

レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ 第4回会合（4月24日）の議事概要

I. 日時 2007年4月24日（火）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

- 今回会合のテーマは2点。
- 第一は、3月から4月にかけて行った指標レート作成の試行結果に関する評価（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）。資料1に沿って事務局が暫定評価を行い、これを巡って議論を行った。
- 第二は、レポ指標レートの具体案の作成。資料2に沿って、事務局がこれまでのWGでの議論を踏まえつつ作成した叩き台を提示し、これを巡って議論を行った。
- 上記の議論を経て、今回の会合では、レポ指標レートの具体案の骨格について、メンバー間の大まかな合意形成がなされた。これを踏まえ、①5月前半を目途に事務局でWGの報告書案を作成し、メンバーのコメントを反映した後に（さらに議論が必要な場合はWGの第5回会合を開催）、パブリック・コメントに付す、②そのうえで、早ければ5月中～6月初を目途に最終報告書を確定・公表する、とのスケジュール感で進めることとなった。

1. 指標レート作成の試行結果に関する評価

- まず、事務局から、暫定的な評価を説明（骨子は以下の通り。詳細については資料1参照）。
 - ・ 全体としてみると、ブローカー加重平均方式、レファレンス方式、何れにおいても、期末を挟んだ試行期間中のレポ・レートの日々の動きを的確に捕捉できており、両方式のレート間にパフォーマンス上の大きな差異は窺われなかった。

- ・ 但し、ブローカー加重平均方式については、ターム物について出合いが少なくレートが出ない日がみられた（とくに2W超）。
 - ・ レファレンス方式については、全てのタームで安定的にレートが提示された。全体として、各社報告レートのばらつきは小さかったが、とくに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た。T+0の翌日物と3M以上のターム物は、他のタームに比べ幾分ばらつきが大きめとなったが、上下3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た。
 - ・ また、レファレンス方式では、業態別、或いは資金の出し手か取り手かによる明確なバイアスは見受けられなかった。翌日物については、T+0～T+3まで別々にレート作成を試みたが、T+0、1、2は日々の需給に応じて異なる動きを示す傾向が強かった（同一決済日ベース）が、T+3については、T+2と殆んど同様の動きを示した。
- 事務局の暫定的な評価については、違和感ないとする意見が多かった。その他、レファレンス方式を中心に出示された主な意見は以下のとおり。
- ・ 試行をしてみて判ったことだが、長めのタームまで含めて、予想以上にレートは収束している印象
 - ・ 個別にみても、（資金の取り手である）証券会社の方が（出し手である）銀行より高いレートを呈示しているケースもあり、バイアスも思っていたより小さい
 - ・ 業態を問わず、レートは収斂している。非常によい結果がでており、レファレンス方式で問題ないと思う
 - ・ 個社別にみると多少のばらつきはあるが、上下3先を除いたベースのレートでみると、かなりシャープなレンジが形成されている
 - ・ 敢えて言えば、T+0の翌日物レートの標準偏差がやや高いのが多少気になる
 - ・ 今回の結果はあくまでも試行期間中のものであり、実際に指標レートを作成・公表していくなかでバイアスが出てこないかどうかについては引き続き検証する必要がある

2. レポ指標レート of 具体案

- 事務局の作成した叩き台（詳細については資料2参照）と、各論点を巡る主な議論を整理すると、以下のとおり。

(1) レファレンス方式かブローカー加重平均方式か

<事務局案>

- 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ため、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。

- 試行結果も踏まえ、メンバーからは事務局案通りでよいとの意見が多く出され、レファレンス方式とすることで認識が一致した。

(2) レファレンス先の個社レート開示

<事務局案>

- 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

(3) 対象取引

<事務局案>

- 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）。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

(4) レートの定義

<事務局案>

- 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

(5) 対象期間

<事務局案>

- 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。

- 最終的には、事務局案通りとすることで、概ね認識が一致した。その過程では、主に、①長めのタームをどこまで対象期間とするか、②翌日物についてT+0～3の何れを対象とするか、といった観点から議論が行われた。
- ①についてみると、1Mまでを対象とすることに関してはメンバー間に異論はなく、現状出合いの少ない3M、6M、1Yを対象とすることが論点となった。もっとも、試行の結果、提示されたレートのはらつきは総じて小さく、金利観が収斂していると考えられること、内外の他の指標レートも1Yまでが対象となっていること、金利の水準観を示すことでターム物の市場を何がしか育てていく側面があること、といった観点から、1Yまでを対象とすることで見解は一致した。主な意見は以下のとおり。
- ・ 試行結果をみると、出合いが相応にある1Mまでのレートははらつきも小さく実感にも合うので全く問題はないが、現状出合いの少ない3M以上を対象とするには取引実感の面でやや躊躇があるのは事実。他方、1Yまで指標レートがあればイールドカーブが描けるなどのメリットもある。両者の兼ね合いだが、試行で1Yまで相応にタイトな範囲にレートが収斂した実績を踏まえると、1Yまででよいのではないか
 - ・ 指標レートの作成目的の一つには市場の育成という観点があると思う。何れは1Y程度までのレポ取引を増やしていきたいと考えており、その意味でも1Yまでを対象とすることでよいのではないか
 - ・ 試行結果をみると、市場実勢と思われるレートが出てきており、対象期間は1Yまでとすることでよい
 - ・ 3M以上のレートは、1M以下とは異なる暫定的、試行的な位置付けとしたうえで公表することも考えられるが、指標レートの位置付けが二重化し、判りにくくなるので、そうした取扱いは好ましくないのではないか
- ②についてみると、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るため、別々に認識することに意義があるとの考え方は概ね共有された。そのうえで、T+0、T+1、T+2 (S/N) は、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の見方から、これらを対象とすることには大きな異論はなかった。
- T+3についても、流動性が高いマーケットなので対象とすべきとの意見も複数あった。ただ、試行結果をみるとT+2 (S/N) とT+3のレートは（その他に比べると）差が小さいこと、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・公表時間や作業が二元化することなどを踏まえ、

最終的には対象外とすることになった。主な意見は以下のとおり。

- ・ 国債の T+3 決済の下、当社では、なるべくレポを T+2 で行うよう努めてきており、こうした観点からも T+3 は対象外でよいと思う
 - ・ 市場のレート形成をみていると、よほど新たに大きな情報が入らない限り、T+3 と S/N のレート水準は基本的に同じとなることが多い。こうしたことを踏まえると、T+3 は対象外で構わないのではないか
 - ・ T+0～T+2 (S/N) の翌日物レートは、コールやユーロ円取引などのレートとの比較の観点からも有用であるが、T+3 は他に比較するレートがないため、必要性は相対的に低いと考えられる
 - ・ 現状 T+3 の取引量が多いのは確かであるが、T+3 のレートを作成するなら夕刻の集計・公表とならざるを得ず、他のレートと併せて 1 日 2 回となるのは事務負担が重い。上述の通り、それに比して得られるメリットが少ないのではないか
 - ・ 現状、翌日物のレポ取引では最も取引量の多い T+3 を除くのは、やはり違和感がある。1 日に 2 回報告する事態を避けるためには、集計・公表時点を全て夕方にする、あるいは、T+3 の翌日物についても基準時点を 11 時とすることも考えられるのではないか
 - ・ T+0 や T+1 については、徐々に流動性が増えてきている。当社もなるべく取り組むように努めている。レートを出していくことで更に厚みを増すことも期待できるので、対象とすることでよいのではないか
- この間、(試行においては利用可能としていた)「n. a.」申告については、原則なしとすることでよいとの認識で一致した。

(6) 基準時点、報告時点、公表時点

<事務局案>

- 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。
- 最終的には、事務局案を基本として詳細を固めていくが、これで円滑な事

務遂行が可能かどうか改めて各社が検討し、問題があれば事務局に連絡することとなった。

- 一部のメンバーからは、国債の発行入札関連事務が 11 時台に行われるため、前倒し（基準時点 10 時、報告時点 10 時 45 分）や後倒し（報告時点を 12 時以降にする等）をしても良いのではないかとの意見があった。もともと、事務局案は、試行で行ったタイム・スケジュールであり、大きな支障は生じなかったことから、これでよいのではないかとの意見が中心であった。これらの議論を経て、事務局から、「試行のパフォーマンスの良さを踏まえ、なるべく試行時とタイム・スケジュールを大きく変えない方が望ましいという面もある。取り敢えず事務局案のままとすることを基本に詳細を詰めていくが、各社がこれで円滑な事務遂行が可能かどうかを持ち帰って検討し、不都合があれば事務局に連絡して欲しい。そうした先が多ければ対応を改めて検討することとしたい」と提案し、了承された。主な意見は以下のとおり。
- ・ 国債の入札関連事務が 11 時台であるので、これ以外のスケジュールの方が事務を余裕を持って進める都合から言えばありがたい
 - ・ 日銀の即日オペは基本的に 10 時台に概ね終了しているため、基準時点を 10 時、報告時点を 10 時 45 分とすることも考えられるのではないか
 - ・ 11 時 30 分は TB・FB の入札締切時刻、12 時は利付国債の入札締切時刻となっており、事務局案（11 時のレートを 11:45 に報告）でも重複はしていない。それほど無理がないスケジュールではないか
 - ・ 試行期間中は事務局案で問題なかったため、事務局案でよいのではないか。仮に、将来、国債入札のタイムスケジュールなどが変更になった場合には、その時点で見直せばよい
 - ・ 基準時点は日銀オペ等も含む需給関係の情報が出尽くす前引けの 11 時とし、後場の取引が始まるまでに公表するのが市場の安定的なレート形成という観点から望ましい
 - ・ 会社によっては、CP 市場も合わせてみている先がある。CP 市場は 10 時 30 分から 11 時 30 分が繁忙感が高いので、報告は午後の方がよい
 - ・ T+0 の翌日物だけは、取引時間帯が他に比べて早いいため、基準時点を 11 時より早める（例えば 10 時など）ことも考えられるのではないか
 - ・ 公表時点は、できれば後場が始まる前、それが難しい場合でもあまり遅くならない方がよい。場中に公表されると、平均レートが予想していたレートと異なる場合には、公表後にマーケットが動く可能性がある

- ・ 指標レートが公表されると、海外からも含め様々な照会が寄せられることになると思う。公表時間はあまり遅くならない方がよい

(7) レートの刻み

<事務局案>

- 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

(8) 指標レートの算出方法

<事務局案>

- 指標レートは、申告レートの上下15%ずつを除いた平均値を算出する。
—— 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。

- 他の指標レートにおいては上下25%ずつ除外する事例もあることから、そうしてはどうかとの意見も一部にあったが、試行結果も踏まえ、最終的には事務局案通りとすることで認識が一致した。

(9) レファレンス先の選定

選定基準：＜事務局案＞

- 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、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、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。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。
- 事務局案通りとすることで、認識が一致した。
- ただし、議論の過程では、上述の選定基準が入り口段階だけのものなのか、維持・退出基準でもあるのかどうか、考え方を整理しておく必要があるとの問題提起があった。これを踏まえ、事務局が最終報告書のドラフトを作成していく過程で考え方を整理し、メンバーの意向を集約することとなった。主な意見は以下のとおり。
- ・ レファレンス先の選定基準は、事務局案で問題ない。当面は、定性判断の中で、ある程度レファレンス先全体のバランスにも配慮していくことでよいのではないか
 - ・ 信用力は、時々で変化していくものであり、選定時点以降の変化について、どう考えるべきか。この基準が選定時だけのものなのか、継続的に維持すべきものなのか、概念整理をしておいた方がよい
 - ・ 選定基準とともに、何かあった際の退出基準があった方がよいかもしれない
 - ・ レファレンス先がある時点以降レポ業務を停止したといった極端な事

例以外は、レファレンス先の変更は基本的に 1 年に 1 回の選定替えの際に行うということで十分なのではないか（それくらいの先が選定されるということ）

- ・ 退出基準については、厳密には定めず、何かあったらその都度対応するという考えられる

選定手順：＜事務局案＞

- 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

レファレンス先の数：＜事務局案＞

- 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調査では、上位 20 先で全体の 8 割程度。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ので、先数は厳密に決めず、ある程度の幅を持たせておく。

- 試行を 20 先で行い、良好な結果が得られたことなども踏まえ、事務局案通りとすることで認識が一致した。

(10) 指標レートの作成・公表主体

<事務局案>

- 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、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。

- 議論の中では、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との考え方は共有された。もっとも、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、当面、事務局案通り、日本銀行が行うことが望ましいとの認識で一致した。
- このため、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が適当との認識で一致した。

(11) レートの呼称

- レートの呼称（和文、英文）については、メンバーから案を募り検討することとなった。

(12) その他の事項

<事務局案>

- 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平均的に考えるレートを、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の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 of 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

（13）今後のスケジュールのイメージ

<事務局案>

- 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。

- 事務局案通りとすることで認識が一致した。

以 上

(別添)

「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」第4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
(代理出席)	井森 準司	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 ディレクター
	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
	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 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
	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
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