



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association



とう し
10/4は
証券投資の日

社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程 (マイルストーン) の策定について

2022年4月28日
日本証券業協会

マイルストーン策定の経緯①

1. 社債市場の活性化に向けた合同WGにおける検討

- 2021年9月に開催された「社債市場の活性化に向けた合同WG」¹において、同年7月に実施した市場関係者向けアンケートで社債レポ取引²に対するニーズが確認されたことを受け、「社債の価格情報インフラの整備等に関するWG」（以下「本WG」という）において社債レポ市場の整備に向けた具体的検討³を進めることとした

2. 社債レポ取引の決済プラットフォームに係る検討

- 本WGでは、多大なコストをかけたシステム開発や新たなサービスの導入は現実的でないため、当初、市場関係者からのニーズの高い「担保管理サービス」を既に提供しているユーロクリア・バンク（以下「EB」という）を決済プラットフォームとして活用することを検討
- その結果、EBを利用する場合、対象となる社債をEB内の決済口座に振り替える必要があり、市場関係者から当該振替に伴う事務処理やシステム対応コスト等に関する懸念が寄せられたため、本WGではEBの利用を前提とした検討は行わないこととした⁴
- 一方、本邦における公募社債は基本的に振替債であり、その売買等に伴う決済（権利移転）は、社債レポ取引に伴う決済を含め(株)証券保管振替機構（以下「保振機構」という）の一般債振替制度における振替口座簿への記録⁵により行われるため、本WGでは、決済プラットフォームについて保振機構を利用することを前提に検討することとした

1 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG」と「社債の価格情報インフラの整備等に関するWG」の合同開催

2 本WGでは、「債券貸借取引（現担レポ）」及び「新現先取引」のいずれの取引形態も、「社債レポ取引」として検討の対象とした

3 2021年11月から2022年2月にかけて本WGを計3回開催

4 取引参加者の判断でEBを利用した社債レポ取引を行うことは、当然のことながら考えられる。なお、EB利用・非EB利用のレポ取引の整理については巻末資料1参照

5 社債レポ取引についても約定照合や決済照合の対象となる

3. マイルストーン策定の必要性

- 社債レポ市場創設に向けた課題やその優先度は、市場参加者の属性や社債レポ取引の目的等によって相当程度にばらつきあり
- 社債レポ市場創設のためには、我が国における社債レポ市場の目指すべき将来像を見据えつつ、社債レポ市場の発展段階毎に、想定される取引参加者や取引目的等を明確にしたうえで、当該取引参加者や目的に応じた課題に対し、その実現可能性も踏まえ優先順位を付けて対応していくことが必要
- 上記を踏まえ、本WGでは、社債レポ市場の発展段階（フェイズ1（黎明期）、フェイズ2（拡大期）、フェイズ3（成熟期））に応じた「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」（以下「マイルストーン」という）を策定することとした（3頁）

4. 今後の対応

- 今後、マイルストーンに沿って、取引の安定性、収益性及び将来性等を勘案しつつ、各市場関係者との間で具体的に検討していく予定

社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）※1

			フェイズ1に向けて	フェイズ1【黎明期】	フェイズ2【拡大期】	フェイズ3【成熟期】
想定される取引	取引参加者	貸し手		機関投資家（信託、アセマネ、生損保、銀行等）（※国内のみを想定）、証券会社	機関投資家（信託、アセマネ、生損保、銀行等）（※国内のみを想定）、証券会社	機関投資家（信託、アセマネ、生損保、銀行等）（※海外を含む）、証券会社
		借り手		証券会社	証券会社、ヘッジファンド	証券会社、ヘッジファンド
	取引目的			SC取引※2	SC取引、GC取引	SC取引、GC取引
	担保の種類			現金担保（非証券担保）	現金担保（非証券担保）	現金・証券担保
課題	フェイル回避やフェイルへの対応		①フェイルチャージの導入 【主体】インフラWG等「一般債の振替決済に関するガイドライン」及び「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」等の見直しについて検討			⑤レンディング（証券貸借）機能の導入 ・社債市場の規模がレンディング機能を賄える程度に十分大きくなった段階で、本サービスのニーズに関して調査（※3）。 ・ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、本サービスの主体、具体的機能等について検討。
	ネットィング決済		②ロール時のネットィング決済の導入 【主体】取引参加者、日証協、証券保管振替機構 レポ取引のロール時の疑似的なネットィングの導入について協議・検討			⑥清算機関の導入 ・社債市場の規模が大きくなった段階で、清算機関を用いたネットィングへのニーズに関して調査（※3）。 ・ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、社債を清算集中制度の対象に含めるべきか等も含め幅広く検討。
	担保（取引対象債券）の管理			③担保適格性に係る枠組みの構築 ・SCレポの利用が一定程度確認された段階で、市場関係者に対し、GCレポのニーズを確認（※3）。 ・ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、海外事例等を参考に担保適格性について検討。	④担保管理サービスの導入 ・GCレポの利用が一定程度確認された段階で、市場関係者に対し、本サービスのニーズに関して調査（※3）。 ・ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、本サービスの主体、具体的機能等について検討。	
	その他（市場参加者間における認識の共有）		①契約書等の整備 【主体】インフラWG等債券貸借取引（現担レポ）及び新現先取引を対象に必要な規定を契約書等に追加			

※1 2022年4月時点における課題対応工程のイメージであり、今後の検討内容次第では、変更となる可能性がある。

※2 フェイズ1においては、発行規模が大きく、十分な残存期間が存在する流動性の高い銘柄。

※3 日証協において、定期的に社債レポ取引についてモニタリング。一定程度の取引の増加が確認された段階で、市場参加者への各サービスに対するニーズに関してアンケート調査を実施することを想定。

社債レポ市場整備に係る各課題及び対応方針①

社債レポ市場整備に係る各課題	課題の概要	課題への対応方針	対応フェイズ
フェイル慣行の整備等（一般債へのフェイルチャージの導入）	➤ 社債のレポ取引に伴い、フェイルの発生件数が増えることが見込まれるため、フェイルの抑止力やフェイル解消の動機付けの観点から、適切なフェイルチャージルールを導入 ➤ フェイルに対する投資家の理解の向上を図り、フェイル慣行を定着	重要かつ早期に実現が可能であることから、最優先で着手することとし、「一般債の振替決済に関するガイドライン」及び「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」等の改正を実施。なお、国債・一般債に関わらず、投資家も含め「フェイル慣行の定着」が重要であることから、関係機関と連携のうえ、フェイル慣行の定着に向け、投資家を含む市場関係者に対してフェイルの意義や問題意識等を共有・周知	フェイズ1に向けた対応
契約書等の整備	業界全体で機能する標準契約書を作成・共有するため、JGBレポ取引に準じた基本契約書の参考様式を作成	重要かつ早期に実現が可能であることから、最優先で着手することとし、債券貸借取引（現担レポ）及び新現先取引を対象に必要な規定を契約書等の参考様式に追加する等の改正を実施	
ネットティング決済の導入	社債レポはO/N～1 weekといった短い期間での取引が想定されるが、社債は流通量が少ないため、ロールの都度、エンド取引の決済のために当該社債を市場から調達するのは困難。フェイル・すくみのリスク及び事務負担の軽減により決済を円滑化させるため、ロール時にエンド取引と再スタート取引を相殺し、社債の受渡しを行わないネットティングの仕組みを導入	（１）レポ取引のロール時のネットティング 特にニーズの確認された「ロール時の同額面ネットティング」への方策としてレポ取引のロール時（エンド取引と再スタート取引）の疑似的なネットティングの導入について保振機構等の関係機関との間で協議・検討。なお、疑似的ネットティングの検討にあたっては、政府保証債や地方債等一般債全体への適用について検討 （２）清算機関を用いたネットティング決済の導入 社債市場の規模が大きくなった段階で、市場関係者に対し、清算機関を用いたネットティングへのニーズに関して調査。ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、（アウトライトも含め）社債を清算集中制度の対象とすべきか等について幅広く検討	
			フェイズ3における（又はフェイズ3に向けた）対応

社債レポ市場整備に係る各課題及び対応方針②

社債レポ市場整備に係る各課題	課題の概要	課題への対応方針	対応フェイズ
担保（取引対象債券）適格性に係る枠組みの構築	GCレポ ⁶ を行う際に対象担保（取引対象債券）の適格性を関係者間で事前に決定するための枠組みを構築（特に、複数格付がある場合の取扱いや流動性の評価等が論点）	SCレポ ⁷ の利用が一定程度確認された段階で、市場関係者に対し、GCレポのニーズを確認。ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、海外事例等を参考に担保適格性について検討	フェイズ2における（又はフェイズ3に向けた）対応
担保管理サービスの導入	担保管理の事務負担（特にGCレポ時）を軽減させるため、社債レポ取引の取引期間中における差入れ担保の適格性、値洗い及びマージンコール等を管理するサービスを導入	GCレポの利用が一定程度確認された段階で、市場関係者に対し、本サービスのニーズに関して調査。ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、本サービスの主体、具体的機能等について検討	
レンディング機能（証券貸借サービス）の導入	社債市場は流動性が低く、現状では受渡し債券の不足に対応する術がないため、フェイル回避やショートカバーなど流動性向上の観点から、レンディング機能（証券貸借サービス）を導入	社債市場の規模がレンディング機能を賄える程度に十分大きくなった段階で、市場関係者に対し、本サービスのニーズに関して調査。ニーズが確認された場合、本WGを含め幅広い関係者において、本サービスの主体、具体的機能等について検討	

6 GC(General Collateral)取引（＝非特定銘柄取引）。銘柄を特定しない取引で、資金取引的性格が強い取引。

7 SC(Special Collateral)取引（＝特定銘柄取引）。銘柄を特定した取引で、債券の貸借に主眼が置かれた取引。

【巻末資料 1】 社債レポ取引に関する整理表①

		E B（ユーロクリア・バンク）利用	非 E B 利用（※ 2）
取引に参加できる者		E B の決済口座開設者（※ 1）。	一般債振替制度の口座管理機関及び口座開設者（加入者）
顧客預かり玉の取引（振替）		不可（※ 3）	可
想定される具体的取引参加者（属性）		証券会社（大手、準大手クラス）、都市銀行、信託銀行、大手地銀、信託資産経由の生損保、年金等の機関投資家 など	証券会社（大手、準大手クラス）、都市銀行、信託銀行、大手地銀、信託資産経由の生損保、年金等の機関投資家 など
移管の必要性		有り	無し
取引手法		現先、証券貸借（証券担保のみ）（※ 4）	現先、貸借
レポ取引 執行時	・ 約定照合	不可（決済照合可）	可
	・ D V P 決済	可（含むマルチカレンシー、日本の営業時間外も可）	可
証券貸借サービスの有無		有り（ただし、本邦社債は現行対象外）	—
期中管理	・ 値洗い	可	取引当事者間で行う
	・ マージンコール 管理	可（マージンコールは証券でのみ行われ、EBを通しての 金銭の授受は不可（金銭授受部分だけ日銀等を使用するこ とは可））	取引当事者間で行う
	・ 期中利金管理	可（期日前担保差替えを含む）	取引当事者間で行う
ロール時の債券ネッティング		不可（ネッティング決済は無し。グロス決済だがロール日 のエンド・スタート決済は可能）	不可（グロス＝グロス方式）
その他①（課税対象投資家の扱 い）		不可（※ 5）	可（※ 6）
その他②（受取利子に係る日銀 外為報告）		必要	不要

【出所】 本WG第31回会合資料「【資料 2】 社債レポ取引に関する整理（E B 利用・非 E B 利用）及び課題等について」

【巻末資料 1】 社債レポ取引に関する整理表②



- (※ 1) 口座開設にはEBが定める事務能力を有していることが要件となる。接続チャネルはSWIFT・Webインターフェース（英語）のみ。
- (※ 2) EBに限らずレポ取引に関する特定のサービスを利用しない場合。
- (※ 3) EBのような外国口座管理機関（FIAMI）は、本邦の口座管理機関（証券会社等）の上位機関となることができない（社振法第44条1項13号、および口座管理機関に関する命令第1条）。このため、日本の社債については、本邦の証券会社はEBの口座を通じて他の者の為（顧客の為）に振替を行うことができない。
- (※ 4) 担保管理サービスを利用する場合はGMRA/新現先により銘柄後決めGCレポ類似の取引となる。EBでは、債券貸借取引（代用有価証券担保付債券貸借取引）に関する担保管理サービスも提供あり。
- (※ 5) 日本の国債、社債、地方債等について課税対象となる顧客は口座開設自体はできるが、そこに日本の国債、社債、地方債等を預けることや振替（決済）ができない。
- (※ 6) 源泉徴収義務を考慮すると、資本金1億円以上の内国法人が支払を受ける振替公社債の利子等に対する源泉徴収不適用の申請を受けていることが必要。

【巻末資料 2】 海外における社債レポの活用事例 に関する調査について①

1. 借り手側の代表的な活用事例

証券会社に在庫がない債券を販売する際の調達①

- 銀行や証券会社のマーケットメーカーが、ロングポジションが無い債券を顧客へオファーするにあたり、レポ市場で債券を借りるケース。対象銘柄は、高格付け、ハイ・イールド債券ともに見られる。期間は、ショートのカバーするために要すると思われる期間に応じて（債券の流動性に応じて）異なるが、高流動性銘柄であれば比較的短く（場合によっては数日間）、低流動性銘柄であれば比較的長く（場合によってはOpen）での借入れがされているようである。【欧州系証券】
- 社債の保有者から相対で借入れることもあるが、通常は、欧州の決済機関から社債を貸借する。【米系証券】

証券会社に在庫がない債券を販売する際の調達②

現物市場のマーケットメイキングに付随するショートカバーのための取引。
対象銘柄は、投資適格債からハイ・イールド債までと銘柄は多岐に渡る。通貨は市場の発行残高が多いドル、ユーロが主。期間は、オープン等、短い期間が多い。
借り入れる先はレンディングを行っているカस्टディバンクを中心とするレンダーからの借入れもしくは市場からの借入れ。市場では業者間の取引が主となっている。
市場にこのような流動性が供給されることによって、現物市場におけるマーケットメイキングのキャパシティに貢献している。レンダー側としても、貸借料が得られることで、ポートフォリオの利回り向上に寄与している。【米系証券】

※調査先は外証会（外資系証券会社の連絡会で2021年11月現在、メンバー会社は49社）メンバー会社

【出所】本WG第30回会合資料「【資料 3】 社債レポ海外事例」

【巻末資料 2】 海外における社債レポの活用事例 に関する調査について②



空売り玉の調達①

ヘッジファンド等の投資家が割高と思われる債券を市場で空売りするために、当該債券をレポ市場で借りるケース。

対象銘柄は、ヘッジファンド等の投資家は市場価格変動リスクが比較的大きい銘柄を取引対象とする傾向にあり、高格付けよりはBBB格やハイ・イールド銘柄に見られることが多い。

Special銘柄になることも多く、レポのロールリスクを回避するためオープンでの借入を一般的に好むようである。【欧州系証券】

空売り玉の調達②

ヘッジファンド等の空売りポジションに対する玉を調達する取引（ショートカバー）。

対象銘柄は、顧客のポジション次第だが多岐に渡る。

期間は、顧客のニーズ次第ではあるが、短い期間が中心と思われる。【米系証券】

【巻末資料 2】 海外における社債レポの活用事例 に関する調査について③

2. 貸し手側の代表的な活用事例

保有債券の運用

レポ運用を行うリアルマネー投資家が保有ポートフォリオの利回り向上を目的に、債券を貸出すケース。

対象銘柄は、GCとよばれる比較的レポレートがタイトなものから、Specialとよばれるレポ市場でプレミアムで取引されている銘柄まで幅広い銘柄を取引している。

期間は、一部の銀行や保険会社は期越えのレポを好まず、比較的短期のレポをロールすることが多い傾向にあるようである。【欧州系証券】

保有債券を用いた資金調達①

銀行、保険会社、アセットマネージャー、ヘッジファンドなどがクレジット投資を行う場合、資金調達を目的として貸出をするケースが多い。

対象銘柄は、投資適格銘柄が主流で、一部ハイ・イールド銘柄もある（基本、格付け有りの銘柄）。

期間は、短期的なO/Nから1週間の場合も、中期的な2-3か月もある。

GMRA契約書に基づいたものが主流。トライパーティレポの場合もある。【北米系証券】

保有債券を用いた資金調達②

国内金融機関による資金調達のため、債券を貸出すケース。

対象銘柄は、米国コーポレート発行の社債（変動）。

期間は3か月程度。

所謂米国証券会社と国内金融機関の相対取引であり、海外クリアリングによるトライパーティレポ、あるいは自動貸借サービスではない。【米系証券】