

## 短期金融市場の機能向上に向けた意見等の一覧

- 意見募集の期間：2007年4月4日～20日
  - なお、以下の先に対しては、意見募集を兼ねて、テーマを絞った追加的な調査を実施（「市場参加者サーベイ」）。
  - （依頼先数）
    - 168先（都銀・系統大手：12、信託：10、地銀：77、外銀：15、信金：9、証券：26、短資・証券金融：5、機関投資家等：14）
  - （追加的な質問項目）
    - ・ レポの事務体制・システムの充実に向けた具体策（別紙2）
    - ・ 国債決済の外部委託を検討する際のポイント（別紙3）
    - ・ JGBC Cを利用していない理由（別紙4）
    - ・ フェイル慣行が定着していないことによる市場への影響（別紙5）
    - ・ 有担保コール市場の課題（別紙7）
    - ・ T+0レポ市場の課題（別紙8）
    - ・ O I S市場に関して必要と思われる情報（別紙11）
    - ・ 短期国債等の流通市場が活発ではない背景（別紙13）
    - ・ 短期国債のS Cレポ取引が活発ではない背景（別紙14）
- 本資料では、上記を通じて寄せられた意見を、可能な限り掲載することとしました。ただし、以下の観点からの修正・削除を行っています。
  - ① 提出した個社・個人名が特定されないようにすること
  - ② 表現を統一すること（例：現担レポ→現金担保付債券貸借）
  - ③ テーマ、トピック毎に文章を分割すること（これに伴い、文章のつながり等を判りやすくすること）
  - ④ 主なキーワードにアンダーラインを付したこと
  - ⑤ 特定の市場参加者等に対する意見、一面的な批判・意見を削除ないし表現修正したこと
- こうした意見募集の性格上、何らかの見直しを求める意見が中心となっています（現状に対し肯定的な先が多くても、そうした先は敢えて意見を出されない傾向があります）。このため、ここでの意見の多寡が必ずしも市場全体の状況を示すものではない点にご留意下さい。
- 各意見について、提出先の業態を付記しました。業態の分け方は以下のとおりとしました。
  - ・ 都市銀行と系統上部金融機関 → 都銀・系統大手
  - ・ 信託銀行 → 信託
  - ・ 地方銀行、第二地方銀行協会加盟行 → 地銀
  - ・ 外国銀行 → 外銀
  - ・ 日系の証券会社 → 本邦証券
  - ・ 外資系の証券会社 → 外資系証券
  - ・ 信用金庫 → 信金
  - ・ 短資会社、証券金融会社 → 短資・証券金融
  - ・ 生命保険会社、投信信託委託会社、その他銀行 → 機関投資家等
  - ・ 個人など → その他

## レポ市場に関して寄せられた意見

レポ市場の機能に関しては、次のような点が指摘されている。

- ・ 証券、銀行、機関投資家、事業法人などに幅広く利用されている米国市場等に比べると、参加者の広がりには乏しい。
- ・ このため、他市場との裁定が必ずしも円滑に働かず、レートが振れやすい局面もみられる。

レポは、リスク管理の仕組みに優れ、安全性が高い反面、資金と担保の同時受渡し、担保の時価管理・値洗いを要する等、他の取引に比べ事務負担の大きい取引である。このため、システム対応など事務体制の整備に一定の費用がかかる点が意識されており、これが利用の広がりには不利な要因の1つとなっている。

こうした状況は、短期的には大きく変わらないかも知れないが、中期的な視点から、個社のシステム対応を如何に進めやすくしていくか、取引コストを軽減していくためのインフラをどのように整えていくかが課題と考えられる。

以上を踏まえ、レポ市場に関して、市場参加者の広がりや取引の厚みを増すための方策、取引上のネックなどについての意見を募集した。

## (事務体制・システムの充実に関するもの)

- ・ 中長期的には諸外国の制度を参考にして、本邦債券レポ市場の市場インフラを高度化し市場取引をより活性化してゆくべきと考えます。具体的には、クリアリングサービスの発達を促す制度対応や、トライパーティーレポの普及を促すための市場参加者のシステムインフラの拡充など、中長期的観点から取り組んでゆく必要が有ると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 外銀にとって、資金ニーズの拡大ほどには、クレジットラインの拡大が望めない中で、一般債や株式を担保にした資金取引市場の整備が急務であると考えます。幅広い市場参加者を得るためには、受渡、担保管理事務の軽減は必須条件で、トライパーティーレポの取引慣行整備が望まれます。〈外銀〉
- ・ (一般論として) 参加者の事務負担が外部委託などによって大幅に軽減されるのであれば、今後参入する可能性は高まると思われれます。〈地銀〉
- ・ 自行にノウハウの蓄積がないため、市場慣行の標準化とリスク管理及び事務を委託又は指導いただける機関があればと考えます。〈地銀〉
- ・ トライパーティーレポが導入されれば、事務の煩雑さを理由に参加を見送っている先が参加してくる可能性がある。〈外資系証券〉
- ・ 税務上の問題で、トライパーティができず、事務の効率化が不可能なこと。〈外資系証券〉
- ・ 一般論としては、事務代行サービス、決済代行サービス等の拡充が有効であると思われれます。各社が個別にリスク管理、受渡管理、担保管理、リスク管理の体制・システムを構築するのは難しいでしょう。〈外資系証券〉
- ・ 運用利回り対比でのインフラ整備コスト (人員・システム投資) が大きく、資金運用側となる地銀等の参入が進みにくいのが現状であるが、バーゼルⅡ導入により、有担保コールの利便性が低下した為、一部の参加者については徐々にレポ市場に取引をシフトしていくと考える。  
但し、本格的に参加者層の裾野を拡大していく為には、バックオフィス事務の代行サービス機関等の普及が必要条件になると考える。〈都銀・系統大手〉
- ・ SCレポとGCレポのスプレッドが拡大し、レポ市場参入に興味を示した投資家

- がレポ市場に参入してくる際の市場参入障壁を低くするため、事務負担を軽減するシステム、事務代行を活用しやすいシステム作りが必要になってくると考える。〈都銀・系統大手〉
- ・ 市場の拡大には、資金の出し手を中心とした取引参加者の拡大が必要である。少額であっても、参加者が増えることが望ましい。ただし、その際システム対応には相応のコストがかかることが想定されるため、参入コストをなるべく下げの必要があり、そのために、決済インフラの整備と利用者拡大が必須であるとする。〈都銀・系統大手〉
  - ・ インフラやシステム対応のための情報共有化や専門機関の普及を希望します。〈地銀〉
  - ・ システム面、人員面など、短期取引を強化していくための体制の整備が課題であり、市場間でインフラ面の整備に関してバックアップできるような体制があれば、もっと利用する金融機関が増えると思う。〈地銀〉
  - ・ 特に資金の運用を手掛けている金融機関は収益性や与信リスクにもう少し重点をおいても良いのではないのでしょうか。システム投資コストを考慮しても、十分元手は取れますし、コールとのレート差も自然に解消すると思います。〈外銀〉
  - ・ 担保・決済事務の管理が煩雑であり、簡略化を含めて検討・実施していくことが、参加者・取引拡大につながっていくと考えられる。〈地銀〉
  - ・ リスク管理面での視点から、市場の拡大は勿論期待するが、実務面では、人員・事務・システム等負担が多く、取引量が増やしづらい状況にあります。また、地方銀行では、円貨のほか外貨資金の管理も一担当が行っているケースが多く、事務量の面からなかなか拡大できないと感じています。〈地銀〉
  - ・ 担保の時価管理や値洗いなど事務負担の大きさが取引拡大のネックである。〈地銀〉
  - ・ レポは担保の受渡しや値洗い等の事務負荷が高く、これが利用するうえでのネックとなっている。今後、取引を拡大するためには、システム化等による事務負荷の軽減や事務体制の整備等を図っていく必要があると認識している。〈地銀〉
  - ・ レポ市場は、他市場と比較すると参加者の広がりには乏しく、金利裁定機会が存在していることは認識しておりますが、弊行がレポ市場に参入するにあたりネックとなっている点として、①決済事務・担保管理のために新たに人員を配置する必要があるが、多額の資金を運用しなければ採算が合わないこと、②システム初期投資が負担となること、③無担保・有担保コールでの資金調整で現状は対応可能なこと、が挙げられます。〈地銀〉
  - ・ 事務面で複雑な割にコールレートとさほど変わらないため、事務の簡単なコールの方が使い勝手が良い。〈地銀〉
  - ・ コール取引と比較すると、使い勝手が悪い。〈地銀〉
  - ・ 約定→スタート時決済→リスク管理→エンド時決済に至る一連の業務プロセスのシステム対応・効率化が必要と認識。〈地銀〉
  - ・ 約定、受渡、管理のシステム化。〈地銀〉
  - ・ 取引を開始または拡大していくためには、人員の確保が最大の要因であると思われる。〈地銀〉
  - ・ 費用対効果を考えると厳しい。〈地銀〉
  - ・ マージンコールの管理。〈地銀〉
  - ・ 当社として、ネックとなっているのは、決済コスト、システム開発コスト、マージンコール等のリスク管理、等が挙げられます。〈外資系証券〉
  - ・ なんと云っても事務の煩雑さが最大のネックです。事務コストに見合った取引とは思えません。当社は資金運用サイドが中心ですが、これなら有担保コー

- ルを選びます。〈機関投資家等〉
- ・ 事務をもっと簡便にできればいいと思う。〈機関投資家等〉
  - ・ 一般論としてシステムの導入による約定処理のSTP化が必要と思われます。コール取引と比較して非常に事務処理が煩雑で人手がかかるため十分に市場参加者が参入していないと思われます。こういった煩雑な事務処理が不要になるようなシステムの導入が必要と思われます。〈機関投資家等〉
  - ・ 信託財産の事務コストに配慮した「標準化」や「システム構築」が望まれません。〈機関投資家等〉

(実勢レートなどの市場情報の充実にに関するもの)

- ・ ゼロ金利が解除されてから1年弱であり、今後、金利の正常化が継続すれば、一定程度取引ボリュームは拡大すると思われるが、取引拡大をサポートする意味でデータの整備、レポなどの指標レートの確立を実施していく必要があるものとする。〈都銀・系統大手〉
- ・ 当面は、レポ指標金利見直しやコール市場との裁定取引拡大を通じた市場の効率化を進め、市場参加者の拡大を図るべきと考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ レポ市場のレートはブローカー経由での情報に依存する部分が多く、特にターム物GCやSCの市場実勢レートが見えにくい。コールのようにレポレートも実績値が公表されれば市場参加者のレート感も磨かれ取引も活発化するのではないかと。〈信託〉
- ・ 取引レートの適正水準がわかりにくい。〈地銀〉
- ・ レポレートに関するマーケット情報。〈地銀〉
- ・ 新規参入をより一層促進する為には、取引レート情報の提供及びシステムや制度面の環境整備に対する既存のマーケット参加者による不断の取組みも必要。〈本邦証券〉
- ・ GC・SCレポのオファー・ビッドレートが随時わかるような情報を希望。〈機関投資家等〉
- ・ 弊社はSC取引を主に行っているが、数多くの銘柄が対象になるのでフェアなレポレートが掴みづらい。また直近ではSCプレミアムがかなり低下しており事務負担などに対して収益の割合が小さくなってきている。〈機関投資家等〉
- ・ レポ市場の情報（取引残高、レート・参加者層の状況など）をもっと開示して欲しい。〈機関投資家等〉

(具体策〈JGBCC、フェイル、決済期間の短縮、新現先など〉に関するもの)

- ・ 証券会社が投資家と売買・レポの取引をする際にJGBCC先を優遇する慣行が出来れば、JGBCC先が増えると思料される。〈都銀・系統大手〉
- ・ 全ての参加者のフェイル慣行容認・JGBCC参加・決済期間短縮(T+3→T+1)。〈本邦証券〉
- ・ レポ市場の拡大には、決済インフラとしてのJGBCCの利用拡大、フェイル慣行の定着が不可欠であるとする。〈短資・証券金融〉
- ・ 財務会計上、JGBCCを利用してもバランスシート上のネットティングができないこと。〈外資系証券〉
- ・ 財務会計上、JGBCCを通じた取引のバランスシートへのネットティング・ベネフィット（同一相手との売買・貸借取引をバランスシートの計算から除外する）がないことが積極的にJGBCCを使うメリットを大きく損なっている。現状ではバランスシート削減効果をJGBCCの利用効果と比較した場合、JGBCC外の取引を優先させることもあるのが実情である。〈外資系証券〉
- ・ すでに存在するレポ信託のさらなる柔軟な運用が求められます。具体的には、JGBCCへの参加容認、T+0市場等への参加、柔軟な貸し借り取引（借りる取引が

- できない、GCで入ってきた銘柄は貸せない、等) が必要です。〈外資系証券〉
- ・ GC取引の厚みを増す為に、取引の簡素化（STP化等）やフェイル慣行の定着を図る。〈本邦証券〉
  - ・ 投信信託の委託者として、①エンド代金が所定の時間に着金しないと（ファンドに0/D枠がないため）、解約代金等の受払いに支障が発生すること、②スタート代金を所定の時間内に出金しないと、信託財産に現預金が残るが、信託勘定に「現預金」勘定が存在しないことから、フェイルが認められる市場に参加することはできません。〈機関投資家等〉
  - ・ 現状では、ループを避ける為に、債券の貸出を控えることがある。ループを円滑に解消するような仕組みがあればいいと思う。〈地銀〉
  - ・ T+3 以外での取引が増えればもっと取引量が増加するのではないのでしょうか。〈地銀〉
  - ・ 現物債取引のT+3/レポ取引のT+2の早期実現を期待するが、そのためには大手の貸し手のT+2 レポ市場への参入が必要不可欠である。〈外資系証券〉
  - ・ 売買・貸借ともに決済期間T+3からの短縮。〈本邦証券〉
  - ・ レポ市場のレギュラー取引を、アウトライトと同じT+3ではなく、T+2、T+1等にするによって、流動性（特に0/Nの流動性）の拡大が見込まれます。SCの取引は現状T+3の取引がほとんどであり、現物の動きによってポジション繰りが左右されてしまうため、そこまで積極的に動けない参加者が見受けられます。〈外資系証券〉
  - ・ レポマーケット自体を拡大させるためにはSCをT+2、GCをT+1を標準とすることにより余計な借り余り等をなくすることが可能となり、またT+1でGCをすることにより資金の流れもよくなると思われます。その為には証券会社だけではなく、投資家を含めたマーケット参加者全員が足並みを揃える必要があるかと思われます。〈外資系証券〉
  - ・ 短（中）期で効果的な方法は、国債決済T+1の実現だと思います。これはマーケットインフラの変化という意味では非常にインパクトが大きく、参加者による必要なシステム対応を促すモチベーションになり得ます。ただ単に「レポをやりましょう」、「レポのシステム投資をしましょう」のスローガンでは動機付けにかけます。国債決済がT+1になることによって無担、有担コールとGCの垣根もなくなってくると思いますし、実決済日までの時間的余裕が少なくなるので、事務の効率化を促すモチベーションにもなります。さらにその事務効率化の選択肢としてJGBCC加入若しくはクリアリングバンク経由での間接的なJGBCCへの参加がでてくるはずですが、もともと国債決済T+1と言うのは、橋本内閣での「金融ビッグバン」の流れで実現に向けての議論がされていたはずですし、現内閣での「東京金融マーケットの地位向上」においてもまさに必要十分な大義名分のはずです。これをできる限り早い段階で実現することがレポの流動性を増やす方法だと思います。〈外資系証券〉
  - ・ 現状のオフショア取引の事務処理の煩雑さを考えるとT+0に移行することは難しいと思われます。T+0マーケットの実現にはまずインフラ自体を整備する必要があると思われます。〈外資系証券〉
  - ・ T+3の0/Nの取引しか実質的にない点も使い勝手の悪さを感じます。〈機関投資家等〉
  - ・ GCレポ取引においてはT+3の午後に条件を決めて、T+2の朝方に担保玉等を含めた正式約定を行う取引が通常化しているが、当社内においてはこうした約定を行っていない為、GCレポを活用し難い。〈機関投資家等〉
  - ・ 仲介業者にとって現金担保付債券貸借と新現先が混在することは望ましいことではなく、もし新現先を推奨していくのであればマーケット全体が同時期に

- 移行していくことが望ましいと考えます。＜短資・証券金融＞
- ・ タームの普及のためには銘柄入れ替えの普及が欠かせないとする。GC-SC スプレッドが広い場合 1 年ものなどに使える債券（すなわちほとんどSC化しない上に、SC化しても用意にカバーできると考えられる債券）は非常に限られる。ましてまとまった金額となるとなおさら難しい。＜外資系証券＞
  - ・ 現先取引のシステム構築は『新現先取引Best Practice Guide（第 2 版）』（H14.3.8）に基づくと理解します。【4】マージンコール 1. 基本的スキームにおいては「原則として通知日当日中に返戻されるものとします。ただし、実務的に困難な場合は、差入・返戻ともに当事者間の合意により通知日の翌営業日に行うことも可能とします」とあります。これに従えばある先は通知日当日までの計算により翌日受渡しのシステムを構築。また別の先は翌日までの計算を行うシステムを構築する、或いは既にしていることが考えられます。それをもって現先取引（利含み）を行えば混乱が起きるケースがでると危惧する一例であります。現先の取引慣行については再検討が必要ではないかと思料します。＜短資・証券金融＞
  - ・ 個別事情としては、投資信託という主体のためレポ契約が一般的な 2 者間契約ではなく、3 者ないし 4 者といった形になっています。新しい契約を締結する際にそれぞれの調整が必要で契約締結に至るボトルネックとなっています。＜機関投資家等＞
  - ・ 当社が、委託者として信託財産において容認できる契約（が標準化されること）を希望します。＜機関投資家等＞
  - ・ （相対的に）リスクが小さく、（相対的に）リターンが大きければ、当方はその市場に参加する。参加しないのは、事実上参加できないルール・慣行になっているか、リスク／リターンが見合わない判断したかのいずれかである。魅力を高める議論ならともかく、「現金担保付債券貸借と現先の並存解消」を論議するのはナンセンス。  
現状、現先取引は行っているが、現金担保付債券貸借取引は行っていない。その理由は、「値洗いの煩雑さ」と「取引先と契約書の条項で一致を見ない」の 2 点。この 2 点が解消されれば、（MMFの発展・拡大にかかわらず）レポ市場に参加したい。＜機関投資家等＞
  - ・ 取引先により異なるマージンコールなど、ルールや市場慣行の統一化。＜地銀＞
  - ・ 1 約定を50 億円単位で分割する慣行について、単位金額を増額する方向に改善されることが望ましい。＜信託＞
  - ・ 50 億円単位とする決済慣行の緩和が必要と考えます。＜地銀＞
  - ・ 物価連動債はシステム対応未済先が多く、今後の対応が期待される。短期国債は、債券の貸し手が少ないため、取引が活性化していないと思料される。また、一般債についても、流動性が低く今後レポ取引の普及を促進させたい。＜都銀・系統大手＞
  - ・ GC 銘柄の対象銘柄の拡大（未だ変国、物国は敬遠されがち）。＜本邦証券＞
  - ・ 国債以外の一般事業債等の取引がもっと活発化すれば、さらなる取引拡大に繋がると思われる。＜機関投資家等＞

（その他）

- ・ レポ取引はグループ銀行の海外支店が統括して行っていますが、非居住者との一般債のレポ取引が税制上の理由（源泉徴収の免除なし）から不可能な現状で、グループのノウハウが活用されません。非居住者との取引をやりやすくしていくことが望まれます。＜外銀＞
- ・ ターム物の取引に厚みが出れば、取引量は拡大するものと考えている。ただ、

- ターム物の取引がいかによれば厚みが出るかは、マーケット環境によるところも大きく、なかなか進みづらいつとの認識がある。〈都銀・系統大手〉
- ・ 日本レポ市場の取引額が債券発行量に比較して低く止まっており、市場参加者に厚みのない原因の1つに、債券を購入したままレポを行わず満期保有する投資家が多いことがあげられると思う。市場の資金量が低下し、GCレートと短期国債、または、SCレポとGCレポの спреッドが広がっていけば、このような投資家がレポ市場参入に興味を示す可能性がでてくるのではないか。〈都銀・系統大手〉
  - ・ レポの最大の問題点は、取引のほとんどが翌日物である点にあり、勘定処理の複雑性による事務コスト増やシステム投資における費用対効果が障壁となっている。〈信金〉
  - ・ 銘柄入れ替えをしなくてよいような、手形オペ方式か共通担保オペ方式のGC取引が市場でもできるともっと活発に取引できるのですが。〈本邦証券〉
  - ・ オープンエンド取引が普及すれば、オーバーナイトや1週間程度に偏重している取引期間の問題が改善され、決済回数の軽減（すなわち事務負担の軽減）が図られると考えられる。〈外資系証券〉
  - ・ ブローカーマーケットの発展も必要かと考えます。直接参加はできなくとも、ブローカー経由で市場に間接参加するパイプを拡充するのもひとつの方策です。〈外資系証券〉
  - ・ 共通担保を多用することで、担保繰りに入っている債券をレポ市場で活用する機会を増やす。〈地銀〉
  - ・ リスクアセット管理が厳しくなっており、一般論として期末の取引縮小が予想されます。当社としても取引拡大の上でネックとなっています。〈都銀・系統大手〉
  - ・ バーゼルⅡに対応したリスク管理手法の確立。〈信金〉
  - ・ レポ取引等の有担保取引の利便性を向上させ、その取引を増加させることにより、無担保取引等との市場間の金利裁定取引機会を増加させることが必要であると考えます。〈地銀〉
  - ・ 当方の貸したい債券銘柄と業者の借りたい債券銘柄のニーズがマッチしないこと。〈地銀〉
  - ・ 過去に取引実績のあった先にオファーを出してみたが、相手担当者がレポ取引を知らなかった。一般的な運用・調達手段としてのアナウンスおよび体制の整備が必要。〈地銀〉
  - ・ 現状当行では、レポ取引は突発的又はスポット的な資金不足を補う調達手段として見ており、積極的な利用促進は考えていない。〈地銀〉
  - ・ 数年、レポの取引がなく、ノウハウが不足しています。〈地銀〉
  - ・ 日々の値洗い事務をはじめ手間がかかり過ぎるため、低金利状況下ではコストが収益に見合わないこともあってレポ取引については見送ってきた。今後金利上昇に伴いコストに対して運用利回りが確保されれば取引を行うことを検討するが、他の商品に比べ運用金利面で明らかな妙味がなければ、レポ取引は敬遠することになるだろう。〈地銀〉
  - ・ 短期金利の絶対水準の上昇が、費用対効果を考えても、取引の厚みを増すために必要と思われる。〈外銀〉
  - ・ 一般論になるが、金利の絶対値が上昇するにつれて収益獲得を目的とした参加者が自然に参入してくるものと思われる。〈本邦証券〉
  - ・ 投資勘定としては、SCレポを債券の貸出ではなく、資金調達の一手段として利用している。このところGCレートの高止まりからSCレポの貸出は、高レートでの資金調達となり取引妙味は感じられない。〈短資・証券金融〉

- ・ 投信会社（短期公社債投信）から見た場合の問題点などを列挙いたします。ただし、弊社では現状レポ取引を利用していませんので、実務上の問題点に関しては誤解があるかも知れません。

1. 担保評価、受渡事務の問題

マージンコールを行うと運用額にぶれが生じるので資金繰りに影響を与える点（ただこの点に関しては運用側で保守的な運営をすれば良い話なので大きな問題ではない）、担保評価を委託会社（投信会社）、受託会社（信託銀行）で行わないといけないという点については事務負担が相当重いものと思料されます。概ね1銘柄50億円での取引と聞いておりますので、500億円の取引で10銘柄となりますので、このあたりまでは手作業でもフォロー可能なのですが、ご指摘のあった事務代行サービス業務の普及は一助になるかと存じます。

2. 規程上の問題点

投信協会の運用に関する業務部会の申し合わせ事項などを確認したところ、現先については対象となる有価証券等の残存期間が1年を超えないものとする事となっておりますが、債券貸借取引については対象有価証券の残存期間に関する定めはございません。この点では長期国債や超長期国債などを対象とするGCレポ取引での運用は可能という結論になります。しかしながら、レポの取引相手に債務不履行が発生した場合には、対象有価証券を信託財産として保有することが出来ない（残存期間が1年以内ならば保有可能）という問題点があります。信託財産での保有という点については、受託銀行サイドで（信託財産の簿外で）担保処分を行い、処分後の資金を信託財産に組入れることによって回避可能とは存じますが、次に述べる換価処分の問題が生じるかと存じます。

3. 換価処分時の問題点

有担保コール取引の場合は担保掛け目が低いことから運用側にとってみれば担保フルカバーという認識で担保が長期国債であっても問題ないという扱いになっているかと存じますが、レポ取引の場合、取引相手が債務不履行を起こした場合に対象有価証券が中長期国債等であった場合は、2. で述べた理由から即刻換価処分する必要が生じ、かかる際に、元本割れのリスクが生じやすい（追加型公社債投信は元本割れを起こすと追加設定の受付が出来なくなるので、事実上の機能停止に追い込まれる）と存じます。〈その他〉

レポの事務体制・システムの充実に向けた具体策  
(市場参加者サーベイから)

(レポ取引を「ほぼ毎営業日行っている」先への質問)

レポ取引や国債売買に伴う事務を市場全体として効率化したり、或いはシステムによる一貫処理 (STP 化) など自社の事務体制・システムの高度化を進めていくために、どのような対応が必要、ないし望ましいと考えられますか。やや中期的な観点でも結構ですので、具体的なお考えがあればお書き下さい。

- ・ 中長期的観点からは、レポ取引拡大の障害となる事務管理負荷及び事務コストを効率化する市場インフラの整備が必要だと考えます。具体的には、担保管理や決済のアウトソースを引受けるクリアリングバンクサービスの発達や、クリアリングサービスを土台としたトライパーティ方式のレポ導入も必要と考えます。<都銀・系統大手>
- ・ 事務面での効率性を向上させるには低費用でのトライパーティの実現が必要と思われる。そのための税務上の整備が必要。<外資系証券>
- ・ ①現物取引のT+3 決済/レポ取引のT+2 決済の実現 (ファンディング・ショートカバー取引の効率化)、②クリアリングバンク・トライパーティレポの早期導入 (現在海外でトライパーティに実績のあるカストディアンにとってはJGB特有の課税・非課税玉の取扱いが今後の本格検討にあたってネックになっているようである)。<外資系証券>
- ・ JGBCCへの参入コスト引下げ (各社のシステム開発費削減に資するようなソフトの開発や手数料等)。<都銀・系統大手>
- ・ レポ市場の拡大については決済インフラへの参加者拡大が必要であるが、JGBCCへの加入についてはシステム対応コストが課題である。T+0 レポの拡大には、市場ルール (カットオフタイム等) の整備と、それに対応した事務フローの作成が必要である。その他、同市場の拡大は必要であるが、現金担保付債券貸借取引・現先取引・新現先取引の並存状態の解消は当面難しく、インセンティブもないと思われる。<都銀・系統大手>
- ・ JGBCC利用の拡大は、約定後事務処理の簡略化に繋がり非常に望ましい。<本邦証券>
- ・ JGBCCにおいて資金の関係でモノ日等に決済が遅延する事があるのも課題と思われる。<本邦証券>
- ・ GC取引の銘柄選定の自動化・最適化、GC取引の決済インフラ・他社システムとのSTP化、JGBCCの利用拡大。<本邦証券>
- ・ JGBCC利用の拡大・推進。<外資系証券>
- ・ 電子取引が本格的に導入され、自社システムへ自動的に流れていくようにする状況になれば、1 件毎の約定に伴う手間が省かれ、取引量の拡大が期待される。<外資系証券>
- ・ JGBCCを利用できる参加者の拡大は最も簡便で効果が大きいと思われる。加えて、非居住者との取引での受渡事務/決済の効率化が重要な課題。<外資系証券>
- ・ 【国内】レポ約定確認の証券保管振替機構の決済照合システムへの参加者拡大。JGBCCへの参加者拡大 (直接、間接)。【オフショア】カストディアンバン

クの統合及び高度化。JGBCCの様な決済一元化の必要。最終的には国内、オフショアの垣根撤廃。〈外資系証券〉

- ・ JGBCC参加者の拡大がひとつの大きなファクターではないかと考えます。そこまで出来なくとも証券保管振替機構を利用した照合の自動化が多数の参加者に広がることが事務の効率化・迅速化に寄与すると考えます。〈短資・証券金融〉
- ・ 証券保管振替機構の決済照合システムの利用拡大（地銀、信金、信組など）。非居住者決済の改善（外為円決済など）。〈外資系証券〉
- ・ 具体的な事例をあげると、約定先から送付されてくる明細書を電子的データのやり取りとする必要があります。そのようなシステムを各社と接続するため業界共通のシステム開発・導入が必要となります。当社内では外部とシステム的にデータの授受を行うことも検討していく予定です。〈機関投資家等〉
- ・ 約定入力作業の煩雑さを解消（軽減）するため、約定データが電送できるよう、書式標準化等の手当てが望まれる。短期間の取引であるほど、値洗いの負担（煩雑さ）が重く感じる。並存状態の解消については、新現先取引が盛り上がらないのは魅力が乏しいからで、魅力を高めるよう検討するのが筋。〈機関投資家等〉
- ・ 受託銀行とのインターフェイスの問題。〈機関投資家等〉
- ・ 内部のシステムはある程度構築されていることから、費用対効果を勘案のうえ、外部の決済インフラとの関係を考える必要がある。〈都銀・系統大手〉
- ・ マージンコールの取引先とのやりとりを、電子化することで、効率化できればよいと思います。T+0の取引を行うにあたって、現在の日証協のルールでは対応できないので、検討することが必要だと思えます。〈信託〉
- ・ フェイル慣行の受入れ。〈短資・証券金融〉
- ・ 取引の標準化や慣行・ルールの整備については、いわゆる投資家が事実上フェイルを認めないスタンスにあることが市場の流動性低下要因のひとつに挙げられるのではないかと。取引方法等に関する市場参加者間の協力については、取引の標準化や慣行・ルールの整備とも関連するが、いわゆる業者以外の市場参加者のJGBCC利用が非常に限られている。〈外資系証券〉
- ・ DVP決済によるRTGS化はループやそれによるフェイルリスクを増大させている。例えば日銀の国債の補完供給を更に拡大化してループの解消サービスとして位置付けてもらう（ループ解消後は同日中に返却可能）などでより決済に関する懸念の解消につながれば更に取引に積極的に取組める。〈信託〉
- ・ 市場全体効率化を図るためには、国内決済相手先毎の受渡し上のルールを統一化すること、また、決済件数が多く、フェイルやループの原因となっている、非居住者取引の決済インフラを整える事が必要と考えます。DVP決済、RTGS化となった今も、マニュアルで対応せざるを得ないプロセスが多く、システム開発等も、市場ルールでないという理由で、標準設計がしにくくなっていると感じています。〈外資系証券〉
- ・ 選択肢で掲げられた事項（日銀ネット、国債振替決済制度、JGBCCなど決済インフラの機能の改善、自社システムと決済インフラ・他社システムとのインターフェイスの改善、取引の標準化や慣行・ルールの整備、見直し、取引方法等に関する市場参加者間の協力等）については、費用対効果の観点から対応できない可能性が高い。〈短資・証券金融〉
- ・ 無担オーバーナイト金利よりもある程度レートが高いこと。〈都銀・系統大手〉

(レポを「毎営業日は利用していない」先への質問)

レポや国債売買に関する事務の効率化やシステム対応を進め易くするために、どのようなサービス、或いはインフラの提供を期待しますか。やや中期的な観点でも結構ですので、具体的なお考えがあれば、お書き下さい。

- ・ 現状の当社の取引量を勘案すると、取引管理システムと決済インフラとのインターフェイスに関するシステム化は考えていない。〈信託〉
- ・ STP 化には日銀ネットとの CPU 接続が必要であるが、CPU 接続導入は、初期費用やランニングコスト面でのデメリットが解消されないと困難と考えます。〈地銀〉
- ・ 現先については、新規先にシステム対応済なので、現金担保付債券貸借より、現先の方が取組みやすい。〈地銀〉
- ・ 事務処理負担が大きく、取引コストに見合う効果が得られるかどうか認識できていないため、人員確保ができない状況にあります。従って、安価なコストで外部委託が可能であれば取引開始または拡大も可能になるのではないかと思います。〈地銀〉
- ・ 市場の活性化が必要。〈地銀〉
- ・ DVP で債券払い時に与信担保口から決済を行えるようにしていただきたい。〈外銀〉
- ・ 当然ながら、安価で質の良いシステムやサービスの提供が望ましい。〈外銀〉

国債決済の外部委託を検討する際のポイント  
(市場参加者サーベイから)

日本銀行は、取引先が国債の決済・受渡し事務を外部委託しやすくするための日銀ネットのメンテナンスに着手しています。仮に将来、貴社が、事務の外部委託を検討とした場合、どのようなことがポイントになると思いますか。

- ・ 災害等発生時のBCPスキーム、受渡情報に関する取引・顧客情報等管理体制、システムの汎用性。〈都銀・系統大手〉
- ・ フェイルが許容されること。〈本邦証券〉
- ・ 外部委託機関の信用力。〈本邦証券〉
- ・ 既存の決済システムとの接続・融合に関わる開発時間とコスト。〈外資系証券〉
- ・ 現時点で、外部委託についてはあまり視野には入れていませんが、やはり、コストに見合う事なのかどうか最重点であり、また、社内でも、どこから外部委託が可能なのか等、時間を掛けて議論を重ねる事が必要だと考えます。〈外資系証券〉
- ・ 国債の決済・受渡し事務については、既に外部委託を実施しております。〈信託〉
- ・ 国債の決済等の事務作業はすでに外部委託している。〈機関投資家等〉
- ・ すでに決済・受渡し事務は受託銀行が行っています。レポ取引（新現先を含め）においては、約定内容の入力を当社フロントで手作業で行っています。これからのポイントとしては当社と取引相手との間で約定内容を電子的データでやり取りし、自社システムに取込み、受託銀行に系統的にデータを送ることが必要となると思われます。〈機関投資家等〉

JGBCC を利用していない理由  
(市場参加者サーベイから)

JGBCC の利用に関し、「口座はあるが、あまり利用していない」、「口座を持っていない」とした先は、その理由は何ですか。

- ・ JGBCCは自己勘定の参加者には有益であっても、信託勘定には利用しにくいスキームになっている。個々の顧客毎の分別管理を前提に取引を行う必要がある当社の場合、例えば顧客毎に口座を設定するなどは現実的でなく、またその部分を銀行勘定で負担するのはビジネスとしても採算に乗らず難しい。〈信託〉
- ・ JGBCCについては利用料の問題がネックになっている。また、JGBCCでは決済は取引先単位であるが、信託銀行では信託財産の分別管理が必須とされているので、ファンド単位での決済が必要である。信託銀行サイドからはこの点からも積極的に参加できない。〈信託〉
- ・ 費用対効果等検証の上、引続き検討。〈都銀・系統大手〉
- ・ システム開発費や取扱手数料等費用対効果の観点から検討中。〈都銀・系統大手〉
- ・ 現状で特段不都合がないため。〈都銀・系統大手〉
- ・ 現状、取引量がさほど多くないため。〈都銀・系統大手〉
- ・ コストに見合ったメリットが得られない。〈都銀・系統大手〉
- ・ JGBCC を通しての約定となると 50 億円分割での取引となり、件数増加を懸念しています。〈都銀・系統大手〉
- ・ これまで JGBCC を利用しなくても取引が可能であったことや、フェイルを受入れることに対する懸念から JGBCC を活用してこなかった。〈都銀・系統大手〉
- ・ 現状の弊社の国債売買量とコスト負担等から参加を見送っている。〈都銀・系統大手〉
- ・ JGBCC 利用が現状の業務運営上、必須ではなかったため。〈都銀・系統大手〉
- ・ コストがかかるため、費用対効果の見積もりが必要。現状では必要を感じていない。〈都銀・系統大手〉
- ・ 必要性を感じないため。〈信託〉
- ・ SC 取引中心であり、現在まで JGBCC 活用に関して社内で未検討。〈信託〉
- ・ 弊社の国債取引の頻度等を勘案すると、現状 JGBCC に加入する大きなメリットが見られないため。〈信託〉
- ・ 制度・法令面で整理出来ていないところがあるため。〈信託〉
- ・ 債券取引量がわずかであるため。〈信託〉
- ・ 取引先が限られているため。〈信託〉
- ・ 業者を通してレポ取引等をしており、必要がないため。〈地銀〉
- ・ 日銀ネットを利用している。〈地銀〉
- ・ 現状の業務範囲では、日銀ネットにて事務処理が完結するため、JGBCC 等の口座の必要性を感じないため。〈地銀〉
- ・ 決済の頻度、金額ともに限定的であり、現状では日銀ネットで十分対応できるため。〈地銀〉
- ・ レポ取引未実施のため。〈地銀〉
- ・ 当社の取引規模、内容を考慮すると参加のメリットを感じていない。〈地銀〉
- ・ レポ取引を活発には行っておらず、現状、必要性を感じておりません。〈地銀〉

銀>

- ・ 当行の取引数からすると必要性がない。<地銀>
  - ・ 現状の利用頻度から必要性をあまり感じない。<地銀>
  - ・ 特に必要ないため。<地銀>
  - ・ 利用するメリットを感じていない。<地銀>
  - ・ 現状、取引の予定がないため。<地銀>
  - ・ 取引がないため。<地銀>
  - ・ コストに見合う取引（量）を行っていない。<地銀>
  - ・ 件数が少なく、JGBCC を利用するメリットが小さい。<地銀>
  - ・ レポ取引への潜在的なニーズが少ないから。<地銀>
  - ・ 1日の取引件数がそれほど多くないため。<地銀>
  - ・ 現在はグロス取引が中心であるが、今後取引量が増加しネット取引が必要になれば検討したい。<地銀>
  - ・ 決済量が少ないことから特に必要性を感じていない。<地銀>
  - ・ 取扱件数が少ないため。<地銀>
  - ・ 現状の取引に鑑み日銀ネットの利用で可能。<地銀>
  - ・ 現状大きな問題となっていない。<地銀>
  - ・ 特に必要性を感じない。<地銀>
  - ・ 取引件数が少なく、利用機会が殆どないと思われるため。<地銀>
  - ・ 現状の当行の取引量が清算機関を利用するほどの量でないため。<地銀>
  - ・ いままで利用する機会がなかった為。<地銀>
  - ・ 取引量が多くないため、清算機関の活用は行っておりません。<地銀>
  - ・ 当社の取引量では利用しなくても決済リスク管理上問題ないと思われるため。コスト面、事務効率面から決済方法を増やさずに対応したい。<地銀>
  - ・ 費用がかかるため。<地銀>
  - ・ レポ取引がないため。<地銀>
  - ・ 現状の取引頻度であれば、現行の事務体制で処理が可能であるため。<地銀>
- >
- ・ 現状の取引頻度を勘案すると、特に必要性は感じていない。<地銀>
  - ・ 現状の事務体制で対応可能なため。<地銀>
  - ・ 取引量等にみて、現状の取扱いで不自由がない。<地銀>
  - ・ 現状特に必要性が無い。<地銀>
  - ・ JGBCC を利用するほど取引がなく、利用するメリットが小さい。<地銀>
  - ・ 現状では必要性が感じられない。<地銀>
  - ・ 取引件数が少ないため、現時点では必要性を感じていません。<地銀>
  - ・ 当行にとって現状メリットなし。<地銀>
  - ・ レポ取引を行っていないこともあり、清算機関（JGBCC）の存在自体を知らなかった。<地銀>
  - ・ 今のところ、特に利用する必要性を感じていないため。<地銀>
  - ・ 特段必要性を感じておりません。<地銀>
  - ・ 取引量が少ないため、口座を開設していない。<地銀>
  - ・ JGBCC の活用方法がわからなかった。<地銀>
  - ・ 取引相手と直接、自行で決済を行っている。<地銀>
  - ・ 取引量が少なく必要がない。<地銀>
  - ・ 十分な事務能力がないため。<地銀>
  - ・ 現状、取引量も少なく特に必要とは思われないため。<地銀>
  - ・ レポ等の資金と債券の受渡し取引を現在行っていないため。<地銀>
  - ・ レポ取引数が少ないため必要性がない。<地銀>
  - ・ 受渡しの為の決済が少なく、JGBCC を活用するメリットがない。<地銀>

- ・ 取扱いが少ないため。〈地銀〉
- ・ 当面、使用する見込みがないため。〈地銀〉
- ・ 現状レポ取引を行っていないため。〈地銀〉
- ・ 現在は必要としていないので。〈地銀〉
- ・ 取引件数が少なく現在のところ必要性が少ないため。〈地銀〉
- ・ 現状、JGBCC を利用するほど頻繁にレポ取引を行っていない為。〈地銀〉
- ・ あまり利用しない。〈地銀〉
- ・ 取引量も多くないため、当面口座開設の必要性を感じていない。〈地銀〉
- ・ 利用頻度が少ないため。〈地銀〉
- ・ 件数からみてそれほど JGBCC の必要性を感じていません。〈外銀〉
- ・ 取引先数、件数が多くないため。〈外銀〉
- ・ 現在取引先数及び取引件数が非常に少ないため、必要ないと考えている。〈外銀〉
- ・ 新規に利用予定するほどメリットを感じない。〈外銀〉
- ・ 現状、当社の国債の取引量が少なく必要性に乏しい。〈外銀〉
- ・ メンバーになるための費用がかかるため。自社のレポ取引量が少ないため。〈外銀〉
- ・ そこまでの取引件数がないため。〈外銀〉
- ・ 取引頻度が極端に少ないため。〈外銀〉
- ・ 現状 JGBCC を利用しているのは証券会社と短資会社中心で、邦銀や外銀の参加者が少ないので今後の展開を見ている。市場でフェイルが少ないこと、また弊行では1日の決済量は多くない。〈外銀〉
- ・ 新たなコストがかかる。決済先が JGBCC になるのでカウンターパーティの決済用の与信枠が必要になる。〈外銀〉
- ・ これまで必要性を感じてこなかった。〈外銀〉
- ・ 日本においては、レポの対象になる債券がほぼ国債に限られている一方、当行は、国債保有残高が限られているため。〈外銀〉
- ・ 現在の当社の国内債券取扱高から考えると、その必要性がまだ感じられない為。〈本邦証券〉
- ・ 現金担保付債券貸借および現先取引を行っていないため。〈信金〉
- ・ 取引の予定がないため。〈信金〉
- ・ 資金、債券の受渡が、さほど頻繁ではないため。〈信金〉
- ・ レポ取引は信託形式で行っており、今後も直接的なレポ市場への参加は予定していません。〈信金〉
- ・ 当面特に必要なし。〈信金〉
- ・ 現在のところ、必要性を感じない。〈信金〉
- ・ 取引頻度から考えて現在のところ必要がない。〈信金〉
- ・ 費用対効果の観点から利用していない。〈短資・証券金融〉
- ・ フェイルを容認してしまうこととなる為。〈機関投資家等〉
- ・ 事務委託をしており、先方が JGBCC に参加していない為。〈機関投資家等〉
- ・ システム導入時に検証した結果、費用対効果の面でメリットが無かったという経緯。〈機関投資家等〉
- ・ 現在の取引状況においては特に必要性を感じていないが、市場での決済リスクの増大が顕在化するのであれば検討する必要がある。〈機関投資家等〉
- ・ 他の決済システムを活用しており、現状 JGBCC の必要性を感じるに至っていないため。〈機関投資家等〉
- ・ 参加する意義やコスト等を検討していない。〈機関投資家等〉
- ・ 現状、決済事務を委託しており、JGBCC に口座を持たないことによる不都合を感じないため。〈機関投資家等〉

- ・ これまであまりニーズを感じなかったため。〈機関投資家等〉

フェイル慣行が定着していないことによる市場への影響  
(市場参加者サーベイから)

現在、わが国におけるフェイルの発生率は0.08%程度(2007年2月時点)と諸外国に比べると低く、フェイルに対する一般的な受容度の低さが、レポ取引を利用しにくい一因との見方もあります。他方、フェイルにはなるべく歯止めをかけるべきとの見方もあります。フェイル慣行について、「さらなる定着が望ましい」と答えた先は、フェイルへの許容度が低いことによって、市場取引にどのような影響を及ぼしていると考えますか。

- ・ 経済合理的でない条件で債券の確保を行うなど、フェイル回避のためのコストが発生しており債券の銘柄個別の需給によるイールドカーブの歪みが解消され難くなっていると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 世界の資本市場ではフェイルは市場慣行。JGBについても、フェイルは避けられないことを理解し、証券会社だけでなく投資家の間でもフェイルの受容度が高まり、慣行として定着することが必要である。〈都銀・系統大手〉
- ・ 取引の頻度が低下する。〈都銀・系統大手〉
- ・ フェイルの許容度が低いため、レポ取引への参加が少ないのではないかと思います。〈地銀〉
- ・ 債券の流動性の低下。〈外銀〉
- ・ 現物取引の流動性低下、ショートカバーコストの上昇、フェイルされた場合の収益機会の減少。〈本邦証券〉
- ・ 流動性の低下。〈外資系証券〉
- ・ ショートポジションの維持コスト大。空売りをしづらい。特定銘柄へのスクイズ警戒。国債の金利が上昇しづらい。ボラティリティの低下。流動性の低下。収益性の低下。〈外資系証券〉
- ・ 無用な現物マーケットの歪。〈外資系証券〉
- ・ レポ市場の流動性の低下。〈外資系証券〉
- ・ 本来不要の取引をT+0で行わなければならない、資金や業務の不効率が発生する。マーケットへの影響としては、例えばフェイル回避目的のために必要以上に債券の調達を行うケースがあると聞いている。この結果、もともと需給がタイトな銘柄の需給がさらに引き締まるといった現象が生じている可能性がある。〈本邦証券〉
- ・ ①業者にフェイル回避の負担が生じ、ループ解消を目的にT+0で物を探さなければならない状況が出てくる。②本来必要ない玉を決済用に前日残として確保したり、業者間でなるべく貸し出ししないようにしたりするため、物の流動性が悪くなっている。③決済が途中の状態では、T+0のGC取引がしづらく、こちらの取引を活発化するための障害となっている。④T+2やT+3で資金調達する場合も、GCに出す銘柄がその日在庫確実なものかどうかを、前日誰に貸したのか、誰から買ったのかをトレースして確認した上で選ばなければならない、大きな事務負担となっている。〈本邦証券〉
- ・ フェイルを回避するために前残の用意或いは決済が確実な玉の確保が必要になる。〈本邦証券〉
- ・ T+2以降のレポマーケットの流動性に鑑みると、フェイルを許容していない渡し先がある場合に、デリバリーを気にする余り、T+3の段階から手元に余分な玉を抱える傾向にあり、マーケットにおける流動性が極端に低下する場面が多く

- 見られます。〈外資系証券〉
- ・ 前残を確保することによるレポ市場における当該銘柄の流動性の低下。〈外資系証券〉
  - ・ 現物売買が行われた際に決済を第一に考える為にトレーディングサイドとしてはカバーコストがかかる方法（コスト高のカバー、前日残での対応）になってしまっているのが現状です。また、実際の決済状況がT+0時点でないと把握できない為、ファンディングに影響が出る場合もあります。ゼロ金利解除後、非居住者とのレポ取引が拡大してきている状況を考えると、Good Failを認めるマーケットに移行した方が良いと思われます。その為にはフロントだけでなくバック（事務部門）との協調が必要であり特に決済のマニュアル作業をなくすことが必要であると考えています。〈外資系証券〉
  - ・ フェイルを認めていない先へ確実に債券を渡すために、前日から当該債券を確保する必要が生じる場合がある。当該債券は、そもそも出難い銘柄であるのに決済のためとはいえ無駄に在庫が増える（すなわち流通量が減る）のでさらに出難くなるという悪循環が生じかねない。〈外資系証券〉
  - ・ 無駄かつ無理な、市場実勢にそぐわない取引が発生しており、効率的な市場の発展を阻害している。また、決済を確実にするために、前日残高を確保したりする行動も発生している。〈外資系証券〉
  - ・ 決済の確実性を高めるために、必要以上の額、期間で借入れる行動が見られる。〈短資・証券金融〉
  - ・ フェイル防止のために証券会社などでは前残を作るなど、余計なコストと取引の負担が発生している。また前残を作るということは、市場の流動性低下にも繋がっている。〈外資系証券〉
  - ・ T+0で債券を調達する際のコストが大きい、というデメリットがある。〈外資系証券〉
  - ・ フェイルを事実上許容していないマーケット参加者は、JGBCCに参加していないことから、ループの発生につながり、決済のためのT+0のSC取引につながることからコスト増の要因となる。フェイルが一般化している海外参加者と国内投資家とのつながりが困難。ゼロ金利ではなくなった現在、フェイルによって生じた当日余剰資金を運用する場もあるのではないか？〈外資系証券〉
  - ・ 余分なコストが特定業種にかかりやすく、また、フェイルを回避するための借入れ時に同一銘柄でもレートの開きが出てしまうような市場ができやすい。〈本邦証券〉
  - ・ フェイルを認めていない先が多くあり、フェイルが起こると取引先を失うリスクがある。海外などからT+1やT+2の引合いがあるが、応じることができない。〈外資系証券〉
  - ・ フェイルを許容しない取引先と万が一フェイルが発生した場合、フェイル回避の為の手間（受渡当日の限られた時間内での対象銘柄調達）やコスト負担が大きい。フェイルの前段階とも云えるループの調査、分割決済、見合付け組替え等、極限られた時間内での事務負担が大きい。〈短資・証券金融〉
  - ・ 全体的に投資家のフェイル許容度は低く、フェイルを認めない先が多い。市場全体としてもこのことにより流動性が制限されていると考える。〈短資・証券金融〉
  - ・ 正常かつ厳格な市場の維持。〈機関投資家等〉
  - ・ 投資信託の委託者として、①エンド代金が所定の時間に着金しないと（ファンドに0/D枠がないため）、解約代金等の受払いに支障が発生すること、②スタート代金を所定の時間内に入金しないと、信託財産に現預金が残るが、信託

勘定に「現預金」勘定が存在しないことから、フェイルは認めることが難しい。

＜機関投資家等＞

- ・ 外債取引のようにフェイルが日常茶飯になると事務方の負担が増大し、取引先の選別につながるので、フェイルを許容しない慣行はよい影響を与えていると思われる。＜地銀＞

## T+0の資金市場に関して寄せられた意見

T+0（即日）の資金取引としては、無担保および有担保コール、T+0 レポ取引がある。無担保コールは市場参加者も多く、比較的流動性の高い市場であるが、有担保コールやレポは、必ずしも流動性が高いとは言えない状況にある。

- ・ 有担保コールは、T+0 レポに比べ利便性が高い半面、担保の掛け目が低く、担保効率がよくない点が指摘されている。
- ・ T+0 レポは、有担保コールより安全性がさらに高い半面、事務負担や体制整備コストが大きいことが参加者の少ない背景となっている。

有担保の T+0 取引は、資金の出し手・取り手双方にとって、クレジット・ラインの制約を受けずに資金尻を安全確実にやり取りできる有用な手段と考えられる。

また、この市場の流動性が高まれば、即日の無担保コール市場などとの裁定が働き、翌日物全般の金利形成も一層効率化していく可能性がある。

こうした点を踏まえ、有担保の T+0 資金市場に関して、市場参加者の広がりや取引の厚みを増すための方策、取引上のネックなどについての意見を募集した。

## (T+0レポ関係)

- ・ 現状、T+0 は無担保コール取引で行っておりますが、有担保の取引が主流になり得る観点から、有担保のT+0 のインフラを検討しなければならないと認識しております。＜地銀＞
- ・ 事務コストの軽減を図ればもう少し取引が増えるのではないのでしょうか。その点では、現状ではコールの方が有利です。＜外銀＞
- ・ 一般論として、①決済インフラ（特に担保に関して）の改善、②T+0 資金取引を行わせるためのインセンティブを与える（例えば当初は日銀がきめ細かくコントロールすることによりT+0 市場のレートの安定化、及び流動性を供給する）。＜外銀＞
- ・ ネック事項：①決済にかかる業務に関しシステム対応が進んでいないため、事務負担に対応しきれない、②今の無担保コール取引により資金をある程度効率よく調達できるため、あまりインセンティブを見出す事が出来ない。＜外銀＞
- ・ 自社の取引システムのSTP化。さらに言えば、参加者全員のSTPが標準となることが理想。＜本邦証券＞
- ・ 具体的に状況を把握しているわけではないが、事務的に対応できない先が多いと聞いている。これらの先をサポートする方策があれば市場拡大につながるのかもしれない。＜外資系証券＞
- ・ 当社としてはシステム化、マンパワーが不足していること。＜機関投資家等＞
- ・ 体制整備が必要であり、それに伴うコストとのバランスを考える必要がある。＜機関投資家等＞
- ・ 値洗いにかかる事務負担がないか、極めて限定的であること。＜機関投資家等＞
- ・ グローバルベースでより効率的な資金管理を実現することが、企業財務では喫緊の課題となりつつあります。海外でのペイメント情報送付はSWIFTを用いて

実現できますが、国内の資金管理で利用する全銀ネットワークシステムと互換機能を有しておりません。このため、リアルタイムでグローバルベースの資金残高を把握できない状況となっております。

全銀ネットワークシステムとSWIFTのメッセージ変換機能について、インフラ所有者を含めて主要関係者間にて前向きに検討を行えるような環境設定をお願いしたいと思います。〈その他〉

- ・ JGBCCのスタート日引き受け開始。〈本邦証券〉
- ・ 一般論として、事務の簡素化、資金決済、担保受渡の簡素化が重要だと思われる。同時にリスク管理を容易にする環境が確保されれば良い。具体的には、共同のJGBCCを利用した取引を活用する等が考えられる。当社としての問題はシステム開発の人的時間的コストが十分かけられない点が大きな問題である。〈外資系証券〉
- ・ レポおよび有担保コール取引に共通する問題は、翌日物取引への極端な偏重にある。その理由は担保掛け目ではなく担保差換えや時価評価にあるため、担保差換えの慣行整備と完全に独立した市場横断的な担保管理機関の整備を検討してはどうか。〈信金〉
- ・ 決済リスクが軽減された統一のルール、市場慣行が整備され、それに伴った社内の体制整備が必要である。〈機関投資家等〉
- ・ 有担保取引は、担保受渡事務、値洗い管理等の事務負担に比して、取引レート面でのメリットが小さいと思われる。〈地銀〉
- ・ コール以外のT+0の市場の拡大、またネットィング決済の導入の拡大が望ましい。〈地銀〉
- ・ 当行でT+0の取引を進めていく上では、実務経験者が少なく実務担当者の教育が課題である。〈地銀〉
- ・ 金利裁定取引など取引が活発化していくためには、やはり専門人員の確保など、人員体制の整備が必要不可欠であると考えられます。〈地銀〉
- ・ 信託勘定との取引における3者契約書の整備。〈本邦証券〉
- ・ 国債の現物売買取引が現状のT+3から米英並みのT+1に移行すれば、レポ取引はT+0と成らざるを得ない為、売買のT+1化が望まれる。〈短資・証券金融〉

#### (有担保コール関係)

- ・ DVP取引の拡大による決済リスクの軽減（有担保コールの場合）。〈地銀〉
- ・ 資金の取手として運用者に対するカウンターパーティリスクの管理が今後問題になってくると思われる。現在の短資ディーリングから短資ブローキングへの移行が望ましい。〈外銀〉
- ・ RTGSの資金決済のための共通担保に限りがある外銀にとっては、資金を受取る前に一時的に担保を引出すことが、かなりの負担になる。〈外銀〉
- ・ ブローキング勘定を利用したオファービッド取引を活用し、T+0での有担保コールを利用した資金疎通を活性化していきたいと考えています。〈短資・証券金融〉
- ・ 多様な証券での有担保コールやレポ取引の拡大。〈都銀・系統大手〉
- ・ 金融機関では社債投資を増やしており相応の残高を有しているものと思われ、今後、資金調達観点から社債の担保活用ニーズも高まっていくものと予想されます。そこで、社債担保活用に障害となっている事項について議論を進め、社債の担保利用の円滑化を図っていくべきと考えます。〈信託〉
- ・ 有担保コールの担保として物価連動国債を使えるようにしていただきたい。物価連動国債はファンディングの手段に乏しいため、在庫を抱えることが他の証券に比べて容易でない。〈外資系証券〉

(有担保コールと T+0 レポの使い分けに関するもの)

- ・ 有担保資金取引については、債券レポ取引と有担保コール取引が並存する状況を活用し、当面は有担保コール取引の利便性を高めつつ、債券レポ取引では市場参加者の広がりを図って行くことが重要と考えます。また、中長期的観点から、十分な市場インフラを備えた本邦債券レポ市場の育成を図ってゆくべきと考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 有担保コール市場については、バーゼルⅡ導入により、担保管理が複雑になったことに加えて、資金調達側にもリスクアセット計上が必要となり、取引実施に伴う事務負担が増えた。従って、利便性を求めての新たな参加者の増加は想定しにくい。但し、コール市場として旧来より T+0 の取扱い体制は整っており、定期的な担保掛け目の見直しにより、一定の市場規模は維持されると考える。

レポ市場については、国内債券市場において T+3 の短期化が現実的に進み、事務代行機関等を含めたインフラが整備されることが、T+0 のレポ市場参加者拡大の条件。〈都銀・系統大手〉
- ・ T+0 レポの議論については、当然、整備されるべきものであると考えるが、有担保コール市場がどのような影響を受けるのか、最大の出し手である信託勘定での工夫が可能かという個別の議論が必要になる。〈都銀・系統大手〉
- ・ 有担保コール市場は、100 万円単位の取引が可能であり、その日の準備預金の積数を決める上でも有用である。カウンターパーティとなる短資会社の市場での役割も重要であると考え。〈信託〉
- ・ 今後クレジット状況が変化する中で、有担保取引ではレポがリスク管理上優位となるが、有担保コールの事務の簡便さは捨てがたい。また、有担保コール取引は担保の差入事務に時間を要するため、機動的に資金の調達を行うことは難しく、実質的には T+0 で取引可能ではないため、T+0 のレポ市場との使い方は異なっていくと想定される。レポと有担保コールでは各々参加者が特定されているために、当面、並存すると考えられる。広い業態でレポの参入が開始されるなど、有担保取引において選択が可能な状況とならないと、市場間の垣根は残るとみられる。T+0 により証券会社の資金調達が円滑化する一方で銀行がコール市場で調達をおこなっていくのであれば、現存するレポと無担保コールのスプレッドは縮小しないと考える。〈都銀・系統大手〉
- ・ T+0 レポ取引は、これまでも指摘されてきたように、取引負担や体制整備コストの大きさが取引拡大のネックとなっている。T+0 取引については、何より機動性・利便性が第一に求められることから、有担保コール取引に重点を置いて市場拡大を図るのが効果的と考える。〈短資・証券金融〉

(その他)

- ・ 無担保コール市場に対する資金調達レートの優位性確立。〈都銀・系統大手〉
- ・ 有担保コール市場は、取引単位が 100 万円単位ということもあり、最終資金尻の調整には必要性を感じる。しかし大局からみると、無担保コール市場よりも流動性が低いうえ、取引レートが低いため運用妙味も少ない。信託銀行の信託勘定の委託者に対する説明活動により無担保コール市場などの他市場へ資金運用を促していくことによって、より効率的な短期金融市場が形成されると思う。〈信託〉
- ・ レートを含めた諸データの整備・透明性向上。〈地銀〉
- ・ 現状では参加者が薄く、マーケットで呈示されているレートや気配値などから容易に相場観が掴めず、コールなど他のレートとの比較も出来ないため、こ

- の点が大きなネックとなっていると思われます。この点が改善すれば取引拡大につながると考えます。〈地銀〉
- ・ 投資信託の短資運用としては、T+0の現先取引において市場が効率化され無担保コール取引よりレートが低くなれば、通常T+0の現先取引は減少することになると考えられます。〈機関投資家等〉
  - ・ 現状当行において有担保のT+0の運用取引の比率が少ないのは、担保効率や事務体制といった理由からではなく、レート面で無担保より劣るケースが多いため。〈地銀〉
  - ・ 事務面に比べレートが低い。〈地銀〉
  - ・ 他の取引より有利であること（リスクが小さいか、リターンが大きい、その両方であること）。〈機関投資家等〉
  - ・ カウンターパーティを限定した継続的取引も多く、取引規模が拡大しない。〈外銀〉
  - ・ T+0のレポは実現しても市場の一部であろうが、仮に広がりを見せると、証券会社の当日の資金繰りまでを勘案した日銀の資金調節が必要となり、即日買現先オペの導入を含め調節方法にも工夫が必要となると考える。〈都銀・系統大手〉
  - ・ T+0市場の育成のためにも日本銀行によるT+0の現先オペの導入を検討すべきと考える。〈外資系証券〉
  - ・ T+0レポの取引が活性化しないのは、資金調達サイドにもその要因があると思料する。補完貸付が大量に実行された局面でも、T+0のレポ市場で補完貸付金利以下の資金出し残りという状況が見られた。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 通常は無担保での資金取引で十分。期末等の要因が無い限りさして必要性を感じない。〈信託〉
  - ・ バーゼルⅡに対応したリスク管理手法の確立。〈信金〉
  - ・ 市場の流動性向上。〈地銀〉
  - ・ 取引市場の厚み。〈地銀〉
  - ・ 市場参加者の増加（信金等）。〈地銀〉
  - ・ 現状当行は有担保のT+0は調達面において使用中で、調達の必要が無い資金繰りを心掛けており取引拡大については考えていない。〈地銀〉
  - ・ 運用漏れを回避するために、調達希望がコンスタントに提示されることが望ましい。〈機関投資家等〉
  - ・ 御行のペーパーにありました「有担保コール取引よりレポ取引の方がより安全」、「レポ取引はクレジットラインの制約を受けずに取引できる」という点について。

T+0の有担保資金市場でGCレポ取引を活用する件ですが、レポ取引の場合は、取引相手が破綻した場合の換価処分問題がございますので、運用側から見ると掛け目の低い有担保コール取引の方が安全という認識になるかと存じます。

また、有担保取引であっても、レポ取引のように担保掛け目が100%となっている場合は、担保の換価処分における元本割れのリスク（換価処分を強いられる場合は、マーケットは元本割れのリスクが高い状況である蓋然性が高いと思料されます）がありますので、クレジットラインの設定も必要になるとは存じます。

T+0の有担保取引に関しましては、クレジットリスクの管理よりもオペレーショナルリスクの管理の方が気になるところです。翌日物取引に関して申し上げます。放出先の選定を保守的に行いクレジットリスクの管理をする方が、事務リスクの具現化によって運用資金の返金時に遅延が生じるといったリスクを抱えるよりは管理がしやすいという事になるかと思えます。

また、MMF、MRF等に関しましては、当日の最終的な余裕資金が確定する時間

が遅く（特に MRF の場合は、15 時近くにならないと販売会社からの当日設定額が確定しない）、市場全体として短期部門への人員配置が不足する中では、照合等の手間が煩雑なレポ取引よりは有担保コール取引の方が選好されやすいかと存じます（従って、事務代行機関の存在や、収益性の向上により人員確保の余裕ができれば話はまた変わると存じます）。<その他>

有担保コール市場の課題  
(市場参加者サーベイから)

有担保コール取引については、3月に国債担保の掛け目が見直され、担保効率の向上が図られましたが、今後、貴社にとってさらに利用しやすくしていくために、課題となる点はありますか。また、今後の有担保コール市場について期待することはありますか。

- ・ リスク管理の観点から、「国債担保の時価での差入」、「DVP決済の推進」が望まれるが、当行のシステムは、いずれにも対応していない。また、利便性の観点では、国債決済RTGSの稼働時間が16:30までとなっていることから、全銀為替確定後の資金取引に利用することができない。〈都銀・系統大手〉
- ・ 担保の取扱いはFOP方式となるため、資金決済と担保受渡しタイミングの関係をどのようなものとするか、市場慣行として改めて整理してゆく必要があると考えます。また、無担保取引と比較して担保管理の事務負荷が過大なため、ターム物での取引を検討する余地も有るのではないかと考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 担保掛け目の見直しなど、長年にわたる市場慣行が再点検されており、有担保コールの利便性が十分に向上していると思います。〈都銀・系統大手〉
- ・ 有担保コールについては完全な時価の管理は困難。既に関係者で合意となっているが、金利の居所によって、随時、担保掛け目は見直すことが必要。特に、長期・超長期国債を中心に、担保掛け目の一層の低減が望まれる。〈都銀・系統大手〉
- ・ 担保効率向上後も、取引量は限定されているため、取り手の積極的な参加を期待いたします。〈信託〉
- ・ 有担保コール市場は資金調整の最後でしか利用しておらず、現状の利便性以上の期待は持っていない。担保効率が図られれば図られるほど、出し手にとっては取得担保時価が放出金額を割込むリスクが大きくなるので、管理面の強化が必要になる。〈信託〉
- ・ 掛け目の見直しは行われたものの、バーゼルⅡにおける取扱いを踏まえると運用も慎重となる。〈地銀〉
- ・ 掛け目のある有担コール取引では、資金調達でも短資会社に対する与信が発生するため利用できません。できればT+0のレポが望ましいと考えます。〈外銀〉
- ・ 更なる担保効率の向上(担保掛け目及び担保債券時価の導入)やターム物取引に対する担保債券への値洗い・マージンコールといったリスク管理におけるマーケット慣習の定着化が必要。〈本邦証券〉
- ・ 見直しがなされたとは言え、まだ掛け目が厚く、利用しにくい面がある。〈外資系証券〉
- ・ 改善されたとはいえ掛け目がある以上、レポに比べて信用リスクが残ると考えられる。またT+0の資金繰りはレポのみで事足りているのでこの問題が解決されない限り有担保コールへの対応の必要性を感じない。〈外資系証券〉
- ・ 担保効率の向上が図られたことで、課題は解消されたと考える。〈短資・証券金融〉
- ・ DVP決済、有担保コール市場の流動性。〈信託〉
- ・ 決済リスク軽減のためのDVP決済による取引の拡大。〈地銀〉

- ・ 現状のT+0 有担保コール取引は、短資会社のディーリング方式による取引が中心で、FOP（担保を確認の上、資金を決済）取引が主流となっているが、DVP取引が中心になれば、決済リスクが軽減され、市場も拡大するものと思われる。＜地銀＞
- ・ 有担保コールを取り手として利用しているが、担保と資金の受渡しの同時性（DVP）がないために、使い勝手がよくない。＜外銀＞
- ・ 決済がDVPになること。＜外銀＞
- ・ DVP決済の活性化。＜外銀＞
- ・ 有担保コール取引のDVP決済について市場慣行を確立すべきと考える。現状では約定の都度、限られた時間のなか相対で決済の取決めを行う必要がありT+0の取引の制約となっている。＜本邦証券＞
- ・ 決済がFOPとなるのがネックです。＜本邦証券＞
- ・ 資金と担保のDVP決済、担保の時価評価。＜本邦証券＞
- ・ リスク管理の点から、DVPで決済できる先が増えることが望ましいと考えます。＜外資系証券＞
- ・ 現状実務的に日本国債しか担保として使用できませんが、日本国債以外の債券が担保として使用できると使い勝手が良いです。＜地銀＞
- ・ 有担保コール「ブローキング方式」の取引量が小さいので、今後市場に厚みが増すことを期待したい。＜地銀＞
- ・ 短資の担保センターのような公的寄託機関があれば、担保受渡しの利便性が向上し活発化すると考えます。＜地銀＞
- ・ 国債以外の債券も取引要綱上は担保として使用可能となっているが、現実にはそれらの担保は受け先がなく、使用できない状況にあります。非国債担保の振替のインフラ整備を含め、マーケットの厚みの向上が期待されます。＜外銀＞
- ・ 担保証券については、額面ベースではなく時価ベースで取引するほうが使いやすい。＜本邦証券＞
- ・ 担保受渡事務の簡素化。加えて、日中流動性資金確保のため、より柔軟、互換性のある担保の利用が望ましい。＜外資系証券＞
- ・ 担保管理やリスク管理面での体制整備が必要である。＜機関投資家等＞
- ・ 現状の有担保コール取引はすべて担保管理がマニュアル対応であり、今後利用を促進するとすれば、担保管理のシステム対応等が必要と思われます。ただし当社としては無担保コール取引を中心に考えており、有担保コール取引は無担保コール取引の補完として捉えています。＜機関投資家等＞
- ・ 信託財産の安全性や決められた日にち（時刻）に資金が全額戻ってくるのが重要である。決済リスクなどを勘案すると、取引先はある程度限定せざるを得ない。このため現状では、短資会社を相手方とするディーリング方式に限っている。もちろん信用力が高く、利回りの高い取引先が安定的に確保されれば、取引拡大も考えられる。＜機関投資家等＞
- ・ 投資信託の信託財産が、コール市場から有担保で資金調達できることが望ましい。＜機関投資家等＞
- ・ 利便性の維持。＜機関投資家等＞
- ・ 担保管理についての社内事務体制の整備。現状、レポと有担保コールについて各々別部署で行っている。今後、時価が本格適用されることになれば、社内管理体制の整備が必要。＜信託＞
- ・ 事務手続きは、レポと共通しますので、同様に人員・事務量・システム面の事務負担が大きいこと。取引量が拡大することを期待致します。＜地銀＞
- ・ 取引量の拡大。＜都銀・系統大手＞
- ・ 市場が拡大することで、適正なレート形成が成されること。＜都銀・系統大

- 手>
- ・ 現状経常的な利用はないものの、調達手段の一つとして実施体制の整備はなされており、現状において課題となる点はないと考えている。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 制度的な不便さは感じていない。取引活性化の課題には、個別金融機関の事情も大きいものと思われ、一朝一夕には事は進みにくいと認識している。〈都銀・系統大手〉
  - ・ T+0 レポが活性化した場合においても、有担保コール市場が存続することが望ましい。〈信託〉
  - ・ 有担のメリットが浸透しておらず、取り手が限定的となっている。〈信託〉
  - ・ 今後の有担保コール市場については、市場取引参加者の拡大を期待したい。〈地銀〉
  - ・ 参加者、ボリュームの増加。〈地銀〉
  - ・ 銀行内のリスク管理が厳格になっている状況で、リスクを低減させる効果がある有担保取引が活発に行なわれることが望ましいと考えています。〈地銀〉
  - ・ 現状参加者が限定的であり、今後、幅広い業態の参加を望む。〈地銀〉
  - ・ 市場参加者の厚み。〈地銀〉
  - ・ 市場参加者の拡大、流動性の拡大。〈地銀〉
  - ・ 無担保コールと比べて、取引レート面でのメリットが出てくれば利用が高まると考えられる。〈地銀〉
  - ・ 有担保コール取引については、新 BIS 基準により利用しづらくなった。エクスポージャーへの対策をどうしていくかが課題である。〈地銀〉
  - ・ 市場参加者の増加。〈地銀〉
  - ・ 資金の出し手・取り手の拡充、有担保市場の活性化。〈地銀〉
  - ・ 市場の厚みがないがゆえに、レートの適正さが読み取りづらい。〈外銀〉
  - ・ 有担保コール市場に参入予定はございません。〈外資系証券〉
  - ・ 市場の流動性の高まり。〈信金〉
  - ・ 無担保市場との信用リスクを勘案した正常な金利設定。〈機関投資家等〉
  - ・ 有担保コールと現金担保付債券貸借の住み分けを明確にすることに加え、市場規模が大きくなること。〈機関投資家等〉
  - ・ 現状では、有担保コール市場を活用する必要性は感じておりません。〈機関投資家等〉
  - ・ 有担保コールの市場の薄さや担保にかかる事務負担を考慮すると、現状の弊行の資金規模であれば、運用・調達に際して無担保コールを利用した方が効率的である。今後、金利上昇により、無担保物と有担保物の金利差が現状以上に拡大してくれば、事務負担等考慮しても調達サイドとして利用する意義は生じてくると考えられる。〈地銀〉
  - ・ 現状、無担保コール取引で対応しております。今後、無担保コール取引とのレート乖離が大きくなれば、金利面から魅力が出ると考えます。〈地銀〉
  - ・ 取引時間の拡大。〈地銀〉
  - ・ 無担保コールの方が勝手が良いが、期末には有担保コールの利用をしたい。〈地銀〉
  - ・ 期末（3月、9月末）に、資金の出し手がリスクウエイトゼロになるような有担保コールローンの取引慣行が出来ることを期待する。〈地銀〉
  - ・ 1か月以上の資金が調達しづらいため、長めの資金が調達し易くなることを期待しております。〈地銀〉
  - ・ バーゼルⅡにおける資金の出し手として担保の所要額とリスクアセットの考え方を統一して欲しい。〈地銀〉
  - ・ 無担保コールに比べリスクは小さいが担保品の移動など事務負担が大きい。

<地銀>

- ・ 現状当行は、放出は無担コールローン主体。運用、調達面において有担コールの調達枠を設定しているが、突発的な不足の対応する為で常時使用する予定は無く、具体的な有担保コール市場への期待は無い。<地銀>
- ・ コールをロールオーバーする場合、担保の受払いを省略させてほしい（ロールする場合）。<外銀>
- ・ 弊行としては、有担保コールよりもT+0のレポ取引の方が事務負担が少なく利用しやすい。有担保コール市場の資金の出し手がT+0のレポ市場で資金を放出することを期待。<外銀>
- ・ 完全手形レス化。<地銀>
- ・ 現状、コール取引に伴う約束手形については当該取引当事者双方の合意により発行、不発行を選択しているが、一律不発行とし、短資取引担保センター宛への担保差入が完了した時点で、短資取引約定確認システム上で資金決済が完了するスキーム等を構築すれば有担保コール取引の利用稼働率は向上するのではないかと考える。<本邦証券>

T+0 レポ市場の課題  
(市場参加者サーベイから)

T+0 レポを、今後、貴社にとって利用しやすくしていくために、(先にお伺いしたシステム対応など体制面の整備以外の点で) 課題となる点がありますか。

- ・ 債券の銘柄選定および取引相手への連絡を約定後 1 時間以内とする等の慣行作りが課題だと考えます。<都銀・系統大手>
- ・ 市場慣行の整備を期待します。<都銀・系統大手>
- ・ 市場ルール(カットオフタイム等)の整備が必要であるが、現在の事務フローはT+0を想定したものとなっていないため、システム対応に加え、それに対応した事務フローの作成が必要である。<都銀・系統大手>
- ・ レポの場合現在のネットィングルールはS-1での照合となっている。現状T+0ではネットィングが出来ず、フェイルリスクが今以上に高まる懸念がある。資金の出し残りは、委託者から求められる基準を充たさなくなる懸念がある。有担保コールについてはフェイルリスクはないため、このような懸念が生じない。<信託>
- ・ 合同運用の資金について、フェイルが発生した場合の資金の紐付けができない。また、現行の制度運営上、当日に未運用資金が発生することは想定しておらず、この点も課題。<信託>
- ・ 金融機関のJGBCCへの参加の更なる拡大が必要と考えます。<本邦証券>
- ・ 約定から決済までの時間短縮(STP化)・トライパーティーレポのインフラの整備。<本邦証券>
- ・ 参加者増加(特に資金の出し手の増加)による流動性の向上、トライパーティーサービス等によるコラテラル・マネジメント・サービスの充実。<本邦証券>
- ・ T+0レポ取引をペアオフの対象から外すことを市場慣行化できれば、事務負担が軽減されると考える。<短資・証券金融>
- ・ T+0でのJGBCCの債務引受(現行では引受不可)が課題であるとする。<短資・証券金融>
- ・ 決済ルール、市場慣行の整備。<地銀>
- ・ 50億円単位とする決済慣行の緩和が必要と考えます。<地銀>
- ・ 債券の受渡し慣行に、T+0がない点。<地銀>
- ・ システム・人員面を除くと、現状において課題はないと考えている。<都銀・系統大手>
- ・ T+0レポの取引は可能であるが、一定の事務負担が発生することから、後場の遅い時間の約定は、銘柄数を制限しなければならない可能性がある。<都銀・系統大手>
- ・ レポ経験者の育成。<信託>
- ・ システム、人員面に加え、レポ市場の流動性の高まりがなければ利用するまでには至らない状況です。<地銀>
- ・ 現状の弊行の資金規模であれば、敢えて事務負荷の高いレポを利用する必要はなく、無担保コールを利用した方が効率的である。有担保コールと共通する部分であるが、無担保物との金利差が明確になってくれれば調達サイドとして利用する価値は広がってくると考えられる。<地銀>
- ・ システム及びバック事務がネックになります。<地銀>
- ・ 専門的な人員の確保が必要である。<地銀>

- ・ 組織対応の整備。〈地銀〉
- ・ 事務のノウハウ、取引可能先の把握、市場慣行の熟知が必要と考えます。〈地銀〉
- ・ 金利水準を確認する指標等があれば利用しやすくなると思われます。〈地銀〉
- ・ 事務体制の整備。〈外銀〉
- ・ 決済件数が増加することが予想されるため、事務負担の軽減が必要。〈外銀〉
- ・ 問題点としては、時間的な余裕のなさ、事務負担の大きさ、の2点が挙げられると思います。〈外資系証券〉
- ・ 担保債券受渡事務の簡素化。〈外資系証券〉
- ・ T+0 レポに関しては、現先は対応していますが、貸借取引については受託銀行の事務負担が大きい点が課題です。また、ややテクニカルなことではありますが、取引する際に正確な取引金額が分かる必要があります（額面ベースの場合取引金額が正確に分からないケースがあり、T+0 の場合厳密な資金管理が必要とされる為です）。〈機関投資家等〉
- ・ ①値洗いにかかる事務負担がないか、極めて限定的であること、②他の取引より有利であること（リスクが小さいか、リターンが大きい、その両方であること）、③運用漏れを回避するために、調達希望がコンスタントに提示されることが望ましい。〈機関投資家等〉
- ・ 約定後、担保銘柄（担保金）が速やかに確定すること。〈機関投資家等〉
- ・ 取引量の拡大。〈都銀・系統大手〉
- ・ 当面は通常のレポ取引の実施が検討課題。〈地銀〉
- ・ 取り手の立場からすると有担コールの調達で十分である。〈地銀〉
- ・ 市場取引の厚みが増すこと。〈地銀〉
- ・ 市場参加者の厚み。〈地銀〉
- ・ ダイレクトでレートの呈示および取引を行うことが出来る先を複数確保すること。〈地銀〉
- ・ レート面及び約定時・決済時の機動性。コールのキャッシュレートと比較したとき有利になるならば、検討の余地あり。〈地銀〉
- ・ 出し手、取り手ともに参加者が増加し、取引に厚みが増すことが望めます。〈地銀〉
- ・ レポを執行する担当者と国債を管理、運用する担当者が異なるため、T+0 レポを行うのは、現状難しい。〈地銀〉
- ・ 担保となる債券の運用セクションと資金繰りを行うセクションが別々であり、T+0 の場合、利用可能債券の選定を機動的かつ間違いなくおこなうための確認作業のプロセスが重要と認識。〈地銀〉
- ・ 無担・有担コール所轄部署との資金面での連携。〈本邦証券〉
- ・ 現状無担保コール市場も午前 8 時過ぎには取引がスタートしているが、T+0 レポ取引にはやはり一定の事務負担が生じることから、取引時間そのものがどうしても早くならざるを得ない。午前 7 時からの市場取引開始となれば、残業時間等労務管理上の課題をクリアしなければならない。〈地銀〉
- ・ ターム物の取引量が増加すること。〈地銀〉
- ・ レポ取引金利の上昇。〈地銀〉
- ・ 流動性が増すこと、無担コールとのレートの差が縮小すること。〈外銀〉
- ・ 弊行はすでに対応可です。〈外銀〉
- ・ 無担保コールと比べて、レートの利点がありません。〈外銀〉
- ・ 取引単位の小口化が広がること。〈外銀〉
- ・ とにかく、資金の取り手、出し手双方の参加者がもっと増加することが望ましい。〈本邦証券〉

- ・ 流動性リスク管理の強化。〈本邦証券〉
- ・ 弊社は T+0 での資金調達を積極的に行える体制にありますが、T+0 でのレポ市場での資金供給が乏しいことが課題であると考えます。〈外資系証券〉
- ・ 参加者の増加による流動性の向上。〈外資系証券〉
- ・ 現在は最終的な調整の場として利用しているが、流動性が向上しないと大きな金額の過不足を T+0 に持ち越すのは不安がある。そう思う先が多いので流動性が向上しないという面もあるのでこれは鶏と卵ということになる。ブローカー等が積極的に注文を集めれば改善していくと思われる。〈外資系証券〉
- ・ 資金の出し手が極めて限定的であること。〈外資系証券〉
- ・ 投資家の積極的な参加。〈外資系証券〉
- ・ 現状はレポ取引開始に向けた検討段階にあり、T+0 レポについてはその後のステップとして必要性に応じて検討する予定です。〈機関投資家等〉

## ターム物市場に関して寄せられた意見

現状（本年4月時点）、ターム物取引（無担保コール・ユーロ円など）は、翌日物に比べて出合いが少なく、期間も1週間物などごく短い取引が中心であることから、流動性の向上に期待する意見もみられる。

他方、ターム物の少なさは、現在の金利水準の下で、出し手と取り手の金利観が合わないことによるところが大きいとの見方もある。

因みに、本年2月末の無担保コールのターム物残高は8兆円程度と、2000年のゼロ金利解除後の同年12月末（12兆円程度）や、無担保コールレートの誘導水準が0.5%であった1997年2月末（14兆円程度）と比べても低めの水準にある。

但し、以前に比べると、出し手・取り手の構造が変っている、リスク管理・信用コストの考え方が厳しくなっている、短期国債の市中発行額が増えている、といった環境変化の影響も考慮する必要がある。

こうした点を踏まえ、ターム物市場に関して、市場参加者の広がりや取引の厚みを増すための方策、取引上のネックなどについての意見を募集した。

## （レート水準やボラティリティ次第ではないかとの見方）

- ・ イールドカーブがスティープ化し、ボラティリティが上昇するなどして、流動性リスクにみあうリターンが期待できるようになれば、今以上に前向きにターム物運用を行う方針。〈都銀・系統大手〉
- ・ ターム物取引活性化については、先行きの金利上昇に対する警戒感が高まれば徐々に取引が活性化すると考えます。また、翌日物金利が季節要因や資金需給要因に応じて一定の振れ幅で変動するようになれば、流動性リスク面でのプレミアム上乘せが一般化し、ターム物取引活性化に繋がると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 市場金利がもう一段高くなり絶対金利レベルでの運用妙味が出てくれば、自ずと市場参加者は増大してくると思われる。〈都銀・系統大手〉
- ・ 足元金利が、月間でみるとある程度変動するようなマーケットであれば、ターム物調達がより活発になると思われる。〈信託〉
- ・ ゼロ金利解除で第一歩は踏み出したが、今後は、イールドカーブがスティーピング化するなどの環境が整えば、取引の厚みが徐々に増すと思う。〈信託〉
- ・ 取引レートの魅力拡大。〈地銀〉
- ・ 現在の金利水準や長短のスプレッドではターム物への運用よりは短かめの運用を継続しているのが現状です。〈地銀〉
- ・ ターム物が少ない理由として考えていることとして、①翌日物金利と比較してレートが魅力的ではない、②資金の取り手をみつけにくい、ことが挙げられます。〈地銀〉
- ・ 0/N金利がターム物に勝っていれば0/Nで出した方が良い。〈地銀〉
- ・ ゼロ金利解除後も、低金利水準が続いており、今後、ターム物取引が厚みを増していくためには、各期間の金利差拡大が必要であると考えられます。〈地銀〉
- ・ 基本的に当行はローンポジションであり、コール中心の出し手の立場になるわけですが、金利条件のよい1Wものがあれば運用しております。現状では、1Wより長期のものが魅力的ではないと考えております。〈地銀〉

- ・ レート水準が低いので、他のマーケットとの裁定が働いていない。〈地銀〉
- ・ 金利上昇してくれば、取引の厚みが増してくると思います。〈地銀〉
- ・ 資金の取り手としては、出し手との金利水準が合わないところが大きい。〈外銀〉
- ・ 資金繰り状況や金利の絶対水準次第で、参加者は自然に増減するのではないかと考える。但し有担保コールやレポ市場における金利の歪みが、無担保コール取引等にも影響を与えている面があると思うので、そちらの課題の解消が重要だと思う。〈本邦証券〉
- ・ 主にGCのターム物による資金調達をしています。ターム物市場が薄いとは言っても、足元よりもレートが乗れば大きなロットでの取引も可能です。ただし、足元GCですら0/Nコールと比較して5~10bps（3月後半の0/NのGCは0.70近辺だったので+20bps）高いのに更にプレミアムを払わなければならないので、「期末」などレートが上がると想定される時期でないとしりにくいでしょう。取引活発化は金利観次第だと思います。〈本邦証券〉
- ・ 現状の金利水準の構造的な要因（フラット化した状態）が解消され、金利裁定の働く状況になってくればある程度は市場に厚みが出てくるのではないかと考えられます。但し、個々の信用コストが金利水準に適切に反映されていないければ、リスク管理上の観点から出合いの状況はあまり改善されないのではないかと思います。従って、現状と比べよりリスクに見合ったリターンが確保されるような市場金利状態になっていくよう、各市場参加者（出し手および取り手）がさらに努力をしていくことが肝要ではないかと考えます。〈外資系証券〉

#### （クレジットライン、リスク許容度に関するもの）

- ・ 証券会社、外銀等に対して足元のライン整備はかなり改善したと思われるが、タームに対するラインについては、まだまだ拡充、改善の余地があると思われる。〈地銀〉
- ・ インターバンク市場参加者のクレジットラインの見直し。〈地銀〉
- ・ クレジットライン設定先の拡大。〈地銀〉
- ・ 出し手はクレジットラインの制限等もあり放出できない方が多いのではないのでしょうか。〈外銀〉
- ・ クレジットライン構築を推進する。〈外銀〉
- ・ 資金出し手における信用リスク許容度及び金利感応度の拡大。〈本邦証券〉
- ・ ライン設定にあたり、業態によって差をつけるケースも少なくないのではないか（例：外資は除く、証券は除くなど）。〈本邦証券〉
- ・ 取引額の大きさ、クレジットリミット。〈外資系証券〉
- ・ 信用リスクの管理など従前と比較してリスク管理の考え方が厳しくなっており、この辺りが変更されない限りはマーケットの規模が広がらないのではないかと。その為、資金的に裏づけのある短国へ資金シフトしていると思われる。〈本邦証券〉
- ・ 出し手の数の少なさ、出し手のリスク許容度が一番大きな問題だと認識しています。ある程度の流動性プレミアム（高い金利）を受取れば、資金運用をする（リスクを取る）という行動が、ターム物市場の流動性を供給するのであり、リアルマネーを持った投資家が、対価に応じたリスクを許容することが期待されます。カウンターパーティリスクについても、同様です。〈外資系証券〉
- ・ 実務的にはラインの整備やイールドカーブが後押しすると考えています。〈短資・証券金融〉
- ・ 出し手サイドとしては、リスク管理の観点から、無担保でのターム物取引については、オーバーナイト取引に比べ取引先、金額等の条件を厳しく設定せざるを得ない。このため、ターム物取引については、有担保取引に重点をおいて

市場拡大を図るのが効果的と考える。〈短資・証券金融〉

- ・ 市場参加者同士の信用供与額が小さいのがネックとなっているのではないのでしょうか。〈機関投資家等〉
- ・ クレジットラインを早くから拡充していたため、弊社は資金の出し手としてターム物取引を積極的・機動的に行っている。〈機関投資家等〉
- ・ MMF、MRFでは5営業日以上期間となるコール取引（国債等を担保とする有担保コール取引を除く）のクレジットラインは、CP、CDや社債と同様に管理することになっております。MMF、MRFでは資金の性格上ターム物の運用サイドに回することは限定的になるかと存じます。〈その他〉

（レートや取引残高など市場の実情に関する情報の充実に関するもの）

- ・ 日本銀行が検討を進めている期間別のコール市場残高公表の対応が実施されれば、ターム物取引活性化の一助となると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ ターム物金利の透明性を向上させる制度的対応が必要。〈都銀・系統大手〉
- ・ ターム物取引は取引量が比較的少ないことから継続的にマーケットの気配値をつかむことが難しく、これが取引低調の一因になっているのではないかと。ターム物に関するマーケット情報の整備・拡充が進めば、ある程度利用しやすい環境が造成されてくると考えられる。
- ・ 0/Nとは異なり指標金利が見えにくく、指標となる明確な金利があれば、取引の裁定の目安になり検討しやすくなると思います。〈地銀〉
- ・ ターム物のGC取引をより活発化させる為に、ターム物のGCレポレート指標の早期作成が望ましい。〈機関投資家等〉
- ・ ターム物は市場での出合いはオッド物（レギュラー物ではない）が多く見られる。個々の参加者のニーズに合わせた取引ということなのだろうが、市場が厚みを増すためには、基本的に1年くらいまでのイールドカーブの構築（メガバンク等からのサポート）が必要である。これをベンチマークとしていくことにより、金利観が醸成され、取引が増える。〈外銀〉
- ・ オファー・ビッドレートが随時わかるような情報を希望。〈機関投資家等〉
- ・ 取引をするにあたり指標性のある金利水準が見当たらない。〈機関投資家等〉
- ・ ODD物の情報開示。〈機関投資家等〉
- ・ ターム物市場に限ったことではないが、短期金融市場における様々な運用手法や短期の信用リスクのリスク管理手法等について、市場参加者の間でもっと情報の共有化が図られれば、各社の多様性が広がり取引の厚みが増すのではないかと。〈機関投資家等〉

（日本銀行の金融調節や補完貸付制度に関するもの）

- ・ ロンバート貸出による足許金利の上限はあっても、下限が存在しないこと。また上限までの金利幅が狭すぎることで、オペでの調節が手厚すぎてマーケット機能を阻害していること。〈信託〉
- ・ 現状では、補完貸付金利を無担0/N金利の上限と見ている市場参加者が多いが、そのスプレッドが小さいために、0/Nでの資金調達を嗜好する金融機関が見られる。適切なスプレッドは、自然な市場金利の形成を通じて市場取引の活発化につながると思料する。〈都銀・系統大手〉
- ・ 基準貸付利率と誘導水準金利の金利差を拡大する。0/N物とターム物の金利差が無ければ、資金運用側にターム物で運用のメリットは無く、調達側もターム物金利にプレミアムをつける必要も無い。従って、0/N物に取引が集中し、月末や積最終日等には過度に金融調節を実施しなくてはならなくなる。自然な金利上昇を許容することで、ターム物に取引分散されれば、結果として0/N物への傾

- 斜が緩和されていくと考える。〈都銀・系統大手〉
- ・ オーバーナイト金利とロンバート金利のスプレッドを今以上につけていくこと。〈地銀〉
  - ・ ロンバート金利がキャップとなり、期間のプレミアムが小さいため金利面の魅力が乏しい。〈地銀〉
  - ・ 補完貸付制度の金利水準を引上げ、無担保コール0/N金利のある程度の振れを許容する資金調節を行うとともに、長めの資金供給オペレーションは抑制したほうが良いと考えます。〈地銀〉
  - ・ ターム物取引のインセンティブを高めるために、無担保コール翌日物金利の振れを許容するオペスタンスが必要と思います。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 無担保0/N物金利の変動をある程度容認する。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 現状、短期金利は極度にフラット化しているためターム取引は低調だが、日銀がオーバーナイト金利の振れを許容し変動幅が拡大すればターム物レートも上昇し運用ニーズは増えるものと考えられる。〈信託〉
  - ・ 日本銀行のオペについて、短期金融市場の自立的な需給調整機能向上を図るために、市場参加者が過度に日銀資金供給オペに依存しないことを目的として、資金供給オペの実施頻度やオファー金額を調整する必要があると考えます。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 政策金利の見直し、重複する取引の整理統合、前広になりすぎたオペ、担保の見直しにより適正なレート・スプレッド形成が期待される。〈本邦証券〉
  - ・ 長期のゼロ金利環境下から、ポストゼロ金利環境下における市場参加者の意識改革を今後さらに押し進めるといった観点から、市場の金利形成を各市場参加者に委ね、極力日本銀行の市場における関与を最小限のものにとどめていくということが、今後の短期市場の活性化のために必要ではないかと考えます。各市場参加者が各々の金利観・リスク観に基づき、資金の運用・調達あるいは裁定取引等を積極的に行えるような市場環境を創り出していけるよう、市場参加者間および日本銀行が連携を取りながら改善を進めていくことが肝要ではないかと考えます。〈外資系証券〉
  - ・ 日銀のオペがかなり手厚く供給されるのでタームでの調達はオペで十分であり、わざわざマーケットで調達をする必要性がない。〈信託〉
  - ・ ターム物については日銀オペ頼みになっているのが現状。オペの頻度、期間を調整することでオペに頼りすぎない環境づくりを徐々に市場に織り込ませていく必要がある。〈地銀〉
  - ・ 資金の取り手として、現状ターム市場の厚みがないことから、日銀オペへある程度期待をもったオペレーションを志向。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 我々の資金繰りは安全性第一で執り行っておりますので、基本的に調達はターム物で行っております。ただ、レートの面や金額等の面より、日銀共通担保オペを利用することがほとんどで、インターバンクでの取引は少ない状況です。やはり、現状の金融政策のもとでは、短期金利は引続き超低金利の状況、その後は緩やかに上昇との見方が大勢の考えで、米国のようにショートタームのリスクを取りにいく必要がないことが大きな原因だと考えます。〈地銀〉
  - ・ 安定的な日銀共通担保資金供給オペがある以上、調達サイドとしてはコールで調達する必要性が薄いのが実感です。〈地銀〉
  - ・ オペが手厚く実施されているので、資金の取り手はオーバーナイトで安心して資金調達できる状況になっているので、特にレートを出してターム物を調達する必要がない。〈地銀〉
  - ・ 金利形成を促進するため、金融調節のオファー期間短縮等の検討をお願い致します。〈信託〉
  - ・ 日銀オペによる資金供給期間の短縮化などといったことも、ターム物市場の

- 活性化に寄与するのではないかと考えます。〈外資系証券〉
- ・ 資金供給オペを減額できる環境が整うことや、オペ期間の短期化もターム物市場の取引促進に寄与すると考えます。〈短資・証券金融〉
  - ・ 現状では最長2か月半程度となっている共通担保オペの期間を長期化すれば、金利水準の目安が示されるため、ターム物市場の取引活性化が図れると考えます。〈地銀〉
  - ・ ターム物取引の活性化に関しては、TB/FB市場というリスクフリーかつ流動性の高い市場があり、GC取引でのターム物取引も行われていると仄聞しております。従いまして、現状特に無担保コールなどの市場が拡大する必要があるとは思いません。ただし、かつてのように大手銀行がマネーポジションになれば無担保コールのターム物取引のニーズも出てくると存じます。ターム物の資金供給オペを削減するとターム物取引活性化の一助にはなると存じますが、FB日銀引受とFB売現先オペを復活させない限り物理的に減らせないと思います。〈その他〉
  - ・ 日銀共通担保や内為・外為決済等への差入れ担保における償還日までの営業日数残での適格担保制限の見直し。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 私募地方債を日本銀行共通担保として差入れることの多い当行では、適格性判定等の手続が煩雑なもの悩みの種となっています。インターネットで即時に検索、確認できるようなインフラが望まれます。〈外銀〉
  - ・ 現先オペのサブステイテューションを簡素化してほしい。〈外資系証券〉
  - ・ 日銀の日々の調節の安定化－資金需給予測の透明性、確実性を上げ、市場の混乱期待を可能な限り低位に導くことが重要。〈機関投資家等〉

#### (その他)

- ・ 金融政策当局の市場への情報発信技術がいま少し巧みになる必要があるし、一方で市場も個々の指標や情報に一喜一憂することなくイールドカーブ形成をイメージできるようになれば、ターム市場への資金運用が出てくるものと思われる。〈都銀・系統大手〉
- ・ 資金の出し手として、金融政策に関する市場との対話や決定会合のスケジュール公表の前倒公表等よりタームレートの安定化が進み、市場が拡大していけば、積極的に活用していきたいと考えている。〈都銀・系統大手〉
- ・ 業者は売買用の在庫を繰り回してタームGCを売るため、リスクをとって長めの資金調達をしても途中でディーラーに売られてその銘柄がショートになってしまうことが間々あり、その場合SCで借り戻さなくてはならなくなってしまいます。〈本邦証券〉
- ・ 出し手の意識改革およびスキルアップ。取り手に比べ出し手の資金繰り精度には、まだまだ向上の余地があると思われる。出し手サイドからタームの運用地合いを高めていくことが肝要。〈地銀〉
- ・ 当行がネックとなっていることは、ターム取引を行うと、資金繰りの計画が立てにくいことがあげられる。また、基本的に運用については、国債等の債券運用がメインであり、短期市場での運用を考えていないこともある。〈地銀〉
- ・ 無担コール取引、ユーロ円取引については、短期社債、NCD等の売却が可能な商品と異なり、即資金化が困難な商品との考えから、資金繰り管理を行う部署での運用手段としては優先順位を劣後させている。〈都銀・系統大手〉
- ・ 無担保コールのターム物について、取引していく上でネックとなっていることは無担保コールのターム物が短期国債、CPと比較し流動性がない（転売・換金性がない）ことです。当社はごく短いターム物として当日スタート2日物などを利用しており、一方1週間から3か月程度の運用に関しては短期社債（電子CP）を用いて運用しています。〈機関投資家等〉

- ・ 無担保コールのターム物は、短期国債やCPと異なり、中途解約・譲渡とも不可のため、ファンドにとって換金性がない。このため、運用利回りがCPのそれを大きく上回る場合や、期間がごく短期のものに限り、運用に応じている。日銀の資金供給オペにファンドが参加できるようになれば、あるいは現先取引やレポ取引を利用した資金調達ができるようになれば、無担保コールのターム物運用を、一段と活発化することが可能となる。〈機関投資家等〉
- ・ 市場参加者の積極的な市場利用。〈都銀・系統大手〉
- ・ 各金融機関は、0/Nでの資金調達・運用額をコントロールするためにターム物取引を活用していくことが望まれる。〈都銀・系統大手〉
- ・ コール市場では、外銀等の大口の取り手の調達はオーバーナイト中心であり、コール市場規模対比でのターム物需要はもともと少ないのではないか。ターム物の増加のために講じることが出来る策は限定的ではないか。〈信託〉
- ・ 大口の資金の出し手がインターバンク市場において、幅広くオファーを行うことにより、ターム物市場の参加者も拡大するものと思われる。〈地銀〉
- ・ 信金等の資金の出し手の市場参加者の増加が必要。〈地銀〉
- ・ 期末を越える運用をする市場参加者が少ないこともターム物が少ない理由であると考え。〈信託〉
- ・ 市場の流動性向上。〈地銀〉
- ・ 運用サイドとしては、相手先によって信用スプレッドの乗せ方のノウハウが乏しいことが、課題だと認識しております。〈地銀〉
- ・ 基本的にローンポジションであり資金の取り手になることは少ない。〈地銀〉
- ・ 収益性に重点を置くオペレーションにもう少し切り替えれば、自然に出し取りが増えてくるものと思います。〈外銀〉
- ・ 1W、2W物は十分にマーケットが存在していると思われるが、それ以上の長期のタームは資金ディーリングに性格が近くなるので取引の厚みを増すのは難しいのではないか。〈外銀〉
- ・ 以前より良くなった点は、それなりのオファーとビッドが並ぶようになったこと。然しながら見ているとオファーをテイクンしたり、ビッドをヒットしたりすることが少ないように見受けられる。余りに自分のプライスにこだわり過ぎる嫌いがある。〈外銀〉
- ・ 需給だけの要因でなく、流動性選好仮説の観点に立ったレート構築がなされる市場の醸成を望む。〈機関投資家等〉

## 短期金利に関するデリバティブ取引に関して寄せられた意見

短期金利のデリバティブ取引は、この1年で急速に拡大してきているが、市場参加者の数は限定的（特にオーバーナイト・インデックス・スワップ<OIS>取引）とされている。安定的な金利形成には、市場の厚みが増し、より多様な参加者の金利観が反映されていくことが望ましいと考えられる。

こうした点を踏まえ、短期金利のデリバティブ市場に関して、どのような取引、商品の拡大が期待されるか、市場参加者の広がりや取引の厚みを増すための方策、取引上のネックなどについての意見を募集した。

## (OISなど翌日物金利のデリバティブに関するもの)

- ・ OISについて、海外での実績のある外銀と違い、システム対応から始める必要があるためなかなか参入することが難しい状態。〈信託〉
- ・ OISのマーケット参加者（特に日系）の拡大を期待する。〈信託〉
- ・ OISについては、現状の参加者数からカウンターパーティが限定されることを予想している。与信リスクの管理体制も整備が必要。〈信託〉
- ・ OIS取引は市場インフラやシステム対応等の不明点が多く、限られた参加者による取引のイメージが強い。これらのネック解消が市場拡大の課題と考える。〈地銀〉
- ・ 当行においてOIS市場への取組みはまだまだこれからであり、他行の使用状況に関する情報を収集していきたいと考えております。〈都銀・系統大手〉
- ・ OIS取引については市場がなく、相対取引が基本となる為、ノウハウも経験もない者にとっては参加し難い。〈機関投資家等〉
- ・ 昨年来、OIS市場において、各月の金融政策決定会合間を期間としたOIS取引量が拡大してきております。このような状況下、OIS市場参加者からは、より先日付の期間における取引を望む声が増加してきております。  
 しかしながら、本年3月末時点で公表されている金融政策決定会合の開催予定では、9月の決定会合までしか公表されておられません。従ってOISの決定会合間取引に関しましても、8月会合から9月会合間の取引までしか、応当日の確定した先日付取引は取引出来ません。それ以降の期間の取引を望む市場参加者は暫定的な日付で取引せざるを得ず、将来、日本銀行から公表される金融政策決定会合の日程と暫定的日付で取引をした日付が異なった場合、エクスポージャーに思わぬリスクが発生します。また、応当日を合わせるためにはギャップの期間の反対取引が必要となります。以上のような事から現在では、金融政策決定会合間OIS取引の期間の種類は限定的になっているのが実情です。  
 そこで、金融政策決定会合の日程予定を1年程度先まで公表して頂ければ、より多岐に亘る期間の金融政策決定会合間取引が可能となり、市場の短期金利に対する相場観をよりきめ細かく把握することが出来る様になります。それによって市場参加者の取引需要を喚起することになり、OIS市場の更なる発展と拡大が期待できるものと考えます。〈その他〉
- ・ 金融政策決定会合間の限月を持つ「無担保コールオーバーナイト金利先物」は、ユーロ円金先やOIS会合物に加わる新たな短期デリバティブ商品として、相応のニーズが見込まれる。〈都銀・系統大手〉
- ・ OISは相対取引であるため、クレジットライン等により、機動的に活用できない懸念がある。そのため、米国のFF金利先物と類似したO/N金利先物の上場を期

待する。〈都銀・系統大手〉

- ・ 翌日物金利（無担保コール、債券レポ等）を対象とした、カウンターパーティリスクを意識する必要の無い上場物デリバティブ取引が開発されれば、短期金融市場の安定的な金利形成が図られると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 無担0/N金利を基準にした先物が上場されれば、価格評価も明確になり、クレジットリスクを気にせず取引を行えることから取引層が拡大していくと考える。また、裁定機会を求めてOIS市場への参加者も増加していき、市場全体の厚みにつながると考える。〈都銀・系統大手〉
- ・ OTCのOISについては、システム開発費用がかかるため参入が困難である。現在のOIS市場は、スペキュレーション目的での利用が中心となっていること、また出来高も政策金利見通しにより大きく増減するなど市場へ参加するインセンティブがわきにくい。上場物であれば、時価評価・取引管理（事務）・決済が容易なため、システム開発費用も少なく、参入もしやすい。〈都銀・系統大手〉
- ・ 翌日物金利、GCレポ金利の先物市場。〈外銀〉
- ・ 無担保0/Nコール先物の上場。〈本邦証券〉
- ・ 米国のFF金利先物と同様の商品性を備えた先物取引が開始されることを望む。〈外資系証券〉
- ・ 現在のデリバティブ市場においては、ISDAのマスターアグリメントを交わさなければならないなど、広範囲の金融機関が参加しづらい相対市場になっている。0/Nの先物金利のマーケットはクレジットラインを気にせず使えるので、市場が拡大していくと思われる。〈短資・証券金融〉
- ・ OIS先物市場の創設、LIBOR先物市場の活性化。〈外銀〉
- ・ 流動性や価格の透明性の観点から、相対取引よりも上場商品の方が投資信託に馴染み易いと思われる。〈機関投資家等〉
- ・ OISについては、取引所取引などにより公正な価格形成及び円滑な取引実施がなされれば、更なる取引拡大につながると考えられる。〈地銀〉

（その他）

- ・ ユーロ円金利先物については、基本的に中心限月に流動性が集まっており、それ以外の限月について厚みが増していくことが必要だと考えます。各限月間にさらに細かく刻んだ限月を設定するなど、さらに利便性を高める必要があるかと思えます。〈外資系証券〉
- ・ 短期公社債投信では、ヘッジ目的でのデリバティブ活用は出来ませんが、日々決算を行っており、かつ通常保有する債券/短期金融商品が償却原価法/日々利息計上するという「時価評価を行わない」形であることから、ヘッジのみ時価会計になってしまうので、中々使いにくいというのが現状ではないかと存じます。

仮にこの問題がクリアできたとしても、ユーロ円金利先物は実際に市場運用する際に当社が指標としているレート（今はTB/FB利回りがターム物金利）と微妙に異なるTIBORがリファレンスになるのでヘッジに使いにくい（期近限月でも数週間～2か月以上先のスタートであることも使いにくさの原因）ですし、OIS市場では通常取引単位が大きすぎるので、いずれにしても現状では使いにくそうです。

もう少し一般的な観点から申し上げますと、デリバティブ市場に実需筋のヘッジが入りにくく、そのため現物市場の価格形成とは別世界状態になりがちであるという所は現在の市場の抱える問題点ではないかと存じます。債券市場の場合は最終決済が現物決済になることから先物の価格が受渡最割安銘柄の現物金利水準を反映したものとなり、結果として先物価格が現物債価格との相関性

- が高くなることによって、当業者や投資家のヘッジ売買を集めやすくなるという循環で、極めて高い流動性と指標性を備えています。ユーロ円金利先物の場合は先ほども申し上げましたが、TIBOR をリファレンスレートとして採用しておりますし、OIS 取引では実際の資金調達運用の資金尻とマッチしにくい BOJ タームの取引が主流であることから、実際に資金運用を行うという観点ではヘッジとして使いにくいということかと存じます。これらの要因から「デリバティブ市場では金利が動くが、現物市場に影響が無い（またはその逆）」といった状況が生じ得るのではないかと存じます。〈その他〉
- ・ 現在は、（短期金利デリバティブの）市場参加者が限定的であり、安定的なマーケットサポートが期待できない不安があると思います。加えて、短期の円金利は資金市場金利とデリバティブ市場金利は必ずしも一致しないので、ヘッジの効果を得られにくい面があることも課題だと考えます。〈外銀〉
  - ・ TIBOR と LIBOR のベース、3M LIBOR と 6M LIBOR、3M TIBOR と 6M TIBOR のベース等、様々なベースが存在するため、ユーロ円金先と FRA、短期のスワップの間の整合性を保つのに考慮すべきファクターが米国などと比べて多く、交通整理がされていないので、マーケットの厚みが増さないのではないだろうかと考えます。〈外資系証券〉
  - ・ コールやオフショア市場のターム物取引の厚みがない為か、デリバティブの Index となる LIBOR や TIBOR とキャシュレートの実勢がかけ離れることもあり、ヘッジ手段として使いにくい。その点 OIS は非常に優れたヘッジツールとして利用しています。〈外銀〉
  - ・ 短期金利のデリバティブ市場は、流動性の拡大が課題。〈都銀・系統大手〉
  - ・ まずは、現物の市場を拡大することが急務と思います。〈信託〉
  - ・ デリバティブ取引については、システム的対応が課題。〈都銀・系統大手〉
  - ・ 新 BIS 規制に対応したリスク管理手法の確立。〈信金〉
  - ・ システム対応に伴う費用対効果の検討。〈地銀〉
  - ・ 現状、ノウハウが全くない。参加することによって得られる具体的メリットのイメージがわからない。〈地銀〉
  - ・ 実務経験者がいないため、短期のデリバティブ市場をどの様に活用したらよいかわからない等、体制面の整備が課題である。〈地銀〉
  - ・ デリバティブを使った取引事例の研究。収益性の向上。〈地銀〉
  - ・ 市場参加者、担当者レベルにおける恒常的な情報交換会の開催する場を作っていたきたい。〈地銀〉
  - ・ 取引コストに見合う効果が得られるかどうか認識できておらず、人員確保もできない状況にあります。〈地銀〉
  - ・ 短期金利デリバティブ市場は外資金融機関参加者の比率が高い（他の参加者が少ない）ため、相場水準にゆがみが生じやすい。より多くの国内資本金融機関の参加が望ましい。〈外銀〉
  - ・ 短期金利市場は、その性質上、各社の流動性管理、つまり資金繰りを行う市場であり、ひとり収益目的の金利＝価格変動リスクのやりとりをする市場ではありません。つまり、金利変動リスクをヘッジするデリバティブが発達しても、それで資金繰りが確定できるわけではなく、短期市場参加者がもうひとつ大きな目的としている、アベイラビリティを確保することはできません。価格変動リスクのみではなく、資金のアベイラビリティ、具体的なキャッシュフローを確定させるための取引としてのデリバティブを導入することができれば、市場の発展・拡大が見込まれるのではないかと考えます。〈外資系証券〉
  - ・ 現在の取引ニーズの観点からは問題点は感じていない。〈機関投資家等〉
  - ・ マネーマーケットファンドはデリバティブを利用していません。マネーマー

ケットファンド以外は商品性次第で利用が考えられます。短期金利のデリバティブを活用する上でネックとなるのは締結する契約内容の問題、時価評価の問題、ポジション管理上のシステムの問題などが挙げられます。また一般論として市場に関するデータ（取引レート、市場参加者の内訳別取引高など）や実務関連の指針等の開示による透明性向上なども求められると思われます。〈機関投資家等〉

- ・ 信託財産との契約に関する雛形が準備される必要があると考える。〈機関投資家等〉

O I S 市場に関して必要と思われる情報  
(市場参加者サーベイから)

OIS 市場に関して、どのような情報の充実を期待しますか。或いは、今後、OIS 取引の開始や拡充を検討するにあたって、どのような情報があると参考になりますか。具体的なお考えがあれば、お書き下さい。

- ・ 時価算定、リスク管理上有益となるOISの指標金利が安定的に提示されれば、OIS市場の更なる拡大に寄与すると考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ 市場実勢レートが分りにくいので、情報インフラの整備が市場拡大の課題であると考えます。〈地銀〉
- ・ 特にシステム面での情報があれば利用検討をしやすいと思います。〈地銀〉
- ・ 取扱銀行数行によるレファレンスレートの提示や、市場への上場など、客観的に公正な時価の提供が必要。〈地銀〉
- ・ OIS市場はまだ限られた参加者での取引となっている。但し取引に関する関心度はかなり高いと思う。セミナー等活況という話もよく聞く。今後は市場に関する情報が開示され市場に対する認知度が高まっていくことが不可欠だと思う。〈地銀〉
- ・ 現在のOIS市場は大手行及び外資系金融機関中心に拡大している市場であると認識しております。中小金融機関の市場参加動向や有効な市場活用事例など間口を広げる情報を希望します。〈地銀〉
- ・ 大手行が取引を始めていると聞いていますが、既存のスワップ取引とどのように使い分けているか。どのようなシステム対応をすればいいのか、標準的なシステムがあるのか。〈地銀〉
- ・ ①流動性のある短期金利指標があると、OIS市場も育ちやすい。②現在OISの Fixing Rateは短資会社経由加重平均レートであるが、この加重平均レートにはダイレクト取引についても含めるべきと考える。〈外銀〉
- ・ OISに関する情報が絶対的に不足しているため、幅広く情報が必要である。〈機関投資家等〉
- ・ 現状のレートは参考にしていますが、取引開始する予定はございません。〈地銀〉
- ・ 流動性が低すぎる。〈外銀〉
- ・ 御行のレポートにもありましたように、ユーロ円とコール市場間の裁定が効きにくい状況では、LIBOR 中心のポートフォリオを保有している外銀はヘッジとしてOISを手掛けにくいのが実情です。〈外銀〉
- ・ 通常のIRSと同様で現状で十分である。〈外銀〉
- ・ 0/N金利の上場も商品が開発されると、システムの開発負荷がほとんどなく参入しやすい。〈都銀・系統大手〉
- ・ OISについてはリスクヘッジの面から魅力的と考えているが、まだマーケット参加者の多くが外資系金融機関であり、想定した取引が成立するかどうか等の不安もある。〈信託〉
- ・ 金利変動について市場参加者がどのような見方をしているかの参考指標となるが、具体的な取引で有効なのかイメージが湧かないのが実態である。〈地銀〉
- ・ 取引所での上場を期待しています。〈本邦証券〉
- ・ OIS 市場に関しては、参加者数や市場の厚みといった点において、他市場と比

べ流動性の面でやや劣っているのではないかと思われ、そういった観点から今後のさらなる市場の充実が望まれると考えます。〈外資系証券〉

- ・ 政策決定会合の日程をもっと先まで早期に発表するようにお願いしたい。〈外資系証券〉

## その他短期金融市場に関して寄せられた意見

フォーラムでは、CP 市場や MMF の発展・拡大が望ましいとの意見も出された。以上みてきた市場以外で、機能向上が期待される取引、そのための具体策などについての意見を募集した。

### (コール市場、ユーロ円市場)

- ・ コール市場の透明性拡大。例えば、現在コール市場は 20 兆円程度の市場残になっていますが、DD コールも含めた取引残高もはたしていくらなのか。また、ターム物取引も DD では出来ているように思われ、その取引レートの何らかの公表があれば透明性は高まり、取引拡大の一助になるように思える。〈信託〉
- ・ 0/N 金利について、短資会社分のみでなくダイレクト取引も反映した方がより透明性が増すと考えます。〈地銀〉
- ・ コール取引において手形レス取引の標準化。〈地銀〉
- ・ 無担保コール取引に関し手形有り取引の全廃（手形をデリバリーすることによりデリバリーリスクが発生、またデリバリーコストも多大である点を改善すべき）。〈外銀〉
- ・ 無担保コール取引について、無担保と呼ばれているのにも拘わらず、返金先行ルールが存在するため、日銀当預において日中赤残が発生する。その赤残を埋めるために、担保が必要になる。無担保コールといえども担保がなければ取引できない慣行は改善すべき。〈外銀〉
- ・ 毎営業日に翌日の資金需給予想を公表して頂いていますが、準備預金適用先の内訳を載せて頂ければさらに活用しやすくなると考えます。同様の内容ですが、4/16 から準備預金残高の見込みを 8:00 に前倒して頂いたような投資家サイドから見て利便性が高まるような運行を期待しています。〈機関投資家等〉
- ・ ユーロ円市場について、コール取引は国内に拠点を持つ市場参加者間で完結しており、決済トラブル時においても迅速に対処することが可能である一方、ユーロ円市場では時差の問題、複数のブローカーを介しているケース、決済遅延に対する意識にバラつきがある可能性、等を踏まえれば、取引の相手方をコール取引以上に厳格に見極める必要があると考えます。諸外国の金融機関との議論を抜きにしては解決し得ない問題ではありますが、中長期的には決済トラブル時の対処方法に関する取引慣行が整備されることが望ましいと考えます。〈都銀・系統大手〉

### (CP 市場)

- ・ 資金調達手段の一環として電子 CP の発行を検討しています。コストや事務体制が見合えば考えたいと思います。〈外銀〉
- ・ CP は、3 月末現在で証券保管振替機構に登録している企業の約 94%が利用していることで、各企業の発行残高が詳細にわかり、データの透明性は向上していると思います。CP 市場が更に拡大するためには、ABCP や金融機関発行 CP の増加が望まれます。その為には今後、MMF や MRF といった運用に ABCP や金融機関発行 CP が多く組入れられるようなことが必要かと考えます。〈短資・証券金融〉
- ・ アメリカの短期金融市場を見ると、本邦に比べ特に CP 市場の発達度合いが違うことが感じられます。具体的には T+0 での CP の発行や事業会社による CP の

ダイレクト発行などについて、アメリカ並みの制度改善が必要であり、今後発展拡大が望まれます。また慣行の面では日本では1円単位で精算金額が一致する必要があり、事務処理負担が大きくなっています。この点からは約定後の事務処理を円滑に行うために業界の標準的なシステム導入が必要になると思われます。〈機関投資家等〉

- ・ CP取引に関しては価格の公表を行って透明化するという施策も考えられますが、発行企業によっては発行レートや発行額を公表しないケースもあり、また投資家と発行体間の直接取引というケースも多く、特に発行企業サイドの意向次第という面が大きいのではないのでしょうか。また、発行方法や入札方法の標準化に関しては、あまりやりすぎると機動的な資金調達手段としてのCP本来の特長を損なう面もあるかと存じます。〈その他〉
- ・ 米国CP市場の特徴は、市場規模だけでなく流動性の厚みにあります。平均発行期間を見ると、約5割が1~4日（すなわちオーバーナイトから1週間未満）の超短期発行となっており、資金繰りの調整弁として活発に利用されています。我が国でも短期社債が開始されてから5年目を迎えますが、当初のコンセプトの1つであった「T+0」の実現に向けた協議をそろそろ開始する時期ではないのでしょうか。その際、T+0の実現には、①市場慣行面、②インフラ面の双方から検討する必要があると考えます。
  - ①市場慣行面については、短取研が「平成18年1月以降の取引に係る短期社債等の即時グロス決済に関する市場慣行」を定めています。この中で、決済実務に関する市場参加者の行動指針が記載されています。当日中に約定から決済までを実施するには、かなりタイトな実務手続きになると思われるため、市場参加者間での協議が不可欠と思われるので、検討の俎上に上がるような取組みをお願いしたいと思います。
  - ②インフラ面については、国債と同レベルの資金流動性手当を目指すべく、国債決済で実現されている同時担保受払機能を実現できるようなインフラ設計を考えて頂きたいと思います。〈その他〉

#### (短期金融市場に関する横断的な検討の場の必要性)

- ・ 短期市場の発展のために働くアメリカのTBMAのような組織を作っていくべきであると考えている。〈外資系証券〉
- ・ インターバンク市場とオープン市場の間の垣根が限りなく低くなると同時に、事業法人を取巻く財務環境も短期金融市場の動向と極めて密接になっております。このような環境の中で、事業法人、金融機関及び公共機関等の市場参加者が市場横断的に協議・検討する場を継続的に設定して頂く事は、短期金融市場を安定的に運営する観点でも有意義だと思われる。具体的には果たすべき役割は以下の通りです。
  - ①市場環境につき、市場参加者間で定期的に意見交換を実施
  - ②市場運行上の課題を認識し、解決を志向すべく協議を実施
  - ③制度変更等の情報を伝達し、市場参加者間での浸透を実施また、参加者メンバーとしては、日本銀行、監督官庁、短期金融市場取引活性化研究会、日本証券業協会、日本経済団体連合会、企業の資金調達の円滑化に関する協議会、日本資本市場協議会等を想定しております。〈その他〉
- ・ 現在の各金融機関が所属する業界の法律で業態毎に同一商品を運営するのではなく、（金融商品取引法的発想で）横断的に商品毎の共通のルールを設け、運営できるようにできないか。〈本邦証券〉
- ・ 現在見直しが進む特殊法人や、改革が進む地方自治体など、現状では短期金融市場での資金繰りツールを持たない機関・団体についても、将来的な短期金融市場の利用者として視野に入れることは、短期金融市場機能の活性化及び市

場規模の拡大を進める上で重要と考えます。〈その他〉

(その他)

- ・ 期間が3か月～2年程度までの運用手段としては、その流動性からTB/FB等の国債や政府向貸出に事実上限定されている状況であると思われる。今後短期金融市場の活性化のためには、その前提として、運用（調達）の、期間別・流動別・信用リスク別などその必要性に応じて選択できる状況が必要であり、特に、インターバンク市場以外の運用（調達）商品の取引拡大が必要と考える。〈地銀〉
- ・ 出たプライスで即断できない金融機関がまだ見受けられる。市場のルールややり方を今一度レビューして欲しい。〈外銀〉

短期国債等の流通市場が活発ではない背景  
(市場参加者サーベイから)

短期国債や CD、CP などの流通市場（現先を除くアウトライイト取引）の活発化が課題との見方があります。現在、流通市場があまり活発ではないとお考えの場合、その背景についてお考えがあれば、お書き下さい。

- ・ 短期国債は、保有者が償還前に売却することが少なく、また、レポ市場でも貸し手となることが少ないことから、流通市場が活発でないを考える。一方、CP については、投資家の活発な取引が行われており、むしろタームプレミアムやクレジットプレミアムが低すぎるケースも散見される。〈都銀・系統大手〉
- ・ ポートとして既発債への投資ニーズはあるものの、タームスプレッドがほとんどなく、割に合わないと感じている。しかしながら、有担保取引の運用代替として、TB/FB は有効なツールと考えている。〈都銀・系統大手〉
- ・ 弊行の場合、基本的に償還まで持つ投資スタンスで短期国債を買っているの  
で、流通市場で売る機会が少ない。〈外銀〉
- ・ 短期国債はいまだに投資家が入札で買った後、動かすことがなく、乗り換える  
ようなこともないため。〈外資系証券〉
- ・ 金利のボラティリティーの低さ及び将来の金利観等の要因により、転売など  
による差益確保という機会が乏しいため、基本的にバイアンドホールド型の投  
資が多くなり、結果として流通市場があまり活発にならないのではないかと考  
えます。〈外資系証券〉
- ・ 短期国債は担保ニーズや買入オペによって流通玉が減少しショートが困難で  
あるため。〈外資系証券〉
- ・ 短期国債については、市場規模は十分大きいものの、特殊ニーズ（担保とし  
てのバイアンドホールド）が大きく、表面金利を下げすぎている部分がありま  
す。CD や CP については、受渡決済の効率化が流通市場発展面での課題であると  
思われます。〈外資系証券〉
- ・ 短期国債の売買については、最近の GC レートの高止まりを受けて、業者が提  
示するオファー・ビッドのレート間に乖離が広がっているが、こうした状況が解  
消すれば流通市場はより活性化するのではないかと考える。〈短資・証券金融  
〉
- ・ 上記商品を売買目的で保有していないため。〈機関投資家等〉
- ・ ゼロ金利解除以降市場での資金量は減少しているが、なお若干潤沢模様で推  
移している。各運用・調達主体がより効率的な資金運用を心がけなければ流通  
市場はそれほど活発にはならないのではないかと。〈機関投資家等〉
- ・ 信用スプレッド、タームスプレッドが共に縮小しており、低金利水準と相俟  
って魅力が乏しくなっている。市場参加者が限定的になっており、マーケット  
に厚みがない。〈機関投資家等〉
- ・ 短期国債については、日銀による買切オペで市場から短国が吸収されている  
ことが、流通玉が減少している一因になっているのではないかと。思われます。  
したがって短国買現先オペや短国売却オペの活用により市場に玉を戻す方法も  
あろうかと思われます。  
また CP に関しては流動性が低くアスクビッドが大きいことがその要因と思わ  
れます。アスクビッドがワイドなのは業者がポジションをとってすぐに投資家  
に販売できない場合に、その CP を使ってファンディングすることが困難なため

と思われます。CP 現先市場の厚みが増すことが必要と思われます。CP 現先が拡大しない要因は銘柄の管理が煩雑で受渡し事務負担が大きいことが最大の要因と思われます。〈機関投資家等〉

- ・ 流通市場を活発に利用している。〈都銀・系統大手〉
- ・ 参加者に流通市場を利用するニーズが少なく、証券会社にもマーケットメイクするインセンティブがない。〈都銀・系統大手〉
- ・ 短期国債や短期社債は市場の流動性が低い。〈信託〉
- ・ コール取引の方が利便性が高いから。〈地銀〉
- ・ 金利正常化に向けての過渡期にあるため。〈地銀〉
- ・ 金利がまだ低いため、魅力が少ない。〈地銀〉
- ・ 金融機関をクレジットレーティングで判断せず知名度で測りやすい国内市場参加者の投資スタンスも課題の1つかと思う。〈外銀〉
- ・ 流通市場が活発でない理由はプライマリーを手がけるディーラーが少ないことにあると思われます。在庫として保有するにはそれなりの資金量、また日中流動性が必要であるということが障壁となっていると考えます。〈本邦証券〉
- ・ CP 市場に関しては、他の市場に比べ情報量が少ないため、セカンダリーマーケットの情報も含め、情報提供ソースの充実を希望します。〈地銀〉
- ・ 短期市場においてもペーパーレス化が進んでいる中、証券の受渡しが必要なCDについては今後も活発化は見込まれないと思われる。〈地銀〉
- ・ 電子CPのバック事務負担、クレジットライン申請。〈地銀〉
- ・ 現在は、主にコール市場で運用を行っておりますが、コール対比金利妙味が出てくればCPなどでの運用も行いたいと考えております。〈地銀〉
- ・ CPは極度が少ないため、効率が悪い。〈地銀〉
- ・ 投資家のCDへの興味が乏しい。〈外銀〉
- ・ 当行海外支店では、CPやCDを使ったファンディングが活発に行われているようであるが、東京市場では外銀のCP、CDによる資金調達は稀です。取引慣行、決済システムの改善や、投資家層の拡大が望まれます。〈外銀〉
- ・ CP（短期社債）アウトライト市場に関しては、発行流通市場に関する慣行が債券と異なり、私募であるため勧誘・販売方法やその管理が煩雑である。〈本邦証券〉
- ・ 短期国債以外のプロダクトはセカンダリーマーケットの流動性が極端に低い。クレジットのメカニズムが正しく金利形成に反映されていないのではないかと。〈外資系証券〉
- ・ CPのセカンダリーマーケットはかなり活発に取引されているが、一層の発展をさせる為には決済の高度化、完全DVP化が望まれる。〈短資・証券金融〉

短期国債のSCレポ取引が活発ではない背景  
(市場参加者サーベイから)

短期国債について、長期国債に比べて貸しにくい理由があれば、お書き下さい。

- ・ 参加者の不足（償還が早いいため、レポ信託に設定しにくい）。＜都銀・系統大手＞
- ・ 短国買入オペ等の影響で、カレントを外れると流通市場の流動性が低下するため、証券会社がショートメイクすることを避けていることも短国のSCが少額に留まっている一因と思料される。従って、御行が短国の出し手として、取引の相手方となれば、短国のSC取引の活性化につながるものと推察する。＜都銀・系統大手＞
- ・ 短国自体のタームが短いこともあり、SCの期間の制約がある。＜都銀・系統大手＞
- ・ 償還までの期間が短いため、信託になじみにくい。また、流動性が低いため、貸出したものが帰ってこずフェイルされるリスクが高い。実際に引合いもこれまでない。＜信託＞
- ・ 短期国債を、SC取引として利用するケースはないため。＜地銀＞
- ・ グループ内の担保として利用していたり、共通担保オペに差入っていたりする場合が多く、放出する機会が少ない。また、担保差替えの事務負担に見合うレートではない。＜外銀＞
- ・ そもそも、GCでの調達を前提として購入するには難しい水準に短期国債の水準がなっているために、SCとしてもレポを短期国債の資金調達には活用しにくい。＜地銀＞
- ・ 短期国債のレポマーケットは全く存在しないわけではないが、JGB同様に大量のショートカバーができるとは言い難い。特に流動性が求められる発行日受渡となる取引が何らかの理由で出来ない取引先が多く不便を感じる人が多い。＜本邦証券＞
- ・ 最終投資家の大半は、担保用として購入しているためではないか。＜本邦証券＞
- ・ 流動性が低く、マーケットニーズがほとんどない。＜本邦証券＞
- ・ 弊社が短期国債を貸出した後にショートになった場合、流動性が乏しいためにカバーをするのが非常に困難なため、SCとしては放出しておりません。＜外資系証券＞
- ・ 短期国債のSC市場の活性化には短国市場のセカンダリー市場の流動性の向上が大前提であると考え。ショートをして買戻しができるセカンダリー市場の流動性が不可欠。アメリカのような同償還銘柄のリオープンを行う発行形式がなければSC市場は育たないと考え。＜外資系証券＞
- ・ 短国買入等に入れられていると思われるために短期国債をショートしてカバーする際のコストがかかりすぎるため。＜外資系証券＞
- ・ 在庫がある場合には貸すことは可能であるが、全く流通しない銘柄も多いので仮に顧客の需要があったとしても事後的にカバーすることを前提として、手許にない銘柄を貸し出すことは難しい。すなわち借り難いから、貸し難いということになりますが、最終投資家が貸出しに積極的にならなければ取引の拡大は見込めないと思われ。＜外資系証券＞
- ・ クーポンがなく利回りも低位安定していることから、積極的にショートポジションメイクする参加者が少ない。＜短資・証券金融＞

- ・ なお、投資勘定で保有する短期国債については、恒常的にコール取引担保等に使用しているため、一時的な SC ニーズに対し、担保差換えを行ってまで対応はしていない。〈短資・証券金融〉
- ・ 短期国債のレポに関しては弊社システムが対応していない為。〈機関投資家等〉
- ・ レポにおいては基本的にターム物での取引が中心であり、ロールを前提としているので、FB 等の償還の近い債券を貸出す場合には管理が煩雑となるため。〈機関投資家等〉
- ・ 取引相手とのニーズが合わないため。また、短期国債は流動性の確保が優先されるため放出しづらい面がある。〈機関投資家等〉
- ・ ブローカーからの引合い依頼がない。〈機関投資家等〉
- ・ 品貸し料の水準が低く、信用リスクおよび事務コストに見合わないため、長期短期を問わず、現時点で債券の貸出残はありません。〈機関投資家等〉
- ・ 当行としては、短期国債の SC レポ取引についても積極対応の方針。〈都銀・系統大手〉
- ・ 弊行としては短期国債を積極的に貸出すニーズは有るものの、市場における借入れ需要自体が少ないと考えます。〈都銀・系統大手〉
- ・ SC のニーズがないため。〈都銀・系統大手〉
- ・ 保有玉として短期国債があれば、通常の国債同様に使用する（GC 等には使用していた）。〈都銀・系統大手〉
- ・ 短期債も長期債同様に SC レポ取引を行いたいが、市場でのニーズがない。〈都銀・系統大手〉
- ・ 短国の SC 引合いがないため。短国はレート低位で銘柄間の需要格差はなく、また銀行の担保需要や公的機関の買いで満期まで保有するケースが多く SC ニーズ自体が乏しいと考えられる。〈信託〉
- ・ 短期国債の SC としての借入ニーズが、市場にありません。〈信託〉
- ・ 市場でニーズがないから。また償還までの期間が短いから。〈地銀〉
- ・ 特に引合いがこない。〈地銀〉
- ・ 借入先があるなら貸出したい。〈地銀〉
- ・ 当社が保有している短期国債に、他の業者から借りニーズがあれば、長期国債同様に貸出しています。ただし、一般的には、短期国債は残存が短いことや、すぐに短国買入オペで吸収されてしまい買戻すチャンスが限定されていること、長期に割安に安定的に借りられる先がないことから、業者のショート残がそもそも限定的で、実際にトレードする機会はあまり多くはありません。〈本邦証券〉
- ・ 貸していないというより、ビッド自体が無いので貸す機会が無い。流動性が低いからショート出来ない、ショートしないからビッドが無いという悪循環に陥っている感じもする。可能であればトレーダーとしては対顧客上も含めてショートは振りたい意志はある。〈本邦証券〉
- ・ そもそも、短期国債に対する SC のニーズがないと思います。〈機関投資家等〉
- ・ 借り手のニーズが特にない為。〈機関投資家等〉