやや疑問に思われるため、「n.a.」申告は認めてよいのではないか

どのような場合に認めるかに関する意見

- ・ 「n.a.」申告は、FB レートや Libor とのスプレッドが本当に分からないといった極めて例外的な場合に限られるのではないか
- ・ 具体的な基準を定めることは難しい
- ・ 試行時は個社の判断に任せ、試行結果を踏まえて改めて議論するのがよいのではないか 等

③その他

イ、基準時点

- 基準時点については、T+3 の翌日物については、市場流動性が最も高い 15 時とすることとし、その他については 11 時とするとの認識で一致した。

T+3 の翌日物の基準時点に関する意見

- ・ T+3 の翌日物の基準時点は、日本銀行が行った短期金融市場取引に関するアンケート調査でも最も取引が多かった 15 時がよい（複数）
- ・ T+3 の翌日物の基準時点も、他の翌日物やターム物と同じ 11 時とするのがよい

- ・ T+3 の翌日物の基準時点を 11 時にすると、最も流動性がある午後の取引に影響を与える可能性がある。指標レートは市場実勢を示すレートであるが、これが逆にマーケット・レートに影響を与えるのは好ましくない 等

ロ、報告時限

- 報告時限については、日本銀行のオペや TB・FB の入札事務と重なるため 11 時 15 分では実務的に難しいとの意見が複数出され、試行時は、全ての取引（基準時点が前営業日 15 時の T+3 の翌日物を含む）について、1 日 1 回、11 時 45 分とすることになった。
- 実際に指標レートの作成を開始することとなった場合の取扱いは、公表時点をどうするかという点と併せて、試行結果も踏まえて改めて議論することとなった。

ハ、レートの刻み

- レートの刻みについては、報告対象レートをオファー、ビッドの仲値としたため 0.5bp 単位での報告があり得ることを念頭におき、0.1bp (0.001%) 単位とすることとなった。

3. ブローカー加重平均方式

①レートの定義

イ、取引高加重平均値

- ブローカー加重平均方式のレートは、ブローカー各社の 1 日を通じた取引高の加重平均値とする。

ロ、自己勘定取引を除外するか

- ブローカーの自己勘定取引（保有国債のファンディング取引など）を除くことが適当かについては、賛否両方の意見があった。試行時は、ブローカーの実務的な対応可能性の観点から、可能な範囲で除外することとし、試行結果を踏まえて、改めて議論することになった。

自己勘定取引は除くのが適当とする意見

- ・ 本来は、市場参加者同士の資金調達と運用を、同期間・同ロットで繋ぐブローキング取引の加重平均値とすることが望ましい。そうした観点からみると、自己勘定取引を含めない方がよい（複数）

自己勘定取引を除く必要はないとの意見

- ・ 自己勘定取引でも取引相手は市場参加者であり、市場実勢レートで取引されている。自己勘定取引を含めても、加重平均レートはほとんど変わらないと思われるため、除く必要はない
- ・ 定義が明確であればよく、自己勘定を除かなくてもよい、または可能な範囲で除けばよい
- ・ 可能な範囲で除外するとなると、ブローカー各社の間で対象取引の定義にズレが生じ得るため良くない 等

ハ、物価連動国債を担保とする取引を除外するか

- 物価連動国債を担保とする取引については、前回会合でレートが異なり得るため除外すべきとの意見が複数あった。もともと、実際の取引量は少なく加重平均レートに与える影響は大きくないと考えられることから、物価連動国債も除外せず国債全般とすることでよいとの認識で一致した。

②対象期間

- 対象期間は、翌日物 (T+0、T+1、S/N)、2日～6日、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y とすること、ターム物は T+3 の取引を対象とすること、オープンエンド物はブローカーでの取扱いがほとんどないことから除外することについて、認識が一致した。
- タームの区切りについては、例えば、1W 以上 2W 未満は 1W に、2W 以上 3W 未満は 2W に含めることとするが、より詳細な扱いについては事務局がブローカー各社と確認することとなった。
- 約定がなかった場合は、ブローカー各社は「n.a.」と報告することとなった。また、ブローカーの約定高の合計値が一定金額に満たない場合に全体のレートを「n.a.」とするかについては、試行時においては「n.a.」とせず、集計することとなった。最終的な取扱いは、試行結果をみて改めて議論することとなった。

主な意見

- ・ 全体の出来高が 5 億円、10 億円では少なく、指標レートとして好ましくないと思うが、50 億円、100 億円程度あればよい
- ・ ブローカー各社から報告された 10 億円の約定が 5 本あって、全体で 50 億円の出来高があった場合、そのレートに指標性があるといえる

のか疑問。ブローカーは、1本100億円以上の約定のみ報告することとしてはどうか

- ・ 数億円単位の約定がいくつかあって、全体の出来高が100億円以上となるようなケースは少ない。したがって、全体の出来高が100億円未満の場合に全体の集計値も「n.a.」とすることでよい 等

③その他

- 報告時点は、翌営業日の11時とすることとなった。
- 報告対象は、0.001% (0.1bp) 単位の加重平均値、対象となった取引高合計額 (億円単位)、およびそれらの積数とすることとなった。

4. その他 (試行の運営など)

イ、試行期間

- 試行期間は、3月19日 (月) ~4月13日 (金) とすることとなった。ただし、ブローカー加重平均方式については、ブローカーの準備期間に鑑み、3月26日 (月) ~4月13日 (金) とすることとなった。

ロ、試行レートの公表

- 試行レートは、試行期間中はWG参加機関限りの扱いとし、試行終了後に、試行結果についてのWGの議論とともに、一般に公表することとなった。

ハ、試行への参加先

- レファレンス方式については、全WG参加機関が参加することになった。
- ブローカー加重平均方式については、短資3社および日本相互証券が参加することになった。

V. 次回会合

- 4月上旬頃に開催する予定。

以 上

「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」第2回会合出席者一覧

〈五十音順・敬称略〉

石川 正道	みずほコーポレート 銀 行	資金証券部 資金チーム 次長
井上 元	日本マスタートラスト信託銀行	証券取引執行部 執行グループ 推進役
植田 修彰	JP モルガン証券	金利商品トレーディング部 ヴァイスプレジデント
内田 和人	三菱東京 UFJ 銀行	円貨資金証券部 円資金グループ 次長
岡田 淳治	上田八木短資	執行役員 証券営業部長
小野 為行	バークレイズ・ キャピタル証券	トレーディング本部 レポ・トレーディ ング部 アソシエイトディレクター
加瀬 英喜	日興シティグループ 証 券 (債券現先取引等研究会)	債券本部 資金トレーディング部 バイスプレジデント (主 査)
木野 雄一	野村 証 券	金融市場部 短期市場課長
河野 雅文	ド イ ツ 証 券	グローバル ファイナンス ヴァイスプレジデント
佐伯 顕一郎	み ず ほ 証 券	市場営業グループ 金融市場企画部 シニアマネージャー
佐久間 信一	東 京 短 資	執行役員 営業二部長
庄田 陽一	三 菱 UFJ 証 券	市場商品本部 金融市場グループ 金融市場部 短期商品課長
田口 研吾	ゴールドマン・ サックス証券	金利トレーディング部 ヴァイス・プレジデント
(欠席) 田代 雄二	大和証券 S M B C	債券部次長兼短期市場課長
谷口 浩	資産管理サービス 信 託 銀 行	証券運用部 債券運用チーム次長
寺西 茂雄	日 本 相 互 証 券	レポトレーディング部長
中野 広志	日本トラスティ・ サービス信託銀行	受託資産運用室 企画マーケティングチ ーム チーム長
坂内 秀俊	セ ン ト ラ ル 短 資	マーケット営業部 部長

養田 功一郎	三井住友銀行	市場資金部 グループ長	短期 ALM グループ
米津 隆史	みずほ銀行	総合資金部	資金チーム 次長

(オブザーバー)

植松 義裕	日本証券業協会	市場本部	公社債・金融商品部課長
平木 伸尚	短期金融市場 取引活性化研究会	幹事	

(事務局)

衛藤 公洋	日本銀行	金融市場局	参事役
高口 博英	〃	金融市場局	金融市場企画担当総括
(代理出席) 秀島 弘高	〃	金融市場局	企画役
金沢 敏郎	〃	金融市場局	企画役

以 上