

## レポ取引市場拡大に向けた動き ～米国の動向と本邦へのインプリケーション～

米国においてレポ取引<sup>1</sup>は、米国国債、政府機関債、モーゲージ担保証券等の発行増加に伴い着実に拡大している。1981年は平均残高が約1100億ドルであったが、2004年は約5兆ドル<sup>2</sup>となっている。途中で伸びの鈍化は見られたものの、年平均18%増の勢いで成長している。この裏では清算機関の存在も大きく影響しているようである。

本稿では、このような米国におけるレポ市場の仕組み、特徴を概観し、本邦レポ市場の今後の拡大に向けた課題について検討したい。

### 米国のレポ取引の機能、特徴

米国のレポ取引は、いわゆる債券の買戻し条件ないしは売戻し条件付きの売買取引で、主に手持ちの債券を担保にした資金調達(レポ取引)、余資運用、空売り玉の手当て、フェイル防止(リバース・レポ取引)等のために行われている。

通常、取引の対象となる債券は、流動性があり、信用力の高い米国国債が多く全体の2/3を占める。次いで政府機関債、モーゲージ担保証券となっている。社債は全体の5%程度に過ぎない。また、レポ取引の期間は、オーバーナイトが大半で、数日内で終了する短期間のもが多く、長くても3ヶ月程度となっている。

### 米国レポ取引の形態

米国におけるレポ取引のタイプを大別すると以下の通りである。

GCレポ (General Collateral repos.)

取引対象となる債券が特定の銘柄でなくてよく、途中で対象債券を差替えることができる資金貸借的な性格を持つ取引。対象債券の差換えの際には、事前に取り決められた条件内で、代替銘柄を選定することができる。

GCFレポ (General Collateral Finance repos.)

GCレポ取引の効率化を企図し、FICC (Fixed Income Clearing Corp.)<sup>3</sup>により1998年に設けられた制度。取引概念はGCレポと基本的に同じではあるが、ネット清算を取引開始時にも可能とし(通常、GCレポでは取引終了時にネット清算が行われる)、対象債券の差換えを容易にする設計がなされている。ただし、参加者はFICCの指定する清算銀行(注3参

<sup>1</sup> 債券を一定の価格で売戻しあるいは買戻しする条件を付した売買取引のことを指す。日本の「新現先取引」がこれに相当する。ちなみに、日本でレポ取引と言えば、「現金担保付債券貸借取引」を指すことが多いが、本稿ではレポ取引は両者を含むものとする。

<sup>2</sup> 出所 Federal Reserve Bank of New York

<sup>3</sup> FICCは債券取引に関する清算、決済機関として、GSCC (Government Securities Clearing Corp.)とMBSCC (MBS Clearing Corp.)の合併により、2003年1月に設立されたDTCCの子会社である。FICCはレポ取引の清算銀行として、Bank of New York及びJPMorgan Chaseを採用している。

照)と取引を行う業者に限られる。

SC レポ (Special Collateral repos.)

特定の銘柄を対象とするレポ取引。債券貸借的な性格を有し、特定銘柄の需給動向による貸借料率が考慮され、通常、GC レポレートより低い水準となっている。

## 米国レポ取引の参加者

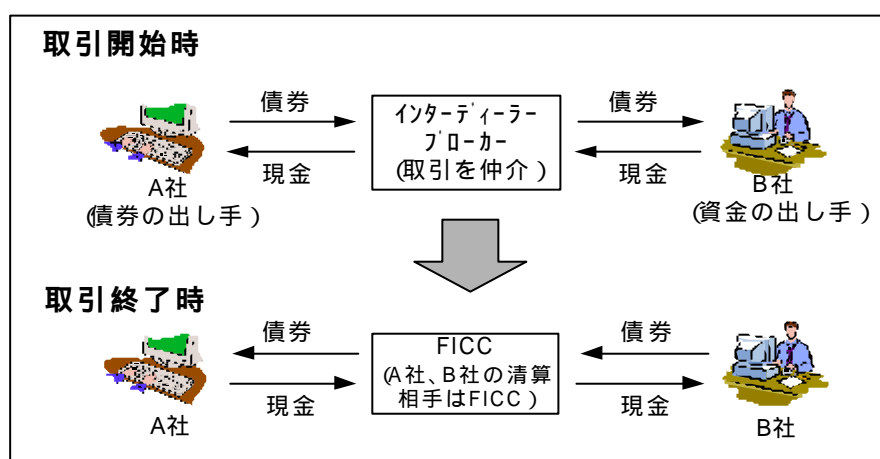
レポ取引の形態は、その参加者により、 インターディーラー取引、 対顧客相対取引、 トライ・パーティレポ取引の3つに分けられる。

### インターディーラー取引

各種取引条件を提示するインターディーラーブローカーを介して、取引相手を意識せず、取引を行うことができるため、匿名性が確保されている。

また、清算は通常、FICC を通じて行われる。FICC を相手に、各取引当事者が清算を行うため、取引相手の信用リスクを考慮する必要が無い仕組みとなっている(下図参照)。

図： インターディーラー取引 (レポ取引)



### 対顧客相対取引

レポ取引に関する各種条件(想定元本、期間、対象証券、利率等)を顧客、ディーラー間で直接交渉し、その条件を決定した上で、取引するものである。

### トライ・パーティレポ取引 (Tri-Party repos.)

の対顧客相対取引と基本的な考え方は同じではあるが、顧客とディーラーが直接、現金、債券のやり取りをするのではなく、第三者機関であるカストディアンを介して取引を行うものである。取引当事者双方が当該カストディアンに口座を持っていることが前提となる。カストディアンは現金、債券の交換を確認するほか、対象債券の差換え、担保評価、マージンコール等の付随業務を行う。トライ・パーティレポ取引は、レポ取引による決済を行うためのオペレーション部門、システムを持たない中小の銀行、事業会社のために用意されたスキームで、近年、大手ディーラーがサービスを開始し、普及しつつある。

## 米国レポ取引の電子化の状況

米国においてレポ取引の電子化はそれほど進んでいないというのが実情のようである。

インターディーラー取引に関しては、取引システム<sup>4</sup>は多数の顧客に利用されているが、それでも電子取引は全インターディーラー取引の14%を占める程度である。一方、対顧客相対取引に関しては、取引システムを利用した取引はほとんどない。

海外のある調査会社<sup>5</sup>の報告によると、電子取引システムの採用と新技術の導入に伴い、電子取引率は更に向上し、2007年末までに全インターディーラー取引の40%に近づくとする楽観的な見方もある。一方、対顧客相対取引に関しては、上述の通り、電子取引はほとんどない状況にあるが、今後、仮に複数ディーラーが参加する対顧客取引システムが開発され、レポ取引主要業者が参加すれば、電子取引は対顧客取引の約15%を占めることになるだろうと予測されているが、大きい数字とは言えない。そもそも、対顧客相対取引の電子取引システムが普及しない主な理由として、FICCのような統一清算機関が存在しないということが指摘されている。インターディーラー取引ではFICCが清算機関としてネットィング、リスク管理等のサービスを提供しているが、対顧客相対取引ではこれらのサービスを利用することは出来ない。また、その他の理由としては、社内の既存システムへの接続が困難であったり、現行の取引慣行の方がむしろ効率的であったりする場合があることが挙げられる。

## 我が国レポ市場へのインプリケーション

本邦におけるレポ市場は、現金担保付債券貸借取引を中心に発展してきた。また、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グローバルスタンダードに則った新現先取引が導入され、市場の活性化に向け制度改善が進められている。

制度面の手当て以外に必要と考えるものの1つに清算業務の効率化がある。米国におけるレポ市場の拡大の要因は様々考えられるが、その中でもFICCの果たした役割は見逃せない。取引がシステム化等により効率化されたとしても、清算業務が依然、取引当事者同士で行うものであれば、現在に至るまでの取引量の拡大は難しかったのではないだろうか。そのため、まずは、インターディーラー取引に限られるかもしれないが、清算業務を効率的に行えるセントラル・カウンターパーティ(CCP)の機能が必要と考える。折しも本邦では日本国債清算機関(JGBCC)が2005年5月より清算業務を開始する予定であり、ここでレポ取引のネットィング、リスク管理等も行われる。米国におけるFICCと同様の役割を担う清算機関として機能することが期待される。

一方、対顧客相対取引の場合においては、資金の出し手である投信、事業法人等がレポ取引の実務処理を行えるほど体制、システムが整っていない場合が想定されるため、市場関係者によりトライ・パーティレポ取引のサービスを提供する事も有効ではなからうか。その結果、資金の出し手がレポ市場に参加しやすくなり、市場の厚みが増すことが期待されよう。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、株野村総合研究所金融IT研究センターが作成したものである。

<sup>4</sup> 代表的な取引システムに、米 ICAP Electronic Broking 社の BrokerTec サービスがある。

<sup>5</sup> Celent Communications。米国の調査会社で金融サービス関連のリサーチ、コンサルティングを行っている。