

# マイナス金利と事業法人のレポ取引



片山 謙

## CONTENTS

- I なぜレポ取引か
- II レポ取引と事業法人
- III レポ取引を行う際の整備負担
- IV 取引業務を支えるプレイヤー
- V 取引参入への留意点
- VI 本邦事業法人への示唆

### 要約

- 1 マイナス金利政策の導入は、多くの人が驚きを持って迎えたのではないだろうか。暗黙のうちにゼロと置いていた短期金利の下限が変わった。短期資金の運用についてあらためて検討を求められる時代になったのかもしれない。
- 2 マイナス金利政策で先行する欧州ではここ数年、事業法人の短期資金運用において、銀行預金の補完手段として資金調達者とのレポ取引が拡大している。きっかけは世界金融危機と欧州債務危機により金融機関のバランスシートが傷み、大手事業法人が預金の元本リスクを強く感じるようになったことであった。さらに、マイナス金利政策の導入後は、一部の金融機関において大口預金を抑制するため、事業法人によるレポ取引を促す動きが出てきていると聞く。
- 3 欧州でのレポ取引の需要拡大に伴い、業務を支援するサービスが充実してきている。代表例として担保管理に必要な法務負担を軽減するサービスや、取引のフロント業務整備の支援、決済や担保管理の代行サービスがある。金融機関並みの体制を自前で整備しなくともよくなり、取引に参加する事業法人が増えている。
- 4 本邦事業法人のうち、欧州に大規模なビジネス拠点を持つところでは、レポ取引の活用は既に今日の検討課題ではないだろうか。それ以外の事業法人においても、マイナス金利政策を受けて大口円預金の受け入れが抑制されるような状況が生じれば、検討課題となってもおかしくないであろう。

## I なぜレポ取引か

日銀によるマイナス金利政策の導入は、金融機関だけでなく多くの事業法人の人々が驚きを持って迎えたのではないだろうか。暗黙のうちにゼロと置いていた短期金利の下限が変わったことで、従来の常識にとらわれずに短期資金の運用についてあらためて検討を求められる時代になったのかもしれない。

マイナス金利政策導入で先行する欧州では、スイスで大口預金に実質的なマイナス金利が課されている。結果、機関投資家において預金を介さずに直接、貸し付けなどの資金運用を行うことで、少なくともゼロもしくはプラスの金利を確保しようとする事例が出てきたと報道されている<sup>注1</sup>。

実は、欧州ではマイナス金利政策の導入よりも前から、預金を介さない短期資金運用が広まってきていた。2007～08年の世界金融危機、そして2009～10年の欧州債務危機が金融機関のバランスシートを毀損し、大手事業法人を中心に大口預金の元本リスクをより強く意識するようになったためである。そこで、大口預金を補完する手段として、証券担保を取った資金調達者との直接取引、いわゆるレポ取引を拡大させるなど、運用手段の多様化を図ってきた。

そして、マイナス金利政策の導入後は、一部の金融機関が必要額以上の大口預金の受け入れに消極的になったことを受けて、事業法人によるレポ取引が拡大傾向にあると聞く。

## II レポ取引と事業法人

欧州におけるレポ取引とは、債券などの証

券をある一定期間後に買い戻すという条件付きで売却する取引（リパーチャース・アグリメント）のことである<sup>注2</sup>。経済的には証券を担保として資金を調達する手段であり、証券在庫を元手に資金を得たい投資銀行やヘッジファンドなどが資金を運用したい銀行や投信、年金基金などと取引する。資金を運用する側から見ると、売り戻し条件付きで購入するため、リバース・レポと呼ぶことがある。

国際資本市場協会（ICMA）によれば、欧州のレポ市場は2015年12月の残高が5.6兆ユーロ（約700兆円）と巨大である。うち、事業法人による取引はレポ市場全体の1～2%、残高にして7～14兆円程度と推定される。市場全体に対するシェアはまだ小さいものの、足元では年倍増ペースで伸びていると見られ、決して無視できない存在となりつつある。

## III レポ取引を行う際の整備負担

事業法人がレポ取引を行うには、以下ののような業務の体制作りが求められる。第一に法務である（図1の①）。レポ取引を行う可能性のある相手先と、あらかじめ基本契約を結ぶ必要がある。

欧州では国際資本市場協会が定めるGMRA（Global Master Repurchase Agreement）などの標準的な基本契約書式への準拠が一般的であるが、取引相手との個別交渉の中で条項に多少のバリエーションが出る場合がある。事業法人の多くはレポ取引の条項に係る交渉が不慣れである。その上、レポ取引先の数は多くなりがちのため、個別交渉および締結の事務負担は無視できない。

第二にフロント業務である（図1の②）。  
 マーケット情報の入手から取引判断、約定ま  
 での一連のプロセスについて、金融機関ほど

ではないにせよ、必要なスキルセットを持っ  
 た人や装備を整える必要がある。

第三にバック業務である（図1の③）。ま

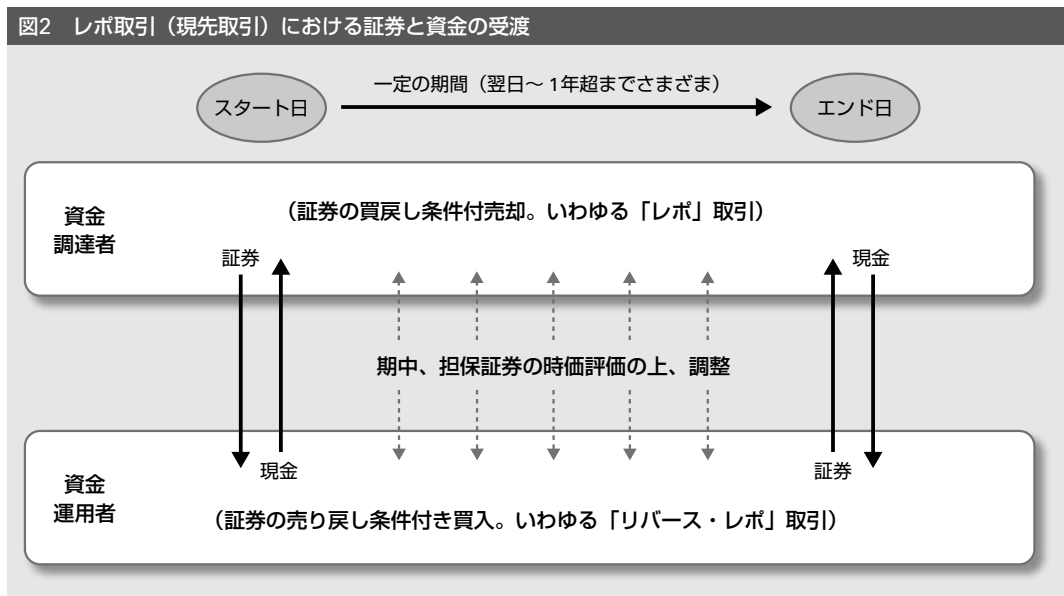
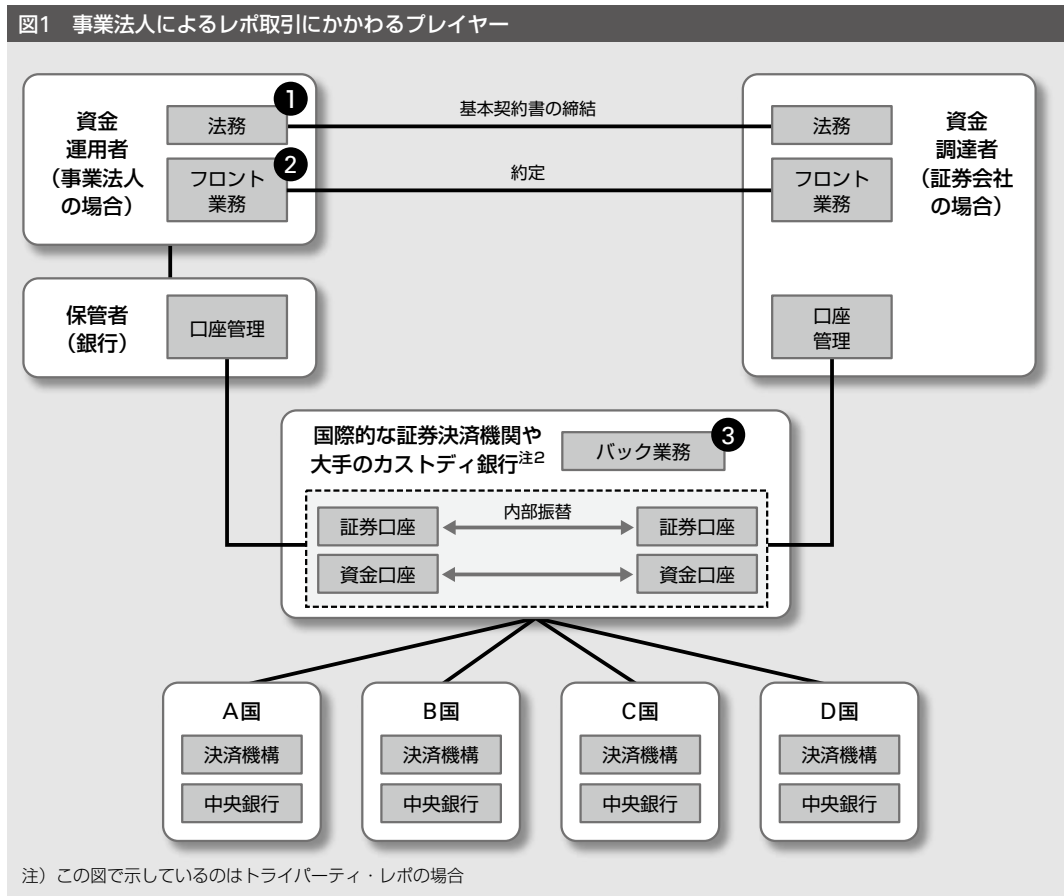
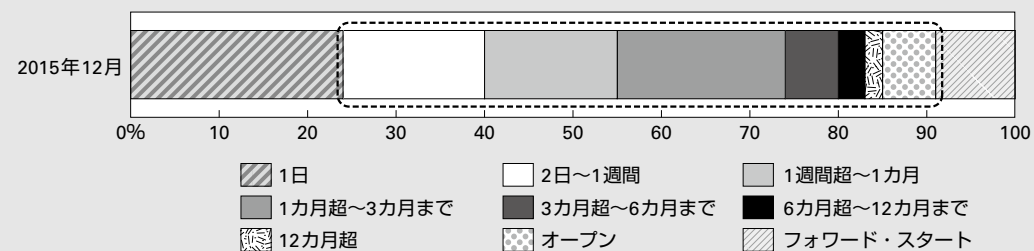


図3-1 「期日物」が約7割を占める欧州レポ市場



出所) ICMA (国際資本市場協会) サーベイ (2015年12月) を基に作成

図3-2 担保証券発行国の3割弱が欧州以外



出所) ICMA (国際資本市場協会) サーベイ (2015年12月) を基に作成

ず、レポ取引のスタート日およびエンド日における証券と資金の受渡し業務が必要である。加えて、レポ取引にはエンド日がスタート日の翌日となる翌日物と、翌々日以降となる期日物の2通りがあるが、後者の取引を行う場合は取引先の倒産リスクに備えるため、期中の担保証券の値洗い(時価評価)および過不足の調整を行う必要がある(図2)。

加えて、担保証券の発行国が一国ではなくA国、B国、C国、D国というように複数の国に分かれている場合には、それぞれの国の証券決裁機構などに指示をする必要がある。

実際、欧州のレポ取引において、翌日物は残高ベースで市場全体の4分の1にすぎず、2日~1週間が2割弱、長いものでは1カ月を超える期日物が合わせて約5割もある(図3-1)。さらに、時価評価の対象となる証券が多様である。発行体の国別に見ると、ユ

ーロ圏の国々や英国、その他欧州に加えて、米国や日本など、非欧州国が発行する証券が担保として使われている(図3-2)。資金調達者が担保として多様な発行国、発行体の証券を差し入れてきた場合、受け取る側の資金運用者が自ら担保の時価評価を毎日行うとなると、事務負担が無視できないものになることは想像に難くないであろう。

#### IV 取引業務を支えるプレイヤー

前述の体制作りは、多額の短期資金運用を行うグローバルな事業法人でこそ可能なものの、相応の固定費を要するものであった。そこで、前述の取引需要環境変化を受けてより多くの事業法人がレポ取引を利用できるよう、負担を軽減するサービスが提供されるようになってきている。

たとえば「フロント業務」については一部で、事業法人の取引先銀行による支援を受けられるようになってきたようである。金融危機を受けて、銀行はバランスシート管理基準を厳格化しており、さらにマイナス金利政策が導入される中で必要以上の大口預金を抑制したい。そこで、事業法人がレポ取引を行うためのトレーニングやシステム整備などに係るアドバイスを銀行から受けられるようになりつつあるという。新しい動きといえよう。「バック業務」については、国際的な証券決済機関<sup>33</sup>や大手カストディ銀行<sup>34</sup>によるサービスが充実しつつある。資金運用者と資金調達者の口座をサービス提供者の中に設定し、担保証券の銘柄選定や、スタート日とエンド日の証券と現金の受け渡し、期間中の担保証券の値洗い・過不足調整を委託することで、事業法人はこれらの業務に係る事務能力を自ら整備しなくてもよくなる。このようなレポ取引はトライパーティ・レポと呼ばれ、これまでファンドや年金などの機関投資家を中心に利用されてきた。その事業法人版である。

そして「法務」についても、複数の国際的な証券決済機関が、それぞれ「標準的」とする取引条件に合意する事業法人と取引相手を結ぶことで、個別交渉する手間を省くサービスを提供してきている<sup>35</sup>。事業法人において法務の負担感が強いことへの配慮といえよう。

## V 取引参入への留意点

ここで、取引参入にあたっての留意点について指摘しておきたい。それは、欧州レポ市

場がある意味で転換点にあるということである。周知のとおり、欧州中央銀行はマイナス金利政策の導入に先立って、量的緩和政策を導入し、継続している。欧州中央銀行から潤沢に資金が供給される中で、民間の資金融通市場である欧州レポ市場の残高は2010年の約7兆ユーロをピークに伸び悩んでいる。

また、投資銀行を含む大手銀行への規制が厳しくなる中で、レポ市場で資金を調達し、ヘッジファンドなどに供給していた投資銀行のビジネスにおいても収益性がかつてほどではないと聞く。

そのため、事業法人がレポ市場で直接運用するとしても、にわかに大きなリターンが得られるものではなく、ゼロ近傍の確保にとどまる可能性も少なくないと見られる。

## VI 本邦事業法人への示唆

本邦の事業法人の中で、欧州に大規模なビジネス拠点を持つところでは、レポ取引の活用は既に今日の検討課題ではないだろうか。また、ユーロ建てのみならず、円資金をより有利に運用したい事業法人にも欧州でのレポ取引は可能性があるかもしれない。実際、欧州レポ市場全体の約5%（約35兆円）を日本円建て取引が占めている（図4）。これは金融法人による取引を含む全体であり、事業法人分の大きさは分からないが、欧州市場の国際性を示す一つの側面である。

また、日本円の運用先としては、国内のレポ市場が選択肢の一つとなろう。国内レポ市場は歴史的経緯から、欧米と同様の売買形式による現先取引<sup>36</sup>と、貸借形式による日本版債券レポ取引<sup>37</sup>に分かれていた。そこで、

図4 「円建て」取引が5%を占める欧州レポ市場



国債取引の決済期間短縮化 (T+1化)<sup>注1</sup>を契機に新現先取引への一本化が進められつつあるとともに、担保証券の銘柄選定インフラ<sup>注2</sup>の整備が図られようとしている。

今の日本は欧州と異なり、銀行のバランスシートを事業法人がにわかに心配しなくてはならない状況にはない。しかし、これまでにない短期資金の運用環境の下で、マイナス金利政策を受けて大口預金の受け入れが抑制されるような状況が生じれば、より幅広い事業法人においてレポ取引の活用をいつ、どのように進めるか、検討してもおかしくない時期にきているのではないであろうか。

注

- 1 日本経済新聞2016年3月4日「マイナス金利1年超、先行スイス悩み深く」
- 2 日本では欧州と同様の売買形式による取引を「現先取引」と呼んでいる。また、2001年からはリスク低減のための条項を加えた「新現先取引」が導入された
- 3 ユーロ債の保管・決済サービスを起源とする組織で、代表例としてはユーロクリア社やクリア

ストリーム社がある

- 4 証券の保管、決済代行を業とする銀行
- 5 たとえばある一社は、同社が定めるレポ基本契約を受け入れれば、同契約に合意するほかの市場参加者との契約事務代行サービスを提供している。もう一社は、同社とレポ取引規約を結べば、同規約を締結済みのほかの市場参加者と取引できるサービスを提供している
- 6 公社債条件付売買のこと。事業法人の取引残高は2015年1月で約5500億円と、現先市場全体36兆円の1.5%であった (日本証券業協会調べ)
- 7 2015年1月の市場規模は約700兆円と大きいものの、事業法人分は約1700億円と限定的 (日本証券業協会調べ)
- 8 移行目標は2018年
- 9 銘柄選定インフラの利用は、国債の決済リスク削減のために導入された清算機関の利用が前提となるため、事業法人にとっては不慣れな制度対応ハードルを一つ越える必要がある

著者

片山 謙 (かたやまけん)  
 ホールセールソリューション企画部上級研究員  
 専門は証券サービス業界および市場インフラにおけるIT・オペレーションの研究