



(日本銀行抄訳)

EMEAP 域内レポ市場の現状

EMEAP 金融市場ワーキンググループによる報告

2014

EMEAP 金融市場ワーキンググループ

目次

はじめに	3
EMEAP レポ市場に関する情報へのアクセス	6
表 1. 既存のレポ市場に関するデータ	7
表 2. 利用可能な域内レポ市場関連情報	8
域内市場の比較	12
国別のレポ市場の現状把握	22
豪州	22
中国	27
香港	30
インドネシア	34
日本	39
韓国	43
マレーシア	47
ニュージーランド	52
フィリピン	56
シンガポール	60
タイ	64
終わりに	70

はじめに

アジア通貨危機以降、域内金融セクターの拡大・深化の必要性が広く指摘されてきた。なかでも、現地通貨建債券市場の育成は重要な分野のひとつであり、各国で、まずは国債市場に焦点を当てながら、各国レベルや地域全体で前向きな取組みがなされてきた。地域全体の取組みとしては、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP：Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks）主唱のアジア・ボンド・ファンド（ABF：Asian Bond Fund）や、ASEAN+3 主唱のアジア債券市場育成イニシアチブ（ABMI：Asian Bond Market Initiative）等が進められている。よりグローバルには、2011 年に世界銀行および他の地域機関の支援のもと、G20 行動計画が策定された¹。

アジアの現地通貨建国債市場は、1990 年代後半以降、特に最近 5 年間の間に、多大な発展を遂げた。殆どの国で、着実に市場規模が拡大したほか、先行きの見通しが立てやすくなる債券発行計画やマーケット・メイク方式の導入、市場参加者の拡がり、関連するリスク管理商品市場の発展、取引後の処理の高度化により、十分に成熟したイールド・カーブが形成されるようになった。

それでもなお、債券市場を取り巻く環境には、特に国債以外の市場の拡大および深化に関しては、改善の余地がある。また、いくつかの国の国債市場では、市場規模対比、流通市場の流動性が低いままである。

発展が遅れている分野の一つとして証券金融市場、例えばレポ市場が挙げられる。先進国の主要な金融市場においては、レポ市場は極めて重要な分野のひとつとみなされている。レポ市場は、主に以下の機能を通じて、無担市場では難しい市場流動性の活性化などを促す役割を担っている。

- 証券市場におけるマーケット・メイクの促進。
 - － デイラーはレポ取引を通じて、在庫玉保有に必要な資金を調達できるほか、必要な特定銘柄を調達することができる。
- 市場参加者のリスク管理や担保管理手法を発展させる。
- 機関投資家が満期保有目的で保有する証券をレポ市場に放出させることで、他の市場参加者が当該証券にアクセスできるようにする。

結果として、レポ市場は証券市場における価格発見機能を高め、市場の厚みと耐性の強化に寄与することになる。

先進国市場およびエマージング市場の多くで、レポ取引は、中央銀行による公開市場操作の重要な手段となっており、金融政策のトランスミッションにおいて重要な

¹ 現地通貨建債券市場の発展を支援するための G20 行動計画（2011 年 10 月）

役割を果たしている。レポ市場の厚みが増すことで、中央銀行にとっても公開市場操作の余地が拡大することになる。

今後、レポ市場のような有担保資金調達市場の重要性が高まることが予想される。その要因のひとつとして、ここ数年、先進国市場における資金調達手段が無担保取引から有担保取引にシフトしていることが挙げられる。多くの先進国市場でより洗練されたリスク管理手法の導入に向けた取組みが既に検討され始めていたが、金融危機以降のカウンターパーティ・リスクに対する認識の高まりは、こうした取組みを加速させることとなった。こうした有担保資金調達市場の利用拡大は自然発生的であると同時に、規制当局によって奨励され、規制変更により動機づけされているものでもある。昨今の金融危機の影響は、アジア市場の多くでは間接的なものにとどまったが、域内でも徐々に有担保資金調達に対する需要が高まっていく可能性が高い。

もうひとつの要因は、金融危機時に導入された、エクスポージャーの担保によるカバーと清算集中の義務付けに関する規制改革である。こうした規制整備の進展に伴い、担保の効率的な移動・差替えを可能にするレポ市場の重要性は一段と高まるであろう。前述の通り、レポ市場は、これまで市場から隔離されていた大きな証券ポートフォリオを市場に放出させる上でも重要な役割を果たす可能性が高い。現段階で、アジアでは上述の規制の影響は大きくないが、将来的には顕現化してくることが予想される²。

こうした下、EMEAP 金融市場ワーキンググループ（WGFM：Working Group on Financial Markets）は、域内のレポ市場に関するレビューを行うこととした。本レビューの目的は、各国のレポ市場の現状を精査し、これまでのレポ市場の発展状況と今後の発展を阻害し得る要因について理解を深めることである。

本作業は、現在、金融安定理事会（FSB：Financial Stability Board）の下で進められている作業を補完するものである³。FSB は、活発なレポ市場は多くの恩恵をもたらす一方、行き過ぎると金融システム上のリスクにもつながり得ると評価している。このリスクには、銀行システム外での過剰なレバレッジの積み上がりや満期・流動性変換、金融システムにおけるレバレッジのプロシクリカリティの増幅、取引の連鎖に起因する悪影響の伝播が含まれる。レポ市場の利点を維持しつつ、こうしたリスクに対処するための政策対応において鍵となるのは、市場の透明性を高めることである。その第一歩として、FSB は先進国市場におけるレポ・証券貸借取引に関する

² 実施された全ての規制が必ずしもレポ取引の利用促進につながるものではない。銀行等は、レバレッジ比率規制等いくつかの規制によりレポ取引のコストが増加することについて懸念を示している。これらの規制の影響は引き続き不透明ではあるが、総じてみると規制改革によってレポ取引の利用が促進される可能性が高い。

³ FSB 報告書「シャドバンキングの監視と規制の強化－証券貸借・レポ取引のシャドバンキングリスクに対処するための政策提言」（2013年8月）

る調査を行った。EMEAP の WGFM も同様の調査を本レビューの一部として行っている。

本レポートは、事前に各国に回答を依頼した調査テンプレートに沿って、各国のレポ市場について評価している。主要な評価項目は以下の通り。

- 市場規模
- 市場参加者
- 担保
- 市場インフラ
- 法整備

本テンプレートは、現地通貨建債券市場の発展に関する G20 行動計画に提出された診断フレームワークに則したものである⁴。また本レポートは、レポ市場の発展に対する阻害要因についても焦点を当てている。

以下の節では、まず、域内レポ市場に関する利用可能な情報について述べる。次に、各国中銀により提供された情報に基づき、域内レポ市場の比較分析を行う。そのうえで、各国市場について個別に評価を行う。最後に、レポート全体をまとめる。

⁴ 「Local Currency Bond Markets – A Diagnostic Framework」 IMF/世銀/EBRD/OECD (2013年7月)

EMEAP レポ市場に関する情報へのアクセス

店頭（OTC）取引という性質上、レポ市場に関して得られる情報は、他の金融市場と比べて少ない。これは先進国においても同様である。近年は、規制当局および業界の取り組みにより、レポ市場の透明性は向上しつつあるものの、改善の余地は残されている。前述の通り、FSB はレポおよび証券貸借市場の透明性の問題をシャドールバンキングに関する課題の一つとして取り上げており、規制当局が利用可能な情報の粒度および適時性を改善させることを重要視している。

域内レポ市場に関する調査の一部として、WGFM は各国に対してアンケートを行った。このアンケートは、FSB が行った先進国市場に関する類似の調査を補完するためのものである。ここでは、レポ市場に関する情報収集が行われているか否か、どのような情報がどのように収集されているか、もしくは利用可能なのかを確認している。この結果は表1および表2にまとめられている。

現在、全ての国で何らかの定期的なデータ収集が行われている。定期的な調査を行っていない国では、決済システムを通じて取引データにアクセスすることが可能である。多くの場合、データは規制当局により収集されている。マレーシアでは、データは取引所に直接報告され、タイでは現地の業界団体（ThaiBMA）に取引後に直接報告されている。日本と韓国では、規制当局および民間セクターがそれぞれ異なるサーベイを通じてデータを収集している。ほぼ全てのケースで、これらのデータ収集に協力することは義務とされているが、豪州および日本においてのみ、中銀が実施するサーベイへの協力は任意となっている。

本調査を通じて得られた情報は、FSB による調査で得られた情報と概ね比較可能である。殆どの国で、残高、取引の期間、担保の種類、およびカウンターパーティ別の内訳についてのデータを収集している。なお、殆どの EMEAP 加盟国においてヘアカットに関するデータは収集されておらず、これは世界の先進国でも同様である（ただし日本＜年次で調査＞およびフィリピンを除く）。各国についての詳細は以下の通り。

豪州

四半期毎に、豪州準備銀行（RBA）は豪ドル建国債のプライマリーディーラーに対するサーベイを行っている。同サーベイでは、各社の政府関連証券のレポ取引の残高と、債券トレーディングデスクのポジション（流動性目的で保有する証券は除くベース）を確認している。サーベイの主な目的は、レポ市場における資金の取り手と出し手を把握することであり、金融監督当局である豪州金融監督庁（APRA）は、現地の銀行、預金受入機関として承認されている海外金融機関等に対し、四半期毎にレポおよび証券貸借取引に関する報告を義務付けている。

豪州金融市場協会（AFMA）は毎年、豪州金融市場レポートを公表している。同報告書には、担保種類別、カウンターパーティ別、取引期間別のレポ取引残高が掲載されている。AFMA は、担保種類別およびカウンターパーティ別の年間レポ取引高も公表している。

表 1. 既存のレポ市場に関するデータ

	レポ市場調査の有無	データ収集主体 R：規制当局 PS：民間団体	データ収集の頻度*	原データへのアクセス可否**	サーベイ参加者 LB：銀行 SD：証券ディーラー O：その他	報告 V：任意 R：義務
豪州	有	R ⁵	Q	可, I	LB, SD	V
中国	有	R	D	可, I	LB, SD, O	R
香港	有	R	M	可, I	LB ⁶	R
インドネシア	有	R ⁷	T	可, I	LB, O ⁸	R
日本	有	R, PS ⁹	M, A	可, I	LB, SD, O ¹⁰	R, V ¹¹
韓国	有	R, PS ¹²	D	可, I ¹³	LB, SD, O ¹⁴	R
マレーシア	有	PS ¹⁵	T	可, I	LB, SD	R
ニュージーランド	有	R ¹⁶	D, W	可, I	LB	R
フィリピン	有	R ¹⁷	T	可, A ¹⁸	O ¹⁹	R ²⁰
シンガポール	有	R	M	可, I	LB, SD, O	R
タイ	有	PS ²¹	T	可, T	SD, O ²²	R ²³

* T-取引毎; D-日次; W-週次; M-月次; Q-四半期毎; S-半期毎; A-年次

** T-取引毎情報; I-企業毎情報; A-集計値のみ

⁵ RBA がレポ市場に関する調査を行う。

⁶ 現地銀行および外国銀行を含む、香港銀行法における全ての認可機関は、報告義務を負う。

⁷ インドネシア中央銀行（BI）は決済システムを通じて中銀債および政府証券を担保とするレポ取引の情報にアクセス可能。2010年にインドネシア版 Global Master Repurchase Agreement（GMRA）を起稿するにあたり市場調査が行われた。

⁸ 「その他」には、準登録メンバー（カストディアンとして機能する銀行）を含む。

⁹ 日本銀行が年次調査を行い、日本証券業協会が月次でレポ市場統計を公表する。

¹⁰ 「その他」には保険会社、資産管理会社、信託銀行および短資会社を含む。

¹¹ 日本証券業協会の月次調査への報告は義務。日本銀行の年次調査への報告は任意。

¹² データは複数の団体により収集されている。韓国金融投資協会は店頭取引情報を収集。韓国取引所は取引所経由の取引情報を収集。韓国証券預託院は相対直接取引を除く全ての取引情報を収集。

¹³ 韓国中央銀行（BOK）は、韓国証券預託院に依頼することで企業レベルのデータにアクセス可能。

¹⁴ 「その他」には資産管理会社、保険会社および証券信託会社を含む。

¹⁵ 市場参加者はマレーシア証券取引所により運営されている電子取引プラットフォームに取引完了後 10 分以内に報告する。

¹⁶ ニュージーランド準備銀行（RBNZ）は日次で資金取引調査を行うと同時に週次で国債取引高調査も行う。

¹⁷ フィリピン債券取引所（PDEX）が取引毎のデータを収集する。

¹⁸ 基本的に集計値のみであるが、企業レベルのデータへもアクセス可能。

¹⁹ 銀行、信託銀行、ノンバンクを含む、PDEX のレポ・プログラムにアクセス可能な参加者。

²⁰ PDEX が取引毎のデータを収集する。

²¹ 全ての証券ディーラーは、規制に基づき、ThaiBMA に対して取引完了後 30 分以内に当該取引について報告する。

²² 証券ディーラーのライセンスを保有する全ての機関および商業銀行ならびに政府系銀行が取引を報告。

²³ 証券ディーラーのライセンス保有者は報告義務を負う一方、他の市場参加者による報告は任意。

表2. 利用可能な域内レポ市場関連情報

	ブックの規模	通貨	取引期間	担保の種類	ヘアカットの幅	カウンターパーティ別内訳	再担保/転担保の可否
豪州	Y	N	N	Y	N	Y ²⁴	Y
中国	Y	N	Y	Y ²⁵	N	N	N
香港	Y	Y	N	N	N	Y ²⁶	Y
インドネシア	Y ²⁷	N	Y	Y ²⁸	N	Y ²⁹	Y
日本	Y	N ³⁰	Y	Y ³¹	Y	Y ³²	N
韓国	Y	Y ³³	Y	Y ³⁴	N	Y ³⁵	Y
マレーシア	Y	Y	Y	Y	N	Y ³⁶	Y
ニュージーランド	N ³⁷	Y ³⁸	N	Y ³⁹	Y ⁴⁰	N	Y
フィリピン	N	Y ⁴¹	Y	N	Y	N	N
シンガポール	Y	Y ⁴²	N	Y	N	Y	N
タイ	Y ⁴³	Y ⁴⁴	Y	Y	N	Y ⁴⁵	Y

中国

銀行間債券レポ市場に関する包括的な統計が利用可能。月次のレポ取引高、レポ取引残高、平均レポレート、市場参加者、満期等の情報に全ての市場参加者がアクセスできる。規制当局は、必要に応じて、取引・清算・決済のプラットフォームより日次ベースで情報にアクセス可能である。

²⁴ カウンターパーティの区分：調査対象オンショア/オフショア デイラー、調査対象でないその他国内銀行、証券ディーラー、証券信託会社および投資ファンド、調査対象でないオフショア金融機関、自国の中央銀行。

²⁵ 担保の種類：国債、社債。

²⁶ カウンターパーティ区分：在香港の認可機関、在外銀行、ノンバンクの顧客。

²⁷ 取引毎データをもとにポジションの総計を算出することが可能。

²⁸ 担保の種類：中銀債、国債。

²⁹ 取引毎データをもとにエクスポージャーを算出することが可能。カウンターパーティ区分：銀行、投資信託会社、保険会社、証券会社。

³⁰ 円建てのみ。

³¹ 担保の種類：国債、社債。

³² カウンターパーティ区分：都市銀行、証券会社、信託銀行、短資会社、その他。

³³ 通貨分類：韓国ウォン、米ドル、円、ユーロ。

³⁴ 担保の種類：国債、通貨安定化証券（MSB）、社債、特別債、銀行債務証券。

³⁵ カウンターパーティ区分：国内銀行、証券会社、証券信託会社、資産管理会社、その他。

³⁶ 個別のカウンターパーティのネームは取引毎に入手可能。

³⁷ O/N レポ取引データは、取引毎に入手可能。ブックのサイズとカウンターパーティ別内訳を含む。

³⁸ 全ての取引は NZ ドル建て。

³⁹ 国債のみ。

⁴⁰ 担保の種類は国債のみであり、ヘアカットは適用されない。

⁴¹ 全ての取引はフィリピンペソ建て。

⁴² 国債およびシンガポール通貨庁（MAS）発行割引債のみ。

⁴³ 取引毎データをもとに算出可能。

⁴⁴ 全ての取引はタイバーツ建て。

⁴⁵ カウンターパーティ区分：ディーラー、ディーラーでない銀行、一般企業、保険会社、資産管理会社、個人投資家。

インドネシア

インドネシア中央銀行（BI）は、国債および中銀債を担保とするレポ取引のデータにアクセス可能である。当該データは、BIによる証券決済に伴い、決済システム（BI-SSSS）に自動的に取り込まれる仕組み。当該データには、取引相手方、サイズ、取引期間、およびレポレートが含まれる。他にも不定期のレポ市場に関する調査が存在しており、最近実施されたのは2010年である。

香港

全ての認可機関は、月末時点でバランスシート上にあるレポ取引およびリバースレポ取引の残高報告が義務付けられている。レポ取引は、通貨毎に3つのカテゴリーに分類される（香港ドル、米ドル、その他通貨）。当該データは、香港金融管理局（HKMA）が銀行監督当局としての権限の下に月次で収集する。認可機関のみが報告義務を負っており、ノンバンクは同サーベイではカバーされていない。

日本

日本銀行は日本の短期金融市場について包括的な調査を行い（2008年から2012年は2年毎、2013年からは毎年実施）、その中でレポ市場に関するデータを収集している。日本証券業協会は協会員からの報告に基づき、レポ取引および証券貸借取引に関する情報を月次で公表している。

韓国

韓国金融投資協会（KOFIA）はレポ取引データを日次で収集・公表している。当該データは、現地の銀行、証券会社、資産管理会社、保険会社、証券信託会社を対象としている。当該情報には、個別市場参加者のレポ取引残高、取引通貨、取引期間、担保の種類、カウンターパーティ別内訳およびエクスポージャーが含まれる。

マレーシア

マレーシア中央銀行（BNM）は、市場参加者がOTCレポ取引について、取引完了後10分以内にマレーシア証券取引所の運営する電子取引プラットフォーム（ETP）に報告することを義務付けている。ETPは、債券の流通市場取引情報にも対応する包括的なシステムとして広く普及しており、集められた情報はリアルタイムで規制当局（BNMおよび証券取引委員会）に送られる。レポ取引情報（レート、取引額、

取引期間、カウンターパーティ種別) は、ほぼリアルタイムでブルームバーグ、ロイター、Bond Info Hub ウェブサイトに公表される。

ニュージーランド

ニュージーランド準備銀行 (RBNZ) は、GC レポにかかる銀行間資金取引について、RBNZ に決済口座を持つ主要な銀行間ディーラーから日次でデータを収集している。当該データは、短期資金の調達を目的とした 1 日物 GC 取引のみを対象としており、特定の債券銘柄の貸借を企図したレポ取引 (SC 取引) は含まない。このデータは、一義的には、金融政策の実施を目的として収集されている。当該データには、カウンターパーティ種別、取引額、レート、担保の有無、が含まれる。

RBNZ は毎週、国債取引高にかかるデータを、「レポ以外の取引」と、「レポおよびその他取引」の categories に分けて収集・公表している。「レポおよびその他取引」には、市場参加者と RBNZ 間の取引、および、市場参加者間での取引が含まれる。

フィリピン

フィリピン債券取引所 (PDEX) が日次で全てのレポ取引に関する情報をまとめてウェブサイト公表している。ここでは、完了した取引の取引額、取引期間、レポレートが集計された形で掲載されている。PDEX において、全ての取引を捕捉できることから、その他の報告義務はない。

シンガポール

全ての国債およびシンガポール通貨庁 (MAS) 発行割引債の取引は、電子決済システム (MEPS+) を通じて決済される。MAS は同システムを通じて、取引毎のデータにアクセスできる。このデータは、日次の平均レポ取引高や、国債および MAS 発行割引債を担保とするレポ市場の規模を計算するために利用されている。これに加えて、ディーラーは月次報告書を MAS に提出することを義務付けられており、この報告書により、大口投資家毎の国債および MAS 発行割引債の保有高を確認することができる。

タイ

全てのディーラーは、ThaiBMA に対して取引を報告するようタイ証券取引委員会により義務付けられている。その他のいくつかの市場参加者も ThaiBMA に取引を報告

している。当該報告については、取引実行後 30 分以内に提出することが義務付けられている。レポ取引に関する集計情報は、当局および市場参加者に対し、一日の終わりに送付される。

レポ取引高は日次で公表される一方、レポ取引残高は週次で集計・公表されている。時系列データはダウンロード可能で、内訳についても、通貨別、取引期間別、カウンターパーティ別、エクスポージャーの大きさ別で利用可能である。

域内市場の比較

このセクションでは、EMEAP 域内のレポ市場を主要項目（規模、担保の種類、機能、インフラ、法務・税務上の取扱い）別に比較する。これらの情報は後述の国別レポ市場に関する記述から抜粋している。このセクションの最後では、レポ市場の課題と課題克服に向けた各国の取組みを紹介する。

EMEAP 各国のレポ市場の規模を、ベースとなる債券残高に対する比率で示したものが表 3 である。国によっては、シンガポールやニュージーランドのように高度に発達した金融市場を有する国であっても、レポ市場の規模はかなり小さい先がある。特に中央銀行との取引を除くと、さらに小さくなる。香港においても状況は同様であるが、レポ取引残高のデータは公表されていない。

表 3：EMEAP レポ市場の規模（2013 末時点のレポ取引残高）

	債券残高に対する比率	債券残高に対する比率（中銀との取引を除くベース）
英国	43.5*	42.6*
米国	16.6 ⁴⁶	16.4
豪州 ⁴⁷	18.6	14.0
中国 ⁴⁸	10.5*	10.5*
インドネシア	0.4	0.0
日本 ⁴⁹	15.2	15.2
韓国 ⁵⁰	11.3	9.9
マレーシア	3.1	1.0
ニュージーランド	0.9	0.6
フィリピン	7.9	0.1
シンガポール ⁵¹	10.1	1.8
タイ ⁵²	18.6	7.2

* 2012 年末時点

⁴⁶ 米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBS、社債を分母、分子ともに含む。米国債の残高に対する米国債レポの比率は、31%。

⁴⁷ 中央政府および地方政府レポのみを含む。

⁴⁸ 国債および社債を含む。

⁴⁹ 分母に国債および国庫短期証券を含む。

⁵⁰ 国債、MSB、地方債、特別債のみを分母および分子に含む。

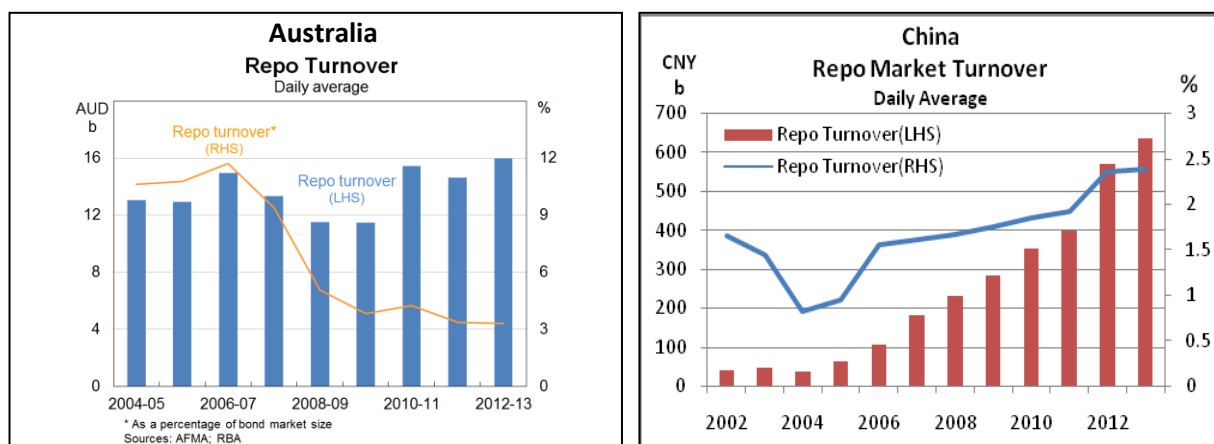
⁵¹ シンガポール短期国債を分母分子ともに含む。

⁵² 国債、タイ中銀債、国営企業債を分母に含む。

多くの EMEAP 域内のレポ市場については、規模が小さいことに加えて、市場の厚みが増していく動きが殆どみられていない。下記のグラフは、EMEAP の各国レポ市場における取引高と、債券市場規模に対する比率を示している⁵³。殆どの国で、取引高はここ数年伸びていない⁵⁴。フィリピンでは、取引高はむしろ減少している。多くの地域で、債券市場規模に対するレポ取引高の比率は低い。また、年毎の振れを均してみても、多くの市場において、市場の厚みが増したとの兆候はみられず、いくつかの国では明らかに後退している。

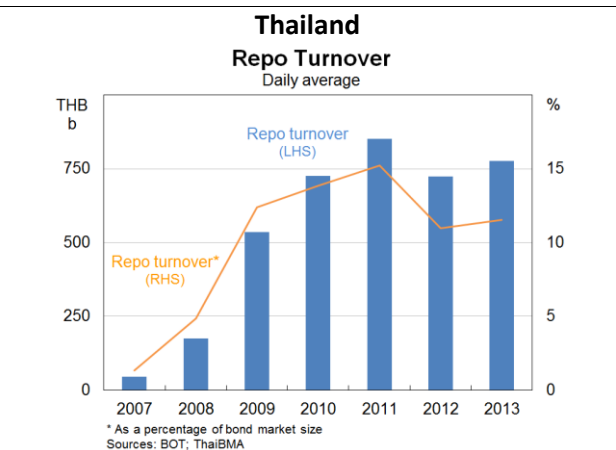
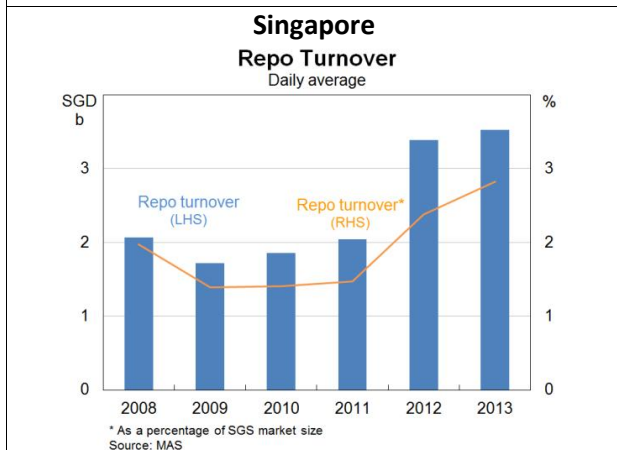
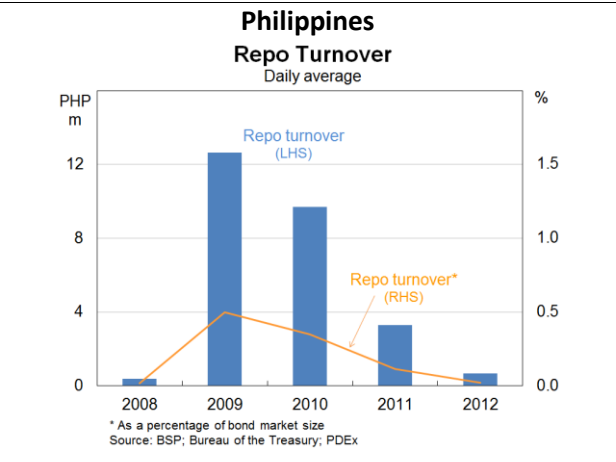
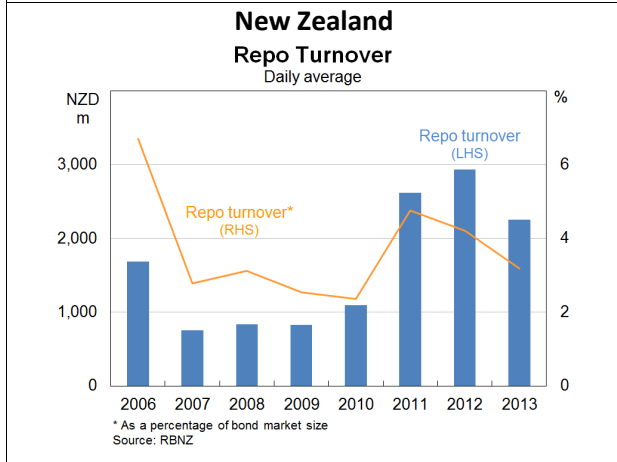
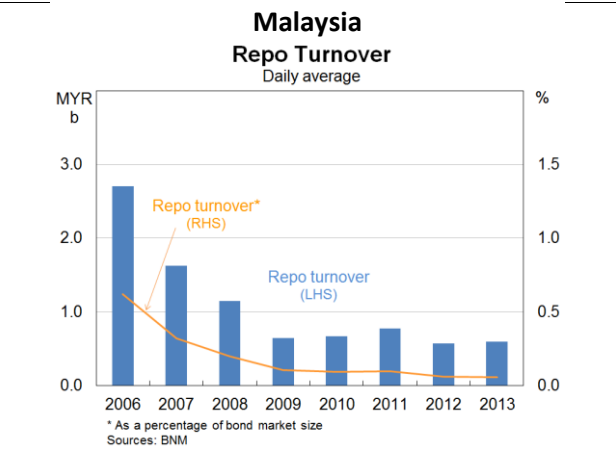
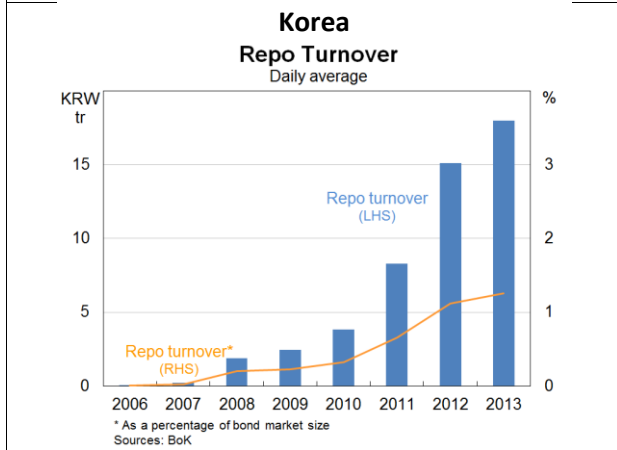
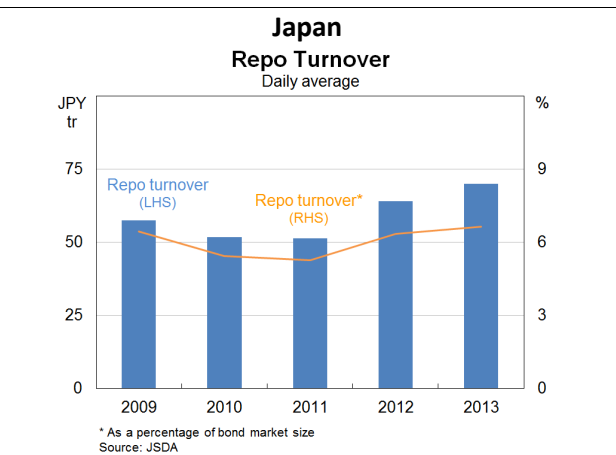
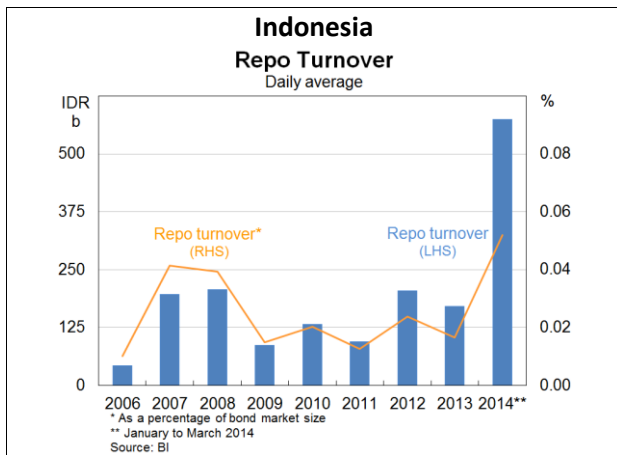
こうした傾向の例外として挙げられるのは、中国、韓国、タイである。中国では、主に債券市場の力強い成長が市場インフラ・法的枠組みの整備と相俟ってレポ市場の発展を支えている。韓国では、良好なファンダメンタルズにより市場の成長が促されてきた面もあるが、規制変更への対応で、平均取引期間が短期化していることが数字に影響している。タイではタイ中央銀行（BOT）により運営されていた代替市場が閉鎖されたことにより、2008 年以來レポ取引が増加している。

加えて、2013 年 12 月にインドネシア中央銀行（BI）が主要銀行の協力を得て新しい基本契約書の作成を開始したこと等に伴い、2014 年前半に取引高が急激に増加した。この取組みの成果が今後も非常に期待される場所である。



⁵³ 香港では、レポ取引高に関するデータは収集されていない。

⁵⁴ 取引高分析は、平均取引期間のシフトや市場間の平均取引期間の違いに対して脆弱である。しかし、今回のケースでは、近年、大半の市場において取引期間が然程変化していないか短期化傾向にあったため、取引高が大きく増加していないとの結論は、おそらく正しいと考えられる。



市場構造

異なる市場で、異なる市場参加者が果たしている役割は複雑であり、正確なデータがないこともあり、これを比較することは難しい。多くの EMEAP 域内のレポ市場が、幅広いセルサイド、バイサイドの市場参加者によって利用されていることは明らかである。市場参加者の多様性の欠如が市場の発展を妨げる主因であるかどうかは、ここでの分析からは何ともいえない。

表 4：レポ市場の参加者

	中央銀行	銀行	証券会社	その他	海外からの参加可否
豪州	Y	Y	Y	Y ⁵⁵	Y
中国	Y	Y	Y	Y ⁵⁶	N ⁵⁷
香港	Y	Y	Y	Y ⁵⁸	Y
インドネシア	Y	Y	Y	Y ⁵⁹	Y
日本	Y	Y	Y	Y ⁶⁰	Y
韓国	Y	Y	Y	Y ⁶¹	N
マレーシア	Y	Y	Y	Y ⁶²	Y ⁶³
ニュージーランド	Y ⁶⁴	Y	N	Y ⁶⁵	Y
フィリピン	Y	Y	Y	Y ⁶⁶	Y
シンガポール	Y	Y	Y	Y	Y
タイ	Y	Y	Y	Y ⁶⁷	N

EMEAP 外の地域と同様に、中央銀行は、公開市場操作や貸出ファシリティを通じてレポ取引を利用していることから、EMEAP 域内のレポ市場において重要な市場参加者であることが多い。マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイのように、中央銀行のレポ取引が取引残高の殆どを占める場合もある（表 1）。

⁵⁵ 証券信託会社および投資ファンド。

⁵⁶ 保険会社および年金基金を含む。

⁵⁷ 現在、中国銀行（香港）がレポ市場への参加を認められた唯一の外国法人である。

⁵⁸ 個人や組織がレポ取引に参入する際の制限はない。

⁵⁹ 保険会社および投資信託会社。

⁶⁰ 短資会社、信託銀行、保険会社。

⁶¹ 個人、企業、信託会社。

⁶² 年金基金、保険会社、その他企業（金融サービス法に基づき、少なくとも取引当事者の一方は認可を受けた金融機関でなければならない）。

⁶³ 非居住者は、居住者相手であれば取引が可能。外為規制により取引残高は最大 1,000 万リンギットまでに制限される。

⁶⁴ 小規模な現地銀行やオフショア銀行は、担保要件が相対的に緩い RBNZ の公開市場操作を利用する傾向。

⁶⁵ 証券信託会社および投資ファンドを含む。

⁶⁶ 信託会社。

⁶⁷ その他機関および個人。

また、当然のことではあるが、銀行や証券会社はレポ市場における主要な民間参加者であり、債券市場のプライマリーディーラーとしての役割を果たす上で、資金調達やポジション管理、より広範には、短期ゾーンの市場流動性の確保や在庫管理を行うためにレポ取引を利用している。機関投資家（保険会社、年金基金、投資ファンド、MMF）や企業によるレポ市場への参加の程度は、地域によって異なる。一般的には、規模が大きく発展している市場において、よりバイサイドの関与が大きくなっている。豪州、中国、日本や韓国などはその例である。香港、インドネシア、フィリピン、シンガポールは、バイサイドの関与の度合いが低い例といえる。

多くの国では非居住者の参加が認められているが、マレーシアでは一定の条件が課されている。中国、韓国、タイでは非居住者による現地通貨建てのレポ取引を認めていない。

担保

有担保の資金調達市場を発展させるためのもう一つの手段は、担保の種類拡大や、担保管理の高度化である。

国債は、先進国のレポ市場でも担保の大半を占める。これは、国債が高い信用力、流動性、価格の透明性を有していることによる。一般的に国債以外の証券市場があまり発展していないアジアでは、特にこうした傾向が顕著である。

いくつかの EMEAP 市場（日本⁶⁸、マレーシア、ニュージーランド、シンガポール、タイ）では、国債（場合によっては中銀債を含む）がレポ取引の担保の圧倒的シェアもしくは実質的に 100%を占める。韓国では、国債以外の市場が大きいため、国債を担保とするレポ取引のシェアは約 6割である。一方、タイでは、比較的大きな国債以外の債券市場が存在するにもかかわらず、レポ取引に用いられる担保はほぼ全てが国債である。

ニュージーランドと中国以外では、担保の差替えが一般に行われている。ニュージーランドでは、中銀は担保の差替えを認めているが、市場参加者には一般にそうした慣習がない。担保の差替えにかかる慣行は、市場毎に異なる。多くの国では転担保も認められている。

⁶⁸ 株式および CP を担保とするレポ取引は含まない（市場規模はそれぞれ株式が約 6兆円、CP が約 3兆円）。

表5：担保

	適格担保				担保の差替えの	転担保の
	国債	政府機関債	社債	その他	可否	可否
豪州	Y	Y	Y ⁶⁹	Y ⁷⁰	Y ⁷¹	Y
中国	Y	Y ⁷²	Y	Y ⁷³	N	N
香港	Y ⁷⁴	N	Y	Y ⁷⁵	Y	Y
インドネシア	Y ⁷⁶	N	Y	N	Y	Y
日本	Y	Y	Y	Y	Y ⁷⁷	Y
韓国	Y ⁷⁸	N	Y ⁷⁹	N	Y	Y
マレーシア	Y ⁸⁰	Y	Y	Y ⁸¹	Y	Y
ニュージーランド	Y	N	N	N	N ⁸²	Y
フィリピン	Y ⁸³	Y ⁸⁴	Y ⁸⁵	N	Y	N
シンガポール	Y ⁸⁶	N	N	N	Y	N
タイ	Y ⁸⁷	Y ⁸⁸	Y ⁸⁹	N	Y	Y

市場インフラ

全体として、レポ市場のインフラは高い水準にある。取引実行にかかる慣行は各市場で異なるが、相対での直接取引とブローカーを介した間接取引が最も一般的である。豪州、中国、日本、韓国、マレーシア、フィリピンではレポ取引のための電子取引プラットフォームが存在し、中国やフィリピンでは全ての取引実行が電子取引プラットフォームを通じて行われている。

⁶⁹ 一定基準を満たした公認預金受入機関が発行した証券を含む。

⁷⁰ 国際機関発行債（AAA格）および外国債（AAA格）、豪州政府の保証が付いた海外政府保証証券、特定の条件を満たした資産担保証券。

⁷¹ AFMAの慣習では、担保の差替えは、各取引につき1週間に1度。

⁷² 政策性銀行発行の金融債。

⁷³ 銀行間で取り引きされている全ての債券はレポ取引の担保として利用可能。

⁷⁴ 香港為替基金証券（EFBNs）、中銀債、国債。

⁷⁵ 資産担保証券を含む。

⁷⁶ 中銀債、国債。

⁷⁷ 担保の差替えは、新現先レポ（レポ取引全体の約6.3%）の一部にのみ認められている。

⁷⁸ 国債、MSBを含む。

⁷⁹ 投資適格債（BBB格以上）、指定金融機関発行・保証債、中央政府・地方政府保証債。

⁸⁰ 国債には、マレーシア政府、BNM、BNM Sukuk Berhad（イスラム債発行のために設立された特別目的会社）の発行した通常証券およびイスラム証券が含まれる。

⁸¹ 譲渡性預金、銀行引受手形、その他金融商品を含む（但し、証券は転換不可、かつ、レポ取引開始時点で投資適格以上の格付けを保有していなければならない）。

⁸² RBNZは、担保債券の差替えを認めているが、一部の銀行を除き、一般に担保の差替えが行われていない。

⁸³ フィリピン財務省およびフィリピン中央銀行（BSP）発行証券を含む。

⁸⁴ PDEXに上場している地方債等。

⁸⁵ PDEXに上場しているフィリピンペソ建ておよび米ドル建社債。

⁸⁶ 国債およびMAS発行割引債。

⁸⁷ 政府証券およびBOT発行証券。

⁸⁸ 国営企業発行証券。

⁸⁹ BOTおよびタイ証券取引委員会のガイドラインに基づく社債（BBB格以上で高い流動性を持つもの）。

価格の透明性も市場によって異なる。当然のことながら、先進国市場や電子取引プラットフォームベースの市場において、最も高い水準の透明性が確保されている。豪州、香港、日本、韓国、ニュージーランドでは、ブローカーがレポ取引の執行や価格情報の伝達に重要な役割を果たしている。

取引後の処理についても、これらの市場の多くは世界水準にある。これは、アジア通貨危機後に各国の規制当局および業界が債券市場の発展に取り組んできたことを反映している。域内では、引き続き相対での決済およびリスク管理が主流であるが、トライパーティ契約が可能な国も存在する。

表 6：レポ市場インフラ

	電子取引プラットフォーム	リアルタイムでの価格提示	レポ決済	DVP決済	トライパーティ
豪州	Y	Y	売買型	Y	Y ⁹⁰
中国	Y	Y	売買型 質入れ型 ⁹¹	Y	N
香港	N	N	売買型	Y	Y
インドネシア	N	N	売買型	Y	N
日本	Y ⁹²	Y	売買型	Y	Y ⁹³
韓国	Y	N	売買型 ホールド・イン・カストディ ⁹⁴	Y	Y ⁹⁵
マレーシア	Y	Y	売買型	Y	N
ニュージーランド	N	Y	売買型	Y	N
フィリピン	Y	Y	売買型	Y	Y
シンガポール	N	Y	売買型	Y	N
タイ	N	N	売買型	Y	Y

法務・税務上の取扱い

多くの地域では、レポ取引の主要契約書として Global Master Repurchase Agreement (GMRA) に地域毎の付属書を付したものが使われている。従って、リスク軽減やデ

⁹⁰ トライパーティ・レポのインフラは 2014 年前半に証券取引所により導入された。

⁹¹ 中国におけるレポ取引の 9 割以上が「質入れ型 (pledged)」レポ (訳者注：担保の所有権を移転せず、質権を資金の出し手に設定する中国特有の取引形態) であり、残りは現先型のアウトライト取引として DVP 決済されている。

⁹² 電子取引プラットフォームは民間の業者間取引仲介業者により運営されている。

⁹³ 2011 年に主要銀行がトライパーティ・レポのサービス提供を開始。

⁹⁴ 対顧客のレポ取引の決済は ホールド・イン・カストディの形態を取る一方、金融機関間の取引では DVP 決済されている。

⁹⁵ トライパーティ・レポは、金融機関間市場では利用されているが、対顧客市場では利用されていない。

フォルト時の手続き等に関して先進国市場で用いられている定型条項は、EMEAP市場でも同様に標準的に利用されている。一方、中国、インドネシア、フィリピンは、独自の契約書を利用している。中国では、全ての参加者が同じ基本契約書を利用しなければならないが、同基本契約書の主要なリスク管理条項は、GMRAの内容と同様である。インドネシアでも同種の契約書は存在するものの、その利用は義務付けられてはおらず、広範には利用されていない。フィリピンは全ての市場参加者がフィリピン独自の契約書を用いている。

多くの場合、レポ取引は税務上、借入（資金貸借取引）として処理されている。この場合、取引により発生した収益は、利子所得として処理できる。一般に、売買取引として処理を行うと、所有権の移転に伴い発生した評価益が実現益として課税対象となる可能性があることから、こうした処理は敬遠される。フィリピンでは税務上の扱いが、レポ市場の発展を阻害している要因のひとつとされている。

表7：法務・税務上の取扱い

	GMRA の 利用	税務上の 取扱い	源泉徴収税
豪州	Y	貸借	Y
中国	N	貸借および 売買 ⁹⁶	N
香港	Y	貸借 ⁹⁷	N
インドネシア	N ⁹⁸	貸借 ⁹⁹	Y ¹⁰⁰
日本	Y ¹⁰¹	貸借	N
韓国	Y ¹⁰²	貸借	Y
マレーシア	Y	貸借	N
ニュージーランド	Y ¹⁰³	売買	N ¹⁰⁴
フィリピン	N	貸借	Y
シンガポール	Y	貸借	N
タイ	Y ¹⁰⁵	貸借	N

⁹⁶ 質入れ型レポは貸借取引と捉えられるため、利息収入は利子所得として課税される。一方、現先型のレポに基づく利息収入は、売買取引に基づくキャピタルゲインとして課税される。

⁹⁷ 国債およびEFBNs 関連取引は、アウトライトでも印紙税は適用されない。

⁹⁸ GMRA は草稿段階にある。

⁹⁹ 政府および中銀とのレポ取引は貸借扱い。それ以外のレポ取引は、売買扱いとなり、レポ収益はキャピタルゲインとして課税される。

¹⁰⁰ 政府証券もしくは中銀証券以外を担保としたレポ取引にのみ源泉徴収税が適用される。

¹⁰¹ GMRA に加え、GMRA をもとに作成された現地契約書も利用されている。

¹⁰² GMRA は金融機関間取引では利用されているが、対顧客取引では利用されていない。

¹⁰³ 市場では、ISDA および GMRA を組み合わせた契約を利用している。

¹⁰⁴ レポ収益は利子所得ではないとの扱いから、源泉徴収税対象外。

¹⁰⁵ タイ独自の ThaiMRA も存在。BOT とのレポ取引は GMRA によらない。

レポ市場発展の機会と阻害要因

前述の通り、いくつかの地域のレポ市場は、証券市場や他の金融市場と比べて小規模である。これらの市場を個別に検証した結果、例外はあるものの、法務・税務上の取扱いによって生じた阻害要因で市場規模の大きさを説明することはできなかった。同様に、取引にかかるインフラが不十分であることが問題との確証もない。殆どの国では過去 15 年の間、資本市場の発展に注力してきたことから、市場インフラは高い水準にある。

各国中銀より提供された情報に基づき、レポ市場の規模が相対的に小さい理由として共通する要因を整理すると以下の通り。

- 金融システムに潤沢な流動性が存在していること。現状、資金流動性へのアクセスが確保されているため、市場参加者に有担保の資金調達への切替えを促すことが難しい。銀行は、債券市場の最大の参加者であり、しばしばプライマリーディーラーであることから、この点は特に重要である。
- 各国のレポ市場における最大の参加者（典型的には国内銀行）は、長期的な取引実績に基づく銀行間での無担保資金調達に引き続き満足していること。ここ数年、域内金融機関の信用力も概ね改善していることも影響。
- 多くの国では、レポ取引を通じた資金調達が（少なくとも短期については）無担保での資金調達手段よりも高コストであること。

こうした背景の下、域内の主要市場参加者（少なくとも銀行）にとって、単純で馴染みがあり、かつ比較的成本面でも効率の良い、無担保での資金調達手段を変えるインセンティブが低い状態が続いていた。

市場の発展を阻害する固有の事情については、数か国のみが言及している。インドネシアでは、銀行間での無担保資金調達に対して伝統的に信頼が寄せられている中で、レポ取引を通じた資金調達がスティグマ（偏見）を生むことや、破綻処理における担保の扱いに関する不確実性が阻害要因として指摘された。

マレーシアでは、2006 年以降のレポ取引の落ち込みの要因として、（少なくとも部分的には）ホールド・イン・カストディ・レポを終了する方針が示されたことや、より厳格なリスク管理および法務手続きを求めるガイダンスが導入されたことが挙

げられている。これにより、当時レポ市場の主要な参加者であった企業が市場から撤退した。

フィリピンでも、レポ市場の設立（2008年後半）以来、**GMRA**ではなく独自の基本契約書を利用していることや、再担保に関する制約、税務上の扱いを巡る不確実性などが市場参加者から問題視されてきた。加えてフィリピンでは、レポ取引により調達された資金は、所要準備の算定対象となっている。タイでも、税制は市場発展の阻害要因として指摘されているものの、レポ市場は成長している。

域内では、レポ市場の活性化を企図して様々な取り組みが行われている。

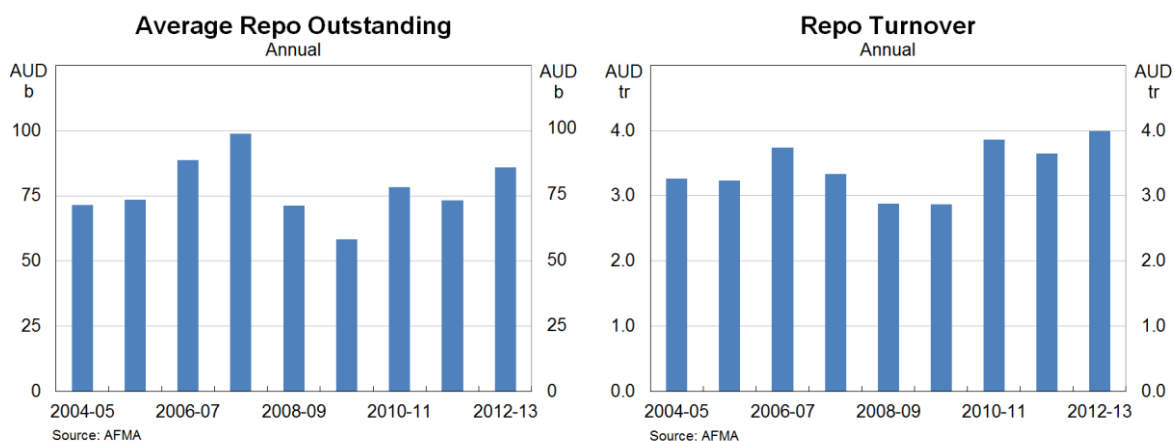
- 豪州では、**RBA** が公開市場操作を電子取引プラットフォームに移行させることで、市場の効率性と透明性を高めようとしている。豪州証券取引所（**ASX**）は、最近トライパーティ・レポ・プラットフォームを導入した。中国およびインドネシアにおいても、トライパーティ・レポ・プラットフォームの導入が検討されている。
- フィリピンでは、銀行間市場において現行の現先型のレポを代替するレポモデルの導入を業界で進めており、代替モデルに基づく取引は、所要準備の算定対象とはならず、**GMRA** を契約書として用いるほか再担保を認める予定である。
- マレーシアでは、企業によるレポ市場への関与を促すため、**BNM** が企業の財務部に対してレポ市場の教育プログラムを提供する予定。**BNM** は、マレーシアでレポ取引を通じた外貨調達を可能にするための取組みも行っている。
- インドネシアでは、レポ市場への参加者の拡大を企図して、**BI** が主要銀行と共同で、標準化された基本契約書の作成に新たに着手している。この取組みは既に好ましい成果を上げている。
- シンガポールでは、**MAS** が社債市場の流動性向上のため、社債レポの枠組み整備を進めている。

国別のレポ市場の現状把握

豪州

豪州準備銀行（RBA）は、豪ドル建国債のプライマリーディーラーと共に、豪州レポ市場の主要な参加者である。年間の取引高が 3.5 兆豪ドルを超えるレポ市場は、債券市場の機能の円滑化に資すると共に、RBA による公開市場操作においても重要な役割を果たしている。現在、レポ取引残高の 9 割以上が政府関連証券を用いた取引であり、その大半は翌日物取引である。2013 年 2 月末時点での GC レポ取引残高（証券貸出を含み、社内取引は除く）はおよそ 800 億豪ドルであった。

平均レポ取引残高でみた豪州レポ市場は、ここ数年概ね変化しておらず、およそ 700 億豪ドルとなっている。同様に、年間取引高は 3.5 兆～4 兆豪ドルで推移しており、特段の増加・減少は見られていない。



豪州市場は常に政府関連証券を用いたレポ取引が大半を占めている。この状況は、2000 年代の初めから半ばにかけて、豪州政府による財政黒字により、政府証券の発行が大幅に減少した際にも変わらなかった。

2004 年に豪州金融管理局（AOFM）¹⁰⁶ が証券貸出ファシリティを導入した。これは、市場参加者がショートポジションをカバーする目的で、特定の証券をペナルティーレートで借りることのできる制度である。この制度は、特定の国債銘柄のスクイーズを防ぎ、債券市場の流動性を確保することに寄与した。2008 年以来は、豪州政府の財政赤字が政府証券発行の拡大につながっている。このことは、州政府証券の発

¹⁰⁶ 豪州金融管理局は、豪州の国債管理に関する政府機関。

行増とともに、GC レポ取引の一段の活性化につながっている。世界金融危機時に、RBA は市場に流動性を供給するため、主に 12 か月までのタームの民間証券をオペの適格担保として認める措置を取った。これにより民間証券を用いたレポ取引残高は大幅に増加したものの、長期の取引が多く、取引高は然程増加しなかった。2009 年半ばから後半にかけては、民間証券レポの大半の取引が終了したため、GC レポが再びレポ取引残高の大半を占めるに至った。

市場構造

豪州レポ市場には、多様な市場参加者が存在するが、RBA とプライマリーディーラーが最も積極的な取引参加者である。RBA はほぼ毎日、レポ市場での公開市場操作を通じて流動性を供給していることから、主な資金の出し手となっている。

レポを通じた資金の調達と供給 (10 億豪ドル単位)			
	2014 年 2 月	2013 年 8 月	2012 年 8 月
<i>レポを通じた資金調達ポジション</i>			
調査回答者			
- 債券取引デスクにおけるネット・ロング・ポジション	29.5	27.8	19.3
- その他ポジション	0.5	1.1	0.3
その他銀行	0.0	0.0	0.8
非調査対象ノンバンクのポジション	21.6	17.7	29.5
調達資金総額	51.6	46.6	49.8
<i>資金の出し手</i>			
豪州準銀	24.1	19.9	18.1
調査回答者	31.0	26.0	26.6
非調査対象銀行	1.4	0.7	0.0
貸出資金総額	56.4	46.6	44.7

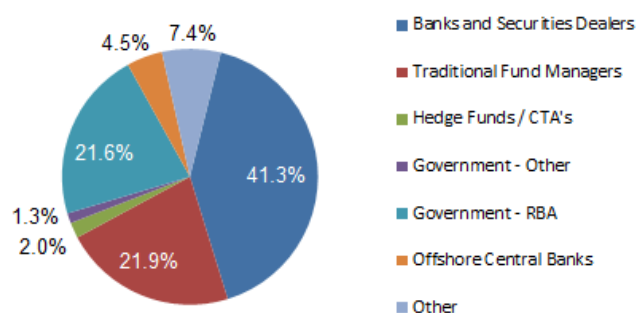
他の先進国市場では、証券ディーラーが MMF からレポで資金を調達するという構図がよく見られるが、豪ドル建政府証券のプライマリーディーラーは、レポ市場におけるネットの資金供給者である。彼らは、債券のショートポジションをカバーする目的でレポ市場を利用している。

国内企業および投資ファンドは、資金の取り手としてレポ市場を積極的に利用しており、その調達額は市場全体の約 3 分の 1 を占める。彼らはプライマリーディーラー

一と、GC レポ取引を行い保有する債券のファンディングを行ったり、調達した資金を利回りの高い短期商品に再投資している。

Repo Turnover by Counterparty

2012/13

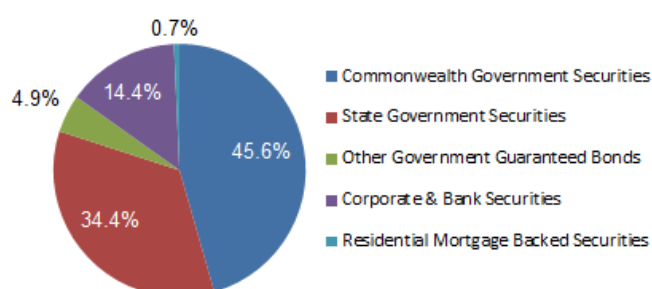


担保

レポ市場で利用されている証券は、RBA の定義では大きく 2 つ（一般担保（GC）、民間証券（PS））に分類される。一般担保には、政府関連・地方政府証券、国際機関証券、その他政府保証証券が含まれる。民間証券には、預金受入機関の発行した短期債・長期債や、特定の高い格付をもつ証券化商品が含まれる。

Repo Turnover by Instrument

2012/13

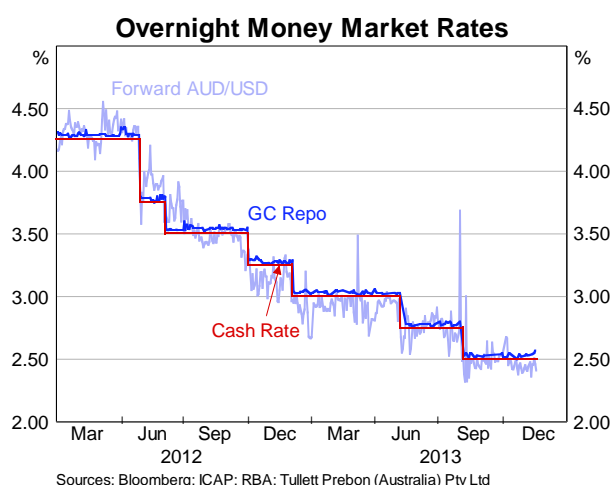


GC の内訳として、国債および地方債が相対的に流動性が高い「GC1」として、その他の「GC2」と区別されている。豪州では、国債および地方債のみが、バーゼル III の適格流動資産（HQLA）に該当し、レポ取引に用いられる担保も GC1 が大半を占めている。2012 年には、GC1 を用いたレポ取引残高は政府証券が関与するレポ取引残高の 8 割に上った。

レポ市場で利用されている民間証券は、住宅ローン担保証券（RMBS）と社債・銀行債で構成されている。2012年の民間証券を用いた平均レポ取引残高は、およそ50億豪ドルであった。特にRMBSや資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を用いた取引は少なく、2012年中のそれらの取引の9割でRBAが取引相手方となっていた。

プライシング

過去10年間、翌日物GCレポレートは、概ね翌日物無担保資金調達レートを下回って推移していたが、2009年半ば以降、GCレポレートが無担保資金調達レートを上回っている。通常、有担保資金調達レートは無担保資金調達レートよりも低いと考えられるが、在庫証券の増加（これは、証券発行の増加と、豪州市場における債券取引担当デスクの増加によるもの）により資金調達需要が高まり、その結果、有担保資金調達レートに上昇圧力が加わっている。即ち、債券取引担当デスクは、しばしば、高い社内調達金利に直面することから、外部資金で在庫証券をファイナンスするインセンティブを有している。こうした資金調達の際の取引相手は、RBAを除くと、殆どが銀行である。しかし、レポ市場の取引終了時間が、銀行がキャッシュ・ポジションを締める時間よりも先であるため、一般的に債券取引担当デスクは外部（銀行）からの資金調達において一定のプレミアムを支払わなければならなくなっている。



市場インフラ

レポ取引は、主に店頭（OTC）市場において行われており、仲介業者が提供する電子取引プラットフォームにおける取引の割合は僅かである。電子取引プラットフォーム

ームによって価格発見機能は向上したが、最終的な取引価格や条件の交渉・合意は、電話を介して相対で行われるのが一般的である。

レポ取引の証券取引部分は、豪州証券取引所（ASX）の運営する証券保管振替機関である Austraclear を通じて即時 DVP 決済される。資金部分は、金融機関が参加する大口資金決済システムである準備銀行情報伝達システム（RITS）を通じて即時グロス決済（RTGS）される。一部の取引は、Euroclear のような国際的な証券決済機関やカストディアンの帳簿上で決済することも可能である。

現在の豪州債券市場では、トライパーティによる担保管理は限定的である。ASX は最近、Clearstream と合同でトライパーティ・サービスを開始している。

法務・税務上の取扱い

豪州の全てのレポ取引は、契約書として、標準的な Global Master Repurchase Agreement（GMRA）が利用されている。RBA とのレポ取引を行うためには、GMRA の付属書として、RITS の規約を受諾しなければならない。

豪州税務局（ATO）は、レポ取引を担保付貸借取引と認識しているため、レポ収益は、キャピタルゲインではなく、利子所得として課税される。この原則は、豪州レポ市場参加者に適用されるが、RBA は納税義務を免除されている。非居住者がレポ取引を通じて収入を得た場合は源泉徴収の対象となる。

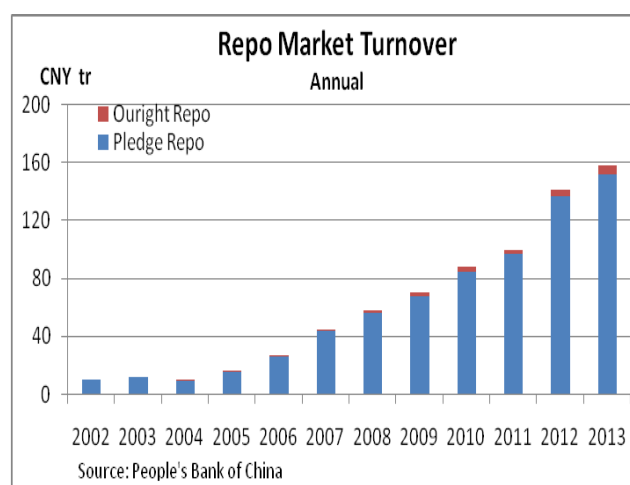
レポ市場発展の機会と阻害要因

RBA は、公開市場操作における入札プロセスの高速化および効率化のために、電話による OTC 取引から電子取引プラットフォームでの取引への移行について外部ベンダーと協議中である。公開市場操作が電子取引プラットフォームで実施されることにより、参加者が直接入札し、瞬時に結果を知ることができるようになる。

上述の通り、ASX は、豪州においてトライパーティ・レポの担保管理サービスの提供を開始した。当該サービスは本格稼働しているものの、現状ではテスト目的以外には利用されていない。市場参加者からは、ASX による価格設定が、利用頻度の低さの原因であるとの見方が示されている。

中国

中国の債券市場は 1997 年に設立され、同時にレポ取引も開始された。2002 年以降、同市場は急速に発展し、規模、商品の種類、投資家層の全てが大幅に拡大した。レポ取引は投資家にとっても中国人民銀行（PBC）にとっても流動性管理における重要なツールとなった。レポ取引高は、2002 年の 10 兆元から 2012 年には 142 兆元へと増加した。

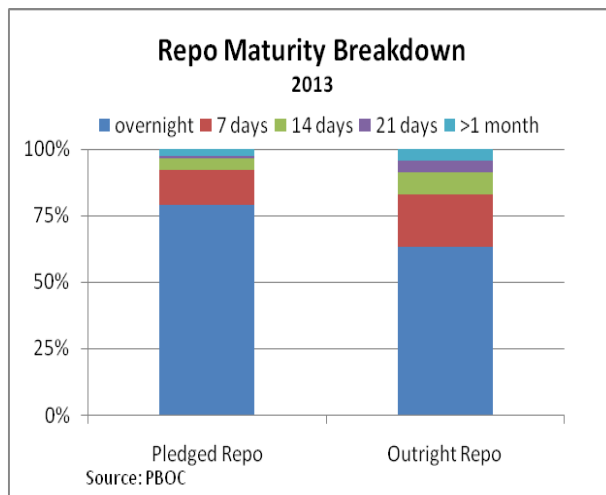


市場構造

中国では、担保の所有権を元の所有者に残したまま質権を資金の出し手に設定する（中国特有の取引形態である）質入れ型レポが主流であり、2013 年の銀行間レポ取引の 95%以上が質入れ型レポである。一方、2004 年に導入された現先型レポでは、担保の所有権が資金の取り手から出し手に移転する。

主なレポ市場参加者は、国有商業銀行、株式制銀行、都市商業銀行、政策性銀行である。その他の参加者としては、保険会社、証券会社のほか、証券投資ファンドや年金基金といった法人格を持たない先も存在する。質入れ型レポ市場には、5,200 を超える参加者が存在する一方、現先型レポ市場の参加者数は 1,400 程度である。現状、商業銀行が主要な市場参加者であり、2013 年には取引額の約 67%を占めた。

銀行間市場における取引のタームは、翌日物から 1 年物までであるが、その中でも、翌日物から 7 日物が最も頻繁に取引されている。2013 年には、質入れ型レポ取引の 92%が 7 日以内のタームで取引された。

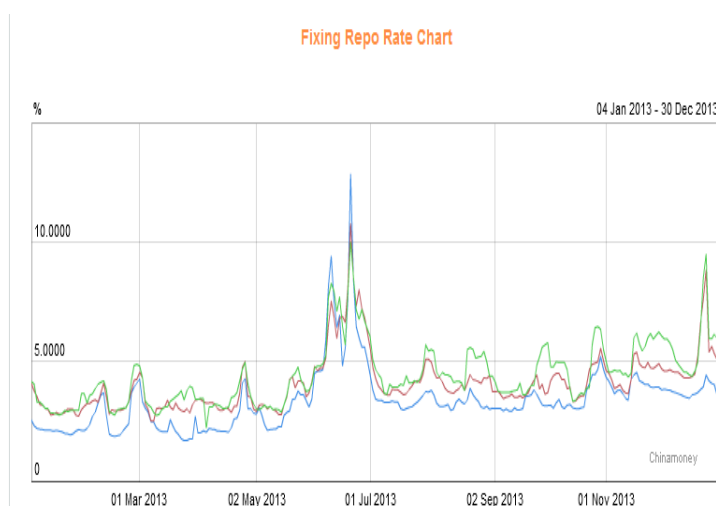


担保

国債、中銀債、金融債、社債を含め、市場で取引され得る全ての債券が、レポ取引でも利用できる。担保債券の約 85%が国債および政策性銀行により発行された金融債である。参加者は、レポ取引の期間中に担保債券を差し替えることはできない。

プライシング

インターバンク・フィクシング・レポレートは、毎営業日の午前 9 時から午前 11 時の間に銀行間で取引されるレポレートに基づき算出される指標レートである。当該レートは、毎営業日午前 11 時に公表される。



市場インフラ

銀行間債券市場の規制当局は PBC であり、その他には銀行間市場交易者協会 (NAFMII) が自主規制団体として存在する。

レポ市場における相対取引は、国営銀行間資金調達センターが提供している取引プラットフォームを経由して執行される。市場参加者はレポ取引に関する情報にタイムリーにアクセスできる。

上海精算所および中央国債登記結算有限責任会社が、レポ取引にかかる証券の保管および決済サービスを提供している。取引は相対ベースで清算された後、グロス DVP で決済される。資金決済は China National Advanced Payment System (CNAPS) を通じて行われている。

法務・税務上の取扱い

監督上、全てのレポ取引参加者は、基本契約書を事前に締結しなければならない。PBC は、2000 年 7 月 29 日付で “National Inter-bank Bond Market Master Repurchase Agreement” を発行し、その後 2004 年 5 月 18 日付で “National Inter-bank Bond Market Master Outright Repo Agreement” を発行した。2013 年には、NAFMII がこれらの 2 つの契約書を一本化し、PBC の指導の下 “NAFMII Bond Repurchase Master Repo Agreement (2013)” とした。これにより、担保の差替え、値洗い、マージンの受渡し、および担保の迅速な処理が可能となった。

質入れ型レポは貸借取引と捉えられるため、利息収入は利子所得として課税される。一方、現先型レポにおける利息収入は、取引の目的に応じて課税される。

レポ市場発展の機会と阻害要因

中国のレポ市場への海外からの参入は始まったばかりであり、現時点の市場参加者は、香港における人民元の決済銀行である中国銀行のみである。PBC は、その他のオフショア人民元取扱銀行との間でレポ市場への参加につき協議している。

PBC は、短期金融市場のキャパシティに配慮しつつ、レポ市場の積極的な調査と発展に向けた働きかけを行っている。最新の基本契約書の発行がレポ市場の発展につながると見られている。PBC は中国におけるトライパーティ・レポのもたらすメリットについても調査している。

香港

香港のレポ市場は、必要なインフラ整備がなされ、また法務・税務上の制度的障害がないにもかかわらず、無担保市場や外為スワップ市場と比べて相対的に小規模である。これは、金融機関が、上記の市場を通じて香港ドルを調達することに慣れているためである。ノンバンクは一般的にレポ取引を行っていない。

一般的に香港レポ市場への参入に制限は無いが、実際の市場参加者の大半は金融機関（特に銀行）、ディーラー、マネーブローカーに限られている。金融機関が無担保銀行間市場や外為スワップ市場を優先して利用している背景として、一つには金融機関が政府証券¹⁰⁷や中銀債の在庫を然程持ち合わせていないこと、もう一つには、香港ドルが極めて流動性の高い米ドルにペッグされているため、銀行は外為スワップを通じて香港ドルを入手し易いことが挙げられる。

金融機関同士のレポ取引は、利便性や匿名性の観点からブローカーを通じて行われることもあれば、相対やトライパーティ・レポによる場合もある。近年は金融システムに潤沢な香港ドルが存在していることから、無担保市場・レポ市場を問わず、銀行が資金調達する必要性そのものが低下してきている。

市場構造

銀行は通常、特定の証券を調達するためではなく、資金調達・管理目的でレポ取引を行う。例えば、（比較的小規模な顧客預金を保有する）海外銀行の現地支店等は香港為替基金証券（EFBNs）および国債を用いて（より大口顧客預金を保有する）現地の銀行から資金の供与を受けることが可能である。

保険会社や投資ファンドといったノンバンクの金融機関によるレポ市場への参加は限られている。香港の多くの機関投資家（特に香港ドル建てファンド）は、資金運用のためにレポ取引に関与することはない。世界金融危機後は、投資業務がより限定されたことで、資金運用目的でのレポ取引の利用はさらに減少している。

¹⁰⁷ 香港の財政は良好であるため、政府の発行した債券の量は限られている。2009年に香港政府は国内債券市場の持続的な発展を促すために政府債券プログラム（GBP）を立ち上げており、同制度に基づく債券発行による収入は一般歳入とは別管理されている。2014年3月末の時点で、GBPの下で発行された債券は総額1,150億HKD、足許の残高は940億HKDである。

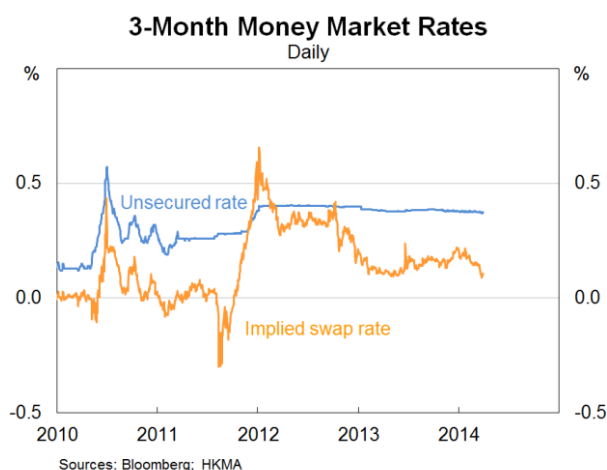
担保

大半のレポ取引は、国債もしくは EFBNS を用いて行われる。他の証券（社債、資産担保証券、株式）は、より流動性が低いか、値動きが不安定であるため、資金調達目的で利用されることは一般的ではない。

担保の差替えは、そのためのインフラが整備されているが、慣行として定着してはいない。

プライシング

香港レポ市場におけるプライシングに関する包括的なデータは存在しないが、現在の超低金利環境の下で、香港銀行間貸出金利（HIBOR）と香港ドル・レポレートとの差は僅かなものとなっている。グラフは、無担保市場における 3 か月物（最も一般的な取引期間の一つ）の貸出金利と外為スワップ市場のレートを示したものである。



市場インフラ

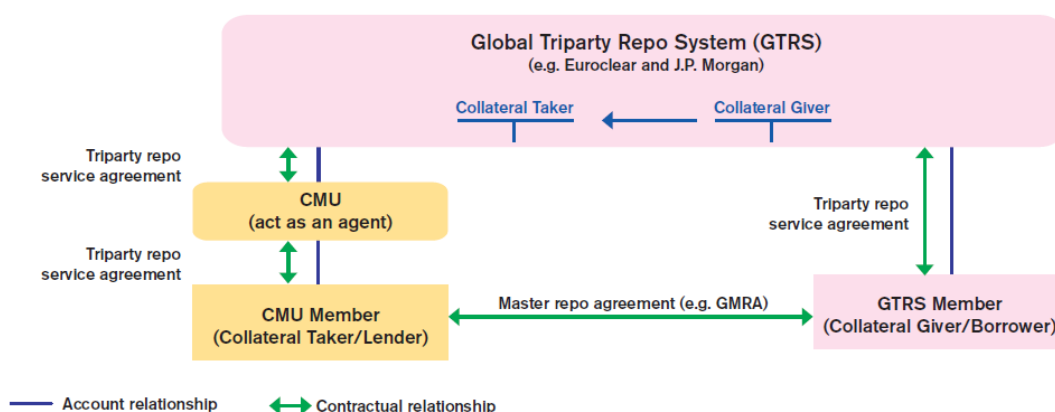
主に業者間ブローカーを通じて価格形成がなされるが、銀行によっては相対でもレポ取引を実施している。取引は音声トレーディングを通じて行われる。

香港の金融機関のレポ取引の相手方は、国内および海外の市場参加者である。国内市場では、レポ取引の清算・決済は、証券保管振替機関（CMU）の運営する銀行レポプラットフォーム等で DVP 決済される¹⁰⁸。

¹⁰⁸ CMU は、香港金融管理局（HKMA）の運営する証券保管振替システム。

CMU は、グローバルなトライパーティ・プラットフォームを提供するユーロクリア、JP モルガン、Clearstream と共に、クロスボーダーの担保管理サービスを提供している。クロスボーダー担保管理サービスを一層強化すべく、香港の RTGS システムとトライパーティ・レポ・システムの間で DVP 決済のリンクが構築された。

クロスボーダー担保管理サービスの構成



法務・税務上の取扱い

国内レポ市場において用いられる基本契約書は **Global Master Repurchase Agreement (GMRA)** である。香港の銀行では、**GMRA** を通じて相対で取引することが慣行となっている。香港独自の付属書を用いずに **GMRA** 単体で契約を締結している。

香港では、レポ取引にかかるキャピタルゲイン課税や源泉徴収税は存在しない。レポ取引の税務上の扱いは、売買取引ではなく、貸借取引である。香港の税法上、一定の条件を満たす証券貸借取引（レポ取引含む）には印紙税が適用されない¹⁰⁹。同様に、一定の条件を満たす取引は利益税が免除される。印紙税ないし利益税の免除の条件は、関係条例¹¹⁰、および内国税収入局¹¹¹による解釈と実践により定められている。なお、大半の資金調達目的のレポ取引は、**EFBNs** および国債を用いており、現先取引であっても課税対象とはならない。

なお、香港市場への海外投資家の参入に特に制限は無い。

¹⁰⁹ 一定の条件については、以下に掲載。 http://www.ird.gov.hk/eng/pdf/e_dipn27.pdf (14~19 パラが特に関連する箇所)

¹¹⁰ 利益税については、内国歳入条例の 15E 条（香港法 Cap. 112）、印紙税については印紙税条例の 19 条（香港法 Cap. 117）。

¹¹¹ <http://www.ird.gov.hk/eng/ppr/dip.htm>

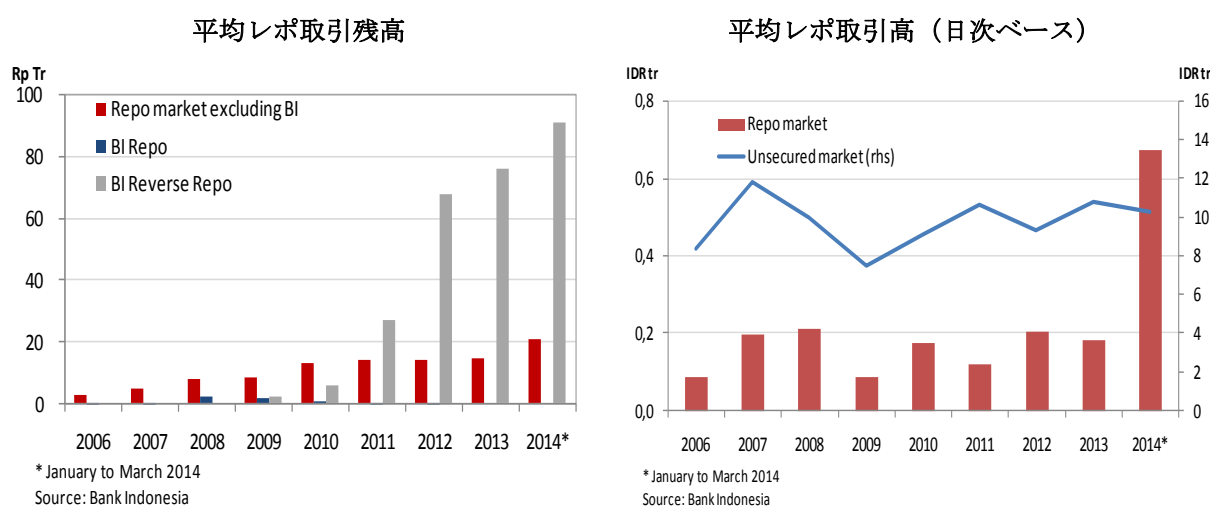
レポ市場発展の機会と阻害要因

香港のレポ市場が比較的小規模である理由として、金融機関が香港ドルの調達にあたって、レポよりも既存の無担保インターバンク資金市場や外為スワップ市場の利用に慣れていることが挙げられる。金融危機以降、銀行は以前より無担保での貸出を制限しているが、国内銀行部門における潤沢な流動性に鑑みると、そもそも資金調達ニーズは限られており、レポ取引を行う動機は弱い。

もともと、香港金融管理局（HKMA）は国際金融規制整備の進展が、担保として用いられる資産の活用見直しにつながると見ている。効率的なレポ市場はそうした見直しに資するものである。香港レポ市場の更なる発展を支えるため、HKMA は必要に応じて洗練された金融インフラを提供し、国内および国際的なレポ取引の促進を図っている。HKMA は国際金融規制の動向およびその香港レポ市場への影響を注視していく。

インドネシア

インドネシアのレポ市場は、比較的未発達である。市場参加者は、より流動性の高い無担保の銀行間短期金融市場（PUAB）を利用する傾向にある。少数のレポ市場参加者または金融機関のみが、レポ取引に精通しており、レポ取引を利用した金融機関は、流動性に問題を抱えて無担保市場における与信枠を使い果たしたとみなされる傾向にある。こうしたスティグマ（偏見）とも相俟って、レポ取引は敬遠されがちである。しかしながら、2013年12月に銀行間レポ取引の基本契約書（Mini MRA）が利用されるようになってから、取引プロセスが簡素化され、レポ取引高は増加しつつある。



2013年中の市場参加者（銀行、証券会社、保険会社、投資信託）によるレポ取引の一日あたり平均取引高は、1,810億ルピアであったが、2014年の第1四半期は、6,710億ルピアに急増した。2013年中の市場における平均レポ取引残高は14兆ルピアであり、市中銀行とインドネシア中央銀行（BI）の間の平均レポ取引残高は、76兆ルピアであった（BIの流動性吸収のための公開市場操作によるもの）。政府証券を担保としたレポの取引高が発行済政府証券残高に占める割合は、0.01～0.04%（2006年～2013年）であった。

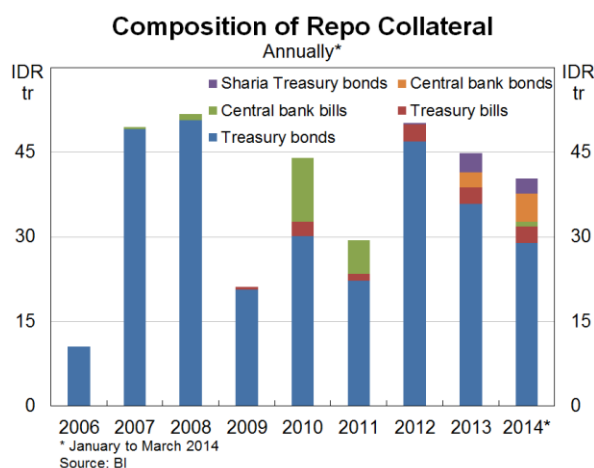
市場構造

銀行は主に資金および在庫証券の管理目的でレポ取引を行っているが銀行間レポ市場は現状では取引が少ない。過去には、規模は小さいながらも証券会社が頻繁にレポ取引を行っていたが、2011年以降、その取引頻度は低下している。この背景とし

では、証券会社にとってはレポよりも債券発行を通じた資金調達のほうが容易であること、国債よりも社債を担保に利用していることが考えられる（データとしては把握できていない）。

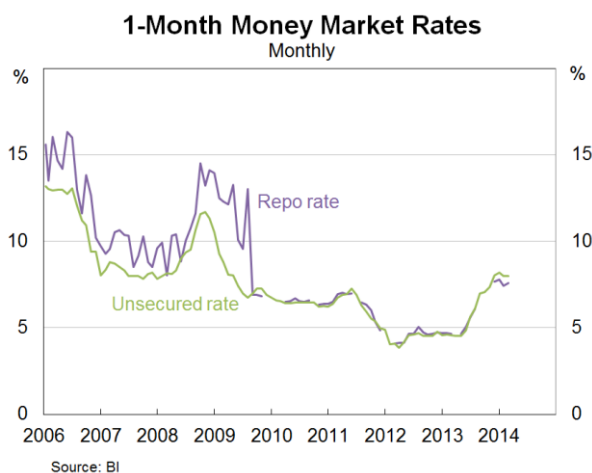
担保

レポ取引において最も頻繁に利用されている担保は、国債および中銀短期証券である。社債も利用されているが、社債は信用リスクが高く、市場流動性が低いため、時価を把握するのが難しいことから、利用は小規模なものに止まっている。BIは、国債を適格担保として受け入れている。レポ取引期間中の担保の差替えの可否は、市場参加者間の個別契約の内容次第である。2010年にBIが実施した調査では、市場参加者の一部が差替え可能と回答した。



プライシング

インドネシアのレポ市場の特徴のひとつとして、レポレートが無担保資金調達レートよりも高いことが挙げられる。これには、レポ取引の複雑さ、レポ市場の流動性の低さや前述のスティグマが影響している。2000年代前半には、レポレートと無担保資金調達レートのスプレッドは約200bpsであった。スプレッドは、世界金融危機時にはレポ市場の流動性の低下により600bpsまで上昇し、スティグマが一段と大きなものとなった。



レポ市場の発展および国債市場の流動性向上のため、BIは2009年2月より公開市場操作において、通常のレポ取引を補完するかたちで、リバースレポ取引の運用を開始した。2009年からレポ市場の流動性が回復するとともに、レポレートと無担保資金調達レートのスプレッドは縮小した。最近では、銀行間レポ取引に用いる Mini MRA の導入とレポ取引規模の拡大を受けて、レポレートが無担保資金調達レートを下回るようになってきた。

市場インフラ

市場参加者は、ブローカーを通じて、レポ取引関連情報にアクセスすることが可能である。レポ取引は通常、電話もしくは他の取引システムを通じて実行される。

取引実行後、国債・中銀短期証券を担保とする全てのレポ取引はインドネシアの証券決済システム（BI-SSSS）に記録される。BI-SSSS は、銀行に対し、決済、取引および証券管理事務にかかるサービスを提供し、市場参加者と BI を RTGS システムでつないでいる。BIは、BI-SSSS を通じて公開市場操作を実施している。

社債や株式を用いたレポ取引は、インドネシア中央証券預託機関（KSEI）の運営するシステムである C-BEST を通じて決済される。C-BEST は、インドネシアの資本市場における決済プロセスを支えるシステムである。

法務・税務上の取扱い

2005年6月に、国債取引業者協会（Himdasun）が、レポ市場の発展を支えるため、国内用のレポ基本契約書（MRA）を作成した。MRA は、全米債券市場協会／国際証券市場協会（TBMA/ISMA）の Global Master Repurchase Agreement（GMRA）にお

ける重要条項を全て取り入れつつ、インドネシアの国内事情に適応させたものである。

2010年には、BI、資本市場・金融機関監督庁（Bapepam-LK）および財務省が、MRA に取って代わる GMRA インドネシア版付属書を作成するため、市場参加者と共に作業部会を立ち上げた。この付属書は、まだ草稿段階にある。

2013年12月には、BIが、8つの銀行と共に、レポ取引における標準契約書を普及させるべく、Mini MRA の起草に携わった。現在では、62の銀行が Mini MRA を利用しており、この取り組みが、レポ取引の大幅な増加に寄与した。

税務上は、BI-SSSS を通じて決済される現地通貨建国債や中銀短期証券を担保としたレポ取引は、貸借として扱われ、レポ収益は利子所得として課税される。BI-SSSS を通じたレポ取引は源泉徴収の対象外であり、期末時点で得られた利益に累積課税される。

国債・中銀短期証券以外を担保とするレポ取引については、インドネシア証券取引所を通じて処理される。この場合は、売買として扱われ、収益はキャピタルゲイン課税の対象となる。こうしたレポ取引は、政府規則 No.41/1994 に基づき取引総額の0.1%が源泉徴収の対象となる。

レポ市場発展の機会と阻害要因

インドネシアでレポ市場が発展していない背景については、2010年にBIが実施した調査で複数の要因が挙げられている。一つには、金融システムにおける過剰流動性により、市場での資金調達需要が低下していることが指摘されている。市場から資金調達する場合、特に短い期間の取引については、銀行間市場における無担保資金調達のほうが、レポ取引よりも契約手続きが簡単であると認識されている。また、レポで資金調達する際のスティグマも理由の一つとして挙げられている。

BIと主要銀行による新たな契約書の利用拡大に向けた取り組みは、効果を上げている。新契約書を利用する銀行の数は増え、レポ市場の利用もそれに伴って増加している。こうした一連のBIの取り組みは、レポ市場に纏わるスティグマを取り払いつつある。

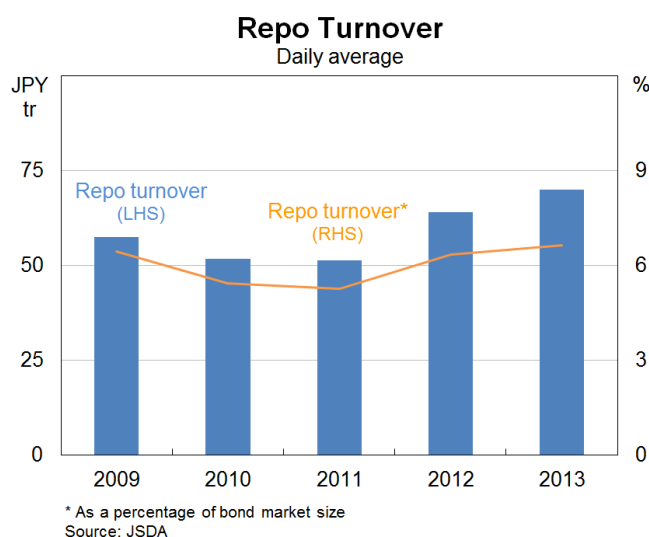
レポ取引にかかる、会計上と法律上の扱いの違いも市場の発展を阻害する一因である。この点は、特に取引の相手方が破綻した場合に問題となる。会計上、レポ取引は、担保付貸借取引として認識され、担保は売り手側のバランスシートに残る。一

方、法的にはレポ取引は買戻条件付き売却として扱われ、担保資産の所有権が移転する。取引相手方が破綻した場合、担保の所有権が売り手にあるのか、買い手にあるのか、扱いが異なることへの懸念が存在している。

日本

日本では、2種類のレポ取引が存在している。一つは、現先取引（買戻条件付き売却取引）、もう一つは、現担レポ（現金担保付債券貸借取引）である¹¹²。現先取引は、さらに旧現先と新現先に分かれる。新現先では、一般的なリスク管理手法（ヘアカット、マージン・コール、リプライシング、担保の差替えなど）が利用できる。

日本のレポ市場は、1949年に証券を担保とした短期資金調達手段として導入された旧現先によってスタートした。現担レポおよび新現先は、それぞれ1996年、2001年に導入された。



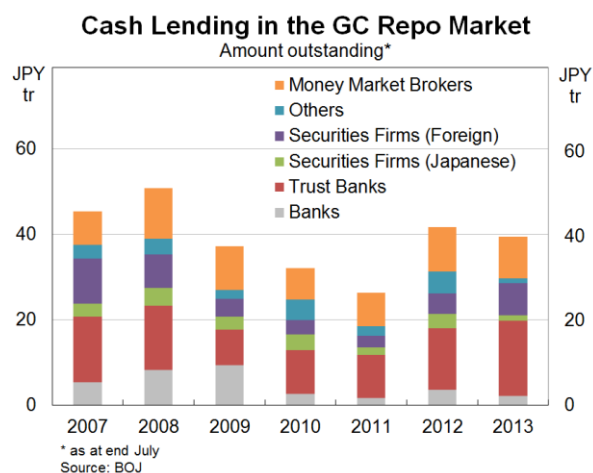
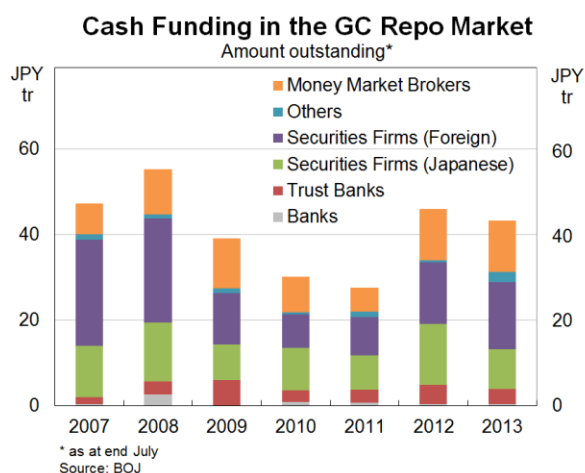
市場構造

日本のレポ市場における主要参加者は、証券会社、短資会社、信託銀行である。証券会社が主な資金の取り手であり、信託銀行が主な資金の出し手である。

GCレポ¹¹³については、世界金融危機以降、証券会社と信託銀行の存在感が増している。証券会社による資金調達方法が日本銀行の公開市場操作からGCレポに移行し、これがレポ取引高の増加につながったとの指摘が市場参加者から聞かれている。こうした証券会社によるGCレポ取引の増加を受けて、信託銀行も資金の出し手としてGCレポの取引量を増加させてきた。

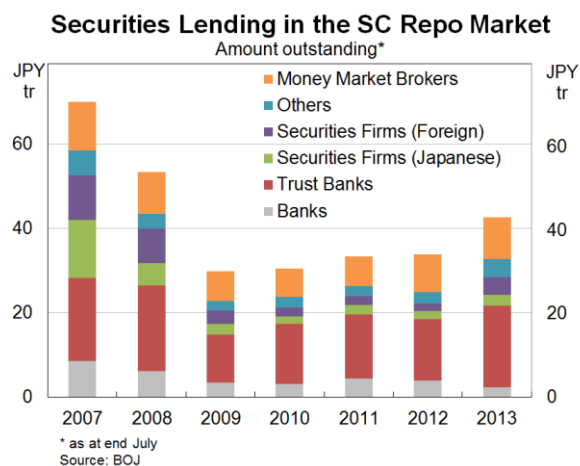
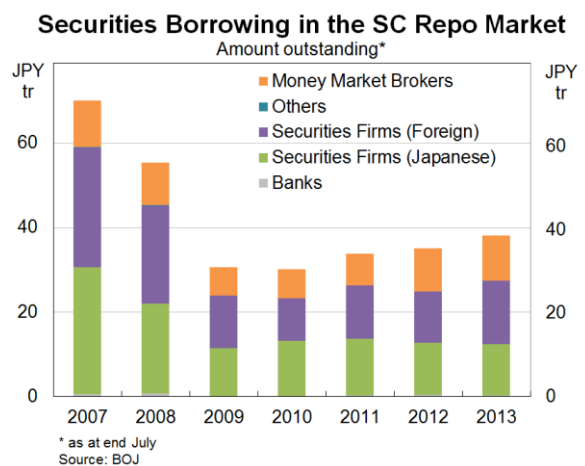
¹¹² 株式およびCPを裏付けとするレポ取引は含まない（それぞれの市場規模は約6兆円、約3兆円）。

¹¹³ 貸借する証券の銘柄を特定しない取引のこと。



SC レポ¹¹⁴市場では、国内および海外の証券会社が国債の主要な取り手であり、顧客との国債のアウトライト取引において生じるショートポジションをカバーするために特定銘柄を借り入れている。一方、信託銀行は国債の最大の出し手である。

2013 年には、海外証券会社と信託銀行の取引増加に伴い、SC レポ取引が前年と比べて増加した。海外証券会社による取引増加は、主要顧客である非居住者の国債需要増などを反映したものである。



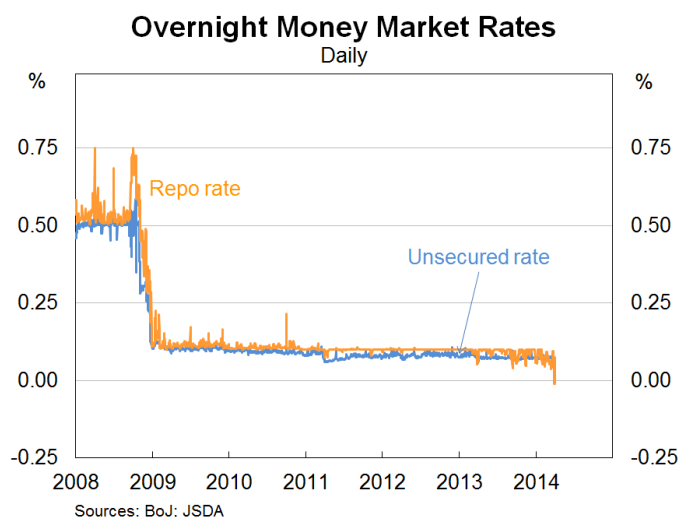
担保

大半のレポ取引は、国債を裏付けとしている。固定利付国債、国庫短期証券、物価連動国債、変動利付国債が主に利用される一方、国債以外の債券はあまり利用されていない。新現先においてのみ、市場参加者はレポ取引期間中に担保を差し替えることができる。

¹¹⁴ Special Collateral レポの略。貸借する証券の銘柄を指定する取引のこと。

プライシング

無担保コールレート（オーバーナイト物）は、しばしばGCレポレートを下回っている。これは、決済サイクルや市場構造（例えば市場参加者や取引目的）の違いによるものである。



通常、標準的な現担レポにおける担保債券の価格は、日本証券業協会が日次で発表する公社債店頭売買参考統計値に基づき決定される。現先取引における担保債券の価格の決定についても基本的に同じ扱いではあるが、明確な基準は存在しない。

市場インフラ

日本のレポ市場では、証券会社および短資会社が仲介業者として活動している。彼らは、電話もしくは電子メールを通じて顧客との取引を行う。加えて、（仲介）業者間取引を仲介している日本相互証券株式会社が2007年より電子取引サービスを開始し、レポ取引の電子的なマッチングを行っている。

市場参加者は、レポ取引に関する様々な情報源にアクセスすることができる。日本証券業協会はGCレポレートを毎営業日公表している。また、同協会は、現先および現担レポの残高ならびに取引高も公表している。さらに、主要な仲介業者が毎営業日、複数の情報ベンダーに対して、日中のレポ取引に関するデータを報告している。

現在、国債を裏付けとしたレポ取引は基本的にDVPで決済されている。およそ半分は清算機関（CCP）を通じて決済されており、残りは相対で決済されている。証券会社、短資会社、信託銀行といった日本のレポ市場における主要な参加者は、国債

店頭取引の清算機関（日本証券クリアリング機構＜JSCC＞）の清算参加者である。加えて、主要銀行は 2011 年からトライパーティ・レポ・サービスの提供を開始している。

世界金融危機によって、国債の決済期間の短縮が促され、SC レポについては T+3 から T+2 へ、GC レポについては T+2 から T+1 へと短縮された。現在、更にもう 1 日の決済期間短縮に向けた検討が進められている。

法務・税務上の取扱い

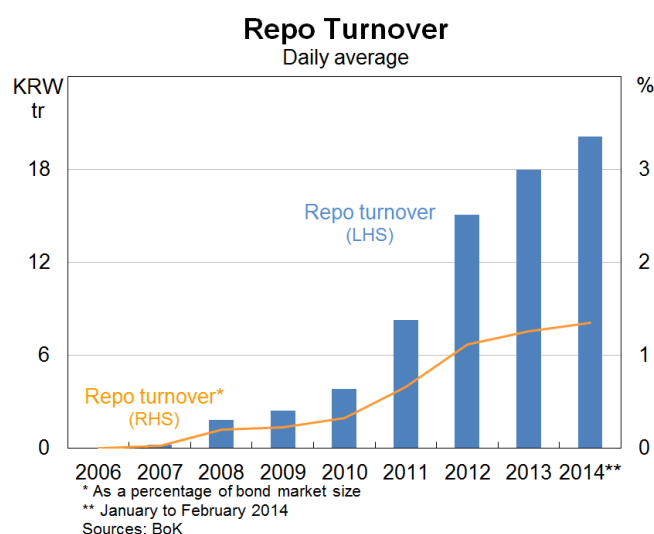
法的には、現担レポは債券貸借取引として扱われている一方、旧現先および新現先は債券売買取引として扱われている。新現先においてのみ、リプライシングと担保の差替えが認められている。

標準的な契約書は、1) 基本契約書、2) 覚書・合意書、3) 個別取引契約書、の 3 つの要素で構成されている。現担レポの契約書は、公社債協会（PSA＜現 TBMA＞）の基本契約書に基づいており、新現先の契約書は国際証券市場協会（ISMA＜現 ICMA＞）の基本契約書に基づいている。

現先取引および現担レポによる収益は利子所得として課税され、源泉徴収の対象外である。

韓国

韓国のレポ市場は、金融機関市場と顧客向け市場の二つに大きく分かれる。金融機関市場におけるレポ取引は、金融機関同士で行われる一方、顧客向け市場では、個人、企業、信託投資会社からの資金調達がレポ取引により行われる。これらの二つの市場は、扱う証券、市場参加者、担保証券の管理・決済方法において異なっている。



過去 20 年間に渡り、韓国では、顧客向け市場が主たるレポ市場であった。2008 年の世界金融危機時に、クレジット制約を緩和するべく韓国銀行（BOK）が大規模な流動性供給を行ったことを契機に、金融機関市場が発展した。その一方で、顧客向け市場は、銀行の預貸率規制の影響により失速した。銀行預金の定義から顧客とのレポ取引が除外されたことを受け、銀行は顧客向け市場への参入を控えるようになった。

金融機関市場は、2010 年より証券会社によるコール市場での資金調達を制限する新たな規制が施行されたこと（および 2011 年の規制強化）もあって拡大を続けてきた。証券会社の短期資金需要がコール市場からレポ市場にシフトし、2008 年から 2012 年の間にレポ市場の規模は 5 倍に拡大した。証券信託会社も裁定取引による収益機会を求めレポ取引を増加させてきた。

市場構造

金融機関市場の参加者には、証券会社、証券信託会社に加え、銀行、資産管理会社、保険会社、8 つの公的金融会社が含まれる。証券会社および証券信託会社はレポ市

場における主要な資金の取り手（市場の 78%を占める）であり、2010 年のコール市場における資金調達制限の施行以来、資金調達方法の多様化を図りレポ取引の割合を増やしている。

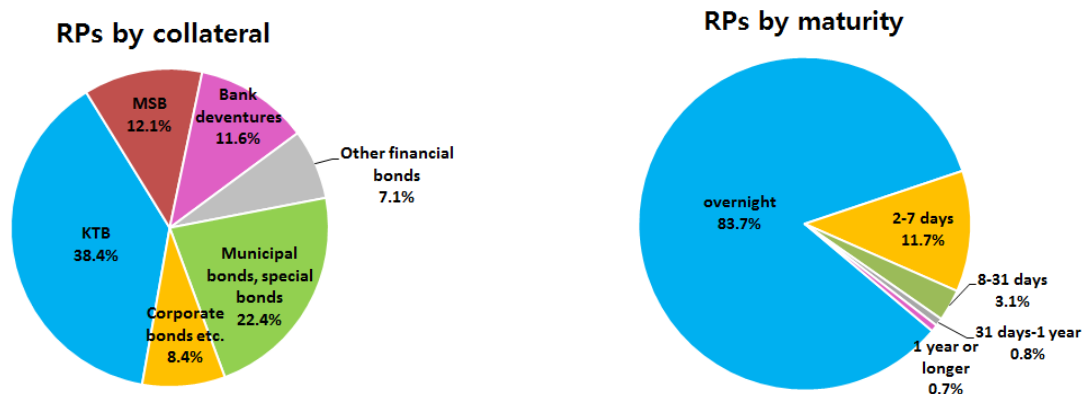
金融機関市場における資金の出し手は、多様である。資産管理会社および証券信託会社が市場の約 58%、信託銀行、商業銀行、証券会社、保険会社が約 26%を占める。韓国証券金融（KSFC）は、金融機関市場におけるレポ取引のブローカーとしてのみならず、ディーラーとしての機能も担っている。将来的には、KSFC が、マーケット・メーカーとしての役割を担うことも期待されている。

レポの取引期間については、全体の 66%が翌日物であり、8 日以上の特約物の割合は極めて少ない。

顧客向け市場では、一般的に証券会社と銀行が、個人投資家、信託銀行および企業から資金を調達する。銀行は、2008 年以来、預貸率規則の施行を受けて、顧客向け市場でのレポ取引を縮小させてきた。個人投資家は、レポでの資金運用機能を備えた資金管理口座（CMAs）を通じてレポ市場に参加している。CMAs の口座保有者は、固定利息を受け取ると同時に、制約なく資金の預入れ・引出しが可能である。企業は短期資金の調達目的でレポ取引を行う。信託銀行は 2008 年以降、規制の対象から除外されたことを機に、顧客向け市場の利用を急増させている。

BOK は公開市場操作で短期（90 日以内）の流動性調節手段としてレポ取引を利用している。構造的な過剰流動性が存在することから、BOK は主にリバースレポ取引を通じて金融システムから流動性を吸収している。

レポ取引残高（担保・満期別）
（2014 年 2 月末時点）



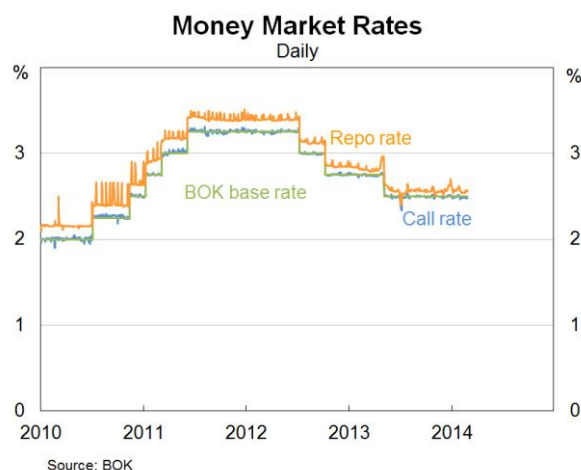
担保

金融機関市場における担保債券は、主に国債および通貨安定化証券（MSB）である。顧客向け市場で利用できる担保は、投資適格債券となっている。即ち、時価評価が可能で BBB 格以上、かつ指定金融機関もしくは中央・地方政府により発行・保証されている債券が担保として扱われている。

BOK のレポ取引における適格担保は、国債、MSB および政府保証債券である。金融危機時には、適格担保の範囲を銀行債、社債、政府系企業の発行したモーゲージ担保証券まで拡大した¹¹⁵。

プライシング

域内の他の国々と同様、韓国のレポレートは、無担保資金調達レートを上回っている。これは、コール市場での資金調達のほうが、レポ取引と比較して担保管理の必要がなく手続きが簡単であることが影響している。また、レポ取引には担保の決済・仲介費用がかかること、（コール市場の主たる参加者である銀行と比べて）より格付けの低い証券会社によってレポが利用されていることなども背景にある。最近では決済・仲介費用の低下が、レポレートの低下ひいては無担保調達レートとレポレートのスプレッド縮小につながっている。



市場インフラ

韓国におけるレポ取引の殆どは、ブローカーを通じて行われている。市場参加者は、レポレートや需給に関する情報をブローカーから入手することが可能である。取引完了後、ブローカーは取引情報を韓国金融投資協会（KOFIA）に送付し、市場参加

¹¹⁵ 韓国土地住宅公社、中小企業振興公団の発行債券、韓国住宅金融公社発行のモーゲージ担保証券、および社債。

者もこの情報にアクセスすることができる。

金融機関市場では、レポ取引は、トライパーティ・レポ・エージェントである韓国証券預託院（KSD）を通じて決済される。KSD は、決済や担保債券の管理業務等を提供する独立した証券預託振替機関である。レポ取引は DVP 決済されている。

顧客向け市場では、レポ取引は、金融機関と顧客の間で、主にホールド・イン・カストディのかたちで決済され、担保債券は KSD に預託される。担保債券は、顧客に引き渡されないが、KSD に預託された債券の市場価格は買戻価格の 105%以上でなければならない。

法務・税務上の取扱い

金融機関市場におけるレポ取引は、Global Master Repurchase Agreement（GMRA）に基づき契約が締結される。韓国独自の付属書は存在しない。顧客向け市場では、金融機関毎に取引条件が決められている。

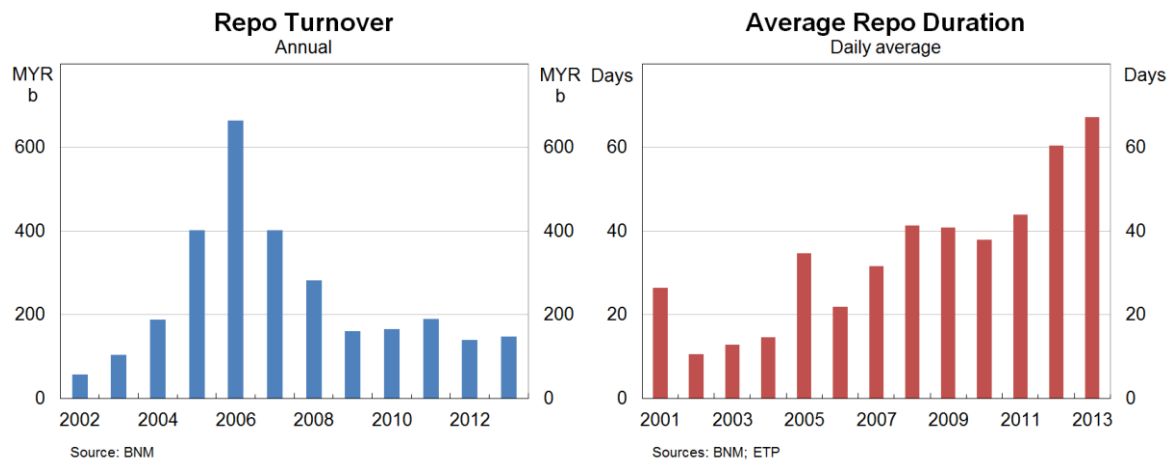
金融機関市場でも顧客向け市場でも、レポ取引は税法上の貸借取引と位置付けられ、レポ取引から生じた収益は、利子所得として課税される。収益に関しては、非居住者であっても源泉徴収の対象となる。

レポ市場発展の機会と阻害要因

ごくタームの短いレポ取引が増加しており、レポ取引の平均期間は短期化している。こうした動きがレポ市場の発展を妨げている。これは主に、証券会社が翌日物の資金調達をコール市場からレポ市場での調達にシフトしていることに起因する。資産管理会社による裁定取引を企図したターム物のレポ取引は、長短金利スプレッドの縮小により、減少している。足許でも、短期取引を中心に証券会社と証券信託会社による利用が急増している。

マレーシア

マレーシアでは、レポは主要な金融取引のひとつであり、2013年の取引高は1,480億リンギットであった。主な市場参加者は、マレーシア中央銀行（BNM）と商業銀行である。BNMは、金融システムにおける調節手段の一つとして、また、市場で必要とされる証券を供給する目的で、レポ取引を利用している。レポ市場は、マーケット・メイクを行う金融機関がショートポジションをカバーするために利用され、結果として債券流通市場の流動性改善に貢献した。



マレーシアにおけるレポ取引は、1980年代にホールド・イン・カストディ・レポのかたちで始まり、金融機関が譲渡性預金や銀行引受手形を担保に企業から資金調達を行っていた。その後、債券市場の発展と共に、担保の種類がソブリン債や民間債務証券に拡大されてきた。

レポ市場の取引高は、2005年に急増し、ピーク時には年間6,650億リンギットにまで拡大した。BNMが金融政策の一環としてレポ取引を通じた債券市場への流動性供給を開始したほか、証券カストディアン・プログラム（ISCAP）の導入や、プリンシパル・ディーラー¹¹⁶に対する証券貸出ファシリティの整備がレポ取引の増加に寄与した。BNMによるレポ取引は、金融システムの資金流動性調節や証券を市場へ再循環させる機能を果たしている。2012年には、BNMによる公開市場操作の15%がレポ取引を通じて実施され、今後もレポ取引の利用を拡大していく予定である。

¹¹⁶ プリンシパル・ディーラーは、BNMに指名された指定金融機関で、国債の発行市場と流通市場に参加し、流通市場ではマーケット・メーカーとして機能することが期待されている。

債券市場の流動性を高めるための BNM による取組みの一つである ISCAP は、機関投資家（主に年金基金や保険会社）や金融機関が BNM に証券を貸し出し、貸出料を受け取る仕組みである。これにより、機関投資家の保有債券が再び市場に流通することになり、プリンシパル・ディーラーのマーケット・メイクをサポートしている。ISCAP の主要参加者は機関投資家であり、取引の 9 割以上を占めている。

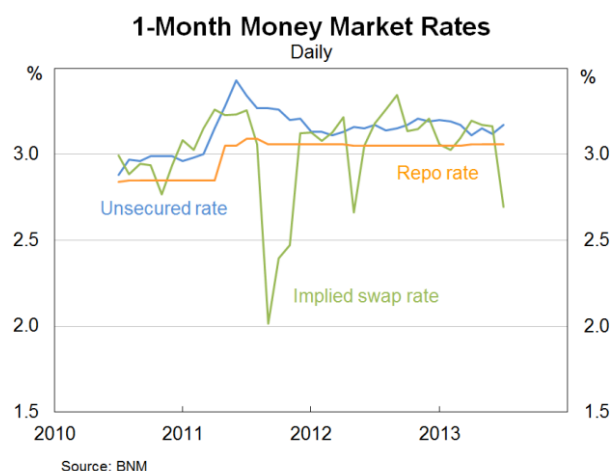
2005 年 10 月に BNM が空売りを認めたことも、レポ取引の規模を増加させ、債券流通市場における価格発見機能と流動性の向上に寄与した。これは、マーケット・メーカーによるショートポジションのカバー目的でのレポ取引や証券貸借取引の増加を後押しした。

2006 年には、BNM は「2006 年レポ・ガイダンス」を通じて新規制を導入し、法的枠組みを強化した。同ガイダンスは、厳格なリスク管理や、慎重な担保管理の慣行、Global Master Repurchase Agreement（GMRA）等の法的拘束力のある文書への署名、担保の移転や所有権の移転を義務付けている。

同ガイダンスが求める書面上の手続きや担保の移転は、一部企業にとって実務上困難だったこともあり、レポ市場参加者の減少につながった。一方で、同ガイダンスは、市場の取引当事者間の信頼を高め、長期取引を可能にする（平均レポ取引期間は 2006 年の 22 日から 2013 年には 67 日に長期化）など、ポジティブな影響も及ぼした。特に、健全な担保管理の枠組みが整備されたことにより、銀行間レポ市場参加者による 1 年までの長期のレポ取引が行われるようになった。2009 年から 2013 年までのレポ取引の規模は、安定的に 1,400 億～1,900 億リンギットで推移した。

プライシング

レポレートは、一般的に無担保資金調達レートを下回っているものの、銀行の短期資金（主に 1 週間未満）は、無担保市場で調達されている。これは、安定的な銀行システムの下で、銀行が信用リスクへの耐性を有しており、短期資金を無担保で融資できる体制にあることが背景にある。



市場構造

「2006年レポ・ガイドンス」は、少なくともレポ取引の一方の当事者が金融サービス法に基づく認可金融機関であることを義務付けている。銀行は多くの場合、より安価な資金調達目的で、あるいはショートポジションのカバーのために特定の銘柄を調達する目的でレポを利用する。マレーシアの全ての金融機関は、BNMとの間でGMRAを締結している。また、少なくとも2つの金融機関とGMRAを締結している。銀行間レポ取引は、通常、他より長めの期間で取引されており、3か月から1年物が多い。一方、BNMとのレポは、2週間から半年の期間で取引されている。

BNMは、調節手段としてのレポ・オペに加え、2007年には証券貸出ファシリティを拡大。このファシリティを通じて、市場参加者は、BNMから政府証券を借りることができる。借入可能な証券はリストとして公表されており、これを参照してBNMに借入を求めることができる。これにより、プリンシパル・ディーラーによるマーケット・メイクが容易になり、流通市場における価格発見機能および流動性が向上した。マーケット・メーカーはレポを通じてベンチマーク証券*を2週間、非ベンチマーク証券を1か月間借り入れることができる。ファシリティの概要は下表の通り。

マレーシア政府証券

	ベンチマーク*	非ベンチマーク
調達可能額	証券の保有量に応じて	
期間	14日まで	1か月まで
標準決済日	T + 1	
利用可能日	毎日	

* 国債の3、5、7、10年物

非居住者によるレポ市場への参加は、2004年4月の外国為替管理規定の緩和を受けて増加した。この緩和措置により、非居住者がレポを通じてリングットを調達することが可能となった（限度額：1,000万リングット）。

担保

1980年代には、主として譲渡性預金や銀行引受手形が担保として用いられた。その後、債券市場の発展と共に、担保として国債や政府証券、民間債務証券が用いられるようになってきた。現状、主要な担保証券は国債である。「2006年レポ・ガイダンス」では、担保として、銀行引受手形や譲渡可能預金証書のようなペーパーレスおよび非ペーパーレス証券の利用を認めている一方で、当該担保が転換可能証券でなく、かつ取引開始時点での格付けが投資適格以上であること、との条件が課されている。

同ガイダンスでは、担保管理の重要性を強調しており、取引参加者は担保評価額が合意されたマージンの閾値に抵触した場合に、マージン・コールをかけることが規定されている。また、取引相手方の同意を前提に取引期間中の担保の差替えが認められている。

市場インフラ

価格発見機能は、電信取引プラットフォーム（ETP）や店頭（OTC）市場でのクォートを通じて提供されている。OTC取引は、取引完了後10分以内にETPにその内容を報告することが義務付けられており、銀行間市場参加者およびBNMはこの情報を参照することができる。

これまで、BNMはレポ市場を支える効率的なインフラの整備を目指して様々な取り組みを行ってきた。レポ取引のDVP決済は、ペーパーレスの即時グロス決済システムであるRENTASを通じて行われる。

スタート日に、取引内容がRENTASに入力され、エンド日に発生する差益が自動決済される仕組みとなっている。これにより、買い手側が担保を将来売り戻すことを確約することになり、決済リスクを低減させている。

法務・税務上の取扱い

2006年には、国内用基本付属書が BNM と PPKM¹¹⁷の共同で作成されたことによりレポ取引にかかる契約書が簡素化された。当該付属書は、GMRA を補完するものであり、金融機関はこの契約書を利用することが推奨されている。

税務上、レポは貸借取引と認識され、レポ取引を通じた収益は、利子所得として企業税の対象となる。キャピタルゲイン税および源泉徴収は課されない。

レポ市場発展の機会と阻害要因

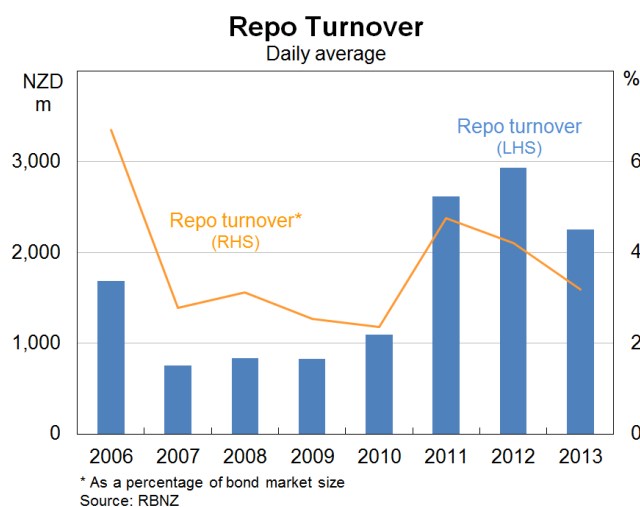
BNM は、レポによる外貨調達を促進するための取組みに着手している。ガイダンス文書や GMRA 付属書は、リングgit建証券を担保とした外貨調達を可能とするよう改訂される見通しである。この取組みにより、外貨調達の代替手段を提供し、多国籍企業が外貨を扱うビジネスについてサポートすることができるようになる。また、GMRA の内容が複雑であることから、BNM は企業の財務部に対してセミナーを開くなどの支援も行っていく予定である。

¹¹⁷ Persatuan Pasaran Kewangan Malaysia (ACI – Malaysia) は、マレーシアのホールセール市場で活発に取引を行う金融機関により設立された業界団体。

ニュージーランド

ニュージーランドのレポ市場は、他の西欧諸国と比較すると未発達である。主な市場参加者は、リテール銀行とニュージーランド準備銀行（RBNZ）であり、どちらも短期流動性の管理目的でレポ取引を用いている。他の先進国市場のように、レバレッジをかけるためにレポ取引を集中的に利用する金融機関は存在しない。背景としては、国内貯蓄をプールする仕組みが限られていることや、流動性の高い証券市場が欠如していることが挙げられる。RBNZの金融監督においても、リテール銀行がレポ市場でかけることができるレバレッジに制限を課している。特に、RBNZによる流動性規制が市場からの短期の資金調達を制限している。

ニュージーランドのレポ市場は、ここ数年回復しており、2011年後半から2012年前半にかけて取引高は過去最高を更新した。国債取引高サーベイによると、この時期のレポ取引高は1か月あたり400億NZドルに上り、2009年の200億NZドルから倍増した。国債の売買市場における取引高も、レポ市場ほどではないものの、回復してきている。



2004年から2008年は財政が黒字であったことから政府証券の発行額が減少した。この間、レポ市場では流動性が低下したため、フェイルが頻発した。その後は、政府証券の発行額が増加したことに伴い、市場におけるレポ・売買の取引高も回復した。

非居住者は、国債のポジションを積み増したい場合、レポ市場もしくは外為市場を通じてNZドルを調達することが可能である。非居住者の中でレバレッジに頼らずに済む投資家は、レポ市場と外為市場のうち、よりレートの低い市場で資金を調達

する。外為市場における NZ ドルの調達コストが、2011 年 10 月から 2012 年 11 月の間に度々急上昇したことも、国債に対する海外投資家からの需要と合わせてこの期間中のレポ取引高が断続的に高まる原因となった。

市場構造

レポ取引は、主に銀行が短期の資金ポジションの振れを調整するために利用されている。そのため、1～14 日物のレポ取引が最も流動性がある。1～3 か月物も取引としては存在するが、あまり一般的ではない。ニュージーランドのレポ市場参加者は限られており、市場構造が変化することもほぼなく、特定の銀行が常に資金の取り手もしくは出し手として存在している。

レポ市場における最大の流動性供給者は、国内リテール銀行 4 行である。小規模の国内銀行や一部の海外銀行も NZ ドルのポジション調整のためにレポ市場を利用しているが、担保となる政府証券の持ち高に限りがあり、結果として小規模な国内銀行はより幅広い担保を受け入れる RBNZ の公開市場操作を利用する傾向にある。因みに、2013 年 8 月時点で、国債の 68%および財務省証券の 30%は非居住者により保有されている。

RBNZ は、レポ市場の主要な参加者である。RBNZ によるレポ取引は、主に市場の資金流動性調節を企図したものだが、債券貸出ファシリティや O/N リバースレポ・ファシリティも提供している。

RBNZ の債券貸出ファシリティは、市場で特定の債券が不足しフェイルが発生することを防ぐ目的で 2005 年 7 月に導入された。銀行はこのファシリティを利用することで特定の債券を調達することができる。

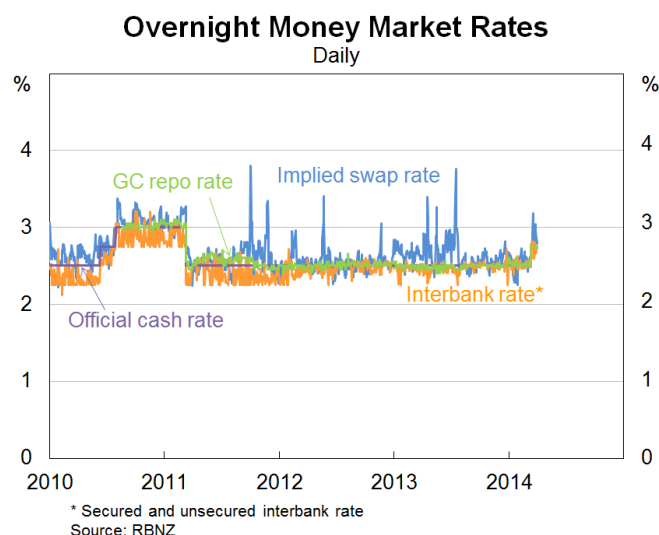
担保

GC レポでは政府証券のみが担保に用いられる。銀行は主に国債を担保として用いており、財務省証券やインフレ連動債が利用される頻度は少ない。それ以外の証券はレポ市場で利用されていない。

RBNZ は、取引期間中の担保の差替えを認めている。一般に、差替えを行う市場参加者は少ないものの、中にはそうした要望を受け入れる銀行も存在する。

プライシング

上述の通り、ニュージーランドのレポ市場は、資金流動性管理を目的とした極めて短期の取引が中心である。短期取引であることから、レートは政策金利（OCR）近傍で推移している。RBNZ は、GC レポが OCR 近傍で取引されるよう、日々の公開市場操作や外為スワップ取引を通じて市場の資金流動性を調節している。



市場インフラ

ニュージーランドのレポ取引は、一般的に電話で、相対もしくはブローカーを通じて行われる。市場参加者は、ロイター、またはブルームバーグ上で価格情報を参照することができる。レポ取引は、NZClear を通じて DVP ベースで決済される。

法務・税務上の取扱い

ニュージーランドの国内銀行は、レポ取引の際、国際スワップデリバティブ協会（ISDA）マスター契約（1992年版）にニュージーランド独自の付属書を添付したもの、もしくは Global Master Repurchase Agreement（GMRA）のいずれかを契約書として用いている。国際標準に合わせて GMRA のみを使用し、契約過程を簡素化する動きが見られている。オフショア投資家によっては、GMRA に基づく取引にしか応じない先もある。RBNZ は、2014年4月1日以降は GMRA（2011年版）を使用することを決定した。

税務上は、レポ取引は売買取引と見なされ、レポ収益はキャピタルゲイン課税の対象となる。源泉徴収は課されない。

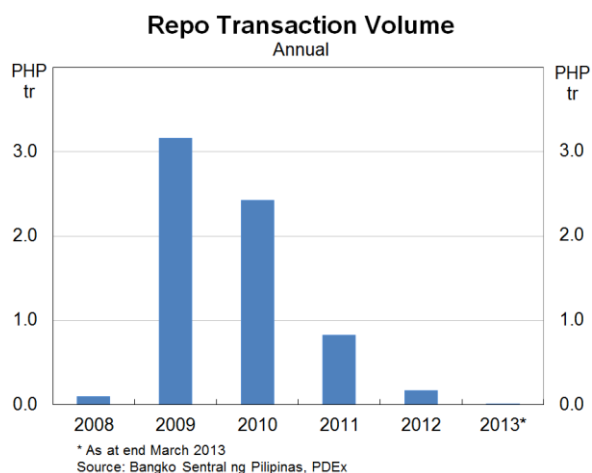
レポ市場発展の機会と阻害要因

ニュージーランドでは、当面はレポ取引の規模は現状レベルにとどまることが見込まれる。今後、継続的に新規国債が発行され、適格担保の増加が続けば、レポ市場も拡大していくことが期待される。RBNZの流動性規制の影響により、銀行が国債保有額を積み増すことで、銀行の有担保市場への依存度も高まる見込みである。

ニュージーランド金融市場協会は、ニュージーランド債務管理局およびRBNZに働きかけ、より長期のレポ市場の整備に取り組んでいる。RBNZは、資本市場の発展に資するとの考えから、こうした働きかけに協力している。現在、RBNZは公開市場操作の一環として、リバースレポ・ファシリティを提供しているが、不定期で実施されるため、取引相手方は事前に入札の予定を立てることが難しい状況にある。

フィリピン

フィリピンの銀行間レポ市場は、発展途上の段階にある。1980年代から取引自体は存在していたが、正式な取引システムは2008年に創設されたばかりである。レポ取引の仕組みおよび税務上の扱いに対する懸念を背景に、日々の取引高は約130億ペソをピークに減少を続けている。フィリピンは長年、金融システムに過剰な流動性が供給された状況にあるため、市場参加者からの取引ニーズも限られている。また、レポ取引は、他の資金調達手段と比べて割高であるとの声も聞かれている。



市場構造

フィリピンのレポ取引は、1980年代に銀行の対顧客取引として始まった。当初は、銀行にとって効率的に資金調達するための手段として、また顧客にとっては普通預金よりも高い利回りでの有担保の安全運用手段として認識されていた。

しかし、レポ取引の存在により、当局による通貨供給量のコントロールが弱まるという問題が生じた。レポはオフバランスの取引としてフィリピン中央銀行（BSP）の所要準備の対象でなかったことから、信用拡大を加速させた。BSPがレポ取引による資金調達を所要準備の対象としたことで、取引の拡大に歯止めがかかった。

2008年後半には、（債券取引所を運営する）フィリピン・ディーリング・システム（PDS）の企業グループが、プロ参加者間レポ取引にかかるプログラム（以下、レポ・プログラム）を立ち上げた。レポ・プログラムは、証券ディーラーが証券売買や価格発見を継続的に果たすために必要な資金繰り手段を提供するものである。これにより、証券ディーラーが、銀行、ノンバンク、プログラム参加資格がある機関投資家（主に信託基金）の資金にアクセスできるようになった。特に信託基金が、

資金の出し手として、余剰資金を投資し、レポレート運用収益を上げることができるようになった。

BSP は、金融政策の実施および所要準備の管理目的でレポ取引を用いている。レポ取引は BSP の主要な政策手段であり、BSP の公表するレポレートやリバースレポレートは、政策金利として BSP の政策スタンスを示すシグナルとなっている。BSP によるレポ取引は、翌日物から 1 か月物まで存在し、その取引相手は、ユニバーサル銀行、商業銀行、貯蓄銀行、ノンバンクである。

担保

レポ・プログラムにおける適格担保は、政府証券、BSP 発行証券、地方政府証券のうちフィリピン債券取引所 (PDEX) に上場されているもの、PDEX 上場の民間社債である。米ドル建の国債 (ROPs) や米ドル建の PDEX 上場の民間社債も含まれる。

BSP とのレポ取引における適格担保は、BSP 定款に明記されており、BSP は公開市場操作で、フィリピン政府 (下部機関含む) 発行債務証券、または政府保証付証券を売買できるとされている。

プライシング

レポ・プログラムは 2008 年後半に開始されたばかりであり、レポ市場に関する包括的な価格データはまだ存在しない。もっとも、レポレートがその他の多くの短期資金調達レートを下回っていることは確認されている。無担保資金調達レートは、大抵レポレートを上回っている。

レポ取引は、資金の出し手にとって BSP が提供する特別預金口座 (SDA)¹¹⁸を代替する資金運用先と認識されているとの指摘がレポ・プログラムの参加者から聞かれている。SDA の利率がレポレートを下回っているため、レポの方が資金運用先として魅力的であり、資金の取り手にとっても効率的な短期資金調達手段となっているといわれている。

¹¹⁸ 特別預金口座 (Special Deposit Account) は、BSPによる金融調節手段の一つとして、余剰資金を吸収するために設けられた金融機関向け定期預金口座である。

市場インフラ

PDS の子会社である PDEx は、全ての市場参加者に対して取引プラットフォームと清算サービスを提供し、同時にコンプライアンスの遵守状況も確認している。市場の価格発見機能も PDEx を通じて提供されている。

PDEx が提供する取引プラットフォームは、トライパーティ形式で、フィリピン保管信託機構（PDTC、PDS の子会社）がカストディアンとして担保管理を行う仕組みとなっている。PDTC は、レポ取引の担保を保管するほか、日々の担保価値の算出およびマージン・コールも行う。決済は DVP ベースで行われる。なお、BSP によるレポ取引は、PDEx の取引プラットフォームを用いていない。

法務・税務上の取扱い

フィリピン証券取引委員会は、2007 年 9 月に PDEx が運営するレポ・プログラムにかかる規則を承認し、BSP は、2008 年 1 月に、監督下にある金融機関が当該プログラムに参加することに異議を唱えないことを表明した。BSP の監督下にあり、資金の取り手としてレポ・プログラムに参加する金融機関には、通常の預金もしくは預金代替物に課されるよりも低い預金準備率が適用されている。

レポ・プログラム利用時の契約書は、PDEx プロ参加者間レポ・プログラム基本契約書および参加契約書である。契約書には、レポ取引における担保の所有権の移転が明記されている。

BSP が金融調節の一環として行うレポ取引は、フィリピンの即時グロス決済システム（PhilPass）を通じて決済される。担保の移転や質権設定は、Bureau of the Treasury's Registry of Scripless Securities（RoSS）を通じて行われる。

レポ取引では、印紙税が免除される。一方、内国税収入規則上、レポで取引される資金は預金代替物として扱われ、取引を通じて得られた収益に対して 20% の源泉徴収税が課される。カストディアンとして PDTC が徴収する手数料は、債券保有による利子所得に対する総収入税（GRT）の対象となる。

レポ市場発展の機会と阻害要因

レポ市場の本格的な設立から約 5 年が経過しているが、取引は然程活発ではない。背景としては、PDEx におけるレポ取引は、世界的な基本契約書である Global Master Repurchase Agreement（GMRA）ではなく独自の契約書を用いていることや、担保が

PDTC の口座に止まり、（資金の取り手がデフォルトしない限りは）資金の出し手に譲渡されないことなどが指摘されている。

内国税収局によるガイダンスがレポ取引にかかる税の扱いに関する不確実性として認識され、結果として市場参加者がレポ取引を敬遠していると見られている。このため、PDEx は状況を改善すべく当該税収局および財務省と協議を進めている。また、レポ・プログラムを利用する際の手数料が高いとの指摘もある。

BSP の準備預金制度との関係では、相対のレポ取引で調達した資金に適用される預金準備率は 20%であるのに対し、PDEx のプラットフォームを通じて調達した資金には、それを大幅に下回る預金準備率が適用される。

現在、フィリピン金融市場協会（MART）が PDEx のプラットフォームを通じたレポ取引に代わる新たな取引として、買戻条件付売却をベースとするレポ市場の設立を提案している。ここでの取引は売買として扱われ、バランスシート上も対象証券は譲渡されることになる。また、当該取引には契約書として GMRA を用いて、金融規制上は、デリバティブ取引として扱うことも提案されている。税務上は、源泉徴収税と印紙税が免除されるが、所得税および総収入税（GRT）の対象となる。

また、MART が提案する新しいレポ取引では、参加者を BSP の監督下にある金融機関に限定した上で相対取引を原則とし、調達額を所要準備の算定対象にしないことや、担保として流動性の高い国債のみを使用することなどが検討されている。

当該提案は市場参加者によるテストと BSP による認可待ちの状態にある。

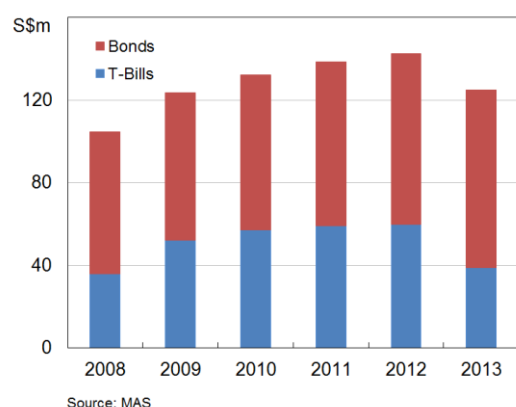
シンガポール

シンガポールでは、レポ取引はシンガポール通貨庁（MAS）による調節手段として利用されている。またディーラーは、ショートポジションをカバーするために、レポ取引を通じて MAS から特定の証券を借り入れることもできる。市場参加者は、無担保資金調達市場や外為スワップ市場を通じてシンガポールドルを調達することが多いが、レポ市場を通じて資金調達することもできる。国内レポ市場では、政府証券を用いた翌日物取引が大半を占める。

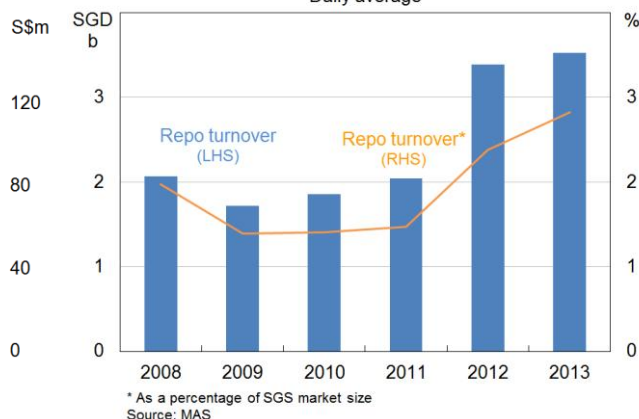
シンガポールのレポ市場は、債券市場の拡大と共に発展してきた。1997 年以前は、政府証券は主に金融機関に求められた法定要件を満たすために発行され、通常満期保有されることから市場で取引されることは無かった。アジア通貨危機以降、国内債券市場の重要性が認識され、MAS は民間債券のプライシングの基礎となる頑健な国債のイールド・カーブ形成に向けて、流動性の高い国債市場育成を目指す取組みを開始した。

その後、国債市場の規模は、残高ベースで 2008 年の 1,050 億シンガポールドルから 2012 年には 1,430 億シンガポールドルまで成長した。日々の取引高も、2008 年の 210 億シンガポールドルから 2012 年には 320 億シンガポールドルに拡大した。もともと、世界金融危機以降は、取引高は他の多くの国と比べて然程回復していない。

Outstanding Singapore Government Securities



Repo Turnover
Daily average



市場構造

MAS は、プライマリーディーラーにとって、レポ市場における重要な取引相手である。プライマリーディーラーは、主に MAS の拡張レポ・ファシリティを通じて行

われる翌日物のレポ取引や、短期市場オペの一環として行われる長めのタームのレポ取引などを利用している。

MAS によるレポ・ファシリティは、2000 年に導入され、2010 年に拡張された。拡張レポ・ファシリティでは、MAS がリバースレポにより特定の証券を貸し出し、同時にその裏で同額の別種の証券を GC レポで調達する取引を行っている。このファシリティは、オーバーナイトで提供され、プライマリーディーラーのマーケット・メイクに伴って生じたショートポジションのカバーをサポートし、国債市場における特定銘柄の短期的なスキューズを低減する役割を担っている。

MAS は、短期市場オペに加えて、2つの流動性ファシリティ（日中流動性ファシリティおよびスタンディング・ファシリティ）を提供している。両ファシリティを通じて、MAS は日中の資金流動性を調節し、翌日物金利のボラティリティを抑制している。なお担保としては、国債または MAS 発行割引債が利用可能である。

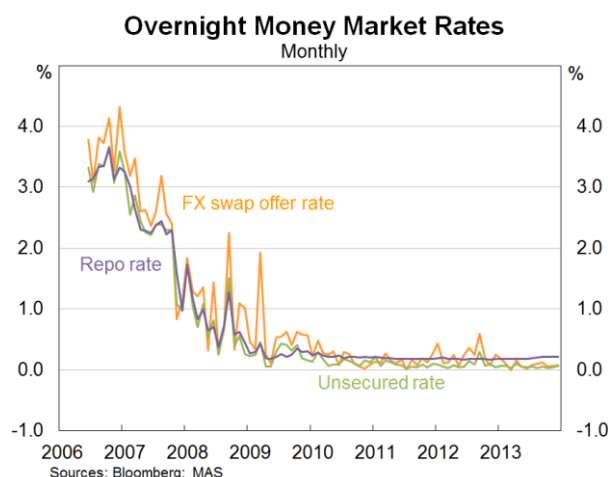
シンガポールの銀行部門において、レポ市場は然程重要な役割を担っていない。背景として、銀行部門が十分な流動性を持ち合わせていること、また国内の銀行は短期資金の不足に対して、より層の厚い無担保市場もしくは外為スワップ市場での資金調達を選好する傾向にあることが挙げられる。なお、海外投資家や非ディーラーによるレポ市場参加に制限は無い。

担保

国内レポ市場では、政府証券（国債もしくは MAS 発行割引債）を担保とした取引が大半を占めている。他の証券も利用可能ではあるが、実際の取引には殆ど使われていない。適格担保は、取引当事者間で締結する Global Master Repurchase Agreement（GMRA）に規定されており、担保の差替えも両者の合意があれば可能である。

プライシング

無担保市場や外為スワップ市場が選好される理由の一つとして、近年、レポよりも無担保市場での資金調達の方がコスト面で有利であることが挙げられる。極めて低い市場金利と、高めのレポ取引のオペレーション・コストが、レポを通じた資金調達コストを相対的に高めている。



市場金利が低下する以前には、翌日物のレポレートは、有担保であることから、無担保市場での資金調達レートや外為スワップレートを下回る傾向があった。特に米ドルの調達コストが高まる時期にこうした傾向が顕著であった。外為スワップレートは、MASが為替レートを対象に金融政策を行っていることから、MASの政策スタンスにも影響を受ける。

市場インフラ

国内債券市場において、プライマリーディーラーは、重要な役割を担っている。プライマリーディーラーは、国債の売買市場およびレポ市場において流動性を供給するため、ビッドとオファーの価格を提示することが法律により義務付けられている¹¹⁹。国債を用いたレポは、多くの場合ブローカーを通じて、もしくは店頭で取引される。

レポ取引は、通常、2,500万シンガポールドル単位で取引されており、T+1で決済される。通常と異なる条件での取引を希望する参加者は、価格の提示を求める際に予め申し出る必要がある。

全ての国債レポ取引は、MAS電子決済システム（MEPS+）を通じてリアルタイムでDVP決済される。シンガポールではトライパーティ・レポの取り扱いはない。

法務・税務上の取扱い

全ての市場参加者は、取引慣行や紛争解決手段を規定する市場行動規範に従うことが求められる。特に、国債レポ取引については、取引の信頼と安定を確保するため、

¹¹⁹ プライマリーディーラーの義務は MAS 通達第 761 号に規定されている。

GMRAに従うことが定められている。MASの提供する流動性ファシリティにアクセスするためには、MASが定める取引条件に合意する必要がある。

レポは売買取引として決済されるが、税務・会計上は貸借取引として扱われる。レポ取引で得られた収益は、利子所得として課税され、証券の譲渡を通じて得られた損益は、取引所得として課税される。キャピタルゲイン課税は無く、非居住者によるレポ取引は源泉徴収の対象外である。

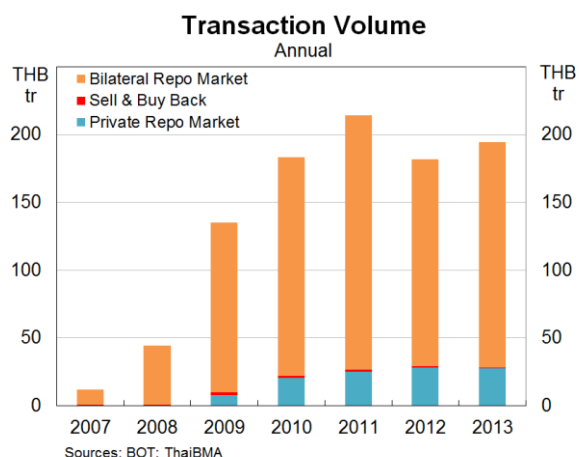
レポ市場発展の機会と阻害要因

シンガポールのレポ市場は相応に発展してきてはいるものの、発展を阻害する要因が複数存在する。第一に、市場に十分な流動性が存在していることが、有担保での資金調達需要を低下させている。市場参加者は無担保市場で無理なく資金調達できるため、扱いの複雑なレポ取引は敬遠される傾向にある。

国債レポ市場に加え、MASは社債市場の発展に向けた取組みを始めている。主要な取組みのひとつとして、市場参加者が必要な社債を借り入れることができるよう、シンガポールドル建ての社債レポ・ファシリティを創設した。このプラットフォームを創設した目的は、マーケット・メーカーが証券を確実に引き渡すことができるようになること、また彼らがショートポジションをカバーできない場合にもスクイーズの発生リスクを低下させることである。

タイ

この30年間、タイのレポ市場は成長を続けており、足許4年間では、総取引高が195兆バーツに達し、残高ベースでみた市場規模は4,800億バーツを超えている。主な市場参加者はタイ中央銀行（BOT）であり、銀行や証券会社も取引を行っている。



タイのレポ市場は、1979年にBOTにより、監督下にある銀行および他の預金取扱機関の流動性を管理する公開市場操作を行う場として創設された。BOTが全ての取引の取引相手方となり、担保債券の所有権の移転を伴わないかたちで取引したことから、担保債券の再担保を行うことはできなかった。当時は、カウンターパーティ・リスクや信用リスクに十分な注意が払われておらず、ヘアカットや担保債券の時価等は実践されていなかった。

1997年のアジア通貨危機の際、金融機関開発基金（FIDF）の資金繰りを確保するため、タイ政府は大量の国債の発行を余儀なくされた。銀行融資に代わる資金調達の間として債券市場を育成するためには、レポ市場の改革は不可欠であった。BOTは民間レポ市場の育成を通じて、金融機関が短期資金を融通し合いながら、リスク管理の専門知識を育むよう促し、また債券投資およびトレーディングの手段を提供した。

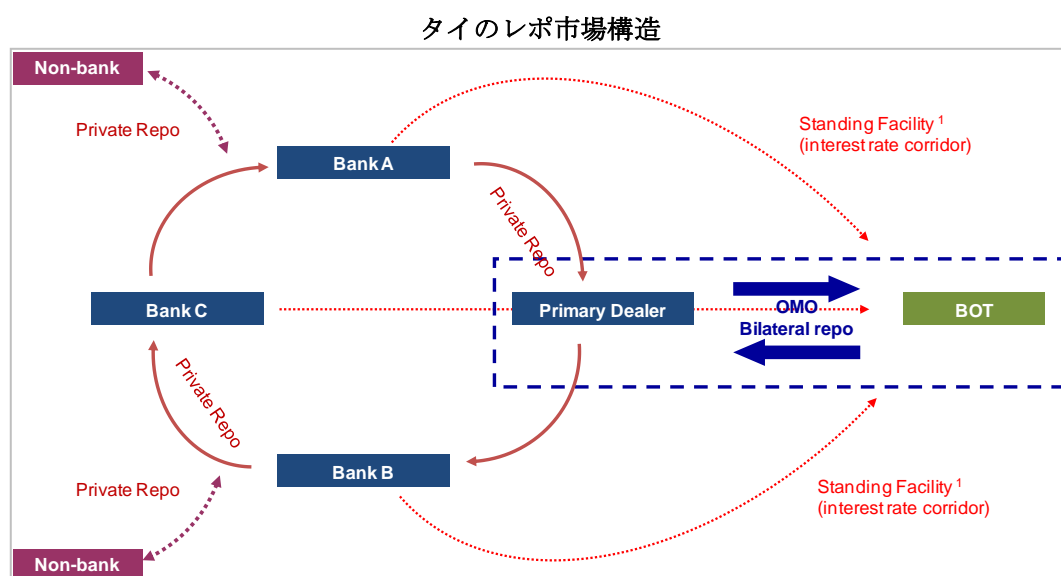
2000年に、BOTは市場調節の場として「相対レポ市場」を設立し、プライマリーディーラー制度を導入した。BOTは、同制度の下で予め指定されたプライマリーディーラーを介して公開市場操作を行った。2002年には、プライマリーディーラー、銀行、ノンバンクが参加する「民間レポ市場」が整備された。これを受け、2008年に、

BOTは自身が運営していたレポ市場（上述の1979年設立の旧市場）を完全に閉鎖した。

2010年、より小規模な金融機関や非金融機関にもレポ取引が浸透するよう、BOTはタイ語のレポ取引基本契約書の作成を開始した。同契約書により、レポ取引にかかる法的・事務的成本を削減するとともに、幅広い経済主体に利用されることで事務リスクを低下させることが期待された。

市場構造

足許、タイのレポ市場には、「相対レポ」（bilateral repo）と「民間レポ」（private repo）の二つが存在。相対レポ市場では、主に公開市場操作の一環として、BOT とプライマリーディーラーの間で取引が行われる。民間レポ市場では、民間経済主体の間で取引が行われる。下図は二つの取引の概要をまとめている。



¹ BOTは、金融機関がオーバーナイトで資金を借り入れ（預け入れ）、日毎の流動性ポジションを調整するための常設ファシリティを提供している。流動性が不足している金融機関は適格証券を担保に資金を借り入れることができるほか、過剰な流動性を有する金融機関はBOTに預け入れることができる。

タイでは、証券売却と買い戻しを組み合わせた資金調達も行われているが、取引高は限られており、市場シェアも低下傾向にある。同取引では、市場参加者は、証券を売却（購入）すると同時にフォワードで同証券を買い（売り）立てることで、実質的に担保付貸出（借入）契約を実現している。この方式であれば、貸借に関する特段の法的契約は必要とされない。

相対レポおよび民間レポの特徴

主な特徴	相対レポ	民間レポ
目的	プライマリーディーラーを相手に実施される BOT の公開市場操作	金融機関とその他民間部門による短期資金調達および市場流動性管理
BOT の役割	プライマリーディーラーの取引相手方として、公開市場操作を通じて流動性を供給ないし吸収	市場の発展を促進
取引当事者	BOT およびプライマリーディーラー	民間市場参加者
取引期間	通常 1 日、7 日、14 日、1 か月	契約者間の合意に基づき決定
担保	国債、財務省証券、中銀債、国有企業債	BOT・タイ証券取引委員会のガイドラインでは、BBB 以上の格付を有していれば可。もっとも現状は、債券のミスプライシングが比較的少ないと認識されている公的債券のみが取引されている。
所有権	譲渡	譲渡
契約書・規則	BOT の通知・ガイドライン	タイ版付属書付き GMRA、タイ版レポ取引基本契約書、個別金融機関が顧客との取引毎に作成した契約書等、タイ証券取引委員会により規定されたレポ契約書

2013 年時点で、民間レポ市場の規模は無担保の銀行間資金市場規模（13 兆バーツ）の二倍超にまで拡大している。レポ市場全体に占める相対レポ市場のシェアは 85%（166 兆バーツ）、民間レポ市場のシェアは 15%（28 兆バーツ）となっている。

タイの民間レポの大半（2013 年時点で 76%）は、現地商業銀行、外銀の支店、政府系金融機関、証券会社等、タイ証券取引委員会によりディーラーライセンスが付与された金融機関の間で行われている。その他は、これらの金融機関と顧客との取引である。

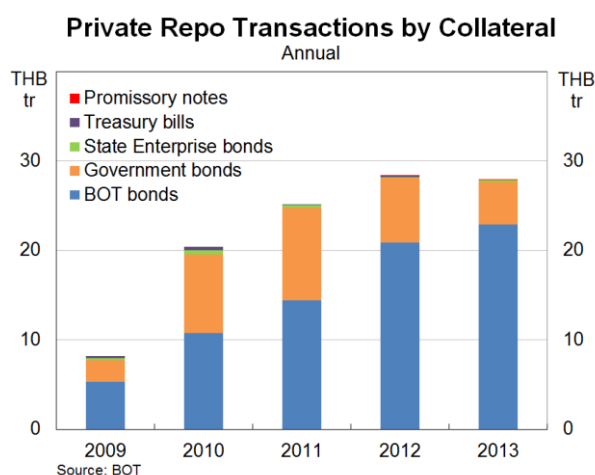
タイのレポ取引の 95%以上は取引期間が 1 か月未満である。一方で、BOT と商業銀行が取引期間の長期化に取り組んできた成果もあり、1 か月物の取引に代わって 3 か月物の取引が急増している。

空売りは、タイ証券取引委員会により Securities Lending and Borrowing (SBL) ライセンスを付与されたディーラーのみ行うことが可能である。商業銀行の場合は同ライセンスに加え BOT の定めるプルーデンス規制を遵守する必要がある。

現時点では、海外投資家はバーツ建て、ないしバーツ建証券にかかるレポ取引をタイのディーラーと行うことはできない。

担保

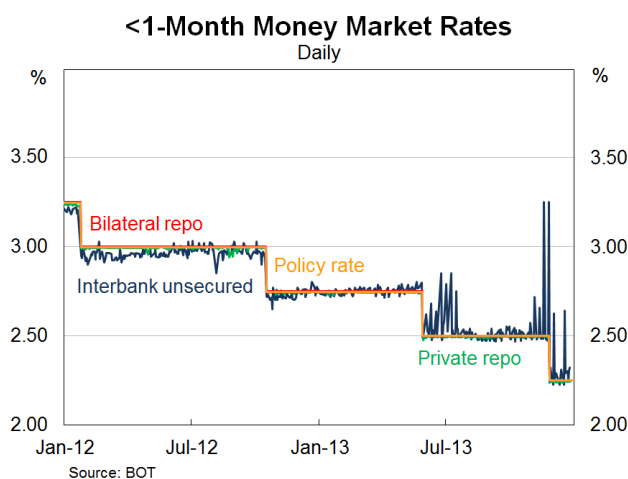
BOT およびタイ証券取引委員会の定めるガイドラインでは、様々な種類の証券が民間レポの担保として認められているが、殆どの取引が固定金利の中銀債および国債を担保としている。社債は未だ市場流動性が低く、変動利付債は複雑な時価評価プロセスが義務付けられている。



取引当事者間でヘアカット率を設定することはできるが、通常は BOT が相対レポオへのために設定したヘアカット率をそのまま採用している。BOT は、相対レポにおいて適格とされる証券にのみヘアカット率を定めており、社債等一部の資産はカバーされていない。市場参加者は、取引期間中に担保を差し替えることができる。

プライシング

2011 年以降、取引期間 1 か月未満のレポレートは、バンコク銀行間貸出金利 (BIBOR) と約 2bp のスプレッドで取引されている。



相対レポは、BOT による公開市場操作として取引されていることから、平均レポレートは政策金利と概ね一致している。

市場インフラ

タイのレポは、取引当事者が電話等により相対で交渉する店頭取引による。参加者は、タイ現地の業界団体（ThaiBMA）の公表する、取引期間毎の平均レポレート、市場参加者別マーケットシェア、担保情報、取引額等の情報に基づき意思決定を行う。

タイのレポ取引は、タイ証券保管機関（TSD）が運営する証券保管システム上で、RTGS-DVP ベースで清算・決済されている。同システムは、BOT の銀行間電子決済システムである BAHTNET II とリンクしている。2006 年には、TSD がトライパーティ・レポや担保管理サービスを導入したが、現状、利用者は少ない。

法務・税務上の取扱い

2001 年に、Global Master Repurchase Agreement（GMRA）が、タイにおけるレポ取引基本契約書として採用された。GMRA は、タイの法制度に沿うよう、タイ版付属書と共に利用されている。

タイ証券取引委員会により規定されたレポ取引基本契約書は他に二つ存在し、取引相手との合意を前提に、市場参加者は自由に基本契約書を選ぶことができる。一つは、比較的小規模の投資家の参加を促すために BOT 主導で作成されたタイ語のレポ取引基本契約書、もう一つは、金融機関が顧客との取引のために作成した基本契約書である。

レポ取引にかかる税制は、レポ市場における障害を取り除き、価格の歪みを是正するべく発展してきた。キャピタルゲイン課税や取引にかかる印紙税は 2000 年に撤廃された。レポ取引を通じて得られた収益は法人税の課税対象となる。レポ取引にかかる特別事業税やキャッシュマージンリベートは 2009 年に最低水準に引き下げられた。

レポ市場発展の機会と阻害要因

レポ市場の発展に向けた取組みが進み、取引規模や市場参加者は拡大しているが、依然として、タイのレポ市場には改善の余地がある。

タイでは、インフラファイナンス等大規模な資金需要を債券市場で調達する機会が増えており、そうした債券市場の発展を支えるため、レポ市場にもその頑健性、市場の厚みや流動性の面で更なる発展が求められている。また、多様化する信用リスクの回避手段として、また金融システムの安定性を高める規制改革への対応の観点からも、有担保での取引ニーズが高まっている。

以上をまとめると、タイのレポ市場の課題は概ね以下のようになる。

投資家層の拡大	レポ市場の投資家は殆どが金融機関（2012年時点の取引高ベースで90%超）。公的機関や民間企業等の参加が期待される。
担保証券の範囲の拡大	制度上取引が可能であるにもかかわらず、社債や変動利付債は未だ担保として殆ど利用されていない。
債券市場における流動性の向上	市場流動性向上に向けた取り組みとしては以下が挙げられる。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 予定されている発行情報の事前通知 ・ 中銀債、国債の追加発行に関する市場との事前協議 ・ プライマリーディーラーによる入札やマーケット・メイクへの協力義務付け

2012年5月に導入された、銀行・非銀行間での資金調達契約（レポ取引含む）に課される0.46%の手数料は、レポ市場の発展の障害となっている。当該手数料は、1997年のアジア通貨危機の際にFIDFに積み上がった債務をファイナンスする目的で導入された。この債務のデュレーションは25年程度と考えられている。

終わりに

レポ市場は、金融市場の発展・高度化に欠かせない要素として広く認識されている。活発なレポ市場は、そのベースとなる証券市場の価格発見機能や、市場の厚み、頑健性を高める。各国中銀による資金流動性調節においても、レポ取引は重要な役割を果たしている。

中期的には、レポ市場の重要性がさらに高まることが予想される。世界金融危機以降、金融規制改革の影響もあって、資金調達手段が無担保から有担保にシフトしていることが、その理由の一つに挙げられる。また、OTC デリバティブ市場改革に伴うエクスポージャーの担保カバー要請や集中清算への移行もその一因である。

こうした下、EMEAP 金融市場ワーキンググループ（WGFM）は域内レポ市場に関する調査を行った。その目的は以下の通りである。

- レポ市場に関するデータを統一したフォーマットで収集すること。
- 各国におけるレポ市場の発展の経緯や位置付けを把握すること。
- 各国レポ市場の発展にかかる阻害要因を特定すること。

全ての国で、レポ取引に関して何かしらの定期的な情報収集がなされており、多くの場合、情報提供が義務付けられている。子細な取引データについても、殆どの国で定期的な情報収集がなされており、またそうでない国においても、規制当局は何かの方法により取引情報にアクセス可能である。こうしたデータの公表範囲については改善の余地があるかもしれないが、必要なデータ自体は、多くの場合存在している。

当然のことながら、域内レポ市場は、資金調達や証券市場の機能向上における重要性の点で、地域毎に大きく異なっている。いくつかの地域では、債券市場の規模と比べてレポ市場の規模が非常に小さい。域内の金融先進国においてもこうした現象がみられる。また、多くの国で、レポ市場の深化が殆ど観察されなかった（その例外は中国、韓国、タイである）。

こうした状況は、いくつかの例外を除けば、法務・税務上の取扱や市場インフラの不備のみに起因する訳ではない。各国当局がレポ市場の機能向上に向けた取組みを続けているにもかかわらず、市場が拡大しない背景として以下の点が挙げられる。

- 慣例的な無担保資金調達への依存。
- 長期にわたる過剰流動性の存在。
- 過去の実績や格付けが改善するも、カウンターパーティ・リスクが十分に認識されていないこと。
- 無担保資金調達と比較して、コスト面でレポによる資金調達に相対的な魅力がない（レポ取引にかかる事務の複雑性等をカバーするほどのメリットがない）こと。

全体をまとめると、EMEAP 域内では、レポ市場がその役割を果たすための必要条件は満たされているといえる。現状、多くの地域でレポ取引の利用は少ないものの、将来市場環境が変化し、市場でレポ取引を行う誘因が高まれば、レポ市場がより活性化することが期待される。

法務・税務上の取扱いもしくは市場インフラの不備が市場発展の阻害要因となっているケースも見受けられる。市場参加者を増やし取引を活性化する計画が、インドネシア、フィリピン、マレーシアを含むいくつかの国で進行中であり、複数の国では、トライパーティ・レポが導入された、ないしは導入が検討されている。こうした取組みは、中銀主導の場合もあれば、マーケット主導の場合もある。各国当局は、今後も域内レポ市場の発展を阻害する要因を取り除くべく努力を継続していくことが求められる。