

指標レートの作成試行の結果と評価

I. 試行結果の概要

- 指標レートの作成試行（レファレンス方式：3月19日～4月13日、ブローカー加重平均方式：3月26日～4月13日実施）の結果をみると（図表1）、以下の点が指摘できる。
- ・ 以下、レファレンス方式は、基本的に参加20先の全ての単純平均値に基づいて分析する。
 - ・ 翌日物：レファレンス方式とブローカー加重平均方式（以下「ブローカー方式」）のレートは、ほぼ同様と言ってよい推移を示している。期末日に決済する取引のレートのハネ上がり、期明け直後のレートの弱含みやその後の上昇傾向、といったレート変動は、何れの方式においても、ほぼ同じように捉えられている。
 - 特にS/N（T+2）、T+3については、殆ど同じといってもよいレート推移。
 - T+0、T+1についても、レート変動の趨勢の捉え方は両方式とも同じ。但し、ブローカー方式の方が、幾分ながらフレが大きめとなる傾向。これは、S/NやT+3と比べてまだ市場規模が大きい中で、前者の方がマーケットの限界的な需給が反映されやすいためではないかと考えられる。
 - ・ ターム物：ブローカー方式では、試行期間中、ブローカー経由での出合いが少ないタームが多く、レートが出ない日も多くみられた（タームが長くなるほどその傾向が強い、図表2）。ブローカー方式で、比較的レートの出易かった2Wまでのタームについてレファレンス方式と比較すると、レート変動の捉え方には大きな相違はみられなかった。
 - 敢えて言えば、翌日物のT+0やT+1と同様、ブローカー方式の方がレファレンス方式に比べて、幾分レート変動が大きくなる傾向。
 - ・ 全体としてみると、ブローカー方式ではターム物のレートが出にくい日があるが、両者のレートの間にはパフォーマンス上の大きな差異は窺わ

れなかった。

II. レファレンス方式に関する分析・評価

1. 個社レートのばらつき方

- T+1 の翌日物から 1M までは、ほぼ全先の報告レートがタイトな範囲に収斂していた。ばらつき度合い（報告レートの標準偏差）は、全先ベースで 1bp 程度（図表 3）。
- T+0 の翌日物と 3M 以上のばらつき度合いも全般に限定的であったが、上述の他のタームに比べると幾分大きかった（標準偏差 2~4bp）。但し、報告レートの上下 3 先（または 5 先）ずつを除いたベースでは、他のタームとほぼ同様のタイトな範囲に収斂している（同 1bp 程度）。

2. 業態による相違、出し手・取り手バイアス

- 業態別に平均レートをみると、全先ベースでは、3M 以上の長めのタームで「銀行が幾分高め、証券が幾分低め（その他は平均的）」という傾向がみられるが、その差はそれほど大きいものではない（3M で 1~3bp、6M で 2~4bp、1Y で 3~5bp。図表 4①）。
- もっとも、上下 3 先ずつを除いたベースでみると、全てのタームにおいて業態による差は窺われず、かなりタイトな範囲に収斂している（図表 4②）。
- 個社ベースでみると、証券会社が銀行より高いレートを示す場合も少なく、この面からも、業態によって明確な差（資金の出し手か、取り手かによるバイアス）は必ずしも窺われなかった。

3. 同スタート日の翌日物レートの動向

- 翌日物の T+0~T+3 について、同一決済日（スタート日）ベースで比較すると、T+3 と T+2 (S/N) の間には殆ど差がみられなかった（差の絶対値の平均：0.6bp、図表 5）。
—— S/N と T+3 のレートで差がやや大きかったのは、26 日スタート（21 日の祝日を挟んだ、20 日約定の T+3 と 22 日約定の S/N。同 3.4bp）と 30 日スタート（末初物。同 1.8bp）。

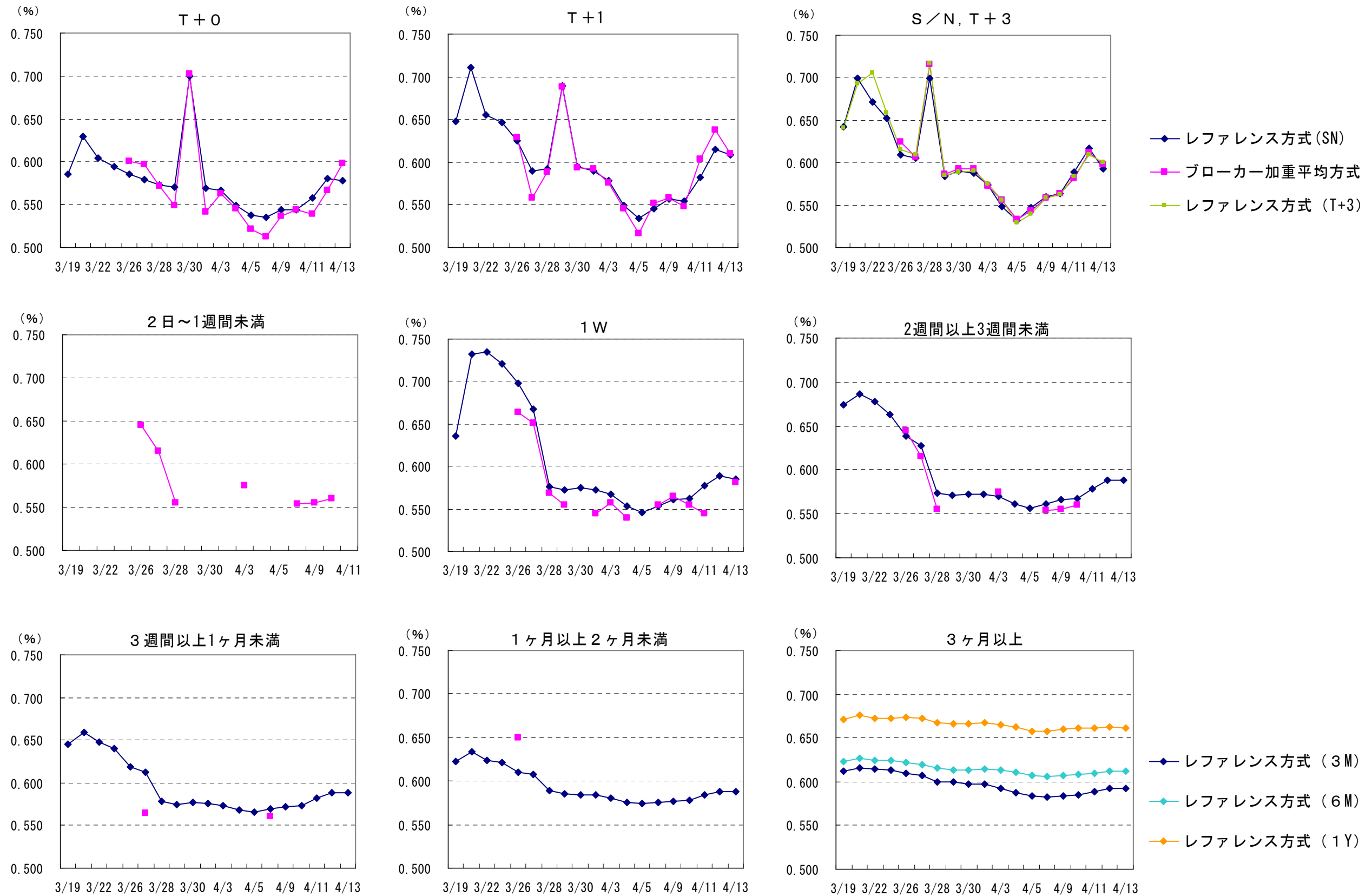
- 一方、S/N と T+1、T+0 との間には相応の差がみられた（差の絶対値の平均：2.0bp、3.2bp）。

4. 「n. a.」の利用状況

- 今回の試行では、「全先が、全てのタームで」レートを呈示することとしたが、判断がやや難しかったと思われる場合など、「n. a.」がもし可能であれば利用しなかったというケースがあれば、その旨を付記する扱いとした。
- 「n. a.」については、3M～1Y について、多くの銀行および信託銀行がほぼ毎営業日利用した。このほか、1M について信託銀行が、T+0 の翌日物について証券会社やブローカーが、特定の日に利用することもあった。
 - 「n. a.」を利用した背景としては、（3M～1Y については）出合いが少なく、マーケットレートが把握し難い、（積み最終日など特定の日の T+0 翌日物での利用については）需給がみえにくくレートの水準感が分かりにくかった、等の指摘がみられた。
- もっとも、「n. a.」を利用した先も、呈示レートにはその他の先と大きな差はなかった。このため、n. a. を利用した先を含む全先の平均値も、除いたベースの平均値も、ほとんど同じ推移となった（図表 6）。

以 上

(図表 1) レファレンス方式とブローカー加重平均方式のターム別レート推移



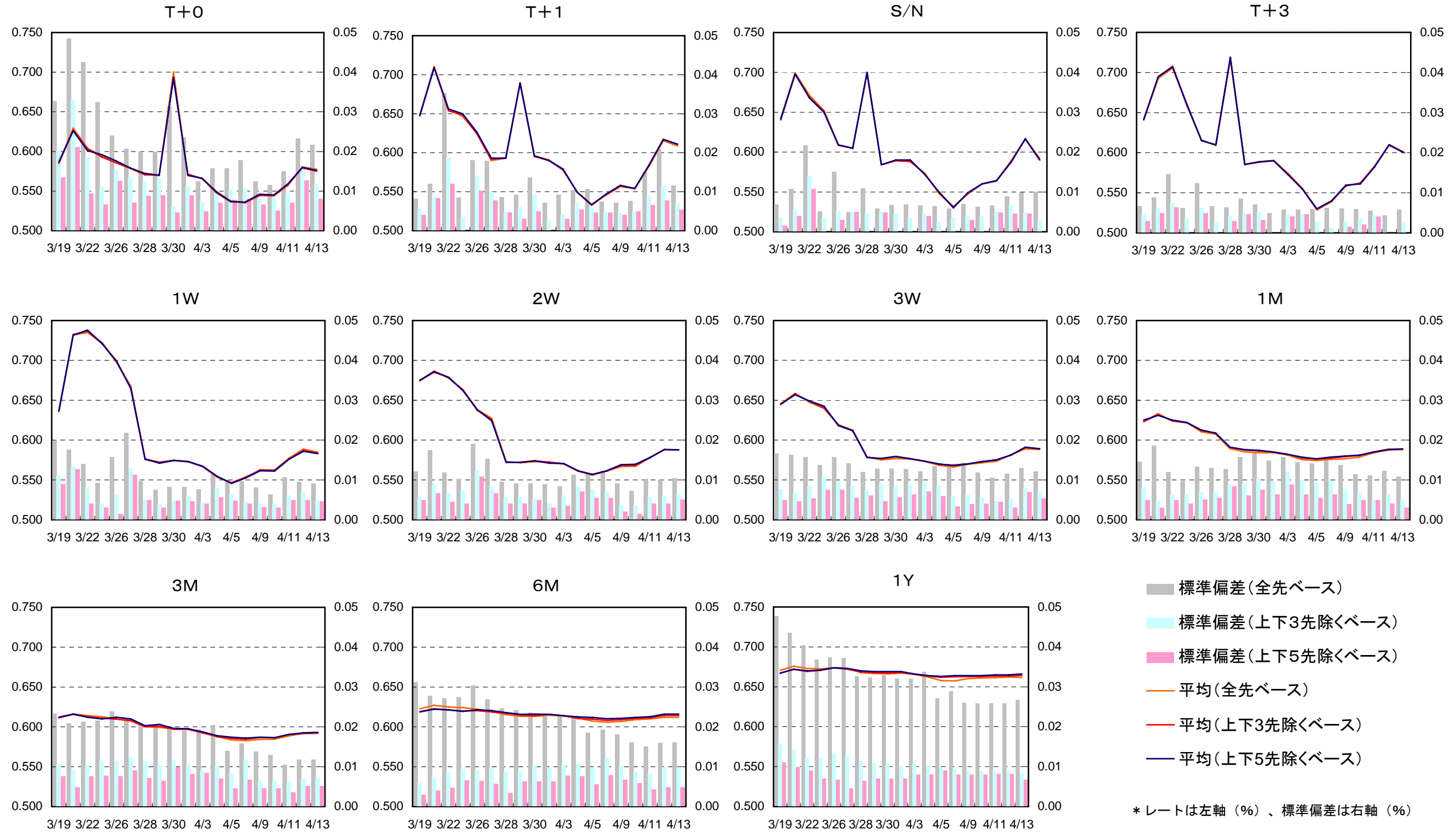
(注) 1. レファレンス方式は、全レファレンス先の平均値。
2. ブローカー加重平均方式は、3ヶ月以上の報告なし。

(図表 2) ブローカー加重平均レートのレート報告日数

	翌日物			ターム物							
	T+0	T+1	S/N	2-6日	1W	2W	3W	1M	3M	6M	1Y
日数	15	15	15	8	12	7	2	1	0	0	0

(注) ブローカー加重平均レートの報告対象期間は、3月26日から4月13日約定分までの15営業日間

(図表3) レファレンス方式のターム別レート・標準偏差の推移



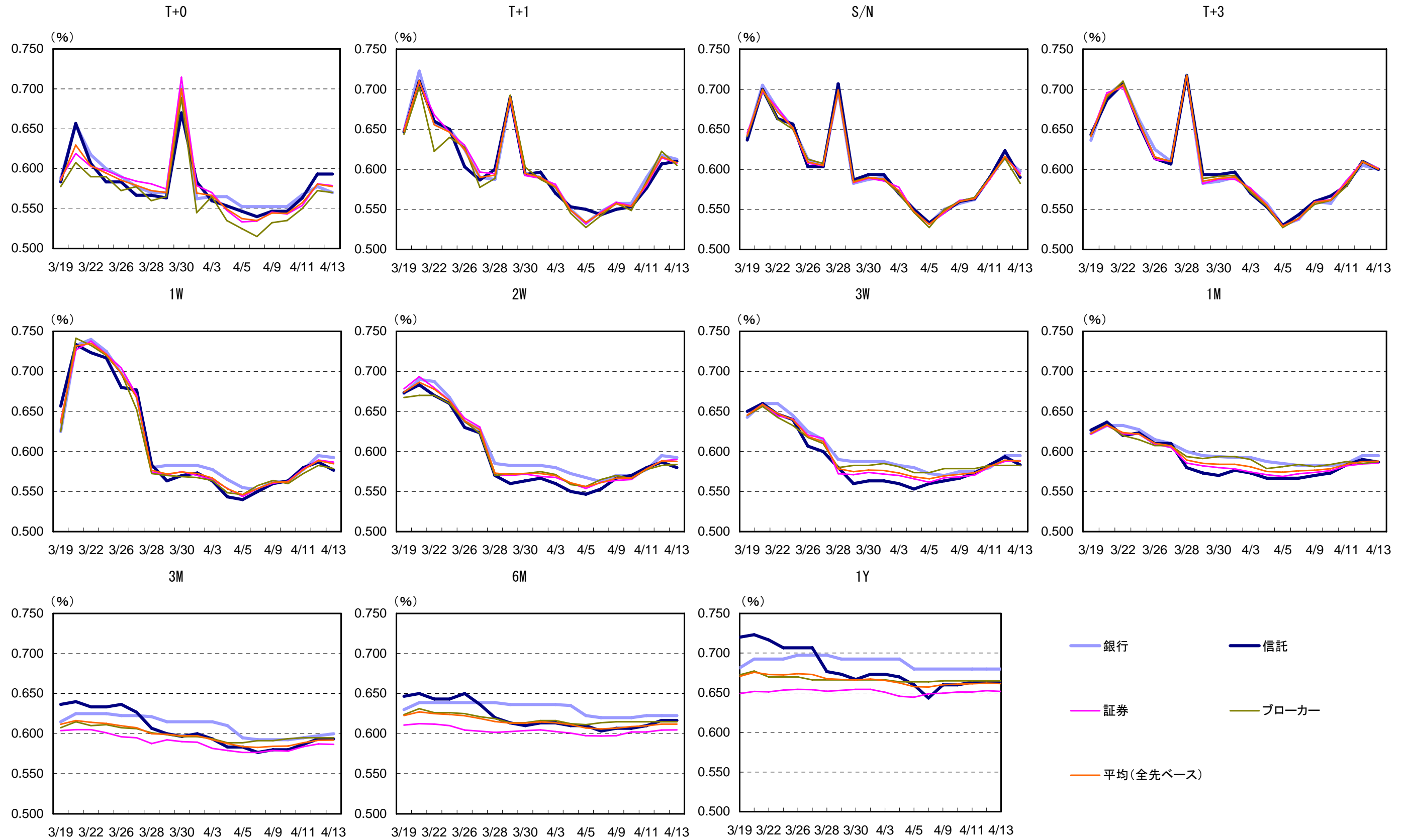
(参考) 全期間での標準偏差の平均値 (%)

	T+0	T+1	SN	T+3	1W	2W	3W	1M	3M	6M	1Y
全先ベース	0.023	0.013	0.009	0.007	0.011	0.011	0.013	0.014	0.018	0.023	0.033
上下3先除いたベース	0.013	0.007	0.005	0.004	0.007	0.007	0.008	0.008	0.010	0.009	0.011
上下5先除いたベース	0.009	0.005	0.003	0.002	0.005	0.005	0.005	0.005	0.007	0.006	0.008

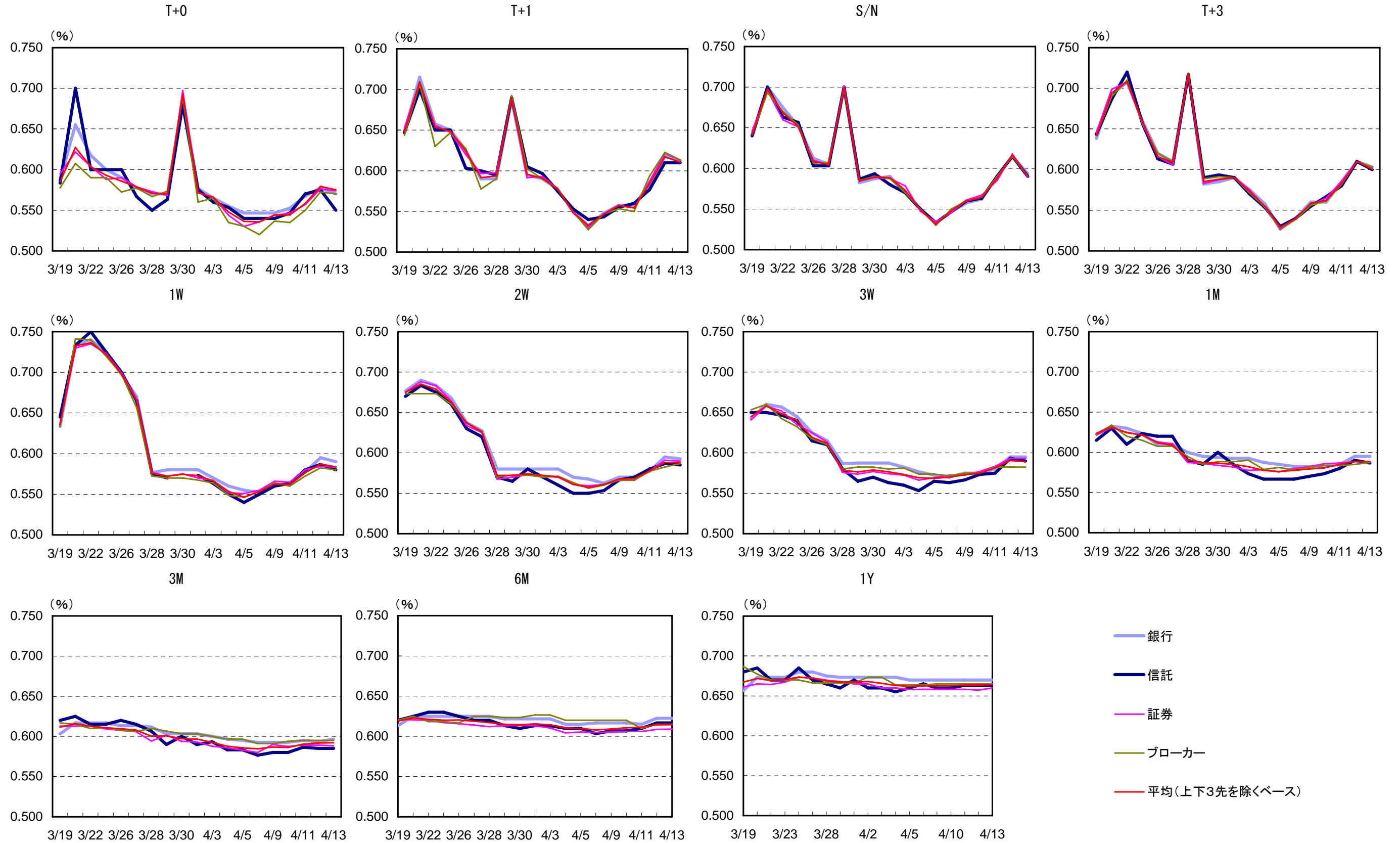
(図表4) レファレンス方式の業態別平均レートの推移

(注) ここでは比較のために業態別平均レートを示しているが、個社の報告レートは同じ業態でもばらつきがある(例えば、銀行が呈示するレートよりも高いレートを呈示する証券会社が存在するなど)点は留意する必要がある。

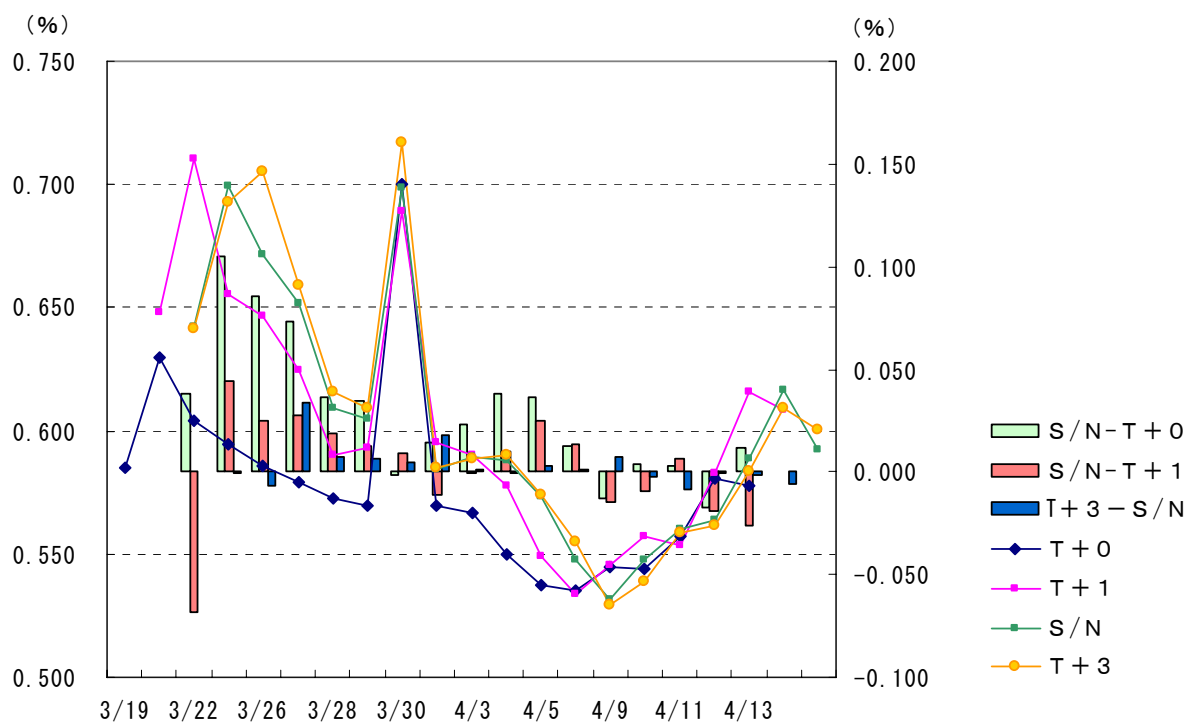
① 全先ベース



② 上下3先除いたベース



(図表5) 同スタート日の翌日物レートの推移

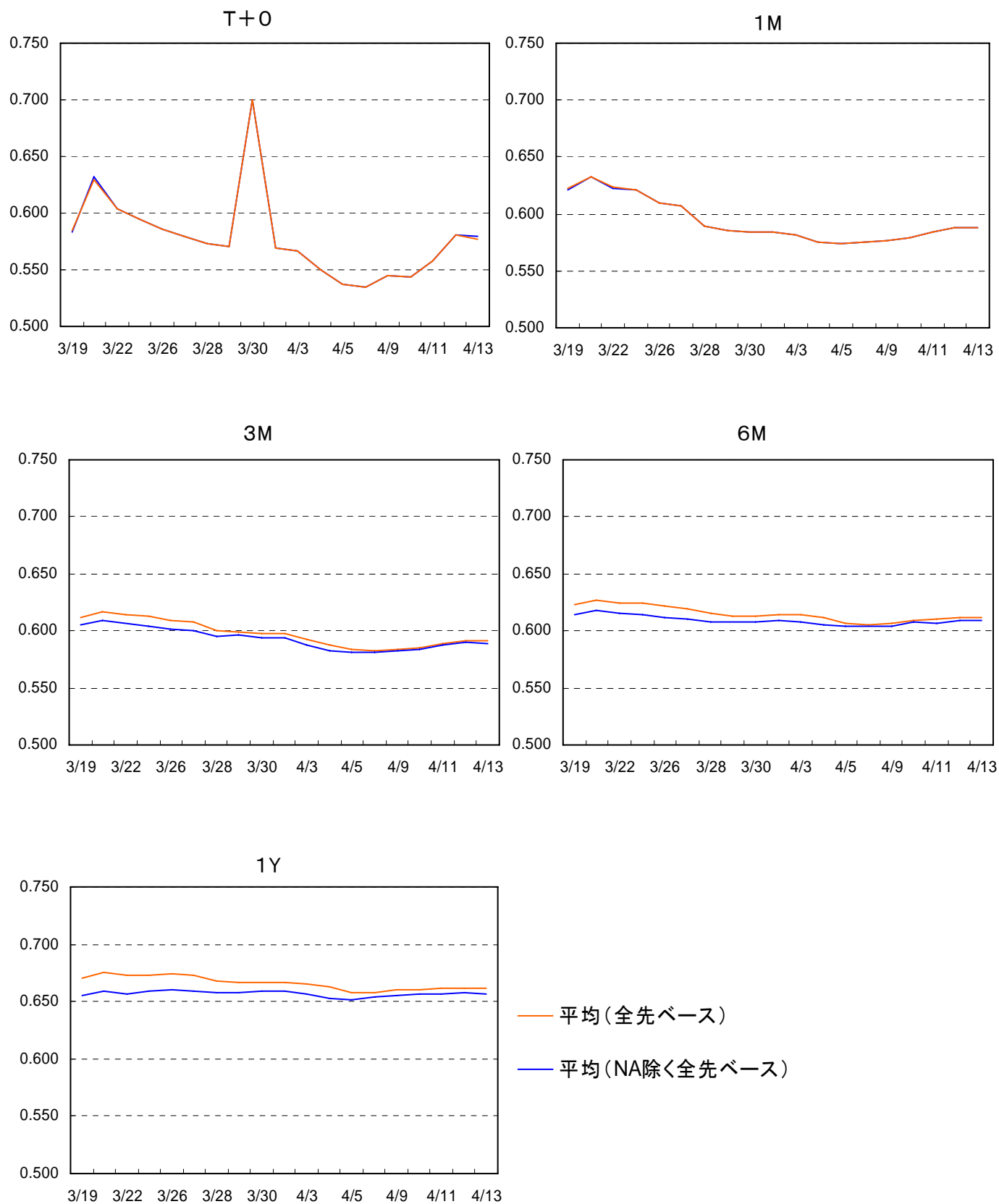


(参考) S/N と他の翌日物のレート差

	T+3-S/N	S/N-T+1	S/N-T+0
3/22	-0.001	0.039	-0.068
3/23	-0.007	0.105	0.044
3/26	0.034	0.086	0.025
3/27	0.007	0.073	0.028
3/28	0.006	0.037	0.019
3/29	0.005	0.035	0.012
3/30	0.018	-0.001	0.009
4/2	0.001	0.014	-0.011
4/3	-0.001	0.023	-0.001
4/4	0.002	0.039	0.010
4/5	0.001	0.036	0.025
4/6	0.007	0.013	0.014
4/9	-0.002	-0.013	-0.014
4/10	-0.009	0.004	-0.010
4/11	-0.001	0.003	0.006
4/12	-0.002	-0.017	-0.019
4/13	-0.006	0.012	-0.027
絶対値の期間平均	0.006	0.020	0.032

0.004 ← 26日スタートと30日スタートを除いたベースのレート差

(図表6) NA申告があったタームのレート推移比較



レポ指標レートの具体案（叩き台）

- ◆ 本日は、これまでの議論の中で、まだ結論が出ていない論点を中心に議論。
 - ◆ 本日の議論を踏まえて、事務局でWGの報告書案を作成する予定。WGメンバーのコメントを反映した後に、パブリック・コメントに付すこととしたい。
-

1. レファレンス方式かブローカー加重平均方式か

- レファレンス方式とする。

【考え方】

- ・ 試行結果を踏まえると、参加者の金利観はタイトな範囲に収斂しており、レファレンス方式は市場実勢を的確に反映すると評価できる。
- ・ レファレンス方式は、ブローカー加重平均方式に比べて、市場のカバレッジが高い。
- ・ レファレンス方式は、長めのタームまでレートを継続的に出していくことができる。
- ・ 「翌日物についてはブローカー加重平均方式、ターム物についてはレファレンス方式」との考え方もあり得るが、試行では、両者の翌日物レート間に大きなパフォーマンスの差はみられなかったので、レート作成方法の整合性、効率性の観点から、全てレファレンス方式とする。

2. レファレンス先の個社レート開示

- 申告レートの信頼性確保の観点から、内外の各種指標レートと同様に、個社レートを開示する。

3. 対象取引

- 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）。
- GC レポを対象とする（SC レポは対象外）。

4. レートの定義

- 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とみなしたレート）の一本値とする。
- 一本値は「オファー、ビッドの仲値」とする。
- 標準的な取引ロットは、全期間について100億円とする。
- ターム物はサブスティテューションなしのレートとする。
 - 将来、サブスティテューションありの取引が増えてきた場合には、その時点で対応を検討。

5. 対象期間

- 対象期間は、翌日物（T+0、T+1、S/N）、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Yとする。
 - ターム物は、T+3 決済の取引を対象とする。将来的に T+2 決済等の取引が多くなった場合には、その時点で対応を検討。
- 全てのタームについてレートを呈示することとし、「n. a.」申告は原則なしとする。

(論点1) 長めのタームについて、どこまでを対象期間とするか。

- 内外の他のレファレンス方式による短期金利の例（BBA repo benchmark、Eurepo、Libor、Tibor 等）をみると、1Y までを対象としているものが多い。
- WG では、①当初は、現状取引量が相応にある1Mまたは3Mまでとする（それより長いタームは取引が増えてくれば、その段階で対象期間を延長する）、②短期金利の目安を示すものである以上は、他の短期金

利と同様、当初から 1Y までとした方がよい（取引量は、金利情勢、市場情勢により変化し得るので、あまり現時点での取引の多寡に左右されなくてもよい）、の双方の意見が出された。

—— 中間的な案として、③レート¹の報告・集計は 1Y まで行うが、1M または 3M より長いタームについては、当面、「試行」的な位置付けを明確にしておく、という案も考えられる。

- 試行結果をみると、全般的にタイトな範囲にレートが収斂していると評価できるが、相対的には、3M 以上のタームは 3M 未満のタームよりレートのばらつきがやや大きい。但し、中心値からの乖離が大きい上下 3 先ずつを除いたベース（平均レートの算定対象）では、ばらつきはかなり小さくなり、3M 未満のタームとほとんど差がない。

【検討ポイント】

- ・ 現状における取引量の多寡をどの程度重視するか。
- ・ レートを出すことで幅広い参加者に金利の状況がわかりやすくなり、取引の促進にも役立つ、という側面をどう考えるか。

(論点 2) 翌日物は、T+0~T+3 のいずれを対象とするか。

- 決済日が同じ取引であっても、約定日によって需給やレート形成は異なっている。T+0、T+1、T+2 は、何れもコールやユーロ円など他の短期金融市場における代表的な約定・決済スケジュールであり、これらとの金利差がわかり易くなることは、市場状況の把握や分析などの観点からも有益と考えられる。
- T+3 の取引も、流動性が高いマーケットなので対象としてはどうかとの意見も少なくない。但し、国債明細を含めた約定が S/N (T+2) ベースとなっているものが多いこと、試行結果をみるとごく一部の日を除いて S/N と T+3 のレートはほとんど差がないこと、この取引のみ中心的な取引時間帯が夕刻にかけてでありレートの集計・公表時間、作業が二元化することなどを踏まえ、上記の案では、取り敢えず対象外としている。

【検討ポイント】

- ・ T+3 は対象としないことでよいか。
- ・ T+0 や T+1 は対象とすることでよいか。これらについては、徐々に流動性も高まってきており、レートを出すことによって幅広い市場参加者に金利の状況がわかりやすくなり、取引の一層の促進にも役立つ、という側面をどう考えるか。

(論点 3) 「n. a.」 申告は原則なし、とすることでよいか。

- レファレンス方式に「n. a.」 申告は馴染み難いのではないか。
- 論点 1 との関係で、1M または 3M 超のタームについてのみ「n. a. あり」とすることも考えられるか。

6. 基準時点、報告時点、公表時点

- 基準時点は、全ての期間について 11 時とする。
- 報告時点は、全ての期間について 1 日 1 回、11 時 45 分までとする。
- 公表時点は、具体的な集計事務を確認した上で決定する（例えば、12 時 30 分など）。

(論点 4) 基準時点、報告時点、公表時点は、上記のとおりでよいか。例えば、国債入札事務等との兼ね合いで、前倒しした方がよいか。

- ただし、10 時台は、日銀オペ関連の事務等が繁忙である可能性がある（日銀オペのタイムスケジュールについては、別紙）。

7. レートの刻み

- 報告レートの刻みは、0.001% (0.1bp) 単位とする。
- 公表レートの刻みも、0.001% (0.1bp) 単位とする。

- いずれも試行の場合と同じ。
- 現状、無担保コール 0/N 物レートの公表も 0.001% (0.1bp) 単位。

8. 指標レートの算出方法

- 指標レートは、申告レートの上下 15%（レファレンス先が 20 先であれば 3 先）ずつを除いた平均値を算出する。
 - 内外の指標レートでは、上下 15% ずつ除くものと 25% ずつ除くものがある。
 - 試行結果を踏まえると、上下 15% ずつ除くことで、申告レートは市場の金利観をある程度広くカバーしつつも、タイトな範囲内に収斂するとみられる。

9. レファレンス先の選定

(1) 選定基準等

- レファレンス先の選定基準は、内外の各種指標レートの例を踏まえて、以下のとおりとする（業態などによる資格要件は設けない）。
 - 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）
- ①～③は、相互に関係するものであり、総合的に判断する。①の「取引を活発に行っていること」については、定量的な目安としてのレポ取引残高や、GC レポの取引状況を参考にしていくこととする。②や、③については、基本的には、大きな問題がないかどうかについて定性的に判断する。
- なお、WG では、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、（現状のような市場の取引構造の下では）資金の運用サイド、調達サイドの双方について、どちらかに著しく偏ることなく、主要プレーヤーがカバーされていた方が望ましいとの認識が共有された。当面の選定にあたっては、こうした観点も、必要に応じ考慮していく。

(2) 選定手順

- 以下を基本とする。
 - 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、その中から、指標レートの作成・公表主体が上記の基準を踏まえて選定する。

(3) レファレンス先の数

- 20 先前後（15～25 先程度）とする。
 - 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、30 先で 9 割程度。これを踏まえると、20 先前後で十分な市場カバレッジを有すると考えられる。
 - 応募先の顔ぶれによってカバーできる取引シェアもある程度異なる可能性があるため、先数は厳密に決めず、ある程度の幅を持たせておくこととする。

10. 指標レートの作成・公表主体

- 当面、日本銀行が指標レートの作成・公表を行うこととする。
 - この場合、事務の効率化の観点から、TIBOR と同様に、日々のレートの作成・公表作業の一部を外部に委託することも視野に入れて検討。
 - 指標レートの作成・公表主体については、市場参加者による会合・団体の取組みとすることが理想的だが、なるべく早期にレートの作成・公表を開始する観点や、実務的なフィージビリティなどを考えると、当面は日本銀行が担い手となることが望ましいとの意見が多く出された。
- 市場参加者による会合・団体などが担い手になることについては、レポ指標レートの安定的な運営が確保された段階で、その時点におけるフィージビリティなどを踏まえつつ改めて市場参加者と検討することとする。
 - この点について、日証協からは「日証協が指標レートの作成・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のであれば、将来的に担い手になることも前向きに検討していきたい」

旨の意向が示された。

1 1. レートの呼称（和文、英文）

(論点5) レートの呼称（和文、英文）はどうするか。

1 2. その他

- 本レートは、レポ市場の主要な参加者が日々の特定の時点において市場実勢と考えるレートの平均値を、事後すみやかに集計・公表していくことを通じて、幅広い市場参加者、関係者が市場の実勢を把握したり、様々な分析を行うのに役立てていくことを狙いとしている（レポ市場における情報基盤の充実の一環として行うもの）。
- こうした点を踏まえ、レートの適切性や取引の公正性の観点から、レファレンス先は報告レート水準について事前の情報交換・調整は行わない等、所要の対応を検討する。
- 本レートの適切な運営や改善を図っていくため、レファレンス先やレポ市場関係者（レポ研、短取研代表者など）による会合を随時開催していくことを検討する。

1 3. 今後のスケジュールのイメージ

- 5月前半を目途に、当WGの報告書案を作成。WGメンバーのコメントを反映したうえで、パブリック・コメントを実施。
- 5月中～6月初を目途に、パブリック・コメントを踏まえて報告書を確定・公表。
- 6月中を目途に、レポ指標レートに関する詳細（具体的な作成・公表方法、レファレンス先の選定方法、公表開始時期等）を公表。
—— 公表開始時期は、レファレンス先の選定、指標レートの作成・公表の準備期間（事務を外部に委託する場合には、その選定期間を含む）を勘案して決定する。

以 上

オペ等のタイムテーブル

1. 即日オペ

	国債現先オペ				共通担保資金 供給オペ (本店)		手形売出オペ	
	国債買現先		国債売現先					
オファー	9:20	12:50	9:20	12:50	9:20	12:50	9:20	12:50
応募締切時刻	9:50	13:20	9:50	13:20	9:50	13:20	9:50	13:20
オファーバック	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃

2-1. 先日付オペについて (その1)

	国債現先オペ		短期国債	国債	CP等買現先オペ
	国債買現先	国債売現先	売買オペ	買入オペ	
オファー	9:30		10:10		10:10
応募締切時刻	10:10		11:20		13:00
オファーバック	10:25 頃		11:35 頃		13:40 頃

2-2. 先日付オペについて (その2)

	共通担保資金供給オペ		手形売出オペ
	(本店)	(全店)	
オファー	13:00		13:00
応募締切時刻	13:30	14:00	13:30
オファーバック	13:45 頃	14:15 頃	13:45 頃

3. その他

	国債整理基金による国債売買
オファー	10:40
応募締切時刻	11:30