

レポ指標レートに関する検討結果および  
パブリック・コメントの募集

2007 年 5 月 28 日

レポ指標レートに関する検討  
ワーキング・グループ

## 目 次

I. 本報告書の経緯、狙い .....	1
II. 指標レートの具体案 .....	2
1. 指標レートの作成 .....	2
2. 指標レートの作成方法 .....	2
3. 具体的な設計 .....	3
4. レファレンス先の選定 .....	5
5. 作成・公表主体 .....	7
6. 指標レートの呼称 .....	7
III. その他の事項 .....	8
IV. 今後の取り扱い（パブリック・コメントの募集等） .....	8

（別紙 1）レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ・メンバー一覧

（別紙 2）指標レートの試行結果

## I. 本報告書の経緯、狙い

日本銀行は「短期金融市場の機能向上への取組み」<sup>1</sup>の一環として、レポ指標レートの作成・公表に向けた検討に着手することとし、本年2月に「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」を設置した（メンバーは別紙1参照）。当ワーキング・グループ（以下「WG」）は、以後4回にわたり会合を重ね、議論を行ってきた<sup>2</sup>。

—— 日本銀行は、2000年から「集計レポ・レート」（日本銀行の国債関係オペの取引先約50社から日々報告されるレートの平均値）を公表している。これは、当時発展途上にあったレポ市場のインフラ整備の観点から開始したものであるが、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こと、オペ先以外の主要参加者がカバーされないこと等から、最近においては市場実勢を十分反映していないとの指摘もみられるようになっている。2000年以降、レポ市場は飛躍的に拡大しており、より指標性の高いレートがあった方が良いとの指摘も多いことから、この間の市場の変化も踏まえつつ、改めて指標レートのあり方を検討することとしたもの。

本報告書は、WGで合意した指標レートの具体案およびその背景にある考え方を呈示し、具体案に対するパブリック・コメントを募集することを狙いとしている。

---

<sup>1</sup> 詳しくは、以下の日本銀行ホームページ参照。

[http://www.boj.or.jp/theme/psys\\_seibi/kiban/stmb/tanki/index.htm](http://www.boj.or.jp/theme/psys_seibi/kiban/stmb/tanki/index.htm)

<sup>2</sup> 第1回から第4回の会合における討議用資料、議事概要は、以下の日本銀行ホームページ参照。

[http://www.boj.or.jp/theme/psys\\_seibi/kiban/stmb/tanki/work/index.htm](http://www.boj.or.jp/theme/psys_seibi/kiban/stmb/tanki/work/index.htm)

## Ⅱ．指標レートの具体案

WGは、以下の具体案をパブリック・コメントに付すことに合意した（以下、 がコメント対象となる具体案）。

### 1. 指標レートの作成

- ・ 新たなレポ指標レートを作成する（「集計レポ・レート」は廃止）。

#### [背景説明]

- ・ WGは、指標レートは市場実勢を把握しやすくなる、レートの透明性が向上し市場参加者拡大や流動性向上に資する、といった観点から、有用であるとの見解で一致した。
- ・ この他、市場分析やリスク・損益分析に利用できる、有担保のイールドカーブ形成に資する、将来的にはデリバティブ商品等の参照レートに利用し得るといった意見も多く出された。

### 2. 指標レートの作成方法

- ・ 作成方法は、レファレンス方式とする。

#### [背景説明]

- ・ 指標レートの作成方法としては、大別してレファレンス方式（特定時点の実勢レートを主要参加者が報告し、報告レートの平均を算出）と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日の取引金額加重平均レート）の2つが考えられた。
- ・ WGにおける一次的な議論では、いずれの方式も候補たり得るとの見解となったことから、両方式のパフォーマンスを具体的に確認するため、3月中下旬から4月上旬にかけて、WGメンバーが指標レートの作成を試行した（試行結果については、別紙2参照）。  
  
—— 試行結果をみると、両方式とも、期末のレート変動も含め同様の動きを示しており、市場実勢を的確に反映していると評価できた。

- ただし、ターム物レートは、レファレンス方式では毎日呈示されたが、ブローカー加重平均方式では呈示できない日が多かった。
- レファレンス方式についてみると、どのタームにおいても参加者の金利観がタイトな範囲に収斂しており、信頼性は高いと考えられた。また、報告レートの業態や出し手・取り手によるバイアスなどは窺われなかった。
- ・ 試行後、改めてWGで議論し、上述の試行結果、および以下のような観点から、レファレンス方式とするのが適当との結論に至った。
  - 内外の指標レート（Libor、Tibor、BBA repo benchmark、Eurepo 等）も同様の方式である
  - 報告レートの信頼性や透明性については、各レファレンス先の個社レートを開示することにより確保し得る
  - レファレンス方式の方が、ブローカー加重平均方式よりも高めの市場カバレッジが確保できる
  - 取引が薄い場合でも（現在であれば長めのターム物）、レファレンス方式であれば呈示できる（ブローカー加重平均方式では呈示されにくい）

### 3. 具体的な設計

- ・ 具体的な設計は、以下のとおりとする。

対象取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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）。</li> <li>・ GC レポとする。</li> </ul>
レートの定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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。</li> <li>・ 一本値は「オファー、ビッドの仲値」とする。</li> <li>・ 標準的な取引ロットは、全期間について 100 億円とする。</li> <li>・ 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。</li> </ul>

対象期間	・ 翌日物 (T+0、T+1、S/N<T+2>)、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y。 ——ターム物は T+3 決済の取引を対象とする。
基準時点	・ レファレンス先は、全ての期間について 11 時時点のレートを報告する。
報告時点	・ レファレンス先は、全ての期間について 1 日 1 回、11 時 45 分までにレートを報告する。
公表時点	・ 未定 (具体的な集計事務を確認した上で、今後決定)。
レートの刻み	・ 報告レート、公表レートとも 0.001% (0.1bp) 刻みとする。
算出方法	・ 報告レートの上下 15% ずつ (レファレンス先が 20 先であれば上下 3 先ずつ) を除いた平均値を算出する。
その他	・ レファレンス先の個社レートを公表する。

#### [背景説明]

- ・ 指標レートの具体的な設計については、主として次の 2 点について議論があった。

##### ① 長めのタームをどこまで対象期間とするか

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 を対象とするかどうかが論点となった。もっとも、試行の結果、呈示されたレートのば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育てていく側面も期待されること、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。

## ② 翌日物について T+0～3 の何れを対象とするか

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が複数あった。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）差が小さいことや、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。

## 4. レファレンス先の選定

- ・ レファレンス先の数は、20 先前後（15～25 先程度）とする。

### [背景説明]

- ・ 日本銀行が 2006 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。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ので、先数は厳密に決めず、ある程度の幅を持たせておく。

- ・ レファレンス先であるための基準は、以下のとおりとする。
  - 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）

#### [背景説明]

- ・ レファレンス先としての責任を果たしていくためには、上記の要件を満たしていることが必要と考えられる。また、内外の各種指標レートでも同様の基準としていることも踏まえ、上記のとおりでよいとの結論となった。
- ・ 選定作業は、レートの作成・公表の担い手が行うこととなるが、WGでは、①～③は相互に関係するものであることから総合的に判断していくことが適当との見方が共有された。その際、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するほか、②や③については、基本的には、大きな問題がないかについて定性的に判断する。
- ・ また、WGの議論では、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、主要な市場参加者がカバーされていた方が望ましい、このため、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ことが適当との認識が共有された。

- ・ 選定手続については、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



## 5. 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。

### 〔背景説明〕

- ・ WGでは、指標レートの作成・公表は、市場参加者の会合・団体による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いう結論となった。
- ・ 但し、日本銀行の事務効率化の観点から、TIBOR 等と同様に、日々のレートの作成・公表作業を一部外部委託することも可能とすることが了承された。
- ・ 市場参加者の会合・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した。
  - この点について、日本証券業協会からは「当協会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。

## 6. 指標レートの呼称

- ・ 「東京レポ・レート（レファレンス先平均値）」（和文）、「Tokyo Repo Rate(reference institutions average)」（英文）とする。

### Ⅲ. その他の事項

WGは、本レートの位置付け、詳細設計にあたっての留意点、運営等に関し、以下の点について合意した。

- ① 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する（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）。
- ② ①を踏まえ、詳細設計に際しては、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。
- ③ 日本銀行は、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。

### Ⅳ. 今後の取り扱い（パブリック・コメントの募集等）

パブリック・コメントを実施する（2007年5月28日～6月6日）。

—— 背景説明等を踏まえて、本報告書の   部分に対するご意見を募集します。ご意見は、適宜の形式で2007年6月6日<水>（必着）までに、電子メールで日本銀行金融市場局金融市場企画担当（メールアドレス：[post.cmmd2@boj.or.jp](mailto:post.cmmd2@boj.or.jp)）宛にお送り下さい。この場合、件名を「レポ指標レートに関する件」として下さい。

日本銀行は、パブリック・コメントの結果を踏まえて、指標レートの作成・公表に関する最終的な決定内容を公表する。

—— パブリック・コメントにより頂いたご意見については、日本銀行としての考え方、対応方針を併記するかたちで公表させて頂く予定です。その際には氏名または名称を公表させて頂く場合があるほか、個別には回答いたしませんので、予めご了承下さい。

指標レートの公表開始時期は、レファレンス先の選定その他の準備期間を勘案して決定するが、概ね今年度下期入り後を目途とする。

以 上

## レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ・メンバー一覧

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 U F J 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：第2回から第4回)
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 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
櫻井 祥文	債券現先取引等 研究会	主 査	(第1回)
平木 伸尚	短期金融市場 取引活性化研究会	幹 事	(第1回および第2回)
大木 盛義	〃	幹 事	(第3回および第4回)

(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

## 指標レートの試行結果

## ①試行の概要

実施時期	レファレンス方式： 2007 年 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
参加先	レファレンス方式： 全WGメンバー ブローカー加重平均方式： 短資 3 社、日本相互証券
レート作成方法	レファレンス方式： 基本的に本文 II. で示した具体案と同じ <sup>(注)</sup> ブローカー加重平均方式： 上記 4 社の取引金額加重平均レート

(注) ただし、試行では T+3 の翌日物も対象とした。また、算出方法は、全先の報告レート平均、上下 15%ずつ (3 先ずつ) を除いた平均、上下 25%ずつ (5 先ずつ) を除いた平均の 3 つを算出。

## ②試行結果

以下のグラフを参照。

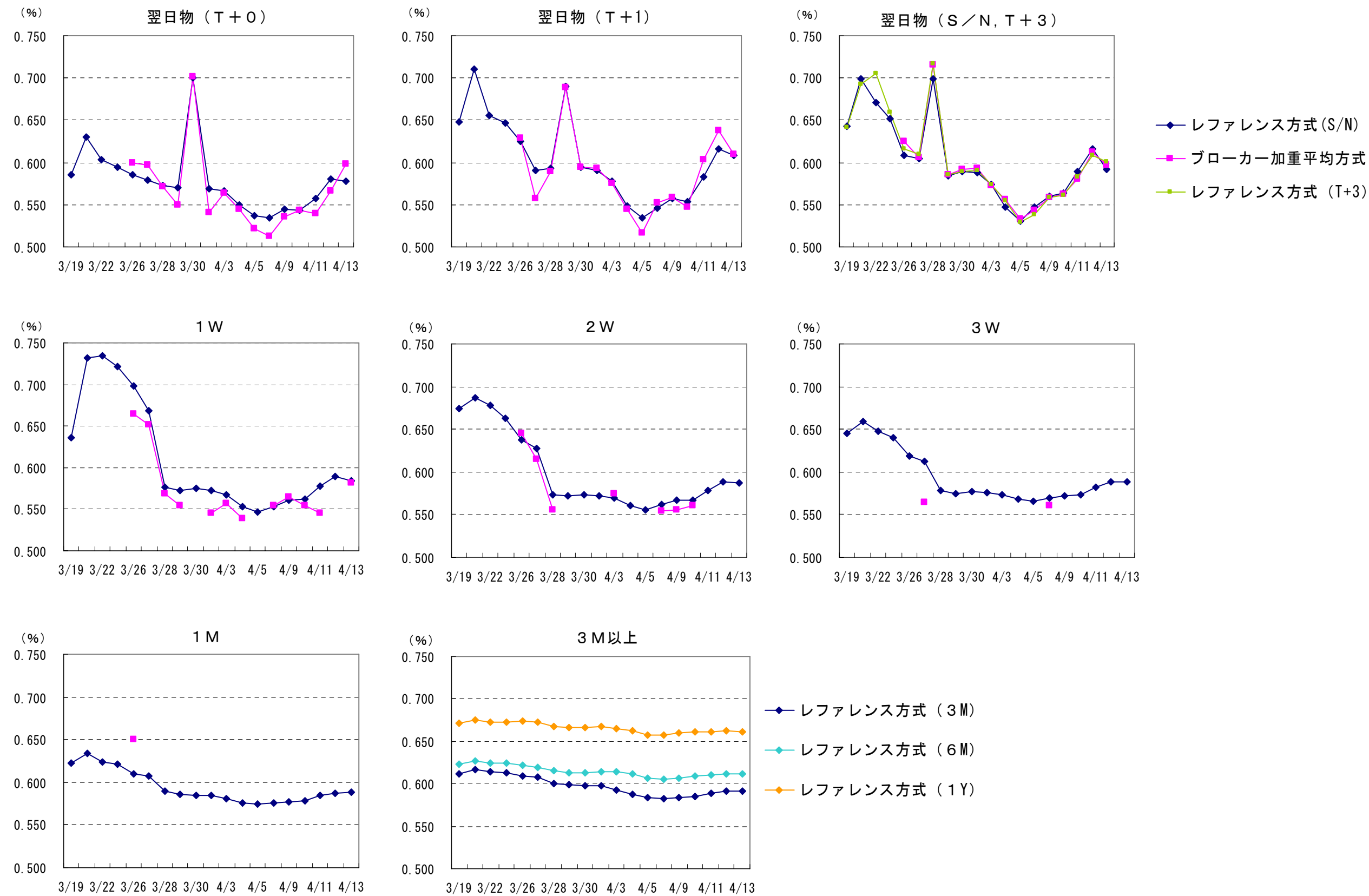
(図表 1) レファレンス方式とブローカー加重平均方式のターム別レート推移

(図表 2) レファレンス方式のターム別レート・標準偏差の推移

(図表 3) レファレンス方式の業態別平均レートの推移

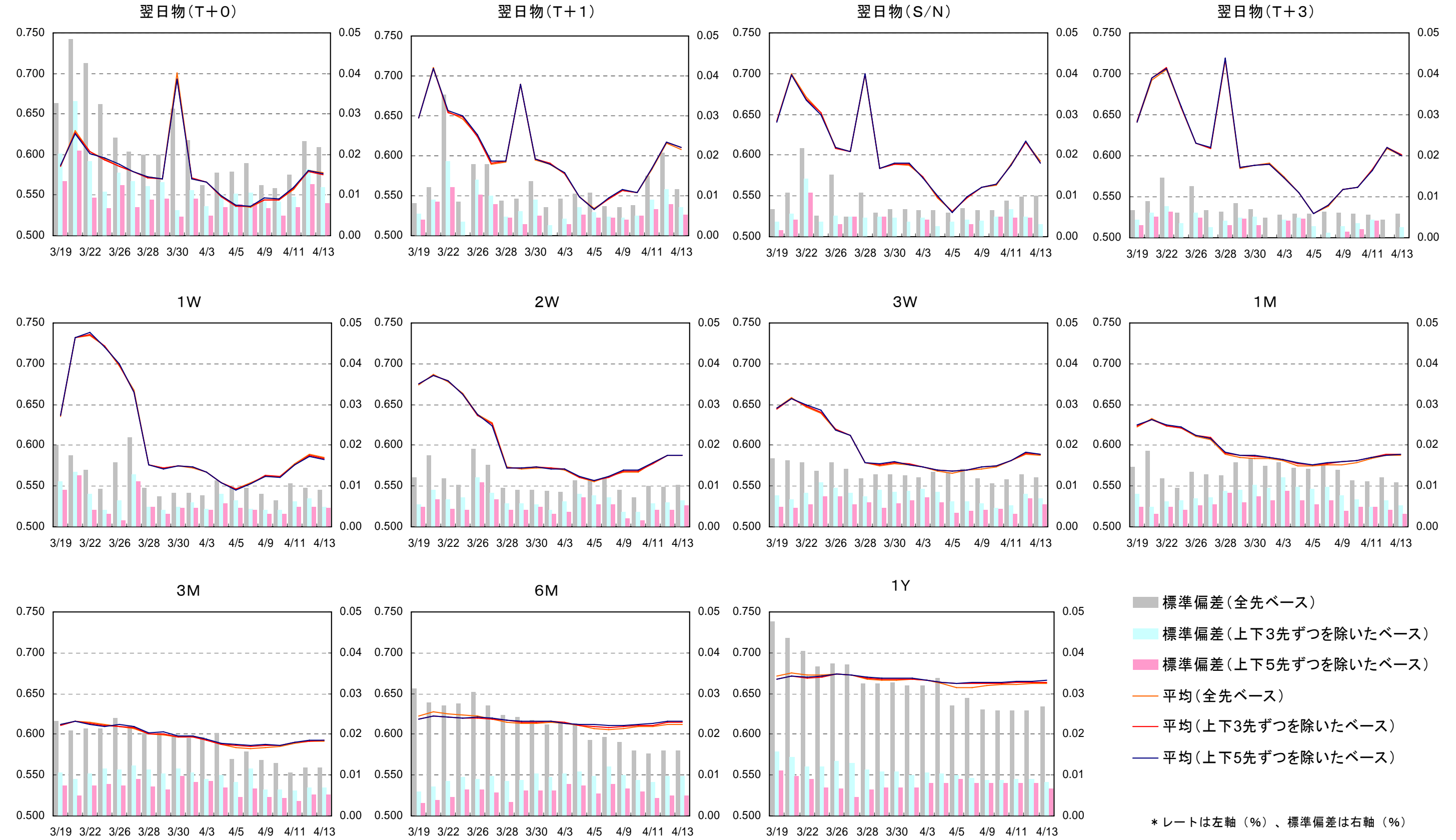
(図表 4) 同ースタート日の翌日物レートの推移

(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については、2 Wは2 W以上 3 W未満、  
3 Wは3 W以上 1 M未満、1 Mは1 M以上 2 M未満。  
3. ブローカー加重平均方式は、3 M以上の報告なし。

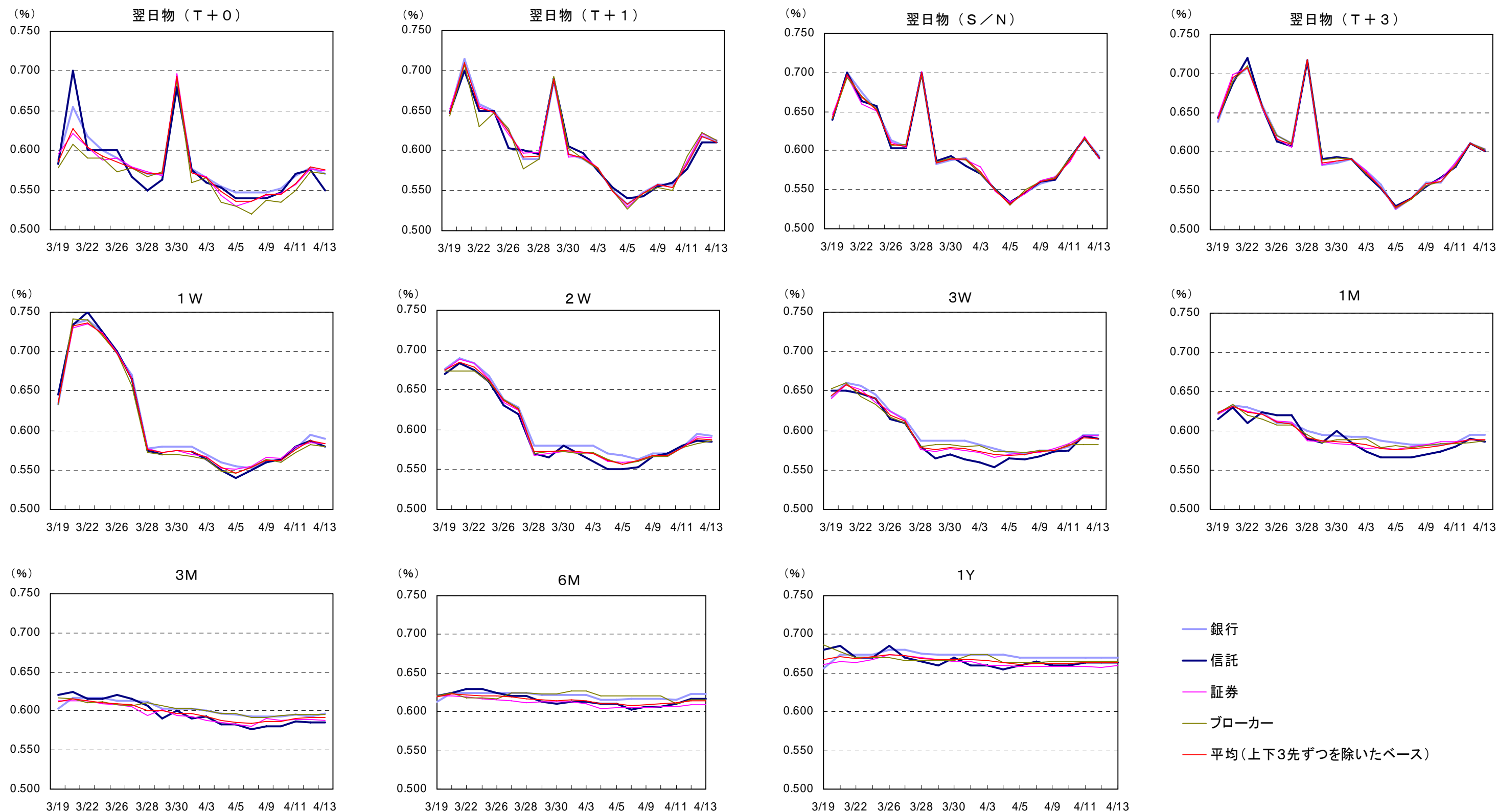
(図表2) レファレンス方式のターム別レート・標準偏差の推移



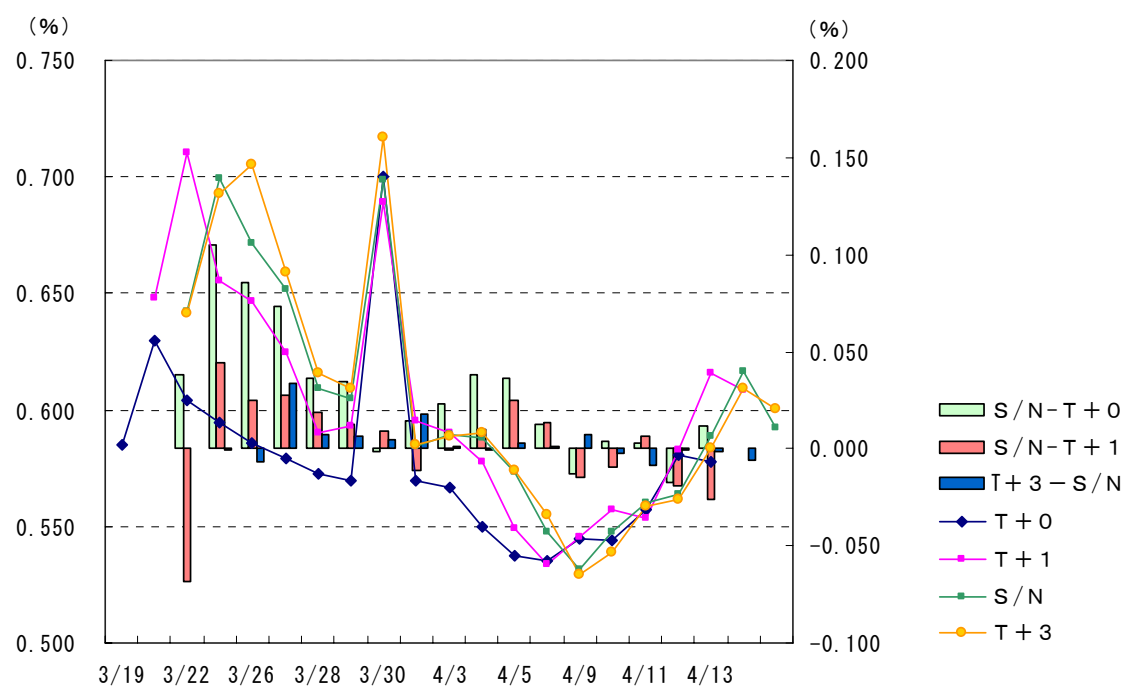


（図表 3）レファレンス方式の業態別平均レートの推移（上下 3 先ずつを除いたベース）

（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。



(図表 4) 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