

現先取引の整備・拡充に向けた動きについて

～グローバル・スタンダードに沿った新しいレポ取引の導入～

菅野浩之・加藤毅

2001年9月

Market Review

2001年4月、わが国において、「新現先取引」が導入された。新現先取引は、従来の現先取引をベースに、各種のリスク管理手法や取引の利便性向上のための仕組みが整備され、その法的位置付けも含めて、グローバル・スタンダードに則った取引である。このため、非居住者の利用の拡大や、現担レポ取引からのシフトも含め、わが国の広義レポ取引（債券と資金を相互に融通する取引）ひいては短期金融市場の中核を担う取引として成長していくことが期待される。今後、市場参加者の事務・システム体制や所要の実務慣行・関連統計の整備などが進められることによって、「新しいレポ取引」と言える新現先取引がわが国の短期金融市場に浸透・定着していくことが望まれる。

はじめに

2000年10月、日本証券業協会（日証協）の「債券等の条件付売買取引の取扱いについて（理事会決議）」が改正¹され、これにより2001年4月から、「広義レポ取引」の一類型と言える「新現先取引」が導入された。

広義レポ取引とは、「債券と資金を相互に融通する取引」一般を指し、（債券担保の）資金取引、（現金担保の）債券調達いずれにも利用されている。例えば、証券会社や銀行は、在庫玉を担保に使用して資金調達を行う一方、空売り玉の手当てのため現金を差し入れて債券を調達することに利用している。担保付き取引であることに加え、各種のリスク管理手法が整備されていることから、取引に伴うリスクが小さいのが一般的な特徴である。このため、わが国も含め、各国の短期金融取引の中核を占めるとともに、円滑な債券取引・決済を支える役割を果たしている²。

わが国の広義レポ取引には、「現先取引」（将来反対方向の売買を行う約束で債券を売買する取引）と「現金担保付債券貸借取引」（現金を担保に債券を借りる取引）の2種類がある。しかしながら、従来の現先取引（以下、旧現先取引）、現金担保付債券貸借取引（以下、現担レポ取引）は、後述のとおり、それぞれ一部に改善すべき課題も抱えていた。

「新現先取引」は、こうした課題の解決と使い勝手の一段の向上を目的に、旧現先取引を整備・拡充するかたちで、市場参加者の主体的な検討により導入されたものである。今後当面は、わが国の広義レポ取引において、新現先取引と現担レポ取引が併存していくものの、新現先取引が次第に重要性を高めていくものと思われる（次頁Box1参照）。

もっとも最近の状況を見ると、新現先取引の仕組みがやや複雑であることもあり、その意義や期待される効果について十分に理解されていない面がある。また、現在、広義レポ取引で中核を占めている

現担レポ取引があれば十分ではないか、という疑問も聞かれている。

以下では、新現先取引の検討の経緯（3頁年表参照）を辿ることにより、その導入の意義を確認した後、具体的仕組みや期待される効果を示す。最後に、日本銀行の金融調節上の対応と今後の課題について整理する。

新現先取引導入までの経緯

旧現先取引と現担レポ取引の特徴と課題

（旧現先取引）

現先取引とは、一定期間後に一定の価格で買い戻す（売り戻す）ことを予め合意の上、債券等を売却する（買い入れる）取引を言う。

現先取引の発端は古く、1949年の起債市場再開後、証券会社により募集債の売残り玉などのファイナンスを目的として始められた。その後、有価証券取引税の影響³もあって、同税が賦課されない短期国債が、その発行量の拡大につれて、取引の主体となった。現在も、約20兆円の市場残高（短期金融市場全体の残高<約220兆円>の1割程度）のうち、その9割程度は短期国債が対象となっている。

取引手法⁴の面では、法的位置付けが売買であり、欧米で一般的なレポ取引と同じである。しかし、取引期間中のリスク管理の仕組みや取引相手がデフォルト（債務不履行）を起こした場合の取扱いに関する規定が未整備であるといった問題が指摘されていた。

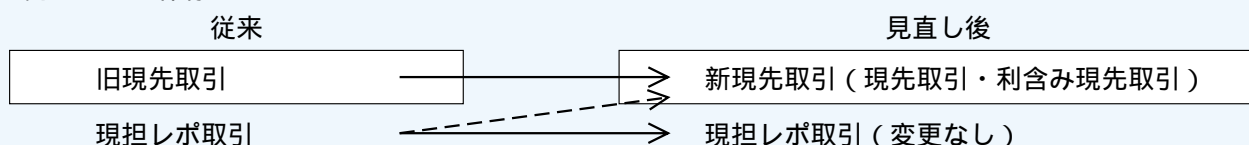
（現担レポ取引）

当事者の一方が他方に債券を貸し出し、一定期間経過後に、これと同種、同量の債券の返還を受ける取引を債券貸借取引と言う。このうち、現金を担保として利用するものが現担レポ取引である。

債券貸借取引は、1989年の導入当初、現金担保の金利制限などの規制⁵から、その大半が無担保で行わ

【Box 1】 広義レポ取引見直しの全体像と仕組みの比較

【見直しの全体像】



【仕組みの比較】

	旧現先取引	現担レポ取引	新現先取引	
			現先取引	利含み現先取引
経済的機能	債券担保による資金の調達・運用 現金担保による債券の調達・貸出			
主な対象証券	現状、短期国債中心	現状、利付国債中心	短期国債・利付国債	
法的位置付け	(条件付)売買	貸借	(条件付)売買	
リスク管理手法				
(1) ヘア・カット	なし	可	可	
(2) マージン・コール	なし	可 (個別取引毎 注1)	可 (取引相手毎 注1)	
(3) リプライシング	なし	なし	可	
サブステテューション	なし	なし	可	
一括清算条項 クロス・デフォルト条項	なし	あり	あり	
オープンエンド取引 注2	なし	可	なし	可
期中利金の取り手	債券の買い手	債券の貸し手	債券の買い手	債券の売り手

シャドー部分は、現担レポ取引との主な相違点。

注1 現担レポ取引では、個別取引ごとに、債券の借り手が差し入れている現金担保を増・減額する方式で行われるのに対し、新現先取引では、取引の相手方ごとに、「個別取引にかかるエクスポージャー（個別取引と信頼）」を合計した「ネット・エクスポージャー（純与信頼）」に相当する金額の担保（マージン）を、取引対象債券等とは別途、受け渡す方式が採用されている。

注2 取引の約定時に、エンド日を定めず、当該取引は当事者のいずれか一方がその後に指定するエンド日に終了すべき旨を合意した取引。

れていた。その後、わが国の国債決済慣行が1996年10月に五・十日決済⁶と言われる方式から約定日の7営業日後に決済する方式（T+7ローリング決済）に移行するのに先立ち、同年1月にこの規制が撤廃された。ローリング決済を円滑に行うには資金と債券の調達手段の拡充が不可欠と考えられたことなどが背景であった。3月には、現担レポ取引の基本契約書が市場参加者によって整備された。この後、現担レポ取引は、急速に市場規模を拡大し、現在の市場残高は40兆円程度（短期金融市場全体の約2割）と、わが国短期金融市場の中核の一つに育っている。

取引手法に関しては、取引期間中のリスク管理の仕組みや、取引相手のデフォルト時の取扱いに関する規定（一括清算条項）が整備されている点で洗練された取引と言える。その一方、法的には貸借と位置付けられており、売買形式をとる欧米のレポ取引とは異なっている。また、クロスボーダー取引を行った場合、非居住者が稼得する現金担保への利息に対し、源泉徴収課税が行われる可能性があることなどから、非居住者の参入が殆どみられていないといった問題点が指摘されていた。

新現先取引の導入

このような旧現先取引・現担レポ取引の問題点は、かねてから市場参加者の間でも意識されていた。この問題意識が具体的な動きとして表れる契機となったのは、1998年末頃から打ち出された「円の国際化」のための諸施策⁷であった。内外投資家のニーズの高い短期国債の発行拡大等とともに、有価証券取引税の撤廃が行われたことから、欧米で採られている売買形式（現先取引）での広義レポ取引を整備する環境が用意された⁸。

検討は、旧現先取引・現担レポ取引等を日々行っているディーラーを中心に構成される債券貸借取引等研究会（レポ研）によって開始された。レポ研では、①取引参加者間のリスクを極力軽減するための手段を選択できるようにすること（＝旧現先取引の問題点の解決）、②クロスボーダー市場との分断を回避するためグローバル・スタンダード化された売買形式の取引とすること（＝現担レポ取引の問題点の解決）、③従来の現先取引の枠組みをできるだけ活かし、システム変更の負担を軽減すること、を課題として検討が重ねられた。その成果は、1999年5月、旧現先取引をベースとしつつ、後述する具体的なリスク管理の仕組みや一括清算条項などを盛り込

んだ「新現先取引」の枠組みを示す提言（「新現先取引について」）として公表された。

レポ研の提言を受けて、現先取引の基本ルールを定めている日証協では、1999年5月、現先売買取引等の整備・拡充に関するワーキング（現先ワーキング）⁰を設置した。現先ワーキングでは、レポ研が提言した取引の枠組みを具体的な取引手法に詰めていく検討が行われ、最終的に「債券等の現先取引に関する基本契約書（理事会決議参考様式）」等を取りまとめた。これを基に、2000年10月には前掲理事会決議が改正された。基本契約書が整備されたことにより、新現先取引の仕組みが一層明確になるとともに、市場参加者がこの取引を導入する法的側面でのインフラ整備が行われたと言える。なお、この基本契約書は、欧米におけるレポ取引の基本契約書として一般的に用いられているTBMA（The Bond Market Association）/ISMA（International Securities Market Association）が策定した基本契約書（GMRA：Global Master Repurchase Agreement）¹をベースに策定されたものである。

また、2001年9月には、レポ研において、現担レポ取引から新現先取引への円滑な移行を図るため、新現先取引に関する実務慣行の指針がベスト・プラクティス・ガイドとして取りまとめられ、公表されている。

新現先取引の仕組み

前述のとおり、新現先取引は、(1)旧現先取引の整備・拡充のかたちをとることにより、基本的枠組み・法的位置付けがグローバル・スタンダードに沿った「売買形式」となっている。(2)この基本的な枠組みに、現担レポ取引でも採用されているリスク管理手法や一括清算条項（詳細は後述）を盛り込むことにより、取引の安全性を高めている。さらに、(3)旧現先取引・現担レポ取引では採用されていない、ターム物取引を容易にする仕組み（取引対象債券等を取引期間中に差し替える権利＝サブスティテューション。詳細は後述）も採用されている。こうした観点からは、新現先取引の整備は、旧現先取引・現担レポ取引に比べて取引の安全性・利便性が高く、グローバル・スタンダードに沿った取引手法、つまり、「新しいレポ取引」の導入と整理することができる。

以下では、この3つのポイントに沿って、新現先取引の仕組み（次頁Box2参照）について紹介する。

なお、新現先取引には、旧現先取引・現担レポ取引に比べてより拡充された機能が具備されているが、市場参加者によっては、そうした機能の一部のみを利用したいといったニーズがあることも予想される。このため、新現先取引の基本契約書では、一括清算条項についてはすべての市場参加者が採用すべきとしている一方、リスク管理手法や取引の利便性を高めるための仕組みは当事者間で適宜採用すれば良い、という弾力的な扱いとなっている。また、旧現先取引から新現先取引への移行についても、これを円滑に行う経過期間として、当面（当初は2001年9月末まで半年間の取決めであったが、日証協が別に定める時期まで期限を延期することが8月末に決定された）、旧現先取引も行うことができるとい

【年表】広義レポ取引の経緯

1949年	現先取引の開始
1992年7月	日証協、「債券等の条件付売買取引の取扱いについて（理事会決議）」を制定
1996年1月	債券貸借取引担保金への付利制限および下限規制の撤廃
3月	日証協、「債券貸借取引に関する基本契約書」を制定
10月	国債決済のT+7ローリング決済方式の導入
1997年10月	日銀、国債借入（レポ）オペを導入
1998年7月	債券貸借取引等研究会（レポ研）発足
1999年4月	有価証券取引税廃止
5月	レポ研、現先取引の見直しを提言
10月	日証協、現先ワーキングを設置 同ワーキング、中間報告を公表
2000年10月	日証協、上記理事会決議を改正
2001年4月	新現先取引の導入
9月	レポ研、新現先取引のベストプラクティス・ガイドを策定

う柔軟な対応が図られている。

基本的枠組み・法的位置付け

新現先取引の基本的枠組み・法的位置付けは、旧現先取引と同じく、売買である。この点、法的位置付けが貸借であるため、国際的にみて異質と言われてきた現担レポ取引と異なり、非居住者にも馴染み易い仕組みである。

リスク管理手法（リスク・コントロール手法）

取引の安全性を確保するためには、債券価格の変動によって担保不足が生じないように担保の額を機動的にコントロールできる仕組みが必要である。新現先取引では、リスク管理手法として、現担レポ取引でも採用されている①ヘア・カット、②マージン・コールに加え、③リプライシングが導入された。

① ヘア・カット

ヘア・カットとは、約定時点の債券の時価とスタート売買単価との間に乖離幅を設ける仕組みである。一括清算が発生した場合に債券の時価が下落・上昇していることに伴い発生するリスクを回避するために行われる。例えば、時価100円の債券を買い入れる際、債券の時価が2%下落するかもしれないリスクに備え、スタート売買単価が98円に設定される。

② マージン・コール（値洗い）

マージン・コールとは、取引期間中、取引対象債券等の時価変動に応じて、担保の受渡しにより与信リスクの解消を行うことを言う。例えば、債券を担保に資金運用を行っている場合、債券の時価が下落すれば担保価値が減少するので、この下回った分（＝エクスポージャー）をカバーするため、資金の取り手に担保（＝マージン）の差入れを請求する仕組みである。

なお、担保としては、現金だけでなく、証券を用いることも可能とされている。

③ リプライシング（再評価取引）

リプライシングとは、マージン・コールと同様、与信リスクの解消手段である。当事者の合意により、取引期間中に個別取引を一旦終了し、その時点の時価に基づく新たなスタート売買単価を用いて、終了前の取引と同じ条件（取引対象債券等の銘柄・数量、現先レート、エンド日等）で新たな取引をスタートさせる仕組み¹²である。

サブスティテューション（銘柄差替え）

サブスティテューションとは、債券の売り手が、買い手の同意を前提として、取引期間中に取引対象債券等を差し替えることを可能とする仕組みであり、取引の利便性を向上させるものである。債券の売り手は、取引対象債券等と同じ銘柄を売却した場合など、当該銘柄が急遽必要となったときにも、これを他の銘柄と差し替えて受け戻すことができるため、ターム物取引をより行いやすくなるメリットがある。サブスティテューションが想定されていない現担レポ取引等では、玉の固定化に繋がるため、ターム物の取引を行いにくいとの指摘がなされていた。

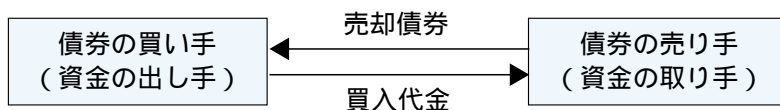
取引相手のデフォルト時の措置

取引相手のデフォルト（債務不履行）時の措置として、「一括清算に関する条項」を盛り込まなければならないものとされた¹³。一括清算とは、当事者が締結している基本契約書の定めに基づき、当事者の一方に倒産などの事由が発生した場合に、当該基本契約書に基づくすべての取引を倒産時の時価に引き直して一括して清算（ネット・アウト）し、一本の債権債務にすることである。相手方の信用リスクを管理するのに、債権金額の総額を基準とする（グロス・ベース）のではなく、債権・債務の差額を基準とする（ネット・ベース）ことができる。これにより、お互いの信用リスクの削減が可能となり、ひいては同じ与信枠でより多くの取引が可能となるため、取引の活性化も期待できるものである。

また、一括清算の開始事由の一つとして、クロス・デフォルト条項も盛り込まれた。クロス・デフォルトとは、第三者に対する債務を含め、相手方が当該基本契約書以外に基づく債務に関して債務不履行となった場合、相手方に通知することによって基本契約書に基づく取引についても一括清算を開始することができる旨を定めるものである。この結果、当事者間の信用リスクをさらに少なくすることが可能となっている。

【Box 2】新現先取引の具体的な仕組みのイメージ

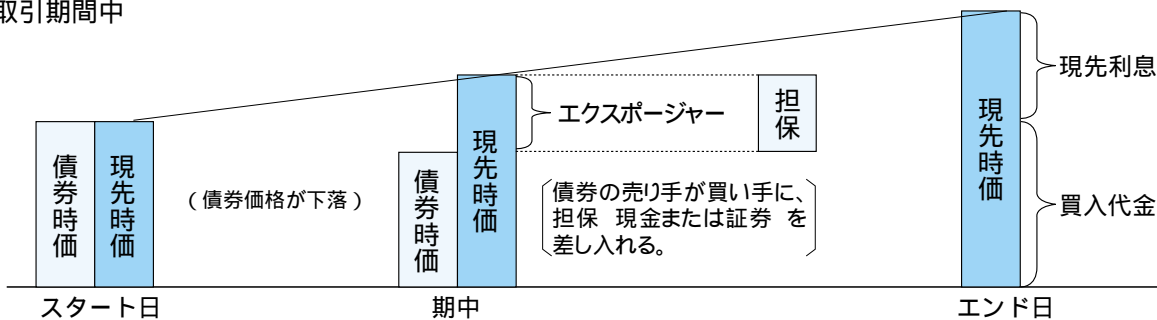
1. スタート時



買入代金(スタート売買金額)
 $= \text{取引数量(額面)} \times [\text{スタート売買単価} = \text{裸単価} + \text{経過利子} - (1 + \text{ヘア・カット率})]$

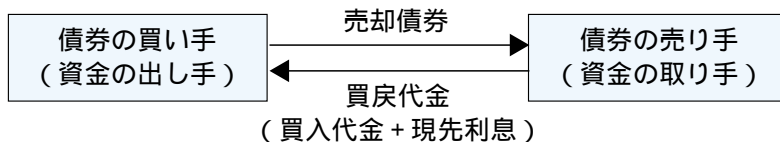
- 前提
 ・利込み現先取引。
 ・ヘア・カット率はゼロ。
 ・マージン・コールを実施。

2. 取引期間中



エクスポージャーの計算: 現先時価と債券時価の差額。
 現先時価 = スタート売買金額 + その時点までの現先利息 (= 資金の出し手の相手方に対する与信額)。
 債券時価 = 各時点における取引対象債券の時価 (= 資金の取り手の相手方に対する与信額)。
 マージン・コールの取扱い: まず個別取引にかかるエクスポージャー(個別取引与信額)を算出の上、これを取引相手毎に合算した「純与信額」に相当する額の担保(マージン)を授受。

3. エンド時



買戻代金(エンド売買金額)
 $= \text{スタート売買金額} + \text{現先利息} (\text{スタート売買金額} \times \text{現先レート} \times \text{現先期間})$

利含み現先取引と現先取引

以上が新現先取引の基本的な仕組みであるが、やや細かくみると、売買単価の表示方法と取引期間中に取引対象債券等に支払われる利金に関し、2つの異なる取扱いが認められている。すなわち、新現先取引のタイプとして、利含み現先取引と現先取引（狭義の新現先取引）という区別が導入された。

利含み現先取引では、売買単価が利含み（経過利子を含めて）で表示され、取引期間中に債券等の発行体から買い手に支払われる利金は、支払われた時点で債券等の買い手から売り手に引き渡される。一方、現先取引（狭義の新現先取引）では、売買単価が経過利子とは別に裸単価のみで表示され、利金は買い手がそのまま受け取る。

この区別は、市場参加者の多様な取引ニーズに対応するために導入された。事業法人や中小金融機関等の場合、事務・システム面で旧現先取引と極力同一の扱いを望むと見込まれたことから、円滑な取引継続のため、従来の旧現先取引と同一の扱いをとる現先取引（狭義の新現先取引）が残されている。他方、市場で頻繁に取引を行う大手金融機関では、取引の簡便性などから、利含み現先取引に対するニーズが強いと言われている。利含み現先取引については、旧現先取引と異なる取扱いを含むため事務・システム対応が必要となる一方、売買単価の利子計算や利金の扱いが簡便なほか、コール取引など、一般の資金取引と同様のキャッシュフローを実現できるメリットがある。また、クロスボーダー取引でも中心的な取引形態となっていることから、大手金融機関の間では、利含み現先取引が主流となると見る向きが多い。

新現先取引導入により期待される効果

以上の新現先取引（特に、利含み現先取引）については、次のような効果を期待できる。

まず第一に、わが国の広義レポ取引において、グローバル・スタンダードに沿った取引手法が導入されることとなり、結果として、取引の活性化が期待できる。新現先取引は、非居住者に馴染み易い取引手法であるため、関連税制の見直しが行われれば¹⁴、クロスボーダー取引も活発に行われるようになり¹⁵、東京市場・円の国際化が一段と進展していくものと考えられる。また、クロスボーダー取引が活発化すれば、これと同一の方式で取引できるメリットから、国内でも取引が活発化していく相乗効果が期待できる。

第二に、わが国の広義レポ取引では、従来、利付国債は現担レポ取引、短期国債は旧現先取引という市場の分断がみられた。しかし今後は、現担レポ取引がいずれは新現先取引にシフトしていくと見込まれ、利付国債と短期国債が同一の方式で取引されることとなる。このため、取引の更なる活発化とリスクフリーの短期のベンチマーク金利がより効率的に形成されることが期待できる。

第三に、現担レポ取引や旧現先取引にはみられない多様なリスク管理手法やサブステーションが整備されたため、取引の安全性・利便性の一段の向上が実現されるとともに、現在はあまり行われて

いないターム物の取引が活発化する可能性がある¹⁶。

新現先取引の導入状況

～日本銀行によるアンケート調査結果

日本銀行では、金融調節の円滑な運営を図る観点等から、金融調節取引対象先（オペ先）である金融機関（54先）を対象に、2001年6月末時点における新現先取引への対応状況についてアンケート調査を実施した。

調査結果をみると、6月末までに新現先取引に関する基本契約書を締結した先は2先で、このうち実際に取引を実施したのは1先に止まった。このような状況の背景には、2001年9月末までの予定（当初）で個別契約書方式により旧現先取引を継続し得る経過措置が認められていたこともあって、各市場参加者において事務・システム体制の整備が遅れた¹⁷との事情があったとみられる。

もっとも、概ね半数のオペ先は、2001年9月末までには、一部の選択的条項への対応を除き、一応の事務・システム体制が整うとしており、実際に大方の先は、10月以降、新現先取引に移行する模様である。このように主要な市場参加者間においては、新現先取引への体制整備は次第に整いつつあると言える。

日本銀行の金融調節取引（オペ）対応

広義レポ取引市場に大きな影響を与える日本銀行の金融調節取引（オペ）について、新現先取引への移行の有無やタイミングが市場参加者の注目を集めている。

日本銀行では、先行き新現先取引がわが国の広義レポ取引の主流になっていくと見込まれていることを踏まえ、国債借入（レポ）オペおよび短期国債現先オペについて、新現先取引（利含み現先取引）によるオペに移行する方向で検討している。移行の具体的なタイミングは、今後の新現先取引の市場動向や日本銀行サイドのシステム開発の進み具合にもよるが、現段階では2002年中を目途に検討を進めている。

金融調節の一層の円滑化の観点に立つと、新現先取引によるオペを導入することによって、例えば、オペ先が日本銀行に差し入れている国債を別の銘柄の国債に差し替えることができるようになるといった点で、オペ先にとってのオペの使い勝手が一段と向上することが期待される。日本銀行としては、こうした観点からも検討を進めていく予定である。

今後の課題～結びにかえて

わが国の広義レポ取引市場では、今後当面は、新現先取引と現担レポ取引が並存し、その後次第に新現先取引の重要性が高まっていくものとみられる。先行き新現先取引が活発に行われる環境を整備する上では、次の点が重要であると考えられる。

まず、①新現先取引がリスク管理や利便性の面で優れた取引であることについて市場参加者の理解が深められるとともに、実務面での体制整備が一段と進められる必要がある。この点、新現先取引の実務指針として、既にレポ研において、利含み現先取引に関するベスト・プラクティス・ガイドが取りまと

められている。これが広く市場参加者に周知されることに加え、今後本格化する取引の実情に即して、市場参加者の間で、適宜これを補完、見直していくことが必要となろう。また、②取引の実態を正確に把握し、市場の透明性を高めるため、ボリュームやレートに関する統計等が整備されることが望ましい。さらに、③新現先取引導入のそもそもの狙いの一つである非居住者の参入拡大を図って行く必要がある。そのためには、関連する税制の見直しの成否が重要なポイントとなろう。

以上のような課題を解決していくことにより、新現先取引、特に利含み現先取引は、グローバル・スタンダードに沿った「新しいレポ取引」として、わが国の広義レポ取引市場、ひいては短期金融市場の中核となっていくものと見込まれる。日本銀行としても、わが国短期金融市場、国債市場の更なる活性化の観点から、新現先取引の定着・拡大に向けた市場参加者を始めとする関係者の積極的な取組みを期待し、こうした動きを引き続きサポートしていくこととしたい。

¹ 日証協のウェブ・サイト (<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/public/gensaki2.pdf>) から入手可能。

² 米国におけるレポ取引は、主に証券会社による即日の資金調達手段として日々活発な取引が行われている（資金運用サイドは、投信、年金、機関投資家、銀行、事業法人、州・地方政府など多様）。2001年3月の市場残高は、2.9兆ドル（約367兆円）に達している。取引の大半（8～9割程度）はGC（General Collateral）取引で、また、95%以上の取引が約定日当日に決済されると言われている。欧州では、英国におけるレポ取引が1996年1月の市場創設後、急速に拡大している（ギルト 国債 レポ市場残高は約2.520億ポンド（約43兆円 2001年5月））。

³ 現先取引は、その法的位置付けが売買であるため、利付債券を対象とする場合には、1999年3月末まで、取引額に対して定率の有価証券取引税が賦課されていた。

⁴（債券）現先取引については、1976年3月に、大蔵省（当時）通達によって、「条件付売買」との法的位置付けや取引ルールが明確化された。同通達は、1992年に、日証協の「債券等の条件付売買取引の取扱いについて（理事会決議）」に引き継がれ、以後、この理事会決議が現先取引の基本ルールとなっている。

⁵ 当時の日証協理事会決議および大蔵省通達において、現金担保の付利金利の上限が「有担保コール翌日物出し手レート - 1%」と定められていたほか、担保金額の下限が取引対象債券の時価の105%を下回らないものとされていた。

⁶ 国債取引の決済について、市場参加者が定めた自主ルールに基づき、基本的に毎月5日、10日、15日、20日、25日、月末にまとめて決済する方式。

⁷ 例えば、1999年4月に短期金融市場の整備・拡充の観点なども踏まえ、FBの市中公募入札発行が開始され、内外からのニーズの高い短期国債の市場規模が急速に拡大した（同年3月末に17.4兆円であった対市中発行残高は、FB、TBとも合せ、80兆円を上回るまでに拡大）。また同時に、短期国債の償還差益につき、外国法人については原則非課税とされたほか、有価証券取引税も撤廃された。

⁸ 大蔵大臣（当時）等の諮問機関である外国為替等審議会答申（「21世紀に向けた円の国際化 世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応」1999年4月）では、次のように述べられている。「日本のレポ市場は、現在、現金担保付債券貸借取引という独自の形態となっているが、非居住者の参入を促す上から、有価証券取引税撤廃を踏まえ、欧米で採られている売買形態での取引を推進していくための環境整備を早急に行うべきである。」

⁹ 「短期資金取引における市場の健全な発展と市場参加者間の円滑な取引に資するため、取引に係る諸問題について検討を行うとともに、取引仕様の標準化等について必要な諸施策の提言等を行うことを目的」として、レポ市場関係者が中心となって、1998年7月に設立（事務局：日証協）された。

¹⁰ 「現先売買取引等のリスク軽減、グローバルスタンダードの観点から契約書等の整備など、現先売買取引等の整備、拡充等につい

て検討を行う」ため、日証協の正式機関として、1999年5月に設置された。

¹¹ TBMA/ISMAのGMRAは、クロスボーダーのレポ取引に関する基本契約書として策定され、欧米で一般的に用いられている。また、欧州では、国内取引でも広範に用いられている。なお、米国の国内取引に関しては、GMRAとほぼ同内容の基本契約書であるTBMAのMaster Repurchase Agreementが用いられている。

¹² リプライシングについては、取引を一旦終了させるため、当初の約定を修正する必要が生じ、法定帳簿の訂正など、事務処理が煩瑣となるデメリットがある一方、十分な率のヘア・カットと併用することで、日々の担保（マージン）管理の負担（特に、担保金付利に関連する事務）を回避できるメリットがあるとされる。

¹³ 一括清算を行う前提として、当事者間で予め基本契約書を締結することが義務付けられ、旧現先取引において一般的であった「個別契約書方式」（約定の都度、個別取引契約書を取り交わす方式）は廃止された。

¹⁴ 日証協などでは、2000年度、2001年度の税制改正要望において、「非居住者等との間における（レポ）取引においては、その収益が所得税法上、源泉徴収の対象となる」が、「源泉徴収が行われると取引コストが高くなり、せっかくわが国に本格的なレポ取引を導入したとしても、非居住者との間で活発な取引は到底期待できない」とし、「非居住者等のが国債市場への参入を促進し、もって円の国際化に資する観点から、非居住者等とのレポ取引については源泉徴収を行わないこと」を要望したが、実現はされなかった。

¹⁵ この点、カナダにおいて、1993年5月に、非居住者が稼得するクロスボーダー・レポ取引の収益に係る源泉徴収撤廃等の結果、クロスボーダーおよび国内のレポ取引が大幅に増加した事例（“Repo, reverse repo and securities lending markets in Canada”, Bank of Canada Review Winter 1994-1995, “Repo Transactions Between Residents of Canada and Non-residents”, Research Paper No.14, Statistics Canada, Balance of Payments Division参照）もある。

¹⁶ こうした事情も踏まえ、改正後の日証協理事会決議では、取引期間を1年以内に制限する旨の規定が撤廃された。

¹⁷ 新現先取引（とりわけ、期中利金の扱いなど、旧現先取引とはタイプの異なる利含み現先取引）を、各種のリスク管理手法やサブスティテューションを含めて行うためには、各市場参加者において、相応のシステム対応が不可欠である。

しかしながら、このところ、大型のシステム開発案件が続いていることもあって、新現先取引対応のためのシステム開発を先送りしたとする先も少なくない。また、大手の金融機関にとっては、国内取引とクロスボーダー取引が同一の方式で行われることのメリットが大きい。非居住者とのレポ取引に対する源泉徴収免除を求めた2001年度の税制改正要望が実現しなかった（前掲注14）こともあり、引き続きクロスボーダー取引が行われていない中であっては、国内市場でも急いで新現先取引に移行する必要性は乏しいとの声も聞かれた。

なお、新現先取引の実務慣行が必ずしも明確となっていないため、システム開発のやり直しを懸念して、新たな実務慣行が明らかとなるまでは開発に着手しないとする先もみられた。ただし、この点については、レポ研から、新現先取引に関するベスト・プラクティス・ガイドが公表されたことによって、問題が解消されつつある。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。