



米国国債クリアリング・コスト

中央清算 (クリアード)レポ取引と非中央 清算 (アンクリアード)レポ取引の分析

2020~2025 年に取引されたクリアード・レポとアンクリアード・レポの分析を行い、
レポ取引タイプ別清算コストの主要な要因を特定

デリン・アクシット、マーヴィン・ロー、ケビン・マクニール、トラヴィス・ウィットモア



目次

- 3** 概要
- 4** 背景
- 6** 分析データの概要と予想される清算コストの変動要因
- 9** 分析:目的とアプローチ
- 12** 分析:実践的なフレームワーク
- 13** 分析:回帰分析の結果と解釈
- 15** 将来を見据えた検討事項およびその影響
- 16** 結論
- 17** 付表
- 19** 脚注

概要

米証券取引委員会（以下「SEC」）が2027年までに米国国債(以下「UST」)レポ取引の中央清算を義務付ける規制は市場構造を根本的に変革するでしょう。特に中央清算（クリアード）レポ市場において資金の供給主体として大きなシェアを有するMMFのようなバイサイドの投資家に対して大きな影響を与えられていると考えられています。本稿では、2020～2025年のMMFの月末保有データを用いてUSTの「クリアリング・コスト」を推計します。ここでいうクリアリング・コストとは、非中央清算（アソクリアード）レポ金利とクリアード・レポ金利の差として定義し、回帰分析の枠組みで、その決定要因を検証しました。

ステート・ストリートの分析結果では、Fixed Income Clearing Corporation（以下「FICC」）スポンサード・レポ取引は、取引量が増加すればするほどその「クリアリング・コスト」の低減に繋がることを示唆しており、これは中央清算市場が拡大するにつれてネットィング効率の向上やスケールメリットが働くことを意味しています。一方、MMFの資産規模が大きいほど、スプレッドの拡大を招く傾向がありますが、MMFのレポ取引量が増加すると、この影響が部分的に相殺されます。担保やマクロの流動性条件（例：System Open Market Account “SOMA”によるクーポン債吸収、USTの純発行額、ディーラーのバランスシート逼迫）も、非対称的な形で「クリアリング・コスト」に影響を及ぼします。

これら分析の結果は、「クリアリング・コスト」が固定的な上乗せではなく、マクロ動向に応じて変動するスプレッドであることを示しています。USTレポの中央清算義務化によってその取引量が中央清算に移行するにつれ、スケールメリットと新たなクリアリング・モデルによりMMFのクリアリング・コストも構造的に縮小する可能性が高くなり、その結果バイサイドの資金供給者とクリアリング機関にとって、価格決定、取引所の選択、流動性管理に影響を及ぼすこととなります。

背景

SEC による UST 中央清算義務化（2023年12月に発表され、レポ取引については 2027 年半ばに向けて完全施行される予定）が進むにつれ、UST レポ市場は根本的な変革期を迎える見通しです¹。

この義務化規制に伴い、USTのレポ取引の大部分は登録清算機関（Covered Clearing Agency “CCA”）を通じて清算されるようになります。中央清算義務化の主な目的は、より多くの市場取引を CCAの標準化されたリスクガイドラインおよび損失の相互負担の実務の枠組みに取り組み、市場のレジリエンス（強靭性）を高めることにあります。

FICC は現在USTレポ取引の唯一のCCAとして機能していますが、他にもこの分野への参入を視野に入れている企業が現れています。今回の義務化で CCA（例：ICC）は、直接会員（通常はブローカー、ディーラー、銀行）がカウンターパーティとなっているUST担保のレポおよびリバース・レポ取引を清算することを確保するためのポリシー（細則）の策定をしなくてはなりません。但し、政府機関、ソブリン機関、グループ内（関連会社間）取引は、この規制の適用外と認められています。これらの直接会員と取引を行うバイサイド企業やその他の間接参加者は、非清算（アンクリアード）ベースで取引を行うことができなくなり、自身の対象となる取引を清算するための手段を確保する必要があります²。

この義務化に備えて企業はFICCの直接会員となることで自身の自己勘定取引の清算を行うことが可能になりますが、直接会員になるための適格条件は厳しく、全ての企業がこの条件を満たせるとは限りません。

直接会員は通常、一定の資本およびリスク基準を満たすセルサイド企業（例：銀行、ブローカー、ディーラー）です。この直接会員資格の代替手段として、バイサイド企業は間接モデル（例：スポンサード・モデル）を通じてクリアード・レポにアクセスすることが可能です。その場合には、直接会員がバイサイド企業の取引の清算を仲介・実行します。その結果、バイサイド企業は直接会員としての要件をすべて満たすことなく、中央清算義務化への適合を確保できます。

この義務化が発表される以前から、巨大な FICC スポンサー・レポ市場は急速な成長を遂げていました。顧客取引においてスポンサード・モデルを通じて清算することで、ディーラーやその他セルサイドのレポ仲介業者は、FICC上で当該取引を自社の他の清算ポジション（他の直接会員との清算取引を含む）と相殺でき、これによりバランスシート使用量を抑制できます。これはスポンサード・プログラムの導入前には不可能でした。

UST レポ取引を行うバイサイド企業もまた、スポンサード領域において存在する厚く、かつ拡大する流動性と、クリアード・レポ取引の相対的な安全性の両方に価値を見いだしています。クリアード・レポ取引はFICCにノーベート（更改）され、FICCが全取引のカウンターパーティとなります。

その結果、バイサイドの最終的なエクスポージャーは（高い信用格付けを有する CCA である）FICC に対するものとなります。さらに FICC は、会員のデフォルト発生時に市場ストレスが連鎖的に拡大するリスクを最小化するように設計された、会員拠出によるデフォルト基金を管理・運用しています。一方、直接会員は、顧客取引に関連する証拠金（マージン）を差し入れて FICC のデフォルト基金を支えることが求められるため、追加コストの発生となり、直接会員はこれを顧客に転嫁する可能性があります。しかしながらこの追加コストは、（スポンシング会員等の）クリアリング提出者側でネットイング効果が強まりバランスシート効率が改善すること、並びに市場の流動性の向上により相殺される可能性があります。

実際のところ、クリアード（スポンサード）・レポとアンクリアード・レポのレポ・レートは概ね近い水準で推移しており、多くの共通する要因の影響を受けています。しかしそれらの要因の影響の現れ方は両者で異なっており、両者の関係は固定的ではありません。これについては本稿の後半で検討します。

本稿執筆時点で、FICC スポンサー・レポ市場における資金運用主体と資金調達主体による取引額の総額は、2.5兆米ドルを超えています。

FICC スポンサー・レポ市場の総規模は、2023 年末に UST の中央清算義務化が発表されて以降 85% 以上増加し、短期金利がほぼマイナス圏で推移していた新型コロナ禍以降 800% 超の伸びを示しています。米国レポ市場の規模を分析し 2024 年 7 月に発表された米連邦準備制度理事会（FRB）の報告書³では、2024 年に中央清算される市場（ディーラーおよび銀行から全仲介業者向け取引）の総規模は約 3.5 兆米ドルであった一方、非中央清算の領域は約 7 兆米ドルに達していたと示唆しています。義務化に整合する形で、なお相当程度の取引量が今後クリアードに移行する余地が残っていることに加え、2035 年までに UST の総発行残高がほぼ倍増すると見込まれているため、UST のレポ市場全体の規模は今後も拡大を続けていくと予想されています⁴。

取引量がクリアード（中央清算）領域へ移行するにつれて UST レポ金利に最終的にどのような影響が出るかは、依然として不透明です。クリアードへ移行する取引には、FICC で清算することに関連する追加的なコストが発生します。ただし、これらのコストは、清算提出者にもたらされるネットイングの恩恵や、取引高の増加に伴う流動性の向上によって相殺される可能性があります。

分析データの概要と

予想される清算コストの変動要因

中央清算義務化が UST レポ市場に構造的な変化をもたらすと見込まれる中、本稿では UST のレポ・レートとそのコストに影響をもたらすと考えられる主な要因の特定を試みます。

まずは、これがバイサイドの投資家にとって何を意味するのかを検証します。最初にUSTレポ市場における最大のバイサイド・プレーヤーであるMMFに焦点を当てます。MMFはUSTレポ市場において資金提供者として機能し、現金運用の対価として短期金利を得るとともに担保としてUSTを受領します。MMFはスポンサード（クリアード）レポ領域における最大の資金提供者です。

2025年6月末時点で、MMFはFICCスポンサードUSTレポ取引に約1兆米ドルの現金を滞留させており、FICC市場における資金提供者市場全体の70%超を占めています。さらに、非中央清算（アンククリアード）市場でMMFはさらに8,000億米ドル相当の資金を投資しています。MMFがUSTレポ市場に投資する巨額なドル資金と、中央清算の対象となるバイサイドの資金運用におけるMMFの圧倒的シェアを考慮すると、MMFはUSTレポ市場におけるバイサイドの資金運用主体のコストおよびリターンを分析する上で、適切な代理変数（プロキシ）になると言えます。

Crane Dataの証券保有報告書に基づき、MMFの月末残高とリターンのデータセットを作成しました。対象期間は2020年まで遡り、2025年9月までを含みます。MMFがアンククリアードのUSTレポ取引で受け取った金利と、スポンサード（クリアード）のUSTレポ取引の金利について、取引量加重平均レートを算出しました。

データセットを構築するために、アンククリアード・レポ金利とクリアード・レポ金利を分離するため、複数のフィルターを適用しました。具体的には満期がオーバーナイトのUSTレポ取引のみを対象としました。さらに金利（クーポン）が担保付翌日物金利（SOFR）を50bps以上、下回る取引を除外することで、カスタマイズ化された取引を排除しています。これにより、アクティブな資金運用取引に焦点を絞ることが可能となりました。

本稿では「清算コスト」を、非中央清算（アンクリアード）のレートから中央清算（クリアード）のレートを差し引いたものと定義しました。清算コストのプラス部分は、MMFがクリアード取引よりもアンクリアード取引においてより高い収益を得ていることを意味します。概念的には、この差は以下の要因のいずれか一つまたは複数の要因によって引き起こされる可能性があります。

要因1

クリアリング・プロバイダー（スポンサー）は、アンクリアード取引では発生しない追加的なコストをバイサイドに転嫁している（例：FICC へ証拠金を差入れる義務、FICC における取引処理コスト等）。

要因3

レポ市場に影響を与えるマクロ経済的要因（例：UST 担保の供給）は、クリアード取引とアンクリアード取引とでは、影響の大きさが異なる。

要因2

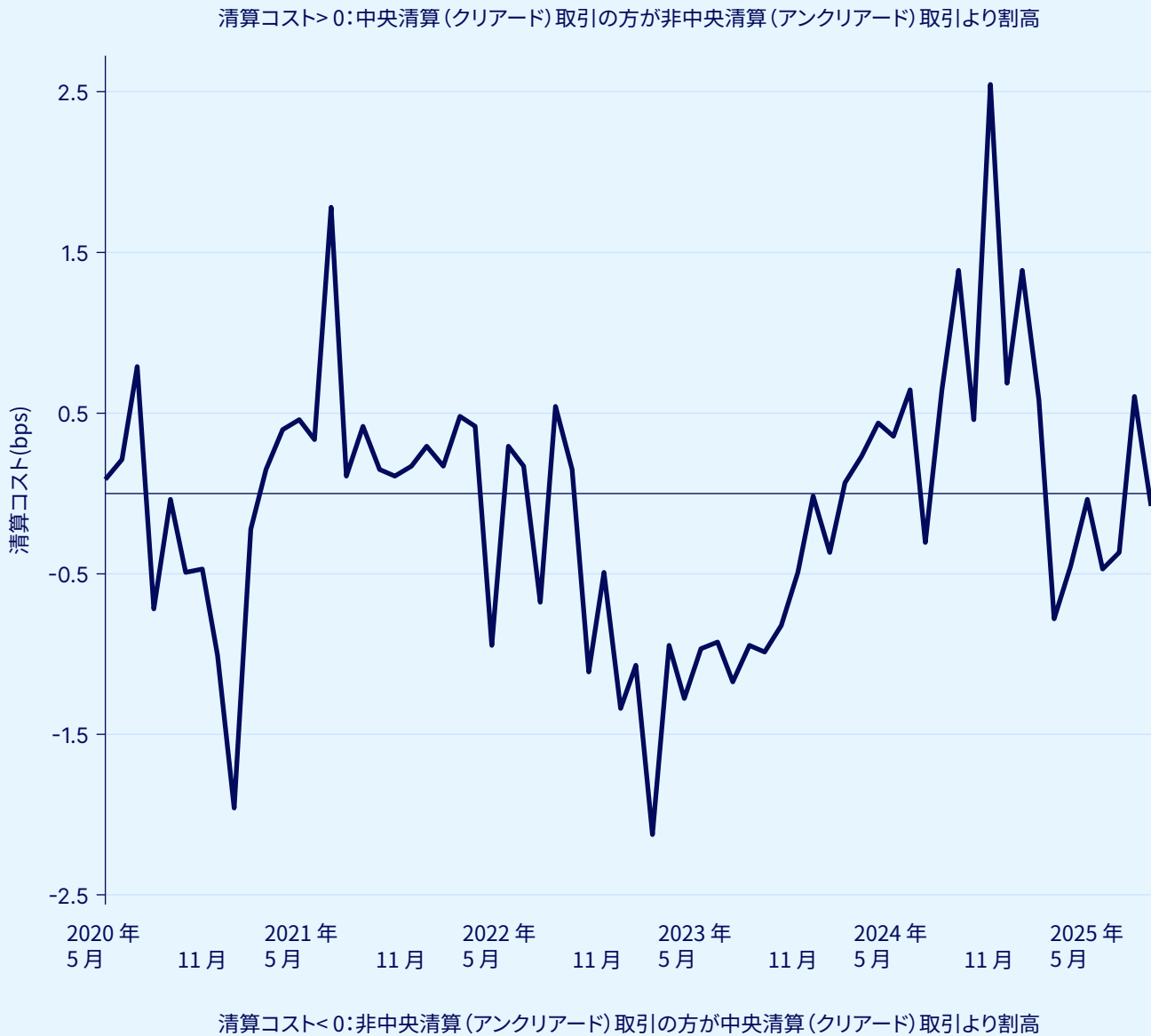
仲介業者（スポンサー）がクリアード・レポ取引で得ることのできる潜在的な利益（例：ネットティング効率）は、アンクリアード取引と比較して相対的に小さい、または前述したように、清算に伴う他の追加的なコストを十分に相殺できない。

要因4

顧客とプロバイダー間のより広範なビジネスのレレーションシップも、レポ取引の価格に影響を与える可能性がある。例えば、スポンサーやディーラーは、大きな取引量を提供する顧客や、他の事業分野で取引がある顧客に対して、より有利なレートを提示する可能性も考えられる。この要因は、クリアード取引とアンクリアード取引の双方に影響を及ぼす場合がある。

図表1では、清算コストの推移を視覚化しています。なお、クリアード取引とアンクリアード取引のレートの差は対象の期間を通じて両者はおよそ2bpsの範囲の差額で取引されていましたが、その関係性は時間とともに変化しています。

図表1：清算コストの推移



出所:ステート・ストリート・マーケットズ, Crane Data

分析：目的とアプローチ

この分析の目的は、清算コスト（取引量加重平均された、中央清算<クリアード>取引と非中央清算<アンクリアード>取引の利差の差<スプレッド>と定義）の決定要因を、マクロ経済的要因と非マクロ経済的要因の両面から実証的に特定することでした。まず、USTレポ市場に影響を与える可能性が高い17項目のマクロ経済変数および資金調達関連変数を表1に集計しました。

これらには、担保供給の指標（例：USTの純発行額やディーラーのポジション）、現金の取得可能性（例：MMF資産額や銀行準備金）、政策関連の残高（例：RRPやSRF）、そして市場ストレスの指標（例：GCF-TGCRスプレッド）が含まれます。

これらの要因は、直感的にはレポ市場全体の状況に影響を与えると考えられますが、クリアード取引市場とアンクリアード取引市場にどの程度異なった影響を与えるのかは、概念的には曖昧です。本稿の回帰分析は、このギャップを実証的に解明することを目指しました。



表1: USTレポ市場および清算コストに影響を及ぼす可能性のある要因一覧

変数	UST レポ取引利回りやコストに及ぼす影響
SOFR— Fed ファンド	SOFR が上昇すると、アクティブな投資家は、USTレポ取引で受け取る金利も高くなると見込まれる。
UST ビルの純発行額	UST発行額の増加は、より多くの担保がレポ市場に供給されるため、一般的にレポ金利は上昇する。短期国債 (T-bills) は短期投資家が現物で直接購入・保有できるため発行量のなかでレポ市場に流入する割合が低く、その分、クーポン債よりもレポ金利への影響が小さくなる可能性がある。
UST クーポン債の純発行額	
ディーラーの UST ビルの保有残高	ディーラーによるUSTの保有残高が増加すると、UST レポ市場で資金調達 (ファイナンス) に回す担保供給量が増加するため、レポ金利が上昇する可能性がある。
ディーラーによる UST クーポン債の保有残高	
FICC スポンサー・レポの取引量	顧客取引のクリアード取引量 (FICCスポンサード取引量) が、UST レポ金利に与える影響は不確実性がある。本稿の目的の一つは、この関係と、さらにはそれがクリアード・レートとアンククリアード・レートにそれぞれどのような影響を与えるのかを理解することである。
MMF 資産額	MMF 資産が増加すると、より多くの現金がUSTレポ市場に流入するため、USTレポ金利が低下する可能性がある。
MMF によるレポ取引量	MMF 資産が増加すると、より多くの現金がUSTレポ市場に流入するため、UST レポ金利が低下する可能性がある。
銀行による準備預金	
銀行総資産に占める銀行準備金の割合 (%)	銀行による準備金が増加すると、フロントエンド (短期金融市場) 全体の流動性が高まることを意味し、USTレポ金利低下の可能性はある。

変数

UST レポ取引利回りやコストに及ぼす影響

RRP 残高

RRP 利用残高の増加は、投資家が米連銀によるRRP制度を通じて民間のUST レポ (SOFR) よりも良いレートを獲得することができることを示唆しており、UST レポ市場金利は低下しやすい。

SRF 残高

SRF 残高の増加は、流動性が枯渇し、民間市場の資金調達金利 (SOFR) が極端に高い水準になっていることを意味するので、USTレポ金利が上昇する可能性がある。

TGA 残高

TGA 残高の増加は、USTレポ市場への資金供給量の減少と関連づけられているので、UST レポ金利が上昇する可能性がある。

ヘッジファンドによる UST 先物取引の取引量

ヘッジファンドによるUST先物ショート・ポジション (建玉) の上昇は、ヘッジファンドがベース取引の為により多くのUSTを利用し資金調達を図ることを意味する。レポ市場におけるUSTが増えることは、UST レポ金利が高くなることと関連する。

SOMA による UST ビル 保有残高

FRBがSOMA向けにより多くの証券を購入していること (いわゆる量的緩和)、ひいては民間レポ市場で利用されるUSTが相対的に少なくなることと結びつくため、UST レポ金利は低下しやすい。

SOMA による UST クーポン債保有残高

GCF レポ金利 – TGCR

GCF – TGCRスプレッドは、ディーラーのバランスシートに対する圧力 (制約度合い) を示す代理指標です。スプレッドがプラス (正) に拡大するほど、ディーラー間の資金調達の制約が強く、バランスシート余力 (キャパシティ) が相対的に限られていることを意味する

四半期末インジケータ

四半期末と通常月末を識別するための二値指数 (バイナリー・インディケーター)。四半期末は一般に、通常月末よりも資金調達圧力が高まる傾向があり、これによりUSTレポ金利を押し上げやすい。

出所: ステート・ストリート・マーケット

分析：実践的なフレームワーク

清算コストに最も大きな影響を与える要因を特定するため、私たちは可能な限り多くの市場の変数の組み合わせを検証するデータ駆動型アプローチを用いました。

本稿の目標は、回帰分析を可能な限り単純化しつつ清算コストの変化を明確に説明する要因の組み合わせを見つけることでした。

その結果得られたモデルでは、表2に示す9つの主要な決定要因を特定しました。

比較可能性を確保するために、当社は各変数が「各変数の典型的な行動」に対応して生じる清算コストの変化を反映するように、すべての結果を標準化しました。これにより、清算コストに最も大きな影響を与えうる要因を特定することができました⁵。



分析：回帰分析の結果と解釈

表2は、推定された係数、その統計的有意性、および各変数の標準偏差を示しています。この回帰分析の結果、本回帰の調整済みR二乗は66%と相対的に高く、清算コストの変動の約3分の2がモデルに組み込まれた要因によって説明されていることを示唆しています。

独立変数は最も影響力の大きい順に並べ替えられ、MMF資産が清算コストに最も大きな影響を与えていることが判明しました。例えば、MMF資産が1標準偏差（約9,730億米ドルに相当）増加すると、清算コストは3.9bps上昇する結果になります。ただし、この影響はMMFのレポ取引量の増加によって相殺される可能性があり、MMFレポ取引量が1標準偏差（約6,560億米ドルに相当）増加すると清算コストは0.99bps減少することになります。

2番目に影響力の大きい要因はFICCスポンサー取引量であり、これは清算コストとマイナスの相関関係を示しています。スポンサー取引高が増加するにつれて、清算コストは減少します。この調査結果は直感的です。参加者が増加すれば、クリアリング提出者（サービス・プロバイダー）は証拠金（マージン）管理を最適化しやすくなり、規模の拡大とオペレーションの高度化に伴い、自社のブック全体でネットイング効率を実現できる可能性が高まります。スケールメリットとネットイングによる利益が、限界的な清算コストを低下させるという考えは、中央清算義務化を取り巻く定性的な議論において、繰り返し取り上げられてきたテーマとなっています。

私たちの実証的エビデンスはこの見解を支持しており、市場参加者が拡大するにつれて、追加的な清算コストが低下することを示しています。言い換えれば、より成熟したクリアード市場は、時間の経過とともに構造的なコスト効率をもたらすようです。合計60カ月を超える月末の観測データからなるデータセットは強固な分析結果を提供していますが、一方で比較的新しいFICCスポンサー市場が急速に成長しているため、これらの関係が時間の経過とともにどのように変化するかを見守るのは興味深いと思われます。

特筆すべきは、私たちの清算コストモデルで特定された主要な決定要因が、これまでの研究結果文献と一致していることです。コーブランドとカーン（2024）⁶は、レポ金利について統計的に重要な4つの要因があることを特定しました。それらは、MMF資産の変動、ヘッジファンドのショート先物残高、USTクーポン債の純発行残高、そしてSOMAのUSTクーポン債の保有残高です。分析範囲を拡大し、クリアード領域とアンクリアード領域に対する影響を分解することで、清算コストの決定要因を特定し、これらの主要な変数が清算コストに対して方向性としてどのように影響を与えるかを明らかにしています。

私たちの調査結果では、マクロ経済的要因と構造的要因が、中央清算（クリアード）レポ金利と非中央清算（アンクリアード）レポ金利に対してそれぞれ異なる影響を与えることが明らかになっています。例えばUSTクーポン債の純発行額とディーラーによるUSTビルの保有残高は、いずれも担保供給量を増加させ、レポ金利全体としては上昇に結びつきます。しかし、清算コストに対するそれらの影響は、サイン（上昇・下降の方向）や規模の大きさの両面で差異があります。これは、清算コストが当初予想されるような固定的かつ構造的なスプレッドではなく、むしろ市場状況に影響を受ける動的な関数であることを浮き彫りにしています。

月末に焦点を当てた分析では、月末前後で資金調達の環境がより逼迫する傾向があるため、重要な留意点を伴います。月末にバランスシートの補強を図るディーラーは、レポ取引から一時的に手を引く

ことがあり、その結果ディーラーのバランスシート余力（キャパシティ）が低下し、バイサイドのフローが大手のスポンサー・プロバイダーに集中します。これを受けて、投資家は確実に取引を実行するためにクリアード・レポ金利がわずかに不利であっても受け入れる可能性があります。

つまり、投資家が利回りよりも流動性を優先するにつれて、清算コストが増加する可能性があります。私たちは、GCFとTGCRのスプレッド（回帰結果では、GCF-TGCRとして）を含めることによって、このバイアスを制御しようとしてきました。直感的には、ディーラーがより多くの制約に直面する局面では、TGCRに比べてGCFが相対的に上昇し、その結果スプレッドが拡大します。私たちのモデルでは、このスプレッドの拡大は清算コストの上昇に、つまり当該スプレッドは清算コストと統計的に正の関係にあります⁷。

表2：回帰分析の結果

独立変数	清算コストへの影響（回帰係数：bps）	1標準偏差単位
MMF 資産	+3.90 ***	US\$973B
FICC スポンサー総取引量	-1.72 ***	US\$678B
SOMA のUSTクーポン債券保有残高	+1.26 ***	US\$485B
MMF レポ取引量	-0.99 ***	US\$656B
ヘッジファンドによる UST 先物取引の取引量	+0.85 *	US\$415B
UST クーポン債券総発行量	+0.40 ***	US\$109B
銀行準備金	-0.36***	US\$375B
GCF – TGCR (GCF と TGCR のスプレッド)	+0.32**	6.3 bps
ディーラーの UST ビルの保有残高	-0.24***	US\$22B

注：***：1% レベルで統計的に有意性を示す。、**：5%レベルで統計的に有意性を示す。

*：10% レベルで統計的に有意性を示す。

出所：ステート・ストリート・マーケッツ、ブルームバーグ、Crane Data

将来を見据えた検討事項および

その影響

私たちの分析結果によると、市場への参加規模の拡大につれて限界的な清算コストが構造的に低下することが示されています。エージェント・クリアリング・サービス (ACS) やコラテラル・イン・ルウ (Collateral-in-Lieu = CiL) などの新しく導入されるFICCによる清算モデルの展開によって、この動きが加速される可能性が高いと考えられます。

ACS はネットティングの対象範囲 (ネットティング・セット) を拡張し、また CiL は一定の場合に証拠金 (マージン) 差し入れを不要とすることで、これらのモデルは清算コストを構造的に押し上げている最大要因に正面から働きかけます。FICC スポンサー残高の係数が負であることも整合的に、こうしたモデルの採用が広がれば、市場が 2026 ~2027 年にかけて成熟するにつれて清算コストは圧縮され、特定のマクロ環境で生じる上昇圧力を一部相殺することが予想されます。

また、市場に参入する他の中央清算機関 (CCP) (例: CME や ICE) が提供する予定の新たな清算モデルが、クリアード・レポ取引における全体的なコストと収益にどのような影響を与えるかは、現時点ではなお不透明です。

同時に、清算コストは時間とともに変動するもので、マクロの資金調達環境に対して敏感な状態が続きます。とりわけ推定の焦点を月末に当てていることを踏まえると、その傾向は月末に顕著になります。

MMF 資産の増加、SOMA クーポン債保有残高の変化、ディーラーによるバランスシート逼迫 (GCF と TGCR の間のスプレッドの差異によって代理) の発生は、より効率的な清算体制の下であっても、清算コストのスプレッドを拡大させる可能性があります。一方、スポンサーの取引残高、MMF のレポ取引量の増加は、当該スプレッドの圧縮を促す傾向にあります。

市場参加者は、エクスポージャー特性、ネットティングの可能性、担保の可用性などを判断材料として、スポンサー取引やその他の新たな FICC によるクリアリング・モデル (ACS、CiL) の利用を積極的に最適化することで、コストの削減につなげることができます。一方で、サービス・プロバイダー側は、スケールメリットを実現し、それを価格設定に反映させるため、顧客間の取引ネットティング、マージン最適化、およびオペレーション体制の整備に投資すべきと考えられます。

結論

SECによる中央清算義務化がUSTレポ市場の構造変革を迫る中、市場参加者は流動性とリスク管理において重要な岐路に立たされています。清算コストは固定的なプレミアムではなく、変化する市場構造、流動性、マクロ環境によって形成される動的で市場の動向に敏感なスプレッドです。

中央清算が拡大するにつれて、スケールメリットと新たに導入される清算モデルが、バイサイドの参加者が負担するコストを構造的に圧縮していく見込みです。しかしそのスプレッドは、資金調達の逼迫度や担保の供給量、および市場ストレスの変化に応じて今後も敏感に変化していく状態が続くとみられます。

今後、資金運用主体と資金調達主体の双方にとって、進むべき道は明らかです。清算の枠組みを能動的に最適化し、オペレーション規模を活用する主体が効率性を得て、変化する環境を乗り切る上で最も有利な立場に立つでしょう。清算義務化は単なる規制の変更ではなく、永続的な市場変革の触媒です。

付表

目次

用語

定義

UST ビル残高および
発行量

満期を一年未満に迎える米国財務省短期債券。その発行量はレポによる短期資金調達市場と担保供給量に影響を与える。

CCA

Covered Clearing Agency: SEC が指定する清算機関 (例: FICC) で、規制上の義務に従ってUSTレポ取引の中央清算を行う。

UST クーポン債残高
および発行量

定期的な利払いが行われる米国財務省証券。その発行額は流動性とレポ市場の動向に影響を与える。

FICC スポンサー・レポ

スポンサー (通常はディーラーまたは銀行) が、非ディーラーのカウンターパーティに対して、米国国債 (US Treasury) レポ取引に関するFICCの清算サービスへのアクセスを仲介する、中央清算されたレポ取引。

GCF

General Collateral Finance Repo: FICC が提供するサービスで、取引ごとの個別決済 (trade-for-trade settlement) を行うことなく、ディーラー間で一般担保 (GC) レポ取引を日中を通じて行えるようにすることで、流動性と効率性を向上させる。

MMF

Money Market Fund: 短期で質の高い債務証券に投資し、レポ市場にも頻繁に参加している。

RRP

Federal Reserve Reverse Repo facility: FRB が適格投資家に対して、管理された金利 (administrated rate) で翌日物のリバース・レポを行う手段で、政策金利の下限を固定する役割を果たす。

用語**定義****SOFR**

Secured Overnight Financing Rate : トライパーティ取引、バイラテラル取引、そして中央清算されるGCFおよびスポンサード・レポ取引を含む、USTを担保とする翌日物借入コストを広範に測定する指標。

SOMA

System Open Market Account : FRB が金融政策を実施するために保有するUSTおよび政府機関MBS債のポートフォリオ。

SRF

Standing Repo Facility : 市場の流動性を高めるために、FRB がプライマリー・ディーラーおよび銀行に対して翌日物のレポによる資金提供を行う仕組み。

TGA

Treasury General Account : 米財務省が FRB に保有する主要な運転資金口座で、政府の資金繰りおよび支払い管理に利用される。

TGCR

Tri-Party General Collateral Rate : UST を担保とするトライパーティの枠組みで行われる翌日物レポの基準金利で、資金運用主体と資金調達主体の需給を示す代理指標 (proxy) として機能。

脚注

1. 米国証券取引委員会 (SEC) (2025年2月25日)。SEC は UST の中央清算義務に関する規則について、遵守期限を延長し、一時的な猶予を与えている。(プレスリリース No. 2025-43)
2. 間接参加者とは、直接会員 (例: スポンサー) を通じて中央清算にアクセスが可能な非 FICC メンバーを指す。SEC の義務に関する詳細は以下を参照のこと。
<https://www.statestreet.com/us/en/insights/central-clearing-mandate-faqs>
3. 米国連邦準備制度理事会 (FRB)
4. 米議会予算局。 <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>
5. 技術的な詳細にご興味のある読者向け: ステート・ストリートでは、正確さと単純さを両立させるための指標である赤池情報量規準 (AIC) を使い、最適な変数の組み合わせを選択。実証的な選択過程で初期セットの18変数から得られる262,144通りすべての組み合わせを評価し、最適なAIC値を求めた。回帰分析の結果は、系列相関を考慮するために Newery-West 標準誤差を用いてシリアル相関を考慮している。
6. アダム・コーブランド、ジェイ・カーンR.共著、“Repo Intermediation and Central Clearing: An Analysis of Sponsored Repo”. Staff Report No. 1140、ニューヨーク連邦準備銀行2024年.DOI: 10.59576/sr.1140.
7. 月末のスプレッドの拡大については、コーブランド・A、カーン・J 共著 (2024年) により実証されている。

詳細については、下記までお問い合わせください。
sftkycs@statestreet.com

本書はステート・ストリート・コーポレーションが発行した“The Cost of Clearing: Evidence from an analysis of cleared and uncleared repo”の日本語抄訳版です。

Disclaimers and important risk information

This communication is provided only to professional clients or eligible counterparties or their equivalent by State Street Bank and Trust Company or, where applicable and permissible, its bank and non-bank affiliates (“State Street”). State Street Bank and Trust Company is authorized and regulated by the Federal Reserve Board, registered with the Commodity Futures Trading Commission as a Swap Dealer, and is a member of the National Futures Association. State Street Bank International GmbH (“SSBI”) is regulated by the European Central Bank (“ECB”), the German Federal Financial Supervisory Authority (“BaFin”) and the Deutsche Bundesbank. Details about the extent of SSBI’s regulation by the ECB, the BaFin and Deutsche Bundesbank are available from us on request. Products and services described herein may not be available in all jurisdictions or through all State Street entities. Activities described herein may be conducted from offshore. Information provided is of a general nature only and has not been reviewed by any regulatory authority.

This communication is intended for general marketing purposes, and the information contained herein has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. It is for clients to determine whether they are permitted to receive research of any nature. Market commentary provided by trading desks is not investment research. This communication is not intended to suggest or recommend any transaction, investment, or investment strategy, does not constitute investment research, nor does it purport to be comprehensive or intended to replace the exercise of an investor’s own careful independent review and judgment regarding any investment decision.

This communication is not intended for retail clients, nor for distribution to, and may not be relied upon by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to applicable law or regulation. This communication or any portion hereof may not be reprinted, sold or redistributed without the prior written consent of State Street. This communication and the information herein does not constitute investment, legal, or tax advice and is not a solicitation to buy or sell securities or any financial instrument nor is it intended to constitute a binding contractual arrangement or commitment by State Street of any kind. The information provided does not take into account any particular investment objectives, strategies, investment horizon or tax status.

The views expressed herein are the views of State Street as of the date specified and are subject to change, without notice, based on market and other conditions. The information provided herein has been obtained from sources believed to be reliable at the time of publication, nonetheless, we make no representations or assurances that the information is complete or accurate, and you should not place any reliance on said information. State Street hereby disclaims any warranty and all liability, whether arising in contract, tort or otherwise, for any losses, liabilities, damages, expenses or costs, either direct, indirect, consequential, special, or punitive, arising from or in connection with any use of this document and/or the information herein.

State Street may from time to time, as principal or agent, for its own account or for those of its clients, have positions in and/or actively trade in financial instruments or other products identical to or economically related to those discussed in this communication. State Street may have a commercial relationship with issuers of financial instruments or other products discussed in this communication.

This communication may contain information deemed to be forward-looking statements. These statements are based on assumptions, analyses and expectations of State Street in light of its experience and perception of historical trends, current conditions, expected future developments and other factors it believes appropriate under the circumstances. All information is subject to change without notice.

Participating in trading any financial instrument, including but not limited to foreign exchange, equities, futures, fixed income or derivative instruments, or investments in non-liquid or emerging markets, or digital assets, or participating in securities lending, repurchase transactions or other collateral services present risks, which may include but are not limited to counterparty, collateral, investment loss, tax, and accounting risks. Where applicable, returns may increase or decrease as a result of currency fluctuations. Derivatives may be more volatile than the underlying instruments. Certain foreign exchange business, including spot and certain forward transactions, may not be regulated in all jurisdictions. Past performance is no guarantee of future results.

Markets Research & Insights Disclaimer Supplement

Australia: This communication is provided to wholesale clients by State Street Bank and Trust Company (Australian Business Number 70 062 819 630, Australian Financial Services License 239679).

Brazil: The products in this marketing material have not been and will not be registered with the Comissão de Valores Mobiliários - the Brazilian Securities and Exchange Commission ("CVM"), and any offer of such products is not directed to the general public within the Federative Republic of Brazil ("Brazil"). The information contained in this marketing material is not provided for the purpose of publicly soliciting investments from investors residing in Brazil and no information in this marketing material should be construed as a public offering or unauthorized distribution of the products within Brazil, pursuant to applicable Brazilian law and regulations.

Israel: State Street Bank and Trust Company is not licensed under Israel's Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 1995. This communication may only be distributed to or used by investors in Israel which are "eligible clients" as listed in the First Schedule to Israel's Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law 1995.

Japan: This communication is made available in Japan by State Street Trust and Banking Co., Ltd., which is regulated by the Financial Services Agency of Japan ("FSA") and is licensed under Article 4 of the Banking Act and is also registered as Registered Financial Institution with the FSA as Kanto Zaimu-kyokucho (Tokin) No. 648 under Article 33-2 of Financial Instruments and Exchange Act.

Oman: State Street Bank and Trust Company is not a bank or financial services provider registered to undertake business in Oman and is not regulated by the Central Bank of Oman or the Capital Market Authority.

Qatar: The information in this communication has not been reviewed or approved by the Qatar Central Bank, the Qatar Financial Markets Authority or the Qatar Financial Centre Regulatory Authority, or any other relevant Qatari regulatory body.

Singapore: This communication is made available in Singapore by State Street Bank and Trust Company, Singapore Branch ("SSBTS"), which has been granted a wholesale bank license by the Monetary Authority of Singapore. SSBTS is also an exempt capital markets services licensee under the Securities and Futures Act 2001 and an exempted financial adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") for certain regulated activities which SSBTS has notified MAS. In Singapore, this communication is only distributed to accredited, institutional investors as defined in the FAA and its regulations. Note that SSBTS is exempt from Sections 36 and 45 of the FAA.

When this communication is distributed to overseas investors as defined in the FAA, note that SSBTS is exempt from Sections 26(1)(c), 34, 36, 45, 47 and 48 of the FAA. This advertisement has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.

South Africa: State Street Bank and Trust Company is authorized in South Africa under the Financial Advisory and Intermediary Services Act, 2002 as a Category I Financial Services Provider; FSP No. 42671.

United Arab Emirates: The information contained within this communication is not intended to lead to the conclusion of any contract of whatsoever nature within the territory of the United Arab Emirates.

United Kingdom: State Street Bank and Trust Company is authorised and regulated by the Federal Reserve Board of the United States, authorised by the Prudential Regulation Authority ("PRA") and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the PRA. Details about the extent of our regulation by the PRA are available from us on request. State Street Bank International GmbH is authorised and regulated by the European Central Bank and the BaFin, deemed authorised by the Prudential Regulation Authority, and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details of the Temporary Permissions Regime, which allows EEA-based firms to operate in the UK for a limited period while seeking full authorisation, are available on the Financial Conduct Authority's website.

State Street Bank International GmbH is authorised and regulated by the European Central Bank and the BaFin, deemed authorised by the Prudential Regulation Authority, and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details of the Temporary Permissions Regime, which allows EEA-based firms to operate in the UK for a limited period while seeking full authorisation, are available on the Financial Conduct Authority's website.

Please contact your State Street representative for further information.

To learn how State Street looks after your personal data, visit: <https://www.statestreet.com/utility/privacy-notice.html>.

© 2026 State Street Corporation — All Rights Reserved

8741175.1.1.APAC.

Expiration date: November 30, 2026



State Street Corporation
One Congress Street, Boston, MA 02114-2016

www.statestreet.com