

2018年10月

わが国短期金融市場の動向

—— 東京短期金融市場サーベイ（18/8月）の結果 ——

日本銀行金融市場局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(はじめに)

日本銀行金融市場局は2008年以降、わが国短期金融市場の取引動向などを把握するため、「東京短期金融市場サーベイ」を実施している。このサーベイは当初は隔年で実施していたが、市場動向をよりの確にフォローする観点から、2013年より毎年実施することとしており、本年8月、第9回目となる調査を実施した(調査基準時点は本年7月末)。

今回のサーベイは、従来同様、日本銀行のオペレーション対象先および短期金融市場の主要な参加者を対象として実施している。今回のサーベイの調査対象先は303先となっている(回答率100%)。

日本銀行金融市場局は、今回のサーベイ結果を短期金融市場の動向把握のために有効に活用していくとともに、「債券市場サーベイ」なども併せ用いながら、金融市場の状況や構造変化の包括的かつ多面的な把握に努めていく考えである。また、「市場調節に関する懇談会」や、「債券市場参加者会合」などの機会も活用しつつ、市場参加者の方々と対話を重ねながら、短期金融市場も含めたわが国金融市場の活性化に向けた関係者の取り組みを積極的に支援するとともに、自らも中央銀行の立場から、可能な限りの貢献を果たしてまいりたいと考えている。

(「東京短期金融市場サーベイ」の対象先)

	前回(2017年8月)	今回(2018年8月)
対象先数	303	303
オペレーション対象先	276	276

(注) 日本銀行のオペレーション対象先のほか、主要生命保険会社、主要損害保険会社、大手投資信託委託会社等に協力を得た(回答率100%)。

【概 要】

短期金融市場の取引残高は、資金調達残高・資金運用残高とも、前年と比べて減少した^(注)。

この背景としては、①日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引が定着する中、短期市場での資金運用ニーズが引き続きみられたものの、②新規に裁定取引に取り組む先の資金調達ニーズが限られていたことや、③都市銀行の預貸ギャップの拡大等を背景に調達ニーズが低下していたことが挙げられる。

取引種類別にみると、余剰資金を運用・調達する機会を模索する動きは継続し、無担保コール市場の残高が増加したものの、GCレポ取引の残高が減少したほか、資金調達サイドではCD/CPの残高が一段と減少した。

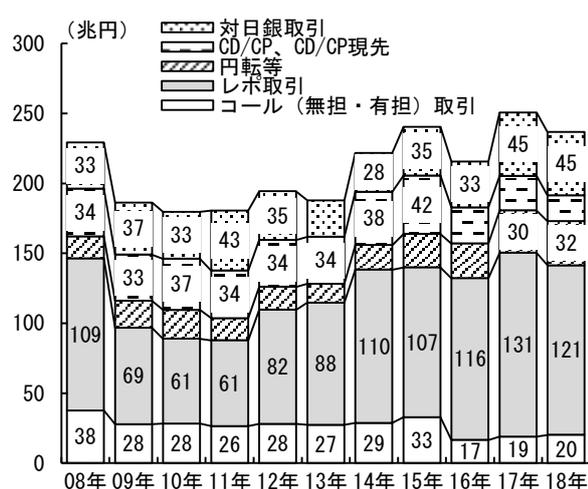
この間、2018年5月より実施された国債決済期間の短縮化（T+1化）への対応は概ね円滑に進んでいる（BOX1参照）。

短期金融市場の機能度については、全体の8割程度の先が、前年と比べて「概ね変わらない」と回答したものの、引き続き、「低下した」との回答割合（15%）が「改善した」との回答割合（7%）を上回っている。

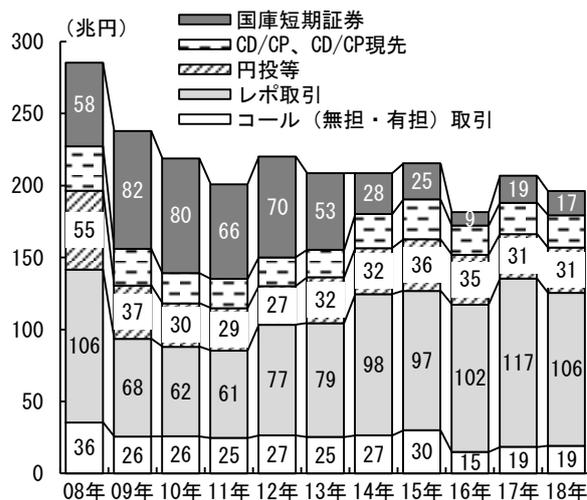
日本銀行としては、今後とも短期金融市場の動向を、日々のモニタリング活動や本サーベイ、市場参加者との対話などを通じて、適切にフォローしていく考えである。

▽短期金融市場の取引残高

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



(注) 運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約（非居住者等は調査対象外）、調達・運用の片側のみに計上される取引種類（対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上）が存在することによる。

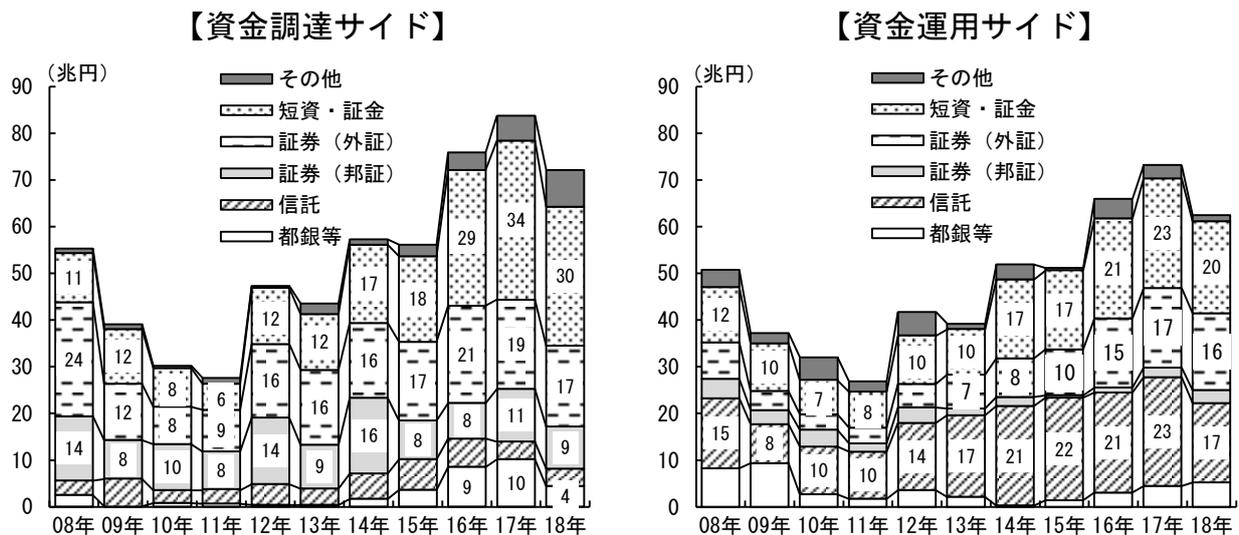
1. GC レポ取引は前年比減少

レポ市場¹のうち GC レポ²の取引残高は、前年と比べて減少した。

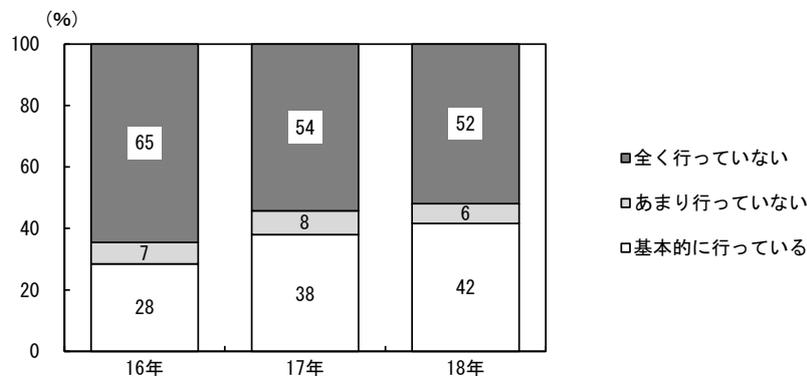
この背景として、資金調達サイドでは、前年まで GC レポ市場におけるプレゼンスを高めてきた都市銀行が、預貸ギャップの拡大等を背景に資金調達を抑制したとの指摘が聞かれた。また、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引の定着がみられる中でも、収益性が然程高くないなどの理由から、GC レポにより新規に裁定取引に取り組む先の資金調達ニーズが限られていた。

資金運用サイドでは、SC レポでの債券運用と GC レポでの資金運用を組み合わせることで両者のスプレッドを獲得するいわゆる「スプレッド取引」を行っていた信託銀行が、国債決済期間の短縮化以降、そうした取引を減らしているとの見方も示された。

▽GC レポ市場の取引残高



▽日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引のスタンス



¹ 本稿では、現金担保付債券貸借（以下、現担レポ）および買戻・売戻条件付売買（以下、現先）の取引市場を「レポ市場」と呼ぶ。

² General Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を指定せずに行うレポ取引。

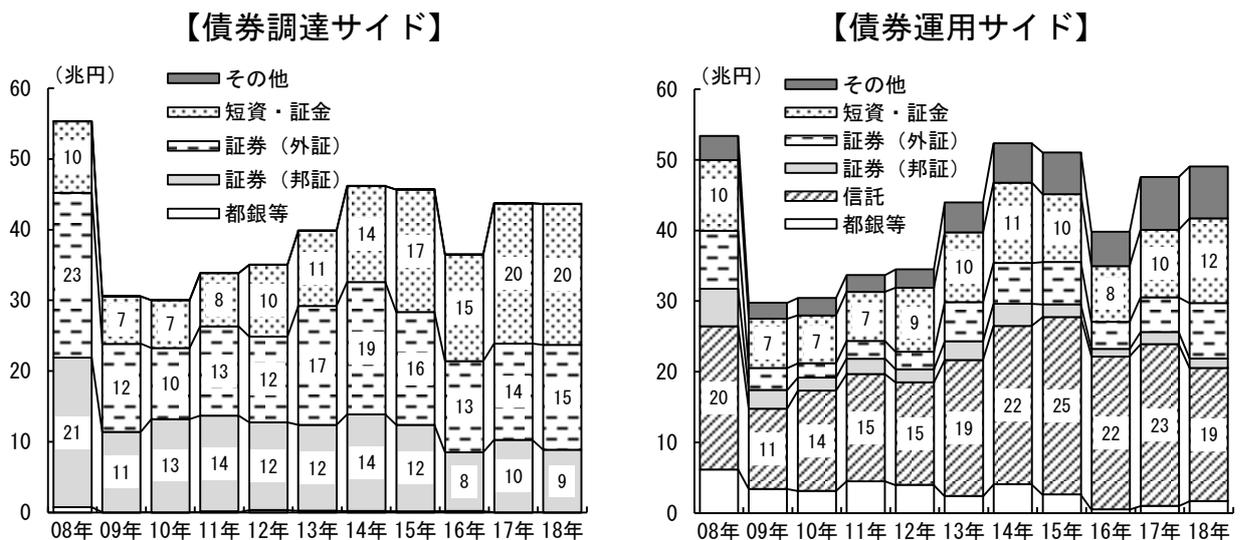
2. SC レポ取引は前年比横ばいも、マイナス金利政策導入前の水準を引き続き下回った

SC レポ³取引の残高は、前年と大きく変わらない姿となった。

債券運用サイドでは、信託銀行が減少しているが、これについては、国債決済期間の短縮化以降、前述の「スプレッド取引」を減らしていることが影響しているとの指摘が聞かれた。

この間、7月下旬以降、金融政策決定会合を控えて国債市場のボラティリティが上昇するもとで、ショートポジションの造成やそれをカバーするためのSC レポ取引による債券調達が増加し、7月末時点での残高は、それ以前より幾分増加していたとの声が聞かれた。

▽SC レポ市場の取引残高



³ Special Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を指定して行うレポ取引。

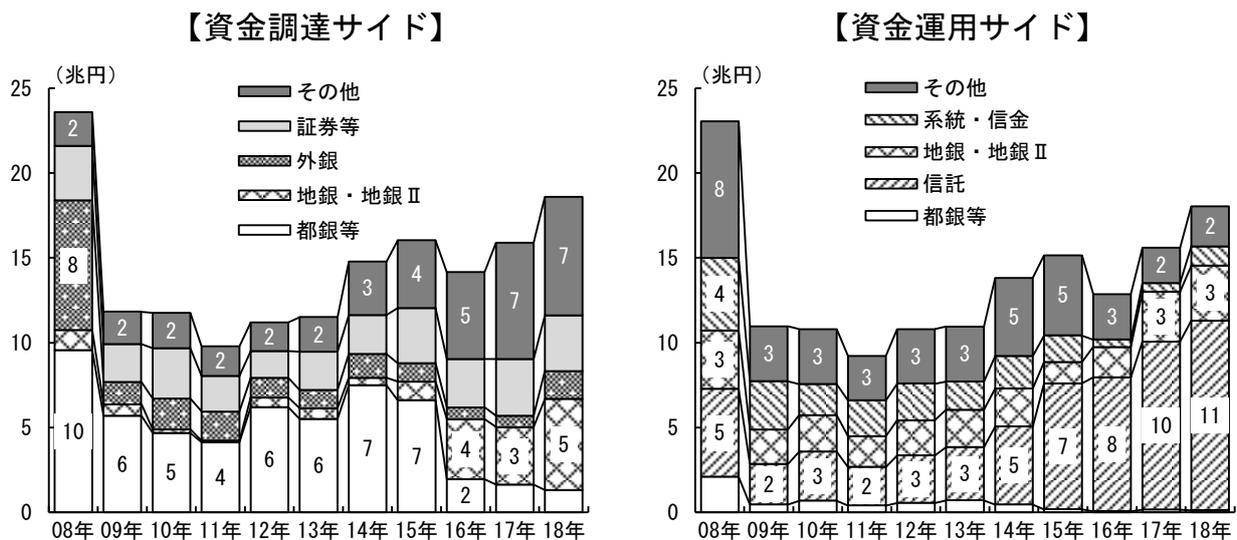
3. 無担保コール取引は増加、マイナス金利政策導入前の水準を上回った

無担保コール市場の取引残高は、前年に続き増加し、マイナス金利政策導入以前の2015年調査の水準を上回った。

前述の通り、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引が定着する中で、無担保コール市場においては、保有国債の償還や投資信託余資の滞留等により資金が流入した信託銀行が、政策金利残高を圧縮するため無担保コール取引を積極化しているとの声が聞かれた。

他方、資金調達サイドの増加の背景として、マクロ加算残高の増加により資金調達余力が増した地銀等において、裁定目的での資金調達を積極化しているとの声が聞かれた。

▽無担保コール市場の取引残高

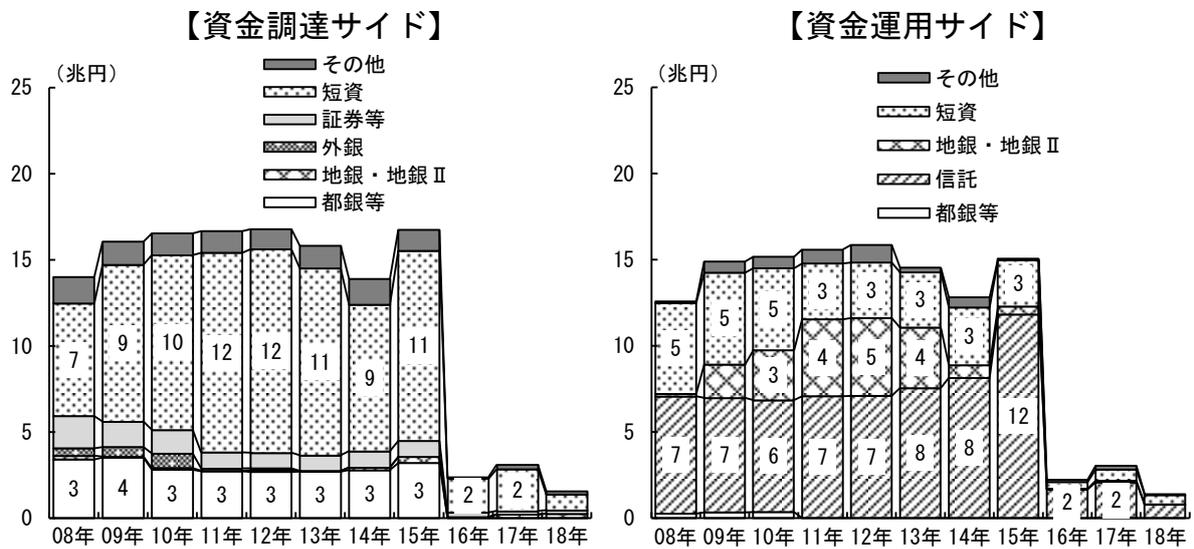


4. 有担保コール取引は低水準が継続

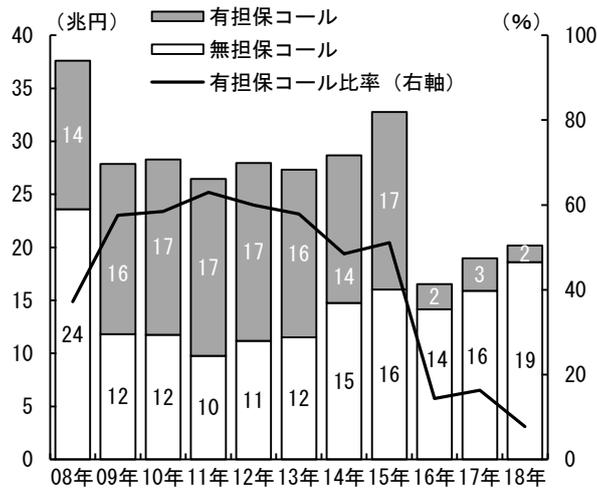
有担保コール市場の取引残高は、マイナス金利政策導入後に大幅に落ち込んだもとの、一段と減少した。

従来、信託銀行・投資信託を出し手、短資会社を取り手とする取引が有担保コール取引の大半を占めていたが、債券調達のために組み合わせて行う GC レポ取引のレートが低下していることを背景に、信託銀行・投資信託の求める利回り水準を確保することが難しくなっている、との指摘が聞かれた。

▽有担保コール市場の取引残高



▽コール市場の取引残高と有担保コール比率



5. 国庫短期証券による資金運用は横ばい、CPによる資金運用は増加

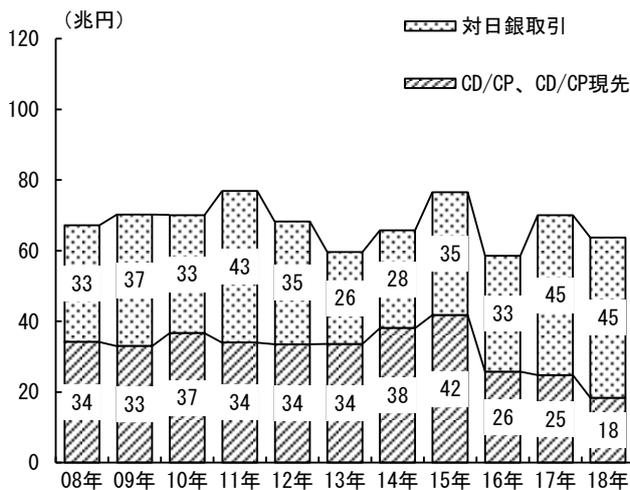
対日銀取引による資金調達については、貸出支援基金の利用増加により残高が増加した前年からほぼ横ばいとなっている。

国庫短期証券での資金運用については、利回りが日銀当座預金の政策金利残高部分に適用されている▲0.1%を下回って推移したが、担保としての利用ニーズ等を背景に、前年からほぼ横ばいとなった。

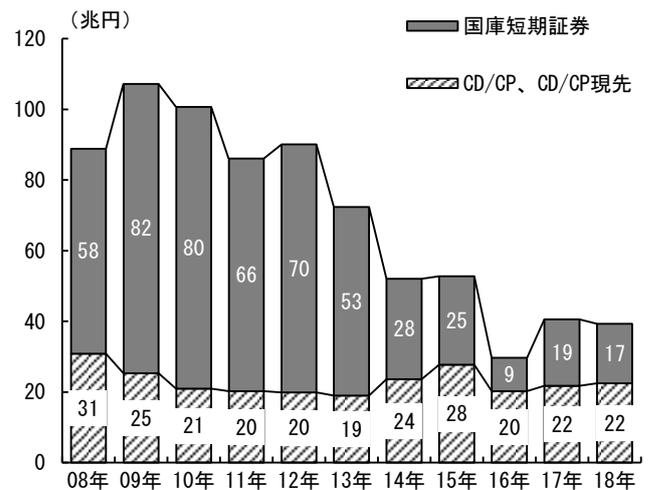
CD/CPについては、プラス金利での資金運用が難しい中で、金融機関は、発行金利が0%近傍で推移しているCD/CPでの資金調達残高を一段と抑制している。一方で、運用残高については、全体では横ばいとなったが、このうちCPについては、一般事業法人等による発行が増加するもとの、余剰資金の運用先としてのニーズが継続しており、増加した。

▽対日銀取引、CD/CP、国庫短期証券取引の残高

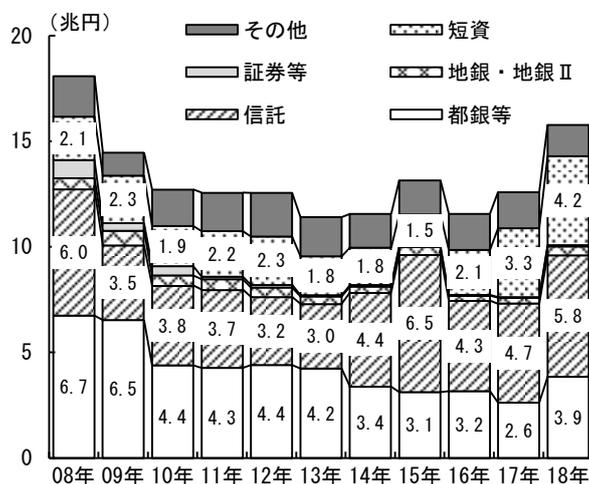
【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



▽業態別CP保有残高

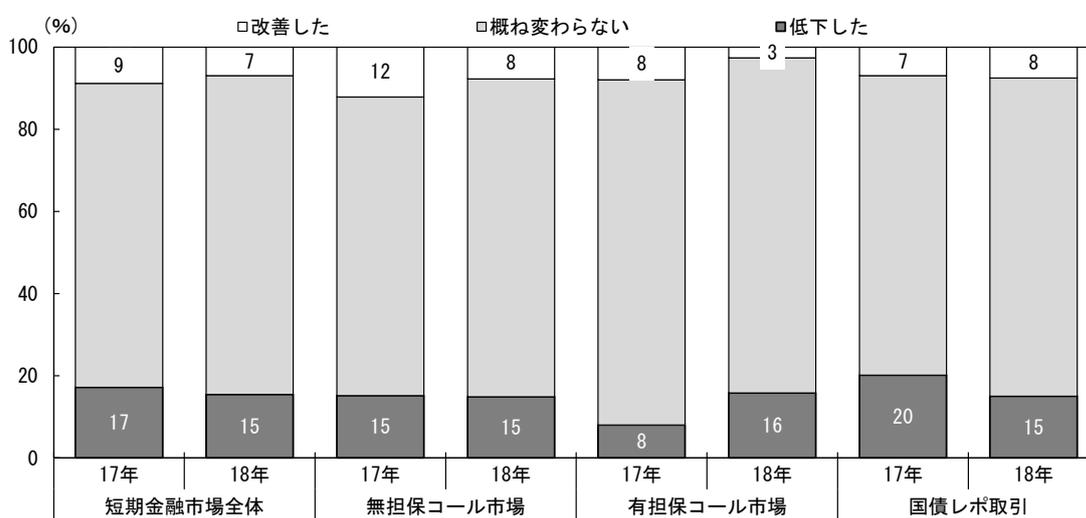


6. 短期金融市場の機能度に関する市場参加者の見方

短期金融市場全体の機能度については、全体の8割程度の先が、前年と比べて「概ね変わらない」と回答したものの、「低下した」との回答割合（15%）が、「改善した」との回答割合（7%）を上回った。

特に取引残高が減少した有担保コール取引については、「低下した」との回答割合が前年比で増加し（2017年：8%→2018年：16%）、「改善した」との回答割合が減少（8%→3%）している。

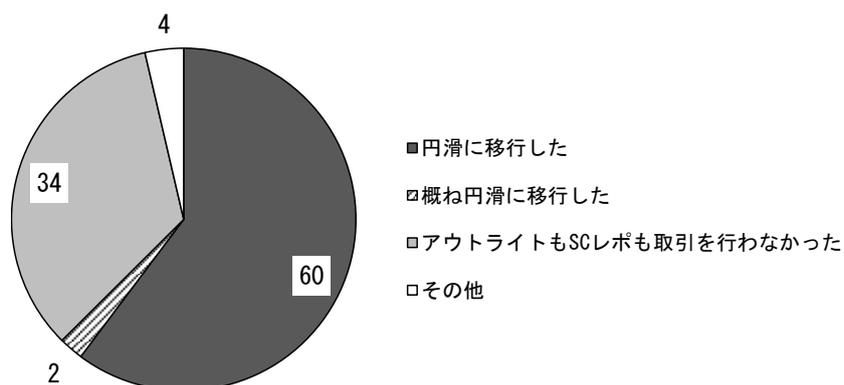
▽短期金融市場取引に係る市場参加者の機能度の評価



【BOX 1】 国債の決済期間短縮化（T+1 化）に関する移行状況

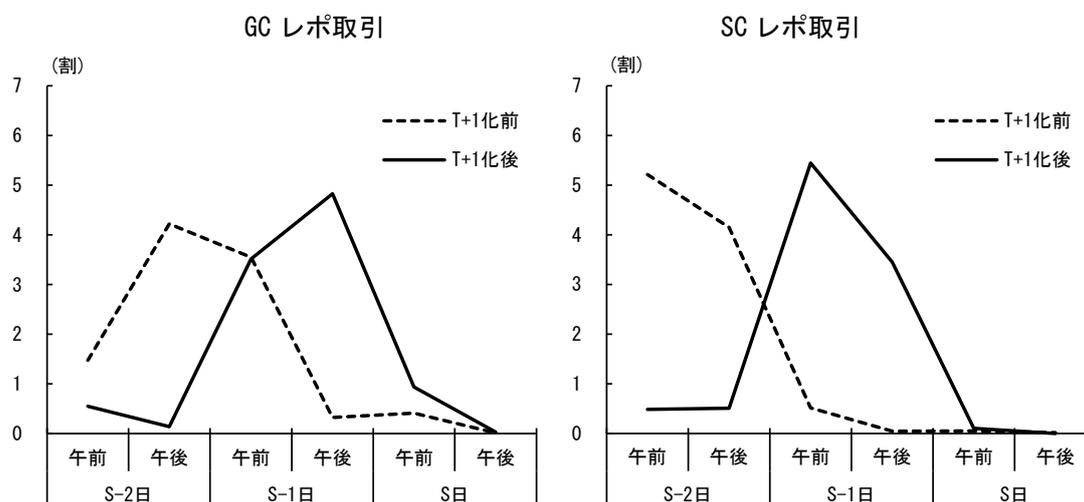
2018年5月に実施された国債の決済期間短縮化（T+1化）の移行状況をみると、アウトライイト・SCレポ取引を行っている先からは、いずれも「円滑に移行した」との回答が大半を占めており、今回の移行が円滑に進んだことが確認された。

▽国債の決済期間短縮化（T+1化）の移行状況（％）



また、スタート日を基準としたレポ取引における約定タイミングをみると、GCレポ取引・SCレポ取引ともに総じてみれば1営業日程度後倒しされていることが確認できる。

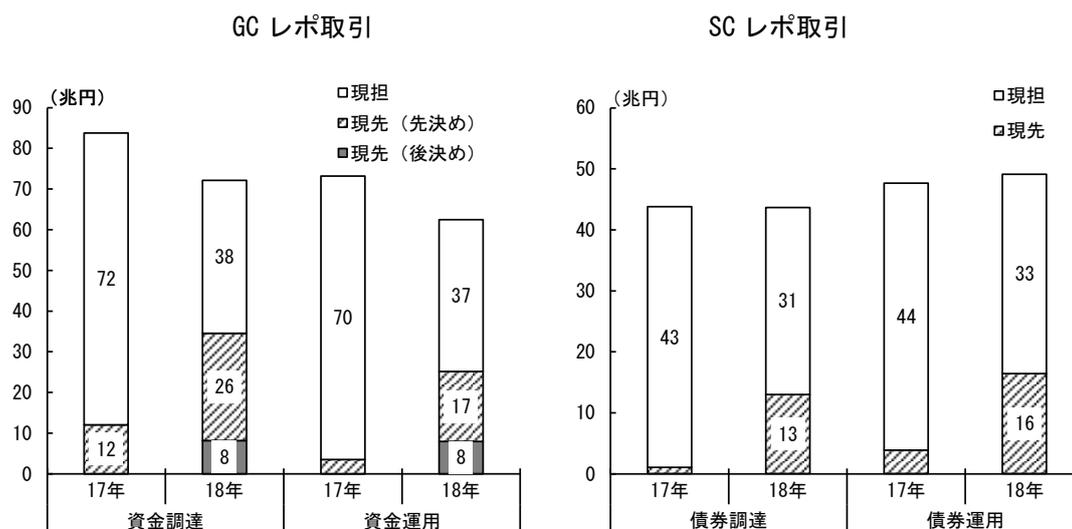
▽T+1化によるレポ約定タイミングの変化



(注) T+1化の前後でレポ取引の約定を行っていることが確認された先において、レポ取引の約定タイミングがどのように変化したかについて、認識を調査。調査先回答を、18年7月末時点の取引残高で加重平均処理。

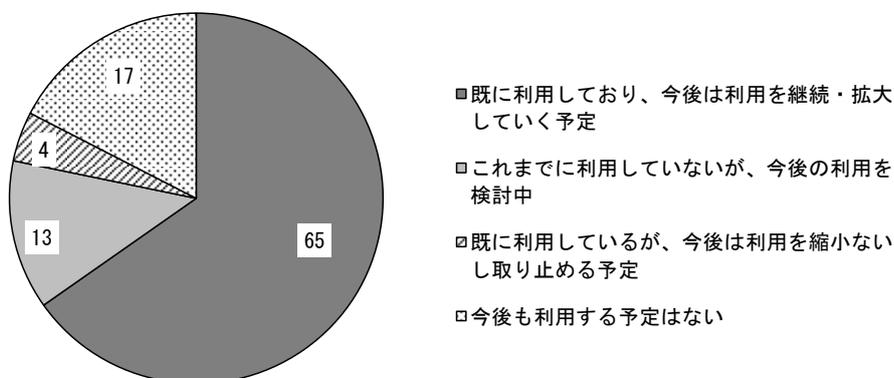
さらに、レポ取引の契約形態別残高をみると、現担取引の割合が引き続き高いものの、前年と比べて現先取引の割合が大幅に増加しており、T+1化に合わせて採用が推奨されている新現先取引への移行が進んだことが確認できる。また、T+1化に伴って導入された銘柄後決めGCレポ取引についても、相応に利用されていることがみてとれる。

▽レポ取引の契約形態別残高



アンケート調査でも、銘柄後決めGCレポ取引を「既に利用しており、今後は利用を継続・拡大していく予定」と回答した先が大勢となっている。もっとも、銘柄を先決めで利用するニーズの高さや銘柄先決め取引の方が現状では取引残高が多いことを理由に、後決めレポ取引の利用に対し、消極的な姿勢を見せる先もみられている。

▽銘柄後決めGCレポ取引の利用状況 (%)

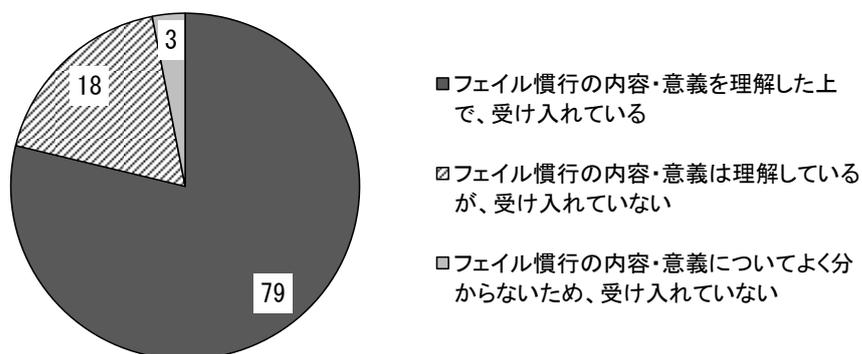


(注) 対象は、18年7月中にGCレポ取引の約定を行っていることが確認された先。

【BOX 2】 フェイル慣行の受け入れ状況

従来より国債・レポ市場における流動性向上の観点から課題として認識されてきた「フェイル慣行」の定着については、国債の決済期間短縮化により取引事務の時間的制約が強まる中で、取引の拡大を制約する要因となりうるとの声が聞かれていた。このため、改めてその受け入れ状況をみると、「フェイル慣行の内容・意義を理解した上で、受け入れている」との回答が大半を占めている。

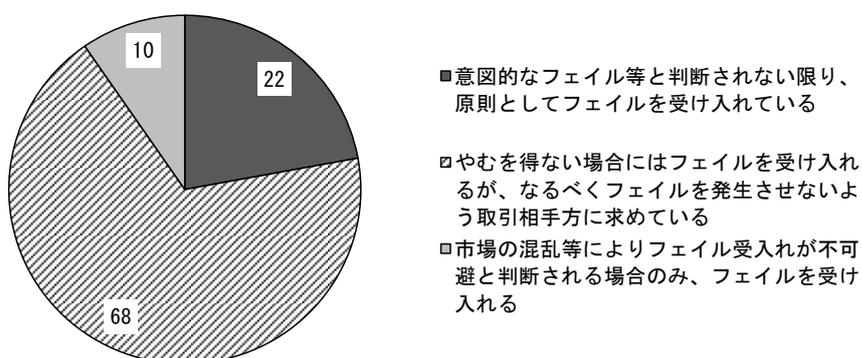
▽ フェイル慣行の受け入れ状況（％）



（注）対象は、18年7月中にレポ取引の約定を行っていることが確認された先。

もっとも、これらの先の実際のフェイルに対するスタンスを具体的にみると、「なるべくフェイルを発生させないよう取引相手方に求めている」との回答が大半を占めている。その理由として、フェイルが連鎖的に発生した場合の事務負担が大きいこと等が挙げられている。

▽ 実際のフェイルに対するスタンス（％）



（注）対象は、18年7月中にレポ取引の約定を行っていることが確認された先のうち、「フェイル慣行の内容・意義を理解した上で、受け入れている」と回答した先。

フェイル慣行の定着は、取引の円滑化や市場流動性の維持・向上に加え、緊急時の対応の観点からも重要な役割を果たすことを改めて認識したうえで、フェイルを受けた場合の事務の構築を一段と進めていくことが期待される。

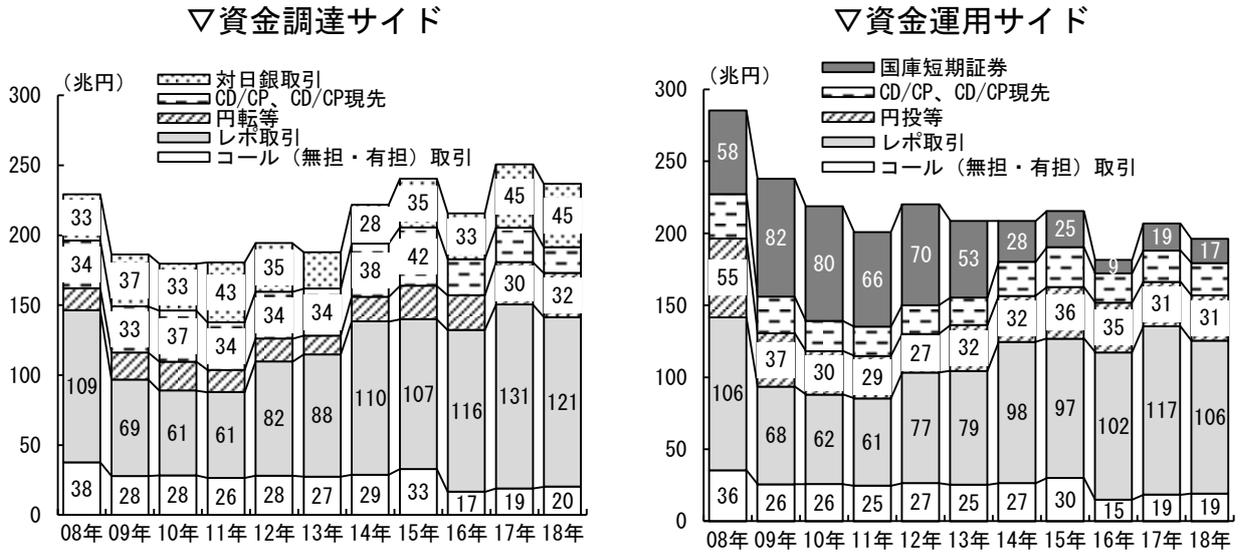
特に、今後、国債・レポ市場における海外投資家のプレゼンスが一段と高まれば、フェイルを日常的なものとする取引スタンスが拡大するほか、時差やカストディアン等の取引関係者の多さもあいまって、フェイルが発生しやすくなることが見込まれる。こうしたもとでは、フェイルの当事者とならざるをえないことも想定されるため、フェイルの発生に備えて事務処理体制を整備することが必要となる。

日本銀行としては、市場関係者の取組みにより、フェイル慣行の定着が進むことを期待しており、引き続き、こうした取組みを支援していきたいと考えている。

【図表編・目次】

図表 1	短期金融市場の取引残高	14
図表 2	短期金融市場の業態別取引残高	14
図表 3	付利先・非付利先の資金運用残高	15
図表 4	コール市場の取引残高と有担保コール比率	15
図表 5	無担保コール市場の取引残高	16
図表 6	無担保コール市場の取引残高と DD 取引比率	16
図表 7	無担保コール取引のターム別残高	17
図表 8	クレジットライン設定数の推移	17
図表 9	有担保コール市場の取引残高	18
図表 10	有担保コール取引のターム別残高	18
図表 11	コール取引の約定頻度	19
図表 12	レポ市場の取引残高	20
図表 13	CCP 経由のレポ取引の状況	21
図表 14	GC レポ市場の取引残高	22
図表 15	GC レポ取引のターム別残高	22
図表 16	GC レポ取引の約定日別残高	23
図表 17	銘柄後決め GC レポ取引の約定日別割合	24
図表 18	銘柄後決め GC レポ取引におけるバスケットの利用割合	24
図表 19	SC レポ市場の取引残高	25
図表 20	SC レポ取引のターム別残高	25
図表 21	SC レポ取引の担保債券の残存期間別残高	26
図表 22	レポ取引の約定頻度	26
図表 23	運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高	27
図表 24	業態別 CP 保有残高	27
図表 25	海外との円資金取引残高	28
図表 26	円 OIS 取引の状況	28
図表 27	現金担保付株券等貸借取引の残高	29
図表 28	日銀当座預金の 3 層構造を利用した裁定取引のスタンス	30
図表 29	日銀当座預金の運用スタンス	31
図表 30	諸課題への取り組み状況	32
図表 31	事務体制の変化	35
図表 32	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方	36
図表 33	各市場の取引集中度	38

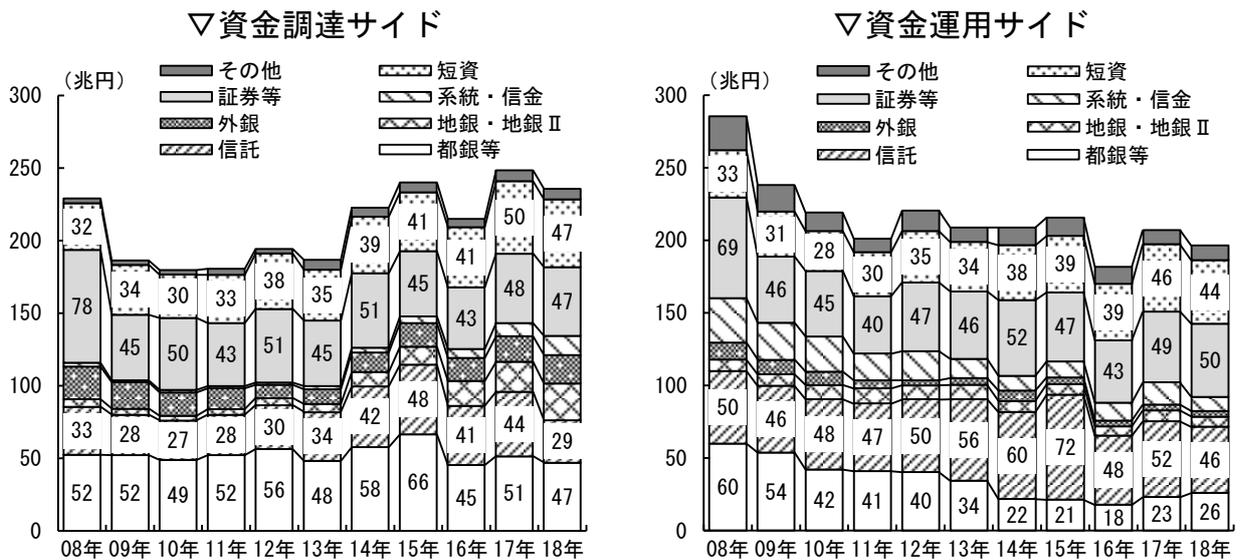
図表 1 短期金融市場の取引残高



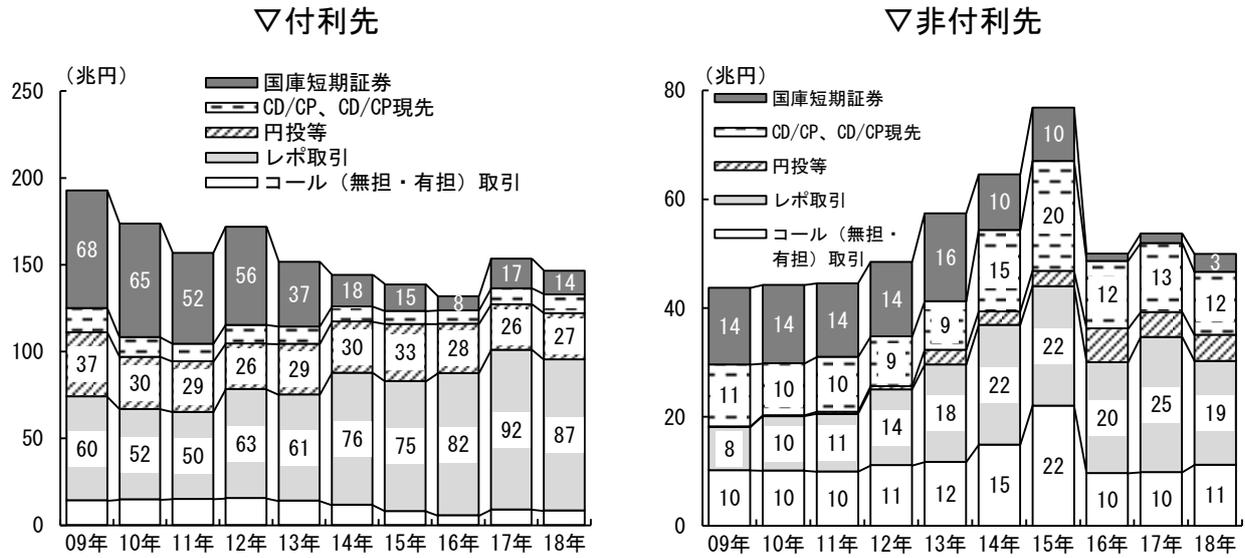
(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびグループ外 DD 取引の合計。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP 買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給および補完貸付を指す。

運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約（非居住者等は調査対象外）、調達・運用の片側のみに計上される取引種類（対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上）が存在することによる。

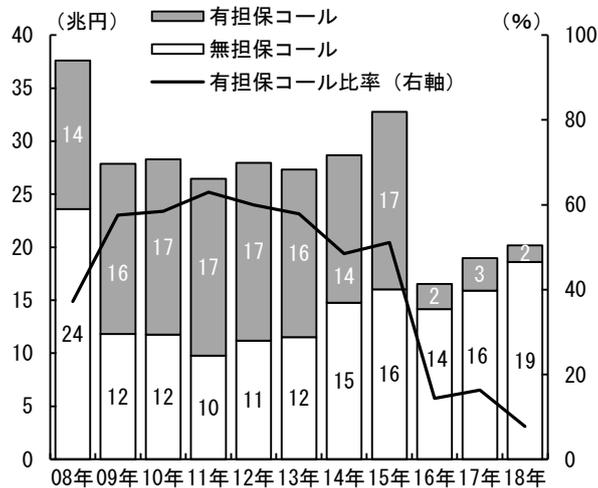
図表 2 短期金融市場の業態別取引残高



図表3 付利先・非付利先の資金運用残高

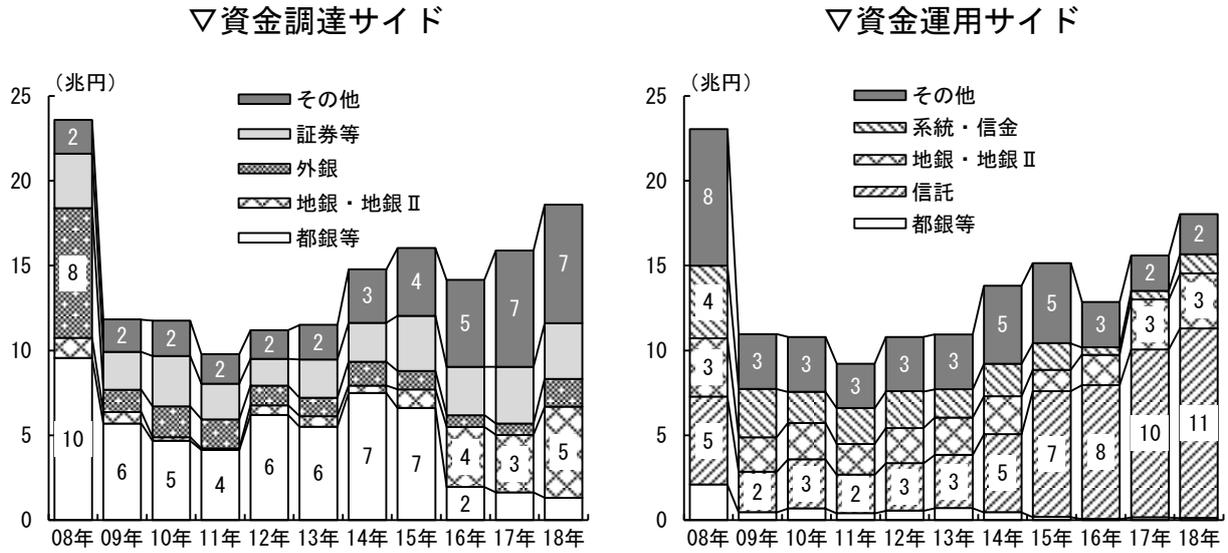


図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

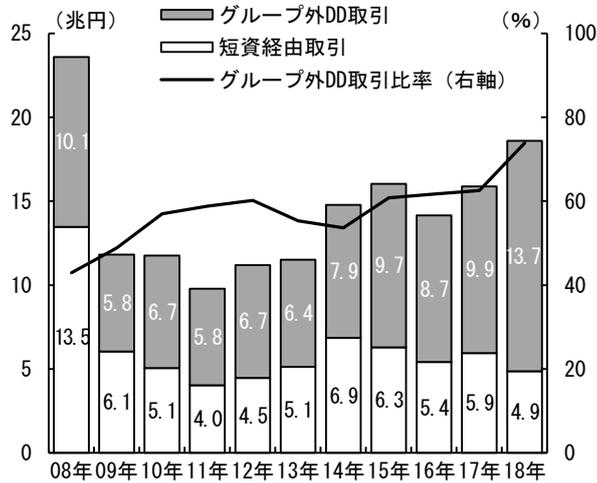


(注) 資金調達サイド。

図表5 無担保コール市場の取引残高



図表6 無担保コール市場の取引残高とDD取引比率

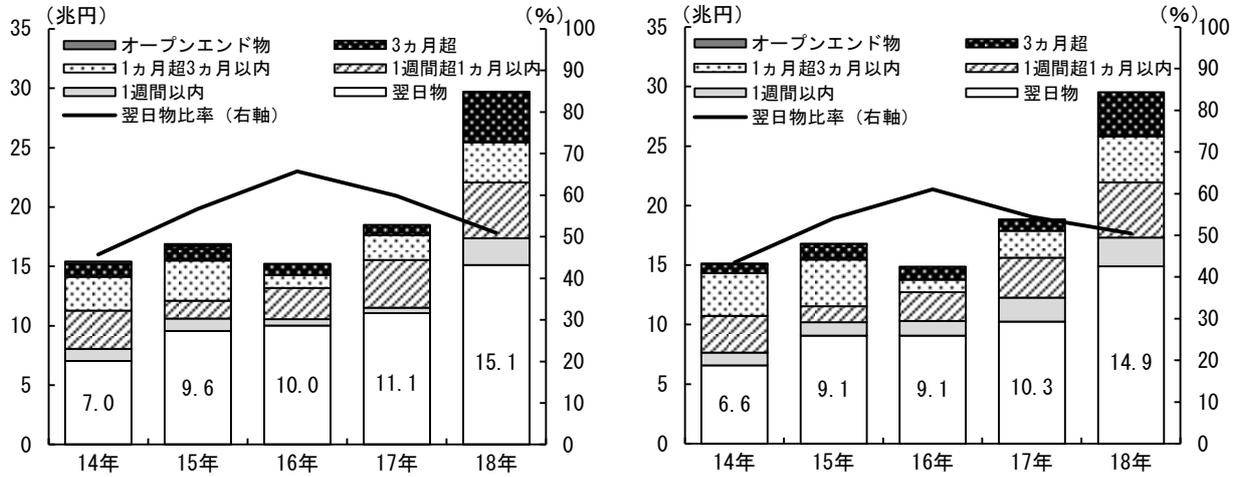


(注) 資金調達サイド。

図表7 無担保コール取引のターム別残高

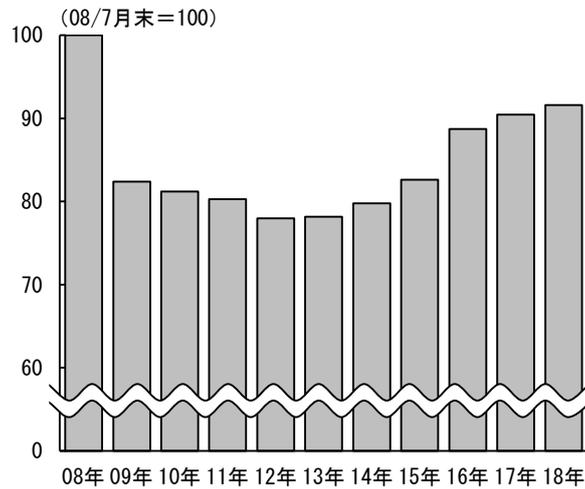
▽資金調達サイド

▽資金運用サイド



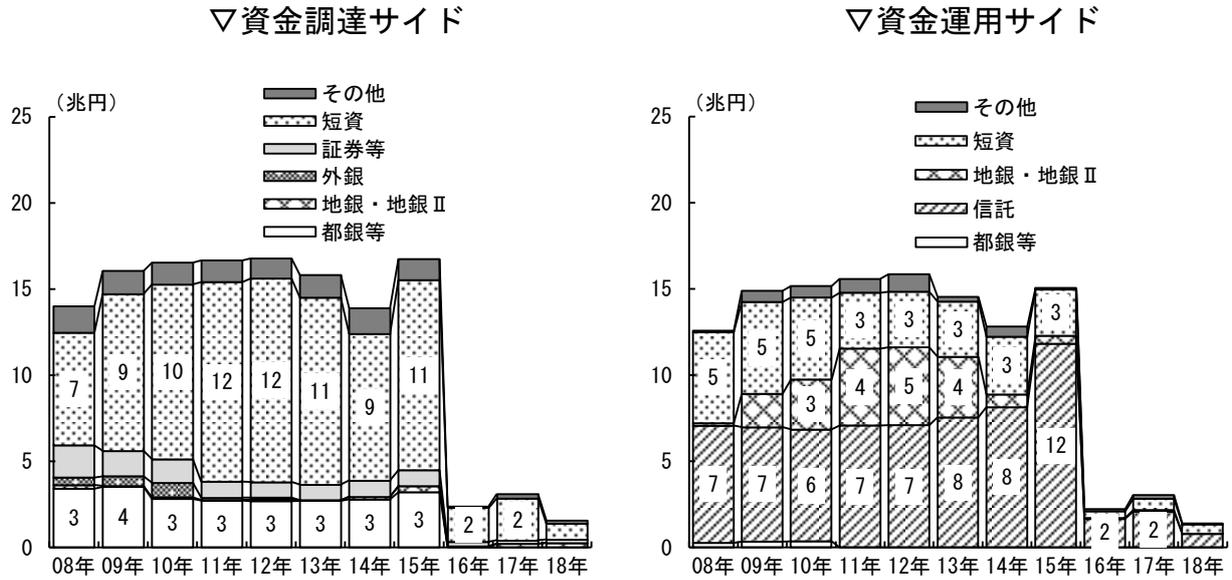
(注) グループ内取引を含む。

図表8 クレジットライン設定数の推移

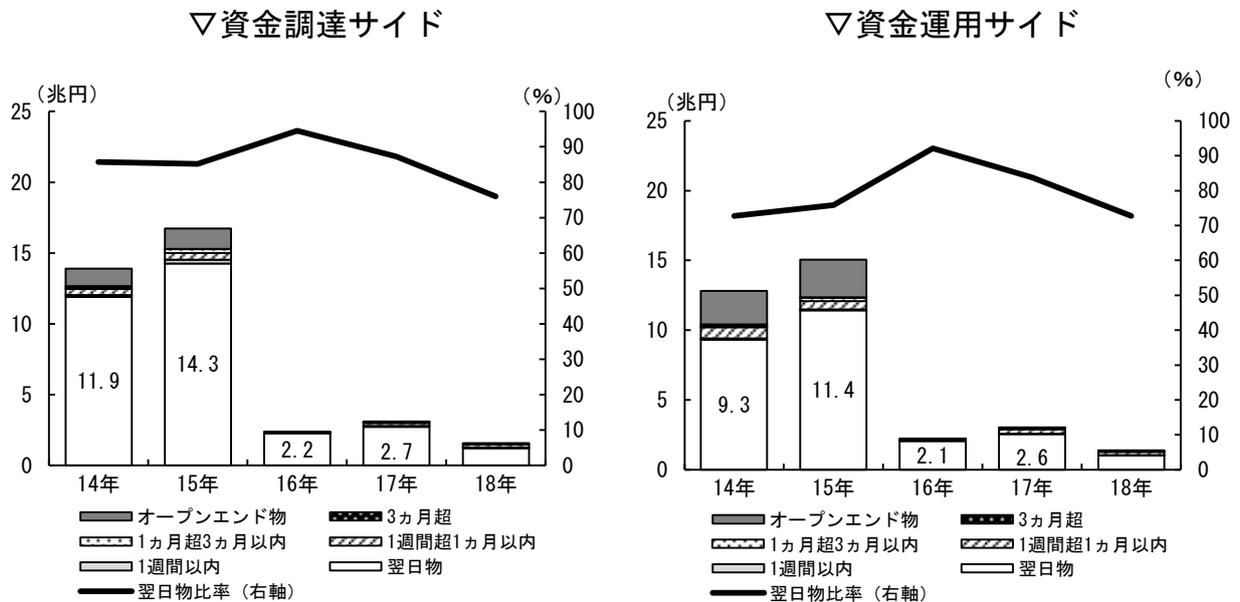


(注) 短期金融市場の無担保取引(無担保コール、ユーロ円など)での、円資金運用のためのクレジットライン設定先数。対象は、08~18年の全てでクレジットライン設定数が確認できる先。合併等の影響は調整済。

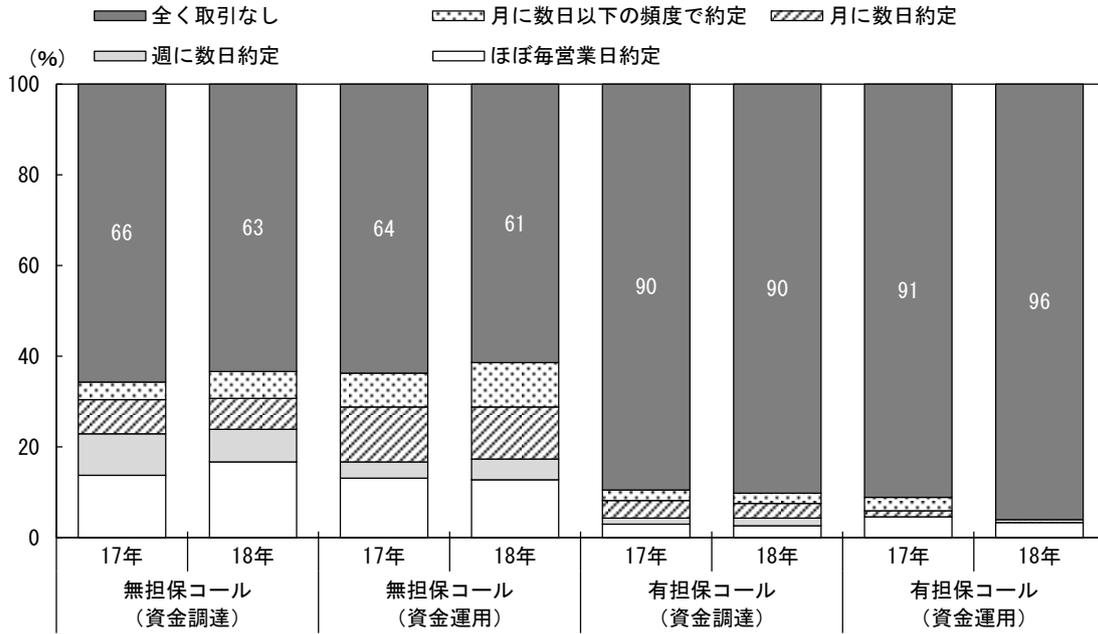
図表9 有担保コール市場の取引残高



図表10 有担保コール取引のターム別残高



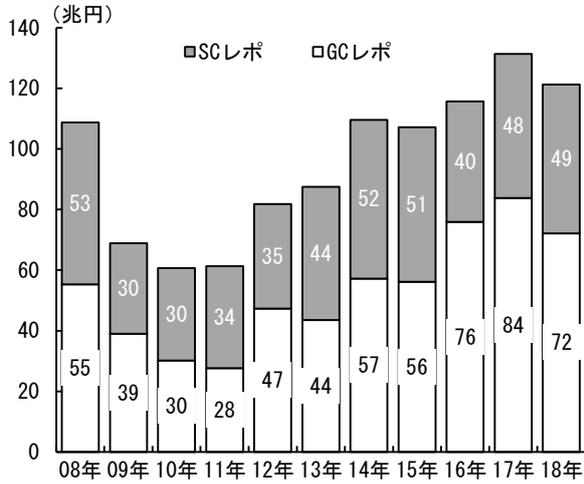
図表 11 コール取引の約定頻度



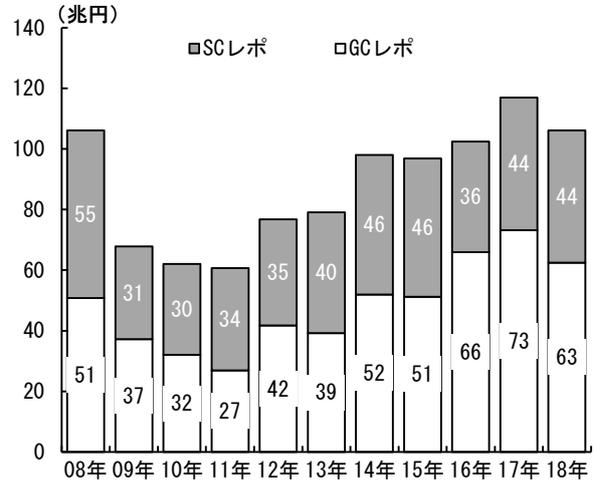
図表 12 レポ市場の取引残高

<取引の種類別>

▽資金調達サイド

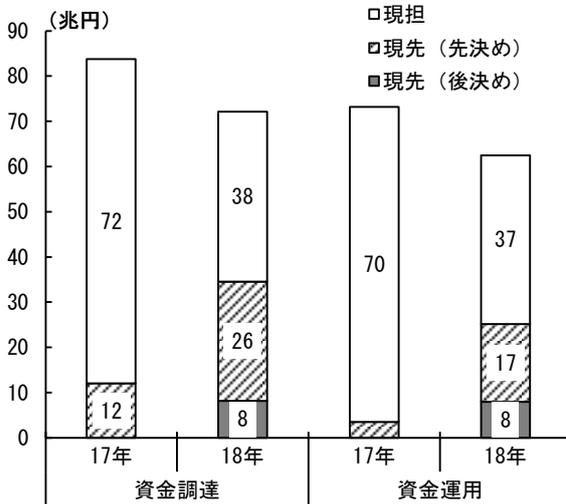


▽資金運用サイド

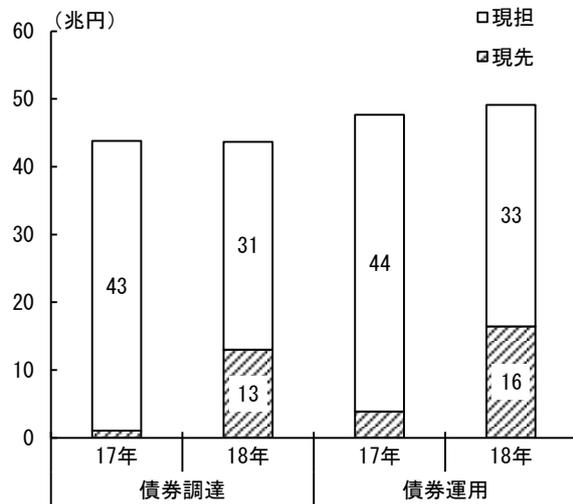


<契約形態別>

▽GC レポ

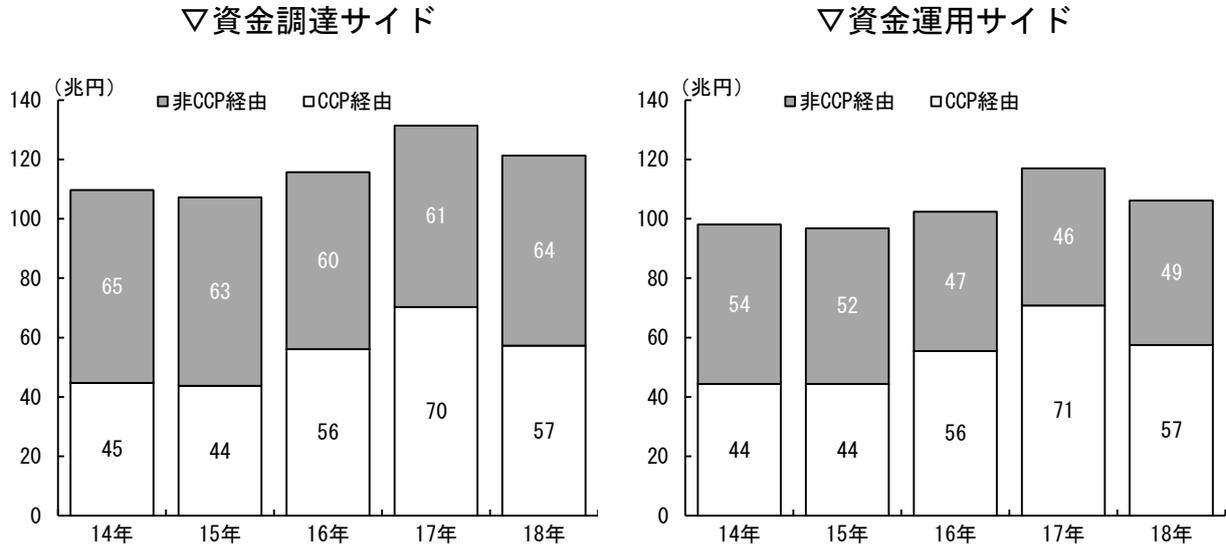


▽SC レポ



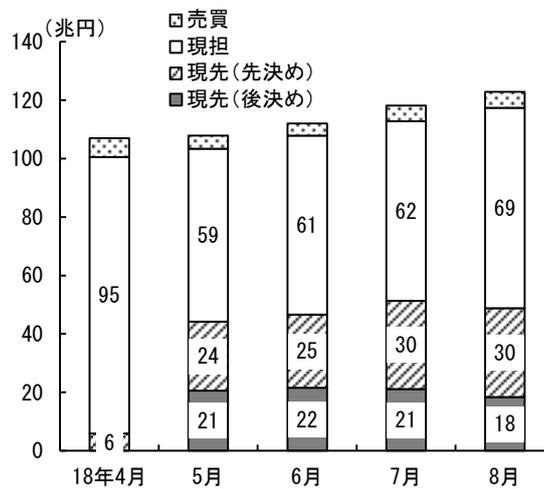
図表 13 CCP 経由のレポ取引の状況

<CCP 経由^(注)・非 CCP 経由別残高>



(注) 日本証券クリアリング機構 (JSCC) を経由した取引。

<JSCC における取引種別別債務引受金額 (1日平均)>

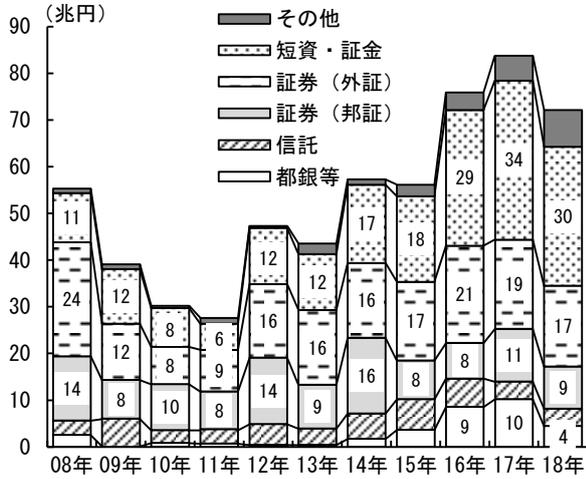


(注) 債務引受金額ベース (往復)。現担・現先はスタート・エンド合計。

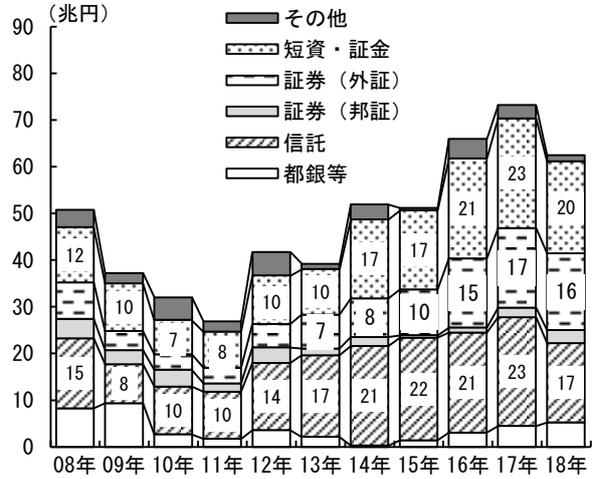
(資料) 日本証券クリアリング機構

図表 14 GC レポ市場の取引残高

▽資金調達サイド

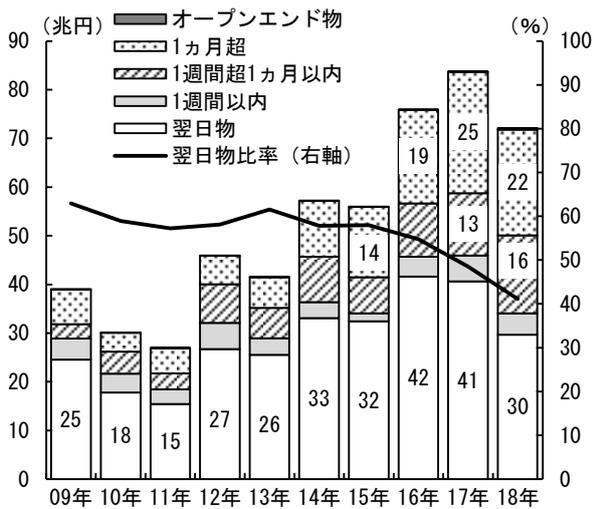


▽資金運用サイド

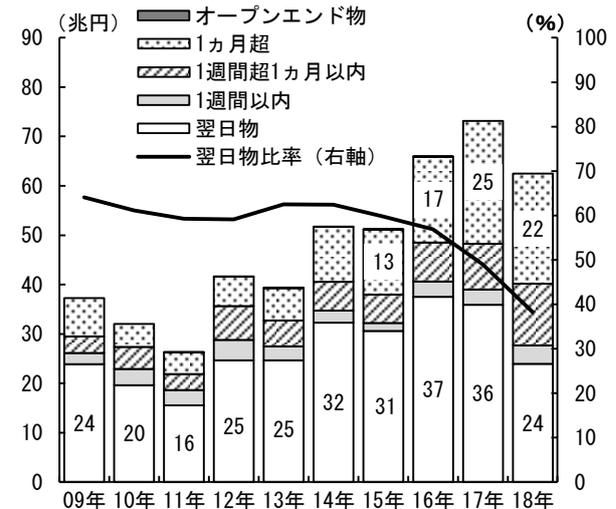


図表 15 GC レポ取引のターム別残高

▽資金調達サイド



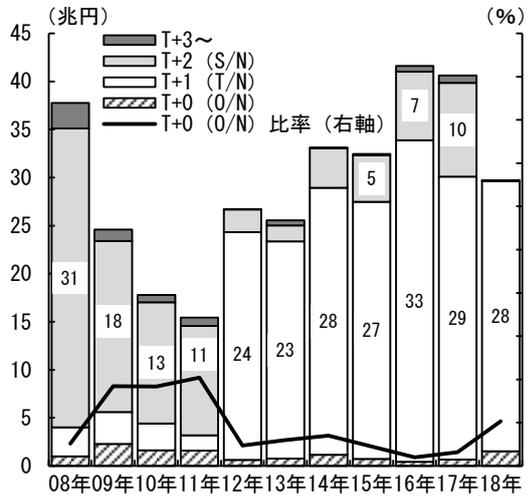
▽資金運用サイド



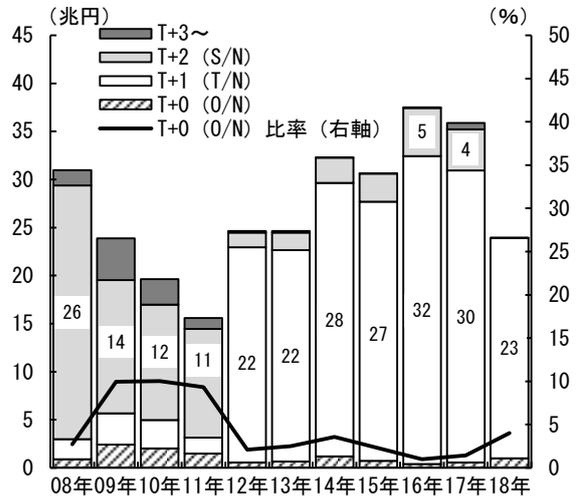
図表 16 GC レポ取引の約定日別残高

<翌日物>

▽資金調達サイド

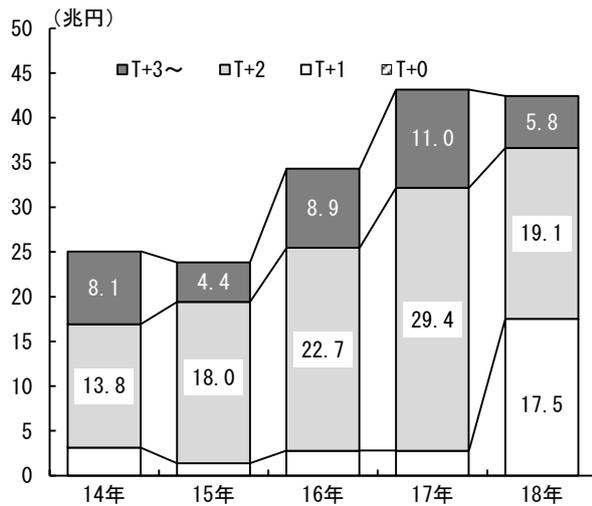


▽資金運用サイド

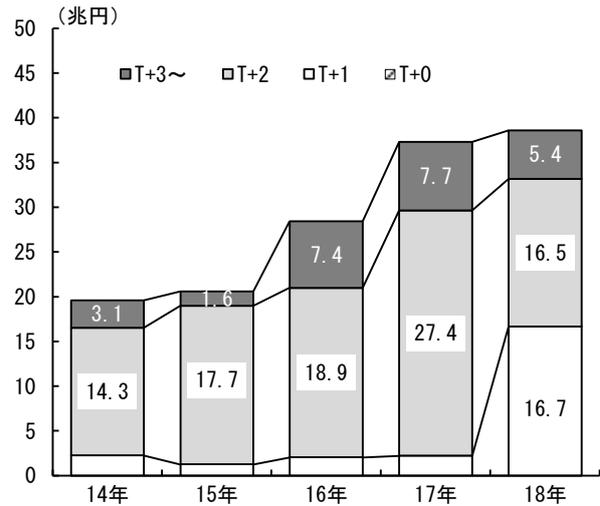


<ターム物>

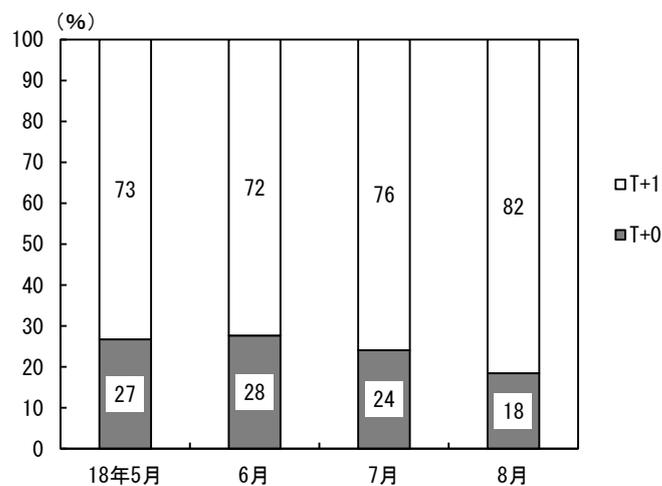
▽資金調達サイド



▽資金運用サイド



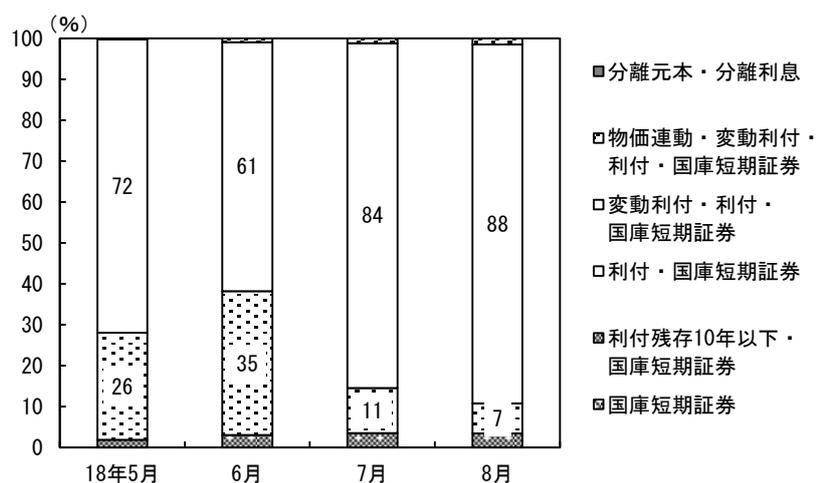
図表 17 銘柄後決め GC レポ取引の約定日別割合



(注) 債務引受金額ベース。月中平均。

(資料) 日本証券クリアリング機構

図表 18 銘柄後決め GC レポ取引における国債バスケットの利用割合

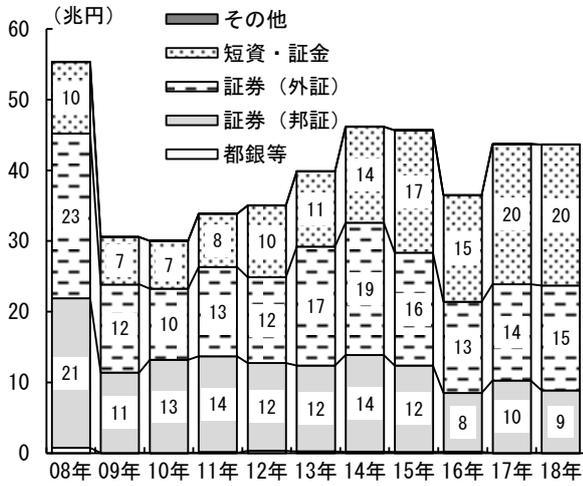


(注) 債務引受金額ベース。

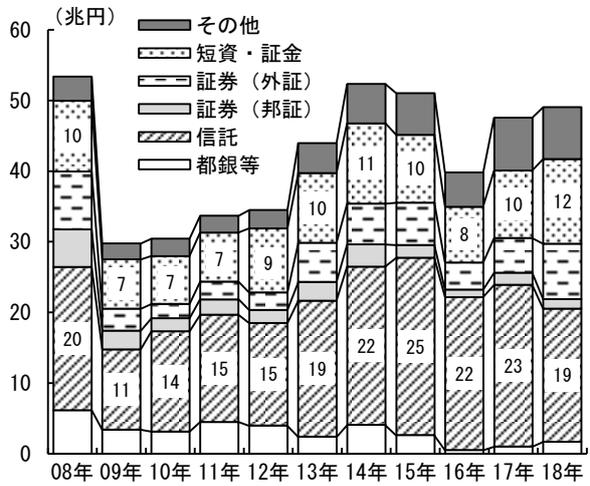
(資料) 日本証券クリアリング機構

図表 19 SC レポ市場の取引残高

▽債券調達サイド

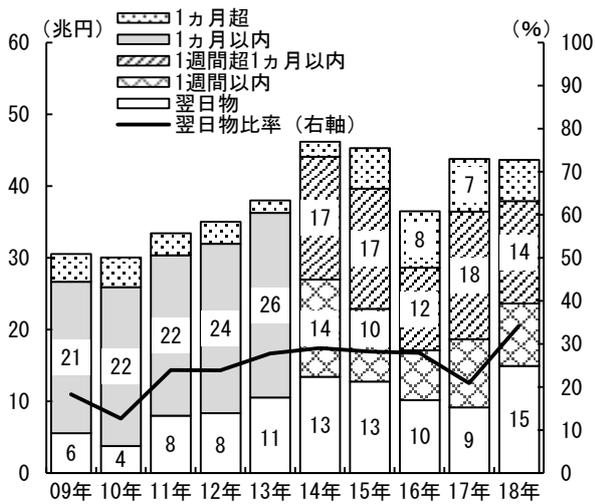


▽債券運用サイド

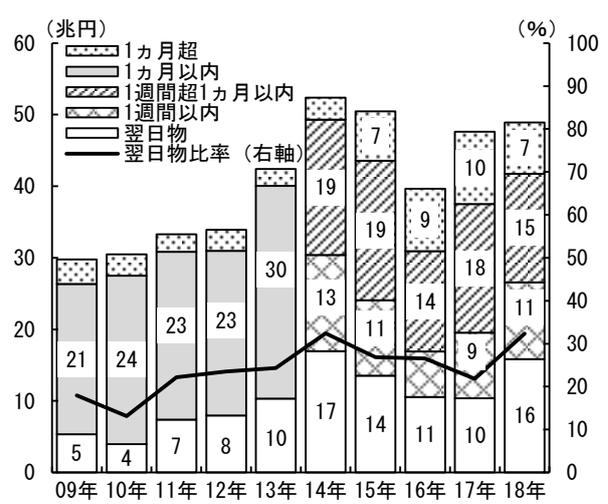


図表 20 SC レポ取引のターム別残高

▽債券調達サイド

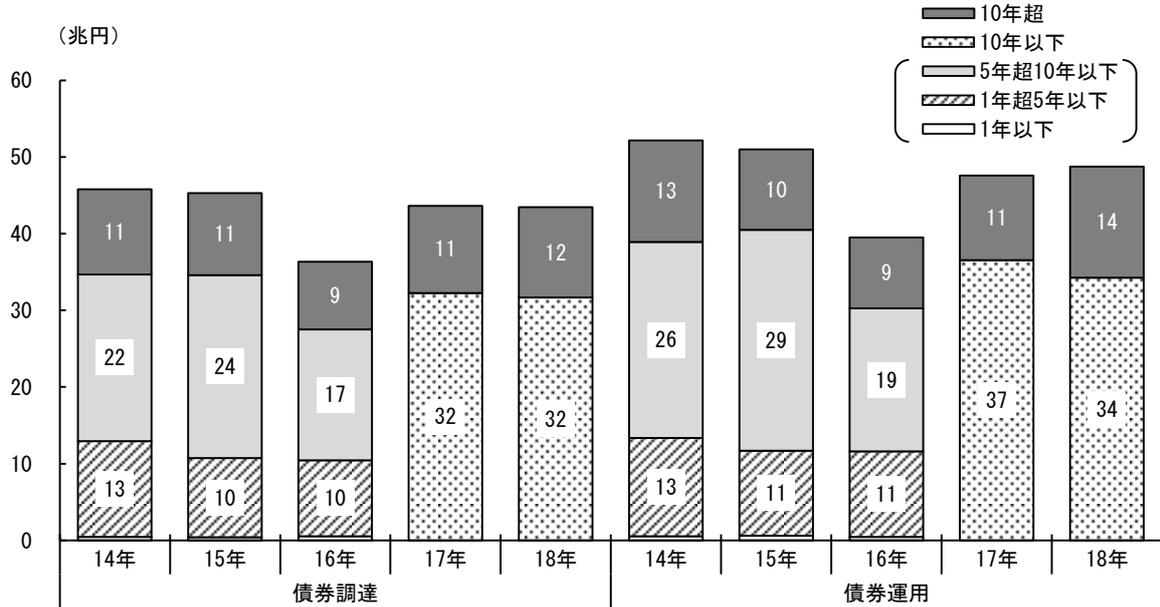


▽債券運用サイド



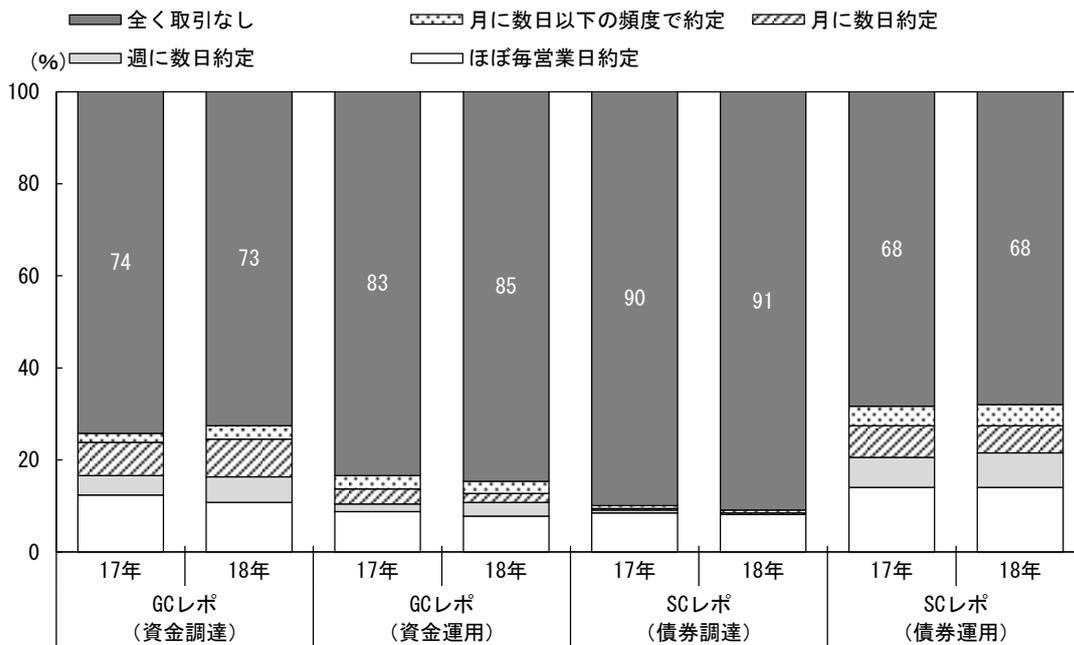
(注) 14年より、調査項目「1ヵ月以内」を「1週間以内」と「1週間超1ヵ月以内」に細分化。

図表 21 SC レポ取引の担保債券の残存期間別残高



(注) 普通利付国債を担保とした取引が対象。17年より、調査項目「5年超10年以下」、「1年超5年以下」、「1年以下」を「10年以下」に統合。

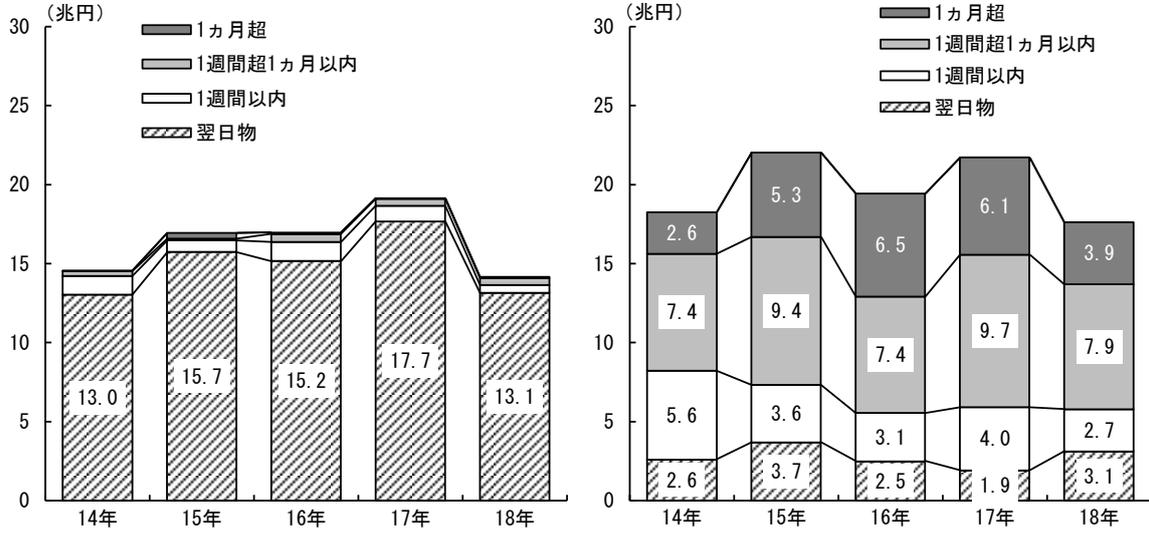
図表 22 レポ取引の約定頻度



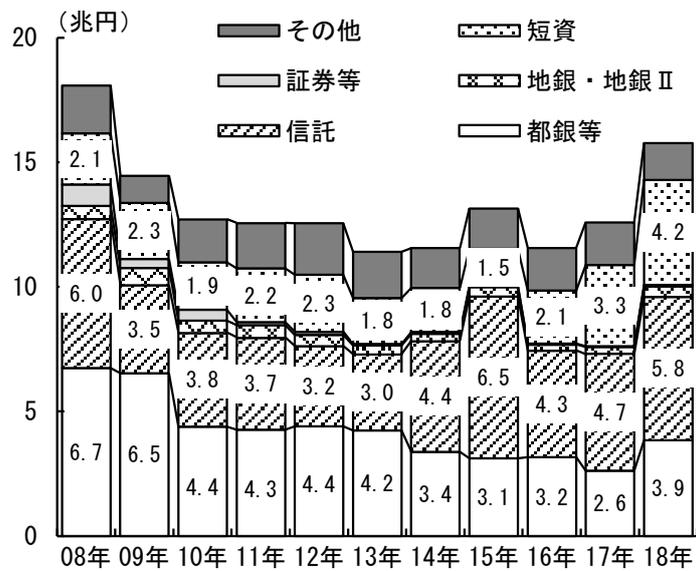
図表 23 運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高

▽債券調達サイド

▽債券運用サイド

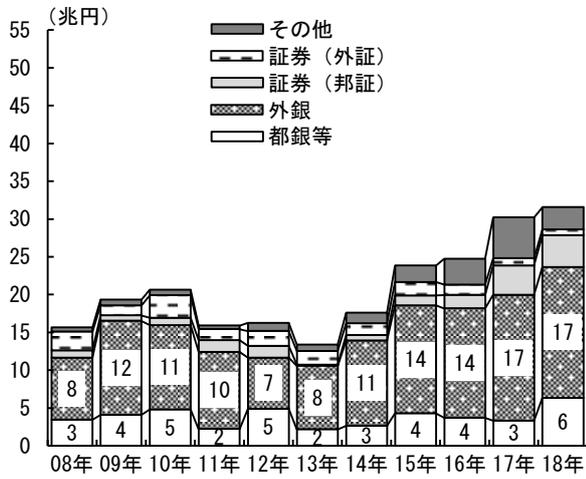


図表 24 業態別 CP 保有残高

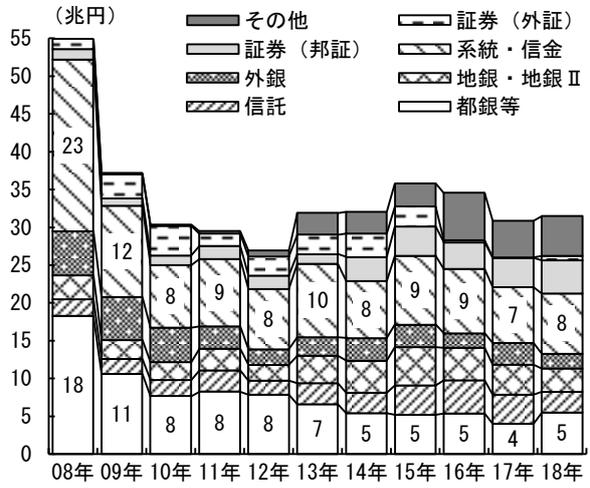


図表 25 海外との円資金取引残高

▽円資金調達サイド



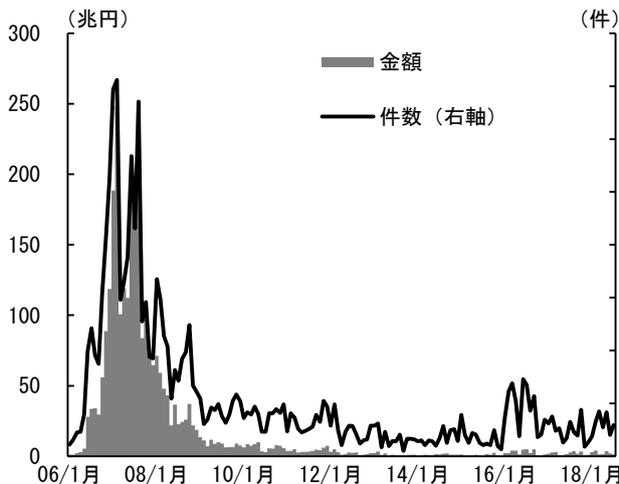
▽円資金運用サイド



(注) 円転・円投(期間1年以内のみ)、ユーロ円取引、自行(庫、社)海外店との円資金貸借の合計。

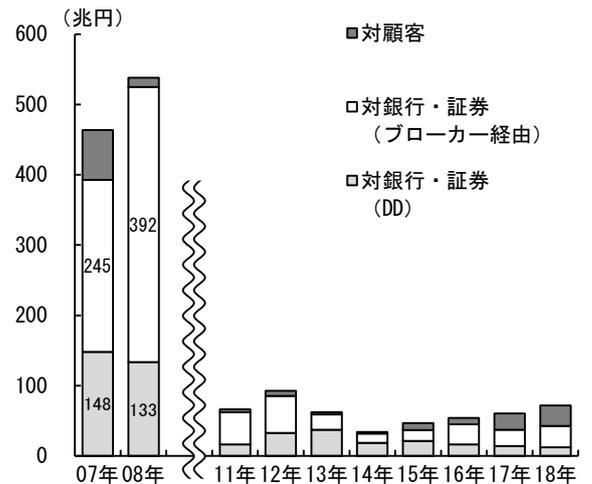
図表 26 円OIS取引の状況

▽ブローカー経由の取引高、取引件数



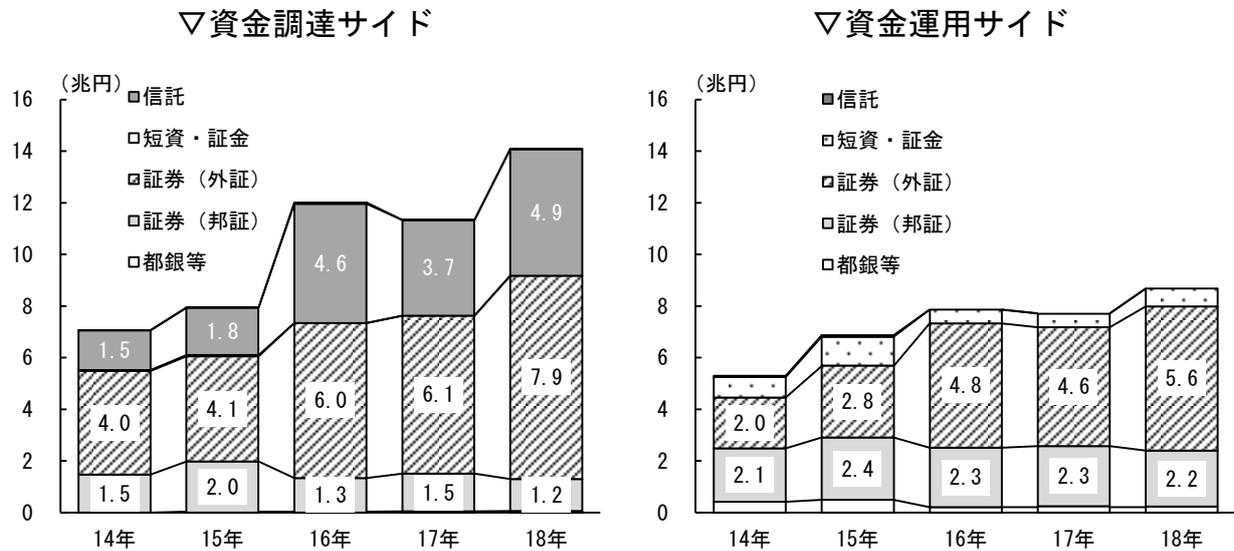
(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

▽取引残高



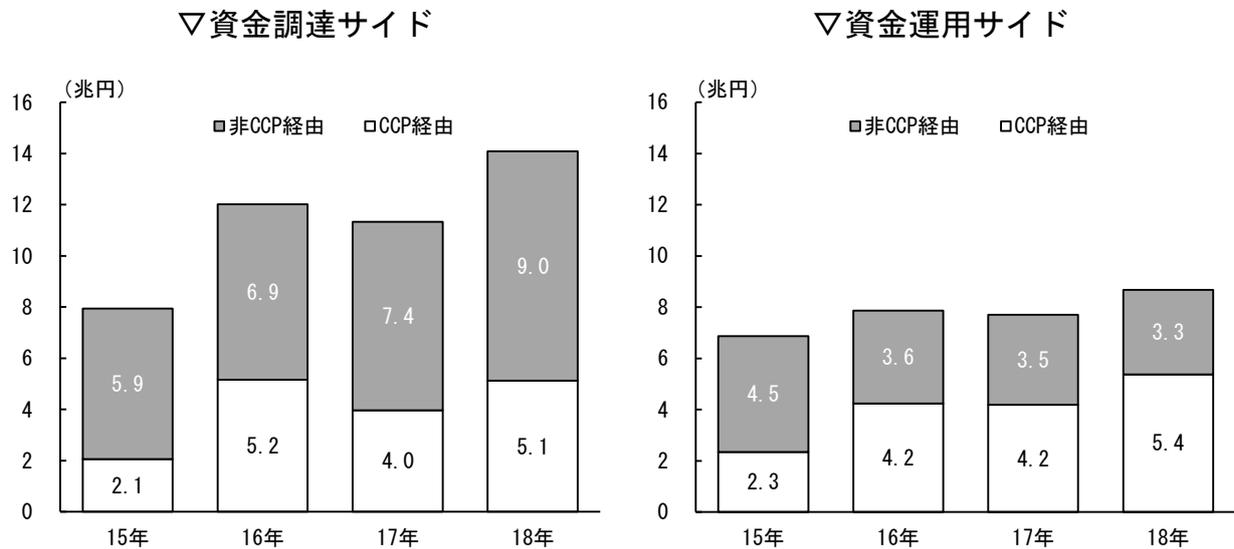
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 27 現金担保付株券等貸借取引^(注1)の残高
 <業態別>



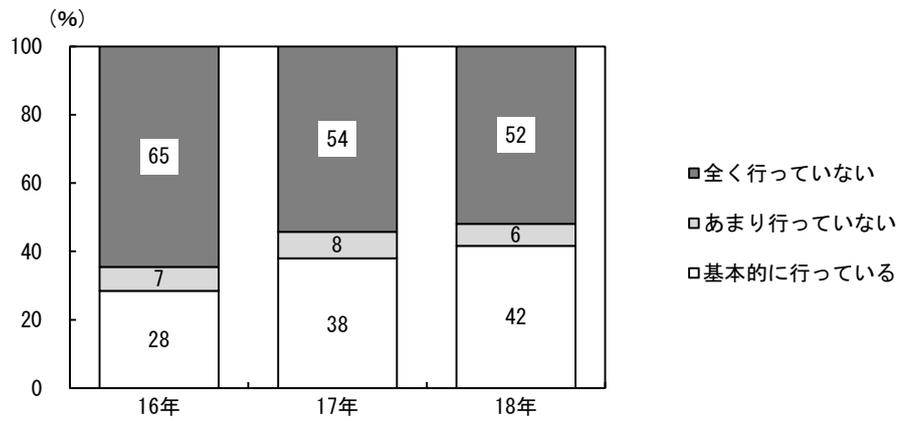
(注1) 制度信用取引、一般信用取引、貸借取引（金融商品取引業者・証券金融会社間）は含まれない。
 (以下、同様)

<CCP 経由^(注2)・非 CCP 経由別>

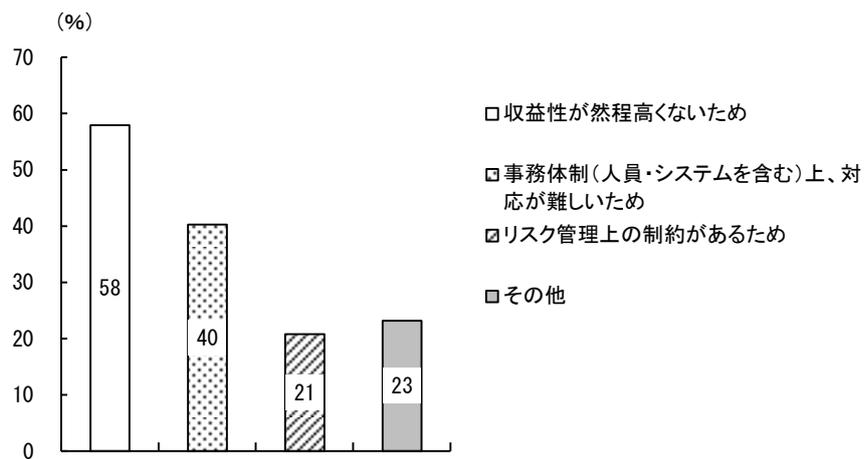


(注2) ほふりクリアリングを経由した取引。

図表 28 日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引のスタンス

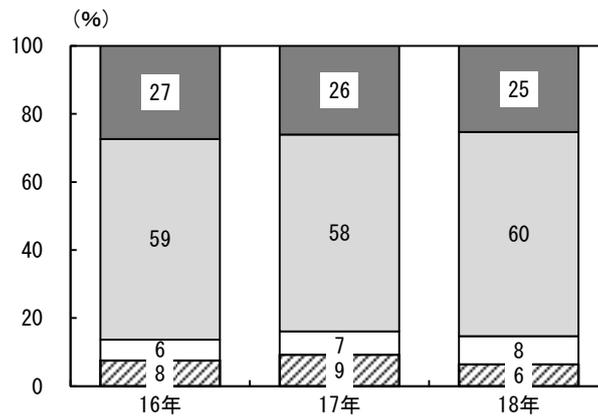


▽上記質問で「あまり行っていない」または「全く行っていない」と回答した理由（複数回答可）



図表 29 日銀当座預金の運用スタンス

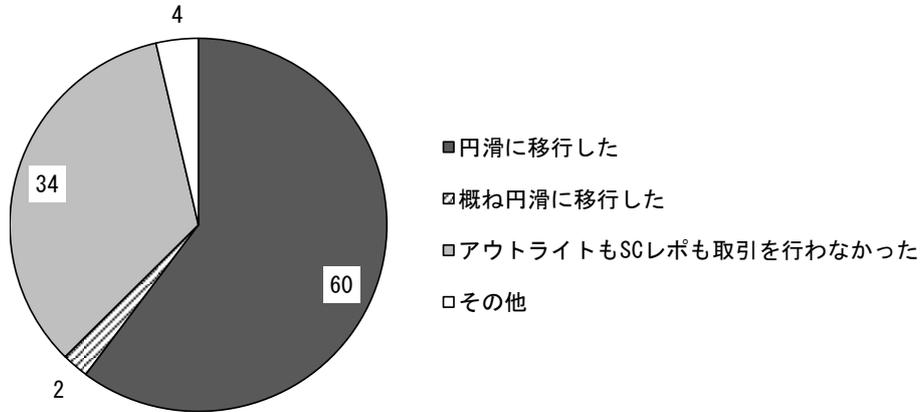
- プラス金利のみが適用されるよう当預残高を調節している
- プラス金利またはゼロ金利のみが適用されるよう当預残高を調節している
- 上記以外の目安を設けている
- ▨ 目安を設けていない



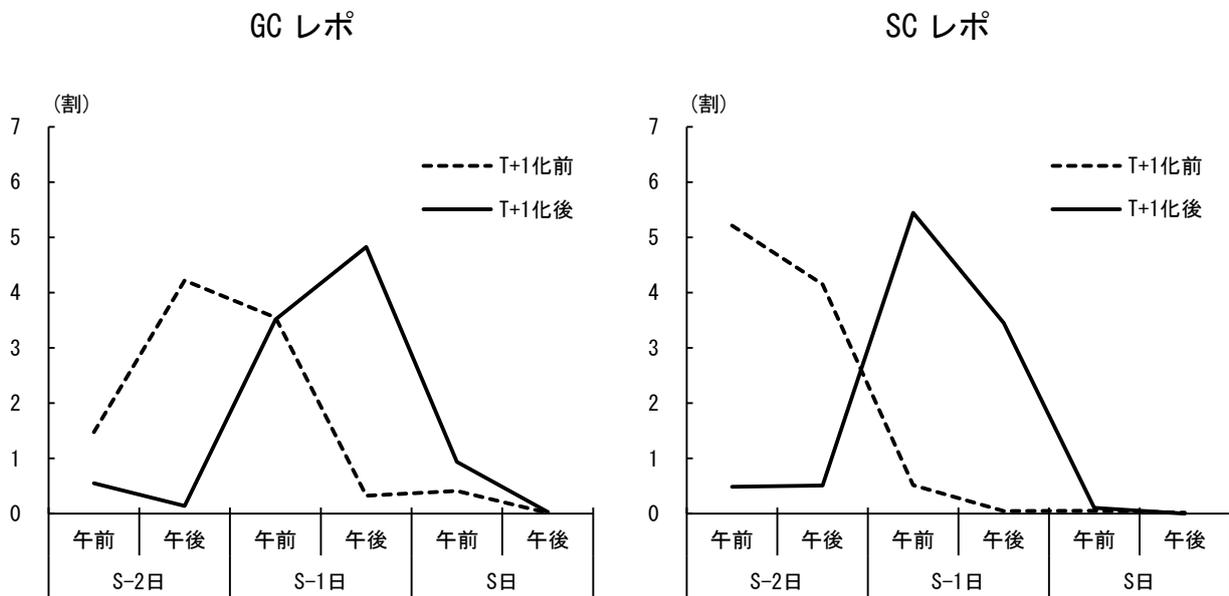
(注) 日銀当座預金保有先のみ。

図表 30 諸課題への取り組み状況

▽国債の決済期間短縮化（T+1 化）の移行状況（%）

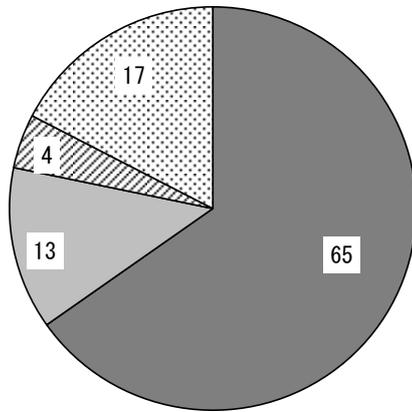


▽T+1 化によるレポ約定タイミングの変化 (注1)



(注1) T+1 化の前後でレポ取引の約定を行っていることが確認された先において、レポ取引の約定タイミングがどのように変化したかについて、認識を調査。調査先回答を、18年7月末時点の取引残高で加重平均処理。

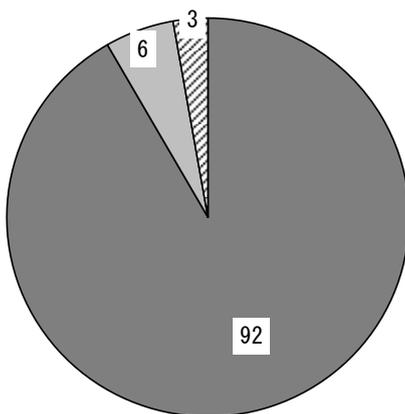
▽銘柄後決め GC レポ取引の利用状況 (%) (注2)



- 既に利用しており、今後は利用を継続・拡大していく予定
- これまでに利用していないが、今後の利用を検討中
- ▣既に利用しているが、今後は利用を縮小ないし取り止める予定
- ▨今後も利用する予定はない

(注2) 対象は、18年7月中にGCレポ取引の約定を行っていることが確認された先。

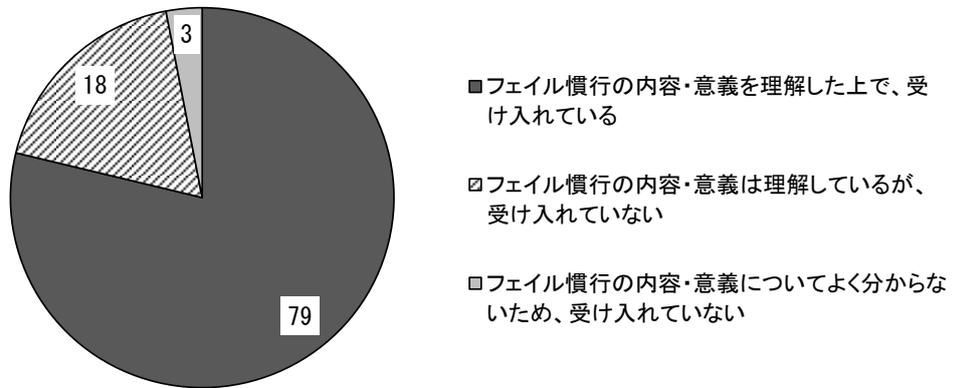
▽銘柄後決め GC レポ取引に対応した新しい基本契約書の利用状況 (%) (注3)



- 新しい基本契約書をすでに利用して契約締結したことがある
- 今後、新しい基本契約書を利用して契約締結することを検討中
- ▨新しい基本契約書を利用する予定はない

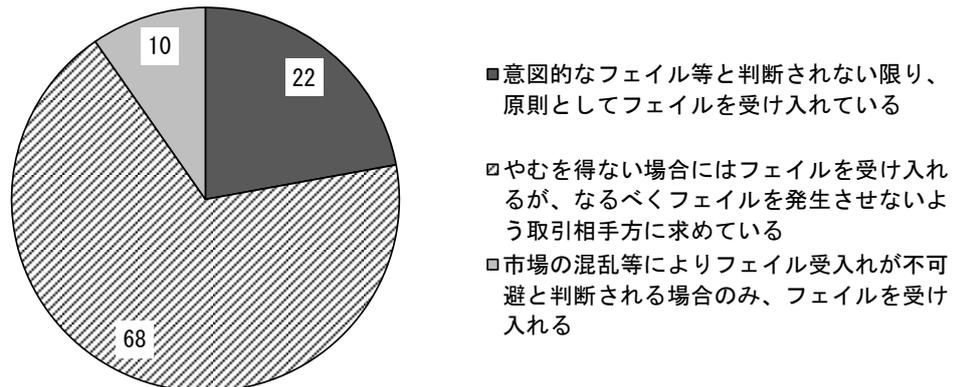
(注3) 対象は、18年7月中にGCレポ取引を行っており、JSCCの国債清算に参加していることが確認された先。

▽フェイル慣行の受け入れ状況（％）（注4）

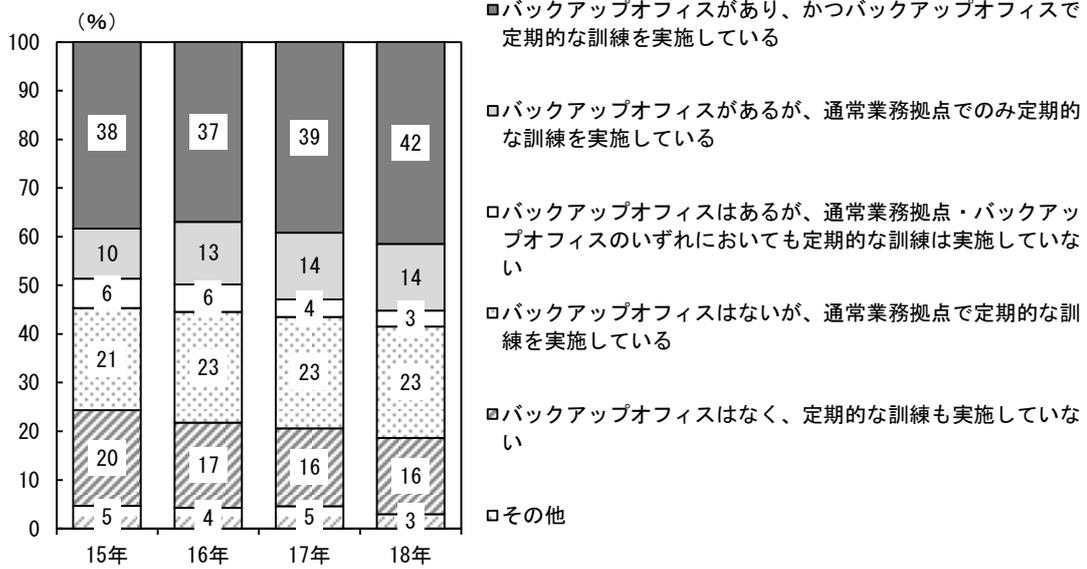


（注4）対象は、18年7月中にレポ取引の約定を行っていることが確認された先。

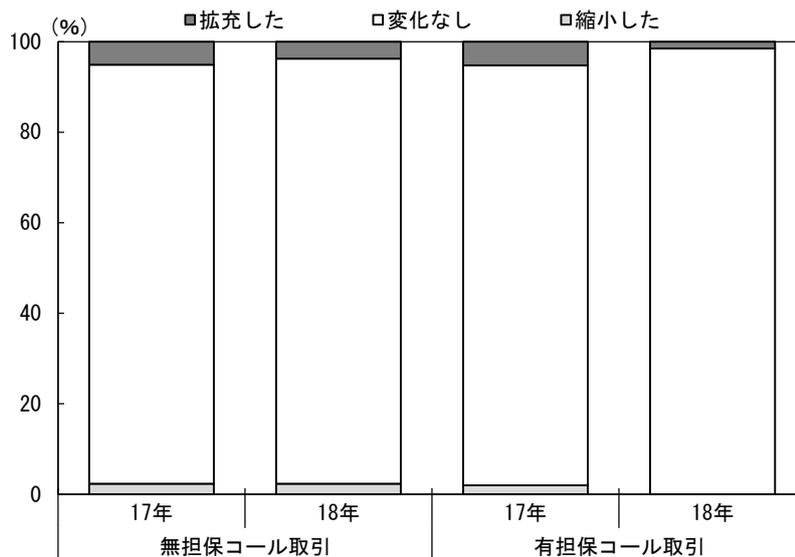
▽上記質問で「フェイル慣行の内容・意義を理解した上で、受け入れている」と回答した先の、実際のフェイルに対するスタンス（％）



▽バックアップ拠点体制と市場レベルBCP



図表 31 事務体制の変化

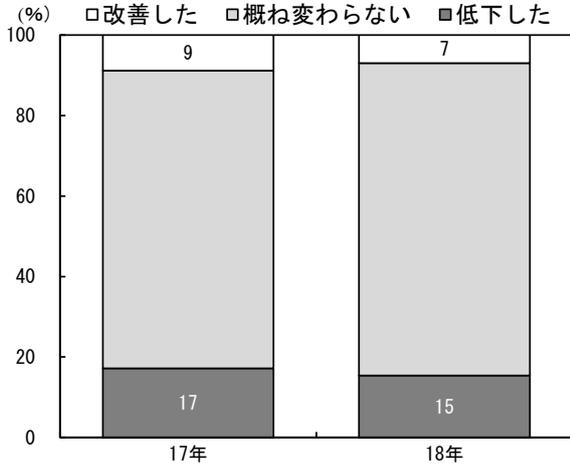


(注) 前年と比べた変化を回答。

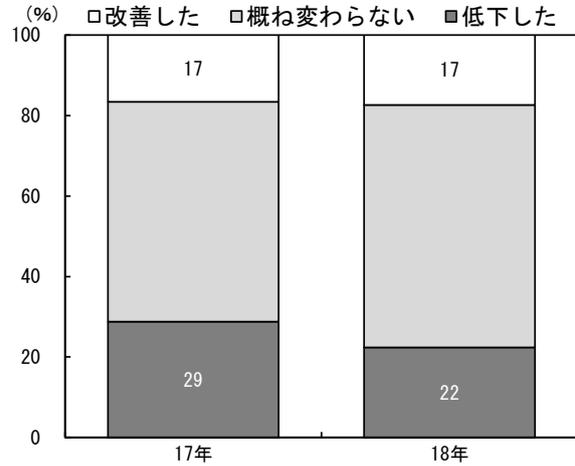
図表 32 短期金融市場取引に係る市場参加者の見方

▽短期金融市場全体 (注1)

【機能度 (注2)】



【収益性 (注3)】



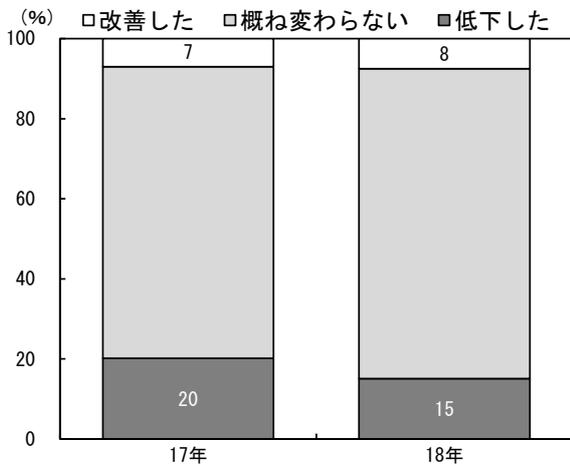
(注1) コール取引または国債レポ取引の少なくとも何れかについて約定を行っている先のみが回答。

(注2) 意図するレートや金額、ターム、カウンターパーティと取引を行いやすいかなどを勘案し、前年同時期に比べ、当該市場の機能度がどのように変化したと感じているか調査。(以下、同様)

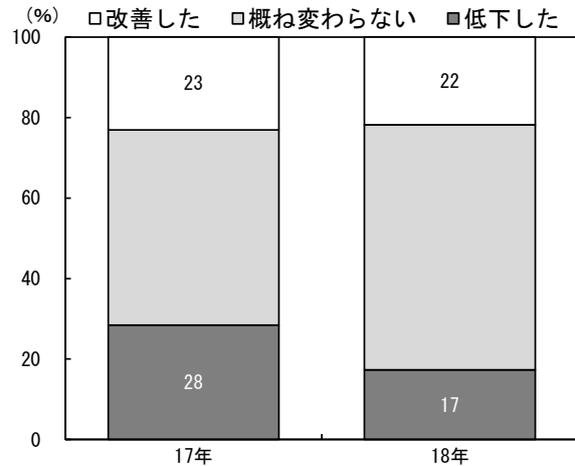
(注3) 運用利回りや調達コスト、取引量、固定費などを勘案し、前年同時期に比べ、取引の収益性がどのように変化したと感じているか調査。なお、短期金融市場での取引全体の収支がマイナスの先からの回答も含まれているが、そうした先は、収支のマイナス幅の縮小(拡大)を収益性の改善(低下)と評価して回答していると考えられる。(以下、同様)

▽国債レポ取引 (注4)

【機能度】



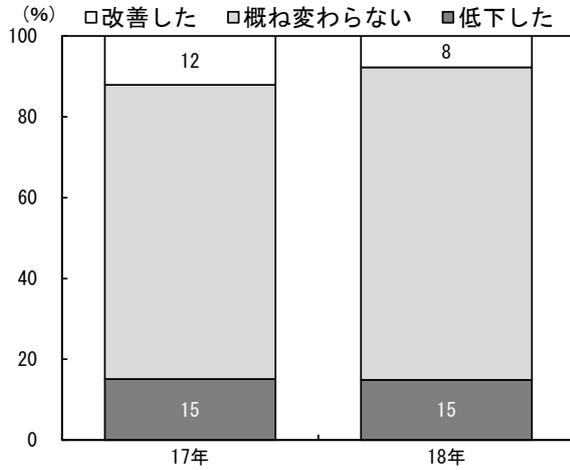
【収益性】



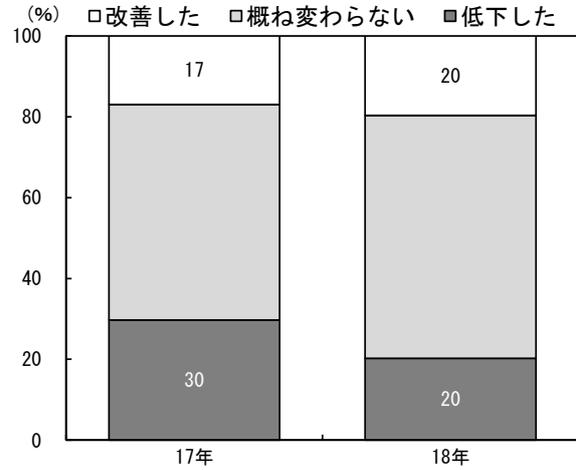
(注4) 国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

▽無担保コール取引 (注5)

【機能度】



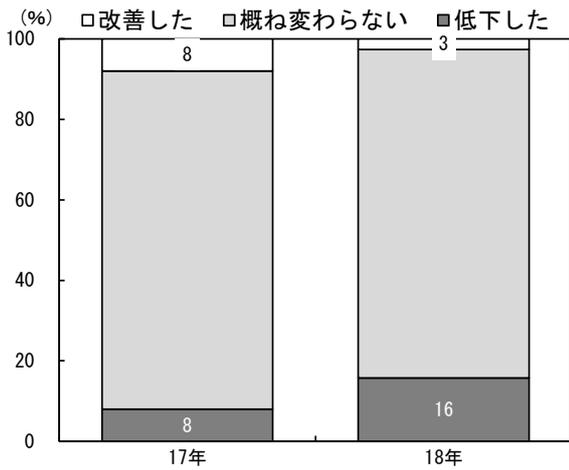
【収益性】



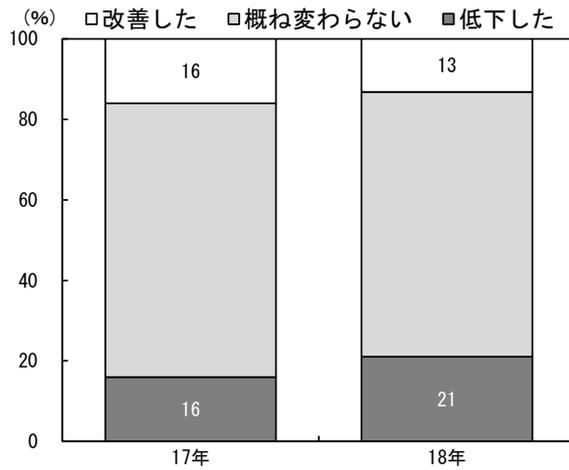
(注5) 無担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽有担保コール取引 (注6)

【機能度】



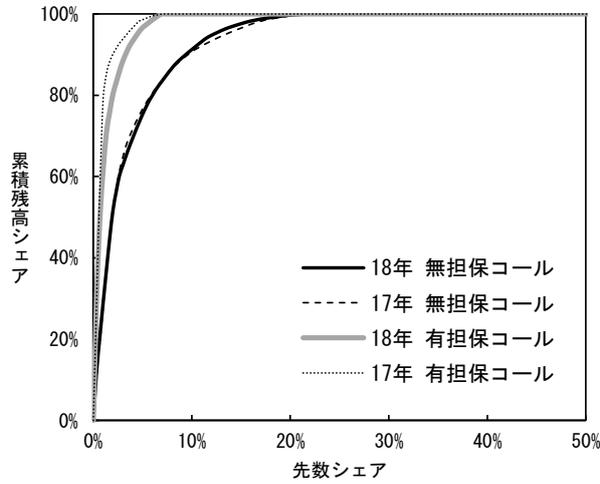
【収益性】



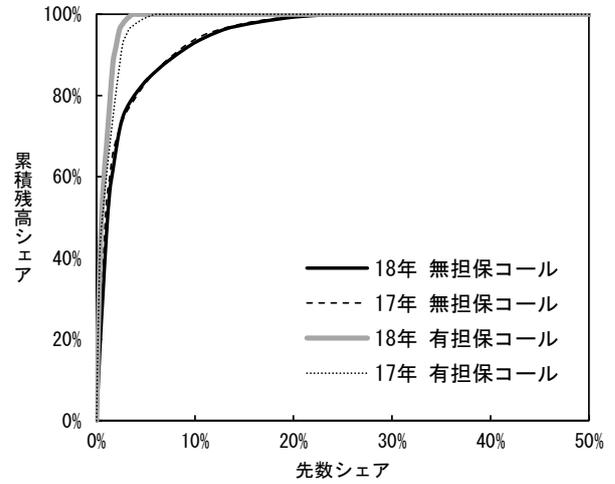
(注6) 有担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

図表 33 各市場の取引集中度

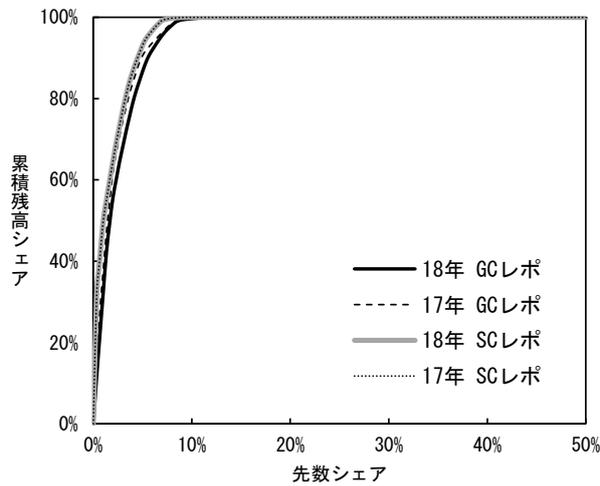
▽コール市場・資金調達サイド



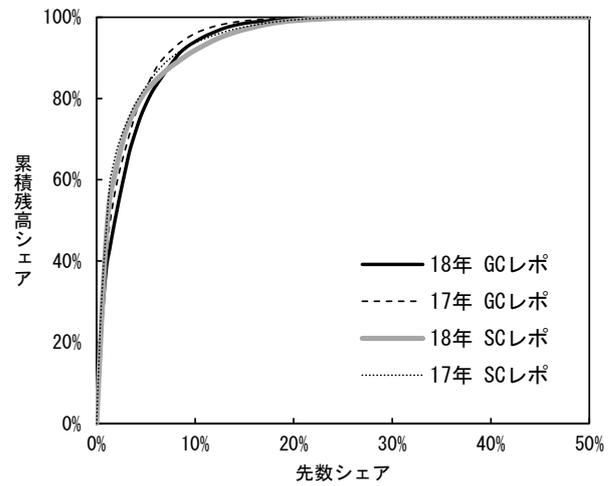
▽コール市場・資金運用サイド



▽レポ市場・債券調達サイド



▽レポ市場・債券運用サイド



以 上