

短期金融市場の機能向上に向けた論点

2007年3月1日

日本銀行

1. 短期金融市場の役割

○ 市場参加者にとって

- ・ 金融機関は、預金・貸出、有価証券投資など業務運営から生じる資金尻や金利リスクを調整
- ・ 機関投資家は、短期資産や余資の運用を、企業は短期の資金調達やキャッシュ・マネジメントを効率的、機動的に行う場

○ 日本銀行にとって

- ・ 金融市場調節を実践する場、金融政策の波及経路の起点
- ・ 政策金利に対する市場の予想を読み取る場

○ 資本市場、グローバル市場とのリンケージ

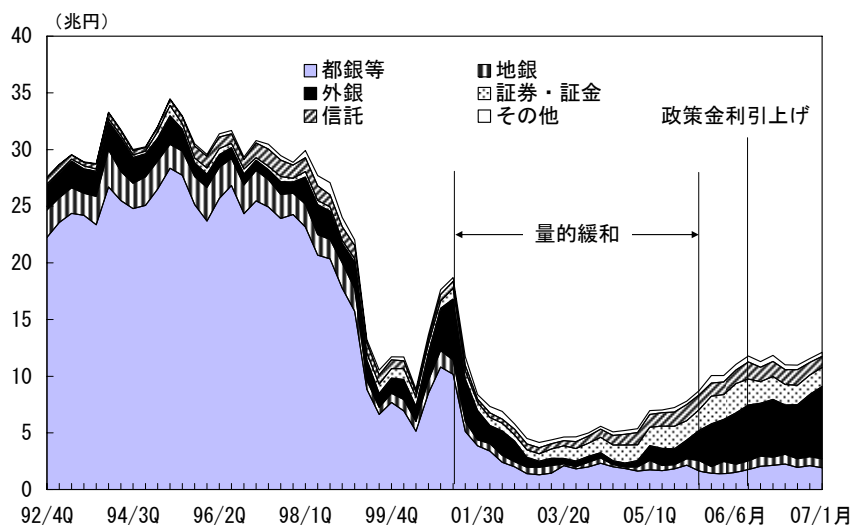
- ・ 中長期の金利形成の起点（イールドカーブのフロントエンド）
- ・ 債券・為替・株式市場への流動性の供給
- ・ グローバル投資家の円取引ニーズをアコモデート

2. 短期金融市場の機能と現状

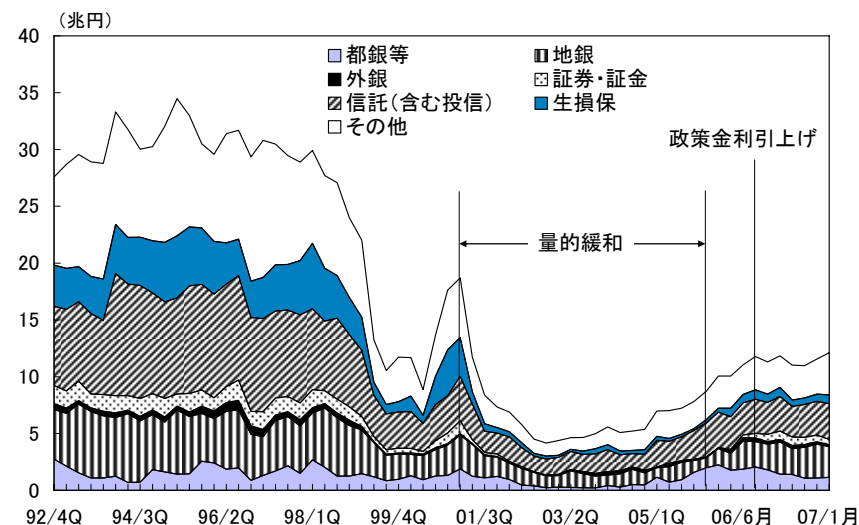
○ 昨年の量的緩和解除、政策金利引上げを経て、短期金融市場は着実に機能を高めてきている。

- ・ 市場を通じる資金の融通が円滑になり、日銀当座預金が増加する下でも金利は総じてみれば安定的に形成
- ・ 課題の1つとみられたクレジットラインの整備は進捗。無担保コール市場は拡大基調。

【無担保コール市場残高の推移(取り手別残高)】



【無担保コール市場残高の推移(出し手別残高)】



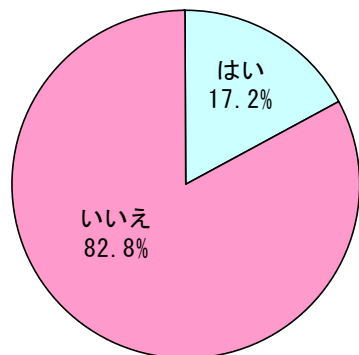
○ しかし、①市場の厚み・流動性、②市場間の資金の流れや裁定の円滑さ、③効率的な金利形成などの観点からは、なお以下の課題がみられる。

(1) レポ、有担保コールなどの有担保市場：市場参加者に広がり乏しく、他の短期金融市場との間の資金の流れが必ずしも円滑とは言えない。レポと無担保コールとのレート差も不安定。

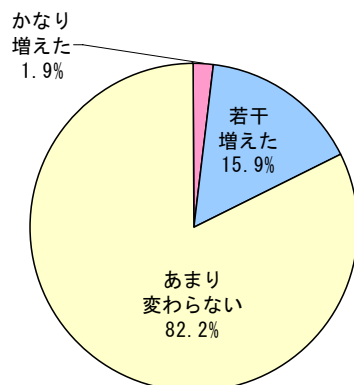
—— 先日付中心のレポと即日中心の無担保コールを橋渡しする「即日有担保」取引の流動性が低い。

【レポ取引の体制整備の状況(06/11月時点)】

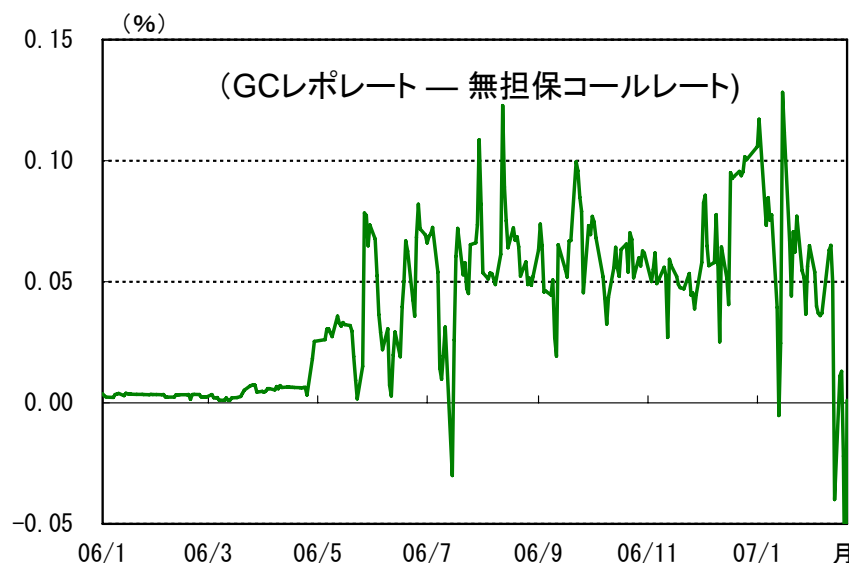
問1. 過去半年間程度の際に、GCレポ取引を行うための体制（フロント・バックの人員、システム手当て、組織体制など）の整備や充実を行いましたか？



問2. 過去半年間程度の際に、GCレポ取引の取引相手の拡充を行いましたか？



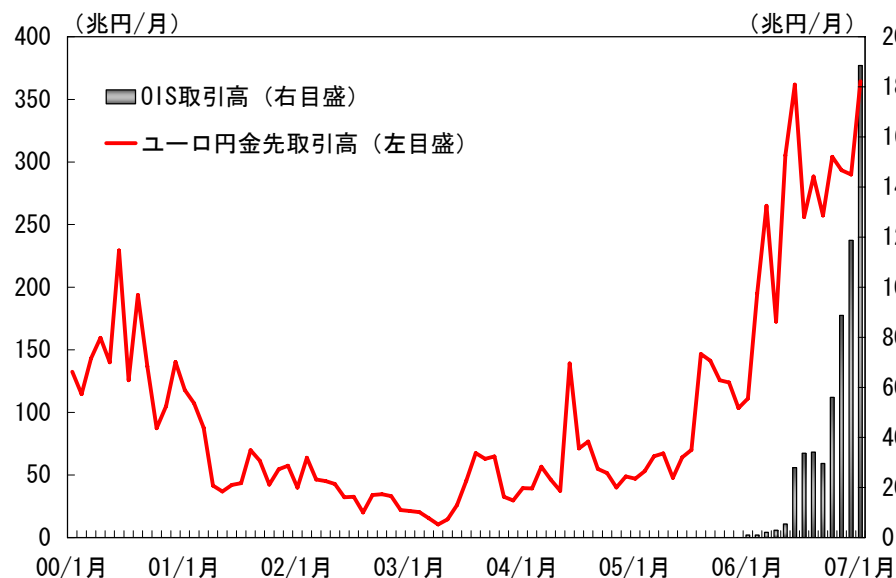
【GCレポと無担保コールのレート差の推移】



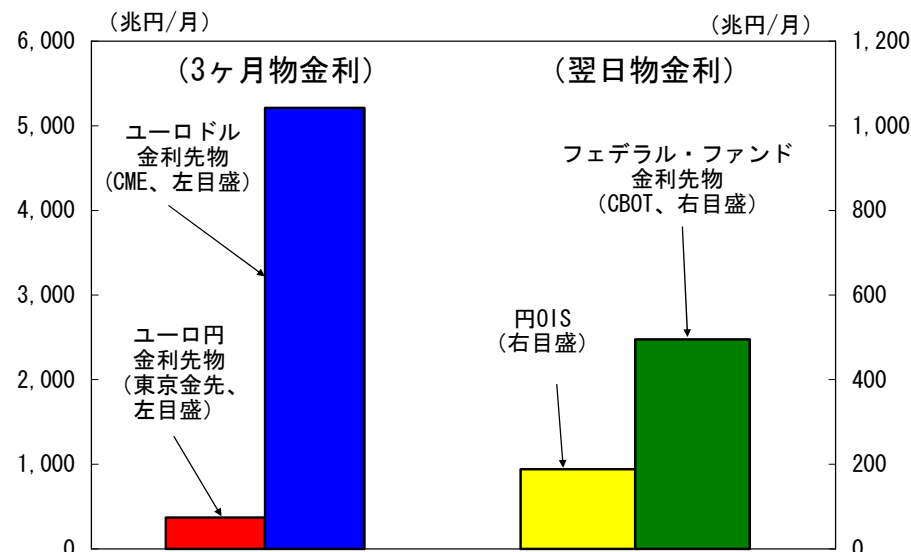
—— 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」
(対象：金融市場調節の相手先をはじめとする約160先)から

(2) 短期金利のデリバティブ市場: 昨年来、拡大傾向にあるが、参加者に広がりがない。
 海外の同市場と比べても、より幅広い市場参加者の金利観が反映され、他市場との裁定
 が働くなど、効率性を高めていく余地がある。

【わが国ブローカーを通じたOISの取引高、件数】



【短期金利デリバティブ取引の取引高(07/1月)】



3. 今回の「取組み」での具体策

—— 「短期金融市場の機能向上への取組み」(2月13日公表)

- 前述の課題への対応として、市場実務面を中心に、当面以下の施策を実施。
 - (有担保市場)
 - ・ レポの指標レート作成に向けた検討を開始
 - ・ 有担保コール市場における担保取扱い見直しに向けた市場関係者の議論をサポート
 - ・ 担保受渡し事務の効率化に向けた日銀ネットの手直しに着手(国債決済・受渡しのための事務体制の選択肢を増やす)
 - (短期金利のデリバティブ市場)
 - ・ オーバーナイト・インデックス・スワップに関する実情調査
- この他、市場の透明性向上の観点から、市場関連のデータ整備を検討。
 - ・ 準備預金残高見通しの前倒し公表、業態別の日銀当座預金残高、ターム別コール市場残高の公表
- この他にもできることがあれば、着手していく。課題の洗い出しの観点から、「短期金融市場フォーラム」を開催。

4. 短期金融市場を巡る環境変化

○ 短期金融市場は、以下のような環境変化に直面している。

- ・ 国内市場参加者のビヘイビアの変化
 - 大手銀行の「預金超過」化、金融機関統合
 - 取引手としての外国銀行、証券会社の比重拡大
- ・ 海外投資家の円資金取引拡大
 - 多様な取引手法、裁定活発化、デリバティブの積極活用
- ・ 公的セクター改革
 - 郵政公社化・民営化など
- ・ 金融・情報技術、リスク管理のイノベーション
 - リスクの定量化・管理、バーゼルⅡ
 - 取引の電子化、STP化
 - デリバティブ等の拡大
- ・ 国債発行残高の増加、金融機関の国債保有増加（担保としての活用余地）
- ・ 決済インフラの高度化
 - RTGS化→次世代RTGS、有価証券等のペーパーレス化（電子CP、一般債、投信→株式）

○ 短期金融市場は、こうした変化に対応し、市場参加者や幅広い利用者の多様化・高度化するニーズに応えながら、機能を高めていくことが求められている。

5. 論点

(1) 日本銀行の提示している課題について・・・

- 有担保コール、レポ、短期金利デリバティブの各市場について、取引の参加者を増やし、市場流動性を高めていく観点から、どういった対応が考えられるか。
- 例えば、以下のような観点からの具体策をどうみるか。
 - ・ 有担保コール市場：例えば、担保の掛け目や評価方法の更なる効率化など
 - ・ レポ市場：担保の受渡し、決済にかかるコストの削減。例えば、清算・ネットリングの利用促進、代行決済サービスの普及など
(後掲の「参考」参照)
 - ・ 同：T+0、T+1のレポ取引の流動性向上
 - ・ 短期金利のデリバティブ市場：例えば、OIS等の指標レート作成など

(2) その他の課題について・・・

- 左記以外で取引の活発化や更なる機能向上が期待されるマーケットはあるか
—— 例えば、①無担保コールのターム物市場、②CPの発行及び流通市場、③一般債や株式担保の資金取引など
- そのマーケットについて、どのような切り口からのアプローチが考えられるか
 - ・ 市場の透明性向上(指標レート、残高など市場データの整備など)
 - ・ 取引の効率化
—— 市場慣行や制度面の改善など
 - ・ 決済システムの効率化
—— 電子化・STP化を促すための工夫(事務手続等の標準化など)
 - ・ 個々の市場参加者の取組み
—— リスク管理高度化、投資対象や手法の多様化、システム・事務体制の高度化

6. おわりに

- 本日は、課題洗い出しのための意識共有の場（出発点）。
- 「短期金融市場フォーラム」の意見・議論は公表。
- これを踏まえ、幅広い市場参加者の意見を募集（3月～4月）。
—— アンケートやパブリック・コメント。
- 最終的に、日本銀行で取り纏めを予定。

【日米の短期金融市場残高（2006 年 9 月末）】

日本			米国		
	（兆円）	構成比 （％）		（10 億ドル）	構成比 （％）
コール	40.4	12.7	FF	325	3.6
レポ・債券現先	133.5	42.0	レポ・債券貸借	3,760	41.1
手形	0.2	0.1	BA	1	0.0
CD	29.4	9.3	CD	2,054	22.5
CP	13.4	4.2	CP	2,090	22.9
TB・FB	100.9	31.7	TB	912	10.0
合計	317.8	100.0	合計	9,140	100.0
2005 年名目 GDP 比		63.1	2005 年名目 GDP 比		73.4

- （注） 1. この他にユーロ円、ユーロドル市場があるが、市場残高が把握できないため、含めていない。
 2. 日本のコールの残高には、DD 取引および外貨建てコール取引を含む。DD 取引および外貨建てコール取引を除くコールの残高は、19.9 兆円。
 3. 日本の CP には ABCP は含まない。
 4. FB は政府保有分および日本銀行保有分を除く。
 5. FF は、US-chartered Banks および US Branches and Agencies of Foreign Banks の FF 調達金額の合計値（2006 年 6 月末）。
- （出所）日本銀行「資金循環統計」「政府債務」、FDIC “Call Report”、FRBNY “Primary Dealer Statistics”、FRB “Flow of Funds”、The Bureau of the Public Debt “Monthly Statement of the Public Debt of the United States”

(参考) 米国レポ市場における 取引円滑化のための工夫

※詳しくは、日本銀行金融市場局

「米国短期金融市場の最近の動向について」参照

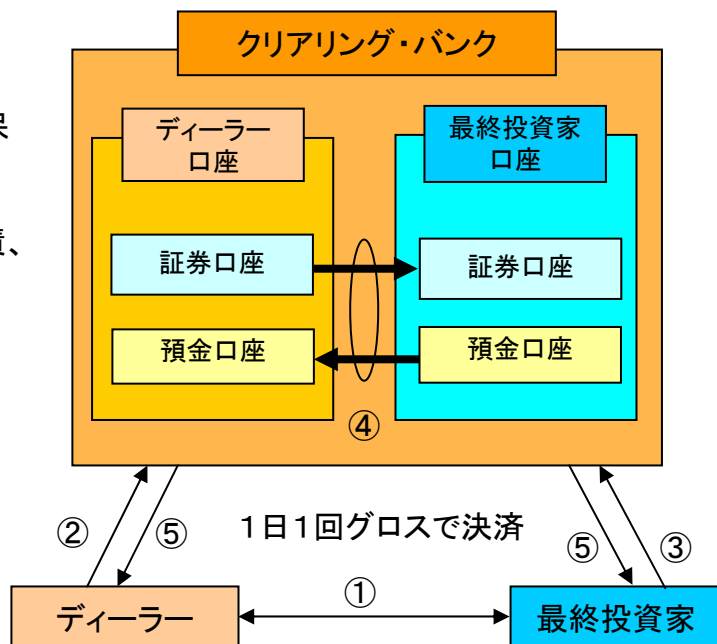
担保の受渡し、管理コストの削減①(トライパーティ・レポ)

- レポ取引を行うディーラーと最終投資家(投信など)が、同一のクリアリング・バンクに担保管理事務をアウトソース。クリアリング・バンクが、担保債券の選定や担保価額の管理などを行う。

【事前準備】

- ・ ディーラー、最終投資家及びクリアリング・バンクの間で、トライパーティ・レポに関する契約締結
 - ディーラーと最終投資家は、担保として利用可能な債券種類、担保掛目や担保とする優先順序(「MBSを優先」、「25%は投資適格社債、残りは国債」など)を予め指定。
- ・ クリアリング・バンク内に、ディーラーと最終投資家の口座を開設

【取引フローのイメージ】

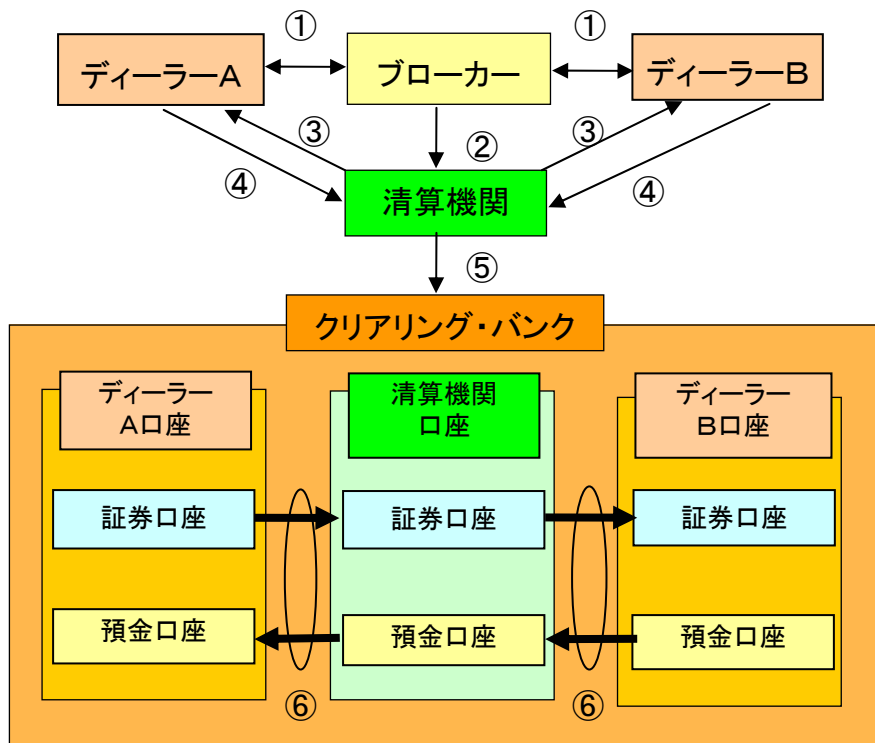


- ① 約定成立
- ② ディーラーは、クリアリング・バンクに取引明細(スタート日とエンド日、金額、取引相手名)を通知(午後2時まで)
また、必要な担保債券をクリアリング・バンク内の証券口座に用意
- ③ 最終投資家は、必要資金をクリアリング・バンク内の預金口座に用意(午後4時まで)
- ④ クリアリング・バンクは、事前の指定に基づき担保債券を選択。担保債券及び資金を振り替え(個別指示なく実施)
- ⑤ 結果の通知

担保の受渡し、管理コストの削減②(GCFレポ※)

※ General Collateral Finance レポ

- ディーラー同士のレポ取引でトライパーティ・レポを実現する仕組み。
- 清算機関の利用を前提としている、ブローカーがディーラーに代わって取引明細をシステム入力する、など一段の効率化が図られている。



【取引フローのイメージ】

(約定成立・取引承認)

- ① 約定成立
- ② ブローカーが取引明細を清算機関(FICC)にオンラインで通知(約定成立後5分以内)
- ③ 清算機関は、取引明細及びディーラーのネット・ポジションをオンラインで通知(②の通知受領後直ちに)
- ④ ディーラーは③について承認/不承認を清算機関に通知

(清算・決済)

- ⑤ 清算機関は、前日までのターム取引や先日付取引も含めて、担保債券種類ごとに各ディーラーのネット・ポジションを算出。結果をディーラーとクリアリング・バンクに通知
 - ⑥ クリアリング・バンクは、自らの中にある清算機関、ディーラーの口座間で、担保債券と資金を振り替え
- (反対取引(翌日朝))
- ⑦ 全てのポジションの反対取引実施(翌朝7時30分<Fedwireの国債系開始前>)

T+0レポの日中スケジュール策定

○ T+0レポでは、時間的制約が大きいいため、取引円滑化の観点から、市場慣行により日中のタイムスケジュールが策定されている。

6:30	<u>Pulls and Returns</u> レポ・ディーラーは、その日の資金および債券ポジションを確認。	12:00	これ以降のGCのターム物およびSC取引は、原則としてT+0からT+1ベースになる。 ➤GCのO/N物(T+0)は午後も取引される。
7:00	<u>ブローカー市場オープン</u>	14:55	<u>ブローカーによるブローキング停止</u> 取引が錯綜することを避けるため。
9:30	<u>Fedのオペ・タイム</u>	15:00	<u>カットオフ・タイム</u> (「Close of Fedwire」と呼ばれる) ディーラー間および顧客からディーラーへの債券の受渡しは、15時までに終了する必要。できない場合には、フェイルとなる。
9:55	<u>GCレポのサブスティテュション通知時限</u> (TBMAガイドライン) ディーラーがブローカーに対してサブスティテュションを行うか否かを通知する時限。	15:30	<u>Fedwireの国債系の終了</u> →クリアリング・バンク(BONYおよびJP Morgan Chase等)を跨る債券の受渡しはこの時刻で終了。
10:00	<u>「10時平均レート」の配信</u> ブローカー各社が算出する自社経由の10時までの取引の債券銘柄毎の金額加重平均レート。10時以降の取引のベンチマークとなる。	15:30～17:30	T+1レポの取引が行われる。
11:00	<u>GCレポの担保の確定時限</u> (TBMAのガイドライン) これ以前に約定したT+0レポの担保債券は、11時までに確定し、取引相手に通知する。11時を超えても、T+0レポ取引を行うことは可能であるが、約定から30分以内に担保債券を確定する必要がある。	18:30	<u>Fedwireの資金系の終了</u>

(注1) **赤字**は市場参加者に特に重要と認識されているもの。

(注2) TBMA(The Bond Market Association、現 Securities Industry and Financial Markets Association)は、証券市場参加者の団体。