



Dec. 15th, 2001

### レポ市場とアジアの債券市場改革<sup>1</sup>

調査部長 森純一

(Junichi Mori)

e-mail: junmori@iima.or.jp

アジア通貨危機の経験を踏まえて、安定した投資資金を確保するために各国の国内債券市場をいかに活性化するかが、アジア各国の共通認識となっている。その中でも国債市場の育成は共通の課題として多くの国際機関の報告書にも取り上げられている<sup>2</sup>。流動性のある国債市場は社債市場をはじめデリバティブ市場などの基礎となる市場だからである。

流動性に富む国債市場を実現するためには、レポ市場の育成は不可欠であり、本稿ではレポ取引の役割、レポ取引をめぐる国際的な動き、そしてアジアにおけるレポ市場をめぐる動向を概観したい。

#### 一. レポ市場と資本市場

##### (1) レポ市場の役割

レポ取引は、英語の「Repurchase Agreement」の略であり、債券を一定の期間、売り戻さないしは買い戻しの条件付きで売買することにより、資金を運用ないし調達する取引をさす。

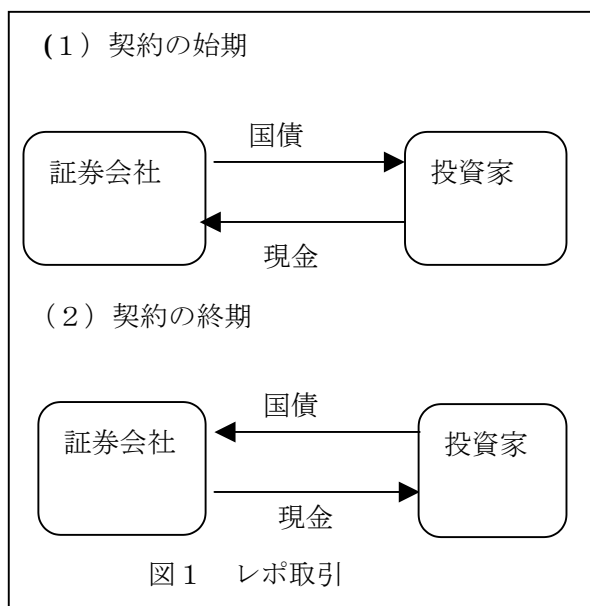
---

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会国際金融第1077号(2001.12.15号)に掲載されたものである

<sup>2</sup> Ree(99)、APEC(99)などを参照。

レポ取引の流れを図1で説明すれば、契約の始期においては、たとえば証券会社は自己の保有する債券を投資家に売却し、一方、投資家はこれに対してその代金を支払う。一方、契約の終期にはあらかじめ定められた価格で、証券会社は債券を買い戻し投資家は代金を受け取る。

レポ取引は現金担保付きの債券貸借取引と考えることもできる。再び図1で説明すれば、



契約の始期に証券会社は債券を投資家に貸し出すと同時に、その担保として現金を受け取る。取引の終期に逆に資金と債券がそれぞれ返却される。

売買取引、あるいは証券貸借取引どちらの考え方も、結果としては投資家から見れば、証券会社に資金を貸付けて、債券を担保にとっていたことになる。実際には契約の期間中に、債券価格の変動に応じて、

資金をやりとりすることにより、担保不足あるいは超過を調整することとなる<sup>3</sup>。

図1の例とは逆に、証券会社が投資家から債券を借りる取引も行われる。この場合には、取引の始期に証券会社は現金を引き渡し債券を受け取る。そして終期には現金を受け取り債券を引き渡す。

レポ取引では貸出対象が債券であり担保が現金とも考えられるし、逆に貸出対象が現金で担保が債券と考えることもできる。図1の例でいえば、証券会社が債券を貸し出して、現金を担保と取ったと考えることもできる。逆に投資家が債券を担保に現金を融資したと考えることもできる。どちらと考えるかは、実際の取引が債券を借りることが主たる目的であったのか、あるいは債券を担保に資金を借りることが主目的であったのかなどで判

<sup>3</sup> 米国や海外で行われるレポ取引は取引期間中の担保額調整のための洗い直しを行うが、我が国の旧来の現先取引は最初と最後の売買のみをおこない、期中の洗い直しは行わない。

断することとなる<sup>4</sup>。

レポ取引は証券会社と投資家のみならず、証券会社のあいだでも行われるし、中央銀行と銀行のあいだでも行われる。またレポは、債券と現金のみでなく、債券と証券の交換で行われることもある。いずれにしてもこれらの多様な取引をレポ取引と呼んでいる。いずれの方法をとるにせよ経済効果は債券と資金の貸借となるが、その形態により法的な効果や、税制上の取り扱い、金融規制上の取り扱いなどが異なる。

## (2) レポ取引の機能

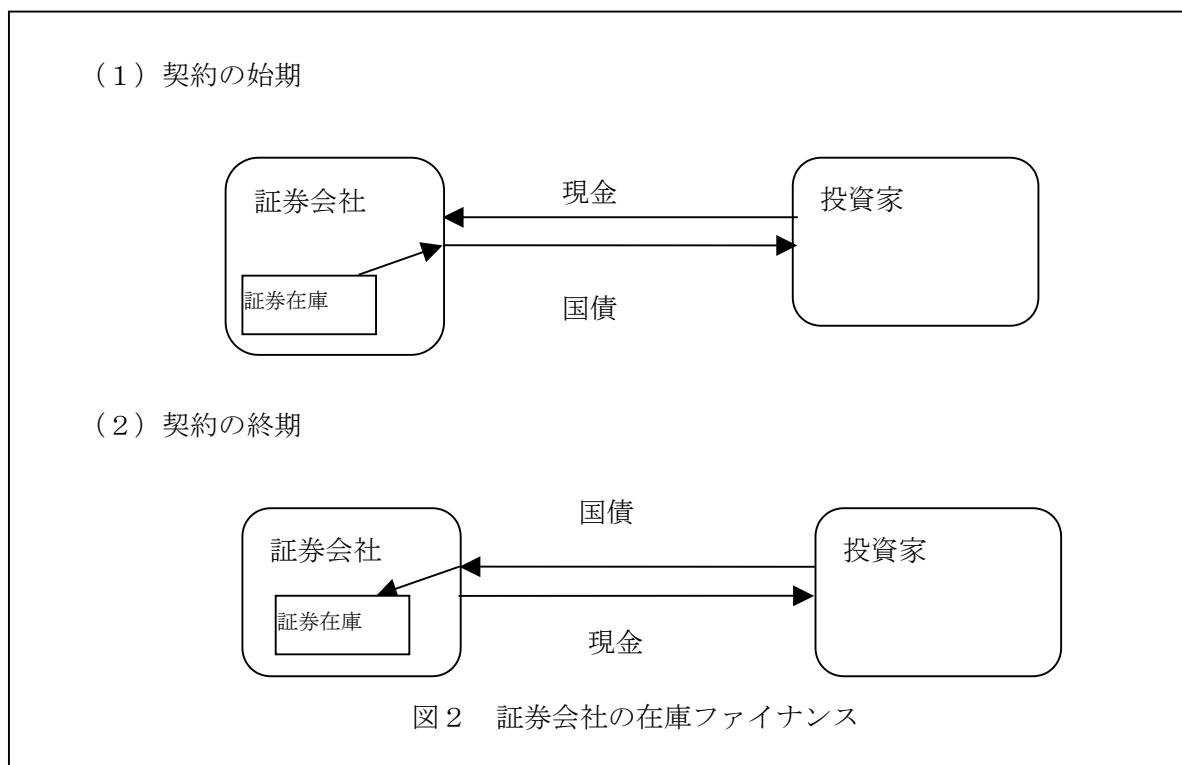
証券会社では、債券や株式のディーラーは証券の貸借を活発に行っており、レポは非常に重要な取引手段である。実際に証券会社のバランスシートを見ると、米国の代表的な証券会社2社の昨年末のアンニュアル・レポートによれば、期末時点での残高はバランスシートの約3割を占めている<sup>5</sup>。期末においては、財務対策として取引を絞ることが多いので、期中の割合はより大きなものとなろう。本邦においても証券会社のバランスシートに占める割合は高い。

---

<sup>4</sup>米国では証券を引き渡す立場から、これをレポとよび、逆に資金を引き渡す立場からこれをリバース・レポと呼んでいる。同じ取引をレポと呼ぶか、リバース・レポと呼ぶかは、証券を貸し出す側が主体的に動いた取引であればこれをレポ取引と呼び、証券を借りて資金を貸し出す側が主体的に動いた場合にはリバース・レポと呼んでいる。

<sup>5</sup>日本においてはレポ取引が三つの形態をとる上に旧来の現先取引は単に売買取引としてバランスシートに明示されないために各社の残高を読み取ることは難しいので、米国の証券会社の例を引いた。

レポ取引は以下のような機能を果たしている。



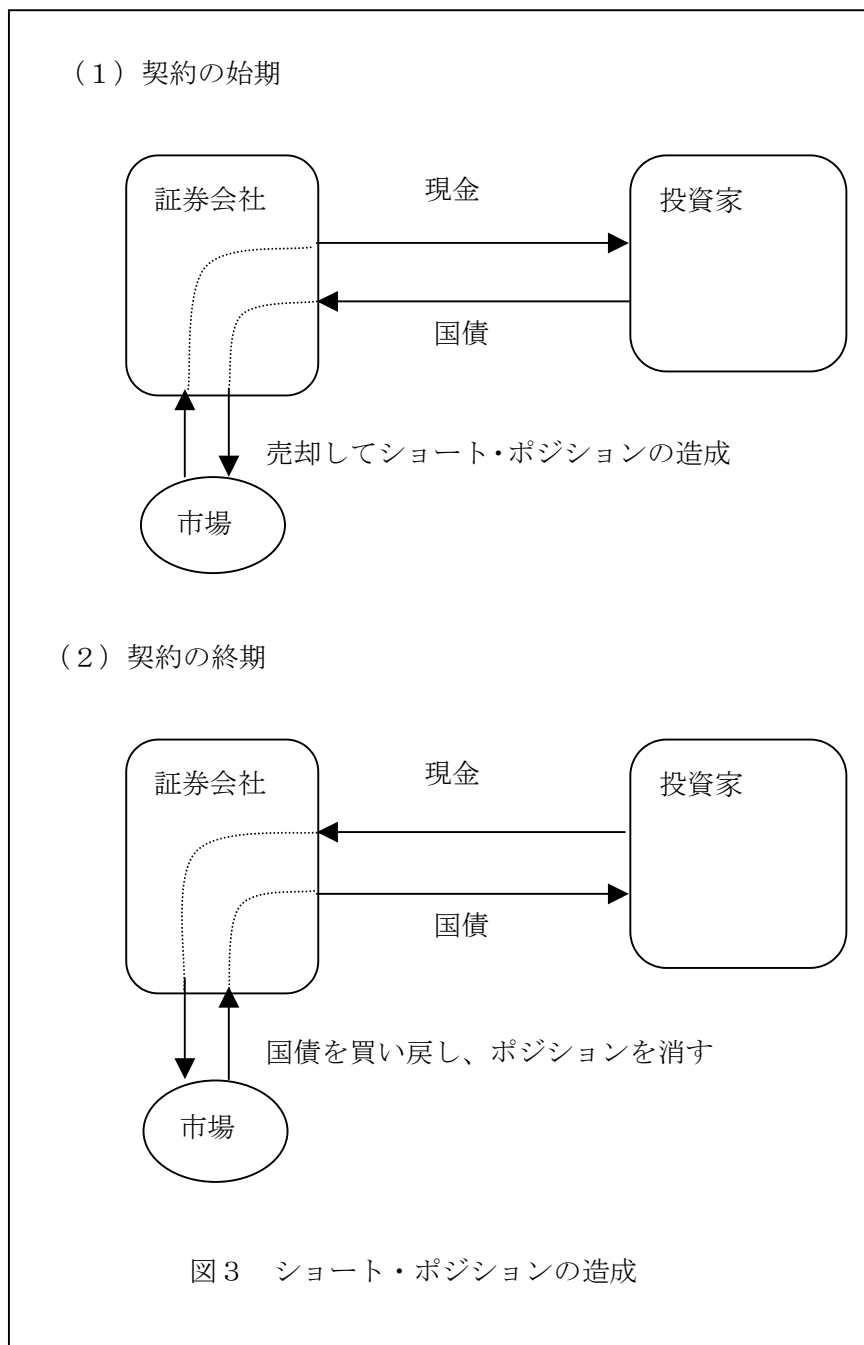
(a) 証券会社が保有する債券の在庫ファイナンス機能<sup>6</sup>

レポ取引のなかで大きな比重を占めるのが、証券会社の債券の在庫ファイナンスである。大手の証券会社は顧客の売買の要望に応えるために多くの在庫を保有しなければならないが、その資金調達には大きな負担となる。図2のように、証券会社はレポ取引を行うことにより、在庫資金を有利に調達できる。レポ取引では、投資家は債券を担保として受け取れ安全性が高まるため、金利は通常の市場調達より低く調達者に有利となるためである。

<sup>6</sup> レポ取引をディーラーの在庫ファイナンスに利用するのは証券会社に限らないが、ここでは証券会社としておく。

(b) ショート・ポジションの造成

ディーラーは時に応じてショート・ポジションを造成する必要がある。これは直物市場



と先物市場の裁定取引である場合もあるし、直物市場での銘柄間の裁定である場合もある。このようにときに、図3のように特定の債券を借り入れて売却することにより、証券会社はショート・ポジションを造成することができる。

(c) 債券のフェイルを防ぐ

通常の債券売買取引を行なえば、決済のなかで債券の売り手は買い手に対して当該債券を引き渡さ

なければならない。ところが何らかの理由で債券を引き渡せない事態が生じる時がある。

この理由には、事務的な過誤である場合もあるし、債券が揃わない場合もある。このように債券を引き渡せないことをフェイル (Fail) と呼んでいる。

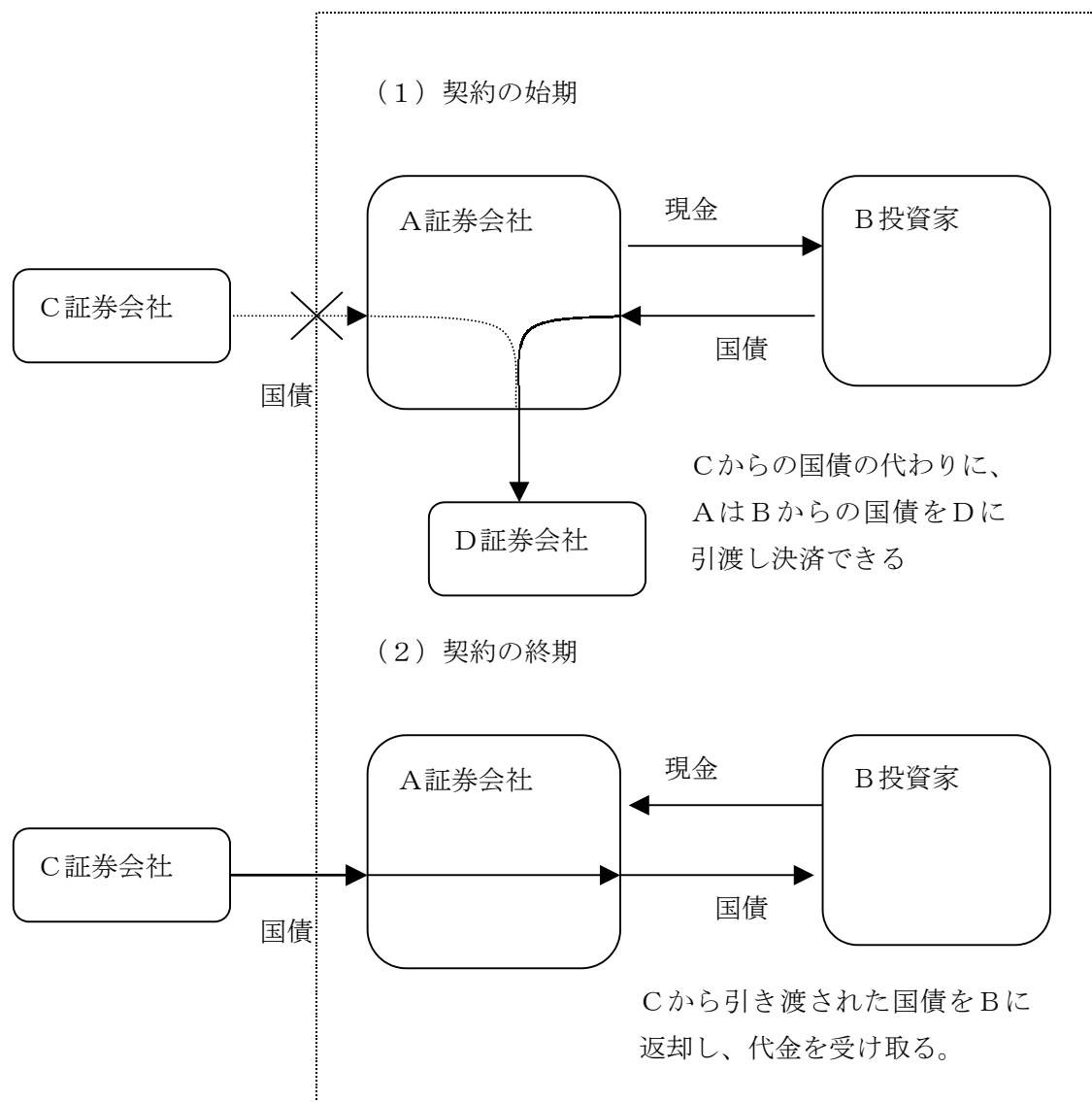


図4 フェイルの防止

図4では、A証券会社はC証券会社から買った債券をD証券会社に引き渡す予定で準備をしているが、Cが事務上の過誤などの理由で債券をAに引き渡せない場合には、AはDに債券を引き渡すことができず、フェイルとなってしまいます。このような場合、フェイルを防ぐためA証券は、レポを利用する。この債券を持っている投資家Bからレポ取引でこの債券を借りて、Dに引き渡す。Cからの債券の返却があれば、これをBに返却する。今日の債券市場では1日の取引額は非常に大きく、同一の債券が一日の間に何度となく売買さ

れ回転していく。決済が長いチェーンのように連続していく。ところが、どこかでフェイルが起これ、この取引の輪が崩れると、後に続く決済が難しくなってしまう。レポ取引は切れたチェーンを補うことにより、円滑な債券決済のために不可欠のものである<sup>7</sup>。効率的なレポ市場がないところでは効率的な債券市場は存在しえない。

#### (d) 中央銀行の金融調節手段

レポは中銀の金融調節手段としてきわめて重要な役割を担っている。FRBの公開市場操作の主体はレポ取引<sup>8</sup>であるし、ECBにおいてはさまざまな満期のレポ取引が金融調節手段の中心となっている<sup>9</sup>。我が国でも日本銀行にとって流動性調整の一手段である。

#### (3) レポ市場の意義

以上に加えて、レポ市場は今日の資本市場において金利に関わる四つの市場を結ぶ重要な役割を担っている。四つの市場とは、短期金融市場、債券現物市場、債券先物市場、金利スワップや国債オプションに代表されるデリバティブ市場である。この四つの市場の間には緊密な裁定関係が働くことが自然であるし、望ましい。

どのような裁定取引があるだろうか。

(a) たとえば債券現物市場と金利スワップのデリバティブ市場の具体例を考えてみよう。10年物の国債金利に比べて、同じ10年物の金利スワップが通常の状態に比べて極端に高い金利になっていたとしよう。これをベアシスが開いていると表現するが、このようとき金利スワップの参加者は、固定金利を受け取るスワップを締結し、ヘッジとして

---

<sup>7</sup> フェイルが起これると、フェイルによって本来利益を得るのはフェイルで証券を受け取れなかった方である。米国の証券市場では、ディーラーはフェイルを被ることを喜ぶと言われている。これは証券を受け取れない場合に、支払うはずであった資金が運用でき、フェイルまでの期間「タダ金（コストがかからず運用できる金）」に変わるからである。しかしフェイル慣行の十分行き渡っていない我が国では依然フェイルを絶対受け付けない投資家が多いのは残念である。

<sup>8</sup> もちろんレポとリバース・レポ（マッチト・セールス）を含む。

<sup>9</sup> **Reverse Transactions** としてレポ取引を金融調節手段の中心と据えている。ECB(2000)



10年物の国債をレポ取引で調達し市場で売却する、すなわちショートしておく。10年物の金利スワップ金利が国債金利に比べて低下、すなわちベーススが縮まったときに、10年物の国債を買い戻し、改めて固定金利を支払うスワップを締結する。これでこの参加者はベーススが縮小したことに伴う利益を固定できる。

ベーススの開きを裁定しようとする参加者はレポ取引の代わりに債券の先物売ることもできるが、たとえば6年のスワップをヘッジするのに、10年の先物を利用すると6年と10年のイールドカーブの変化により、ヘッジとならないこともある。したがって有効なヘッジとなるためには、スワップの期間に該当する債券を利用することが必要となり、レポ市場が有用な機会を提供することとなる。

(b) 現物の異なる銘柄間でも、相互のあいだの利回り格差が極端に変動したとき、同様の裁定が働く。短期金融市場と債券の現物市場の間ではイールドカーブの変化を中心とした裁定が働き、債券現物と債券先物の間では、両者間のベーススや、チーペスト・デリバブル・ボンドの変化を軸とする裁定も働く。このような裁定にもレポ取引は必須である。

以上のように資本市場全体の中でレポ市場はきわめて重要な役割を担う芝居の「くろこ」のような市場である。一見目立たない存在であるが、4つの市場を基礎から支える重要な存在である。

#### (4) レポ市場の新しい動き

レポ市場の歴史は19世紀にさかのぼれるが、米国で取引が本格的になるのは1960年代である。1980年代には国債発行量の増大、さらには90年代にはデリバティブ市場の拡大に伴い、レポ市場は一段の拡大をすることとなった。欧州や日本において、レポ市場についてはさまざまな規制が解かれ取引が本格化したのは1996年以降である<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> 著者も1990年代の初期にドイツにおいてレポ市場の創設に貢献をしたことがあるが、多くの規制や、

米国を除けば本格的レポ市場の歴史は短いものであるが、レポ市場が果たす重要な役割に対する理解が深まり、各国ではさまざまなレポ取引への取り組みが行われている。

たとえば、当初、レポ取引は銀行や証券会社が相対取引を行っていたのであるが、取引量の増加はさらに効率的な取引方法と決済システムを必要としていることが認識され、先進各国ではレポに関わるサービスを決済機関が提供するようになってきている。米国の清算機関G C S Sは米国国債のレポについてすでに1995年にはレポの清算決済サービスを開始しており、その後も追加的なサービスを提供している。またロンドンのL C Hは欧州各国国債のレポ決済業務を99年に開始したが、さらにEuroclear、G C S Sと組んで、欧州でのレポ業務を進めるための合弁会社E S C Cを設立し、欧州の国債などのレポ清算決済業務への取り組みを進めている。

#### (5) レポを巡る国際的議論

レポ市場の役割の重要性から、多くの中央銀行や、国債機関ではレポの研究が進んでいる。その中で代表的と思われるものを挙げておきたい。

B I Sでは17カ国のレポ市場の調査を99年に発表した。これは中央銀行、金融監督の立場からレポ市場を各国横断的に調査した包括的な研究である。レポ市場の存在意義、参加者のリスク管理、金融当局への含意など多くの示唆に富む。

E Uにおいてはユーロの導入を契機に域内のレポ市場のあり方についてのジョバニーニ・グループのレポートが99年10月に公表されている。ジョバニーニ・グループは民間の銀行証券会社、決済機関からメンバーが集まり、E U委員会が事務局となってユーロの導入に伴う債券市場への影響について分析を行っているが、その第二弾のレポートがレポ市場についての報告であった。

この報告の中で、同グループは、E Uにおいてはユーロの導入にもかかわらず、各国の

---

税制上の不確定要因に悩まされた記憶がある。

レポ市場が統一できておらず、EU域内における自由な資金の移動の妨げになっていることを指摘した。その上で、共通レポ市場の発展のために域内におけるレポについての統一的、標準的な取り扱いを目指すべきとの報告を行った<sup>11</sup>。市場参加者、取引所や決済機関などの市場インフラ提供者、各国およびEU当局の課題として、表1のような項目をまとめている。これは将来のアジアにおけるレポ市場の標準化を考える上でも貴重な報告である。

## 二. アジアにおけるレポ市場

### (1) 日本における現状

本邦では、レポ取引は現先取引の形で行われてきたが、有価証券の売買には有価証券取引税が課せられていたために、売買取引としての現先取引の参加者は限られていた。このため、有価証券取引税の課されない債券貸借取引の形でレポ市場が発達し、特に96年以降においては担保金への付利制限および下限規制の撤廃<sup>12</sup>が解かれたことから、その出来高は急激に増加し本年第2四半期では約50兆円の残高がある。95年のベアリングス証券の破綻を契機にそれまでシェアの高かった無担保の債券貸借取引は信用リスクの観点から出来高が減少し、現金担保付きの債券貸借取引が中心となっている。

有価証券取引税は99年に廃止となった。これを契機に金融界では新現先取引<sup>13</sup>として国際基準の売買形態のレポ取引の枠組みが固まりつつある。新現先取引は米国のレポと同様の機能を持つ。日本銀行では来年度には同行が行うレポ取引を新現先取引に統一する方向で動いており、徐々に新現先取引が浸透していくものと思われる。また香港、シンガポールなど海外投資家のなかには現金担保付き債券貸借取引では貸付行為として内部規定で取

---

<sup>11</sup> 2001年11月現在でEU委員会は、域内における金融取引に関わる担保の差入についての法的な取扱を統一するための指令案を公表している。同案ではレポ取引の破綻などの場合において破綻債務者との間での相殺（**netting**）を行えることとなっている。

<sup>12</sup> 付利制限とは、現金担保金に付利する金利は市場レート（有担保コール翌日物出し手レート）マイナス1%を上限とする、また取引担保金下限規制は特定の場合を除き、貸借対象債券の時価の105%を下回らない金額の取引担保金を受け入れるというもので、実質禁止的であった。

<sup>13</sup> 新現先取引については管野・加藤（2001）を参照。

引のできない先もあり、円の国際化を進めるためにも国際基準の新現先取引の普及が望ましい。

さまざまな改革の進んできた我が国のレポ市場であるが、非居住者のレポ取引についての源泉徴収税が課されるため、我が国のレポ市場の国際化を進める上で障害となっている。レポ取引に関わる源泉税は廃止されるべきである。

また米国、欧州での発展にも見られるとおり、レポ市場の発展は優れた決済機能が前提となる。我が国では本年はじめからRTGSによる国債の決済が行われているが、さらにレポを含めてのネット決済の実現が必要であり、国債懇談会などの場で、参加者、当局の間でその必要性が論じられている。

## (2) アジアにおける現状

アジアの各国においてもレポ市場の重要性への認識が高まっており、より使い勝手のよい市場を作るべく、さまざまな改革が行われている<sup>14</sup>。

香港、シンガポールは市場規模こそ小さいが市場の改革、育成が進んでいる。ここでは、韓国、タイ、マレーシアを見てみたい。

### (a) 韓国

韓国の国債市場は97年のアジア通貨危機後、国債発行額の急増を契機に急成長した。政府が3年物を中心に継続的発行を続けた結果、国債も7年程度までのベンチマーク金利としての機能を果たす様になった。99年7月にプライマリー・ディーラー制度がスタートし、レポ取引についてもマスター契約書が作成された。国債先物市場も相前後して開設されているが、韓国のレポ市場の規模は予想ほどには伸びていない。

その理由としては①大手金融機関が銀行間の短期資金取引については信用リスクを重視

---

<sup>14</sup> 韓国、タイ、マレーシアの短期金融市場（含むレポ市場）については絹川（1999）を参照。

せず無担保取引に走る傾向があること、②韓国では資金の出し手が同時に国債を大量に保有していること、③プライマリー・ディーラーを含め債券ディーラーはポジションを取ることが少なく、レポ取引を行う必要が少ないこと、④市場にレポに通じたトレーダー、バックオフィスのスタッフが少なく、が挙げられている<sup>15</sup>。なお、国債の源泉クーポン等に対する源泉税は**2001年7月**以降修正されたが、クーポンの終期あるいはディスカウント債については満期の保有者が源泉税を支払うことに変わりなく、源泉税の支払時期を遅らせるだけの措置であった。このため7月以降もレポ活性化の兆しはないという。

なお、各国の先物市場と異なり、韓国国債の先物市場の清算方法は現物のデリバリーを行わない現金清算に依っている。債券先物市場で現物のデリバリーを認めないと、直物と先物の価格形成がゆがむ可能性があり、変更が望ましい。現物デリバリーを認めるようになれば、レポでの現物デリバリーを必要とすることとなりレポ市場の発展にも結びつく。99年の先物取引開始にあたり現金精算にしたのは、まだ現物市場が狭隘でスクイズ<sup>16</sup>などの事態発生を恐れたためとされるが、その後現物市場の厚みも増しており問題はない。

韓国金融当局は、国債市場とりわけレポ市場の発展には極めて積極的であり、昨年5月の財政経済部宛報告書でもそのための方策を複数記述している。

#### (b) タイ

タイの銀行間資金市場にはブローカーもなく、有力大手地場銀行が意のままに操る市場と理解されてきたが、中央銀行は、近年、窓口貸出や為替スワップよりもレポ市場を通じる金融調節を志向してきた。しかし、タイのレポ市場は、慣行上全ての取引の相手方は中銀という風変わりな形態であり、中銀が自らの金融調節として行っているのか、あるいは、銀行同士のレポ取引を中銀が仲介しているのかどうか不明であった。また、中銀とのホッ

---

<sup>15</sup> Kim(2001)を参照。

<sup>16</sup> squeeze、特定の銘柄を買い占め、売り手の買い戻しを行わせることにより、価格上昇を招く手法のこと。

トラインがなかなか繋がらず、レポ市場で中銀が金利を操作しているのではないかとの疑念も強かった。加えて流通市場での国債の受渡方法が未整備であったため、受渡決済リスク面からも中銀を介したレポが選好されたと言われている。タイでは、金利の受け払いを伴う取引について3.3%の特別ビジネス税が課されることが銀行間の資金取引そのものを阻害していた面もあった。

しかし通貨危機を経て、債券市場育成の必要性が認識され、98年秋に、インフラ、発行、流通市場全体について「債券市場発展マスタープラン」が作られた。これを基本に、財務省に設けられた公的債務管理室を中心に、関連インフラ整備が漸く始まった。国債発行残高も98年後半以降急増し、発行期間も長期化した。また、レポ取引については一定の条件を満たせば特定ビジネス税を免除するといった措置も漸く取られている。

レポ取引の振興もこのマスタープランで取り上げられ、中央銀行自身通常のレポ取引を根付かせようと、関連インフラ整備に取り組んでいる。もっとも、国債の受渡決済システムの整備が遅れている他、通常のレポ取引が定着するには今暫く時間を要するとの声が市場参加者の間では強い。

国債の決済についても、DVP機能を持つ決済システムの稼働の準備をしている。

#### (c) ・マレーシア

マレーシアでは、永らく財政均衡主義のもと国債発行残高が横ばいで推移し、かつ新発国債の多くは国営の被雇用者年金基金がほとんど直接買い入れ満期まで保有することから、セカンダリー市場もほとんど育たなかった。一方で、中央銀行は主に大手地場銀行との間で無担保の資金取引を行うことで、金融調節を行ってきた。

通貨危機後、特に98年後半以降マレーシアでも景気刺激策を採ったために国債発行残高は増加した。これに加えて官主導で債券市場育成方針が示され、本年2月には今後10年間の青写真を示した「資本市場マスタープラン」が発表され、93年に作られた証券委

員会を中心に、株式、社債市場等について具体的な計画が示された。

最近では、マレーシア版のレポ取引のマスター・アグリーメント作成作業が進められているが、中央銀行もこの動きには協力的である。中央銀行としても金融調節手段の整備は重要なテーマであり、市中銀行への資金放出に当たっては、無担保の資金取引形態に代えて、レポ形態を基本に据え資産内容の健全化を図ることも必要であろう。

マレーシアの場合、社債市場育成を含め当局主導色が強く、市場がどこまでこれにフォローできるかがポイントと思われるが、ことレポ市場については、中央銀行のサポートも加わり徐々に銀行間のレポ市場も育っていこう。

### 三. アジアにおけるレポ市場の育成と日本の役割

アジアは本源的な貯蓄に富む地域であり、一方では今後も多くの投資を必要とする地域でもある。域内資本市場の整備による域内資本のより効率的な運用は地域全体の課題であり、この遅れは地域の発展に水を差すことになる。その意味で効率的レポ市場の構築は各国共通の課題である。

レポ取引のアジアにおける標準化は長い目で見てアジア域内での相互間のクロスボーダーの投資を容易にすることにもつながる。EUの例にもみるとおり、標準化が必要な領域は、法制、税制、清算決済、そしてプライマリー、セカンダリー市場の習慣など、きわめて具体的な事柄である。このためアジアの域内でのレポ市場の育成には、実態の調査、改革への提言、技術的支援など、多くの協力が可能である。

これまでのところ東アジアのレポ市場整備について、香港、シンガポールや豪州の金融当局者や民間関係者の活動が垣間見られるものの、日本の関係者の存在感は総じて薄い。我が国の国債市場は近年のレポ市場を含む改革のおかげで市場の流動性について非常な改善を見ている。しかも我が国の金融市場は銀行を中心とする間接金融を中心として発展してきており、アジア諸国と共通点を持っており、本来彼らと分かちあえる物は多い。

特にEUのジョバニーニ・グループにみるように、市場の実態をよく分かり、また将来への展望を持つ民間のイニシアティブが欠かせない。その意味で我が国の民間金融関係者の積極的関与が必要である。

#### 参考文献

- ・絹川直良(1999)「変貌する韓国・タイ・マレーシアのマネーマーケット」国際金融 1999.7.1
- ・財務省ホームページ、国債市場懇談会議事要旨
- ・管野浩之・加藤毅 (2001)「現先取引の整備・拡充に向けた動きについて」日本銀行マーケットレビュー2001・9
- ・ Stigum, Marcia (1989) *The Repo and Reverse Markets*
- ・ ECB (2000) *The Single Monetary Policy in Stage Three*
- ・ Kim, Sungmin (2001), *Strategies for Developing Local Bond Market: The Korean Experience*, KDB
- ・ EU Commission (2001) *Proposed Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements*
- ・ 同 (2001) *Proposed Directive on financial collateral arrangements – frequently asked questions*
- ・ APEC (1999) Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets, *Compendium of Sound Practices, Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies*
- ・ Giovannini Group(1999) *The EU Repo Markets: Opportunities for Change*, EU Commission
- (1997) *The Impact of the Introduction of the Euro on Capital Markets*, EU Commission
- ・ Herring, Richard J. and Nathporn Chatusripitak, (2000) *The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development*, ADB Institute Working Paper 11
- ・ Rhee, S. Ghon (1999) *Rising to Asia's Challenge: Enhanced Role of Capital Markets*, ADB
- ・ BIS (1999) *Securities Lending Transactions: Market development and implications*