

2007年7月24日  
日本銀行

## 「短期金融市場の機能向上への取組み」最終報告書

日本銀行は、本年2月13日から、約半年間のプロジェクトとして標題の「取組み」を進めてきた。本報告書は「取組み」を通じて実現してきたこと、今後の課題と日本銀行の対応を整理したものである。

### 1. 取組みの狙い、概要

2006年3月の量的緩和政策の解除後、短期金融市場は着実に機能を回復してきているが、市場の厚み拡大（参加者の増加）、市場間の有機的な繋がり、円滑で効率的な金利形成といった観点からは、さらに対応していく余地がある。

短期金融市場は、5年に及ぶ量的緩和政策の下での取引低迷から、市場参加者の与信枠や事務体制が縮小し、取引基盤も弱体化していた。資金の出し手・取り手構造の変化や決済制度変更（日銀当座預金の即時グロス決済化）、リスク管理厳格化といったこの間の環境変化への対応も十分には進んでいなかった<sup>1</sup>。

今回の取組みは、主として実務的な視点から、市場の自律的な機能向上プロセスを支援・促進していくことを狙いとしたものである。

取組みでは、「課題の洗出し」と「具体策の推進」を並行して進めた。課題の洗出しにあたっては、幅広い市場参加者の意見を集めて、共有できる方向感や具体策を見いだすこと、現時点で意見の開きがあるものはその内容を具体的に示して今後の検討の基礎とすることを念頭に置いた。具体策の推進に関しては、足許から着手できるものは順次実現していくアプローチを採った。

また、取組みを進めるにあたっては、市場参加者の参画とフィードバックが得られるよう、具体策の進捗、議論や頂いた意見の内容などを迅速に公表し、オープンで透明性の高いプロセスとなるよう心がけた。

---

<sup>1</sup> 量的緩和政策の解除に伴って短期金融市場がどの程度円滑に機能を回復していくのか、市場参加者の間でも不確実性が強く意識されていた。こうした状況に対処するため、日本銀行は、市場参加者の協力を得ながら、06年中を通じて市場の機能回復状況を調査・公表してきた（06年4月5日、7月31日、07年1月19日付金融市場レポート（追録））。今回の取組みはこれらの調査結果も踏まえて実施したものである。

後述するように、課題の洗出しでは極めて多数の市場参加者の参画を得た。また、レポ指標レート of 作成やコール市場データ整備等の具体策は、市場参加者との共同作業によって実現できたものである。建設的な関与に対して改めて感謝したい。

## 2. 課題の洗出し

日本銀行は、課題の洗出しに向けて、まず市場参加者と直接の意見交換を行った（3月1日「短期金融市場フォーラム」の開催）。さらに、ここでの議論を公表したうえで、4月には、幅広い市場参加者からの意見募集を行った<sup>2</sup>。

市場参加者からは、市場活性化に向けた多岐に亘る論点が提示されたが、①レポ市場、②即日の資金市場（いわゆる「T+0」<sup>3</sup>市場）、③ターム物市場、④短期金利のデリバティブ市場についての機能向上に期待する意見が多かった。以下、これら市場の活性化に向けて明らかになってきた課題を整理する。

### （1）市場に関する情報の充実

まず、レポ市場、ターム物市場、短期金利デリバティブ市場など、多くの市場に共通する課題は、市場に関する情報の充実である。これには2つの側面がある。1つは取引規模や厚み（残高、取引高、取引ロットなど）、参加者構造といった基本的な市場の実態（市場プロフィール）に関する情報であり、市場参加者が取引方針を検討する際に役立つと考えられる。もう1つは市場の日々のレートに関する情報であり（指標レート、出合い・引合いレート等）、価格透明性の向上を通じて効率的なレート形成に資すると考えられる。

これらの実現には、市場参加者の個社ベースの取組みと市場参加者間での協力による取組みの双方が重要である。前者の事例としては、レート開示が挙げられる。短期金融市場でも、レポやオーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）などの取引実勢レートを情報ベンダー経由等により開示す

---

<sup>2</sup> 同フォーラムでは、日本の銀行、証券会社、系統金融機関、外資系の銀行、証券会社、本邦事業法人、機関投資家からの出席者を得て意見交換を行った（フォーラムにおける議論の概要は<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji07/tanki0703c.htm>参照）。意見募集では、計109先から極めて多数の有益な意見を頂いた（意見募集の結果は<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/mkr/mkr0706a.htm>参照）。

<sup>3</sup> T+0は、約定日（Trade Date、T）当日、すなわち即日で資金を受け渡す取引。約定日の翌日に受渡す取引をT+1、翌々日に受渡す取引をT+2という。

る取組みが広がりつつある。後者の事例としては、指標・参照レート、残高・取引高データの作成などが挙げられる。

市場参加者への意見募集でも、様々な市場について情報の充実を求める声が強いことが確認された。これらは、比較的早期に対応していくことが可能であるが、必要とされる情報は市場環境によっても変わっていく。このため、報告負担や集計・公表負担も踏まえつつ、どのようなデータ整備が市場の活性化に役立つのか、市場参加者間で継続的に検討を重ねていくことが重要と考えられる。

## (2) 効率的な有担保資金取引市場の実現

有担保資金取引市場（レポ市場、有担保コール市場）は、信用枠の制約を受けずに資金をやり取りできる市場である。短期金融市場における出し手・取り手構造が変化し、カウンターパーティ・リスク管理が厳格化する下で重要性を増している。また、両者とも即日の受渡しが可能<sup>4</sup>であり、当日最終資金尻の安全確実な調整手段としても有用な市場である。これら市場の流動性が高まり、他市場との裁定が広がることで、短期金融市場全般の資金の流れ、金利形成も効率化していくと考えられる。

しかし、レポ市場は、資金・担保の同時受渡し、担保の時価管理や値洗いを要するため、他の取引に比べて事務負担が重く、システム対応など事務体制の整備にも費用がかかる。これらが利用の広がりにくい一因となっている。有担保コール市場は、担保の管理負担はレポほど高くないが、掛け目が低く担保効率のよくない点が、利用の広がりにくい一因となっている。市場参加者への意見募集においても、この点に関連した意見が極めて多かった。

### (レポ市場の課題)

レポ市場については、取引実務の効率化が課題である。現時点においては、取引実務がシステム化されていない市場参加者も少なくないほか、比較的活発に取引している先でもSTP<sup>5</sup>化を実現している先は限定的である。システム対応等の事務体制の整備自体は、基本的には費用対効果に基づく個社ベースの判断であるが、市場全体として取引実務を効率化し、個社の事務対応・システム対応が進めやすくなるような環境を整えていく余地はあると思

---

<sup>4</sup> 有担保コールはT+0が中心。レポはT+2、T+3が多く、T+0は多くはないが徐々に増えつつある。

<sup>5</sup> Straight-Through-Processingの略。各事務処理をシステムで一貫処理すること。

われる。

わが国のレポ市場は、契約形態（現金担保付債券貸借、旧現先、新現先の3種類があり、これに伴ってマージンコールの仕方等の実務も異なる）、決済方法（清算を行う場合、行わない場合に分かれる）、約定確認方法など、取引実務に多様なパターンが存在することが、効率化やシステム対応を進めにくい一因との見方もある。このほか、決済スケジュールにも T+0~3 の4種類がある。しかし、こうした多様性と効率性のバランスをどのように図っていくのかについては、市場参加者の間に意見の開きがある。

また、フェイル<sup>6</sup>に対する許容度が海外市場に比べ低いことが、取引の効率性や市場流動性に影響しているとの見方も少なくない。これが清算の利用や決済期間短縮化を難しくする一因との指摘もある。ただ、フェイルの許容度を高めていくことについても、やはり市場参加者の意見には開きがある。

このため、当面は、以上のような取引実務上の論点（見直すことのメリット、デメリットなど）について、市場参加者の間で相互理解を深めていくことが有益と考えられる。

この他では、中長期的な課題として、米国において普及しているクリアリングバンク・サービス（国債や資金の受渡しなどの事務の外部委託）やトライパーティ・レポ<sup>7</sup>の普及などのインフラ整備を挙げる市場参加者が多かった。国債以外の証券を担保とする資金取引市場の拡大についての指摘もあった。但し、これらを進めていく上でも、上述の取引実務の効率化は重要な前提と考えられる。

#### （有担保コール市場の課題）

有担保コール市場については、担保効率や安全性の向上が課題である。当面の具体策としては、担保掛け目の見直しによって担保効率の向上を図っていくことが考えられる。

---

<sup>6</sup> フェイルとは、債券の受け方が、その渡し方から、予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、本来受渡しが合意されていた債券を受け渡されていないことをいう。債券取引の場合、資金取引と異なり銘柄により個別性があるため、いわゆるループ（債券が転々と流通する結果、取引が輪のように連鎖すること）が生じた場合などに、受渡し未了が生じやすい面がある。

<sup>7</sup> クリアリングバンク・サービス、トライパーティ・レポについては「米国短期金融市場の最近の動向について」（07年2月22日。<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research07/ron0702a.htm>）参照。

その先の具体策としては、担保の時価評価、さらには資金と担保の同時受渡し化による安全性の向上を指摘する市場参加者が多くみられた。半面、有担保コール市場は、事務の簡便性が T+0 レポと比較した特徴とされている。このため、現時点においては、担保効率の向上を図りながら、安全性の高さを特徴とする T+0 レポ市場との並存を図っていくことが現実的、との考え方が多いように窺われる。

### (3) 短期金利デリバティブ取引の活発化

短期金利のデリバティブ取引は、昨年来、急速に拡大してきているが、利用先はなお限定的である。市場の厚みを増し、より多様な参加者の金利観が反映されるようにしていくことが課題である。とくに、量的緩和政策の解除や政策金利の引上げに伴って、日々変動するようになった翌日物金利を取引対象とするデリバティブ市場の拡大が期待される。市場参加者への意見募集でも、資産負債管理や裁定取引などの有用な手段として、市場拡大に期待する意見が多かった。

当面の具体策としては、急拡大しつつある OIS 市場に関する情報の充実（取引残高、参加者構造、レートなど）が挙げられる。意見募集でも、取引の本格化から 1 年強しか経過しておらず、基本的な市場プロフィールに関する全般的な情報不足を指摘する意見が多かったほか、公示性・指標性のある参照レートに期待する意見もみられた。

その他の具体策として、市場参加者から指摘が多かったのは（本年 4 月時点）、日本銀行の金融政策決定会合日程の前倒し公表である。翌日物金利とターム物金利を交換する OIS について、決定会合の日程が先々まで判明していれば、それだけ長めの取引を行いやすくなるためと考えられる。また、上場物の翌日物金利デリバティブに期待する意見もみられた。これは、カウンターパーティ・リスクがないこと、標準化され流動性が高いこと、価格透明性が高いことなどのメリットに着目したものとみられる。

市場参加者からは、以上みてきた以外にも、多岐に亘る課題や具体策が提示された。これらは、現時点においては必ずしも市場参加者の多数意見ではないかも知れないが、将来に向けた有益なヒントとなる可能性がある。日本銀行としては、これらの情報も念頭に置きながら、今後も市場参加者との意見交換を行っていきたいと考えている。

### 3. 実現した具体策

日本銀行は、上記の作業を通じて明らかになってきた課題のうち、早期に対応が可能なものについては、順次実現を図った。

#### (1) 市場に関する情報の充実

##### ① 市場データの整備（別紙1）

市場参加者の資金需給見通しに役立つ情報の充実を図り、短期金利の円滑な形成に資する観点から、「準備預金残高見込みの前倒し公表」、「日銀当座預金の業態別残高の公表」を実施した（4月16日、6月18日）。

また、ターム物市場の取引規模に関する情報の充実を図り、同市場の流動性向上に役立てていくため、短資会社の協力を得て「期間別の無担保コール市場残高の公表」を実施した（6月7日）。

##### ② 新たなレポ指標レートの作成・公表（別紙2）

市場参加者とともに「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」を設置し、指標レートの有用性や設計について議論した。その結果、日本銀行は、新たなレポ指標レート（東京レポ・レート）を作成・公表することとした（6月12日）。現在、実務的な準備を進めている。

##### ③ OIS市場調査の実施

OIS市場に関しては、多くの銀行、証券会社等が関心を示しているが、取引本格化から僅か1年強ということもあり、市場の実情を把握できるデータ等に乏しい。日本銀行は、市場参加者の理解や取引方針の検討に役立てていくため、既にOIS取引を行っている先の協力を得て、市場規模、参加者構造等に関する調査を実施した<sup>8</sup>。

#### (2) その他の具体策

##### ④ 有担保コールの担保掛け目の効率化

担保の掛け目の見直し等によって担保効率を高めることは、有担保コール市場の参加者増加、活性化の観点から有益と考えられる。日本銀行は、

---

<sup>8</sup> 同調査に関しては、「OIS市場調査の結果（07年5月実施）」（07年7月23日。  
<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research07/ron0707b.htm>）を参照。

こうした観点から、有担保コールの担保取扱いの見直しに向けた市場参加者の取組みに協力してきた。有担保コールの担保掛け目は、市場参加者による議論を受けて、本年3月に担保効率を高める方向で見直された<sup>9</sup>。

#### ⑤ 国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能化（別紙3）

レポ市場等の取引実務の効率化に向けて、市場参加者の間では、国債受渡し事務の外部委託が重要な選択肢の1つと位置付けられている。これを踏まえ、日本銀行は、取引先が日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務を外部委託することを可能とするため、日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）のメンテナンスに着手し、7月13日には骨子と実現時期の目途を公表した。具体的には、2008年度中を目途（早ければ2008年12月頃）に実現する方向で準備を進めている。

#### ⑥ 金融政策決定会合の日程公表の拡充

日本銀行は、市場参加者からの意見も踏まえ、金融政策運営にかかる透明性を一層向上させる観点から、従来、「年4回、先行き6ヵ月分」公表していた金融政策決定会合の日程を、本年6月から「年2回、先行き1年分」公表することとした。この結果、常に、少なくとも半年先までの会合の日程が明らかになる。

### 4. 残された課題と日本銀行の今後の対応

以上のように、今回の取組みでは、足許から着手可能な具体策について順次実現を図ったが、残された課題も少なくない。

残された課題を大別すると、1つは、市場に関する情報の充実である。この点については、現時点で効果的と考えられる具体策——市場データの整備、新たなレポ指標レートを作成・公表、OIS市場調査——を実施したが、2.でみたように、基本的な市場プロフィールや取引レートに関する情報充実への期待は強く、引き続き検討を進めていく余地がある。

もう1つは、有担保の資金取引市場であり、取引実務の効率化が大きな課題として残されている。有担保コール市場の掛け目の効率化や日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託を可能とするための日銀ネットメン

---

<sup>9</sup> 詳しくは、「（参考資料）有担保コール取引の担保掛け目見直しについて」（07年2月23日。<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji07/tanki0702e.pdf>）を参照。

テナンスなど、動き出した具体策もあるが、効率化の余地はなお大きい。今後、市場参加者間で相互理解を深めつつ、中長期的に取り組んでいく必要がある。

こうした点を踏まえ、日本銀行は、以下の対応を講じていく。

#### ①「取組み」で約束した施策の実現

東京レポ・レートについて、2007年度下期入り後の公表開始に向けて準備を進める。開始後は、レファレンス先との協力の下、本レートの適切な運営に万全を期し、信頼性を確保していく。

日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託を可能とするための日銀ネットのメンテナンスについても、2008年度中を目途（早ければ2008年12月頃）に実現する方向で準備を進める。さらに具体的な実現方式等についても、関係金融機関等に対して可能な範囲でなるべく前広に開示していく。

有担保コール市場の担保取扱いの効率化に向けた市場参加者の取組みにも引き続き協力していく。

#### ②「東京短期金融市場サーベイ」の実施

市場に関する情報充実に対するニーズを踏まえるとともに、今回の「取組み」で明らかになった諸課題への対応状況、市場機能面での新たな動きをフォローアップする観点から、短期金融市場に関する包括的な調査（「東京短期金融市場サーベイ」）を、来年度中を目途に実施する方向で検討する（定例調査ではなく、1回限りのアドホック調査を想定）。

同サーベイが、市場参加者にとって有益な情報基盤となるよう、調査内容、進め方等について、市場参加者や関係する市場参加者団体（短期金融市場取引活性化研究会＜短取研＞、債券現先取引等研究会＜レポ研＞等）と十分意見交換を行いつつ検討を進める。

#### ③市場参加者との意見交換の継続

市場参加者とともに、市場に関する情報充実（東京短期金融市場サーベイの内容等を含む）、有担保資金市場の効率化などについて、実務的な視点から意見交換を重ねていく。具体的な検討テーマがあれば「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」のような市場参加者との実務者会合も随時開催する。

以 上



## 市場関連データの整備の概要

## ① 準備預金残高見込みの前倒し公表（4月16日から）

	変更前	変更後
公表時刻	毎営業日午前9時20分頃	毎営業日午前8時頃
公表計数の単位	2,000億円単位	1,000億円単位

## ② 期間別の無担保コール市場残高の公表（6月7日から）

—— 従来の業態別の残高に加え、本年5月分のデータから公表を開始。

公表日	月初第5営業日（午後3時）
対象データ	無担保コール市場（全市場の合計）の 月末残高および月中平均残高
公表区分	翌日物、2～6日物、1W以上2W未満、2W以上3W未満、 3W以上4W未満、1M以上2M未満、2M以上3M未満、 3M以上4M未満、4M以上、合計

## ③ 日銀当座預金の業態別残高の公表（6月18日から）

—— 本年5月分のデータから公表を開始（同時に過去1年分のデータも掲載）。

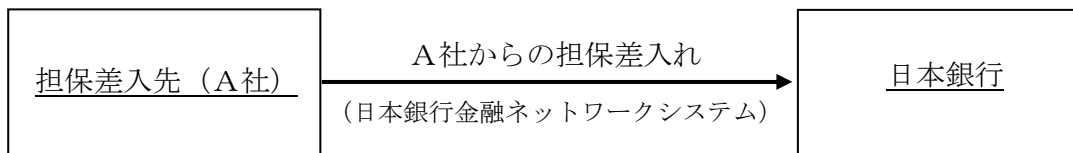
公表日	準備預金積み最終日の翌営業日（午後5時）
対象データ	日銀当座預金の準備預金積み期間中の 平均残高、所要準備額および月末残高
公表区分	都市銀行、地方銀行、第二地銀協加盟行、外国銀行、 信託銀行、その他準備預金制度適用先、準備預金制度適 用先合計、その他の当座預金取引先（日本郵政公社を含 む）、日銀当座預金合計

## 東京レポ・レート（レファレンス先平均値）の概要

呼称	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「東京レポ・レート（レファレンス先平均値）」（和文）、「Tokyo Repo Rate(reference institutions average)」(英文)。</li> </ul>
作成方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レファレンス方式（特定時点の市場実勢レートを主要な市場参加者が報告し、報告レートの平均値を算出）。</li> </ul>
レファレンス先	<ul style="list-style-type: none"> <li>・20 先前後を選定。</li> <li>・公募制とし、概ね年に 1 回の頻度で選定替えを行う。</li> </ul>
レファレンス先の選定基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引を活発に行っていること。</li> <li>・信用力、レピュテーションに問題がないこと。</li> <li>・レート呈示の実績に問題がないこと（既往先の継続の場合）。</li> </ul>
対象取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>・GC レポ（債券現先および現金担保付債券貸借）。</li> </ul>
レートの定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・マーケット・レート（各レファレンス先が、特定時点の市場実勢とみなしたレート）の一本値。</li> </ul>
対象期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>・翌日物（T+0、T+1、S/N &lt;T+2&gt;）、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y。</li> </ul>
基準時点、報告時点、公表時点	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レファレンス先は、11 時時点のレートを 11 時 45 分までに報告。</li> <li>・公表時点は検討中。</li> </ul>
算出方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・報告レートの上下 15%ずつ（レファレンス先が 20 先であれば上下 3 先ずつ）を除いた平均値を算出。</li> </ul>
作成・公表主体	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当面、日本銀行が行う。</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レファレンス先の個社レートを公表。</li> </ul>

国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能化の概要  
(日本銀行への担保差入れを行う場合)

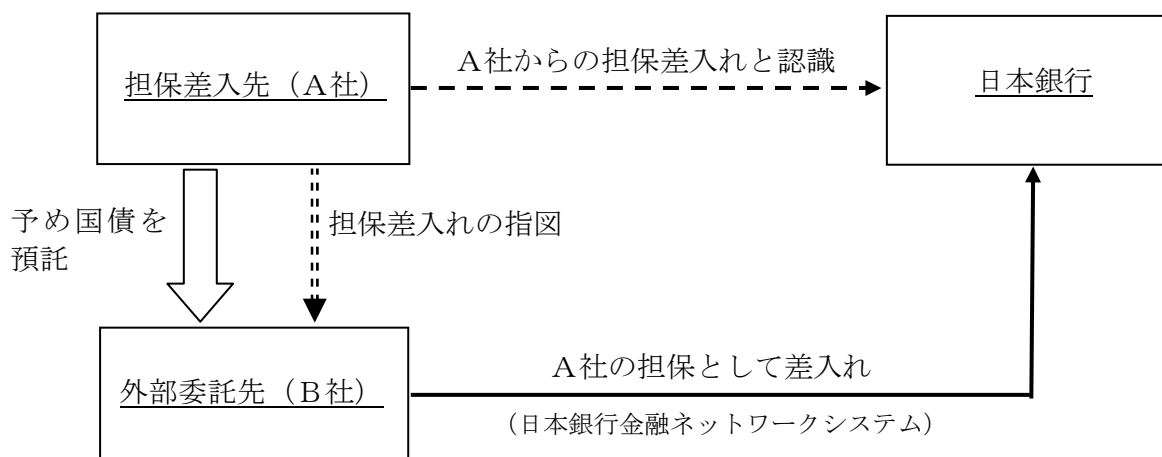
[現行]



担保差入先 (A社) は、日本銀行に担保を差入れる場合には、自らその事務を行う必要。

—— この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のA社の参加者口座 (自己口Ⅰ・Ⅲ) から、日本銀行の参加者口座 (自己口Ⅱ・Ⅳ : 質権の目的である国債を記録する口座) に振替えられる。

[メンテナンス後]



担保差入先 (A社) は、外部委託先 (B社) に予め国債を預託。A社は、B社に担保差入れを指図し、B社が、A社から預託を受けた国債をA社の担保として日本銀行に差入れることが可能となる (日本銀行では、A社からの担保差入れと認識)。

—— この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のB社の参加者口座 (預り口Ⅰ・Ⅲ) から、日本銀行の参加者口座 (自己口Ⅱ・Ⅳ) に振替えられる。