

レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ
第3回会合（4月12日）の議事概要

I. 日時 2007年4月12日（木）16:00～17:35

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

- 今回会合では、指標レートの信頼性、安定性の観点から、レファレンス方式、ブローカー加重平均方式それぞれについて、対象先を選定するにあたっての考え方等について議論した。
- 対象先の選定については、現在 WG 内で行っている試行を経て、指標レートの具体案とともに、次回会合で最終的な結論を出していくこととなった。

1. レファレンス方式の対象先

イ. レファレンス先の選定基準

- レファレンス先の選定基準については、内外の各種指標レートと同様に、以下の点とすることが適当との認識で一致した。
 - ① 取引を活発に行っていること
 - ② 信用力、レピュテーションに問題がないこと
 - ③ レート呈示の実績に問題がないこと（既往先の継続の場合）
- ①「取引を活発に行っていること」を判断するうえでの定量的な目安については、GC レポについてのレファレンス先であることから、GC レポの取引残高がよいとの意見が複数出された。他方、SC レポも GC レートをベースにして値決めされるものであることなどから、GC に限定せず、レポ取引全体を重視した方がよいとの意見も多く出された。

なお、レポ残高以外の目安が必要との意見はなかった。

 - ・ GC レポ・レートのレファレンス先なので、GC レポの取引残高が自然

- ・ 選定主体がどこになるか次第、という面もある。GC レポの取引残高は、資金ポジション情報に近いので、レファレンス先の選定主体によってはデータ提出に慎重にならざるを得ないことも考え得る。この点、日本銀行のような中立的な組織であれば GC レポ残高を出すことに抵抗はなく、これを目安とすることで構わないが、そうでなければ財務諸表等で開示されているレポ全体の取引残高がよい
 - ・ SC レポ・レートは GC レポ・レートをベースに形成されるので、SC レポ中心のプレーヤーでも、GC レポのマーケット・レートを呈示する能力はあると思われる
 - ・ GC、SC の区別は相対的で、厳密な区別が難しいものもある。幅広い主体をレファレンス先とする観点からも、レポ全体の取引残高とするのがよい
 - ・ 社内的には GC と SC とを区分して管理していないため、両者を区分して報告するのは負担感がある
- 現状におけるレポ市場の取引構造を前提にすると、対象先選定にあたって、資金の運用サイド、調達サイドの数のバランスにどの程度配慮すべきか、という観点の議論も行った。
- 「市場の金利観をなるべく幅広くカバーし、レートの信頼性を高める観点からは、資金の運用サイド、調達サイドの双方について、主要なプレーヤーが対象先に含まれていた方が望ましい」との認識は幅広く共有された。その上で、現在行っている試行の途中経過をみると、資金の出し手か取り手かによらず、レートがタイトな範囲に収斂していることなどから、基準の中で明定したり数を予め割り振ったりするといった形で配慮する必要性には乏しいとの見方が多かった。もっとも、局面によっては出し手と取り手のレート較差が拡大する可能性もあるため、レートの信頼性を高めるためには、ある程度定性的な判断の中で考慮すべきとの意見も複数あった。
- ・ 指標レートの信頼性を高める観点からは、出し手・取り手、運用サイド・調達サイドが大きく偏らずにレファレンス先に入っていた方がよい
 - ・ (同様の観点から) レファレンス先が、例えば全て証券会社というのはやはり望ましくないので、ある程度バランスにも配慮が必要
 - ・ 運用サイドと調達サイドの数を厳密に揃える必要はないが、両サイドの主だったプレーヤーはカバーした方がよい
 - ・ 試行の途中経過をみると、出し手か取り手かで明らかなレート差

は窺われないが、信頼性の観点からは、当 WG のメンバーのような多様性があった方がよい

- ・ 今の GC レポ市場の取引構造を素直に反映するような対象先が選ばれることが望ましく、証券会社、銀行、短資会社などが入っている方がよい
- ・ 試行の途中経過では出し手と取り手でレート較差が明確にある訳ではないので、選び方の中に、両者のバランスや業態枠といった要素を組み込む必要までではないのではないか
- ・ レファレンス先の数が少ない場合には、意識的に業態のバランスを考えた方がよいかもしれないが、20 先などある程度の数（後で議論）とするのであれば、自ずとバランスは取れるのではないか
- ・ 指標レートの定義をトレーダブル・レートではなく、マーケット・レートとしたことを踏まえると、出し手、取り手によるレート差はそもそも出にくいのではないか。であれば、それほど業態毎の数に拘る必要はない
- ・ 試行の途中経過をみると、6M や 1Y といった長めのタームでは僅かではあるが、運用サイド・調達サイドでレートに違いがみられる。このため、長めのところまでレートを出していくのであれば、ある程度バランスが取れていた方がよい
- ・ 指標レートの試行期間中はあまりイベントがなかったが、ボラティリティが高い局面等では、運用サイド・調達サイドのレート差が出る可能性もある。やはり、両者がカバーされていた方が、レートの信頼性が増すのではないか

○ 以上の議論を踏まえて、事務局が以下のとおり小括。次回、改めて議論することとなった。

- ・ 「『取引を活発に行っていること』の定量的な目安は、レポ残高、GC レポ残高が考えられるが、両者は二者択一とする必要はなく、両方をみていくことが考えられる
- ・ レファレンス対象先の選定に際して、資金の運用サイド、調達サイドのバランスにどの程度配慮するかについては、レポ残高や GC レポ残高をみていく中で、運用、調達それぞれの取引状況もある程度考慮に入れて判断していくことが考えられる

○ ②「信用力、レピュテーション」や、③「レート呈示の実績」については、

大きな問題がないかどうかについて定性的に判断していくことでよいとの認識で一致した。

- ・ 「信用力、レピュテーション」については、基本的に、「取引の活発さ」と独立ではなく、取引が多い先は、信用力、レピュテーションに問題がないと考えてよい場合が多い。このため、定性的に判断していけばよいのではないか
- ・ 「レート呈示の実績」については、レファレンス先は個社名を公表して責任を持ってレートを呈示することから、例えば、指標レートからどの程度乖離したら除外、といった一律的な定量基準は必要ないのではないか

ロ. レファレンス先の選定手順

- レファレンス先の選定手順については、以下を基本に考えていくことでよいとの認識で一致した。
 - ① 概ね年に1回の頻度で選定替えを行う
 - ② 希望する先による公募制とする
 - ③ 希望先が多い場合は、希望先の中から、指標レートの作成・公表主体が一定の基準（上述）を満たす先を選定する
- レファレンス先を選定するにあたって判断に客観性を持たせる観点から、作成・公表主体が市場参加者（或いは参加者からなる会合・団体）に意見を諮る仕組みを入れることについては、以下のような意見が聞かれた。
 - ・ 海外における **steering committee** のような仕組みは理想的にはあった方がよいが、そのメンバーを選ぶ手順や基準をどうするかなど、屋上屋を重ねることになる怖れもある。直ぐに実現するのは現実的ではないのではないか
 - ・ 指標レートの公表・作成主体の議論（後述）とも関係するが、当面、日銀が作成・公表主体となるのであればそうした仕組みは必ずしも必要ではない。将来市場参加者の会合・団体に移管する議論と併せて、考えていってはどうか
 - ・ レポの指標レートの話であり、レポ研が担うのが自然とも考えられる。但し、現状、そうした役割を担う前提でレポ研が運営されている訳ではないので、その是非については、今後、議論していきたい
 - ・ より現実的なアプローチとして、日銀が選定主体となるのであれ

ば、最初にスタートする時は、今回の WG がその役割を担うことも考えられる

- ・ 対象先の選定に限らず、今回の WG のような会合、或いはレファレンス先の会合などを定期的に（少なくとも 1 年に 1 回程度）開いて、レポ指標レートについて議論する場を持つことは有益ではないか

ハ. レファレンス先の数

- レファレンス先の数については、20 先前後でよいとの認識が概ね共有された。
 - ・ 日銀が 06 年に実施した取引先へのアンケートでは、上位 20 先で全体の 8 割程度をカバーしているとのことであり、一部手を挙げない先があったとしても 20 先程度あれば相応のシェアをカバーできるのではないか
 - ・ Eurepo が 38 先と多いのは、多くの国からバランスよく選ぶ必要があるためなので、わが国では多すぎる
 - ・ 現在の WG メンバーによる試行がちょうど 20 先であり、レートのパフォーマンスはよいと思うので、20 先前後というのはよい数ではないか

ニ. 資格要件（レファレンス先に適さない業態はあるか）

- 各信託銀行からは、（現在の試行レート作成には協力しているが）顧客からの預かり資産による取引が大半である現状を踏まえると、自社がレファレンス先となるのには馴染みにくい、との意見が出された。

但し、自己勘定による取引もあり得るので、信託銀行という業態をレファレンス先の要件から外しておく必然性はなく、応募するかどうかという各社レベルの判断でよいとの意見が中心であった。
- ブローキング（本 WG での定義に基づく）が取引の中心を占める先（短資会社や日本相互証券など）がレファレンス先になることについてどう考えるかについても議論された。両論あったが、自己勘定による取引も含め、現在のレポ市場では、資金の出しと取りを両方向で活発に行う数少ないプレーヤーであり、マーケット・レートをよく知り得る立場にあることから、レファレンス先に入ってもらった方がレートの信頼感が増す、との意見が多かった。
 - ・ 海外の指標レートでは短資会社のような存在がレファレンス先に

入っている例はなく、入らない方が自然な気がする

- ・ 短資会社としては、レートを作成する上で、レファレンス先に入ってもらった方がよいものになる、という意見が市場参加者の間に多ければ協力したい
- ・ 海外のレポ市場には短資会社のような存在はあまりないのではないか。海外の例を気にする必要はないのではないか
- ・ 短資会社等は、両方向で取引が多く、市場の中心的なレートをよく知り得る立場にあり、立場も中立的である。従って、短資会社等が入っていた方が、レートの信頼感は増すのではないか
- ・ 短資会社は、資金の出し手である銀行と取り手である証券会社の間を繋ぐ存在なので、銀行と証券会社がレファレンス先になるのであれば、敢えて参加しなくてもよいのではないか
- ・ 短資等との取引は相応に大きく、レートも信頼している。マーケットの実勢を反映し、レートの信頼性を高める観点から、レファレンス先に入ってもらった方がよい
- ・ レファレンス先には、短資会社等も含め、現在のレポ市場全般を代表する幅広い主体が入った方がよい

2. ブローカー加重平均方式の対象先

- ブローカー加重平均方式におけるブローカーについては、レポ市場においてブローカー業務（資金の出し手、取り手の間に立って注文に出合いをつける業務。自己勘定を一旦経由する取引を含む）を主に行っている先があればなるべく協力してもらうよう依頼していく、という考え方でよいとの認識で一致した。

3. 指標レートの作成・公表主体

- 指標レートの作成・公表主体については、市場参加者自身による取組みとすることが理想的との認識は共有されたが、当面は、日本銀行が担い手となることが現実的との意見が多く出された。
 - ・ 海外の例をみても、何れは、市場参加者による会合・団体（現状であれば、例えば、日証協、全銀協、レポ研、短取研など）が担い手となるべきと考えられる。しかし、早期かつ円滑にスタートする観点からは、当初は日銀に担い手となってもらうのが現実的

- ・ 作成するレートの認知度を向上させる観点からも、当面は日銀に担い手となってもらった方がよい
- ・ 市場関係者で担っていくには、実務的な制約が大きい（集計・公表のための体制整備、継続的・安定的な事務運営）。
- ・ （短取研幹事）単に集計・発表するだけであれば、ベンダーに委託することも可能。しかし、情報ベンダーの障害時などコンティンジェンシー対応まで考えると、短取研のような専担者のいない市場参加者の会合が作成・公表主体となることは中々難しいのではない
- ・ （レポ研主査）レポ研で指標レートのあり方などについて議論することは考えられる。ただ、現状は、そうした役割を担う前提でメンバーが参加している訳ではないこともあって、早期に担い手となるのは難しいかも知れない。こうした案件に今後どのような関与が考えられるかについては、事務局やメンバーとともに検討して行きたい
- ・ （日証協）当協会がレポ指標レートの作成・公表主体になることが短期金融市場の活性化に資するとの意見が多いようであれば、将来的に担い手となることも前向きに検討していきたい。日証協の定款の目的規程には、「有価証券の売買その他の取引を公正かつ円滑ならしめる」という文言があり、これに適った取組みであると考えている

V. 次回会合

- 4月下旬に開催する予定。

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3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	J P 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 證 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 金融市場業務企画部 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 U F J 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
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	短期 ALM グループ
		グループ長	
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
大木 盛義	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
坂本 哲也	〃	金融市場局	金融市場調節担当総括
金沢 敏郎	〃	金融市場局	企画役

以上