

量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動 —— 為替スワップ・ユーロ円市場を中心に ——

金融市場局 資金債券担当
長野哲平・大岡英興・馬場直彦

Bank of Japan Review

2007年3月

2006年3月の量的緩和政策解除以降、短期金融市場において取引が活発化している。この間、特に、海外金融機関等による円資金取引が増加している。本レビューでは、こうした海外金融機関等にとっての主要な円資金調達手段である、海外を中心とする為替スワップ市場・ユーロ円市場と国内の短期金融市場との間のレート格差・裁定状況を整理した。ターム物市場では、量的緩和政策解除直後にはレート間の乖離が広がる局面もみられたものの、最近では為替スワップ、ユーロ円、FB/TB市場などの間で裁定取引が活発に行われ、レートも収斂しつつある。一方、翌日物市場では、為替スワップ市場やユーロ円市場においてT/N物レートが上昇するときなどを捉えて、無担保コール市場などとの間で裁定取引が行われているものの、ターム物対比では改善の余地がある。この背景には、①為替スワップ市場やユーロ円市場におけるT/N物取引が円資金の実質的な最終調達手段となる海外金融機関等が少なからずみられること、②本邦金融機関では、内外市場間で裁定取引を行うに当たって、体制面などで制約があることなどがあると思われる。

はじめに

短期金融市場では、2006年3月の量的緩和政策解除以降、取引が活発化している。この間、特に外国銀行や外国証券会社等（以下、海外金融機関等）による円資金取引が増加している¹。こうした海外金融機関等にとっての主要な円資金調達市場は、為替スワップ市場²やユーロ円市場³といった海外を中心とする市場である。

本レビューでは、海外金融機関を中心に取引が活発化している為替スワップ・ユーロ円市場と国内の短期金融市場（無担保コール、FB/TB等）との関係を中心に、市場間のレート格差・裁定状況をターム物と翌日物に分けて整理している⁴。

為替スワップ市場やユーロ円市場と国内短期金融市場の円レートは、本邦金融機関の信用力が海外金融機関等から懸念されていた局面などでは、乖離が長く続くこともあった。例えば、量的緩和政策導入時（01年3月）から04年までの期間をみると、国内短期金融市場の円レートがゼロ%近傍で推移する一方、為替スワップを通じた海外金融機関等の円資金調達コスト（円転コスト）は、内外金融機関の信用力格差などを背景にマイナスで推移した⁵。こうした信用力格差が縮小した05年以降は、円転コストのマイナス幅も縮小してきた。もっとも、最近では、量的緩和政策下とは逆に、円転コストが無担保コールレート（オーバーナイト物<O/N物>）等と比べて高止まるケースもみられている。

量的緩和政策が解除された後の動向を金利の期間毎に分けてみると、ターム物レート⁶は内外の市場参加者による裁定行動の活発化を背景に、次第に収斂してきている。一方、翌日物レートは、取引は活発化しつつあるものの、引き続き内外金利の乖離が拡

大する局面もみられている。以下では、ターム物・翌日物それぞれにおける裁定行動の状況について、やや仔細に述べる。

ターム物レートの動向

ターム物レートは裁定取引の活発化等を映じて次第に収斂

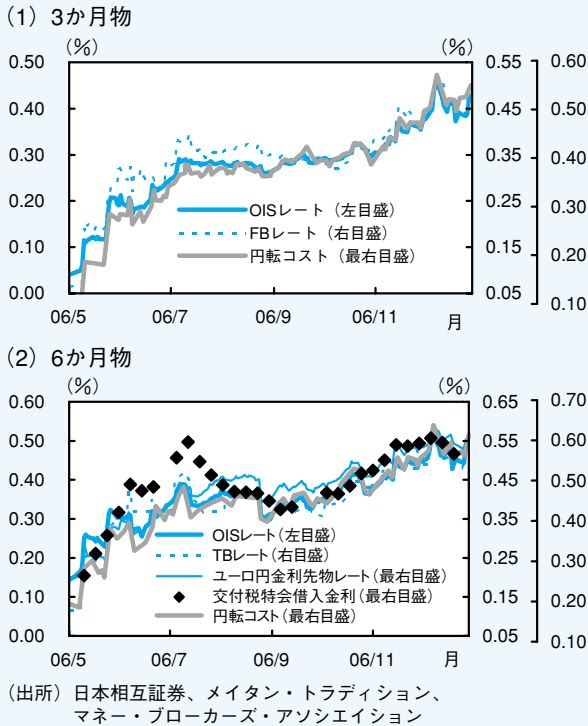
量的緩和政策の解除以降、ターム物レートが全般的に上昇基調を辿る中、8月頃にかけて、レートの水準観には、市場毎にバラツキがあった。元来、同じタームであっても、取引コストや市場流動性、投資を行う際の資金調達コストなどの差が、ターム物レートの市場間格差として残る場合が多い。しかし、こうした各種の平均的なコスト差⁷を勘案しても、レートには無視できないバラツキがあった。

すなわち、翌日物のレポレートが不安定に推移する中、レポ市場で資金調達を行うケースが多いFB/TBや、交付税および譲与税配付金特別会計の借入金⁸（以下、交付税特会借入）といった、いわゆるキャッシュ物レートは、円転コストや資金調達を伴わないデリバティブ取引であるOISレート⁹（Overnight Index Swap）など他のターム物レートと比べて高めの水準で推移した（図表1）。

もっとも、8月以降こうした乖離は縮小し、最近では、レート格差は各商品の資金調達コストなどの差に概ね収斂している。これは、資金調達コストの変動に対する警戒感や各市場特有の需給要因等による振れが次第に縮小し、金融政策に対する見方等を織り込んだ価格形成が市場間で整合的に行われつつあることを示唆している。

こうしたレート間格差の収斂の背景には、内外金融機関による裁定取引を含めた取引高増加に伴う流動性向上があるものと考えられる。具体的には、キャッ

【図表1】 ターム物レートの推移



シュ物レートが上昇した局面を捉えて、FB/TB購入や交付税特会借入による運用を実行するとともにOISの固定金利を払う取引や、為替スワップ・ユーロ円金利先物とOISを組み合わせる裁定機会を狙う取引などが活発化しているとの指摘が多い。各市場の取引高をみると、こうした裁定行動の活発化などを背景に、円関連の為替デリバティブ市場¹⁰やOIS市場が急速に拡大している点が確認できる（図表2）。

流動性の拡大に伴い金利変動幅も縮小

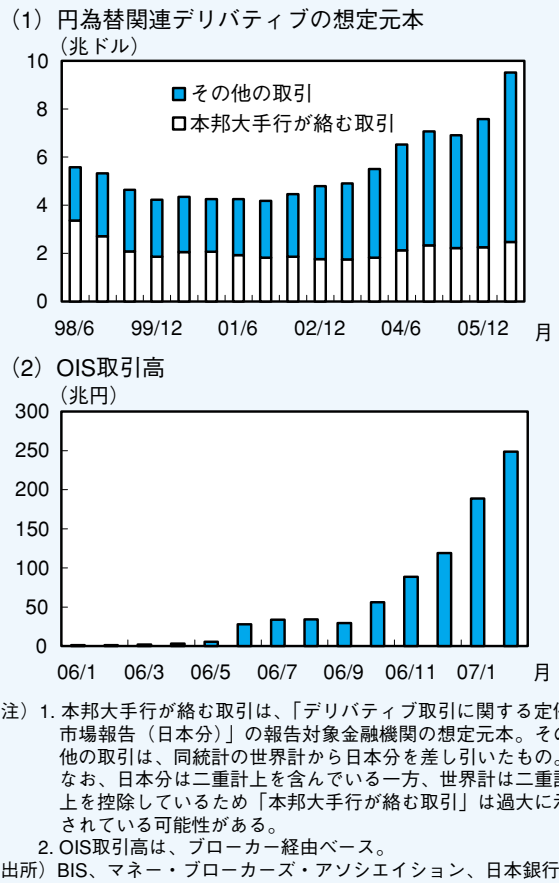
各市場におけるターム物レートは、市場参加者の金利観に加えて、各市場独自の需給要因の影響を受けて形成される。もっとも、裁定行動等を通じて流動性が拡大すれば、需給の振れによる金利変動は小幅に抑えられると考えられる。

例えば、為替スワップ市場における日中のレート動向をみると、一般に、東京時間の朝方には、海外金融機関等の東京拠点を中心とする高い円資金調達ニーズなどを背景に、円転コストが上昇しやすい傾向がある。

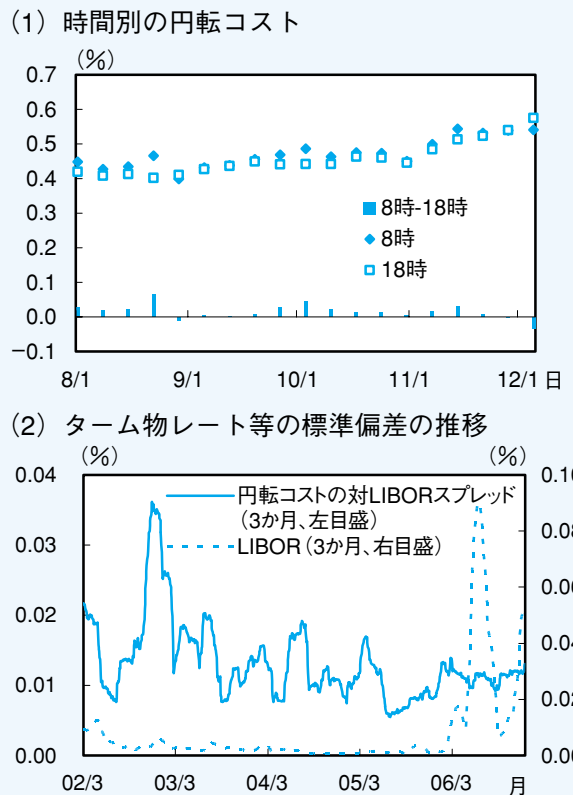
こうした傾向は引き続き観察されているが、最近では、日中一時的にレートが上昇しても、ロンドンで取引が開始される東京時間の夕方には、円転コストはLIBOR¹¹やOISレートなどと整合的な水準まで戻ることが多い。実際、日次ベースでみた場合の、円転コストの対LIBORスプレッドの変動性は、LIBOR自身の変動性が大きく高まるなかでも、むしろ低下傾向にあるとともに、最近では振れも小さくなってきている（図表3）。

また、近年では、為替スワップ取引を介した通貨間の裁定関係も強まってきている。こうした取引の拡大は、海外金融機関等にとっては円資金調達環境の改善に繋がるとともに、市場全体の効率性の上昇にも寄与していると考えられる。しかし一方で、海外市場の動向が短期金融市場の円レートに与える影響度合いを強めている可能性がある（BOX参照）。

【図表2】 短期デリバティブ市場の取引高



【図表3】 円転コスト（3か月物）の変動性



【BOX】為替スワップ取引を介した通貨間の裁定取引

グローバルな観点から資金調達を行う金融機関では、例えばドル資金を調達する際には、ドル市場で直接資金を調達した場合のコスト（ドル市場レート）と、まず、円またはユーロ建てなどで資金を調達し、為替スワップでドルに変換した場合のコスト（円・ユーロのドル転コスト）を比較し、調達の最適化を図る。

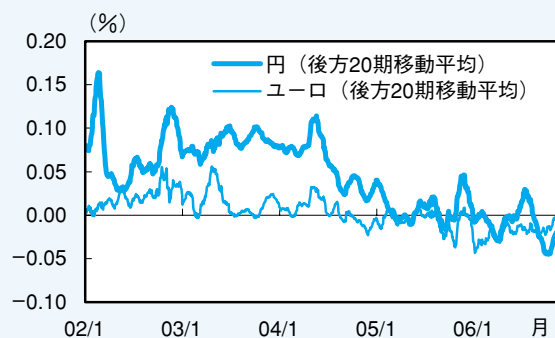
これらのコストを比較してみると、①ユーロのドル転コストは、一貫して概ねドル市場レートと同程度で推移していた一方、②円のドル転コストは、05年初までは主要外銀対比で邦銀の信用力に対する市場の評価が厳しかったことなどを背景に、ドル市場レートよりも高めの水準で推移していたことがわかる。もっとも、③05年以降は、邦銀の信用力に対する評価が改善したことなどをを受けて、円のドル転コストとドル市場レート間の格差は縮小し、最近ではゼロ%近傍で推移している*（BOX図表）。

これは、為替スワップ取引を介した通貨間における裁定取引が、近年活発に行われていることを示唆している。

しかし一方では、このような通貨間での裁定関係の強化により、円金利が海外金利変動の影響を受けやすくなっている可能性がある。（ドルの）円転コストは、大まかにいえば、「ドル資金調達コスト+円ドル間の直先スプレッド（に織り込まれた日米金利差）」として算出される計算値である。そのため、米国金融環境に変化が生じた場合に、ドル資金調達コストと直先スプレッドに異なる形でショックが織り込まれると、わが国の金融環境に変化がなくとも円転コストは変動する。

*同様の現象は、債券市場においても観察されている。海外投資家は、各国国債のアセット・スワップから得られる期間収益を、ベース・スワップを用いてドル建てに転換したうえで比較し、裁定取引を行う。実際に、同スキームによりドル建てに転換した期間収益は、日米欧で05年以降収縮している。詳しくは、長野・大岡・馬場「円金利市場における海外投資家の動向について」（日銀レビュー、2007年）を参照。

【BOX図表】円・ユーロのドル転コスト
（3か月物：ドル市場レートとの格差）



（出所）Bloomberg、メイタン・トラディション、日本銀行

海外金融機関等を中心にOISレートを利用する先が増加

また、海外金融機関等が、1~2か月程度の短めのタームを中心にOISによる取引を活発化させている点も、量的緩和政策解除後の短期金融市場における特徴の一つとして指摘できる。日本銀行の金融政策に対する見方など当面の金利観を基に、金融政策決定会合間のフォワード取引であるインター・ミーティング取引がさかに行われている。このほか、3か月・6か月物といったターム物でも、インター・ミーティング取引と比較すると小規模ながら、取引は増加傾向にある。

従来、コール市場やユーロ円市場、レポ市場などでは、ターム物の取引額は比較的小額に留まってきた。そのため、FB/TBレートが、円短期金融市場におけるターム物レートの代表格とみられてきた。もっとも、FB/TB市場では、債券需給の振れから、局面によってはレートが一時的に大きく変動することも少なくなかった¹²。

こうした中、海外金融機関等を中心に、現物債券需給の影響を受けることが少ないデリバティブ・レートであるOISレートを、ターム物指標レートの一つとして、FB/TBレートなどと補完的に用いる先が増加している。実際、為替スワップとFB/TBなどとの間の裁定取引でも、OISを介することで従来よりも容易に行えるようになったとの指摘が、内外金融機関を問わず多く聞かれている。

OISは、依然として取引の殆どが海外金融機関等の間で行われているため、市場参加者の中心的な見方を常に反映しているわけではないとの指摘もある。

もっとも、今後本邦金融機関の参加が活発化していけば、ユーロ圏におけるOISであるEONIAスワップと同様に、市場の先行きの金利観をより明確に織り込んで行くと考えられるほか、指標性が向上することにより、短期金融市場全体における流動性の一段の拡大に寄与していく可能性がある¹³。

翌日物レートの動向

海外金融機関等を中心に為替スワップ市場やユーロ円市場で翌日物資金の需要が増加

翌日物市場では、特に海外金融機関等の資金の取り手としてのプレゼンスが高まっている。こうした先は、翌日物資金の調達を行う上で、無担保コール市場での調達に加え、為替スワップ市場における円転取引やユーロ円市場も積極的に利用している。

海外金融機関等が翌日物での市場調達を増やしている背景には、近年、円資産取引を活発化させていることがある¹⁴。特に、量的緩和政策の解除以降の局面では、裁定取引などに伴うターム物円資産の残高増加が、翌日物資金の需要拡大に影響している可能性がある。

これは、FB/TBを購入したり、為替スワップ市場で円投する際に必要となる円資金の調達を、翌日物や短めのタームで行うことに起因している。そのため、ターム物市場で裁定活動が活発化する局面では、裁定を行う金融機関の円資金調達スタンス如何で、翌日物資金の調達圧力が高まることもある。

翌日物レート間の裁定取引も活発化。しかしターム物対比では未だ改善の余地も

翌日物の資金取引は、取引約定日から何日後に貸

借をスタートするかによって、翌日スタートのT/N物、当日スタートのO/N物等の種類がある。海外金融機関等の多くは、翌日物で資金調達を行う場合、レポによる調達分を除くと、為替スワップやユーロ円市場のT/N物である程度資金を事前に確保した上で、最終的にO/N物の無担保コール市場で不足分の調達を行っている模様である。

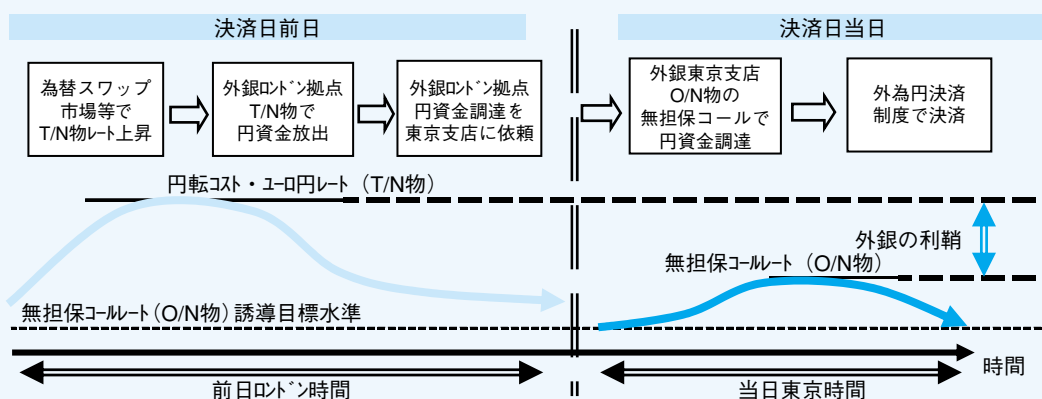
また、為替スワップ市場やユーロ円市場でT/N物レートが上昇する局面では、内外の金融機関が積極的に資金放出する姿勢を幾分強めてきており、徐々に市場機能が回復している様子が窺われる¹⁵。具体的には、東京市場の夕方に本邦金融機関が資金放出姿勢を積極化させているほか、東京市場の夜間（ロンドンの午前中）以降でも、外国銀行の海外拠点が為替スワップ市場やユーロ円市場においてT/N物で円資金を放出したうえで、東京拠点が翌日の無担保

コール市場において、その円放出資金をカバーし、本支店勘定で付け替えるケースも多くみられている（図表4）。

ただし、こうした裁定取引が活発に行われつつあるとは言っても、依然として円転コスト・ユーロ円レート（T/N物）と無担保コールレート（O/N物）の間には、大きな乖離が観察される局面もある。実際、為替スワップ市場やユーロ円市場では、資金需要が著しく高まったり市場の流動性が低下したりする局面では、T/N物レートが補完貸付¹⁶金利（06年7月以降07年2月までは0.4%。それ以降は0.75%）を上回る水準まで上昇するケースも少なくない（図表5）。

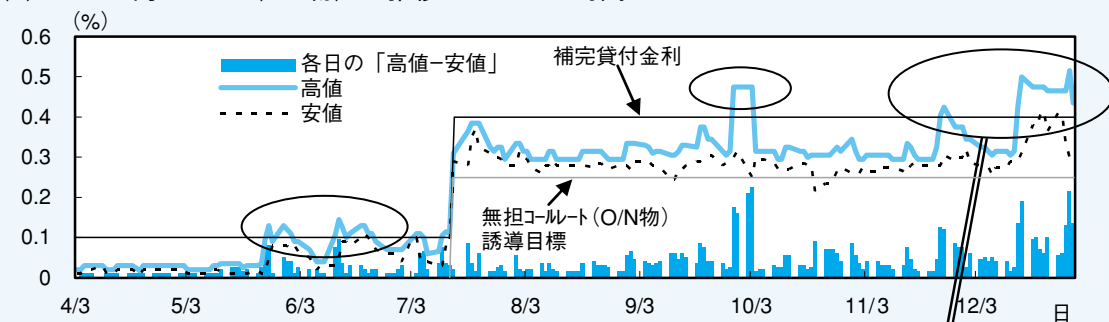
これには、円転コストがドル資金調達コストと為替レートの直先スプレッドから算出される計算値であることもあり、為替市場における一時的な攪乱の影響を受けやすいといった要因も影響している。

【図表4】 翌日物レート間の内外裁定取引の概念図（2006年7月の政策金利引上げ以降）

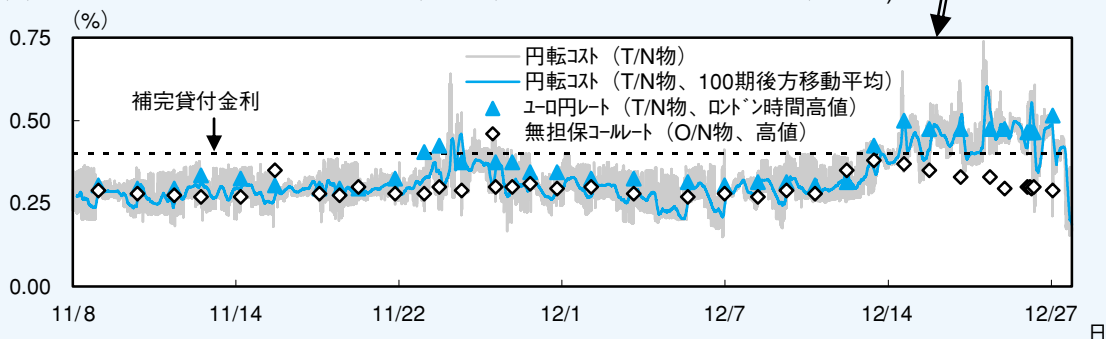


【図表5】 翌日物レートの推移（日中変化）

(1) ユーロ円レート（T/N物）の推移<ロンドン時間>



(2) 円転コスト、ユーロ円レート（T/N物）と無担保コールレート（O/N物）



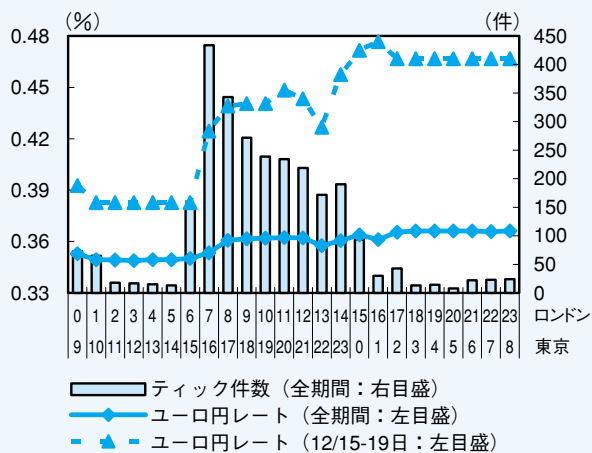
(注) 円転コストは、ドル調達コストが5.25%で一定と仮定した上で、直先スプレッド・為替レートのティックデータ（11/8日0時から12/28日23時59分<ロンドン時間>の気配値）から試算。ユーロ円レート（高値）は、ブローカー経由の気配値（仲値）の高値、コールレートは、短資経由約定値の高値、をそれぞれロンドン時間0時にプロットしたもの。日付は約定日ベース。

(出所) ロイター、Quick、Bloomberg、日本銀行

例えば、内外の金融政策に対する思惑やレート格差に着目した取引の拡大等に伴い顧客の為替先物ポジションが一方に偏ることがある。こうした局面では、T/N物を中心に銀行等による為替面でのカバー取引需要が高まり、資金面での需給とは無関係に円転コストが変動することもある。円転コストは海外金融機関等の行動を通じてユーロ円レートと強い裁定関係にあるため、上記のような理由から円転コストが変動する局面では、ユーロ円レートも連れて変動しやすい。

もっとも、こうした市場固有の事情を勘案しても、量的緩和政策の解除以降、T/N物の円転コストやユーロ円レートは、特に海外時間に上昇しやすい傾向がある。すなわち、為替スワップ・ユーロ円市場のT/N物では、東京時間の夕方（ロンドン時間の朝方）には、邦銀、外銀の東京・海外拠点など様々な金融機関が同時に取引に参加しやすいため、取引件数も多く市場流動性が比較的高いものの、その後は取引件数が急速に減少する。そのため、市場流動性の低い時間帯においては、06年12月中旬から下旬にかけてみられたように、翌日の資金決済等のために、一部の海外金融機関等で円資金需要が強まると金利が上昇しやすい（図表6）¹⁷。

【図表6】ユーロ円（T/N物）の時間別取引動向



(注) 1. 全期間は11/16日-1/15日。横軸は、上がロンドン時間、下が東京時間を指す。
 2. ティック件数は、それぞれの時間におけるティック件数の合計値。ユーロ円レートは、①各日について、1時間毎のユーロ円レート（仲値のティックデータ）の平均値を算出（取引がない時間帯については、直近仲値レートで代用）、②各時間帯について、上記で計算した各日のユーロ円レートの平均値を計算、という手順で計算。
 3. ティックデータは、ブローカー等を通じた気配値であるため、件数は必ずしも約定の成立を示すわけではない。
 (出所) ロイター

海外時間に為替スワップ・ユーロ円市場でT/N物レートが変動しやすい背景

こうした傾向は、海外金融機関等が円資産取引を活発化させ、それに伴って海外時間を中心にT/N物での円資金取引を増やしている状況下では、避け難い面もある。ただ一方では、金融機関の内部体制面での制約や、コール市場におけるクレジット・ラインの制約、時差等の問題から、資金調達の間を無担保コール市場に十分にシフトできない海外金融機関等が存在することも、海外時間におけるT/N物レートの変動性を高めている要因の一つと考えられる。円資金運用サイドでも、東京時間が終了すると、

ポジション管理を行う拠点がロンドンをはじめとする海外拠点に移ってしまい、予め設定された限度額以上の取引を行うことが困難になる先が多い。また、為替スワップについては、（直先スプレッド部分の）為替取引と資金取引が独立した別の部署で行われることも多い¹⁸。こうした体制面での事情などから、翌日無担保コール市場で相対的に低い金利で調達可能と予測できる場合であっても、為替スワップ市場やユーロ円市場などにおいて、柔軟にT/N物で資金を放出することが難しいとの指摘もある。

また、06/12月中旬から下旬にかけてみられたようなT/N物レート上昇局面については、ターム物調達が一時的に困難になった先が翌日物調達にシフトする際に、無担保コール（O/N物）ではなくユーロ円（T/N物）を選好したことも影響しているとの指摘もある。

具体的には、RTGS下における無担保コール市場での「返金先行ルール」（資金の取り手は、原則として資金の出し手に対して、遅くとも翌日午前10時までに返金する慣行）が影響しているとの指摘が多い¹⁹。返金先行ルールの下で、コール市場においてO/N物の調達を継続していくためには、返金時刻から入金時刻まで、日中一時的に流動性の負担が生じることがある。このいわゆる日中流動性は、日本銀行の適格担保が十分にあれば、日中当座貸越²⁰を利用することで確保出来る。

しかし、適格担保差入額を超える流動性が必要なケースでは、前日に借りた無担保コールを返金し、当日分の資金が入金されるまでに必要な流動性を日中コールで調達したり、無担保コールをオッド物で調達（翌日の返金時刻を入金時間より遅い12時に設定する等）する必要がある。こうした取引は流動性が十分でないことも多いため、調達コストは通常の無担保コールレートと比べて高くなる傾向がある。

これに対して、ユーロ円取引は、返金先行ルール等の慣行のない外為円決済制度²¹を用いて決済されるため、通常、日中流動性負担は発生しない。そのため、翌日物の調達圧力が強まる局面では、ユーロ円市場でのT/N物調達が増加したものとみられる。

結びに代えて

本レビューでは、量的緩和政策解除以降の裁定取引の動向を踏まえて、海外を中心とする為替スワップ市場やユーロ円市場と国内の短期金融市場との関係を、ターム物・翌日物に分けて整理した。

海外金融機関等を含め裁定行動が活発化したことは、短期金融市場間の連動性や裁定関係、ひいては、市場全体の流動性を高める方向に作用し、より効率的な資金配分を促していると考えられる。また、海外金融機関等によるOISなど新たなデリバティブ商品を用いた裁定取引の活発化は、他商品との間の裁定取引ツールとしてはもとより、指標性の高いターム物レートを提供するなど、流動性向上に寄与しつつある。もっとも、OIS市場の参加者がなお一部の金融機関に限られていることを踏まえると、先行き、参加者層が一層広がり、流動性が一段と高まっていくことが期待される。

一方、翌日物市場についても、為替スワップ市場やユーロ円市場においてT/N物レートが上昇すると

きなどを捉えて、無担保コール市場などとの間で裁定取引が行われている。しかし、ターム物と比べると裁定関係は限定的で、引き続き市場間でレート格差が広がる局面もみられている。この背景には、内外金融機関固有の体制面での事情などがあると考えられる。

【参考文献】

- 稲葉圭一郎・紺野佐也子・福永憲高・清水季子【2001】、「短期円資金市場の構造と最近の動向：無担保コール・ユーロ円・円／ドル為替スワップ市場間の裁定関係」、マーケット・レビュー、2001-J-5、日本銀行金融市場局
- 今久保圭・千田英継【2006】、「量的緩和政策解除後の日銀当座預金決済」、日銀レビュー、2006-J-16、日本銀行決済機構局
- 大岡英興・長野哲平・馬場直彦【2006】、「わが国OIS（Overnight Index Swap）市場の現状」、日銀レビュー、2006-J-15、日本銀行金融市場局
- 長野哲平・大岡英興・馬場直彦【2007】、「円金利市場における海外投資家の動向について」、日銀レビュー、2007-J-2、日本銀行金融市場局
- 日本銀行金融市場局【2005】、「短期金融市場におけるマイナス金利取引」、日本銀行調査季報2005年冬（1月）号
- 日本銀行金融市場局【2006, 2007】、「金融市場レポート」
- 日本銀行金融市場局【2006, 2007】、「金融市場レポート（追録）」
- 日本銀行決済機構局【2006】、「決済システムレポート2005」

- 1 外国銀行や外国証券会社が短期金融市場で取引を行う場合には、自己勘定でのトレーディングや資金繰り等に加え、顧客フローの委託取引やカバー取引などがある。顧客には、一般事業法人のほかにヘッジファンドなども含まれる。
- 2 為替スワップ取引とは、異なる通貨建ての資金を一定期間交換する取引を指し、為替レートの直先スプレッドによって建値されている。このうち、①外貨を調達し、調達した外貨を為替スワップ取引により円資金に一定期間交換した場合の円資金調達コストを円転コスト（外貨をドルとした場合、ドル資金調達コスト＋円ドル間の直先スプレッドとして算出）、②円資金を調達し、為替スワップ取引により外貨資金に交換した場合の外貨調達コストを円投コスト（円資金調達コスト－直先スプレッド）と呼ぶ。詳細は、「短期金融市場におけるマイナス金利取引」（日銀季報、2005年）を参照。
- 3 ユーロ円とは、本邦以外で取引されている日本円を指す。ユーロ円市場は、ロンドン、ニューヨーク、シンガポールなどのほかに、国内市場とは遮断されるかたちで東京（JOM＜Japan Offshore Market＞）にもある。
- 4 本レビューで取り上げていないレポ市場などの動向については、日本銀行金融市場局「金融市場レポート」「同追録」（2006年、2007年）を参照。また、量的緩和政策導入前の短期金融市場の動向については、稲葉・紺野・福永・清水「短期円資金市場の構造と最近の動向」（マーケット・レビュー、2001年）が詳しい。
- 5 量的緩和政策下におけるマイナス金利取引についての詳細は、「短期金融市場におけるマイナス金利取引」（日銀季報、2005年）を参照。
- 6 ターム物レートとは、1週間物、3か月物というように、翌日物を超える期間の資金取引に付されたレートを指す。
- 7 こうした点を勘案して、図表1では、無担保コールレート（O/N物）を原資産とするOISレートを基準として、各ターム物レートとの間の平均的なレート差の分だけ、縦軸をずらしている。
- 8 交付税特会借入は、地方自治体の財源となる地方交付税交付金を支弁するために、一般会計と区分して管理される特別会計を通じて国が行う借入金。民間（銀行・生損保などの金融機関）からの借入額は、財務省による入札によって決定される。借入期間は通常6か月程度。FBやTBなどと同様、ターム物資金の運用手段として位置付けられている。
- 9 OISは、一定期間の翌日物レート（複利運用）と固定金利を交換す

- る金利スワップ取引。わが国におけるOIS市場の動向については、大岡・長野・馬場「わが国OIS（Overnight Index Swap）市場の現状」（日銀レビュー、2006年）を参照。
- 10 図表2（1）の円為替関連デリバティブには、裁定取引によるもののみならず、為替リスク・ヘッジに関連する取引も含まれている点には留意が必要である。
- 11 LIBORは、London Interbank Offered Rateの略で、ロンドン銀行間出し手レートのこと。
- 12 この他、ユーロ円金利先物レートも代表的なターム物レートの一つであるが、原資産が3か月物TIBOR（Tokyo Interbank Offered Rate）であることから、①より短いタームについての金利観が得られない、②原資産であるTIBORそのものが、邦銀の調達金利実勢を完全には反映しているとは言い難い、などの問題点が指摘されている。
- 13 欧州では、EONIAスワップの指標レートである、EONIAスワップ・インデックスが、短期金利のベンチマークの一つとして認知されている。
- 14 具体的には、海外金融機関等は、03年頃から株式に対する投資を、05年頃からは国債をはじめとする円金利市場に対する投資を活性化させている。海外投資家の円金利市場に対する近年の投資動向については、長野・大岡・馬場「円金利市場における海外投資家の動向について」（日銀レビュー、2007年）を参照。
- 15 詳細は、日本銀行金融市場局「金融市場レポート－2006年後半の動き－」（2007年）を参照。
- 16 補充貸付制度とは、日本銀行が予め定めた条件に基づき、貸付先からの借入れ申込みを受けて受動的に実行する貸付制度。
- 17 図表5、6中のユーロ円レートは、ロンドン所在のブローカーが情報ベンダーに提示しているレートであり、DD（Direct Deal）取引分などが勘案されていないために、必ずしも市場実勢を反映していない可能性もある。多くの市場参加者は、実際には、ロンドン時間ではより大きくレートが上昇することもしばしばあると指摘している。
- 18 さらに資金取引についても、円貨と外貨では担当部署が異なる場合が一般的であるほか、海外拠点と国内拠点が各々個別にポジション管理を行っていることも多い。そのため、コール市場と為替スワップ市場やユーロ円市場間などで裁定取引を行う場合、複数の担当部署間での調整が必要となるケースが多い。
- 19 RTGS下における市場慣行としては、返金先行ルールのほか、1時間ルール（約定後1時間以内に資金放出）などがある。詳しくは、今久保・千田「量的緩和政策解除後の日銀当座預金決済」（日銀レビュー、2006年）を参照。
- 20 日本銀行は、日銀当座預金決済が円滑に行われるよう、取引先金融機関に対し、当座貸越形態による有担・無利息の日中流動性供与を行っている。
- 21 外国為替円決済制度は、1980年10月に発足した外国為替市場での売買や円建仕向送金等に関連した円資金の決済を取り扱う資金決済システムである。外為円決済制度は東京銀行協会が運営しているが、支払指図の発受信、各加盟銀行の交換戻の算出、資金決済に関わるシステム処理等は、日本銀行が東銀協から委託を受けて、日銀ネット上でを行っている。詳しくは、日本銀行決済機構局「決済システムレポート2005」（2006年）を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦（Email：naohiko.baba@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。