

「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」(第30回)

2021年11月18日(木)  
16時30分～

次 第

1. 今後の進め方(案)について
2. ユーロクリアを活用した社債レポ取引について  
— ユーロクリア・バンクからのプレゼンテーション —
3. 海外における社債レポ活用事例の紹介

以 上



資料 1  
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関する検討の進め方 およびスケジュール（案）

2021年11月18日

日本証券業協会 公社債・金融商品部

# 社債レポ市場整備に関するこれまでの検討経緯

- 2012年7月、「社債市場の活性化に関する懇談会」が報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（以下「懇談会報告書」という。）を公表。  
社債レポ市場の整備に向けて、以下について、段階的に検討・実施に移すことが提言された。
  - ① 証券貸借仲介サービス
  - ② 証券貸借サービス
  - ③ 担保管理サービス
  - ④ 清算機関による借入れ
- 2012年8月以降、懇談会報告書の提言を踏まえ、①証券貸借仲介サービスについて、振替機関において提供可能なサービス（案）を検討のうえ、市場関係者へ当該サービス（案）等に関するヒアリングを実施。  
なお、振替機関が上記のサービス（主に②③）を提供する場合の課題として、以下の法的な整理が必要と考えられる。
  - ・「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「振替法」という。）において、振替機関が外性的リスクにさらされ、振替業の安定的な遂行の妨げとなることのないよう、行うことができる業務を厳格に制限しているため、振替機関が上記サービスを提供することの是非。
  - ・例えば、②のサービス提供時の資金を担保として確保する場合の銀行的な機能の導入や、③のサービス提供時の利用者間の口座間の担保の入れ替え業務等、振替法の規定を超える役割・機能の導入の可否。
- ヒアリングの結果、当該サービスの提供のみでは社債レポ取引の活性化に与える効果は限定的であることから、費用対効果を勘案し、市場参加者のニーズが更に高まった際に、当該サービスの提供を含めた社債レポ市場の整備について、改めて検討することとされた。
- 2021年9月、「社債市場の活性化に向けた合同WG」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のニーズが確認されたことから、「社債の価格情報インフラ整備等に関するWG」において、社債レポ市場の整備に向けた具体的検討を進めることが合意された。

# 1. 基本的な進め方



- 2021年11月より、原則月1回程度、開催。
- 2022年6月を目途に、検討結果を取りまとめた報告書を公表。
- 検討の結果、契約書やガイドラインの策定、規則改正等が必要となった場合、2022年7月以降、所要の整備等を行うこととする。なお、報告書の提言をもとに、事務局にて素案を作成のうえ、関連会議体（本WG、公社債の店頭取引等に関するWG等）に当該素案に関する意見照会を実施予定。

## 2. 検討テーマ

### (1) 市場参加者向け「社債レポ取引に関するアンケート」※で出された主な課題

アンケートで出された社債レポ取引の活性化に向けた主な課題は以下のとおり。

- ① ニーズにマッチする貸出先又は借入先を探すことが難しい。
- ② システムコストや事務コストに対する収益が見込めない。
- ③ システム・事務処理態勢の整備
- ④ 対象債券や担保の管理の煩雑さ
- ⑤ フェイル・チャージの導入（標準的なフェイル仕様の構築）

そのほか、そもそも投資家のニーズ喚起ができていないため、「海外でのレポの活用事例の投資家への周知」も必要との意見あり。

※2021年7月、市場参加者30社（証券会社13社、社債投資家計17社）に対して、社債レポ取引に関するニーズや課題についてのアンケート調査を実施

### (2) 基本的な考え方

上記の課題を踏まえると、社債レポ取引の活性化が見込まれない初期段階においては、多大なコストをかけた大規模な整備は現実的でないため、既にあるインフラの活用を前提とした課題の整理や市場慣行の整備から着手してはどうか。

また、現状、社債レポ取引の実態がほぼないため、あわせて市場参加者（投資家）へ海外でのレポの活用事例を紹介してはどうか。

## 2. 検討テーマ

### (3) 具体的テーマ

具体的には、以下のテーマについて検討を行うことを想定。

- ① 既存インフラの活用について
  - ・検討対象、必要なサービスの整理
  - ・既存のインフラにより活用できるサービスの整理  
(「証券貸借仲介サービス」「担保管理サービス」等の利用は可能か等)
  - ・既存のインフラを活用する際の課題
  - ・既存のインフラを活用できない場合の課題
  
- ② フェイル発生時の対応策について
  - ・フェイル慣行等の整備
  - ・契約書等の整備
  
- ③ 海外におけるレポの活用事例について

# 3. スケジュール（案）



会合	日時	議題等	備考
第30回 (検討①)	11月18日（木） 16時30分～	<ol style="list-style-type: none"> <li>今後の進め方について</li> <li>ユーロクリアを活用した社債レポ取引について — ユーロクリア・バンクからのプレゼンテーション —</li> <li>海外における社債レポ活用事例の紹介</li> </ol>	会合後に意見照会
第31回 (検討②)	12月20日（月） 16時or16時30分～	<ol style="list-style-type: none"> <li>ユーロクリアを活用した社債レポ取引について（仮） 前回会合及び意見照会結果を踏まえた課題等の整理</li> <li>フェイル発生時の対応について① <ul style="list-style-type: none"> <li>・フェイル慣行等の整備</li> <li>・契約書等の整備</li> </ul> </li> </ol>	会合後に意見照会
第32回 (検討③)	1月19日（水） 13時～	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ フェイル発生時の対応について② <ul style="list-style-type: none"> <li>・フェイル慣行等の整備</li> <li>・契約書等の整備</li> </ul> </li> </ul>	
第33回 (検討④)	2月21日（月） 13時～	<ol style="list-style-type: none"> <li>これまでの検討結果について中間取りまとめ（検討の方向性）</li> <li>社債の取引情報の報告・発表制度に関する定期検証について</li> </ol>	会合後、社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG（以下、「社債活性化WG」）へ意見募集
第34回 (検討⑤)	4月 (日時未定)	○報告書（案）の提示	確定後、社債活性化WG、公社債分科会、自主規制会議、証券戦略会議へ報告



資料 3  
日本証券業協会  
Japan Securities Dealers Association



とう し  
10/4は  
証券投資の日

# 海外における社債レポの活用事例について

2021年11月18日

日本証券業協会 公社債・金融商品部



## 調査の概要

本年7月に実施した市場関係者への社債レポ取引に関するアンケート調査の結果、我が国の社債レポ市場の活性化に向けた課題について、「投資家のニーズ喚起ができていないため、『海外でのレポの活用事例の投資家への周知』が必要」「海外での活用事例を教えて欲しい」といった御意見が寄せられたことから、外証会※メンバー会社の協力を得て、海外における社債レポの活用事例について調査を行った。

その結果、代表的な活用事例として以下のようなものが挙げられた。

※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

# 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、ショートを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】

# 1. 借り手側の代表的な活用事例

## 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れ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】

## 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】

### 3. その他のご意見（契約書整備やレポのプラットフォームに関するご意見）



米国ではGMRAがスタンダードの契約書となっており、このような共通の契約書を確立することが重要と考える。

米国におけるプライマリーディーラーのリバースレポ残高は全部で17billionドルとなっており、現物社債の残高が最も大きい米ドルにおいても社債レポ市場は、ソブリン債やエージェンシーMBSに比べると決して大きい市場ではない。【米系証券】

海外における社債レポ取引は主にGMRAに基づいた取引となっており、本邦社債レポ市場の標準取引契約書作成においては海外取引参加者の存在に留意いただければありがたい。【欧州系証券】

円以外の通貨建て社債レポ市場ではGMRA契約書が主流。円建て社債レポ市場でもGMRAが活用されるようになれば、多少流動性も改善してくるのでは。【北米系証券】

社債レポの取引は金額が少額になることも多く、保有投資家によっては事務負担が大きく、取引をすることに障害となることが考えられる為、海外カストディが行っているように、国内においても債券借入れにおける安定的な供給プラットフォームが不可欠と思われる。【米系証券】

# 参考

## 海外における社債レポの活用事例について（照会結果）

2021年11月18日

本年7月に実施した市場関係者への社債レポ取引に関するアンケート調査の結果、我が国の社債レポ市場の活性化に向けた課題について、「投資家のニーズ喚起ができていないため、『海外でのレポの活用事例の投資家への周知』が必要」「海外での活用事例を教えて欲しい」といった御意見が寄せられたことから、外証会<sup>1</sup>メンバー会社の協力を得て、海外における社債レポの活用事例について調査を行った。照会結果は以下のとおり。

### 【照会事項1】

外証会メンバーの本国（欧米等）における社債レポの活用事例を以下の要素を適宜交えつつ御紹介ください。

①利用シチュエーション（いつ、誰が、どのような目的で、どのような銘柄（高格付け、ハイ・イールド等）を、どの程度の期間）、②利用する機関やサービスの名称、取引の形態（例えば、ユーロクリア・バンクの証券貸借サービスなど）、③レポ取引の当事者の属性（①にも関連しますが、投資家の種類など）、④レポ取引を利用するメリットや効果

目的分類：在庫がない債券の販売

#### 銀行や証券会社のマーケットメーカー

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。高格付け、ハイ・イールド債券ともに見られる。ショートを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。（欧州証券）

証券会社が、流通市場において、投資家に販売する保有債券が無い場合、該当社債を保有者より借入れ、期日に社債を投資家に受け渡す。

<sup>1</sup> 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

現存する全ての社債が対象。借入期間は、取引によって異なるが、通常は、空売りした社債を買い戻した受渡日を借入期日にする。該当社債を、該当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)

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、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スタディバンクを中心とするレンダーからの借り入れもしくは市場からの借り入れ。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)

目的分類：空売り

#### ヘッジファンド等の投資家

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。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 Open での借入を一般的に好むようである。(欧州系証券)

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）。事例 1 と主体が異なるだけで、その他は同じ。銘柄は顧客のポジション次第だが多岐に渡る。顧客のニーズ次第ではあるが、期間は短い期間が中心と思われる。(米系証券)

目的分類：保有債券を用いた資金調達

国内金融機関による資金調達のため、米国コーポレート発行の社債（変動）を 3 か月程度のレポ。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)

証券会社が自己のファンディングの為に、保有している社債を米国債等にコラテラルスワップをし、ユーロクリアの機能を利用して、ファンディングをやすくしている事例があるようです。在庫社債がよく入れ替わっても、バルクで時価管理、担保管理されることがメリットのようです。(アジア系証券) ⇒照会事項 2 で引用している②の取引

ヘッジファンドが高格付け、ハイ・イールドの社債を 1-3 か月程度の期間、レポで米ドル調達をしているようです (アジア系証券)

運用会社が、月末の流動性を確保する目的で、社債レポにて、1週間以内で資金調達する事例（アジア系証券）

目的分類：保有債券の運用

#### レポ運用を行うリアルマネー投資家

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。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。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）

- ・レポ取引の当事者（投資家）の属性：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。
- ・上記投資家がクレジット投資を行う場合、資金調達を目的として社債レポ市場にて貸出をするケースが多い。
- ・IG 銘柄が主流で、一部 HY 銘柄もある（基本、格付け有りの銘柄）。
- ・期間：短期的な O/N から 1wk 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。Triparty Repo の場合も。（北米系証券）

#### レポマーケットメーカー、レポ市場での取引をする主体

（上記事例 1 - 3 に挙げた）取引主体の要請に応じて、レポ価格のビッド・オファーを提示するレポ市場におけるマーケットメーカーや、レポレート自体を取引・投機対象とする取引主体が存在するようである。（欧州系証券）

運用成績の向上を目的に、社債レポを活用して、貸借料を得る事例（アジア系証券）

①米国、欧州、カナダの証券会社が、ポジションのカバーやレバレッジをかけて高いリターンを享受するため、IG 社債、HY 社債及び ABS を担保に、オーバーナイト～90 日タームのレポを実施している。②DTC。③マネーマネージャー、Prime MMF、銀行のポートフォリオ。④資金調達、より高いリターンを享受。（米系証券）

全般的な内容

- ① 利用シチュエーション：基本的には国債レポと同様。債券のショートカバー、現金の調達、LCR 向上を目的とした担保のアップグレード、中銀オペ等。高格付けからハイイールドまで幅広く取引される。弊社では高格付けが大半を占める。期間に関してはオー



プンエンドのものが多いが、ターム物（1か月から3か月）も頻繁に取引される。一方で1年以上の長期物はかつてに比べて減った印象がある。

- ② 利用する機関：ISIN によるが大半はユーロクリアとクリアストリーム。
- ③ レポ取引者の当事者の属性；こちらも国債レポと同様。証券会社、銀行、アセットマネージャー、ヘッジファンド、生損保、事業会社等。
- ④ マーケットの流動性向上のために必要不可欠なものであると考える。（欧州系証券）

- ・ヘッジファンド、機関投資家、銀行、中央銀行、事業法人を含む様々な顧客と社債レポ取引を行っております。
- ・銘柄としては、投資適格及びハイ・イールドの債券を扱っております。
- ・期間としては、オーバーナイトから長期のレポまで扱っております。
- ・取引形態としては、プラットフォームを通じたもの及びボイス両方ございます。
- ・ユーロクリアにフェイスして、トライパーティレポのビジネスを行っております。（欧州系証券）

## 【照会事項2】

活用事例の他、本邦において社債のレポ市場を整備するにあたり、御示唆、御意見等がございましたら御記載ください。

ユーロクリアのような頑健なクリアリングハウスが、そこで社債、国債の時価管理、担保管理をしっかりと対応してくれることが②のような取引には必須です。資金運用の1つとしてのニーズは弊社グループからはあると考えますが、その際も1銘柄5億や10億では事務負担の方が大きくなることを懸念しています。

一方で、円資金の調達需要は限られていると考えられるため、本邦で米ドルと同等の取引をする資金需要があるかは不明です。

また弊社の場合、レポ取引等を行うグループ拠点が香港になりますが、租税条約の制限で日本のお客様と社債レポを取引する際に、源泉税がかかることも大きな制約になっています。上記の取引事例もすべてオフショアでの米ドルものです。（アジア系証券）

米国ではGMRAがスタンダードの契約書となっており、このような共通の契約書を確立することが重要と考える。

米国におけるプライマリーディーラーのリバースレポ残高は全部で17billionドルとなっており、現物社債の残高が最も大きい米ドルにお

いても社債レポ市場は、ソブリン債やエージェンシーMBS に比べると決して大きい市場ではない。(米系証券)

海外における社債レポ取引は主に GMRA に基づいた取引となっており、本邦社債レポ市場の標準取引契約書作成においては海外取引参加者の存在に留意いただければありがたい。(欧州系証券)

円以外の通貨建て社債レポ市場では GMRA 契約書が主流。円建て社債レポ市場でも GMRA が活用されるようになれば、多少流動性も改善してくるのでは。(北米系証券)

社債レポの取引は金額が少額になることも多く、保有投資家によっては事務負担が大きく、取引をすることに障害となることが考えられる為、海外カストディが行っているように、国内においても債券借入れにおける安定的な供給プラットフォームが不可欠と思われる。  
(米系証券)

以 上