

2019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（19/8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。

【本レポートに関する照会先】

日本銀行金融市場局市場企画課市場整備グループ (post.fmd35@boj.or.jp)

(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10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302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、「市場調節に関する意見交換会」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(2018年8月)	今回(2019年8月)
対象先数	303	302
オペレーション対象先	276	274

(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。

【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、前年と比べて増加した^(注)。

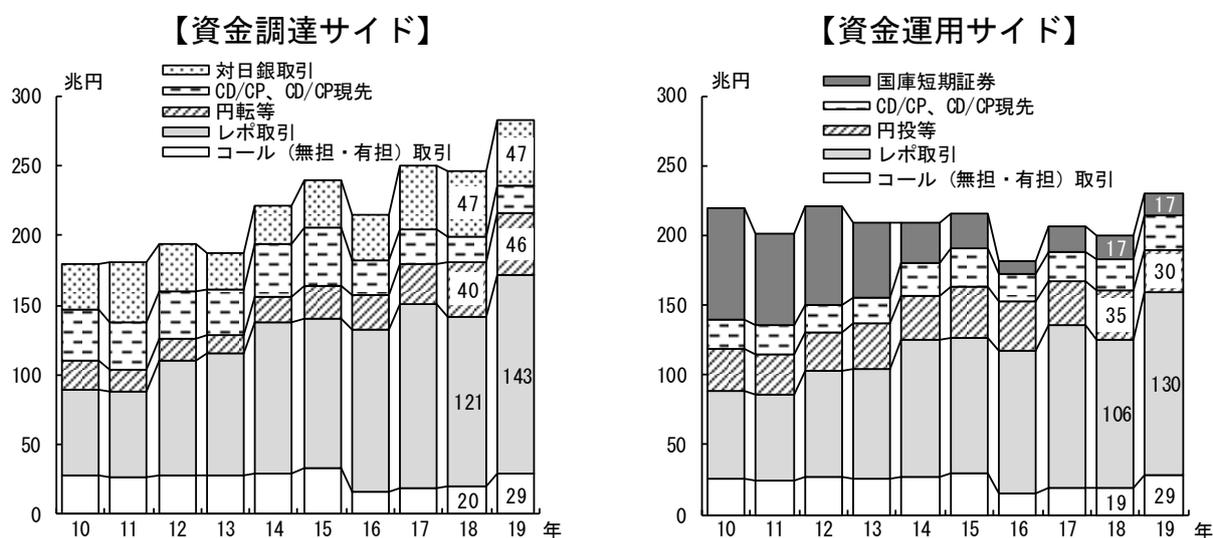
この背景としては、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引¹が定着している中、①2018年7月末の金融政策決定会合において決定された、政策金利残高の見直し²の影響もあって、短期市場での資金調達ニーズが増加したほか、②GCレポレートが短期政策金利である▲0.1%を上回って推移する局面が多くみられるもとの、裁定目的での資金運用が増加したこと、③株券等貸借取引による余資の増加等を受けて、投資信託が資金運用を積極化したことが挙げられる。

取引種類別にみると、コール（無担保・有担保）取引、レポ取引ともに残高が前年比大きく増加した。

短期金融市場の機能度については、前年と比べて「低下した」との回答割合が低下し、全体の8割超の先が「概ね変わらない」と回答した。

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



(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（以下同様）。

¹ 日銀当座預金の運用スタンスについては、BOX1 参照。

² 日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、平均して10兆円程度から減少させた。

1. GC レポ取引は前年比増加

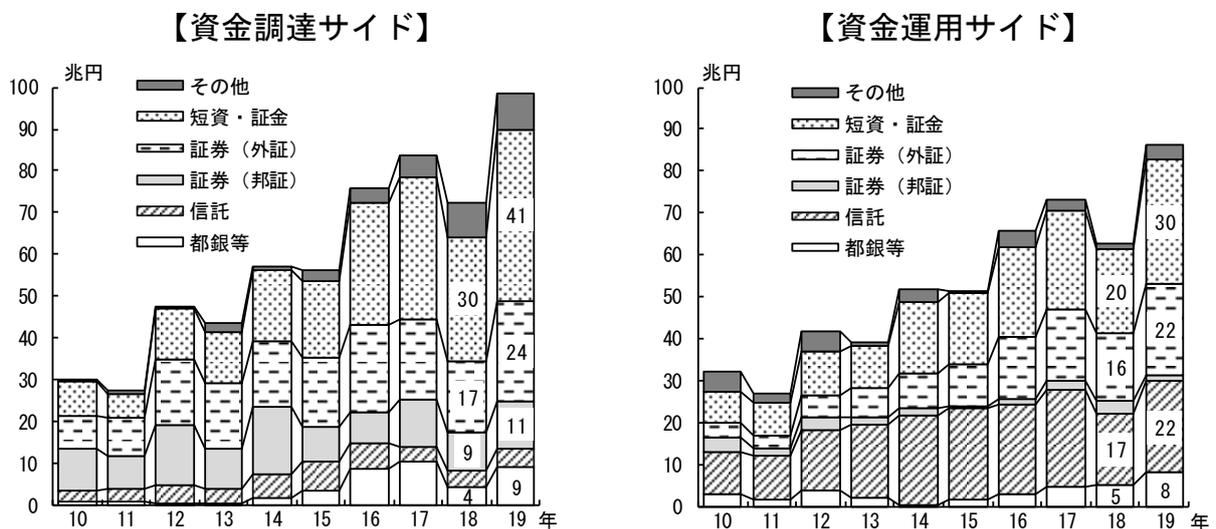
レポ市場³のうちGC レポ⁴の取引残高は、前年と比べて増加した。

この背景として、資金調達サイドでは、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引が定着している中、2018年7月末の金融政策決定会合において決定された、政策金利残高の見直しの影響もあって、マクロ加算残高に余裕のある一部都銀等が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。

資金運用サイドでは、GC レポレートが政策金利残高部分に適用されている▲0.1%を上回って推移する局面が多くみられるもとの、より広範な取引主体により裁定目的での資金運用が行われているとの指摘が聞かれた。また、信託銀行において、国債決済期間短縮化への対応が進んだこともあって、SC レポでの債券運用と組み合わせて行うGC レポでの資金運用残高が増加したとの見方も示された。

このほか、ドル投円転コストを勘案した非居住者によるJGB取引ニーズの高まりを映じて、非居住者に対してマーケットメイクを行うことが多い証券（外証）の取引残高は増加傾向にあるとの声が聞かれた。

▽GC レポ市場の取引残高



³ 本稿では、買戻・売戻条件付売買（以下、現先）および現金担保付債券貸借（以下、現担）の取引市場を「レポ市場」と呼ぶ。

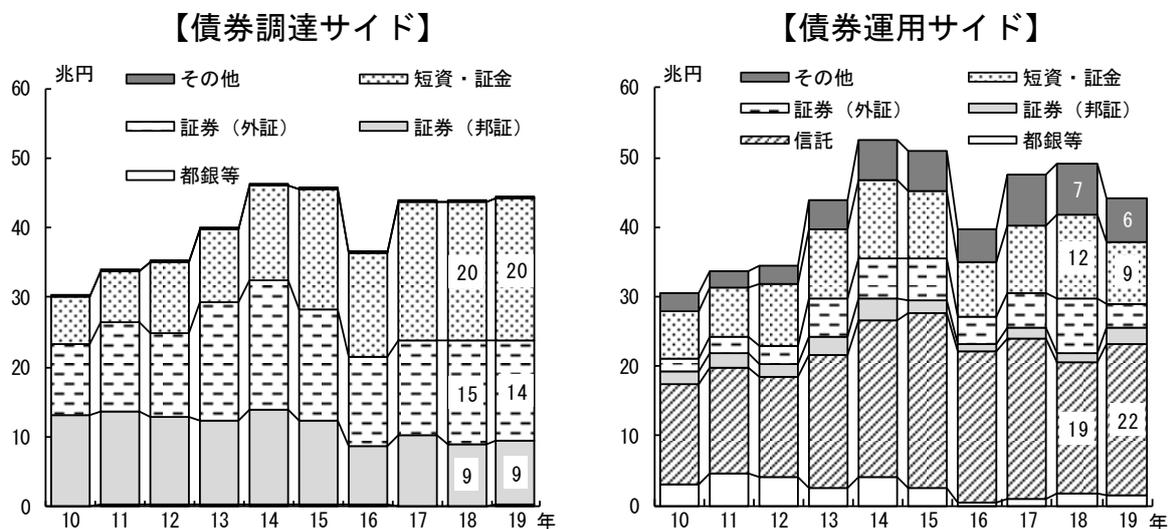
⁴ General Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を指定せずに行うレポ取引。

2. SC レポ取引は前年比横ばい

SC レポ⁵の取引残高は、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、主たる債券の出し手である信託銀行において、国債決済期間短縮化への対応が進む中、受託有価証券の増加等により、GC レポでの資金運用と組み合わせて行う SC レポの債券運用残高が増加したとの声が聞かれた。ただし、SC レポレートが前年を上回って推移する局面がみられたこともあり、信託銀行以外の先では全体として残高が減少した。

▽SC レポ市場の取引残高



⁵ 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前年に引き続き増加

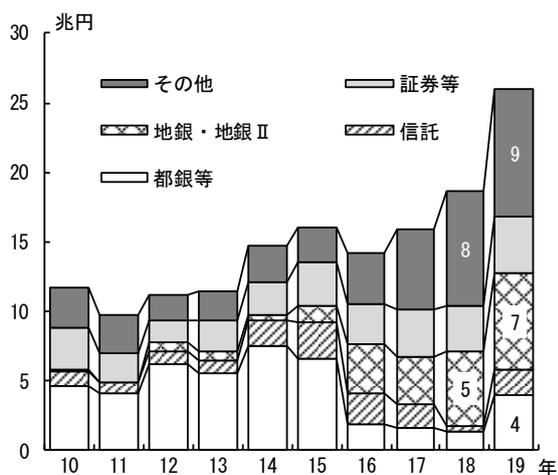
無担保コール市場の取引残高は、前年に引き続き増加した。

日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引が定着している中で、無担保コール市場においても、2018年7月末の金融政策決定会合において決定された、政策金利残高の見直しの影響もあり、マクロ加算残高に余裕のある一部都銀等や地銀・地銀Ⅱ等が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。

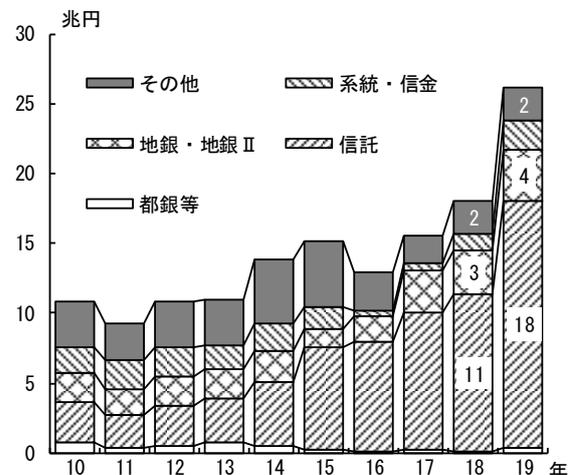
資金運用サイドでは、株券等貸借取引による資金調達の増加もあり、引き続き余資が高水準なこと等を背景に投資信託⁶が資金運用を積極化しているほか、マクロ加算残高に余裕のある一部都銀等や地銀・地銀Ⅱ等が裁定目的での資金調達を積極化していることを受け、一部地銀・地銀Ⅱや系統・信金等による資金運用が増加したとの指摘が聞かれた。

▽無担保コール市場の取引残高

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



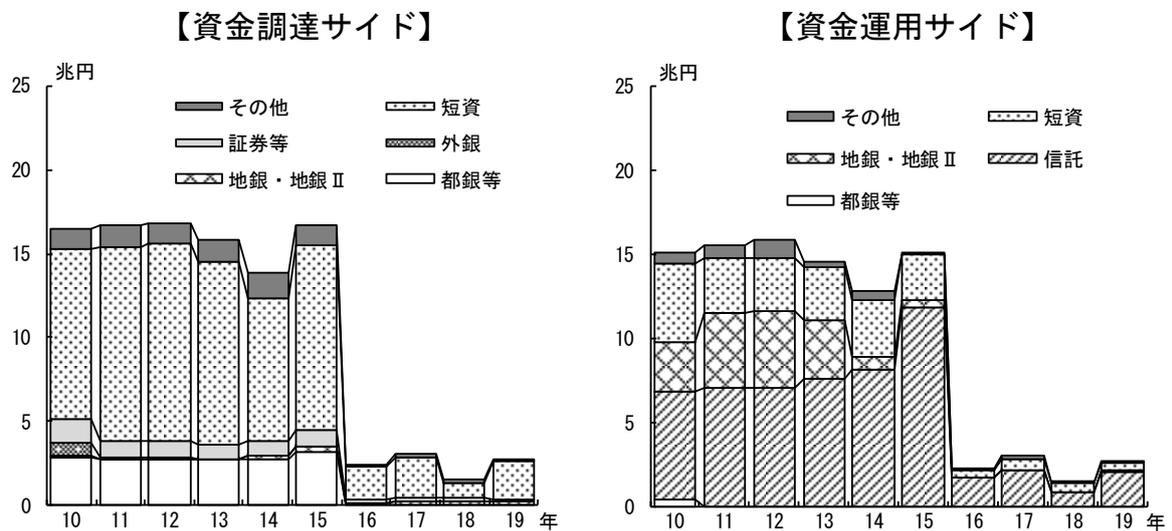
⁶ 本サーベイでの集計上は、「信託」に含まれる。

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大幅に落ち込んでいる。

前年との比較では、株券等貸借取引による資金調達の増加等を背景に投資信託の資金運用残高が増加したとの声が聞かれた。また、資金調達サイドにおいて、債券調達のために組み合わせて行うGCレポ取引で、レポレートが高めの水準で推移する局面が多くみられていることを背景に、取引に応じやす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



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

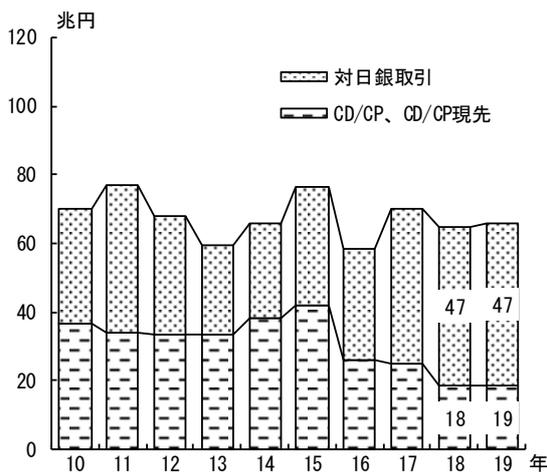
対日銀取引による資金調達については、前年からほぼ横ばいとなっている。

国庫短期証券での資金運用残高については、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。

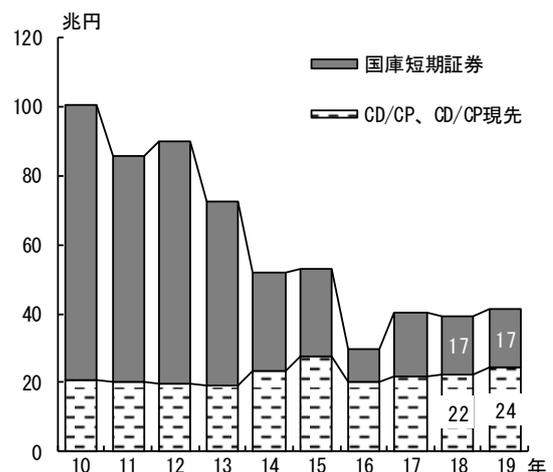
CD/CPについては、プラス金利での資金運用が難しい中で、金融機関は、発行金利が0%近傍で推移しているCD/CPでの資金調達を引き続き抑制している。一方で、運用残高については、全体では引き続き横ばいとなったが、このうちCPについては、一般事業法人やリース・ノンバンクによる発行が増加するもとの、余剰資金の運用先としてのニーズが継続しており増加した。

▽対日銀取引、CD/CP、国庫短期証券取引の残高

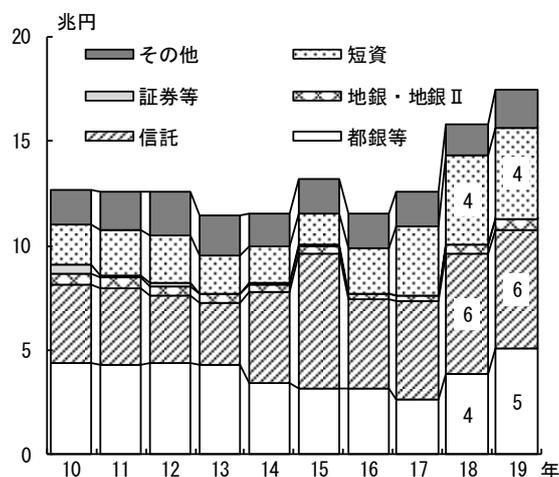
【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



▽業態別 CP 保有残高

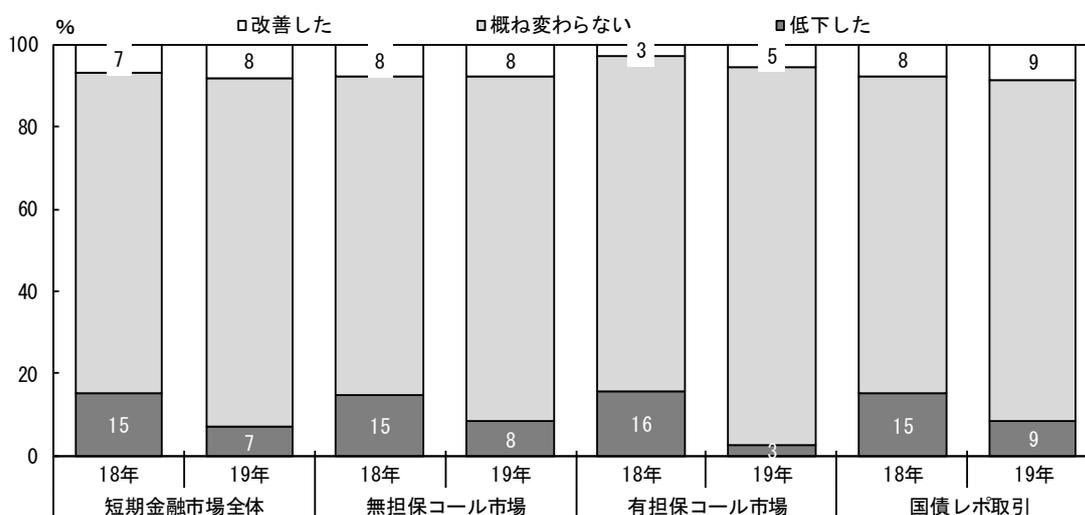


6. 短期金融市場の機能度に関する市場参加者の見方

短期金融市場全体の機能度については、前年と比べて「低下した」との回答の割合が低下し、全体の8割超の先が「概ね変わらない」と回答した。

取引種類別にみても、コール（無担保・有担保）取引、レポ取引ともに取引残高が前年比増加する中で、「低下した」との回答の割合が低下し、全体の8割超の先が「概ね変わらない」と回答している。

▽短期金融市場取引に係る市場参加者の機能度の評価

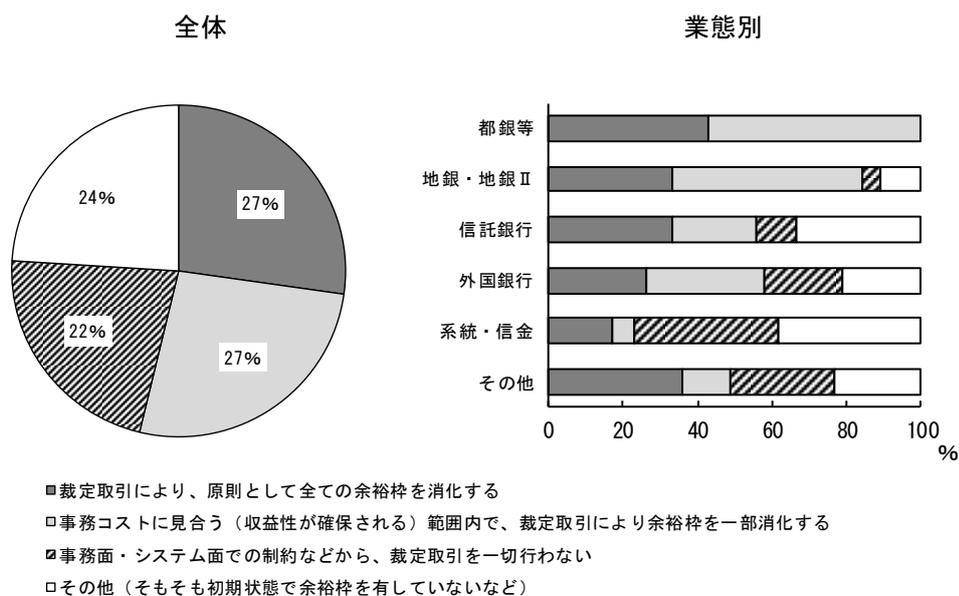


【BOX1】日銀当座預金の運用スタンス

無担保コールやGCレポの取引残高が前年比増加した背景として、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引の拡大を指摘する声が聞かれている。そこで本BOXでは、金融機関の日銀当座預金の運用スタンスについて、0%以上の金利が適用される基礎残高・マクロ加算残高へのスタンスと、▲0.1%が適用される政策金利残高へのスタンスに区分して整理する。

まず、基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠（上限値から実額を差し引いた金額）についてみると、全体の5割超の先が「裁定取引により余裕枠を消化する」と回答している。業態別にみると、都銀等や地銀・地銀Ⅱにおいて「裁定取引により余裕枠を消化する」という回答の比率が比較的高い一方で、それ以外の業態では「裁定取引を一切行わない」とする先も相応にみられている。

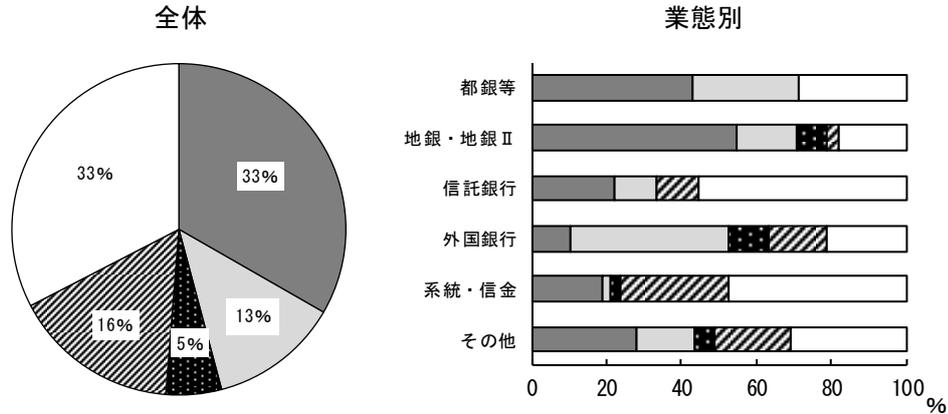
▽基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠への対応スタンス（構成比）



（注）対象は日銀当座預金取引先。基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠への対応スタンスについて、19年4～6月積み期中の短期市場の資金調達・運用を念頭に回答。

また、政策金利残高についても、全体の5割近くの先が「裁定取引により政策金利残高を増減させる」と回答している。業態別にみると、余裕枠と同様に、都銀等や地銀・地銀Ⅱにおいて「裁定取引により政策金利残高を増減させる」という回答の比率が比較的高く、それ以外の業態では「裁定取引を一切行わない」とする先も相応にみられた。

▽政策金利残高の保有スタンス（構成比）



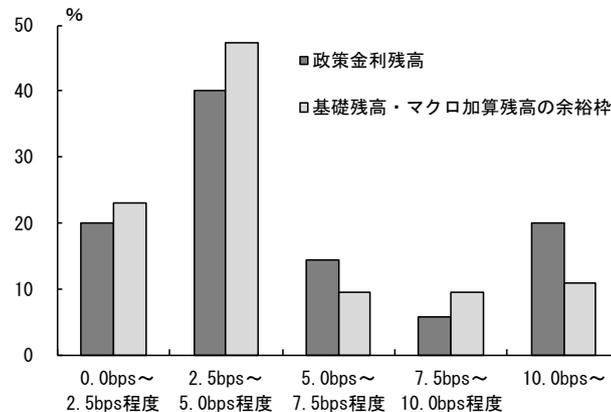
- 裁定取引により、政策金利残高を一切保有しない
- 事務コストに見合う（収益性が確保される）範囲内で、裁定取引により政策金利残高を増減させる
- 基礎残高に適用されるプラス金利と、政策金利残高に適用されるマイナス金利の金額が相殺できる範囲内で、政策金利残高を保有する
- 事務面・システム面での制約などから、裁定取引を一切行わない（政策金利残高を減らさない）
- その他（そもそも初期状態で政策金利残高を有していないなど）

（注）対象は日銀当座預金取引先。政策金利残高の保有スタンスについて、19年4～6月積み期中の短期市場の資金調達・運用を念頭に回答。

そのうえで、裁定取引を行う先を仔細にみると、裁定取引のレートと日銀当座預金残高に応じて適用される金利との間のレート差について、①レート差に関わらず裁定取引を行う先と②レート差が事務コストに見合う場合にのみ裁定取引を行う先に区分できる。

②の先を対象に、基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠、政策金利残高の双方に関し、各先が事務コストに見合うと考えるレート差について調査したところ、「2.5bps～5.0bps程度」との回答の比率が最も高くなっている。足もと、裁定取引のレートがこうした先の目線を上回って推移する局面が多くみられるもと、こうした先による裁定取引が取引残高を押し上げている可能性がある。

▽事務コストに見合うレート差（構成比）

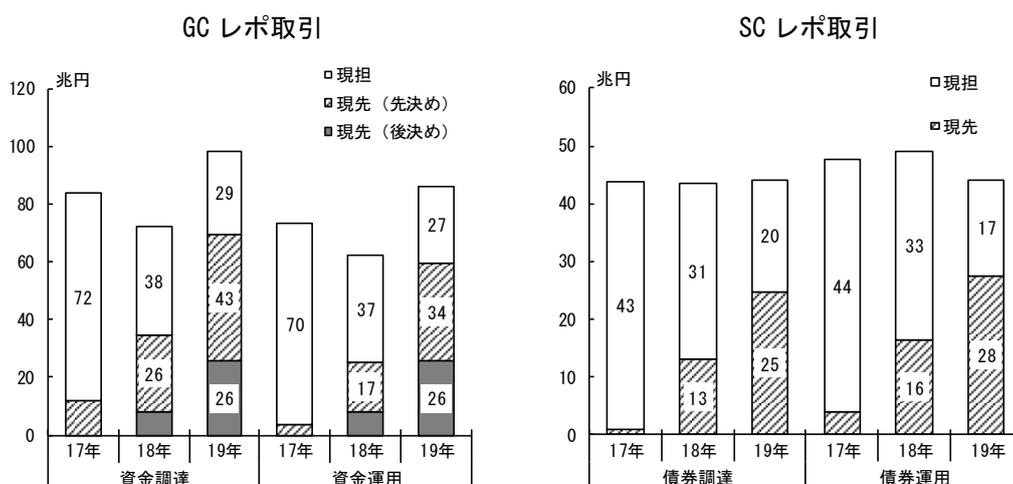


（注）対象は、「事務コストに見合う範囲内で裁定取引を行う」と回答した先。

【BOX2】 国債の決済期間短縮化（T+1化）後の状況

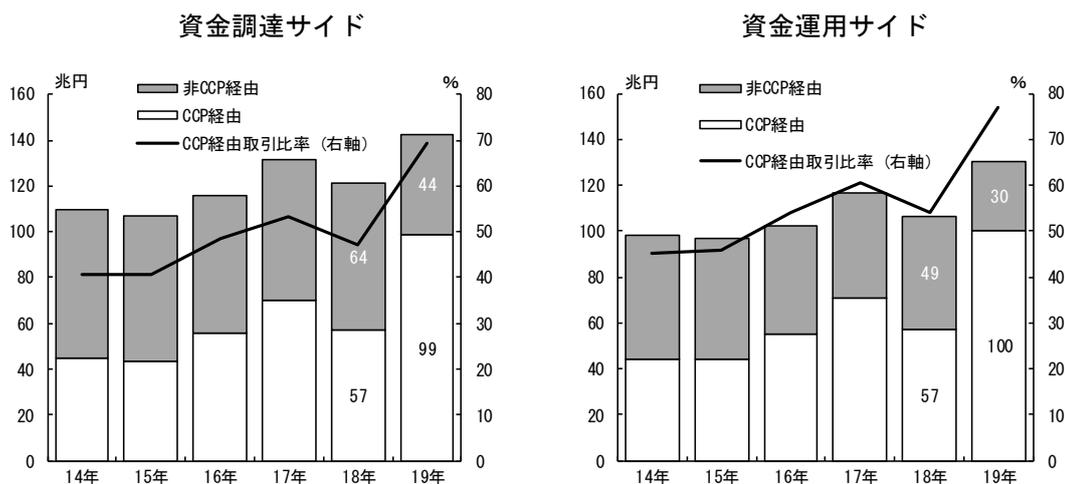
2018年5月に実施された国債の決済期間短縮化（T+1化）後の状況⁷について、レポ取引の契約形態別残高をみると、前年と比べて一段と現先取引の割合が高まっており、T+1化に合わせて採用が推奨された新現先取引への移行が進んだことが確認できる。また、T+1化に伴って導入された銘柄後決めGCレポ取引（後決めGCレポ取引）についても残高が増加している。

▽レポ取引の契約形態別残高



さらに、日本証券クリアリング機構（JSCC）への参加が前提となる後決めGCレポ取引の残高増加もあり、JSCCを経由した取引の割合も高まっている。

▽CCP 経由・非 CCP 経由別残高



(注) 「CCP 経由」は、日本証券クリアリング機構（JSCC）を経由した取引。

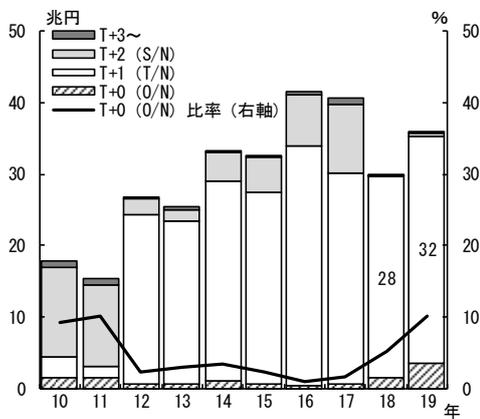
⁷ T+1化後の状況については、「国債決済期間短縮（T+1）化後の市場取引動向—レポ市場を中心に—」（http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2019/ron190530a.htm/）も参照。

このほか、GC レポ取引の約定日別残高をみると、翌日物・ターム物とも T+1 取引を中心に残高が前年と比べて増加している。このうち、翌日物については、T+0 取引の可能な後決め GC レポ取引が増加していることもあって、T+0 取引の割合が高まっている。一方、ターム物の増加については、翌日物対比で安定的な調達が可能であることを指摘する声が聞かれたほか、後決め GC レポ取引の銘柄入替機能により、銘柄差替の事務負担が意識されなくなったことも影響しているのではないかと見方が示された。

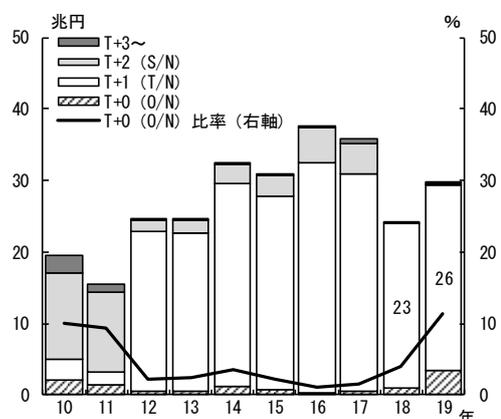
▽GC レポ取引の約定日別残高

<翌日物>

資金調達サイド

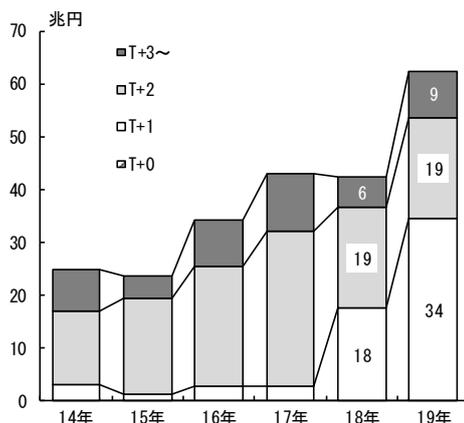


資金運用サイド

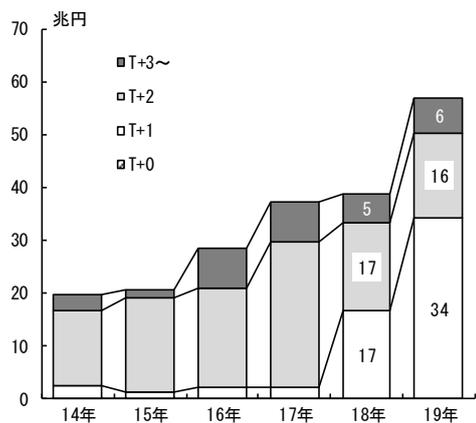


<ターム物>

資金調達サイド

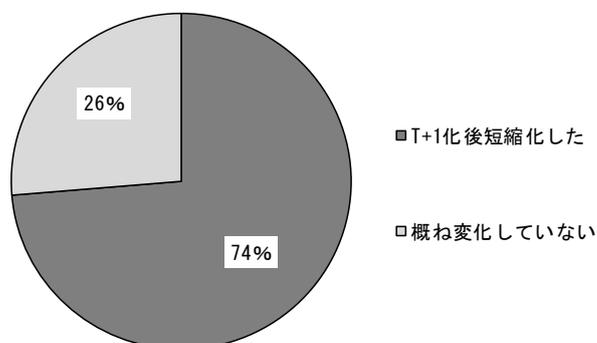


資金運用サイド



なお、非居住者取引の決済期間についても、「T+1 化後短縮化した」と回答する先が多かった。

▽非居住者取引の決済期間（構成比）



（注）対象は、今回調査時点で非居住者取引を行っていると回答した先。

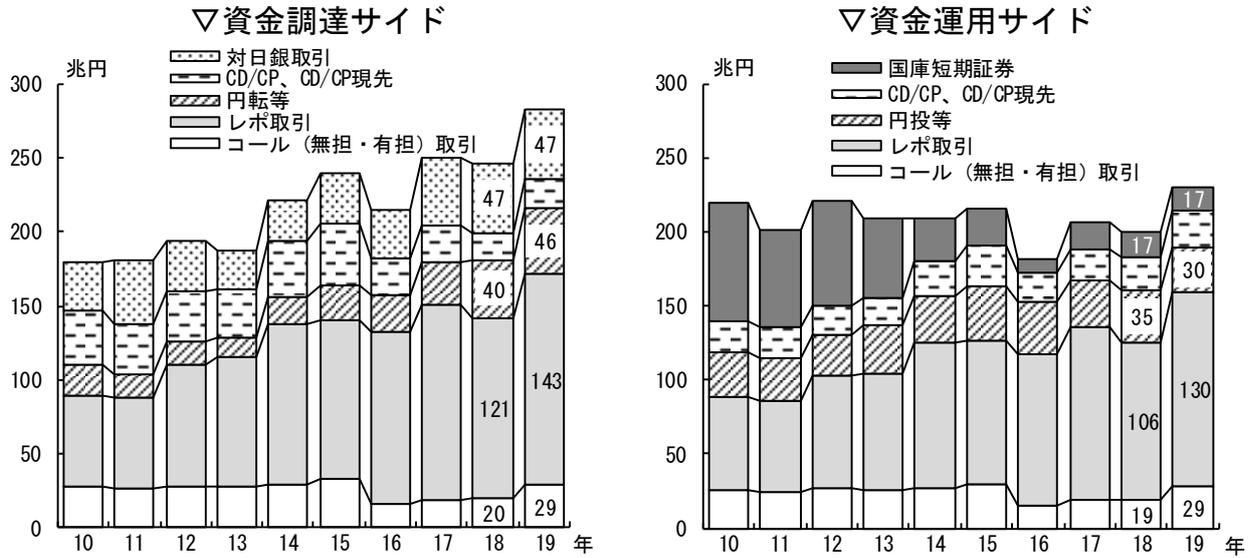
このように、T+1 化やそれに伴う後決め GC レポ取引の導入は、新現先取引の増加、GC レポ取引における翌日物の T+0 取引の増加等といった点でレポ市場の取引構造に変化をもたらしているように思われる。また、非居住者取引の決済期間の短縮化もうかがわれる。

日本銀行としては、こうした市場構造の変化やそれが市場機能に及ぼす影響について引き続き注視していきたいと考えている。

【図表編・目次】

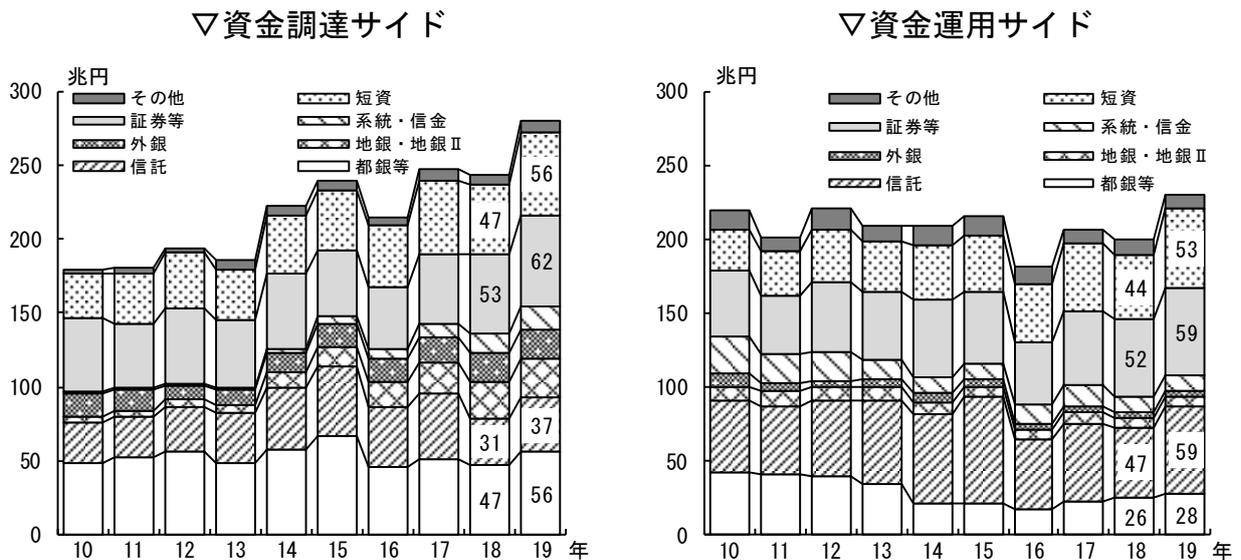
図表 1	短期金融市場の取引残高	15
図表 2	短期金融市場の業態別取引残高	15
図表 3	付利先・非付利先の資金運用残高	16
図表 4	コール市場の取引残高と有担保コール比率	16
図表 5	無担保コール市場の取引残高	17
図表 6	無担保コール市場の取引残高と D D 取引比率	17
図表 7	無担保コール取引のターム別残高	18
図表 8	クレジットライン設定数の推移	18
図表 9	有担保コール市場の取引残高	19
図表 10	有担保コール取引のターム別残高	19
図表 11	コール取引の約定頻度	20
図表 12	レポ市場の取引残高	21
図表 13	C C P 経由・非 C C P 経由別残高	22
図表 14	G C レポ市場の取引残高	23
図表 15	G C レポ取引のターム別残高	23
図表 16	G C レポ取引の約定日別残高	24
図表 17	S C レポ市場の取引残高	25
図表 18	S C レポ取引のターム別残高	25
図表 19	レポ取引の約定頻度	26
図表 20	運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高	27
図表 21	業態別 C P 保有残高	27
図表 22	海外との円資金取引残高	28
図表 23	円 O I S 取引の状況	28
図表 24	現金担保付株券等貸借取引の残高	29
図表 25	日銀当座預金の運用スタンス	30
図表 26	諸課題への取り組み状況	32
図表 27	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方	34
図表 28	各市場の取引集中度	36

図表 1 短期金融市場の取引残高

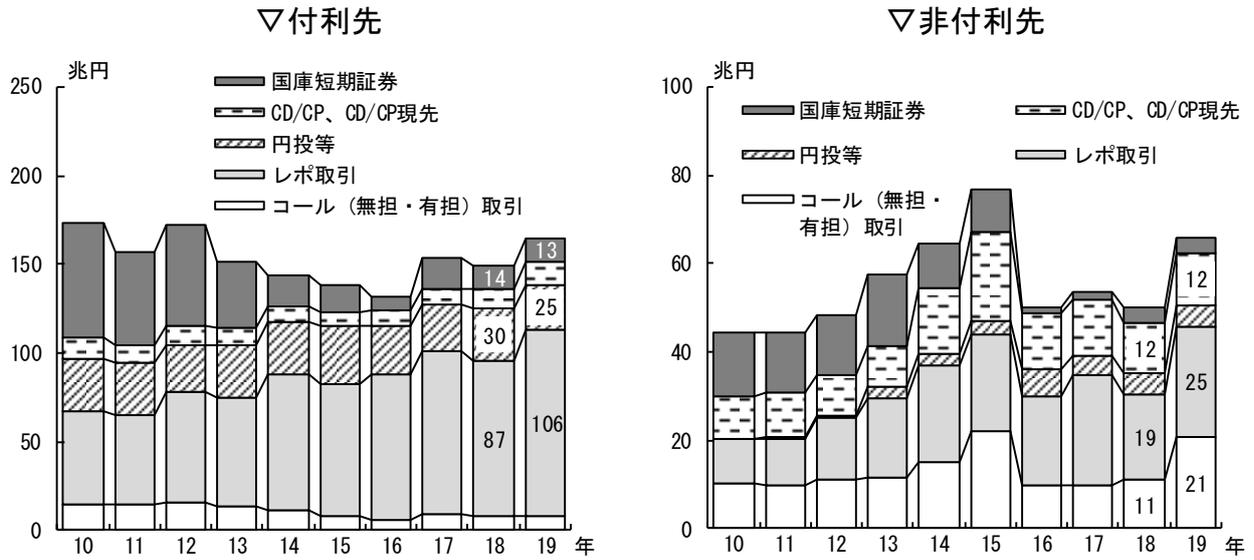


(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびグループ外DD取引の合計。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給および補完貸付を指す。
運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約（非居住者等は調査対象外）、調達・運用の片側のみに計上される取引種類（対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上）が存在することによる。

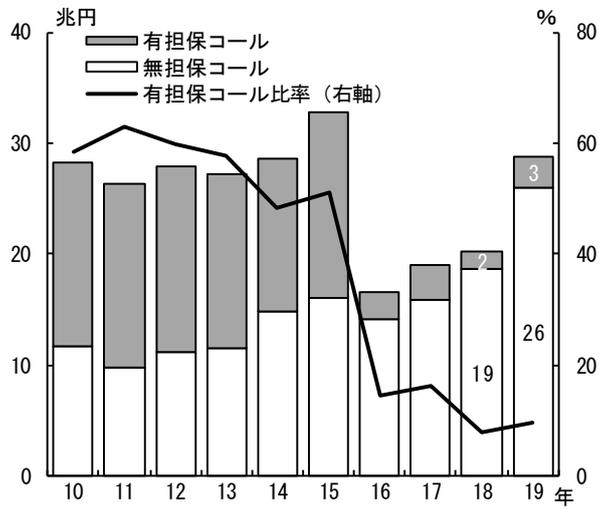
図表 2 短期金融市場の業態別取引残高



図表3 付利先・非付利先の資金運用残高

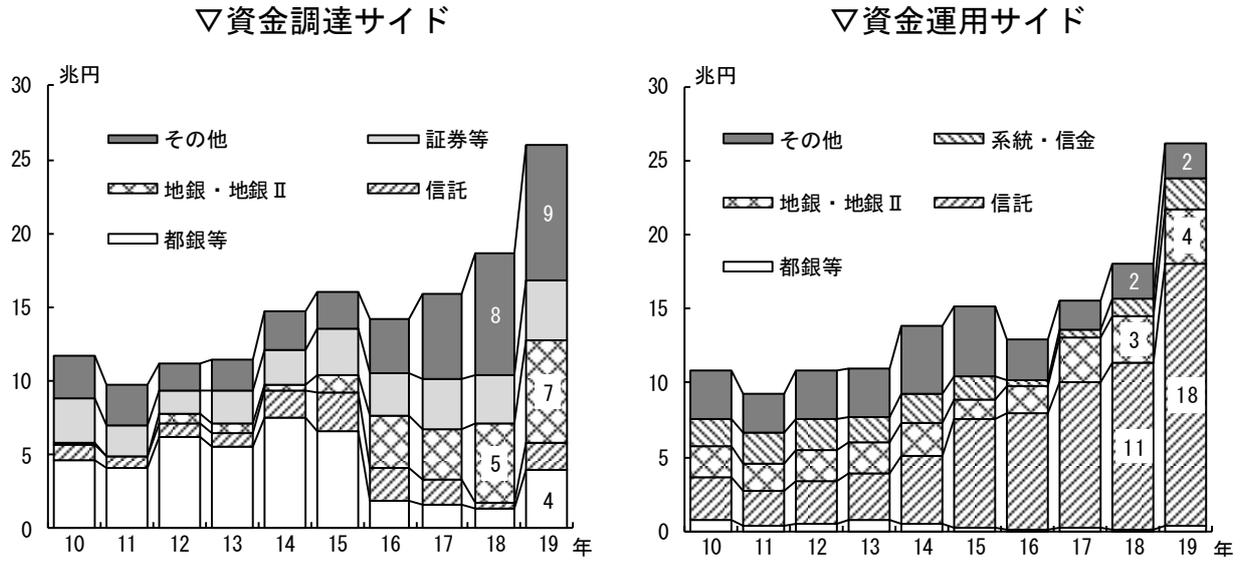


図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

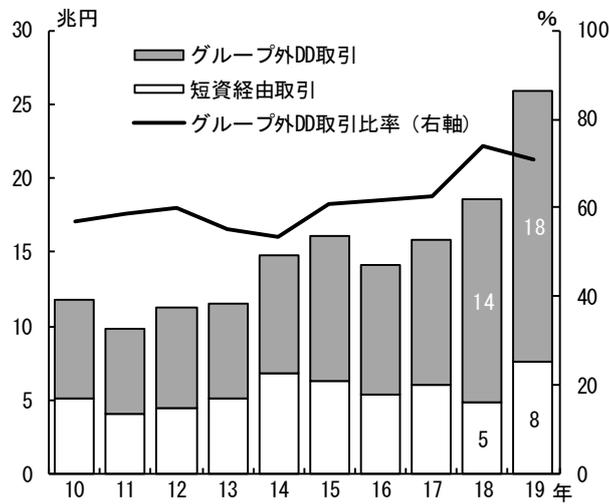


(注) 資金調達サイド。

図表5 無担保コール市場の取引残高

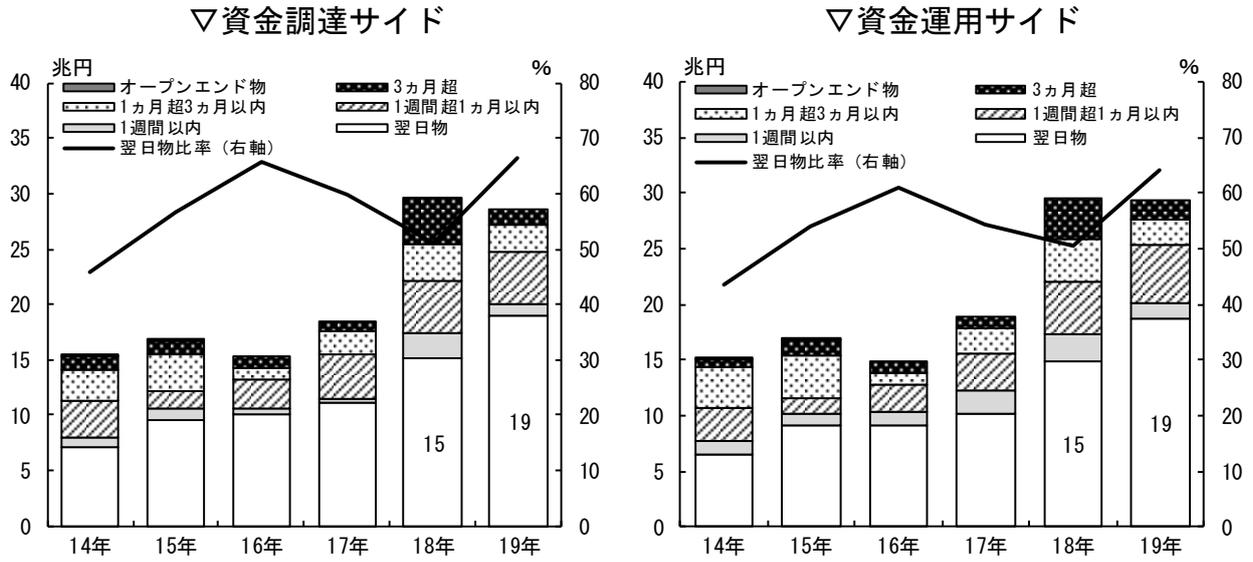


図表6 無担保コール市場の取引残高とDD取引比率



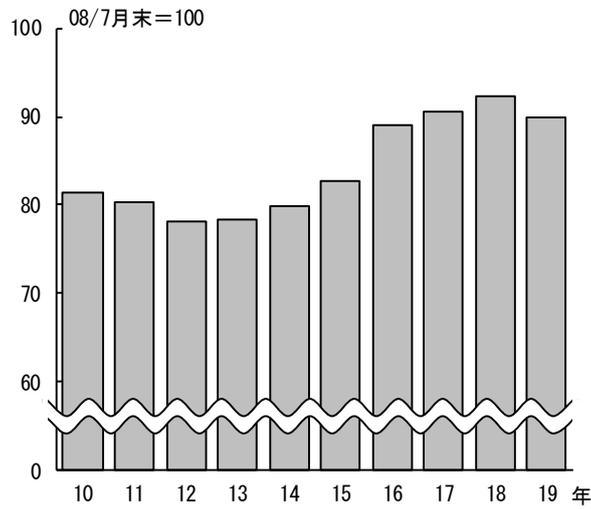
(注) 資金調達サイド。

図表7 無担保コール取引のターム別残高



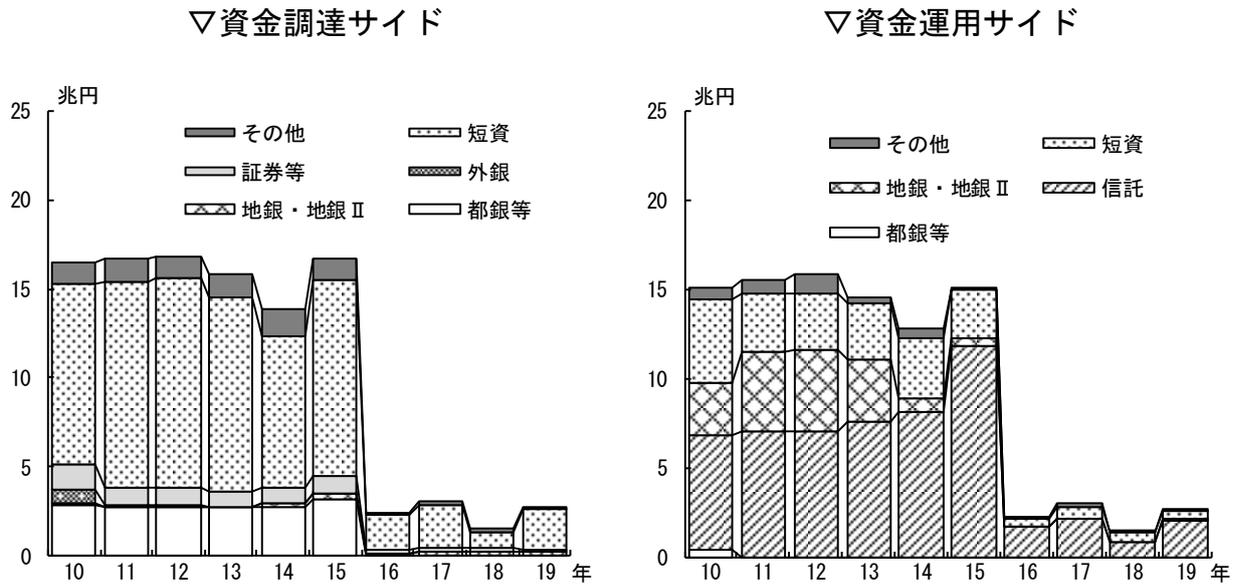
(注) グループ内取引を含む。

図表8 クレジットライン設定数の推移

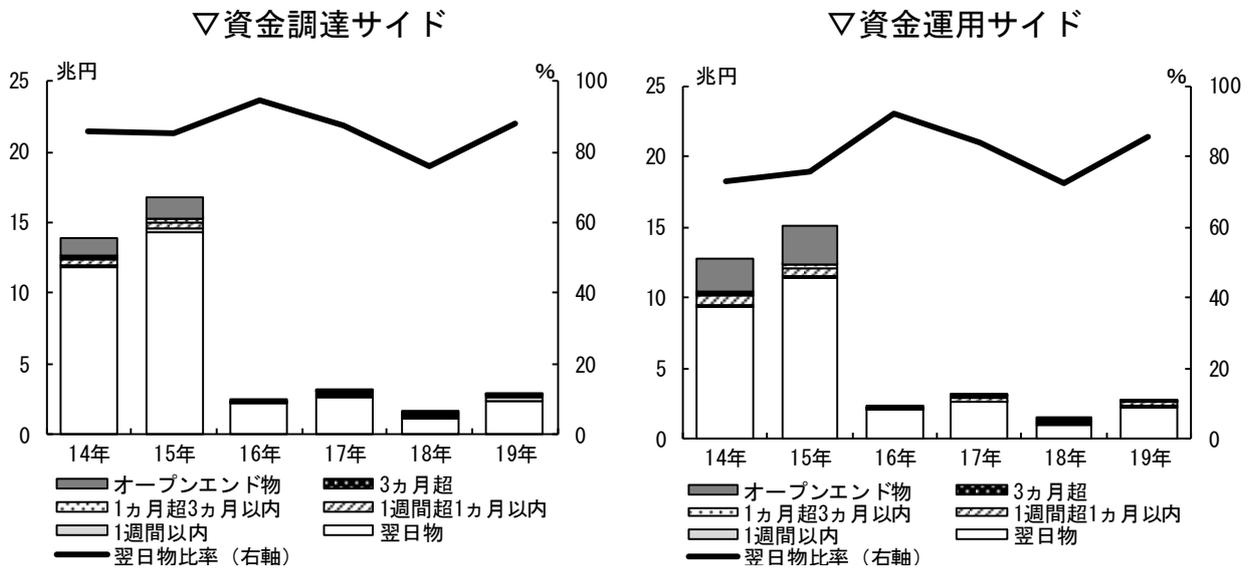


(注) 短期金融市場の無担保取引（無担保コール、ユーロ円など）での、円資金運用のためのクレジットライン設定先数。対象は、08～19年の全てでクレジットライン設定数が確認できる先。合併等の影響は調整済。

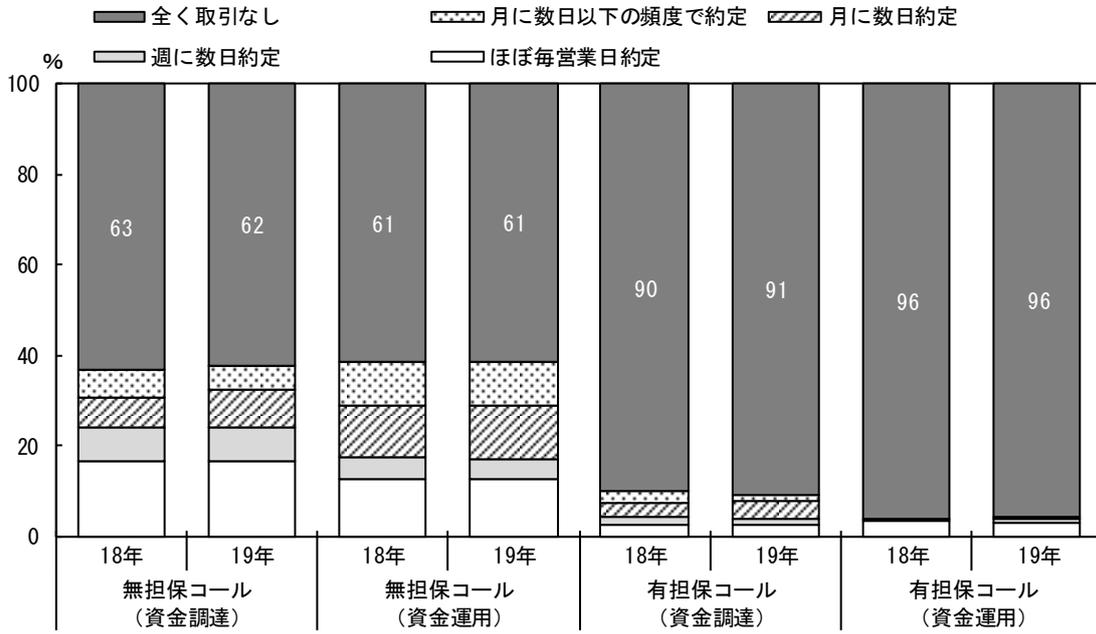
図表9 有担保コール市場の取引残高



図表10 有担保コール取引のターム別残高



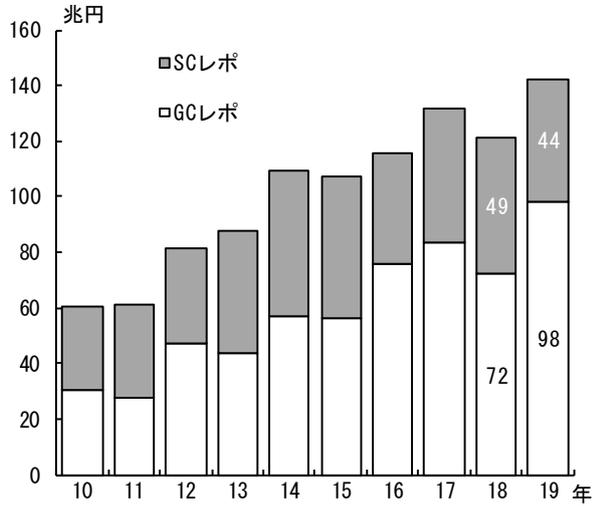
図表 11 コール取引の約定頻度



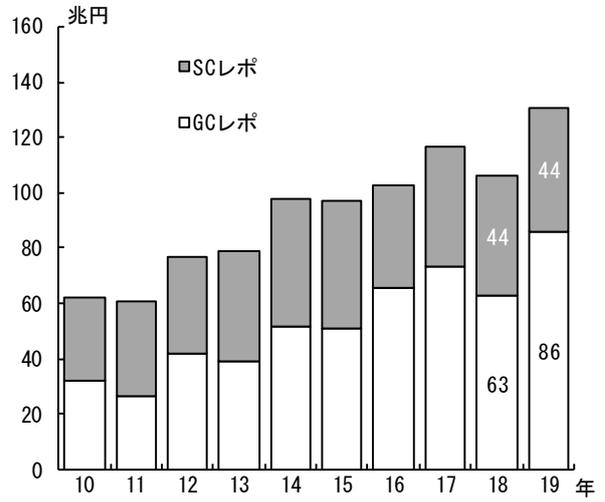
図表 12 レポ市場の取引残高

<取引の種類別>

▽資金調達サイド

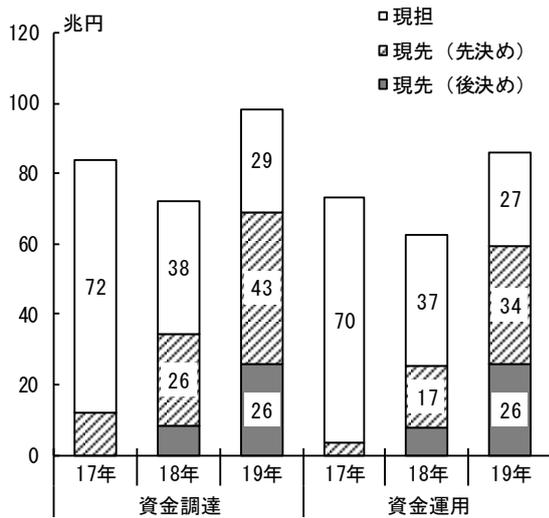


▽資金運用サイド

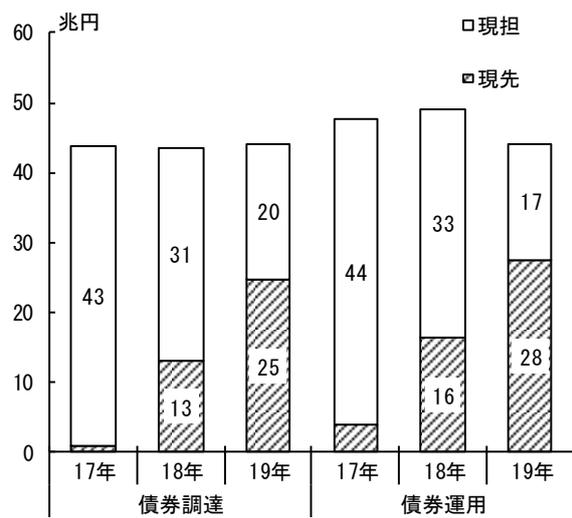


<契約形態別>

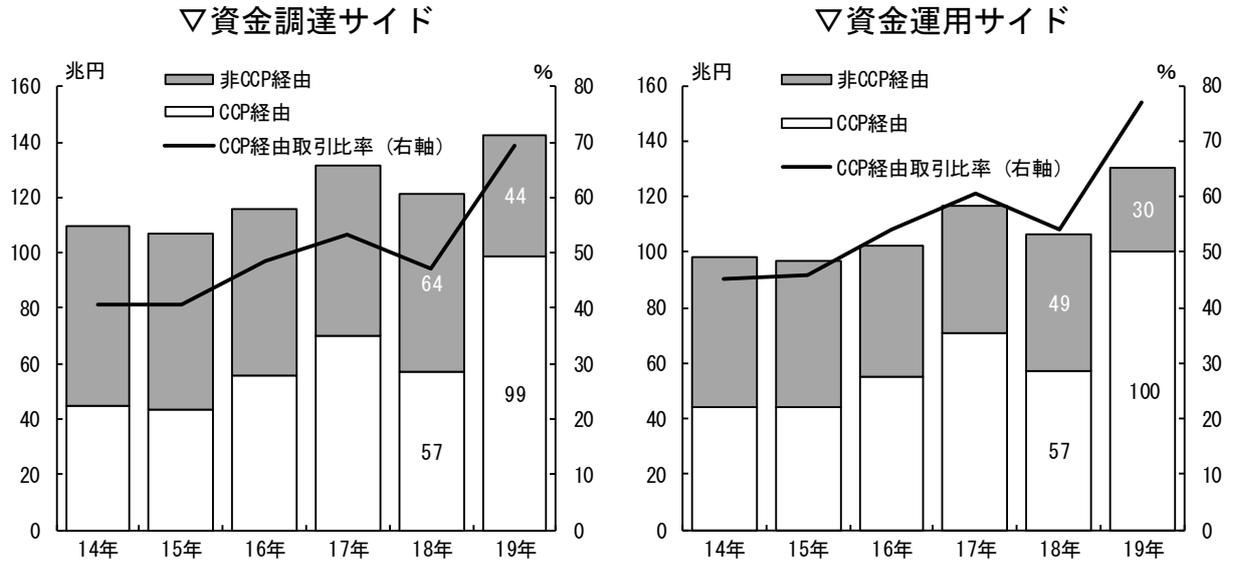
▽GCレポ



▽SCレポ

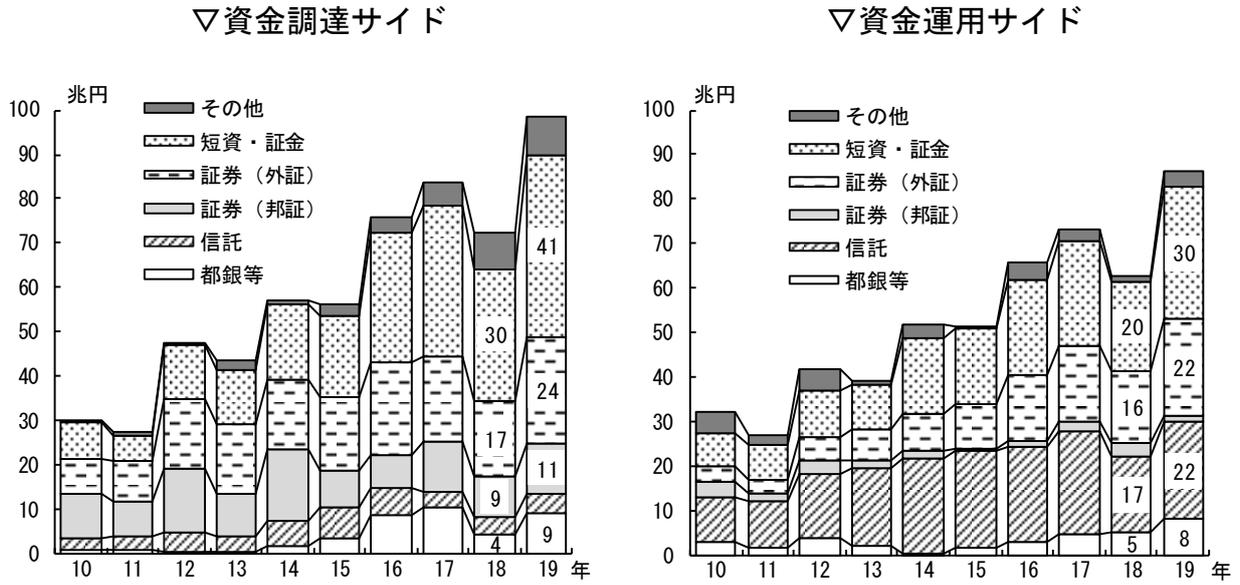


図表 13 CCP 経由^(注)・非 CCP 経由別残高

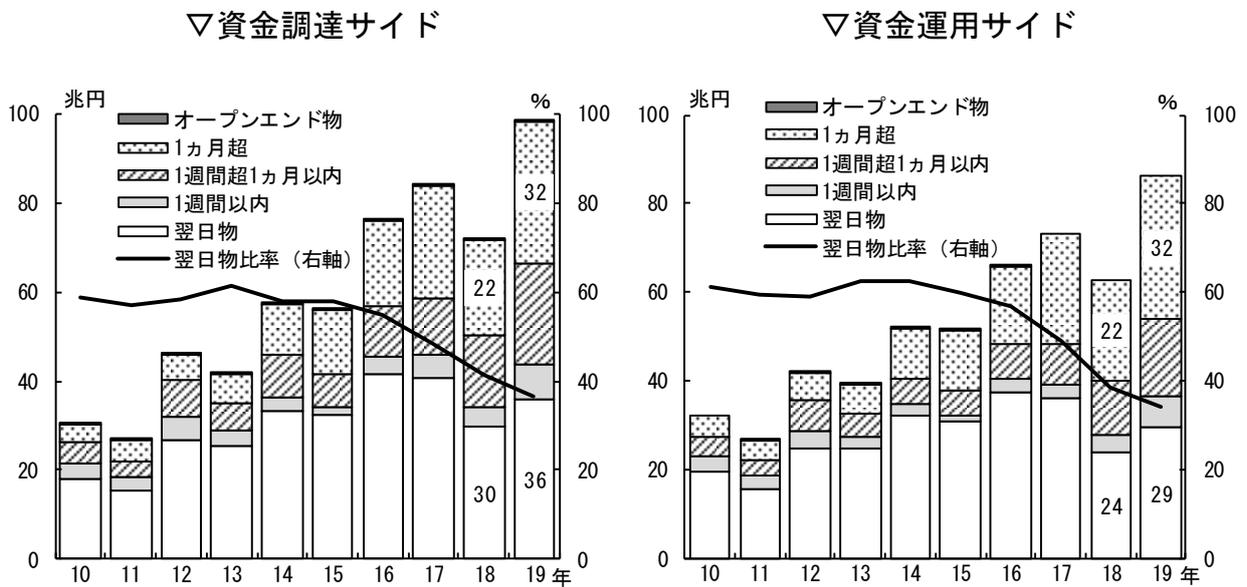


(注) 日本証券クリアリング機構 (J S C C) を経由した取引。

図表 14 G Cレポ市場の取引残高



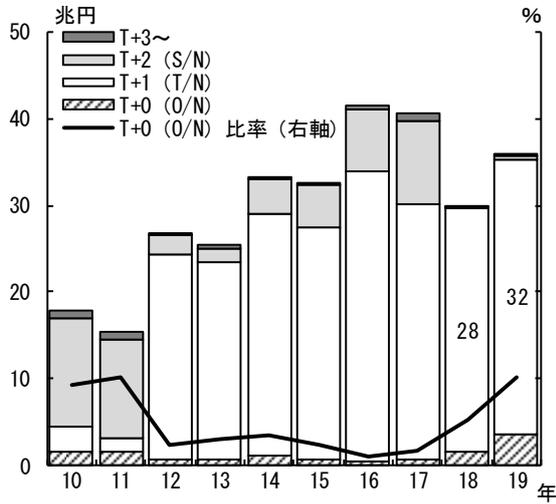
図表 15 G Cレポ取引のターム別残高



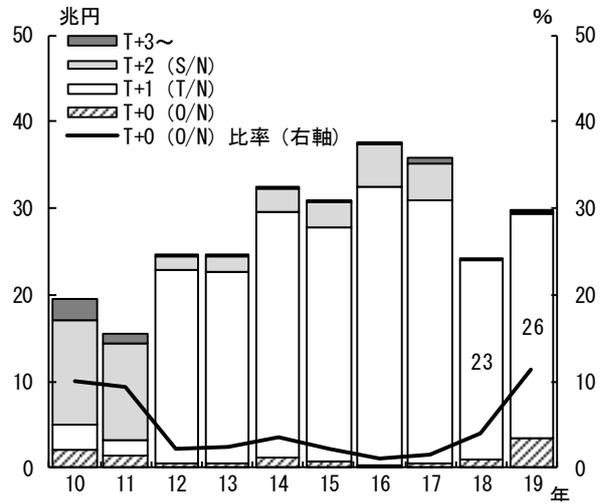
図表 16 G Cレポ取引の約定日別残高

<翌日物>

▽資金調達サイド

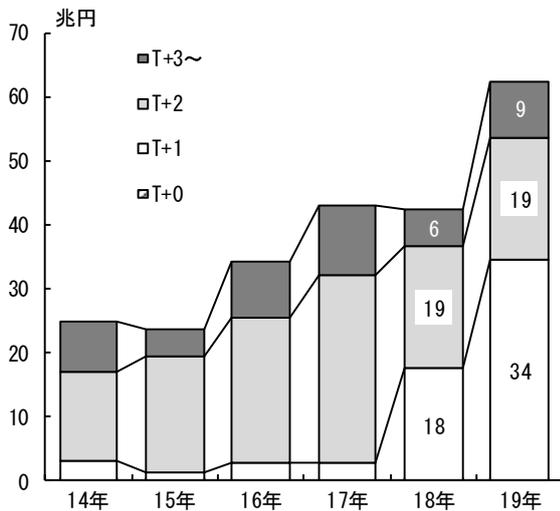


▽資金運用サイド

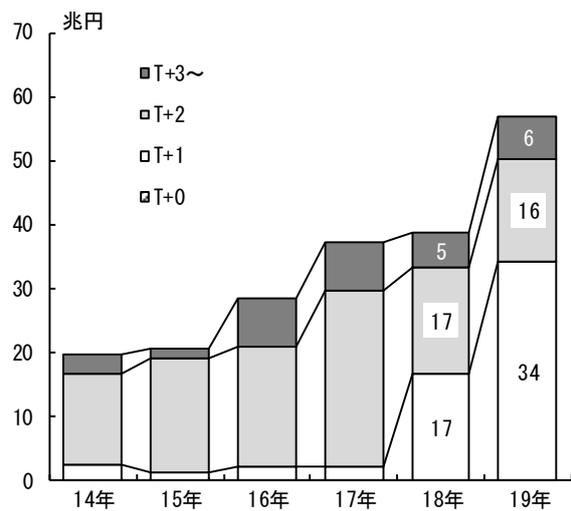


<ターム物>

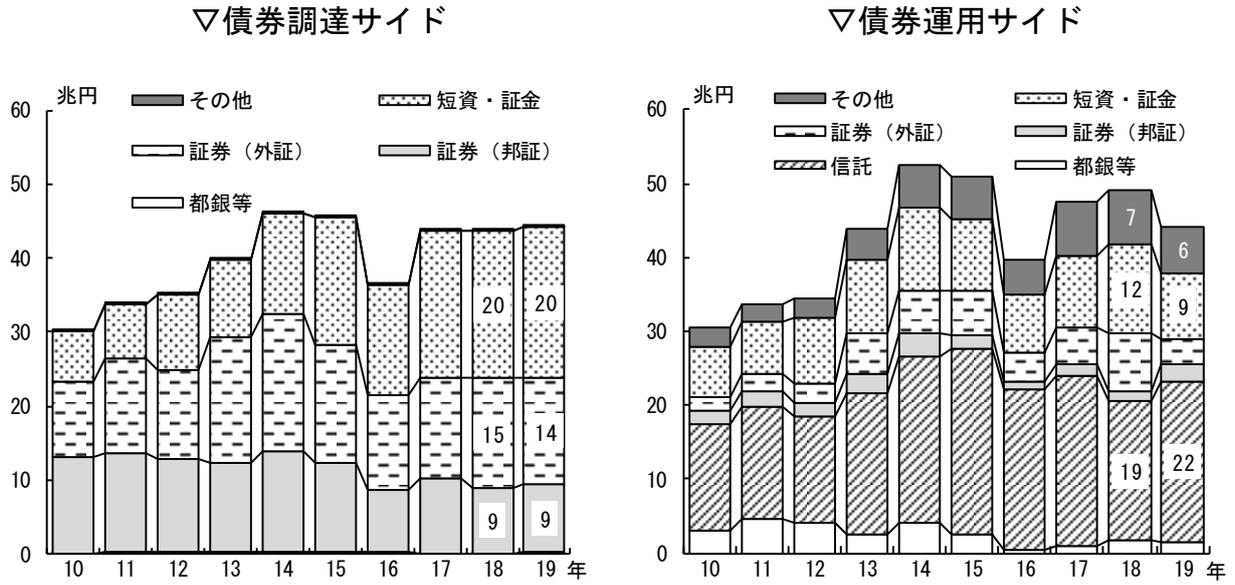
▽資金調達サイド



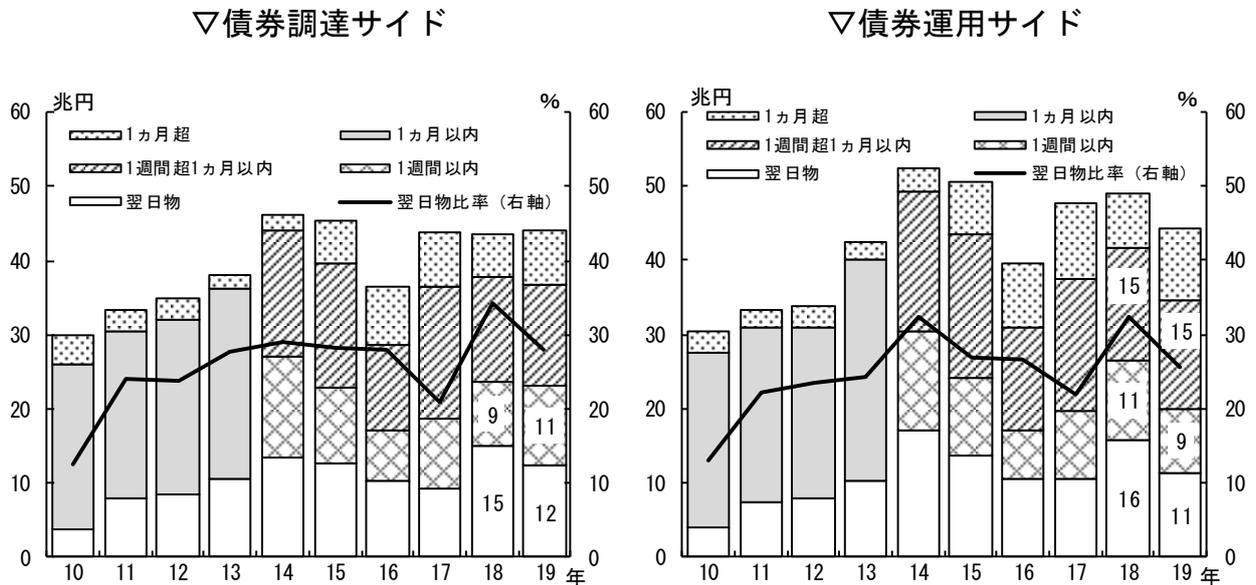
▽資金運用サイド



図表 17 SCLレポ市場の取引残高

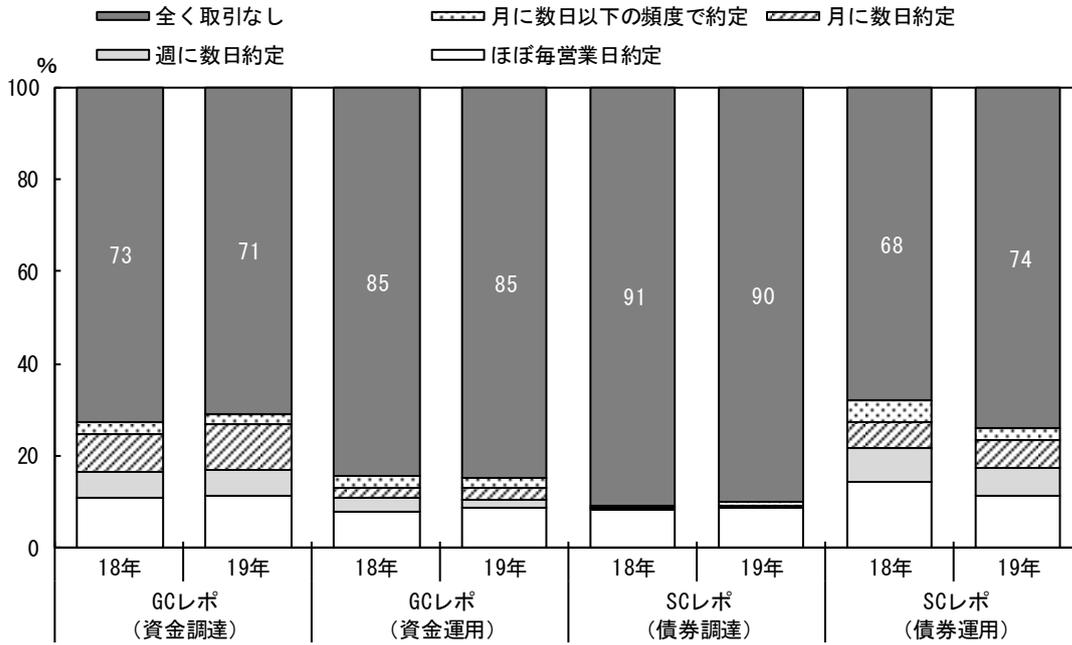


図表 18 SCLレポ取引のターム別残高



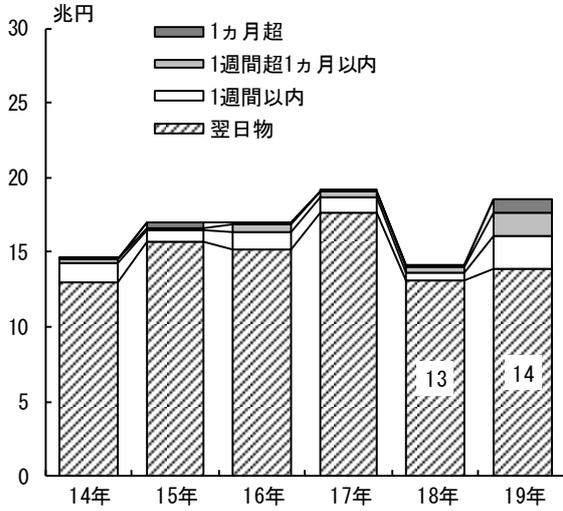
(注) 14年より、調査項目「1ヵ月以内」を「1週間以内」と「1週間超1ヵ月以内」に細分化。

図表 19 レポ取引の約定頻度

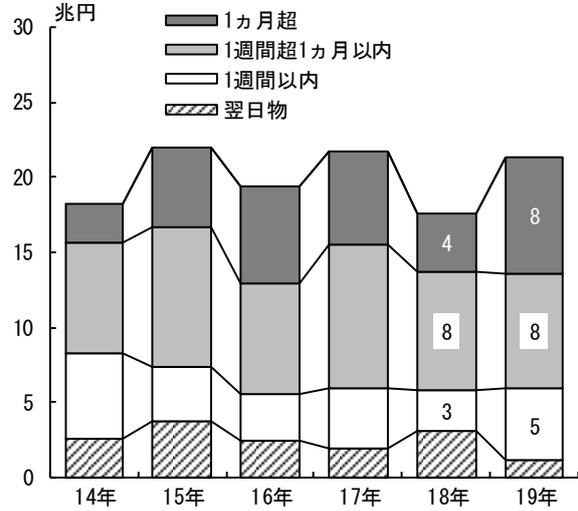


図表 20 運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高

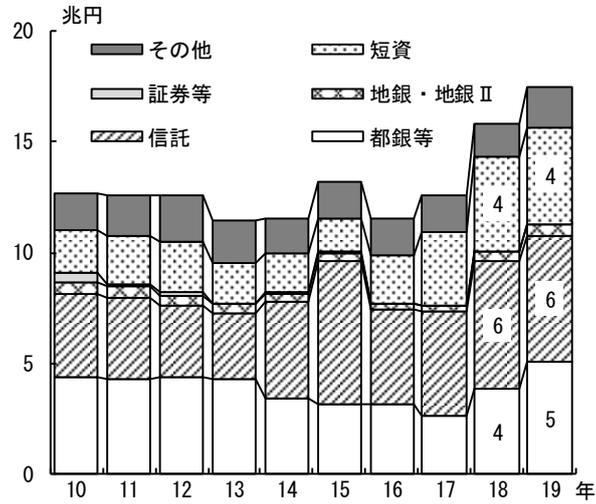
▽債券調達サイド



▽債券運用サイド

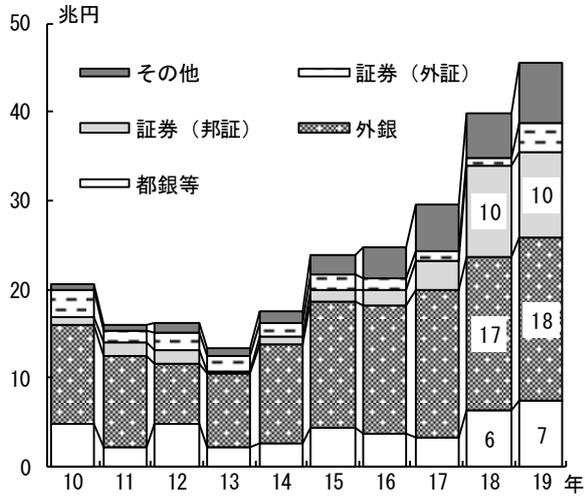


図表 21 業態別CP保有残高

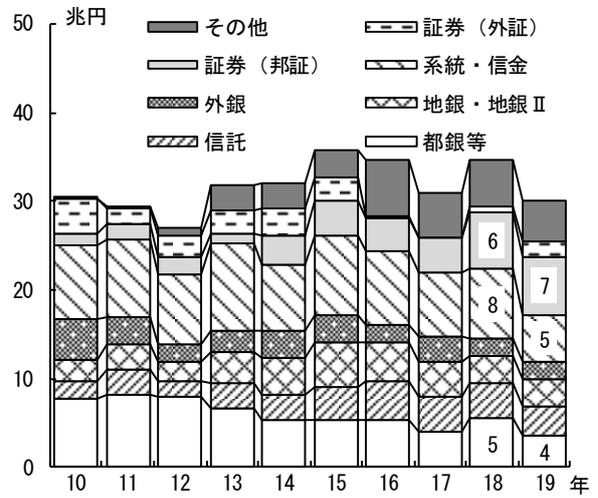


図表 22 海外との円資金取引残高

▽円資金調達サイド



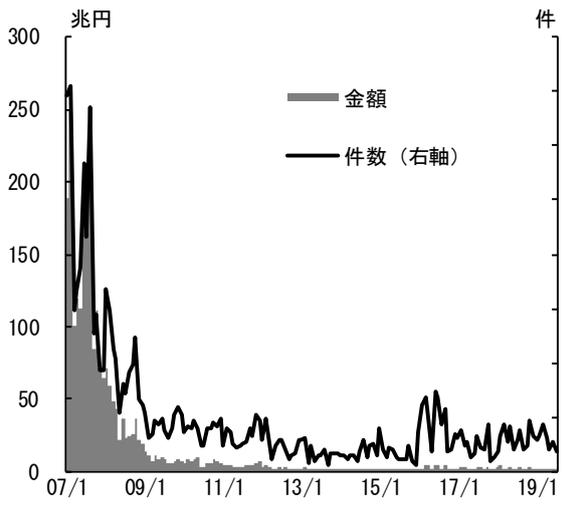
▽円資金運用サイド



(注) 円転・円投、ユーロ円取引、自行(庫、社)海外店・海外のグループ会社との円資金貸借の合計。円転・円投は為替スワップと通貨スワップの合計(期間1年以内のみ)。機関投資家や一般事業法人等との取引およびそれに付随する取引を除く。

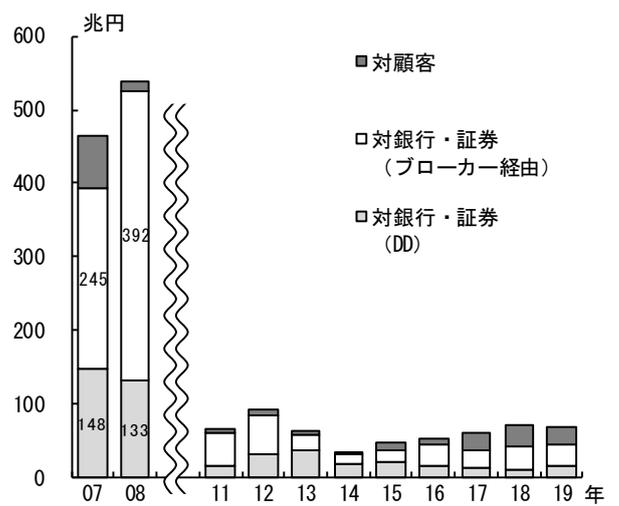
図表 23 円OIS取引の状況

▽ブローカー経由の取引高、取引件数



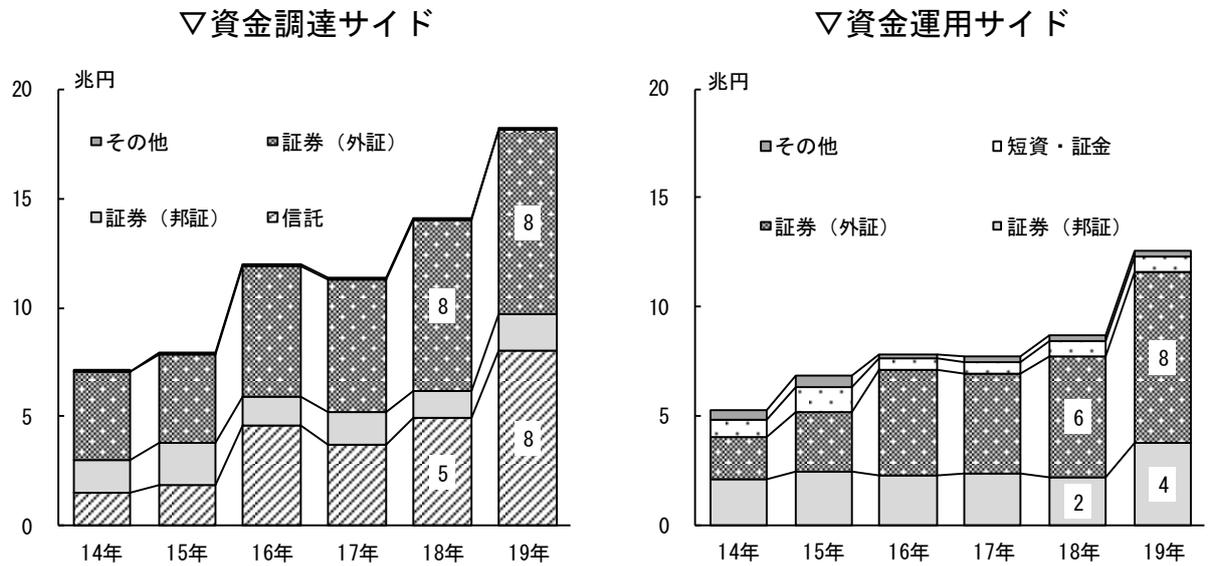
(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

▽取引残高



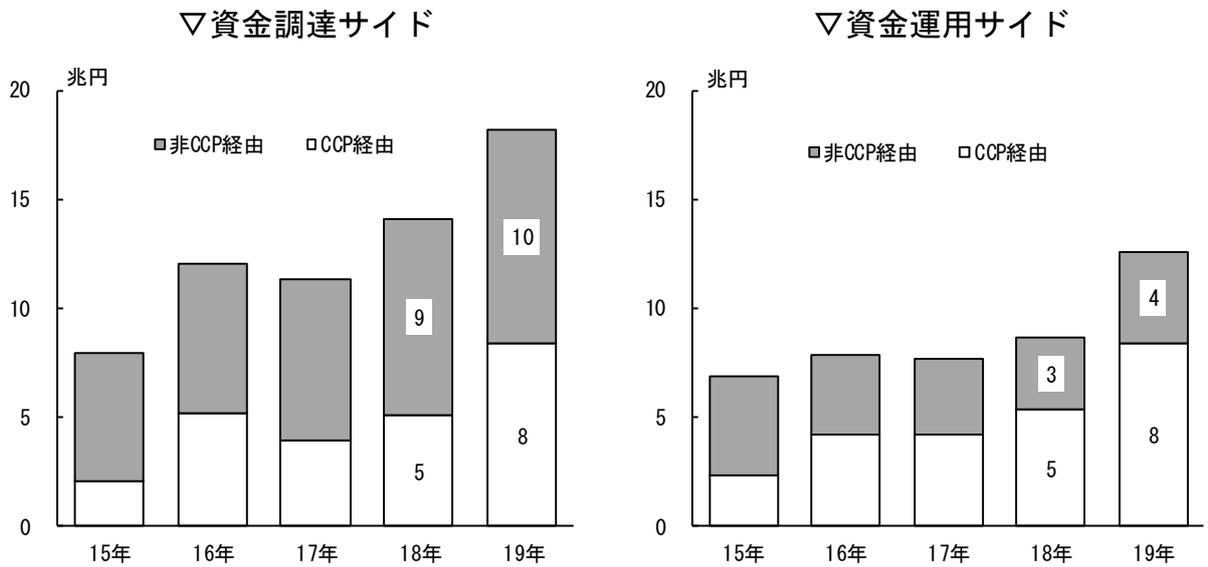
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 24 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)

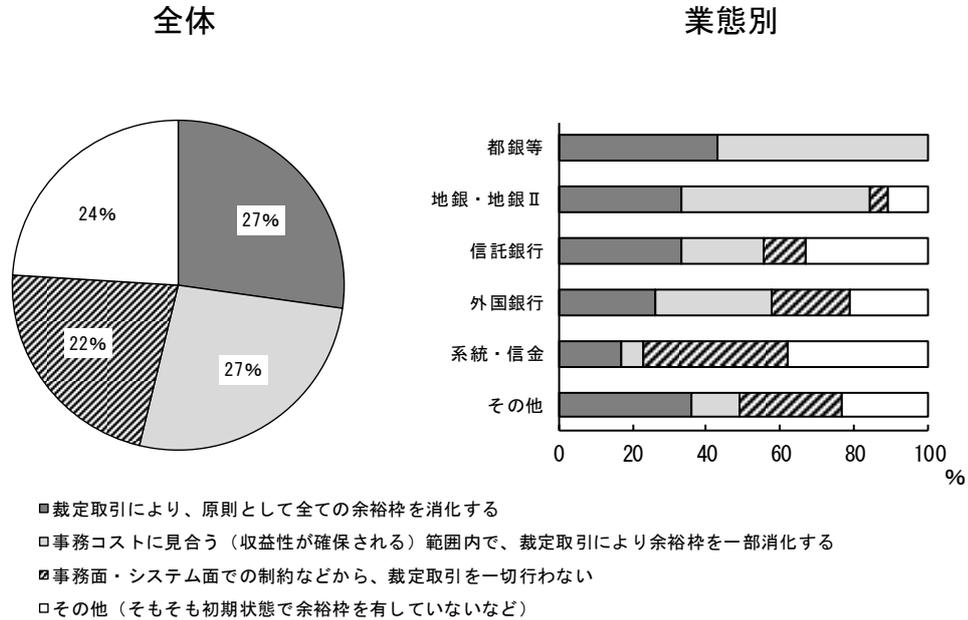
<CCP経由^(注2)・非CCP経由別>



(注2) ほふりクリアリングを経由した取引。

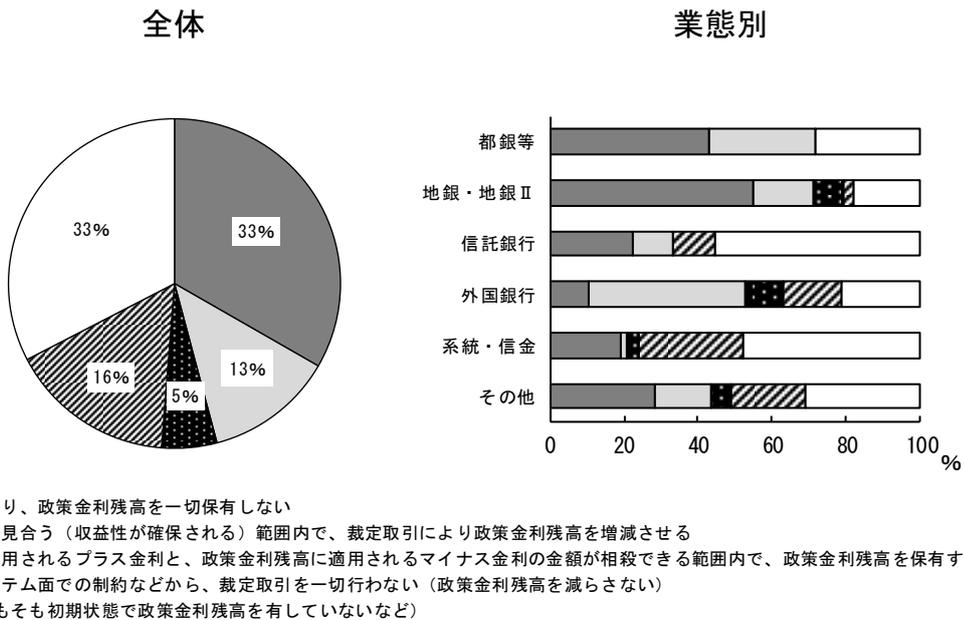
図表 25 日銀当座預金の運用スタンス

▽基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠への対応スタンス（構成比）（注1）



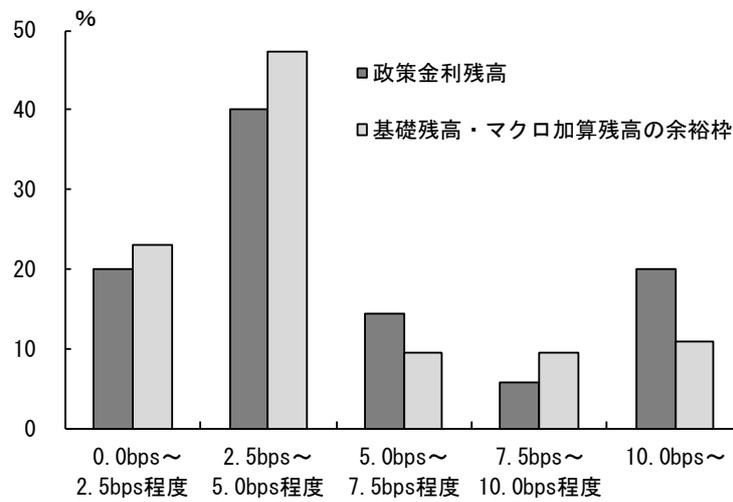
（注1）対象は日銀当座預金取引先。基礎残高・マクロ加算残高の余裕枠への対応スタンスについて、19年4～6月積み期中の短期市場の資金調達・運用を念頭に回答。

▽政策金利残高の保有スタンス（構成比）（注2）



（注2）対象は日銀当座預金取引先。政策金利残高の保有スタンスについて、19年4～6月積み期中の短期市場の資金調達・運用を念頭に回答。

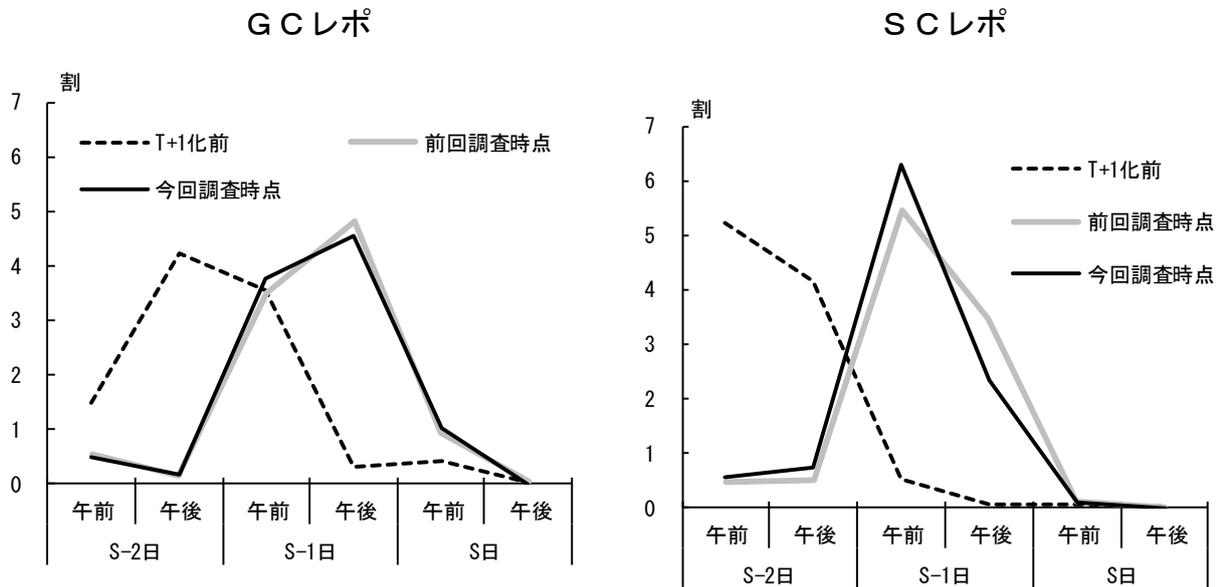
▽事務コストに見合うレート差（構成比）（注3）



（注3） 裁定取引のレートと日銀当座預金残高に応じて適用される金利との間のレート差。対象は、「事務コストに見合う範囲内で裁定取引を行う」と回答した先。

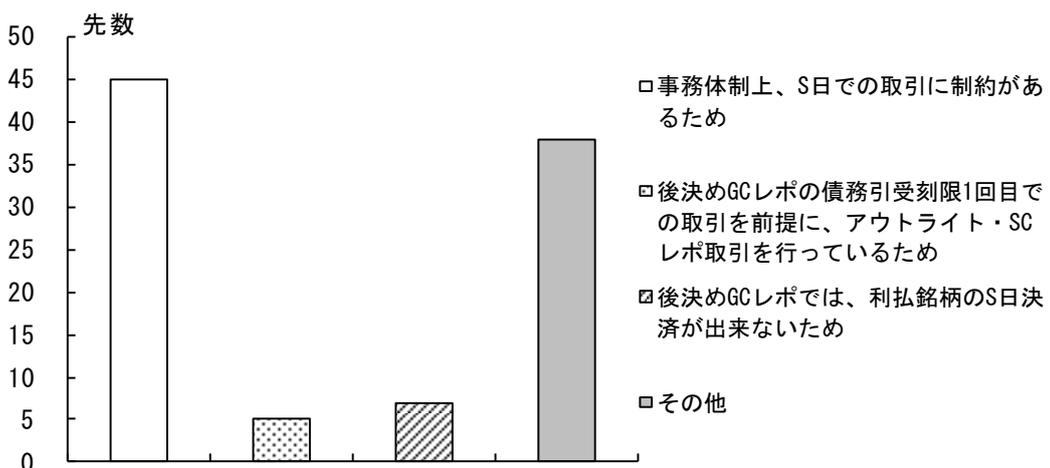
図表 26 諸課題への取り組み状況

▽T+1 化による約定タイミングの変化 (注1)



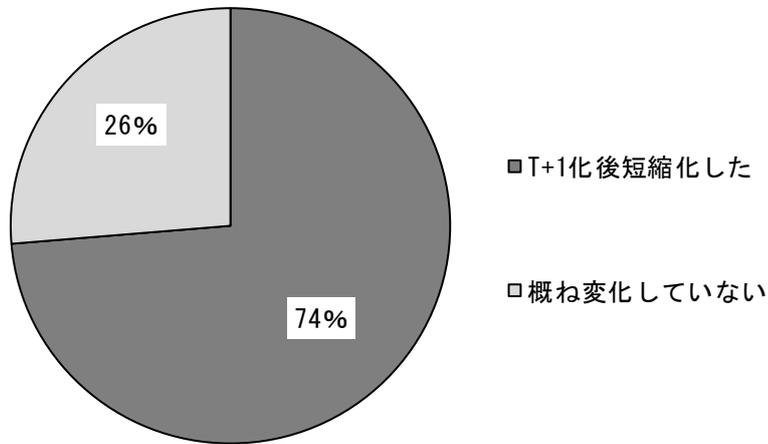
(注1) 各時点でレポ取引の約定を行っていることが確認された先において、レポ取引の約定タイミングがどのように変化したかについて、認識を調査。調査先回答を、「T+1 化前」および「前回調査時点」については 18 年 7 月末時点、「今回調査時点」については 19 年 7 月末時点の取引残高で加重平均処理。

▽S 日での GCレポ取引が相対的に少額に留まる背景 (注2)



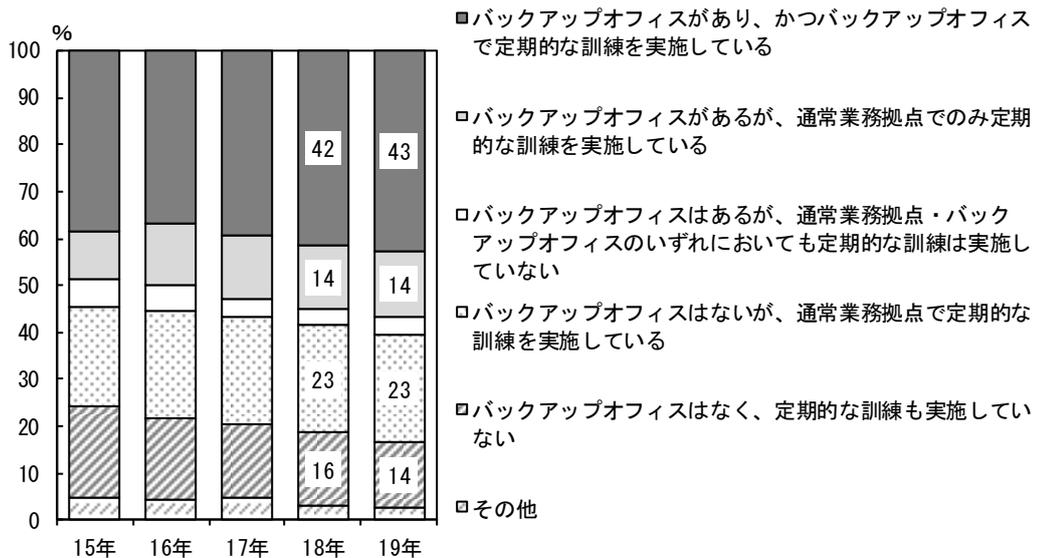
(注2) 複数回答可。対象は、GCレポの約定タイミングについて、S 日より S-1 日の割合が高いと回答した先。

▽非居住者取引の決済期間（構成比）（注3）



（注3）対象は、今回調査時点で非居住者取引を行っていると回答した先。

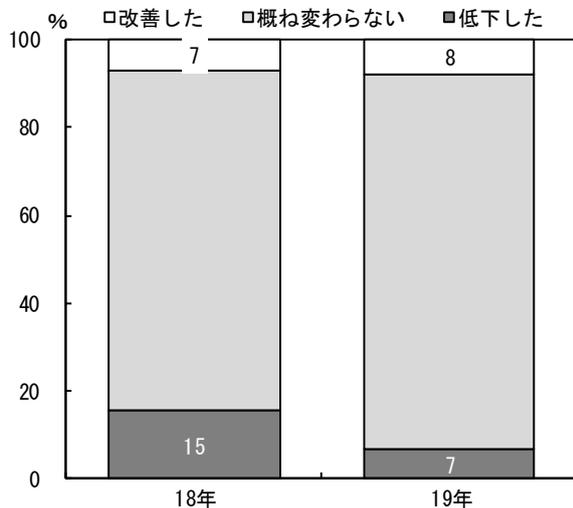
▽バックアップ拠点体制と市場レベルBCP



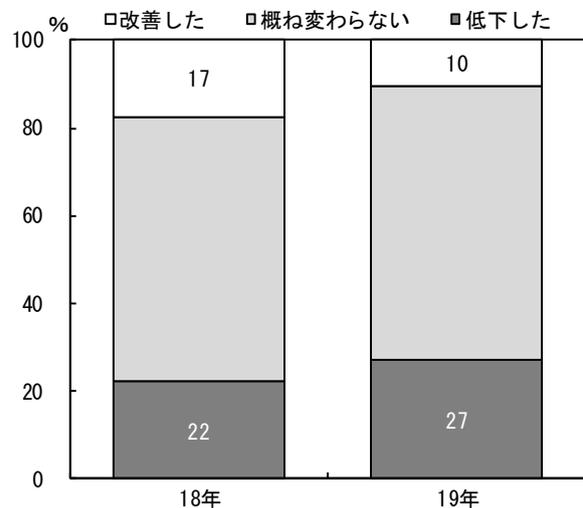
図表 27 短期金融市場取引に係る市場参加者の見方

▽短期金融市場全体 (注1)

【機能度 (注2)】



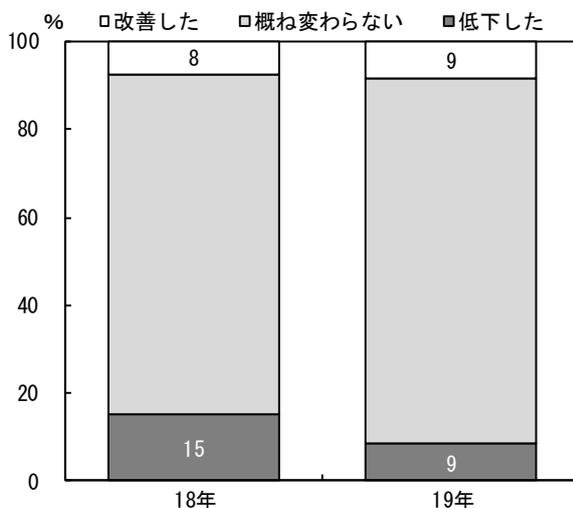
【収益性 (注3)】



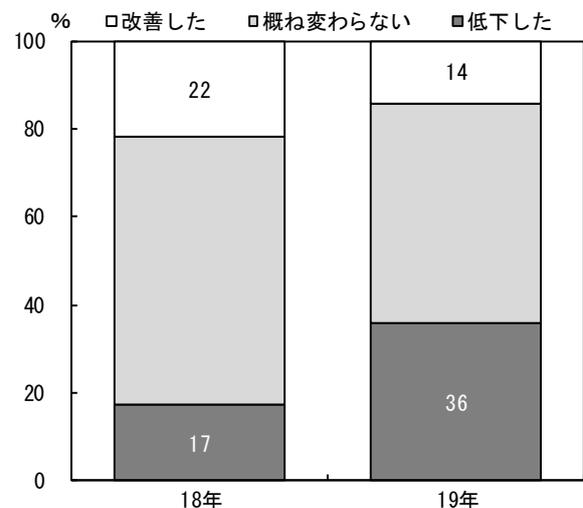
- (注1) コール取引または国債レポ取引の少なくとも何れかについて約定を行っている先のみが回答。
 (注2) 意図するレートや金額、ターム、カウンターパーティと取引を行いやすいかなどを勘案し、前年同時期に比べ、当該市場の機能度がどのように変化したと感じているか調査。(以下、同様)
 (注3) 運用利回りや調達コスト、取引量、固定費などを勘案し、前年同時期に比べ、取引の収益性がどのように変化したと感じているか調査。なお、短期金融市場での取引全体の収支がマイナスの先からの回答も含まれているが、そうした先は、収支のマイナス幅の縮小(拡大)を収益性の改善(低下)と評価して回答していると考えられる。(以下、同様)

▽国債レポ取引 (注4)

【機能度】



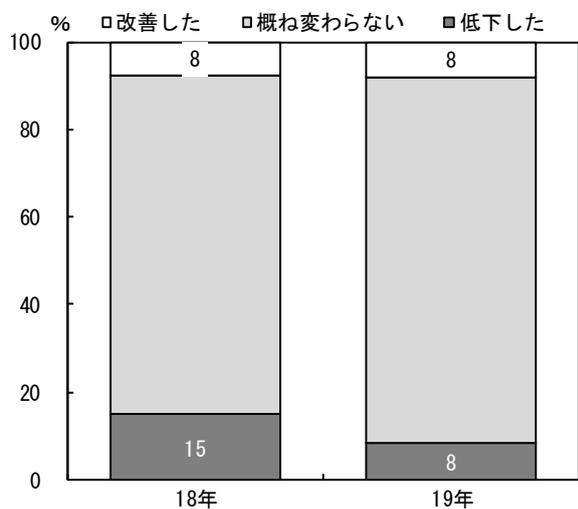
【収益性】



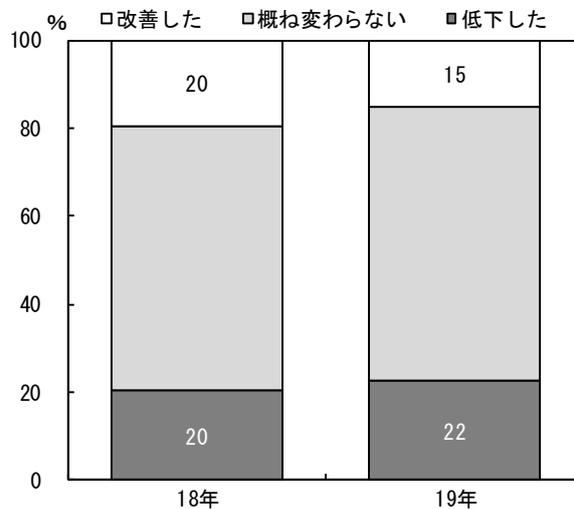
(注4) 国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

▽無担保コール取引 (注5)

【機能度】



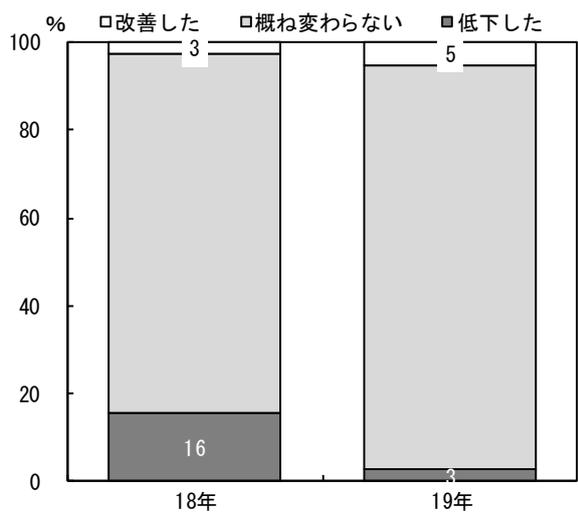
【収益性】



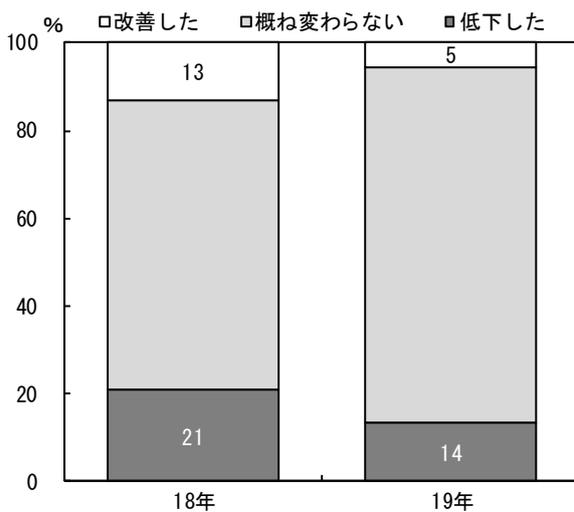
(注5) 無担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽有担保コール取引 (注6)

【機能度】



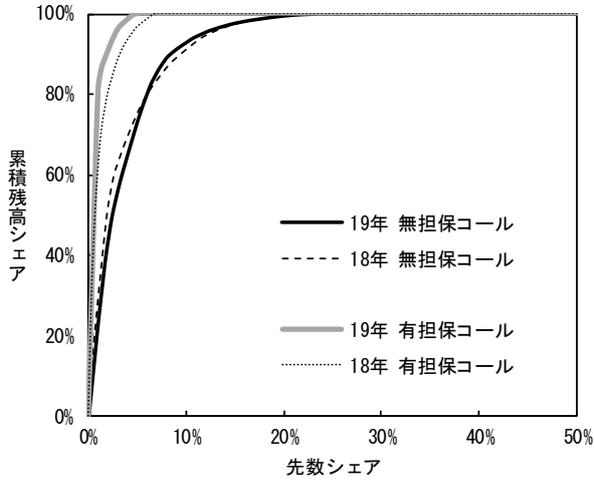
【収益性】



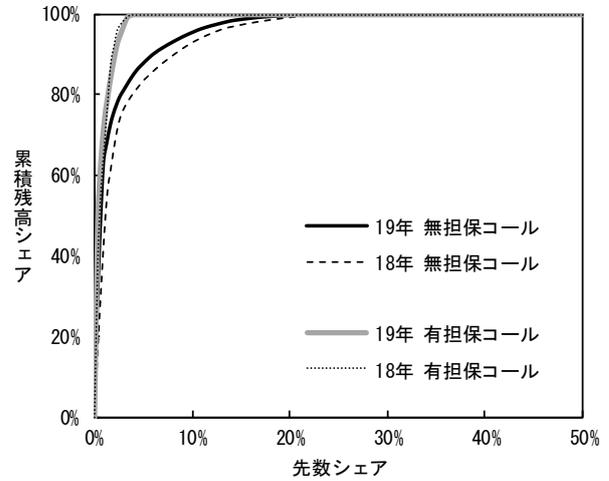
(注6) 有担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

図表 28 各市場の取引集中度

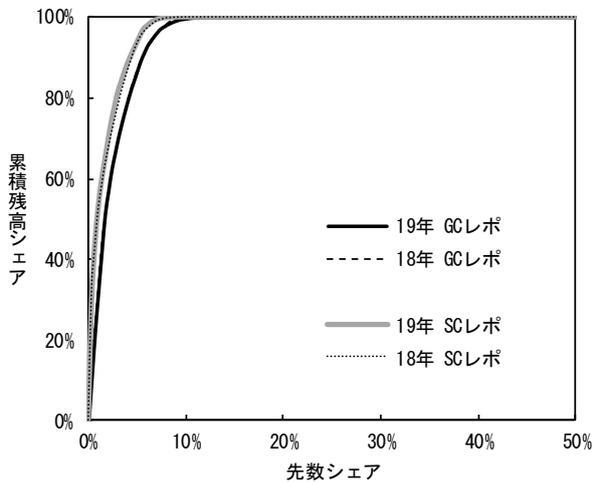
▽コール市場・資金調達サイド



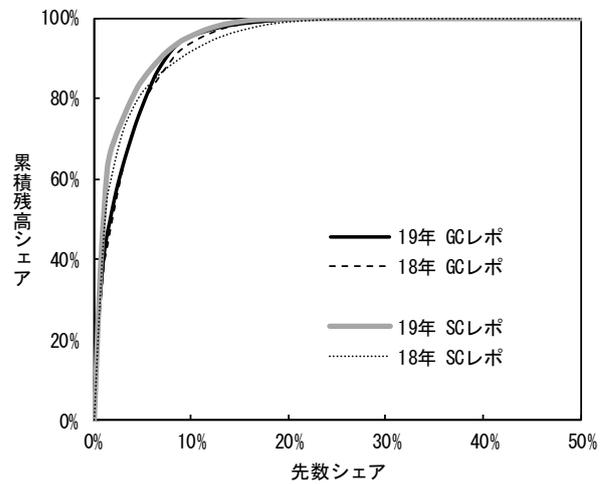
▽コール市場・資金運用サイド



▽レポ市場・債券調達サイド



▽レポ市場・債券運用サイド



以 上