

**レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ
第 1 回会合（2 月 23 日）の議事概要**

I. 日時 2007 年 2 月 23 日（金）16:00～18:35

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

1. 集計レポレートの仕組みと問題点

- 本ワーキング・グループ（WG）は、日本銀行が作成・公表している「集計レポレート」を見直すことが目的であることから、事務局から、資料 1 に沿って集計レポレートの仕組みと市場参加者から指摘されている問題点などを説明。
- メンバーから特段意見はなかった。

2. 指標レートの有用性

- 指標レートの有用度合い（資料 2）については、以下のとおりメンバーによってある程度認識に幅があるものの、「有用である」、あるいは「少なくとも、指標レートがあっても害はない」という認識で一致した。これを踏まえて、指標レート作成方法の具体的な選択肢について検討することとなった。

「指標レートは有用」とする意見

- ・ 市場実勢を掴むうえで有用
- ・ レートの透明性向上により、レポ市場の参加者拡大や流動性向上に資する
- ・ 市場分析やリスク・損益分析にも利用可能
- ・ 特に（短期国債の発行がない）3 ヶ月未満の有担保のイールドカーブ形成に資する
- ・ 将来的には OIS やスワップの参照レートにも利用し得る

- ・ 米国 SOX 法施行を受けて自社呈示レートの公正性を立証する際の参照レートになる 等

留意点に関する意見

- ・ 指標レート作成による透明性向上は売買における利鞘縮小に繋がる可能性があり、一部市場参加者からは歓迎されない可能性がある
- ・ 指標レートの有用性は、指標レートの質次第
- ・ GC・SC スプレッド取引（保有している債券を SC で貸し付け、受け取った担保金を GC で運用する取引などで、SC と GC がセットで約定され、SC と GC のレートのスプレッドに重点が置かれることが多い）では、スプレッドが重要であり、必ずしも精緻な GC レポレートを利用する訳ではない 等

3. 指標レート作成方法の具体的選択肢

- 事務局から、市場参加者の意見を踏まえた議論の叩き台として、指標レート作成方法の具体的選択肢に関する論点（資料 3）が呈示され、これに沿って議論が行われた。

（1）主な選択肢と大きな論点

（議論の概要）

- レファレンス方式（特定時点の実勢レートを主要プレーヤーが申告）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 日の取引高加重平均レート）ともに相応に支持する意見があった。そのうえで、両方式とも幾つか検討すべき論点はあるが、レートの作成方法など具体的な設計の中で対応を上手く工夫できれば、いずれについても指標レートとなり得る、現時点で選択肢から排除せずさらに検討を進めるとの認識で一致した。
- そこで、両方式について、具体的な設計に議論を進めるとともに、当 WG のメンバー間で試行的にレートを作成したうえで、いずれの方式が適当かについて判断していくことになった。これを受けて、次回会合では、本日の議論の内容を踏まえつつ、試行レートの作成方法の詳細を確定することになった。

（主な意見）

①レファレンス方式の評価

優れていると指摘された点

- ・ 仕組みの透明性が高い
- ・ 申告レートの信頼性や透明性は、各レファレンス先の個社のレートを開示することによって確保し得る
- ・ Libor、Tibor、Eurepo 等他の指標レートはレファレンス方式が多く比較しやすい
- ・ ブローカーのシェアが高くない現状では、当面レファレンス方式の方が適当（ブローカーのシェアが高くなってきたら、ブローカー加重平均方式に変更することもあると考えられる）
- ・ 現在は取引の薄いターム物についても、レファレンス方式ならレートを呈示できる（レートを呈示することで、取引が厚みを増す効果も期待し得る）
- ・ 申告・集計等の運用負担が小さい 等

課題として指摘された点

- ・ レファレンス先の選定方法、レファレンス先の選定主体、指標レートの集計・公表主体に誰になるかが、大きな論点となり得る 等

②ブローカー加重平均方式の評価

優れていると指摘された点

- ・ 実取引を反映しているため、申告レートよりも透明性が高い（複数）
- ・ 今後、電子ブローキングが普及するとブローカーのシェアが上昇する可能性もある 等

課題として指摘された点

- ・ ブローカーのシェアが低く、今後さらに低下する恐れもある
- ・ 長めのターム物取引の出合いが少ないため、長めのタームの指標レート作成が困難である
- ・ 先数、シェアが少ないだけに、レート操作のリスクはレファレンス方式に比べて大きいのではないかと 等

③その他

- ブローカー加重平均方式は、長めのターム物レートの作成が困難であるため、いずれかの方式が適当かは、どこまでのターム物指標レートが

必要かによって、自ずから決まってくるのではないかとの意見があった。

- ブローカー加重平均方式を採用する場合には、ブローカーに対するレート背景照会等への対応負担が嵩まないように市場参加者の理解が必要との意見があった。
- レファレンス方式について、対象先は日本銀行のオペ先かどうかにかかわらず、取引を活発に行っている先とすることでよいとの認識で一致した。
- また、レファレンス方式について、申告レートの信頼性を確保する観点から、他の指標レートと同様にレファレンス先の個社レートを開示する仕組みを前提とすることでよいとの認識で一致した。

(2) 対象とする取引

①現先（新・旧）、現金担保付債券貸借の両方を対象にするか

- 現先（新・旧）、現金担保付債券貸借の両者の間には、別々の集計を要するほどに有意なレート差がないため、両方を一体的に対象とする（区別しない）ことでよいとの認識で一致した。

②GC レポ取引についてどのタームを対象とするか

イ、翌日物については S/N、T+3 の何れにするか

- S/N と T+3（レートおよび金額を実質的に決め、国債明細を含めた正式約定は翌営業日に行う取引が多い）のどちらを対象にするかについては、以下のとおり様々な意見が出された。この点はレートの基準時点とも関連するので、後ほど改めて議論することとなった。

T+3 がよいとする意見

- ・ 現状、最も流動性が高いので T+3 がよい
- ・ 将来、国債決済が T+3 決済から変更になった場合には、対象を見直せばよい

S/Nがよいとする意見

- ・ S/N は、前日の T+3 の約定レートのほか、当日行われる日銀のオペ

の情報も踏まえて呈示することになるので、より多くの情報を反映した最終的なレートとの位置付けが明確になるのではないかと

- ・ ターム物取引は日銀のオペを参考にしているので、オペに多い S/N でよい

その他の意見

- ・ S/N と T+3 で大きな差はないので、報告・集計の事務負担が小さい方でよい
- ・ 今後、市場全体でも S/N や T/N の比率が高まる可能性を踏まえると、S/N、T+3 の両方を対象とするか、T+3 レートを加味した S/N レートとするのがよい
- ・ S/N と T+3 の両方を報告するのは負担が重い

ロ、T+0、T+1 を対象とするか

- 賛否両方の意見があった。申告レートの定義とも関係するため、後ほど改めて議論することとなった。

対象としないという意見

- ・ T+0、T+1 レートは個社の資金繰り状況と直結してくるので、レファレンス方式を採用する場合には、レートを呈示することは難しい

対象とするという意見

- ・ 報告レートの定義が、トレーダブル・レート（自社が運用／調達しても良いレート）であれば、報告することは難しいが、マーケット・レート（市場において容易に取引できるレート）であれば、資金繰りに直結する訳ではないため、報告可能ではないか
- ・ レート呈示することが、そのマーケットを育てることも考えられるので、呈示するよう努めてはどうか。

ハ、ターム物についてどこまでのタームとするか

- 「取引量が相応にある期間（1ヵ月程度）に限定すべき」との意見と「1年までとすべき」との意見の両方があった。次回会合で改めて議論する

ことになった。

取引量が相応にある期間に限定すべきとの意見

- ・ 取引量が相応にある 1 ヶ月程度までにすべき（複数）
- ・ 出合いがないところまで無理にレートを報告する必要はない、あるいは、適当でない（複数）

1 年までとすべきとの意見

- ・ 短期金融市場のレートとしては、1 年までである方がよい
- ・ 海外の Libor、Eurepo や Tibor でも 1 年まで公表している。レポ指標レートも 1 年までであると裁定取引も可能
- ・ 現先については、長めタームの取引も行われている
- ・ 6 ヶ月や 1 年についても、TB のレート等が参考になるため、あまりに見当違いなレートにはならない
- ・ 1 年までについては、トレーダブル・レートであれば報告は難しいが、マーケット・レートであれば報告可能
- ・ 指標レートはターム物取引の活発化にも資するため、当初はともかく将来的には 1 年まで公表することを目標とすべき

その他の意見

- ・ 日銀オペの期間を参考に期間を決めてはどうか
- ・ 指標レートの利用目的により、どこまでのタームが必要かが異なるのではないか

二、「n.a.」申告も認めるか

- 認めることについて、賛否両方の意見があった。次回会合で改めて議論することになった。

認めてよいとする意見

- ・ 「n.a.」申告を認めても害はない
- ・ 当初は「n.a.」申告を認め、将来的には 1 年まで必ず報告するようにすることも考えられる

- ・ どうしても1年まで公表するのであれば、取引量がある1ヵ月までは「n.a.」を認めず必ず報告することとし、それより長い期間は「n.a.」を認めて参考レートとするなど位置付けを変えることも考えられる

認めるのは適当でないとする意見

- ・ 指標レートであるので「n.a.」申告は極力認めない方がよい

③SC レポ取引について指標レートの必要性をどう考えるか

- 取引の個別性が強い SC 取引について指標レートを作成する必要性は高くない等の理由から、SC レポ取引については、今回の検討対象から除くとの認識で一致した。

(3) レファレンス方式の具体的な設計

①レートの変換

イ、トレーダブル・レートか、マーケット・レートか、実取引レートか

- マーケット・レートとすることで、認識が一致した。

主な意見

- ・ トレーダブル・レートは、レート呈示に伴い取引面でのオブリゲーションを負うイメージがあるため、受け入れ難い
- ・ マーケット・レートは実取引レートを参考にして呈示されると考えられるため、両者に大きな差はないと思われるが、BBA Repo や Eurepo と同じマーケット・レートとするのが親しみやすい
- ・ 実取引レートは、ポジション動向の開示に直結するリスクがあり、マーケット・レートがよい

ロ、業者間、対顧客などの相違は考慮しなくてよい

- 取引相手として業者と顧客を区別する必要はないとの認識で一致した。
- ただし、GC と SC をセットで約定する取引については、「GC レートの水準が市場実勢から乖離することがあるので、対象から除外すべき」

との意見が複数出された（次回会合で結論を再確認）。

ハ、標準的な取引ロットを定めておく必要があるか

- 「少額取引は、市場実勢から乖離したレートで約定されることも少なくないことから、これを排除するため標準的な取引ロットは定める方がよい」との意見が複数出された。
- 標準的なロットの具体的な水準については、50～500 億円などの案が出された（次回会合で再確認）。

ニ、海外拠点との内部取引や関連会社との取引などについて、何らかの規定は必要か

- マーケット・レートを報告するのであれば、特段の規定は不要との認識で一致した。

ホ、一本値（オファー／ビッドの仲値）か、両サイドか

- 一本値がよいとの意見が多かった。試行レートの結果をみたいという意見も複数みられた。

一本値がよいとする意見

- ・ 一本値の方が分かりやすい
- ・ 一本値の方が報告負担が少ない
- ・ 海外の指標レートとの平仄を考えると資金のオファーレート 1 本とも考えられるが、わが国レポ市場は資金の出し手と取り手に偏りがあることを踏まえるとレートが歪む恐れがあるので、仲値がよい
- ・ 両サイドとすると、報告者によってスプレッドが違うこと等が障害になる可能性がある

オファー・ビッドの両サイドがよいとする意見

- ・ マーケット・メイクしている立場からすると、スプレッドを狭くして、オファー／ビッドの両方を出すのが望ましい
- ・ 資金の出し手と取り手で偏りがある中で、オファーとビッドの仲値

が本当に市場実勢を反映できるのか疑問（実際の出合いは、オファーかビッドのいずれかに寄って付くのが普通ではないか）

その他の意見

- ・ 海外の指標レートとの平仄を考えると、資金のオファーレート 1 本とすることも考えられる
- ・ 仲値が市場実勢を示すのか、試行レートの結果をみたい

②レートの基準時点、公表時点

イ、基準時点はどうするか

- レートの基準時点については、「翌日物については S/N と T+3 の何れを対象取引とするか」（先述）との関連も踏まえて議論された。
- 翌日物については、S/N 取引を念頭におくと基準時点は 11 時頃、T+3 を念頭におくと基準時点は 15～17 時頃との意見が複数みられた。
- 翌日物については、T+3 のレートと S/N のレートは、水準が変わり得るため、対象取引として別区分で考えた方がよい（S/N レートはあくまでも S/N のレートを報告すべきであって、S/N のレートとして前日の T+3 に実質的に約定したレートを報告するのは適当ではない）との認識で一致した。
- ただ、T+3 レートをその日の 15、16、17 時頃を基準時点として報告するのか、S/N レートをその日の 11 頃を基準時点として報告するのか、その両方を報告するのか（この場合、1 日に午前と午後で 2 回報告するのか、午後にまとめて 1 回報告するのか等）については、結論が得られなかった。
- ターム物については、十分な議論ができなかった（次回会合で再確認）
- また、基準時点に「〇時～〇時」のようにある程度幅をもたせるべきかについては、十分な議論ができなかった（次回会合で再確認）

○ このため、事務局が次回までに案を整理し、再度議論することとなった。

対象取引と基準時点に関する意見

- ・ S/N と T+3 のいずれを対象取引とするかは決めの問題で、拘りはない。基準時点は、S/N ならば 11 時、T+3 ならば 15～17 時がよい（複数）
- ・ 翌日物の対象取引は、取引量が最も大きい T+3 とするのがよく、この場合レート速報性の観点から、基準時点は T+3 の夕方とするのがよい（複数）
- ・ 「T+3 にレートおよび金額を実質的に決め、国債明細を含めた正式約定は翌営業日に行う取引」の T+3 レートを報告対象とするのは望ましくない。また、昼間に指標レートが公表された方が利用しやすいので、現在 S/N のシェアは小さいが、S/N を対象に 11 時頃を基準時点とするのがよい
- ・ S/N レートと T+3 レートは分けて両方を報告するのがよい。S/N は昼、T+3 は夕方を基準時点とすべき（複数）。両方を報告すれば、流動性の高いところを重視すれば夕方に出される T+3 レートを、確実性を重視するなら S/N レートをそれぞれ利用するということも可能。試行レートについては、両方報告してもよい
- ・ S/N の基準時点は、11 時がよい。これは、Tibor 等他の指標レートの基準時点が 11 時頃であることや、11 時であれば当日朝の日銀オペの結果も反映したレートになるというメリットもあるため

T+3 レートと S/N レートの混合を回避すべきとの意見

- ・ T+3 取引と S/N 取引を混合してレートを報告・算出するのは適当でない（賛成多数）。1 月の金融政策決定会合のときの報道のように、T+3 と T+2 の間にイベントがあり、T+3 取引と S/N 取引でレート水準が全く異なる可能性がある。基準時点は T+3 であれば当日の夕方、S/N であれば 11 時頃とすべき
- ・ T+3 のレートを加味した S/N レートを報告するのは、無理がある

報告回数に関する意見

- ・ T+3 レートと S/N レートの両方を報告する場合、午前と午後に 2 回報告してはどうか
- ・ T+3 レートと S/N レートの両方を報告する場合、午後にまとめて 1

回報告してはどうか（この場合、S/N レートの基準時点は午前、T+3 レートの基準時点は午後とする）

- ・ T+3 レートと S/N レートの両方を報告する場合、T+2 の昼に前日の T+3 レートと当日の S/N レートをまとめて 1 回報告してはどうか（この場合、S/N レートの基準時点は午前、T+3 レートの基準時点は午後とする）

その他の意見

- ・ 報告対象となる取引のスタート日については明確にする必要。例えば、期末越えレートは T+3 レートか S/N レートかで上昇するタイミングが異なる
- ・ レファレンス方式のマーケット・レートも、T+3 のレートと S/N のレートを加重平均したようなレートがよい
- ・ T+3 をブローカー加重平均方式、T+2 をレファレンス方式で、それぞれ集計・公表することはできないか

ロ、公表時点をどうするか

- 速報性の観点から、報告日の当日中に公表すべきとの意見が複数出された（結論は次回会合で確認）。

主な意見

- ・ 指標レートの速報性は重要であり、報告日の当日中に公表すべき
- ・ T+3 レートと S/N レートの両方を別々に報告する場合には、公表日は分けてでも、それぞれ報告日の当日中に公表すべき
- ・ T+3 のレートを当日遅くに公表することにどれだけ意味があるのかは、やや疑問

（４）ブローカー加重平均方式の具体的な設計

- 議論に十分な時間をかけられなかったが、全体としてはあまり除外取引は増やさず、そのまま使うことでよいのではないかとの見方が多かった（次回会合で再確認）。

①レート の定義

変動利付国債、物価連動国債に関する意見

- ・ 変動利付国債のレポは対象とすることでよいが、物価連動国債のレポは対象としない方がよいのではないかと（複数）

ブローカーの自己保有債券のファンディング取引に関する意見

- ・ 自己保有債券のファンディング取引であっても、取引相手は市場参加者であり、市場実勢に近いレートで取引が行われていると考えてよいのではないかと。試行レートをみて、大きな問題がなければ含めてもよいのではないかと

その他の意見

- ・ 除外する取引が多くなると、事務負担が大きい。システム対応が出来ない場合は、正確性にも問題が生じ得る
- ・ 実質的にはターム物取引だが、約定上は翌日物をロールしている取引は除いた方がよいのではないかと

②レートの公表時点

- 十分な時間がなく、議論されなかった（次回会合で確認）。

（５）指標レート作成の試行

- 本日の議論を踏まえて、レファレンス方式、ブローカー加重平均方式それぞれについて、指標レートを試行的に作成する際の具体的な設計や、試行の際の具体的な事務フローに関して、事務局が叩き台を作成し、次回会合で議論することとなった。
- また、各メンバーは、指標レート作成の試行に参加可能かどうか、次回会合までに持ち帰って検討することとなった。

V. 次回会合

- 3月中旬に開催する予定

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1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
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 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
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	債券本部 資金トレーディング部 バイスプレジデント
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
(代理出席) 三浦修	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

養田 功一郎	三井住友銀行	市場資金部	短期 ALM グループ
		グループ長	
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	
平木 伸尚	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