

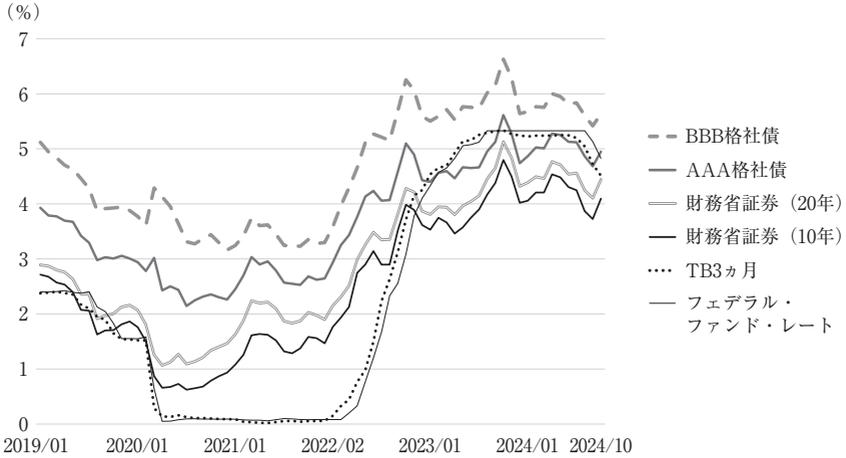
第5章 債券流通市場

1. 債券の種類と流通利回り・売買高 アメリカの債券流通市場は、財務省証券、政府機関債、地方債、社債、モーゲージ担保債（MBS）、資産担保債（ABS）といった債券種類ごとに市場が分かれており、市場規模（発行残高、売買高）や流動性の程度、主要な投資家、売買取引にかかる規制体系のあり方が異なっているが、売買取引のあり方としては、①ほぼすべての取引が店頭市場における個別相対交渉により行われること、②個人投資家（家計部門）による保有及び売買は概して少なく、機関投資家および証券ディーラーが主要な市場参加者であること、③業者間売買はインターディーラー・ブローカーを通じて行われること、といった点が各債券にほぼ共通しており、債券流通市場全体を株式流通市場と比較した場合における特徴となっている。また財務省証券市場は、市場規模の大きさ、流動性や安定性において際立ち、財務省証券の利回りが他の債券利回りのベンチマークとなっている。

債券流通利回りの推移をみると、金融危機時に市場全体における信用リスクおよび流動性リスクが極度に高まり、質への逃避等から財務省証券利回りが低下する一方、その他の債券の利回りは上昇し、特に財務省証券利回りに対する低格付け社債利回りのスプレッドが大きく拡大した。2009年から2012年は、景気後退を受けて政策金利が史上最低水準にまで引き下げられ、FRBによる量的緩和もあり、債券利回りは概ね低下基調をたどった。2015年末にFRBが政策金利引き上げに踏み切ったが、2016年の英国のEU離脱の決定（ブリグジット）もあり債券利回りは一時的に低下したが、好景気や、トランプ1次政権の前半は拡張的財政政策による国債発行増額により利回りの上昇が見られた。その後、2020年初めからのCOVID-19の蔓延と緊急の金融緩和により債券流通利回りは急激に低下をした。その一方で、2020年3月のCARES法などによる巨額の財政出動が複数回にわたり行われたこともあり2021年初頭から顕著な物価上昇がみられ、翌年3月からは急速な金融引き締めが行われた結果、財務省証券等の利回りは大きく上昇した。

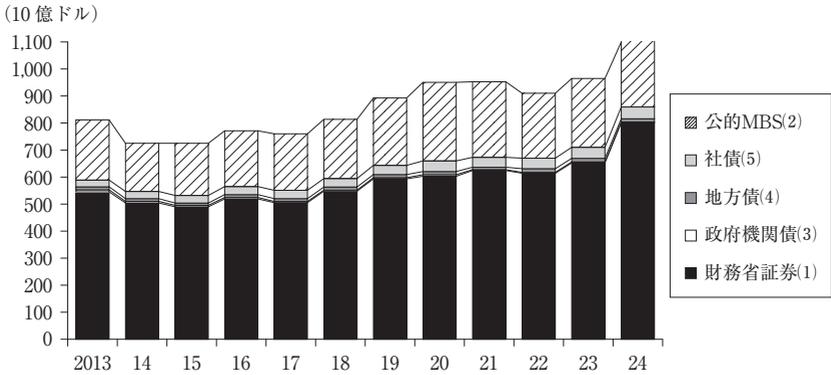
債券売買高は、2008年から09年にかけて、金融危機による信用リスク・流動性リスクの強まり等により総じて減少した。金融危機以後も、金融規制の見直し・強化により大手金融機関のディーリング勘定による債券売買が消極化したこともあり2017年ごろまで売買高は伸び悩んだ。しかしながら、COVID-19の蔓延にともなう金融緩和は債券売買を活性化させ、財務省証券を中心とした債券売買高は現時点まで高水準となっている。

債券流通利回りの推移



(注) 月中平均。AAA格社債およびBBB格社債は20年物 (Moody's 格付)。
 [出所] セントルイス連邦準備銀行ウェブサイト掲載 FRED Economic Data。

債券の種類別売買高の推移



(注) 各年中 (2024年は9月末まで) 1日平均。
 (1) TBを含む。プライマリー・ディーラーによるニューヨーク連邦準備銀行 (FRBNY) への売買報告高。
 (2) 政府機関・政府関連機関が発行または保証するモーゲージ債。2011年4月まではプライマリー・ディーラーによるFRBNYへの売買報告高, 2011年5月以降はFINRA 会員証券会社による売買報告高。
 (3) 政府機関・政府関連機関が発行する債券。2010年3月まではプライマリー・ディーラーによるFRBNYへの売買報告高, 2010年4月以降はFINRA 会員証券会社による売買報告高。
 (4) 地方債プロカー・ディーラーによるMSRBへの売買報告高。
 (5) 残存期間1年超の社債(CP, 転換社債は含まない)。FINRA 会員証券会社による売買報告高。
 [出所] SIFMA, Statistics (原データはFRBNY, MSRB, FINRA) により作成。

2. 財務省証券市場 財務省証券市場は、単一の発行体による債券の市場としては世界最大の規模（市場性財務省証券について、発行額は2023年中グロスベースで約22兆7,000億ドル、現存額は2023年末で約26兆4,000億ドル、売買高はプライマリー・ディーラーによる2023年中1日平均で約7,600億ドル）を有するとともに、流動性および安全性の高さゆえに米国内のみならず世界の金融・資本取引にとって極めて重要な市場である。

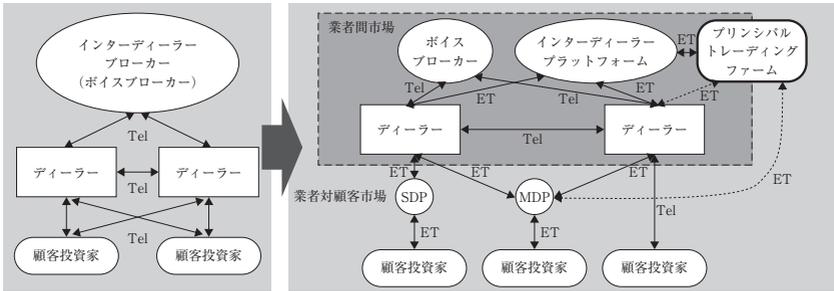
財務省証券の売買取引は、ブローカー・ディーラーが投資家に売買気配値を提示し、投資家がこれを引き合った上で売買注文を出すという、店頭市場取引の形態によって行われている。ブローカー・ディーラーは、財務省証券および政府機関債の売買取引業務を行うためには、政府証券ブローカー・ディーラーとしてSEC（米証券取引委員会）に登録することが必要である。ただし、財務省証券の売買は2025年末までに原則として中央清算機関を経由することが義務つけられている。

対顧客市場においてマーケットメイクを積極的に行っているのは、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）によりプライマリー・ディーラーとして指定されている大手のディーラーである。プライマリー・ディーラーは、FRBNYが行う公開市場操作のカウンターパーティーとなるとともに、財務省証券の入札のすべてに一定規模以上の応札および落札を行うこと等が求められている。金融危機時に一時的に減少したが、2009年後半からの外国系業者の参入もあり、2024年10月末時点で24社となっている。

売買高（プライマリー・ディーラーによる売買高の1日平均）をみると、金融危機直後の2009年に大幅に減少し、金融規制の強化や投資銀行等の経営の悪化等を受けたディーリング売買の減少もあり売買高は伸び悩んでいたが、COVID-19時の対策としての金融緩和や、その後の高インフレに応じた急激な金融引き締め、さらには2024年9月からの金融緩和もあり、売買は活性化している。

業者間取引市場において、電子取引を利用する新手の機関投資家による売買が増加し、プライマリー・ディーラーによる売買のウェイトは相対的に後退している。特に、大手インターディーラー・ブローカーが運営する電子取引プラットフォームの普及にとともに、コンピュータ・プログラムを利用して自動化された高速取引を行うプリンシパル・トレーディング・ファーム（Principal Trading Firms：PTFs）の存在感が増している。FINRAの報告では、2019年の時点でPTFsの取引シェアは全体の2割を超えている。

債券市場における取引の態様・構造の変化



(注) Tel = 電話等による取引 ET (Electronic Trading) = 電子取引
 SDP (Single Dealer Platform) = 業者対顧客市場における単一ディーラーによる電子取引システム
 MDP (Multi Dealer Platform) = 業者対顧客市場における複数ディーラーによる電子取引システム
 インタディーラー・プラットフォーム = 業者間市場におけるインターディーラー・ブローカーによる電子取引システム
 [出所] BIS [2016] *Electronic trading in fixed income markets*, Markets Committee Publications No.7, p.5, Graph 1 に加筆。

プライマリー・ディーラーによる財務省証券の売買高 (1日平均) (単位10億ドル)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
Treasury Bills	80.56	65.35	64.94	84.92	91.75	115.93	90.13	111.39	115.13	123.07	161.12	188.41
TIPS	12.36	11.39	12.83	16.18	17.29	16.69	15.97	15.23	16.10	15.39	15.77	17.52
FRNs	n/a	n/a	2.04	3.16	2.69	2.81	2.26	2.14	1.70	1.68	4.15	2.82
利付債	453.60	428.20	410.22	414.83	393.43	412.37	516.28	466.88	522.24	544.92	579.50	755.35
合計	546.52	505.02	490.03	519.10	505.16	547.80	624.64	595.64	655.16	685.06	760.54	964.09

(注) TIPS : Treasury Inflation Index Securities, FRNs : Floating Rate Notes. 2019年より前はNY連銀の統計データ, 以降はFINRA TRASE。
 [出所] SIFMA, Statisticsにより作成。

3. 政府機関債・公的 MBS 市場 広義の政府機関債は、債券発行体の属性と債券の仕組・形態の二面からの類型分類が可能である。発行体属性としては、(1)連邦政府全額出資の政府機関 (Federal Government Agency) と、(2)政府出資民間企業の形を取る政府関連機関 (Government-Sponsored Enterprise : GSE) に大別される (後者を「政府支援企業」と訳す場合もある)。債券形態としては、①各機関が直接の債務者として発行する債券、②各機関が保有資産を流動化 (証券化) する債券、③各機関が他の者の債務にかかる元利払い保証を提供する債券等がある。

これらのうち②および③の大半は、住宅ローン債権の流動化を目的として行われている。すなわち、GSEである連邦住宅抵当公庫 (FNMA) および連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC) がそれぞれ民間から買取った住宅ローン債権を裏付けに自らモーゲージ担保債 (MBS) を発行する場合と、政府機関である政府抵当金庫 (GNMA) が民間金融機関発行の MBS について元利払い保証を付ける場合である。これらは、「公的 (Agency) MBS」と呼ばれ、住宅ローンのうちでも信用度が比較的高いかまたは公的保証の付いたものを原資産としている。

公的 MBS は、2000年代前半の住宅ブームの下、発行額・残高・売買高ともに拡大した。金融危機発生以降も、サブプライム・ローンを含む信用度の低い住宅ローンを流動化する民間 MBS の市場が機能停止に陥る中で、住宅市場を下支えする必要上、引き続き発行および売買が行われている。ただ、FNMA および FHLMC は、住宅ブーム期に民間 MBS や住宅ローン債権の保有額を増大させていたこと等から、2007年に財務内容が大幅に劣化して経営危機に陥り、2008年9月以降、連邦住宅金融庁 (FHFA) が管財人となるという形で、連邦政府による公的管理の下に置かれている。

政府機関および政府関連機関が資金調達目的で直接に発行する債券 (上述の①に該当する) についても、2011年以降、FNMA および FHLMC の経営の見直し、とくに MBS や住宅ローン債権の保有額の縮小などから発行額・売買高は減少していたが、近年では回復の傾向にある。

政府機関発行債券、政府関連機関発行債券の保有者別内訳を見ると、COVID-19下で FRB が量的緩和策の一環として買い入れを実施したことから、金融当局の保有額が増加したが、その後のインフレに対応した金利の引き上げにより家計部門の保有増も顕著となっている。

政府機関債の売買高（1日平均）（単位100万ドル）

発行体	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
ファニーメイ	2,365.3	1,257.3	762.9	557.6	1,137.9	423.6	303.8	245.8	334.7
FHLB	2,043.6	1,722.2	1,402.9	1,609.6	1,270.1	1,309.3	1,193.0	1,638.7	1,509.6
フレディーマック	1,936.4	1,238.6	1,117.3	762.3	1,394.1	572.1	1,087.0	1,122.7	380.9
その他	943.9	1,031.0	869.1	1,233.5	1,538.0	922.4	245.5	912.0	2,107.6
全体	7,289.3	5,249.1	4,152.2	4,163.1	5,340.2	3,227.5	2,829.3	3,919.2	4,332.6

(注) FHLB: Federal Home Loan Bank.

〔出所〕 SIFMA, Statisticsにより作成。

公的MBSの売買高（1日平均）（単位100万ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
エージェンシーCMO	2,245.3	1,627.2	1,643.8	1,696.1	1,837.0	1,274.1	1,267.7	1,447.4	1,831.2
エージェンシーRMBS	11,305.8	11,155.5	13,387.9	17,221.0	25,729.0	23,988.5	15,084.9	14,891.0	18,921.0
エージェンシーTBA	208,261.7	179,479.6	193,515.6	228,729.3	262,262.2	252,844.8	223,205.5	237,396.1	300,640.0
エージェンシーCMBS (IO/PO)	0.0	0.0	391.1	724.7	788.9	850.2	414.4	476.8	514.0
エージェンシーCMBS (P&I)	0.0	0.0	356.6	593.1	505.8	355.7	637.1	466.1	592.2
全体	221,812.8	192,262.3	208,734.9	248,964.2	291,123.0	279,313.3	240,609.5	254,677.4	322,498.4

(注) IO: Interest Only, PO: Principal Only.

〔出所〕 SIFMA, Statisticsにより作成。

政府機関債およびGSE債の主体別保有額（単位10億ドル）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
家計	394.3	589.1	560.3	599.7	763.4	848.7	529.6	452.2	1,124.0	1,330.7
州・地方政府	506.4	488.9	483.0	493.5	473.6	470.0	422.3	415.4	412.2	428.7
金融当局	1,863.0	1,845.4	1,804.9	1,815.3	1,644.6	1,471.1	2,167.7	2,681.1	2,292.7	2,120.7
商業銀行	1,783.8	1,916.9	2,046.2	2,195.5	2,239.3	2,408.2	3,061.0	3,505.5	2,873.0	2,782.5
クレジット・ユニオン	187.5	175.6	172.3	168.0	155.3	165.0	239.0	307.5	276.6	253.9
生損保	514.5	487.3	491.1	512.7	502.0	548.9	520.4	455.9	394.6	425.2
私的年金	168.1	158.3	168.1	193.6	205.0	224.1	235.4	259.2	219.5	228.3
MMF	456.8	533.1	700.5	716.4	680.6	828.2	688.1	409.9	579.8	708.2
ミューチュアル・ファンド	689.8	584.9	594.9	600.0	603.6	677.9	674.5	539.3	536.9	698.9
GSEs	300.6	283.9	285.4	266.9	258.0	265.1	237.3	208.4	215.1	264.2
ブローカー・ディーラー	150.7	118.4	108.6	97.4	117.2	139.5	77.8	53.8	108.6	121.4
海外	899.6	916.5	991.6	1,012.2	1,087.0	1,230.7	1,276.4	1,252.6	1,232.9	1,352.4
その他	462.5	397.5	369.3	470.1	532.7	639.5	548.0	499.9	434.6	456.6
総額	8,377.7	8,495.8	8,776.1	9,141.1	9,262.3	9,916.9	10,677.4	11,040.8	10,700.4	11,171.6

(注) 家計はnonprofit organizationを含む。

〔出所〕 Financial Accounts of the United States, L.211。

4. 地方債市場 地方債（州政府債・地方政府債・地方公社債等）は従来、民間の信用保証專業保險会社（モノラインと総称される）による保証を得て発行される場合が多かったが、モノライン各社が2000年代半ばにサブプライム・ローン証券化商品等について元利払い保証やCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）契約の取組みを増大させていたところ、金融危機の発生により大幅な損失を被ったことから、モノライン自身の格付けが引き下げられ、結果的に地方債の信用度が低下することとなった。このため2008年から2009年にかけて地方債の流通利回りは急上昇するとともに、売買高は急減した。金融危機後には、モノライン保証による地方債発行が大幅に減少したほか、一部の地方債発行体におけるデフォルトの発生などから、発行額・売買高ともに伸び悩みを示した。感染症の蔓延で一時的に売買は低迷したが、2022年以降は特に需要が増加して売買も活性化している。

地方債の多くは、投資家が得る利子収入について連邦所得税が課されない（投資家が居住する州内で発行された地方債について州・地方所得税も課されない場合もある）ことから、個人投資家に歓迎される傾向が強く、部門別保有状況において個人が4割程度を占めており、また地方債を組み込んで主に個人向けに販売される投資信託（地方債ファンド）の設定も多い。これらの投資家は満期保有の傾向が強いことから、流通市場における売買はそれほど活発ではない。

地方債の流通利回りは、発行体の格付けによっても異なるが、全体としては従来、上述の利子非課税メリットが価格面でのプレミアムとなることから、同年限の財務省証券の利回りを下回る水準で推移していた。しかし、金融危機により地方債利回りは上述のような信用リスクならびに流動性リスクの強まりから相対的に上昇し、財務省証券利回りを上回る期間があったものの、現在（2024年11月）では1年物の地方債の利回りが2.84%に対してT-billの利回りが4.33%となっている。

地方債の流通市場では、地方債ブローカー・ディーラーとして地方債規則制定委員会（MSRB）に法令上の登録を行っている証券業者によって、対顧客売買および業者間売買が行われている。売買取引結果の内容は、地方債ブローカー・ディーラーがMSRBに報告する義務を負っている。この報告に基づき、すべての取引にかかる銘柄名、出来値、出来高等が約定成立後逐次に公表されている。この仕組みは「リアルタイム取引報告システム（Real-time Transaction Reporting System：RTRS）」と呼ばれている。

地方債の売買額（1日平均） （単位100万ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
顧客の買い	5,154.5	4,049.9	5,257.9	5,918.3	6,337.5	4,826.0	7,058.0	6,747.0	7,058.0
顧客の売り	3,565.4	2,310.1	3,415.2	3,513.9	3,717.8	2,390.0	4,680.0	4,083.0	3,663.0
業者間売買	2,456.0	2,255.4	2,086.7	2,063.7	1,926.5	1,606.0	2,371.0	2,332.0	2,333.0
合計	11,175.9	8,615.4	10,759.8	11,495.9	11,981.8	8,822.0	14,109.0	13,162.0	13,054.0

（注） 地方債ブローカー・ディーラーによる Municipal Securities Rulemaking Board（MSRB）への売買報告高。

〔出所〕 SIFMA, Statisticsにより作成。

地方債の売買数 （1日平均）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
顧客の買い	18,091	15,152	15,621	13,169	12,431	10,878	18,342	19,118	20,340
顧客の売り	9,530	7,576	8,378	8,082	8,552	8,417	12,868	13,253	14,160
業者間売買	14,383	13,870	15,225	13,408	12,552	11,021	19,352	20,043	21,539
合計	42,004	36,598	39,224	34,659	33,535	30,317	50,561	52,414	56,039

（注） 地方債ブローカー・ディーラーによる Municipal Securities Rulemaking Board（MSRB）への売買報告高。

〔出所〕 SIFMA, Statisticsにより作成。

地方債の主体別保有額 （単位10億ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
個人	1,850.4	1,925.7	1,920.0	1,897.1	1,922.6	1,791.9	1,604.8	1,755.3	1,797.5
ミューチュアル・ファンド	933.0	959.6	946.3	1,111.9	1,174.7	1,283.2	1,049.9	1,089.8	1,111.7
銀行等	442.3	528.1	605.6	530.7	600.7	656.3	603.1	556.3	527.2
保険	502.0	540.1	543.0	507.0	538.4	530.7	444.0	414.1	394.5
その他	135.7	154.0	170.8	180.9	191.2	200.5	189.5	201.0	203.3
総額	3,863.4	4,107.6	4,185.6	4,227.6	4,427.5	4,462.6	3,891.3	4,016.5	4,034.3

〔出所〕 SIFMA, Statisticsにより作成。

5. 社債市場 社債市場の規模は、残高ベースでみると1990年代後半以降に急増してきた。金融危機時による新規発行が減少したものの、COVID-19を経た高インフレにともなう市場金利の上昇下でも投資適格債は安定的に発行され、2024年3月末では市場全体で10.9兆ドルを超える水準に達している。売買高については、2009年以降、低格付け社債（ハイ・イールド債）の売買の増加が目立っていたが金利の上昇期において売買は低迷し、逆に投資適格債の売買は活発となっている。

流通利回りについては、感染症の拡大期に財務省証券に対するスプレッドは大幅に広まったが、その後は緩やかに縮小傾向にあり、2024年10月時点では投資家のより高い利回りの追求もあり、以前よりも小幅なスプレッドとなっている。

社債の売買取引にかかる情報については、2001年よりプライマリー・ディーラーのニューヨーク連邦準備銀行への報告対象に社債の売買高が加えられ、統計として公表されるようになった。さらに2002年からNASD（全米証券業協会、2007年に金融取引業規制機構（FINRA）に改組）規則に従って、ブローカー・ディーラーが社債（固定利付債、変動利付債等いわゆる普通社債のほか、転換社債も含む。また格付けや公募・私募の別を問わない）について店頭市場で行うすべての売買取引（業者間売買および対顧客売買）の結果が報告されるようになっており、事後的に売買高が集計・公表されている。

価格情報については、社債売買取引は店頭市場において投資家がブローカー・ディーラーに気配を引合うことによって行われているため、気配値および出来値・出来高にかかる市場情報の公開性・透明性は高くなかったが、2002年に、上述のNASD（現FINRA）への売買結果報告をもとに個々の取引にかかる銘柄名、出来値、出来高等の情報が逐次に公表されるTRACE（Trade Reporting and Compliance Engine）制度が導入された。これ以降、売り値と買い値の差（売買スプレッド）が、発行年限、格付け、発行企業の業種等により違いはあるものの、全体としては縮小したことが指摘され、同制度は社債市場のインフラとして定着している。また、現在ではブラックロック社が提供する「アラディン」などからもリアルタイムで透明性の高い社債の価格情報が提供され、その利用が広がっている。

特に金融危機以降は、アメリカの社債市場においても電子化が進み、「マーケットアクセス」や「トレードウェブ」などの電子取引プラットフォームを通じた取引が増加している。

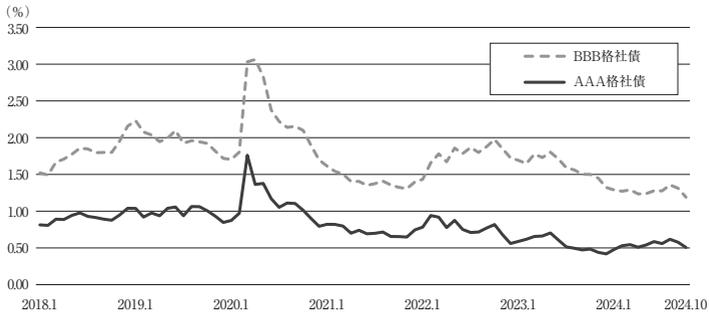
社債の売買高（1日あたり）（単位10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
投資適格債	12.85	13.23	14.05	16.12	16.75	17.77	19.28	21.15	20.44	22.46	24.92	32.08
ハイ・イールド債	6.80	8.05	8.02	7.99	7.74	6.98	7.40	8.47	6.44	5.70	5.85	5.16
合計（注）	19.65	21.28	22.06	24.11	24.49	24.75	26.68	29.62	26.88	28.16	30.77	37.24
投資格付別												
AAA	0.43	0.35	0.28	0.27	0.43	0.36	0.33	0.38	0.30	0.29	0.31	0.35
AA	1.67	1.78	1.96	2.36	1.44	1.49	1.50	1.67	1.49	1.40	1.42	2.21
A	6.23	6.26	5.88	6.66	6.55	6.19	7.13	7.59	7.63	9.35	11.36	13.52
BBB	6.58	6.96	8.29	9.21	10.75	12.41	13.29	14.78	14.61	14.97	15.63	20.73
BB	2.76	3.03	3.60	3.30	3.82	4.24	4.48	6.39	5.68	4.61	4.48	5.14
B	2.43	2.82	3.22	3.49	3.49	3.11	3.31	3.51	3.52	4.03	4.19	4.57
CCC	1.35	1.41	1.44	1.71	1.67	1.47	1.41	1.58	1.29	1.35	1.32	1.44
CC	0.13	0.05	0.12	0.10	0.16	0.10	0.14	0.07	0.07	0.18	0.08	0.11
C	0.09	0.07	0.03	0.08	0.02	0.06	0.04	0.07	0.02	0.02	0.02	0.05
D	0.04	0.06	0.31	0.50	0.26	0.09	0.53	0.08	0.03	0.03	0.04	0.02

（注） Publicly Traded（対顧客売買）の取引高のみ。

〔出所〕 SIFMA, Statistics により作成。

社債流通利回り（残存年限20年）の対財務省証券プレッド



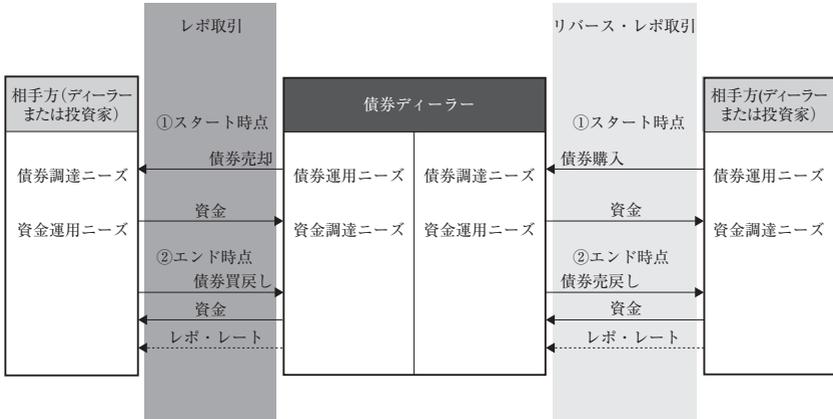
（注） 数値は各月中平均値。格付け及び社債利回り（残存年限20年ものの平均値）は Moody's による。

〔出所〕 FRB, Selected Interest Rates およびセントルイス連邦準備 FRED Economic Data により作成。

6. 債券レポ取引 債券レポ (repo) 取引は、債券の買戻し (repurchase) または売戻し条件付売買である。現金を担保とする債券貸借取引と法的な形式は異なるものの、経済的機能としてはほぼ同等である。すなわち、保有債券の買戻し条件付売却 (レポ) または債券貸出によって資金調達を行い、債券の売戻し条件付き購入 (リバース・レポ) または債券借入によって資金運用を行うという形で、短期金融取引の手段として用いられる。個々の取引の形態は債券ディーラー側からみてレポ、リバース・レポのいずれかと呼称されるが、総称としては両方を合わせてレポ取引と呼ばれる。

レポ取引においては、取引の終了・決済日 (= エンド時点) に債券の出し手 = 資金の取り手が相手方に対して資金調達コストであるレポ・レートを支払う。レポ・レートは、マネーマーケット金利から債券の貸借料率を差し引いた大きさとなっている。対象債券を特定の銘柄に限定する SC (Special Collateral) レポ取引においては、銘柄の需給状態によって貸借料率が決まり、需給がタイトな場合にはレポ・レートがマイナスとなることもある。対象債券が特定の銘柄でなく取引期間中に一定の範囲内で差換えることができる GC (General Collateral) レポ取引においては、レポ・レートはマネーマーケット金利とほぼ同水準で決まる傾向がある。レポ取引の期間については、取引開始日の翌営業日を決済日とする場合をオーバーナイト取引、2営業日目以降を決済日とする場合をターム取引、エンド日を特定せず取引当事者のいずれか一方からの通知により決済日を指定できる場合をオープン・エンド取引と呼ぶ。

レポ取引の規模については、ニューヨーク連邦準備銀行がプライマリー・ディーラーからの報告に基づき取引残高の1日平均値を週次に公表している。金融危機に至る数年間には、投資銀行等がディーリング取引のための資金の調達を拡大させたことなどから、大きく増加した。この時期には、担保債券として、財務省証券に加えて政府関連機関債、公的 MBS 等の利用も拡大した。2007年から2008年にかけては、信用リスクに対する全般的な懸念から資金取引の有担保化が進行する中、レポ取引は引続き増加したが、ベアスターンズ、リーマン・ブラザーズの経営破綻発生後はカウンターパーティー・リスクの強まり等から急減し、一部ではフェイルも発生した。金融危機後には、投資銀行を含む大手金融機関のディーリング取引に対する規制の強化や、レポ市場の制度改革に向けた議論の行方を見守る状況等から、レポ取引の規模は伸び悩んだが、現在では回復の傾向にある。



プライマリー・ディーラーによるレポ取引およびリバース・レポ取引の残高（1日平均残高）（単位10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
レポ取引												
オーバーナイト取引	1720.1	1475.2	1399.5	1448.9	1494.9	1496.1	1804.8	1863.3	1738.5	1838.4	2250.3	2739.3
ターム取引	933.6	930.3	802.8	740.0	723.1	692.0	743.3	744.1	721.1	667.0	634.3	822.1
合計	2653.7	2405.5	2202.4	2188.8	2218.0	2188.2	2548.1	2607.4	2459.6	2505.4	2884.6	3561.4
リバース・レポ取引												
オーバーナイト取引	812.1	727.7	738.0	755.2	778.8	763.5	884.0	927.8	974.1	1118.5	1268.2	1446.9
ターム取引	1208.8	1108.3	1016.7	1051.4	984.0	926.0	1071.1	1018.0	870.5	883.6	967.8	1217.9
合計	2020.9	1836.0	1754.7	1806.6	1762.8	1689.4	1955.1	1945.8	1844.6	2002.1	2236.0	2664.8

（注） 財務省証券、連邦政府機関債、社債、公的MBSを含む。2015年1月以降はABSも含む。

〔出所〕 SIFMA, Statistics（原データはFRBNY）により作成。

プライマリー・ディーラーによるレポ取引残高およびリバース・レポ取引残高（1日平均）の担保別内訳（単位10億ドル）

	レポ取引								リバース・レポ取引							
	ABS	連邦機関債	社債	株式	MBS	TIPS	財務省証券	その他	ABS	連邦機関債	社債	株式	MBS	TIPS	財務省証券	その他
2015	31.4	61.2	70.4	77.5	400.1	160.1	1,320.5	84.1	20.2	27.3	22.9	0.4	281.7	152.3	1,195.3	54.5
2016	24.5	37.0	61.8	39.6	361.4	157.1	1,438.5	68.9	16.1	17.0	17.7	0.0	226.3	163.1	1,322.6	43.8
2017	19.8	29.9	69.7	49.2	379.7	161.2	1,460.5	48.0	11.6	9.7	15.6	0.0	210.3	169.5	1,318.4	27.6
2018	18.3	28.1	67.4	61.2	395.8	140.8	1,434.0	42.7	9.5	9.3	15.4	0.0	215.9	146.7	1,269.9	22.7
2019	17.9	24.5	62.3	52.0	463.6	155.7	1,729.1	42.9	9.0	8.5	13.9	0.0	241.9	159.6	1,497.9	24.3
2020	13.6	24.1	68.8	52.6	498.5	164.1	1,747.7	38.0	6.7	7.0	15.0	0.0	227.1	162.5	1,507.3	20.2
2021	10.3	19.9	74.5	95.1	384.6	179.0	1,665.1	31.2	4.6	6.0	16.8	0.0	175.6	176.8	1,450.9	13.9
2022	11.2	19.5	79.2	74.8	357.5	184.1	1,741.8	37.2	5.7	6.3	19.2	0.0	163.8	184.5	1,603.4	19.2
2023	13.6	18.2	84.3	66.5	540.2	186.5	1,933.7	41.6	6.7	4.3	24.6	0.0	221.8	173.7	1,783.6	21.4
2024.9末	13.7	18.2	105.2	93.7	703.2	222.4	2,361.5	43.6	7.1	3.1	25.5	0.0	279.2	204.2	2,122.6	23.0

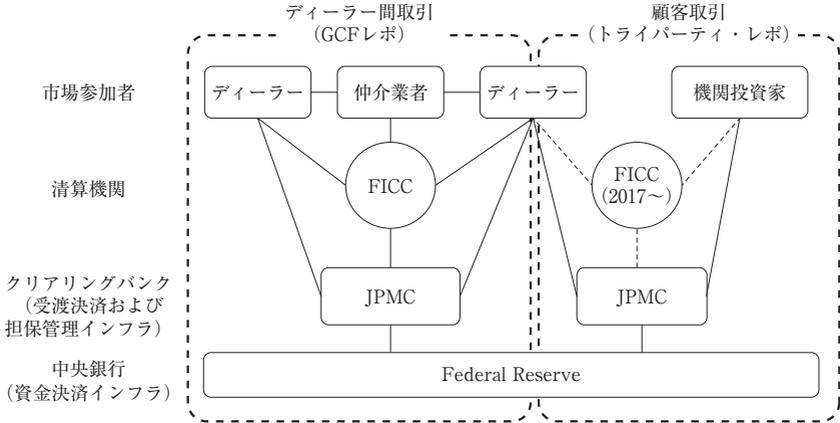
〔出所〕 SIFMA, Statistics（原データはFRBNY）により作成。

7. GC レポ取引の仕組みとその改革 担保債券を特定の銘柄に限定せず取引期間中に一定の範囲内で差換えることができる GC レポ取引においては、担保債券の選定、差替え、日々の値洗いといった一連の事務処理が必要となるため、これを効率的に進めるための仕組みが整備されている。ディーラー間取引については、債券取引にかかる集中清算機関である FICC による清算と、民間のクリアリング・バンクによる担保債券の管理（預託している担保用債券のバスケットをもとに取引ごとに割当てられ、取引期間中の日々の値洗いも行われる）および資金・証券の受渡し決済のサービスを受けることができる仕組みとして、GCF レポ（General Collateral Finance Repo）が存在する。ディーラーと機関投資家等との間の取引については、クリアリング・バンクによって担保債券の管理および資金・証券の受渡し決済処理が行われる仕組みであるトライパーティー・レポ（Tri-Party Repo）が存在する。

従来、上記のいずれにおいても、期限の到来していないターム物やオープン・エンド物について、毎営業日朝方にいったん取引を解消（unwind）して資金・証券を返却し、当日中に新たに約定される取引と合わせて担保債券の最適な割当てを決定した後、夕刻にあらためて取引を組み戻す（rewind）仕組みが採用されており、それに伴い、朝方に unwind を行った取引について資金不足となる取引主体がクリアリング・バンクから日中与信を受けていた。これらの点について、金融危機以後、システムック・リスクを軽減する観点から改革が進められた。2013年には、トライパーティー・レポにおいて、unwind の時刻を朝方から15時へ遅らせるとともに、日中に担保の自動差し替えを行うシステムを導入することにより、日中与信供与への依存度を低めることが可能となった。同様の変更は、その後に GCF レポにおいても行われた。また、トライパーティー・レポにおいては、2017年に、一定の基準を満たす機関投資家が FICC に清算口座を開設できることとすることにより、FICC によるトライパーティー・レポ向け清算業務である CCIT サービス（Centrally Cleared Institutional Triparty Service）が開始された。レポ取引にかかるクリアリング・バンク業務は、以前は、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンの他にも JP モルガン・チェースが行っていたが、後者は2017年末をもって撤退した。

2019年のレポ取引の混乱等を受けて、2023年12月に SEC は、財務省証券の売買は2025年末、レポ取引は2026年半ばまでに原則として中央清算機関を経由することを義務づける規則を採択している。

GC レポ取引 (GCF レポおよびトライパーティ・レポ) の概要



(注) FICC : Fixed Income Clearing Corporation BNYM : Bank of New York Mellon
 [出所] 野村総合研究所 [2014] 『国債の決済期間の短縮化に向けて—アウトライト・SC レポ取引のT+1化及びGCレポ取引のT+0化—』(日本証券業協会へのコンサルティング報告書) 3月, 76頁に一部加筆。

トライパーティ・レポの実務タイムテーブルとその改革

		前日	当日		翌日
改革前	既存かつ満期未到来の取引 ・スタート日：前日以前 ・エンド日：翌日以降		8:30 Unwind	15:00 クリアリング・バンクによる日中信用供与	18:00 Rewind
	新規約定取引 ・スタート日：当日 ・エンド日：翌日以降			約定	クリアリング・バンクによる担保割当・決済 決済完了
改革後 (2013年~)	既存かつ満期未到来の取引 ・スタート日：前日以前 ・エンド日：翌日以降			15:30 Unwind	18:00 Rewind
	新規約定取引 ・スタート日：当日 ・エンド日：翌日以降			約定	クリアリング・バンクによる担保の自動差換 (Auto-Substitution) クリアリング・バンクによる担保割当・決済 決済完了

[出所] PricewaterhouseCoopers, Bank of New York Mellon [2015] *The Future of Wholesale Funding Markets, A Focus on Repo Markets post US Tri-party Reform*, December, pp.9-11 により作成。