

2024 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（24/8 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 15 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 386 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（2023 年 8 月）	今回（2024 年 8 月）
対象先数	3 8 6	3 8 6
オペレーション対象先	3 5 9	3 5 9

（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】

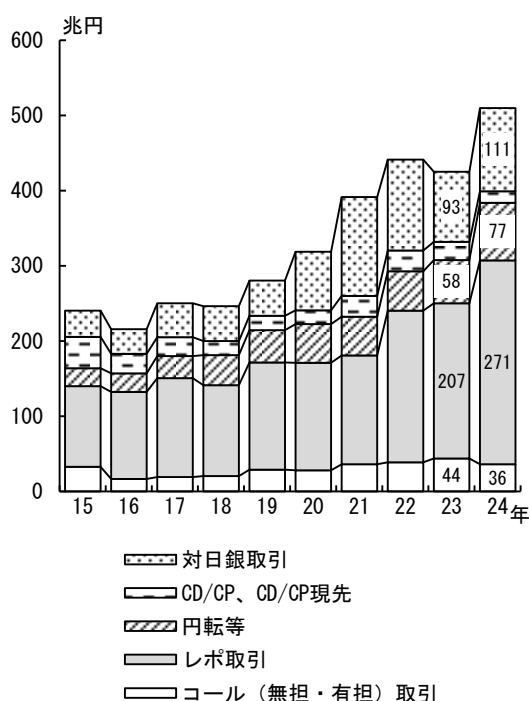
短期金融市場の取引残高は、資金調達残高・資金運用残高とも、前年から増加した¹。

内訳をみると、資金調達残高・資金運用残高とも、マイナス金利政策解除に伴ってコール取引が減少したものの、非居住者の債券取引需要の高まりなどを背景にレポ取引が増加したため、全体としては増加した。また、資金調達サイドについては、一部外銀が、外貨余資活用の観点から円転を積極化させたことも残高増加に寄与した。

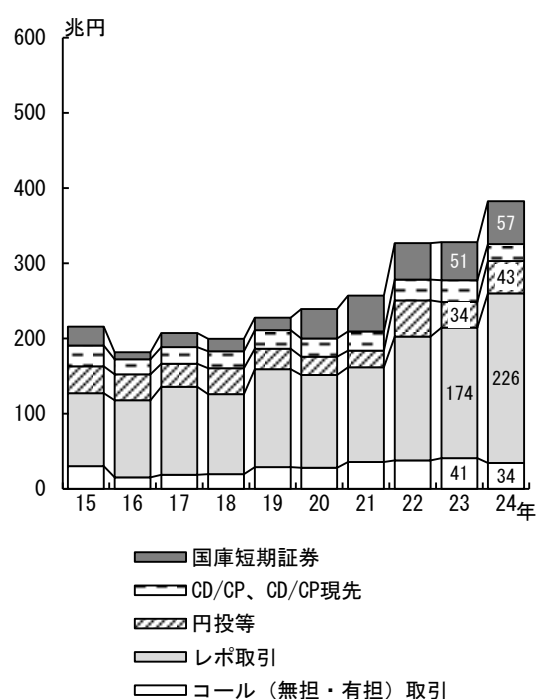
短期金融市場の機能度（7月末時点）について、「現状」の評価は、「低い」との回答の割合を、「高い」との回答の割合が上回った。また、「変化」については、小幅の「低下」超となった。

▽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】



¹ 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. GC レポ取引

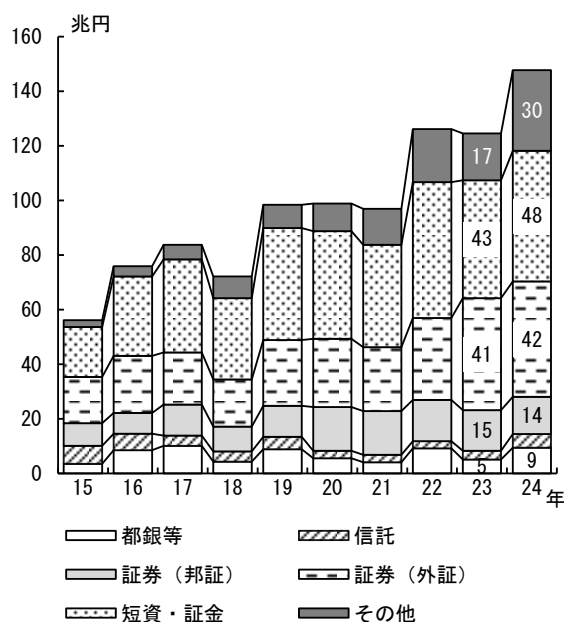
レポ市場²のうち GC レポ³の取引残高は、前年から増加した。

資金調達（債券運用）サイドでは、都銀等やその他の業態が、マイナス金利政策における日銀当座預金の三層構造が廃止され、政策金利残高を圧縮する必要がなくなったもとで、日銀当座預金との裁定目的での資金調達を積極化したことなどから増加した。

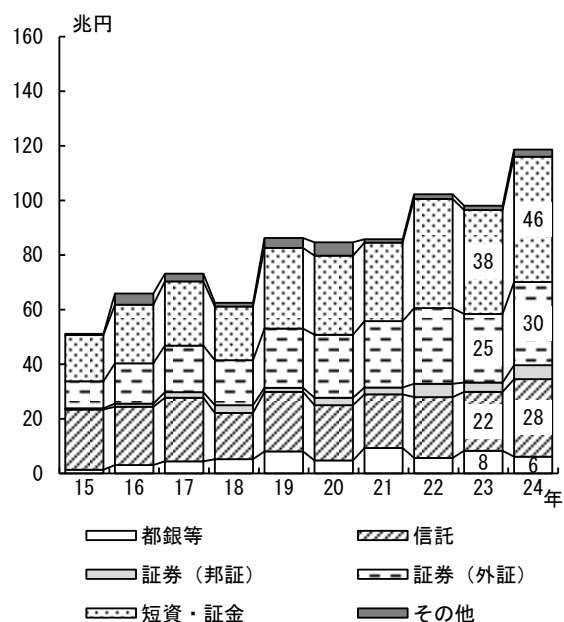
資金運用（債券調達）サイドでは、短資や信託、外証の債券調達が増加した。短資や信託からは、SC レポでの債券運用と GC レポでの資金運用を組み合わせた取引が活発化した等の声が聞かれたほか、一部の外証からは、国庫短期証券の需給が引き締まるなか、担保に用いる債券の調達をターム物の GC レポにシフトしたとの声も聞かれた。

▽GC レポ市場の取引残高

【資金調達（債券運用）サイド】



【資金運用（債券調達）サイド】



² 本稿では、現金担保付債券貸借および買戻・売戻条件付売買の取引市場を「レポ市場」と呼ぶ。

³ 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。

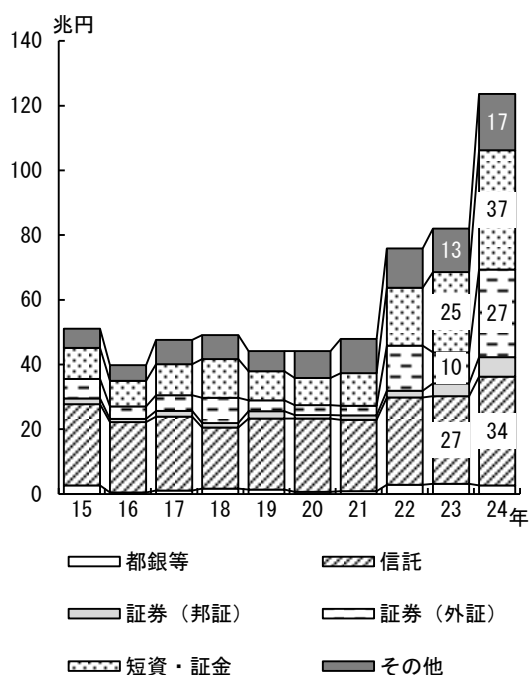
2. SC レポ取引

SC レポ⁴の取引残高は、前年から増加した。

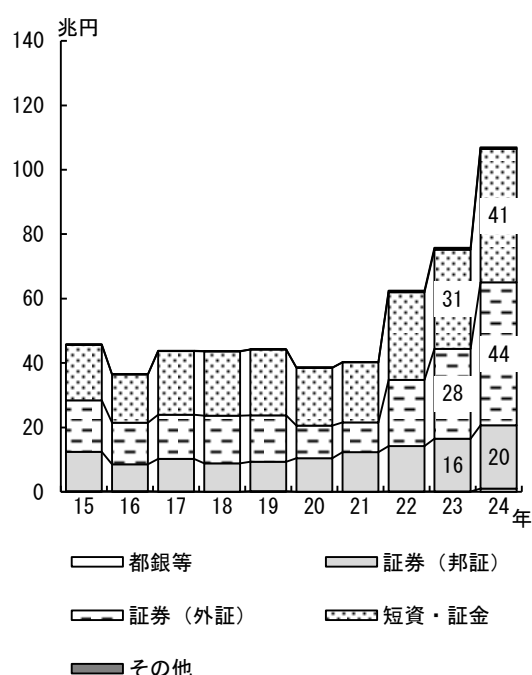
債券運用（資金調達）サイド、債券調達（資金運用）サイドともに、短資と外証を中心に増加した。一部の外証からは、非居住者とのレポ取引が大幅に増加しているとの声が聞かれており、その背景として、非居住者が、金利上昇を見込んだショートポジションの構築、スワップや先物との裁定取引などを行う観点から債券取引需要を高めているとの指摘がなされた。また、こうした非居住者を含めた債券取引需要の高まりを背景に、外証と短資間の取引が活発化していることも残高増加に寄与しているとの指摘も聞かれた。

▽SC レポ市場の取引残高

【債券運用（資金調達）サイド】



【債券調達（資金運用）サイド】



⁴ 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

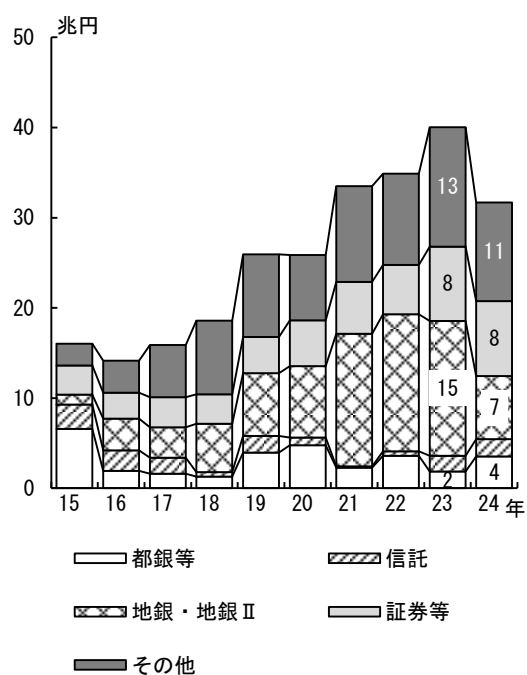
無担保コール市場の取引残高は、前年から減少したが、やや長い目で見ると高めの水準で推移している。

資金運用サイドでは、マイナス金利政策解除に伴い、政策金利残高の圧縮を企図した都銀等による資金運用ニーズがなくなったため、残高が減少した。

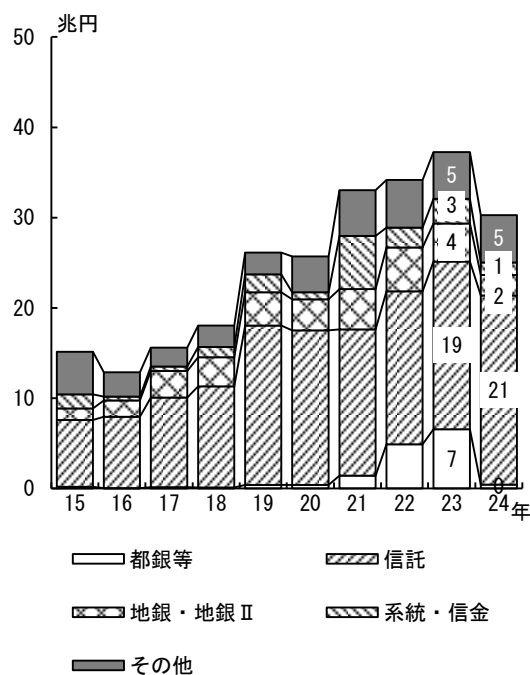
これを受けて、資金調達サイドでは、こうした資金運用ニーズの受け皿としてマイナス金利下では主要な資金調達主体となっていた地銀・地銀Ⅱの資金調達が減少した（無担保コール市場の動向については、BOX1 および BOX2 参照）。

▽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】



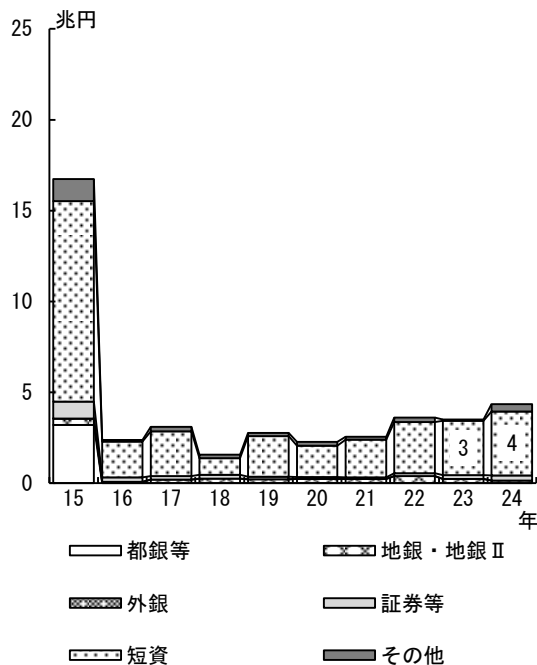
4. 有担保コール取引

有担保コール市場の取引残高は、前年から幾分増加した。

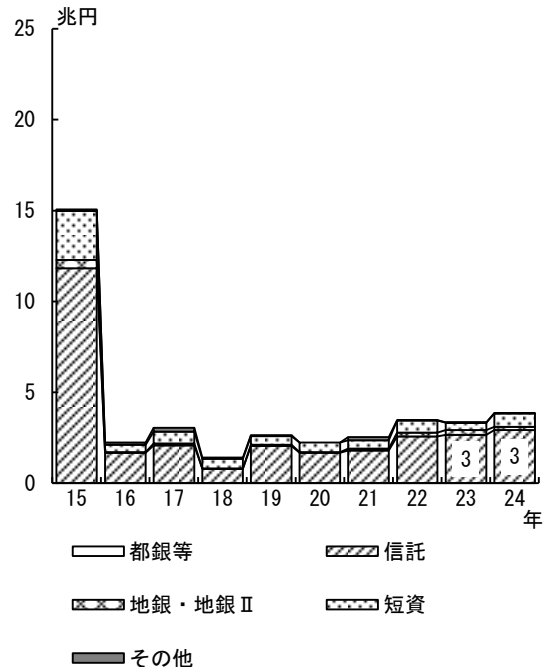
マイナス金利政策解除に伴い、信託の資金運用が幾分増加したものの、担保に用いる債券の需給引き締まりのほか、この間、都銀等では有担保の資金調達取引がGCレポにシフトしたことなどを背景に、低水準の取引が継続しているとの見方が聞かれた。

▽有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】



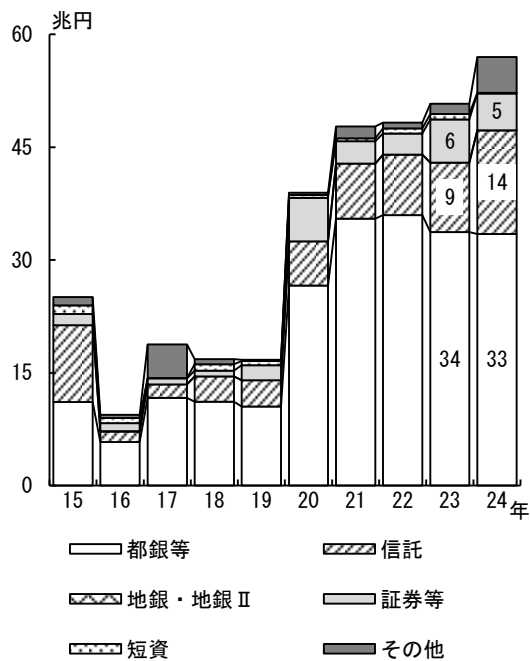
5. 国庫短期証券、CP による資金運用

国庫短期証券による資金運用残高は前年から増加、CP による資金運用残高は前年から減少した。

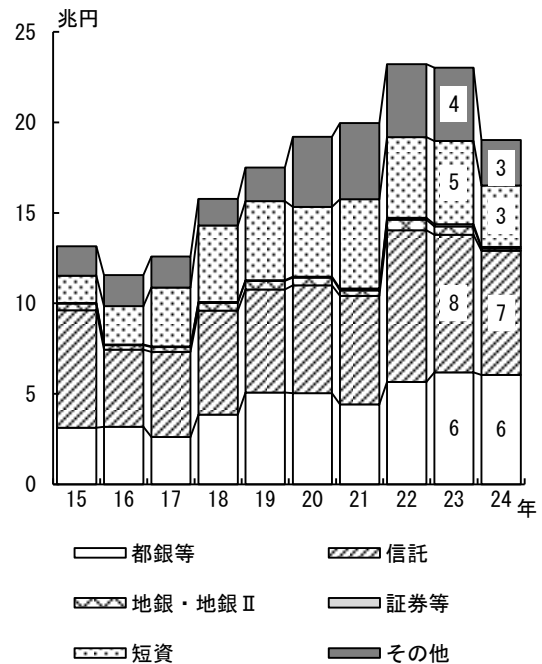
国庫短期証券による資金運用は、マイナス金利解除後、利回りがプラス圏に上昇したもとで、信託等の運用額が増加した。

CP による資金運用は、原材料価格高騰を背景とした企業の運転資金調達ニーズが一服し、発行残高が前年比低位で推移するもと、減少した。

▽国庫短期証券による資金運用残高



▽CP による資金運用残高

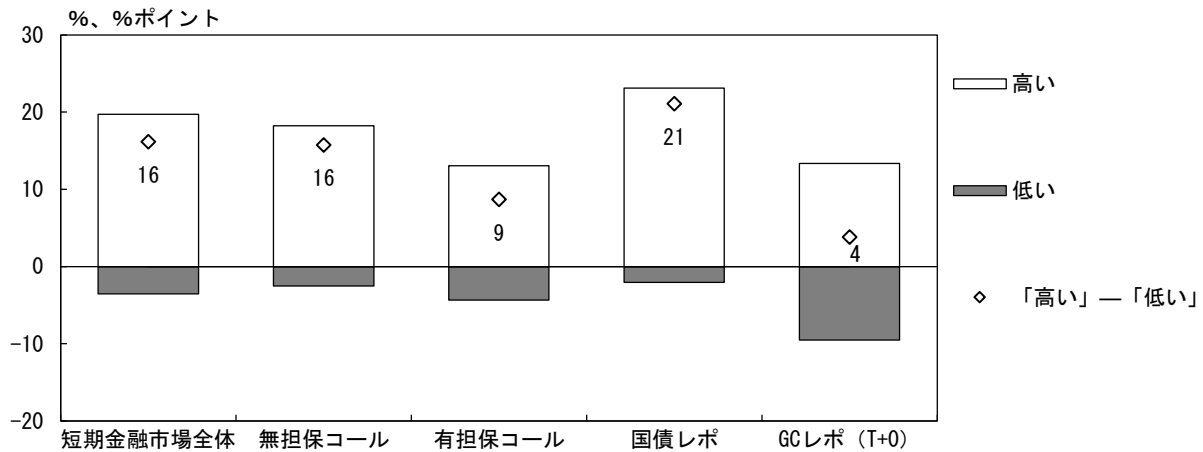


6. 短期金融市場の機能度に関する市場参加者の見方

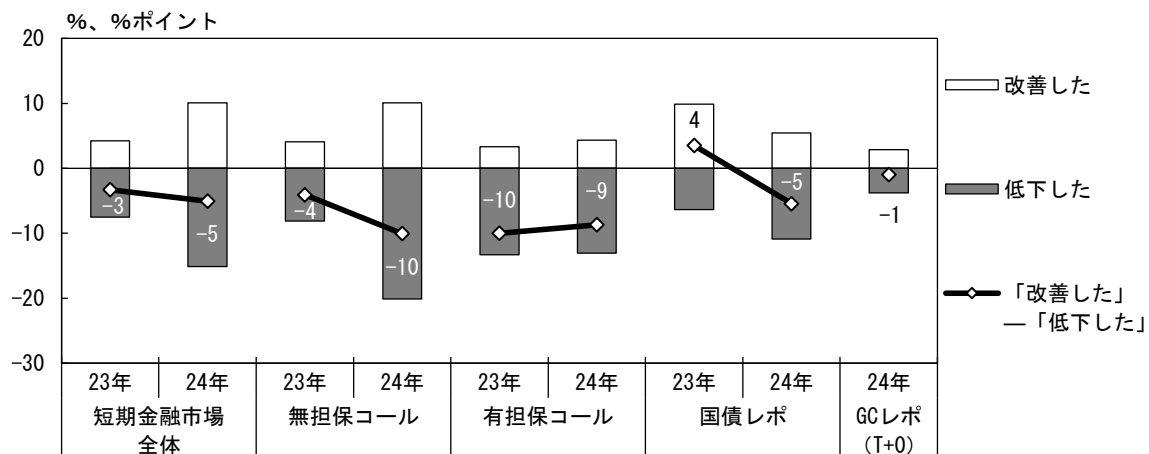
機能度の水準は、いずれの市場も「高い」超となった。そのなかで、T+0でのGCレポ取引については相対的に低めとなった。機能度の変化については、無担保コール取引では、資金運用機会の増加を背景に「改善した」と回答した先がみられたものの、取引残高が前年比減少するなか「低下」超となった。国債レポ取引では、「低下」超となり、一部先からはその背景として、証券会社の在庫ファンディング量次第でレートが振れやすい点が指摘された。

▽短期金融市場取引の機能度に係る市場参加者の評価⁵

【機能度の水準】



【機能度の変化】



⁵ 「短期金融市場全体」は、コール取引または国債レポ取引の少なくともいずれかについて約定を行っている先のみが回答。「無担保コール」は無担保コール取引、「有担保コール」は有担保コール取引、「国債レポ」・「GCレポ (T+0)」は国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

【BOX1】 マイナス金利政策解除に伴う無担保コール市場の変化⁶

無担保コール市場については、本文でも全体的な動きを記述したが、やや詳しく見ると、取引のタームによって、参加者の構成や取引ニーズに違いがあり、これが、マイナス金利政策解除の影響の違いにも表れている。本 BOX では、オーバーナイト物とターム物に分けて、無担保コール市場の整理を行う。

（１）オーバーナイト物

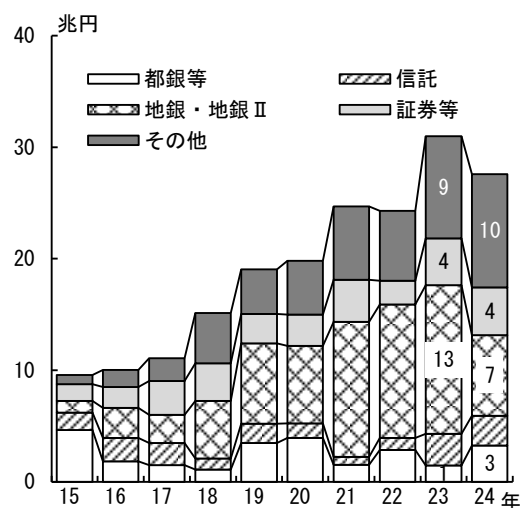
オーバーナイト物（以下、「O/N 物」）について、資金運用サイドをみると、一貫して投資信託を含む信託が主たる資金の出し手となっている。信託は、当日にならないと金額が確定しない余資を多く抱えており、この余資運用額の趨勢的な拡大が、オーバーナイト取引市場の基調的な拡大を形成してきた（信託については、BOX2 参照）。

もっとも、マイナス金利政策における日銀当座預金の三層構造の下では、こうしたトレンドとは異なる動きもみられていた。すなわち、資金運用サイドでは、政策金利残高の圧縮を目的とした都銀等の取引残高が増加していた。また、資金調達サイドでは、マクロ加算残高の余裕枠などを背景に、こうした資金運用ニーズの受け皿となった地銀・地銀Ⅱを中心に取引残高が増加していた。

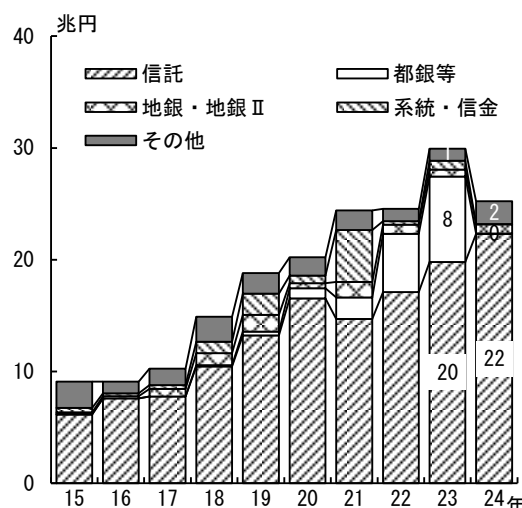
マイナス金利政策解除後は、政策金利残高の圧縮を目的とした都銀等による資金運用が無くなったことから、再び信託の資金運用の場としての性質を強めている。こうした運用ニーズの受け皿となっているのは、主に、補完当座預金制度の対象先（以下、「付利先」）である（図表 1）。

（図表 1）業態別の取引残高（O/N 物）

【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。

⁶ マイナス金利政策を含む非伝統的金融政策が短期金融市場に与えた影響については、日本銀行金融市場局（2024）、「超過準備下の短期金融市場の動向と機能度— マイナス金利政策解除後の動きも含めて —」を参照。

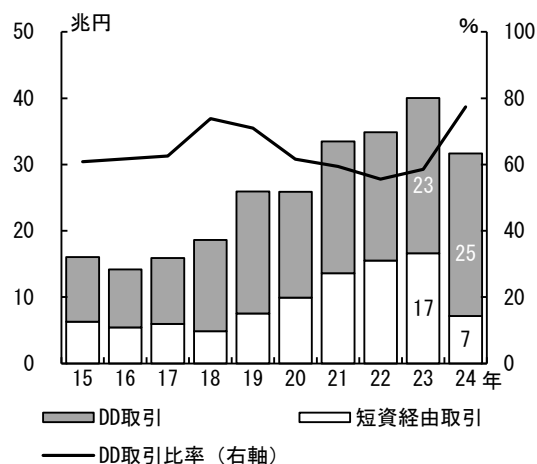
付利先が、信託等から資金調達を行う取引動機は、調達レートと付利金利との差にある。付利金利が、調達レートを上回っていれば、付利先には、裁定取引の動機が生じ得る。実際、0/N物の取引レートである TONA(Tokyo OverNight Average rate) は、付利金利を幾分下回る水準となっている（図表 2）。なお、マイナス金利政策解除後は、短資会社経由取引がダイレクト取引（DD 取引）へのシフトもあって減少するもとで、短資会社を介さないダイレクト取引の比率が高まっている（図表 3）。今回調査では、この点も踏まえ、ダイレクト取引も含むオーバーナイト取引全体の約定レート（加重平均値）を調査したが、短資会社経由取引をもとに作成・公表されている TONA と大きな差異はみられなかった。この点、調査先からは、ダイレクト取引のレート形成においても、TONA が参考にされているとの声が聞かれている。

（図表 2）無担保コール 0/N 物の約定レート

	約定レート
短資経由取引（TONA）	0.077
短資経由・DD取引計	0.079
（参考）日銀当座預金への付利金利	0.1

（注）対象期間は 6/16～7/15 日（付利金利も同期間の値）。約定レートは加重平均値。短資経由取引はコール市場関連統計の計数を利用。

（図表 3）無担保コール市場の取引残高と DD 取引比率の推移



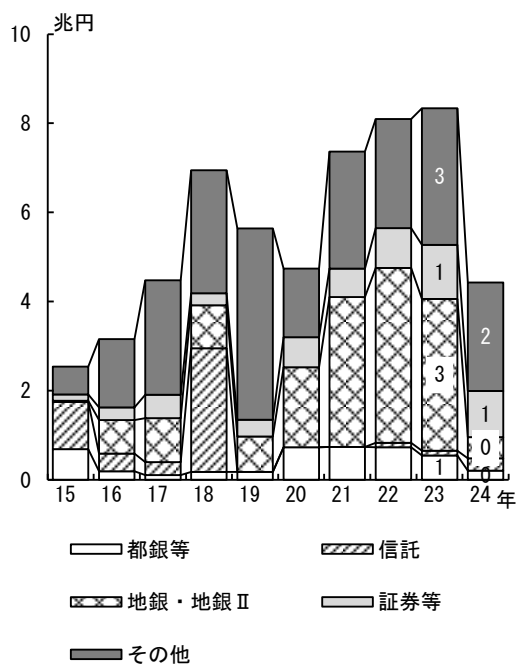
（注）資金調達サイド。ターム物を含む。

（2）ターム物

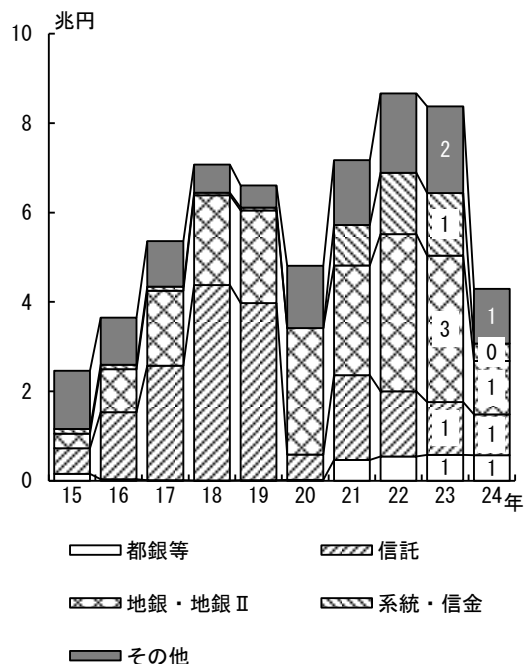
ターム物については、1 か月以内と 1 か月超で、参加者の顔ぶれや取引動機に違いがみられ、マイナス金利政策解除の影響も異なっている。まず、1 か月以内のタームについては、マイナス金利政策下で取引残高が増加し、マイナス金利政策解除後は取引が減少するという、0/N 物と同様の動きがみられた。マイナス金利政策下では、0/N 物のロールオーバー負担を避ける事務面のニーズから、ターム取引による付利先同士での三層構造間の裁定取引がみられていたが、マイナス金利政策解除後は、当該取引は無くなり、証券やその他のファンディングニーズに起因する取引が中心となっている（図表 4）。1 か月超のタームについては、証券等が、流動性カバレッジ比率（LCR : Liquidity Coverage Ratio）を意識した資金調達を行っており、マイナス金利政策解除後においても大きな変化はみられない（図表 5）。

(図表4) 業態別の取引残高(1か月以内)

【資金調達サイド】



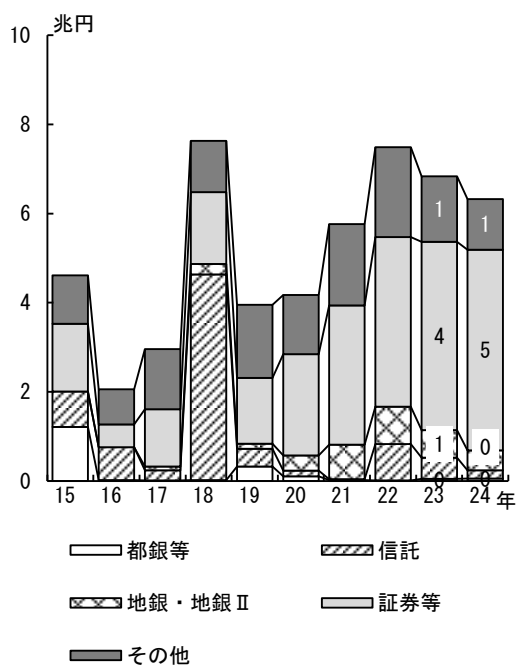
【資金運用サイド】



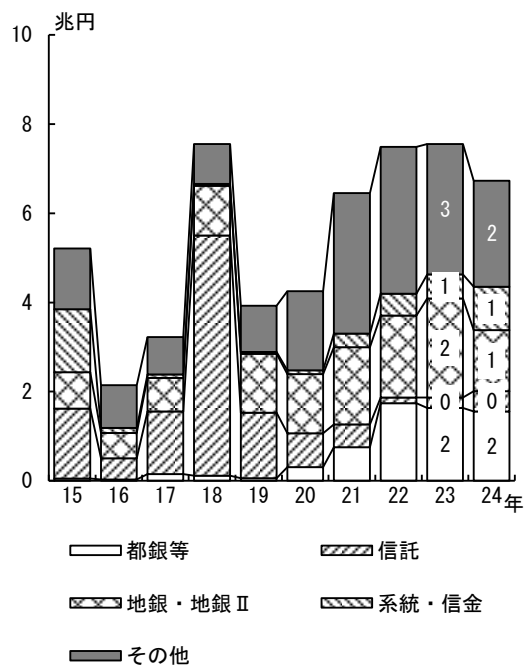
(注) グループ内取引を含み、オープンエンド物は含まない。

(図表5) 業態別の取引残高(1か月超)

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】

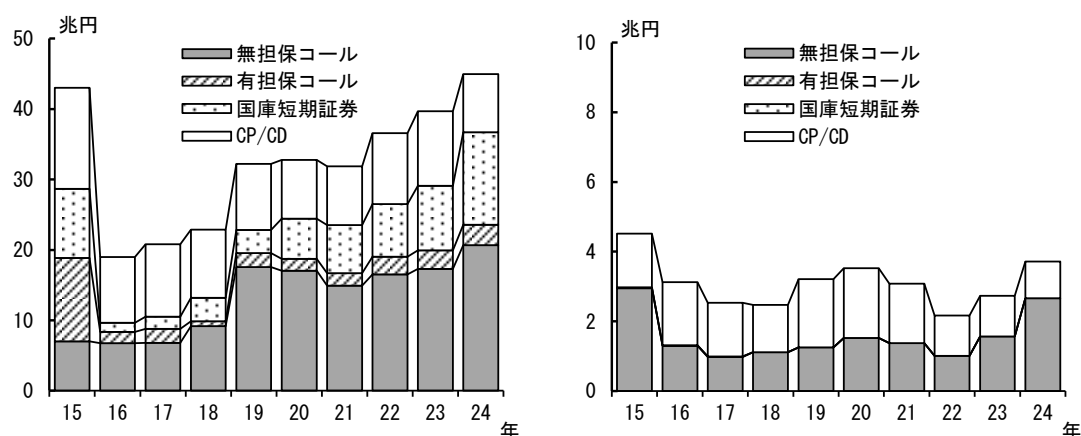


(注) グループ内取引を含み、オープンエンド物は含まない。

【BOX2】 無担保コール市場における非付利先の動向

BOX1 で触れたとおり、O/N 物における資金運用サイドでは、信託のプレゼンスが大きいほか、生損保も相応の取引残高を有している。また、これらの先による短期金融市場での資金運用としては、無担保コールの比率が大きい（図表 1）。本 BOX では、無担保コール市場における非付利先の動向と先行きのスタンスについて整理した。

（図表 1） 非付利先による短期金融市場での資金運用
【信託勘定】 【生損保】



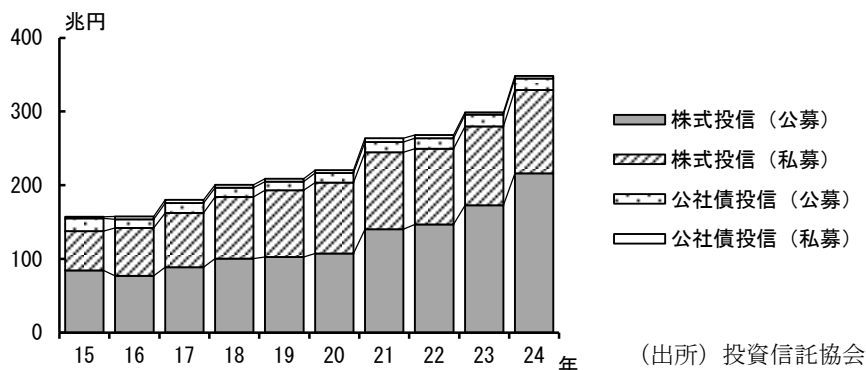
（注）信託勘定（含む投信）の計数

（１） 足もとまでの動向

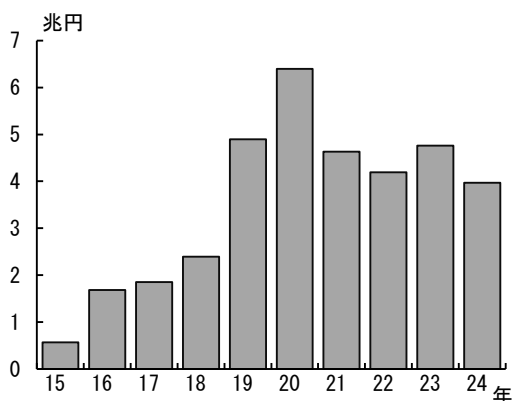
信託勘定の大半を占める投資信託について、無担保コール市場での資金運用残高は、増加傾向を辿ってきた。この背景としては、まず、投資信託の純資産総額が増加基調にあることが挙げられる（図表 2）。投資信託では、解約や分配金の支払い等に備えて手許資金を有しているが、その金額は当日にならないと確定しないため、オーバーナイトでの取引が容易な無担保コール取引は運用手段として選好されやすいとの声が聞かれている。このほか、振れが大きいのが、例えば、インデックス型ファンドによる株レポ市場での株券放出（資金調達）の活発化も、担保金の運用先として、無担保コール取引の増加に繋がる側面がある（図表 3）。

なお、信託勘定の短期金融市場における資金運用残高という観点では、マイナス金利政策下で預金や金銭信託といった短期金融市場以外の運用先にシフトしていた資金が、マイナス金利政策解除後に、無担保コール市場での運用に戻ったことも、増加に寄与している（図表 4）。

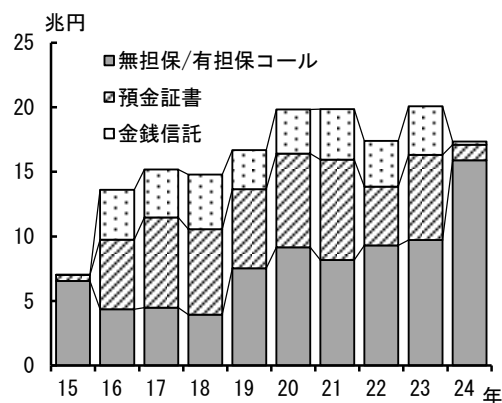
(図表 2) 投資信託の純資産残高



(図表 3) 投資信託による株レポでの資金調達残高



(図表 4) 公募投資信託の余資運用



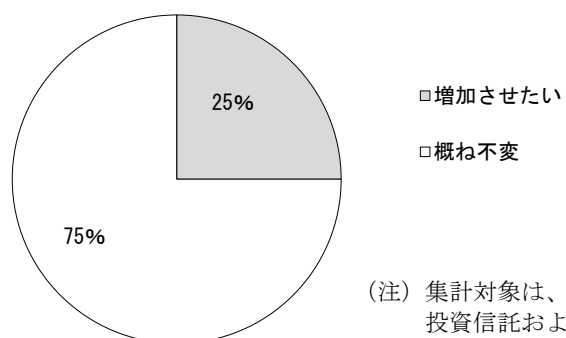
(出所) 投資信託協会

生損保における無担保コール市場での資金運用残高は、近年概ね横ばいで推移してきた。24/7 月末の資金運用残高は、マイナス金利政策解除に伴い、一部で無担保コール市場での資金運用を増やす動きがみられたことから、マイナス金利政策導入以前と同水準まで回復した。

(2) 先行きの資金運用スタンス

今回、非付利先に対して、無担保コール市場における先行きの資金運用スタンスについてアンケート調査を行った。先行きの資金運用は、非付利先における余資の動向に加え、国庫短期証券や有担保コール市場など他の資金運用手段との相対的なレート妙味に依る部分も大きいものの、アンケートでは、現状から「概ね不変」とする回答が大半を占め、「減少させたい」との回答はみられなかった。また、生損保を中心に「増加させたい」との回答もあるなか、事務体制の整備を進めている先もみられた（図表 5）。

(図表 5) 先行き 1 年程度の無担保コール市場における資金運用スタンス

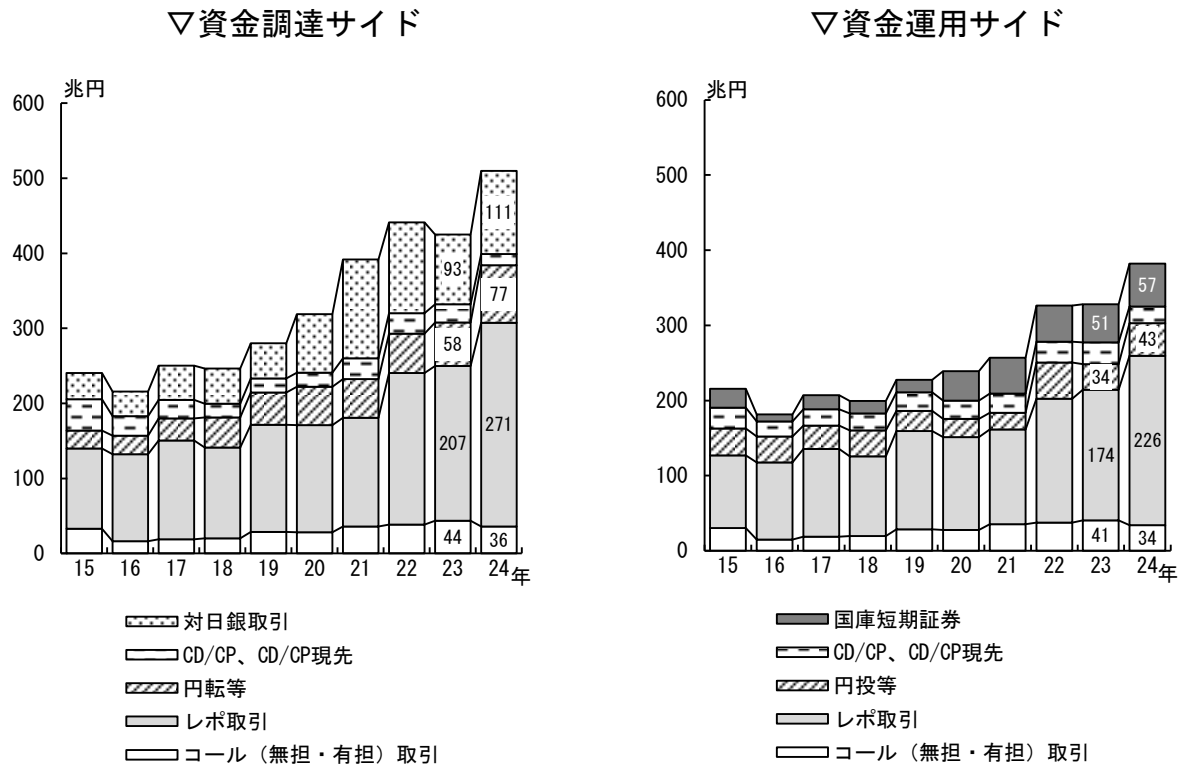


(注) 集計対象は、信託銀行（信託勘定）、
投資信託および生損保。

【図表編・目次】

図表 1	短期金融市場の取引残高.....	16
図表 2	短期金融市場の業態別取引残高.....	17
図表 3	付利先・非付利先の資金運用残高.....	18
図表 4	コール市場の取引残高と有担保コール比率.....	18
図表 5	無担保コール市場の取引残高.....	19
図表 6	無担保コール市場の取引残高と D D 取引比率.....	19
図表 7	無担保コール取引のターム別残高.....	20
図表 8	クレジットライン設定数の推移.....	20
図表 9	有担保コール市場の取引残高.....	21
図表 10	有担保コール取引のターム別残高.....	21
図表 11	コール取引の約定頻度.....	22
図表 12	レポ市場の取引残高.....	23
図表 13	レポ取引の C C P 経由・非 C C P 経由別残高.....	24
図表 14	G C レポ市場の取引残高.....	25
図表 15	G C レポ取引のターム別残高.....	25
図表 16	G C レポ取引の約定日別残高.....	26
図表 17	S C レポ市場の取引残高.....	27
図表 18	S C レポ取引のターム別残高.....	27
図表 19	レポ取引の約定頻度.....	28
図表 20	国庫短期証券・C P による資金運用残高.....	28
図表 21	海外との円資金取引残高.....	29
図表 22	円 O I S 取引の状況.....	29
図表 23	現金担保付株券等貸借取引の残高.....	30
図表 24	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方.....	31
図表 25	各市場の取引集中度.....	34

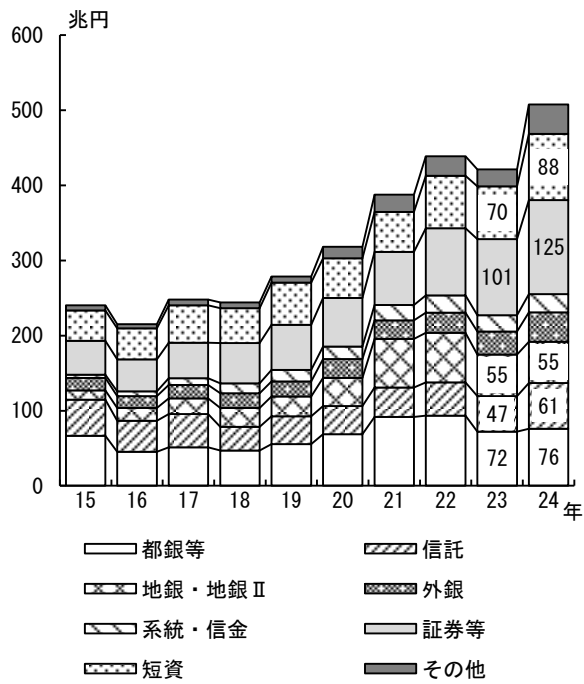
図表 1 短期金融市場の取引残高



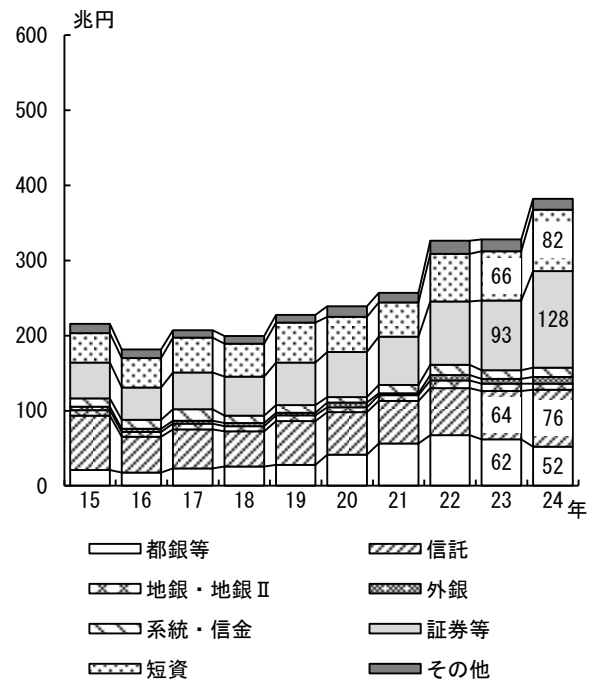
(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびDD取引（グループ外のみ。特に断りのない限り、以下同様）の合計。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ、気候変動対応を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給および補完貸付を指す。

図表 2 短期金融市場の業態別取引残高

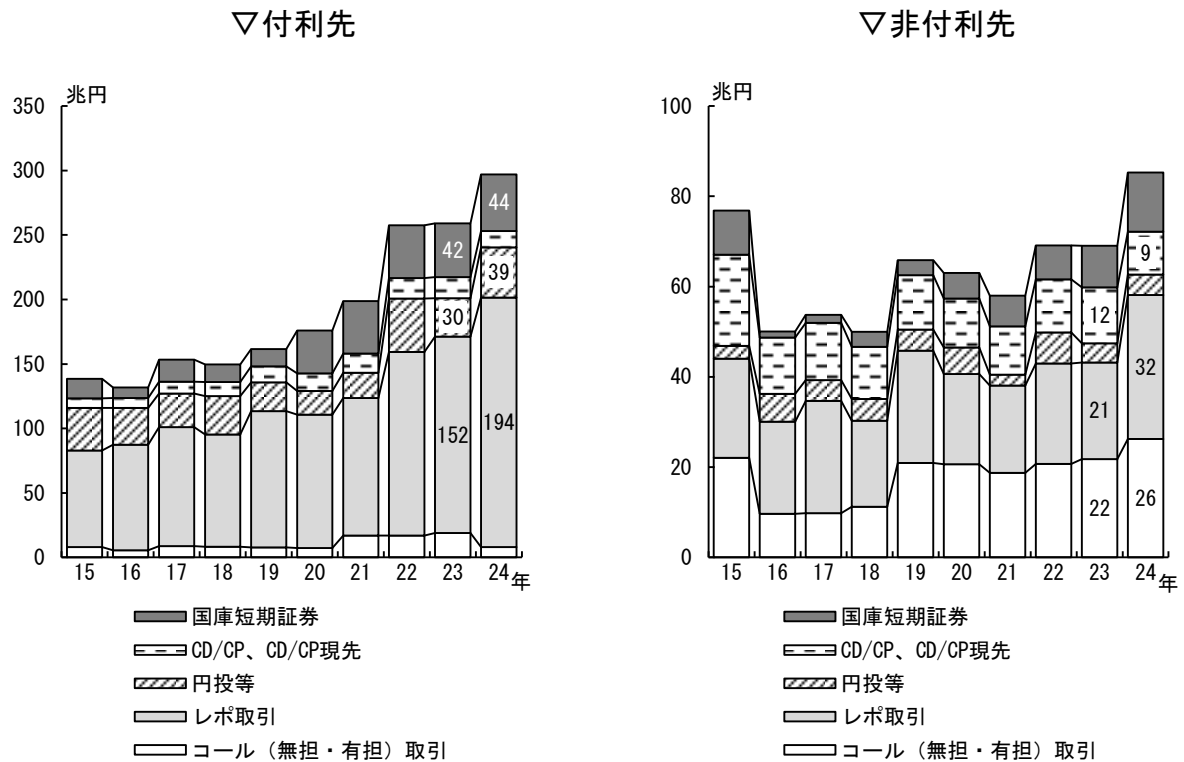
▽資金調達サイド



▽資金運用サイド

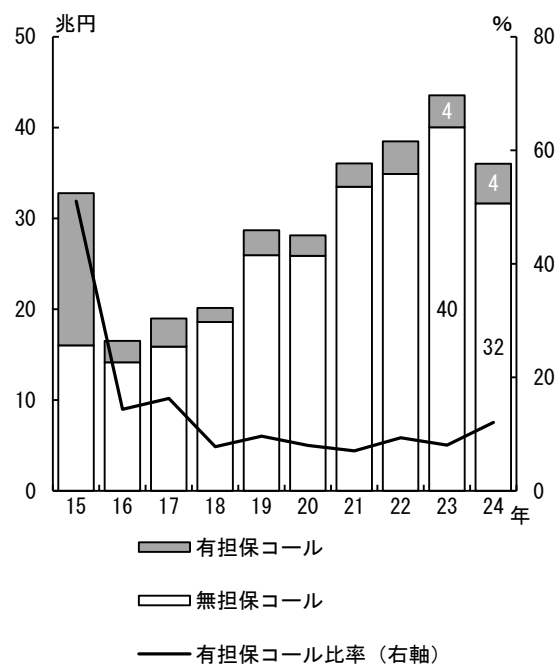


図表3 付利先・非付利先の資金運用残高



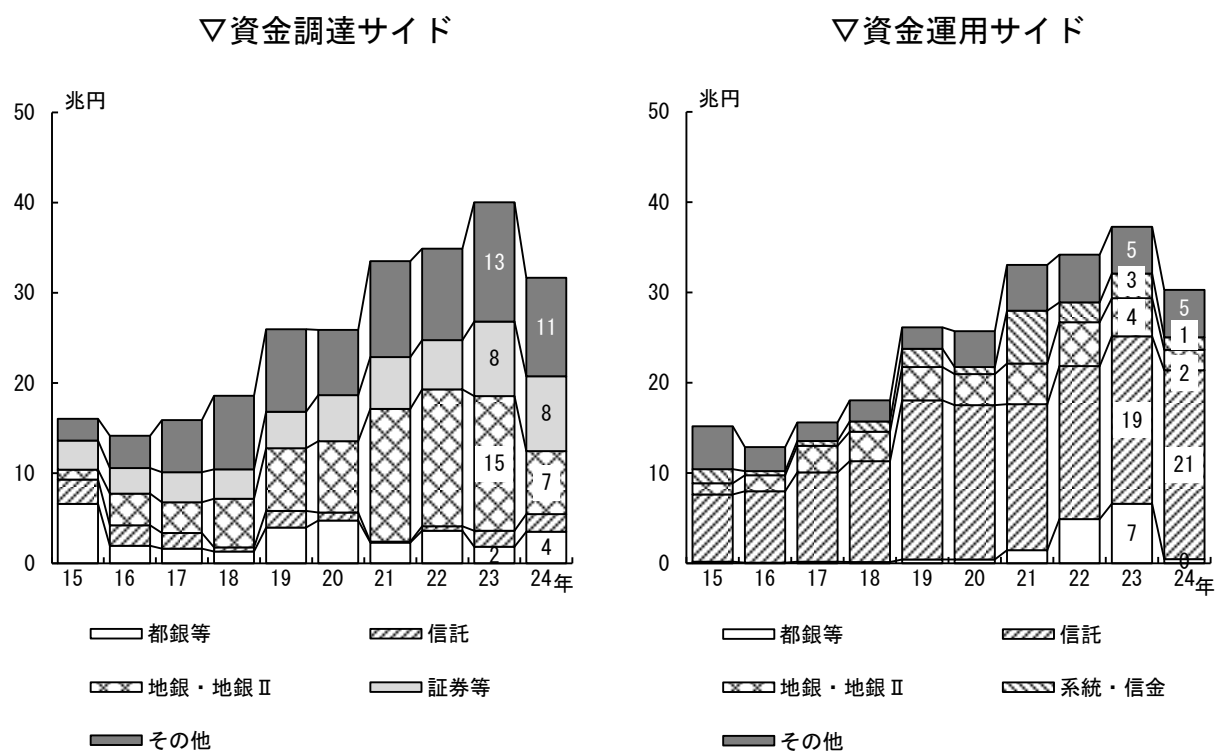
（注）「付利先」は補完当座預金制度の対象先。「非付利先」は同制度の非対象先。

図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

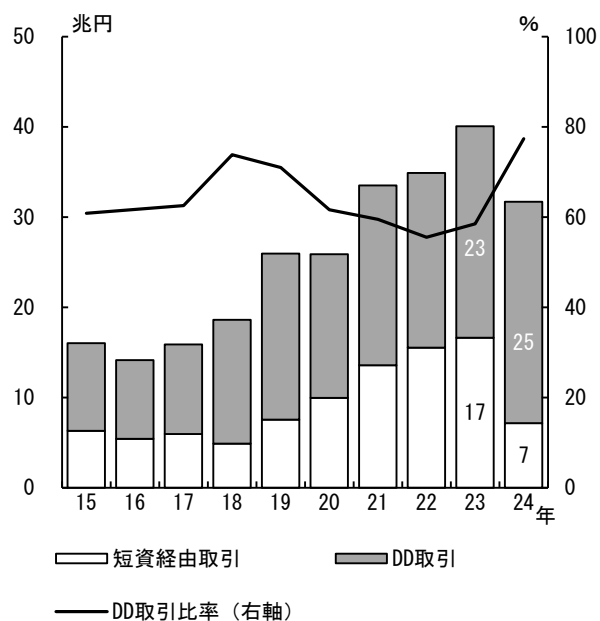


（注）資金調達サイド。

図表5 無担保コール市場の取引残高

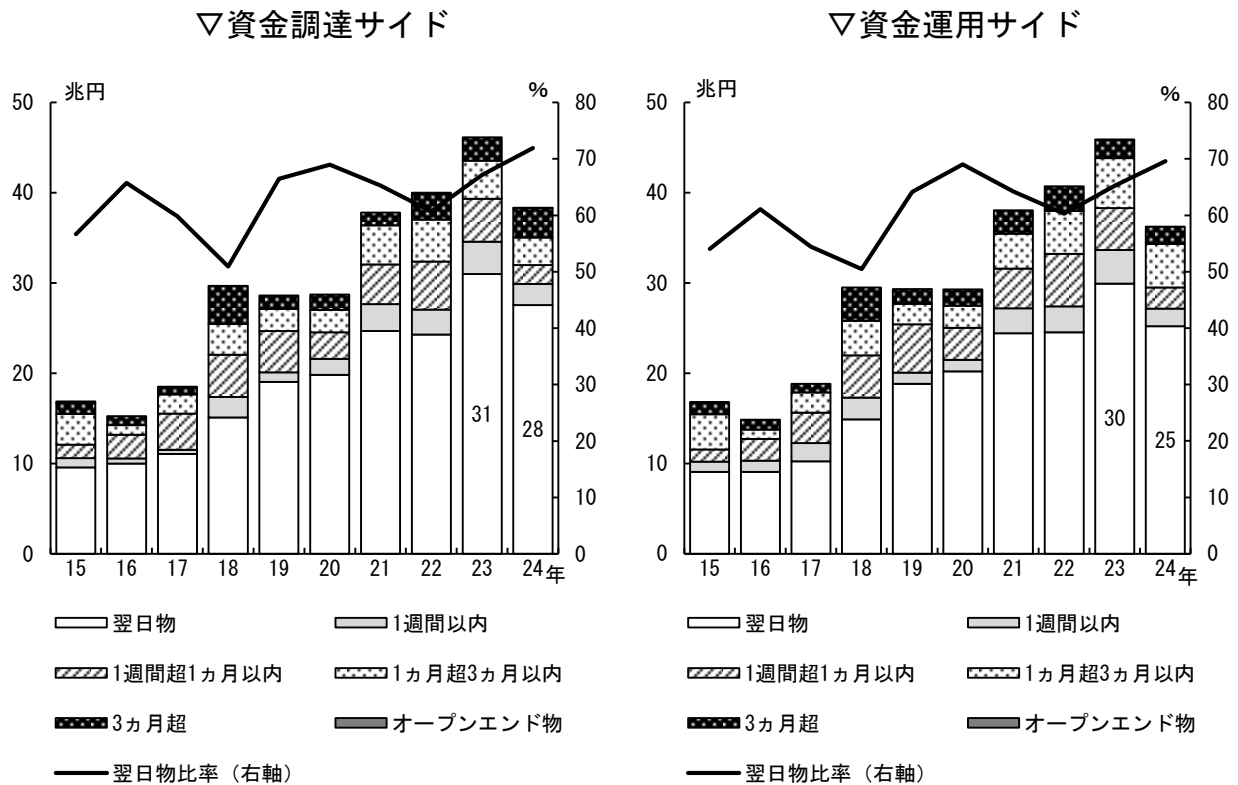


図表6 無担保コール市場の取引残高とDD取引比率



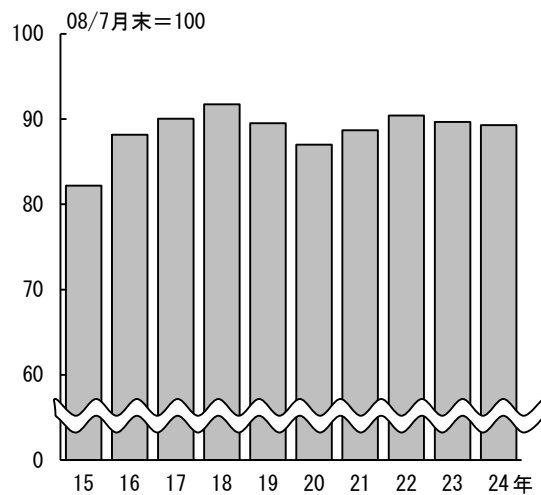
(注) 資金調達サイド。

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。

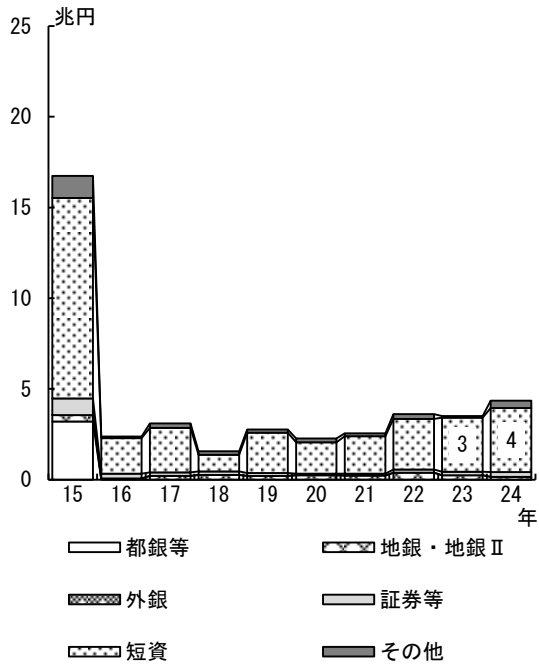
図表8 クレジットライン設定数の推移



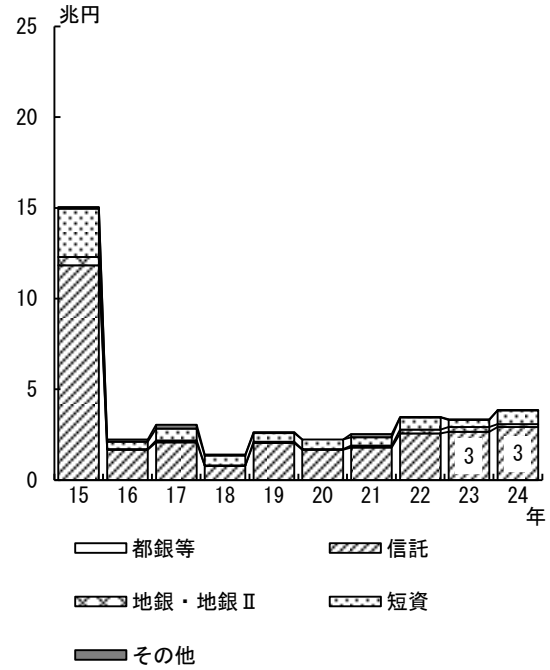
（注）短期金融市場の無担保取引（無担保コール、ユーロ円など）での、円資金運用のためのクレジットライン設定先数。対象は、08～24年の全てでクレジットライン設定数が確認できる先。合併等の影響は調整済。

図表 9 有担保コール市場の取引残高

▽資金調達サイド

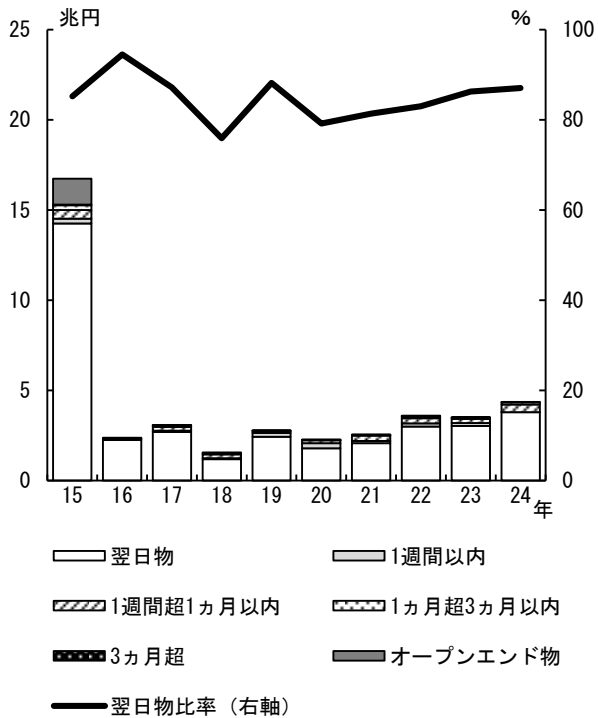


▽資金運用サイド

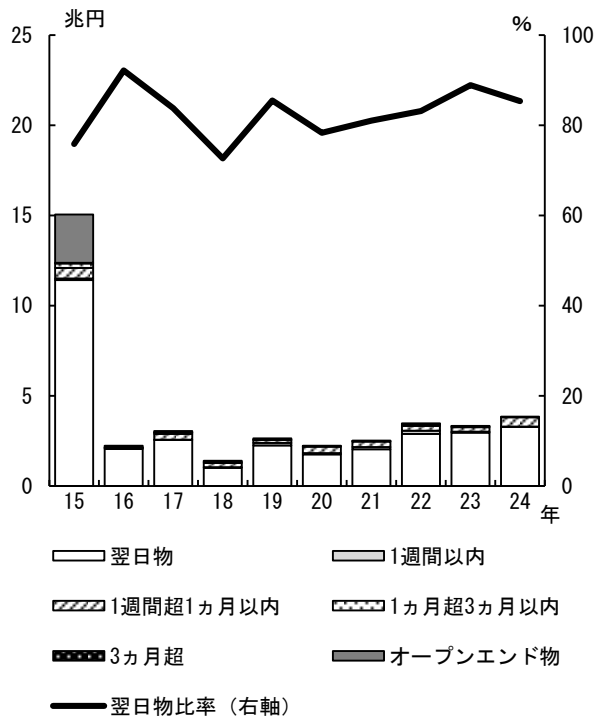


図表 10 有担保コール取引のターム別残高

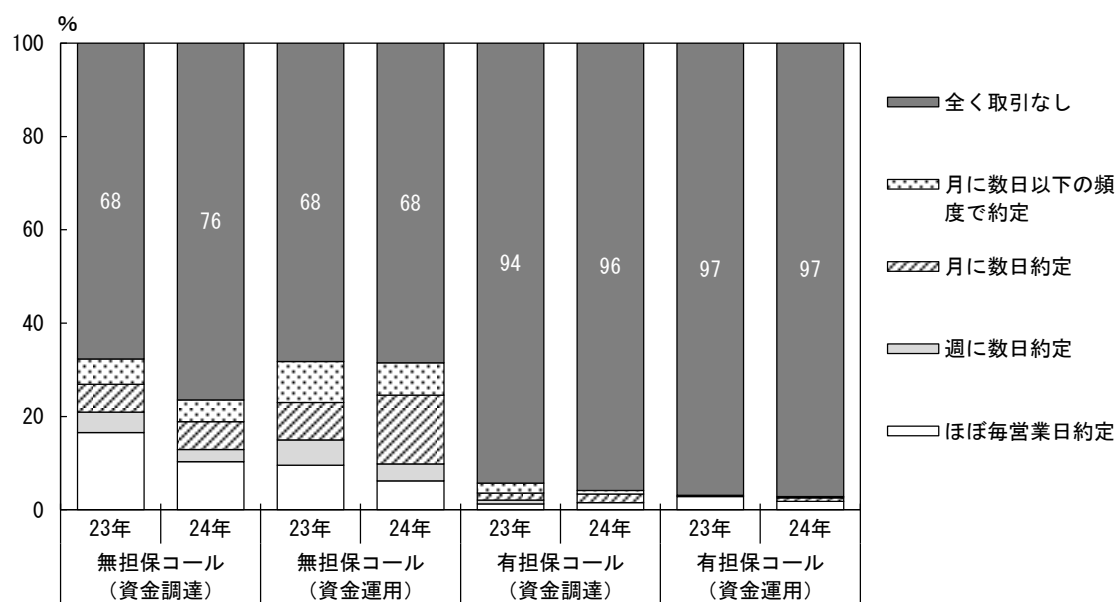
▽資金調達サイド



▽資金運用サイド



図表 11 コール取引の約定頻度

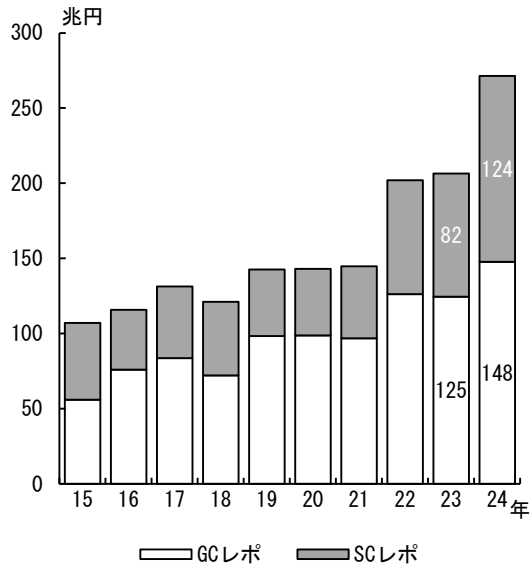


（注）各コール取引について、約定頻度別の回答先数の割合を示す。

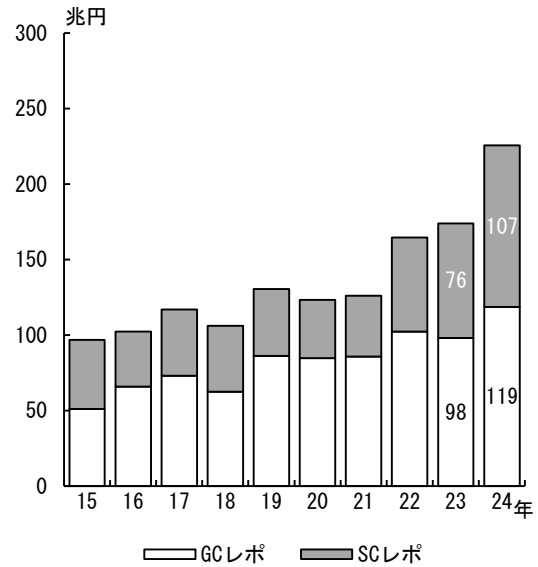
図表 12 レポ市場の取引残高

<取引の種類別>

▽資金調達サイド

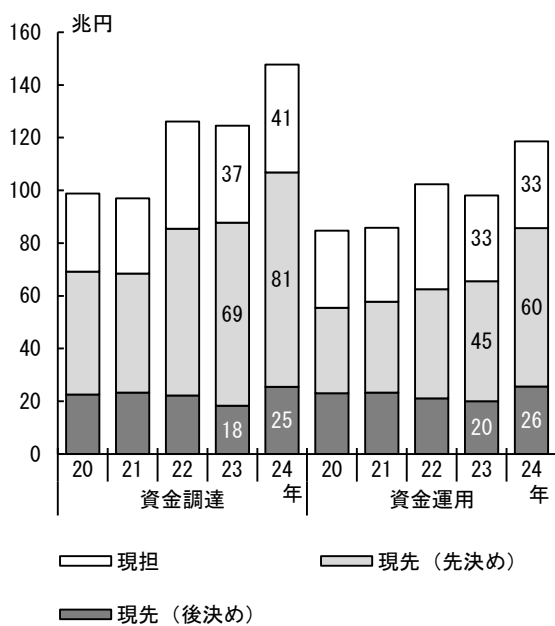


▽資金運用サイド

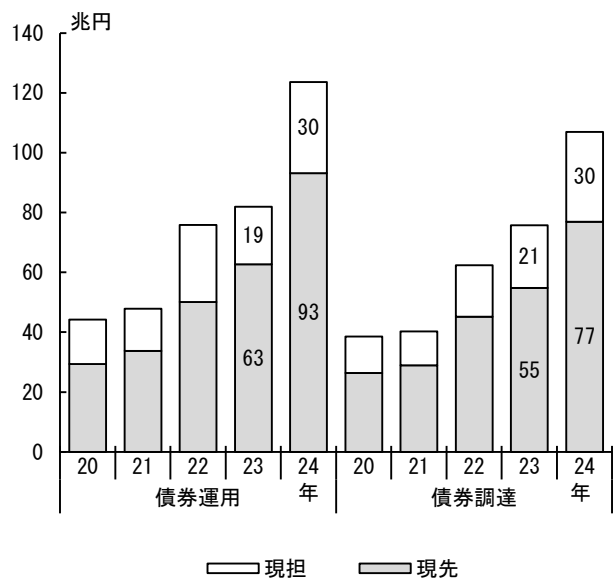


<契約形態別>

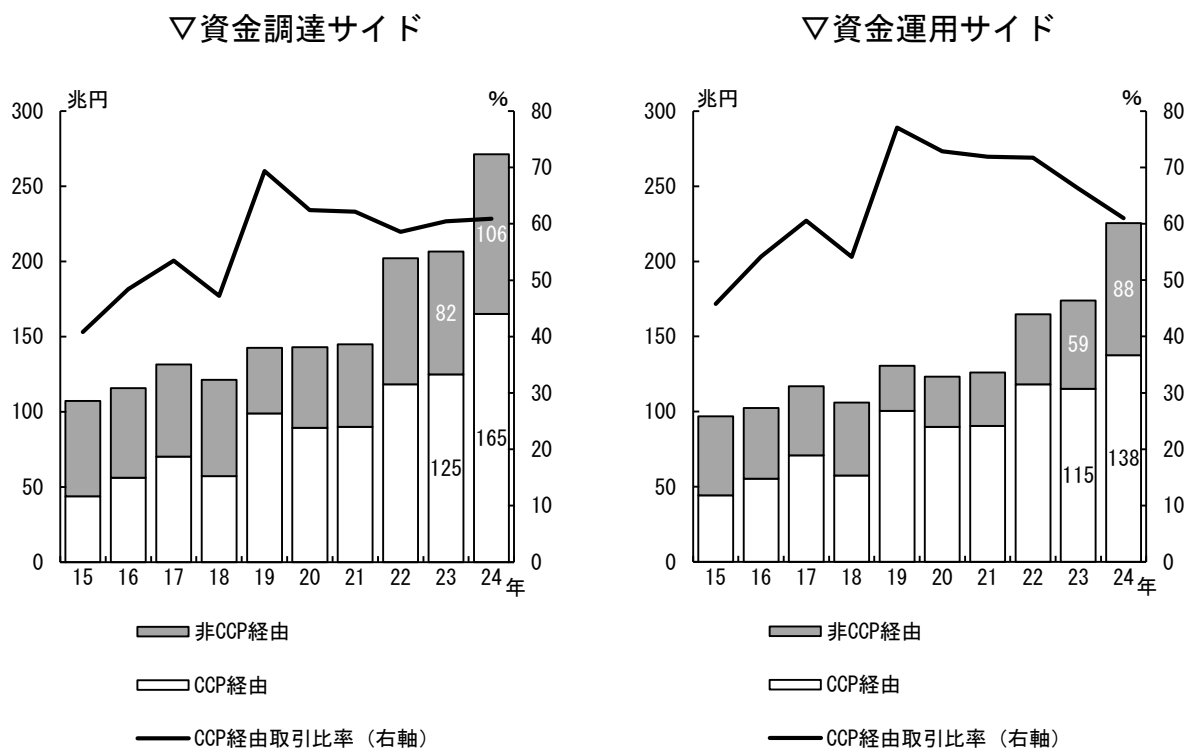
▽GCレポ



▽SCレポ



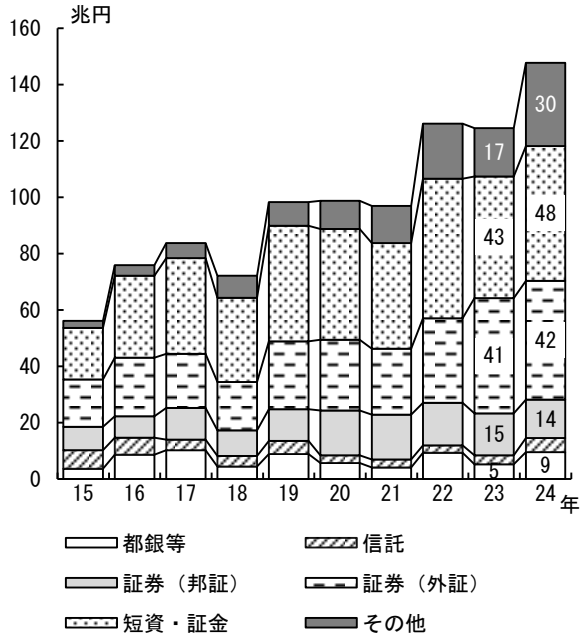
図表 13 レポ取引のCCP経由・非CCP経由別残高



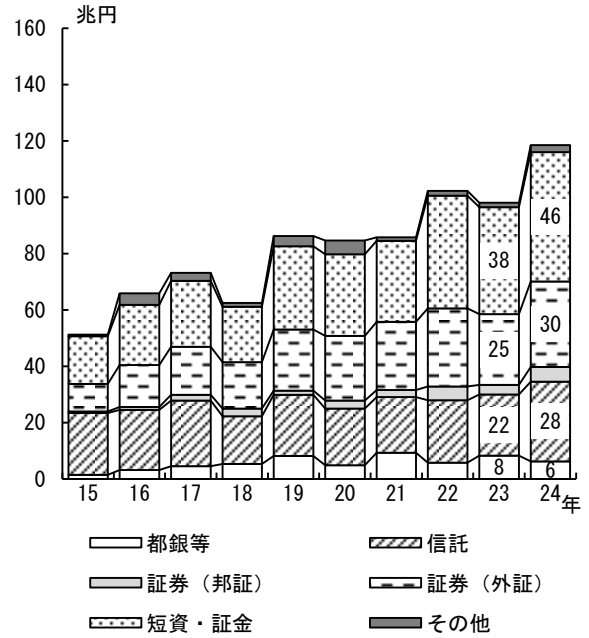
（注）「CCP経由」は、日本証券クリアリング機構（J S C C）を経由した取引。

図表 14 G Cレポ市場の取引残高

▽資金調達サイド

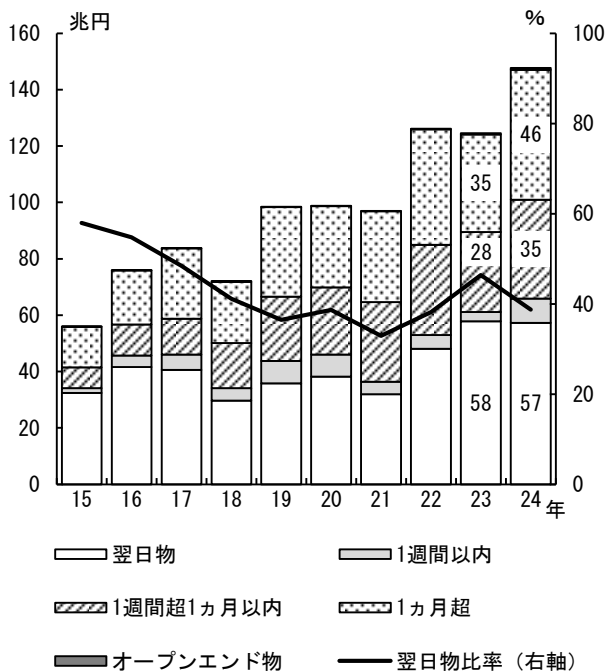


▽資金運用サイド

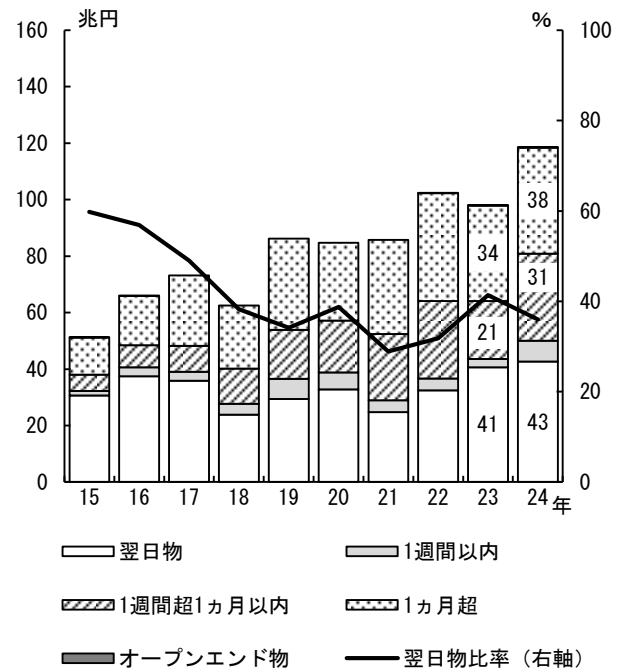


図表 15 G Cレポ取引のターム別残高

▽資金調達サイド



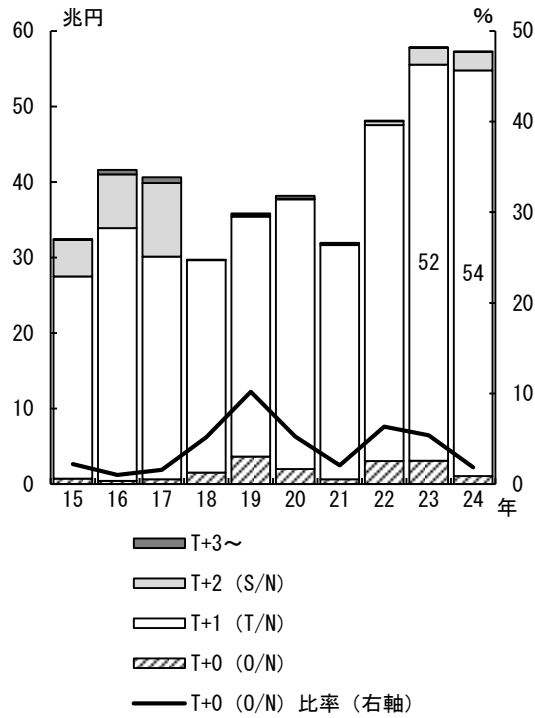
▽資金運用サイド



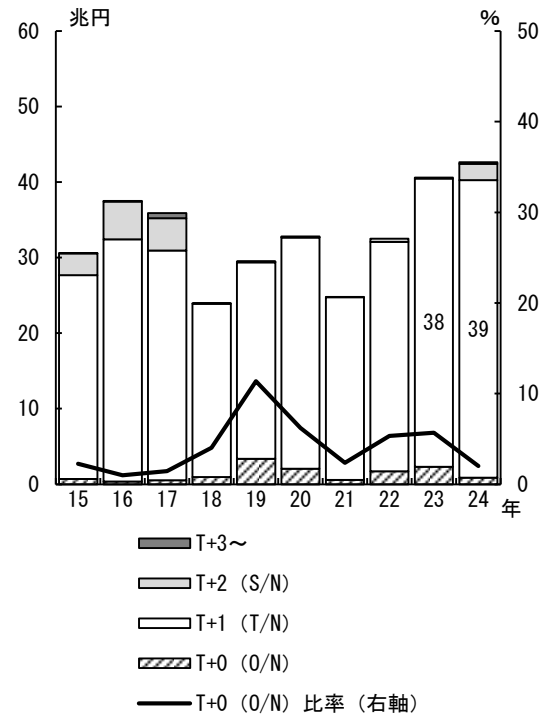
図表 16 G C レポ取引の約定日別残高

<翌日物>

▽資金調達サイド

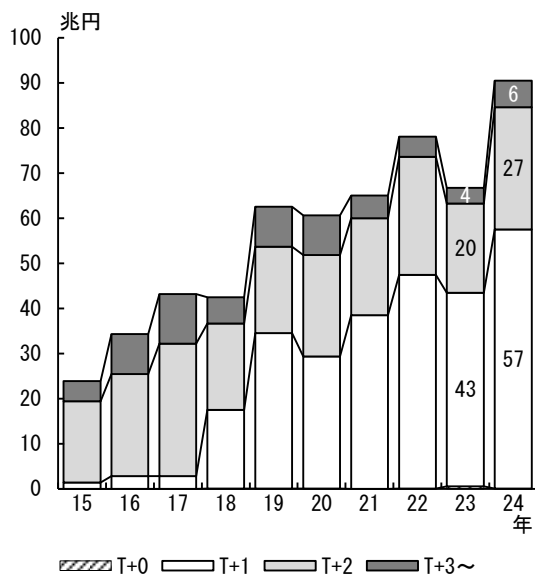


▽資金運用サイド

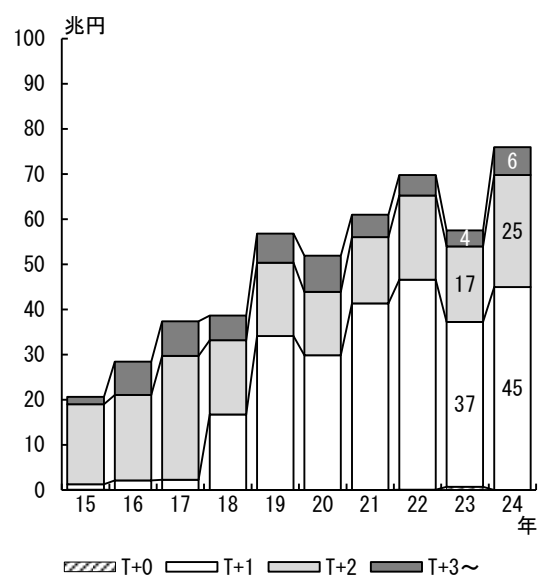


<ターム物>

▽資金調達サイド

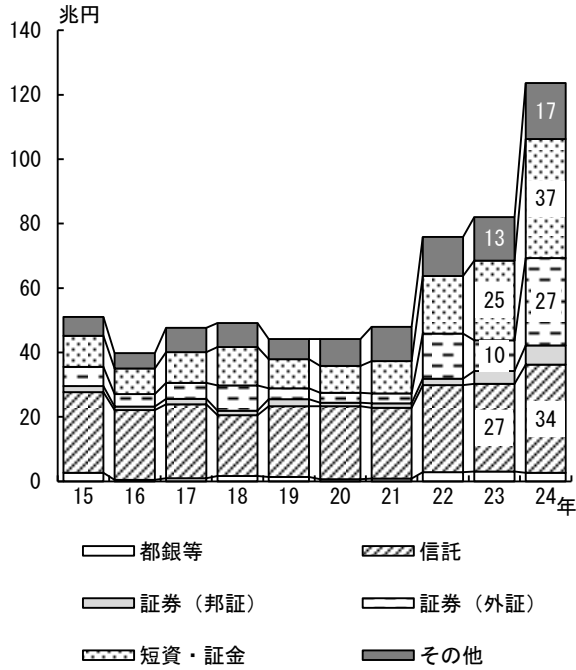


▽資金運用サイド

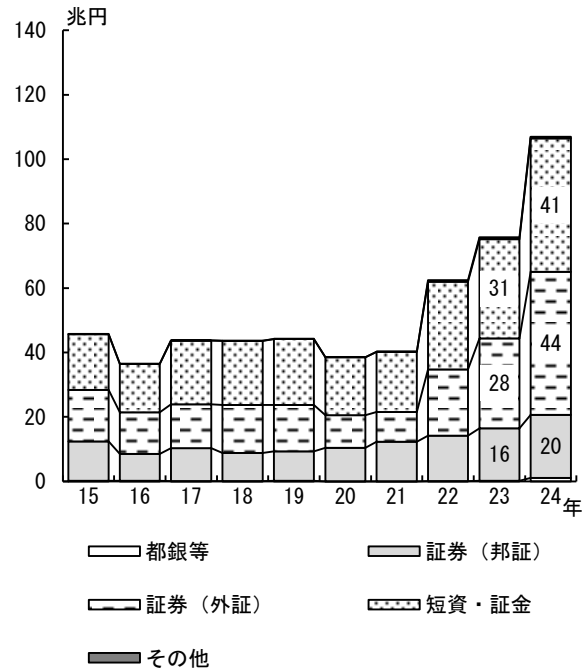


図表 17 S Cレポ市場の取引残高

▽債券運用（資金調達）サイド

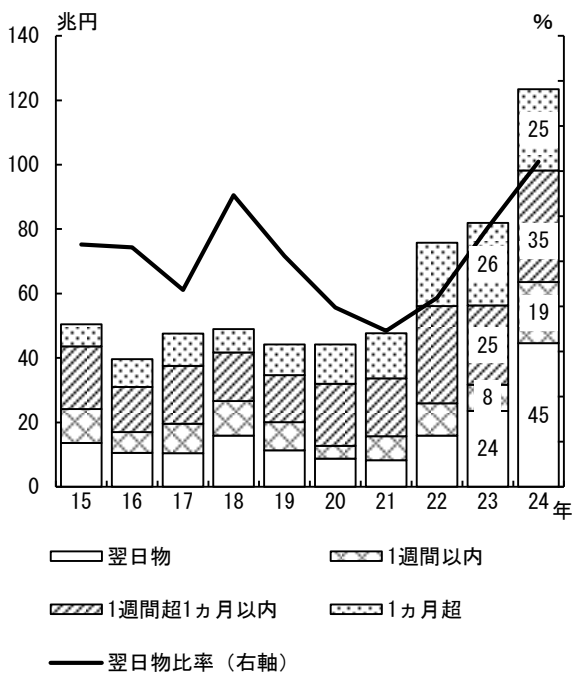


▽債券調達（資金運用）サイド

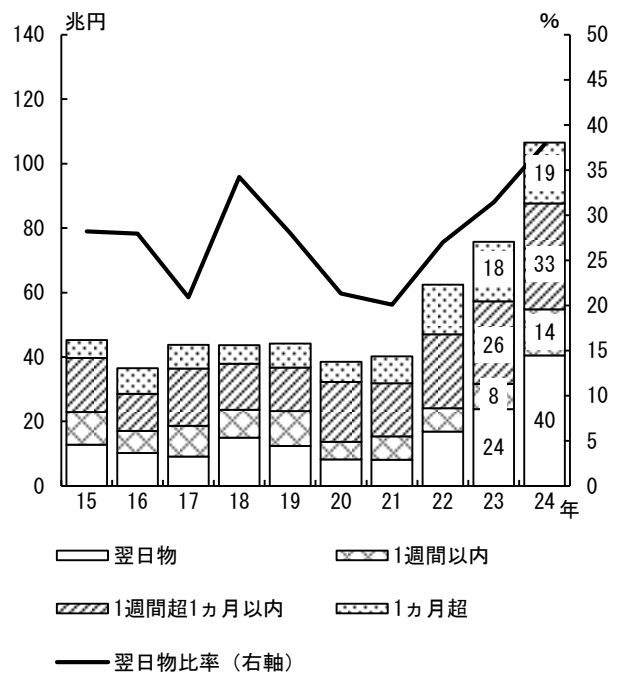


図表 18 S Cレポ取引のターム別残高

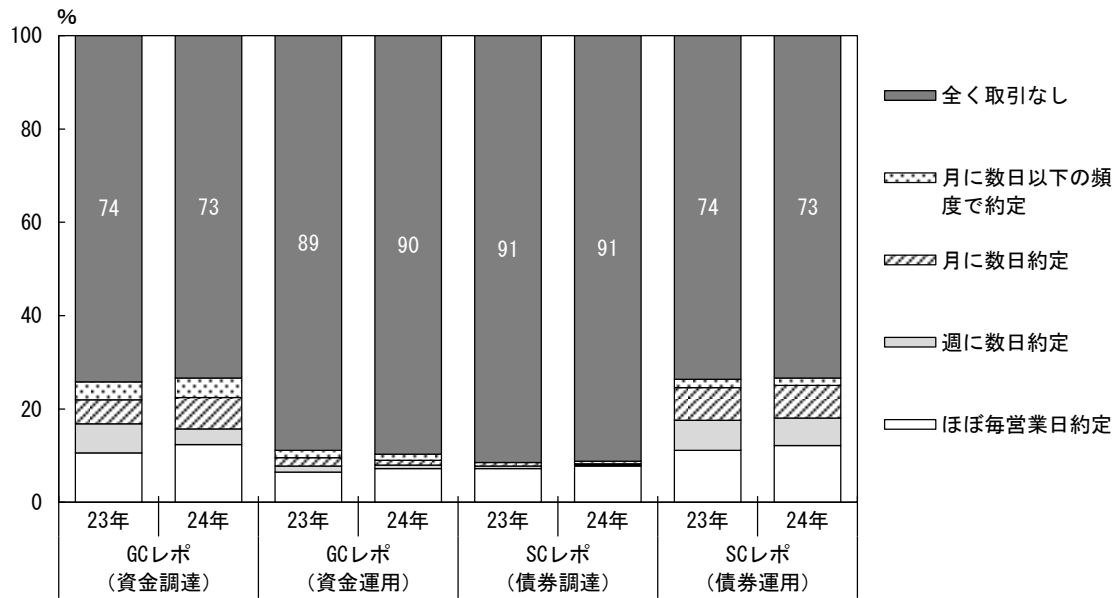
▽債券運用（資金調達）サイド



▽債券調達（資金運用）サイド



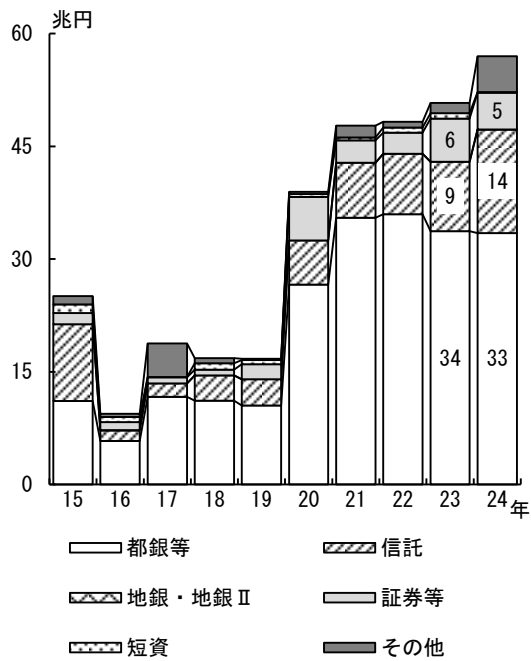
図表 19 レポ取引の約定頻度



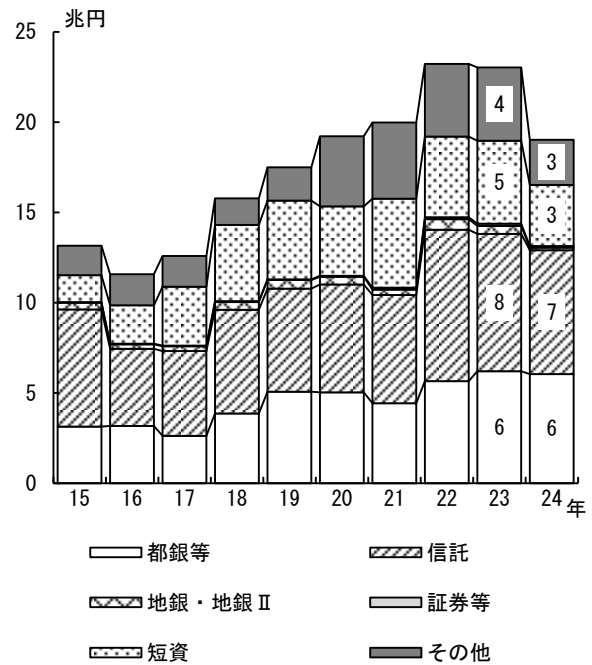
(注) 各レポ取引について、約定頻度別の回答先数の割合を示す。

図表 20 国庫短期証券・CPによる資金運用残高

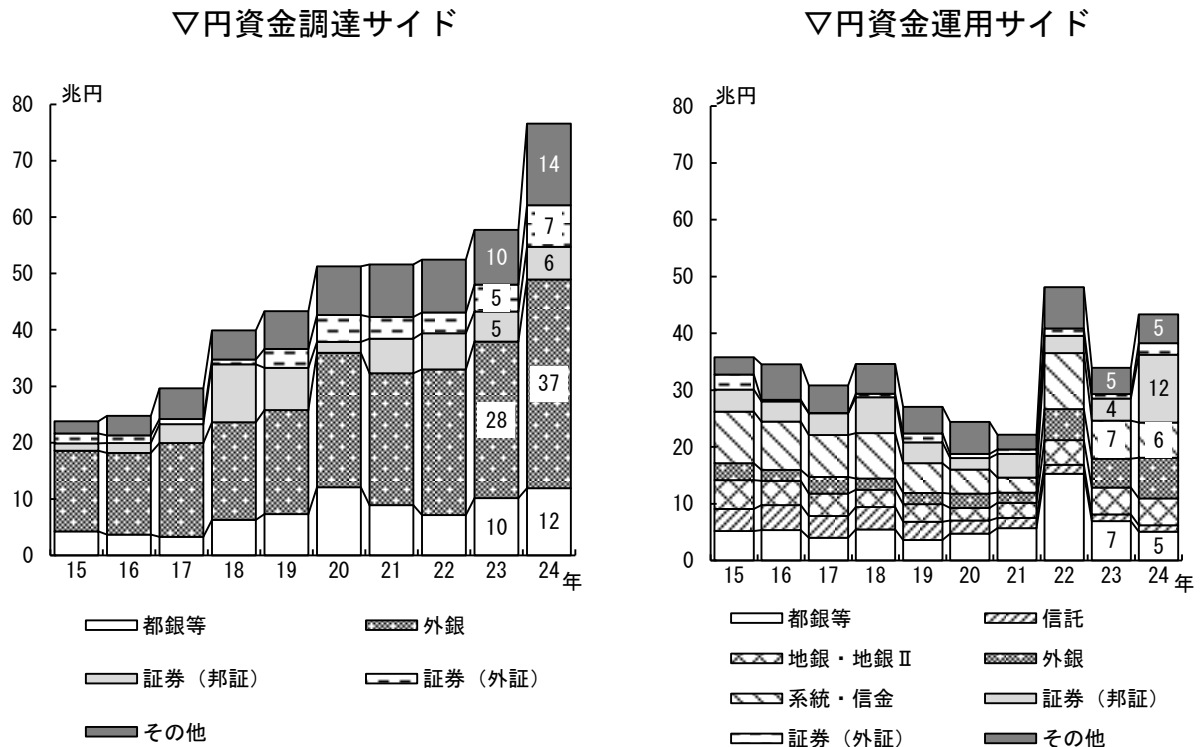
▽国庫短期証券による資金運用残高



▽CPによる資金運用残高

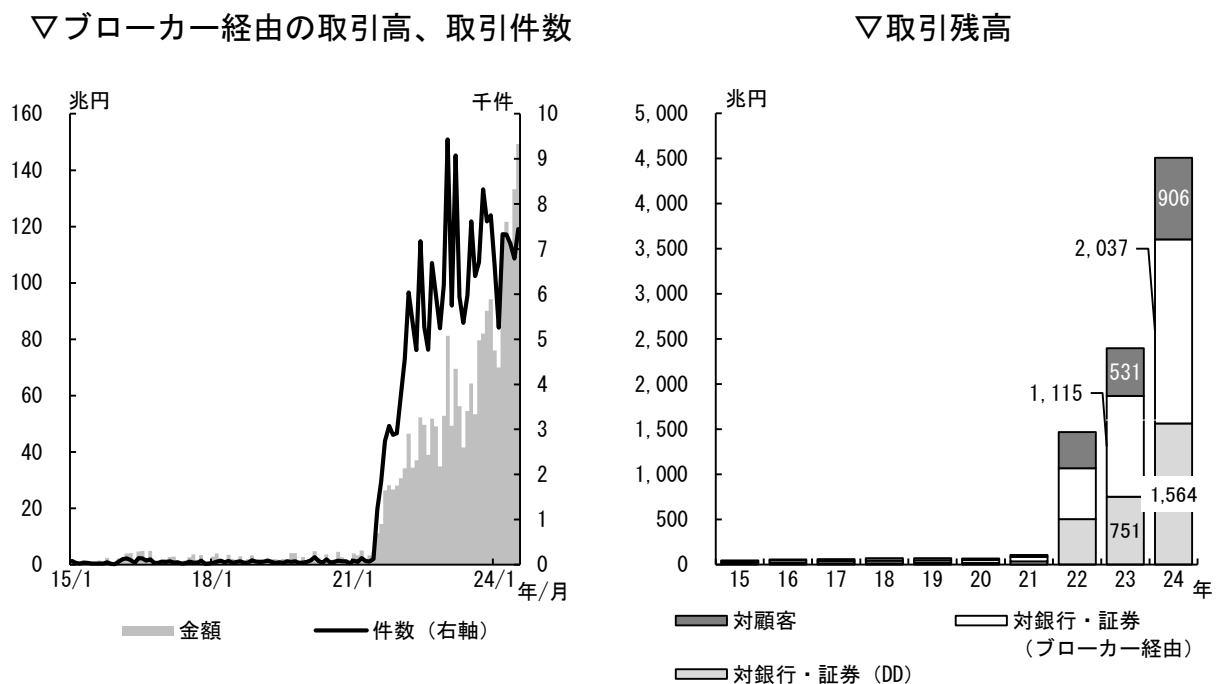


図表 21 海外との円資金取引残高



(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。

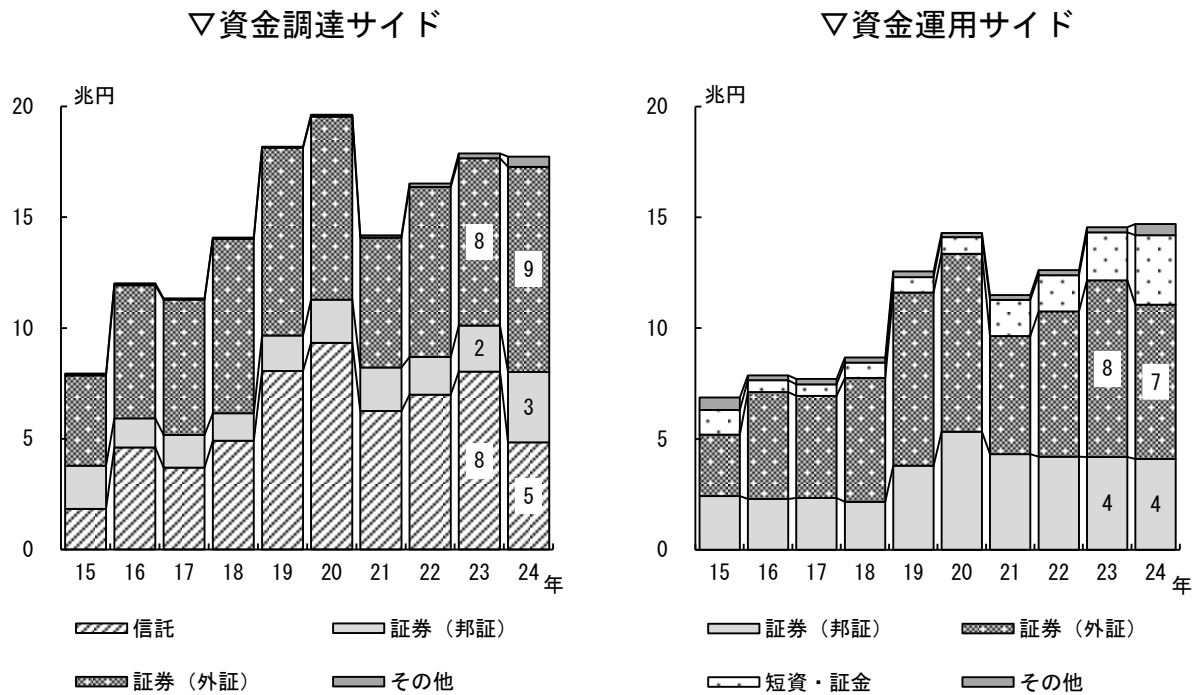
図表 22 円OIS取引の状況



(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

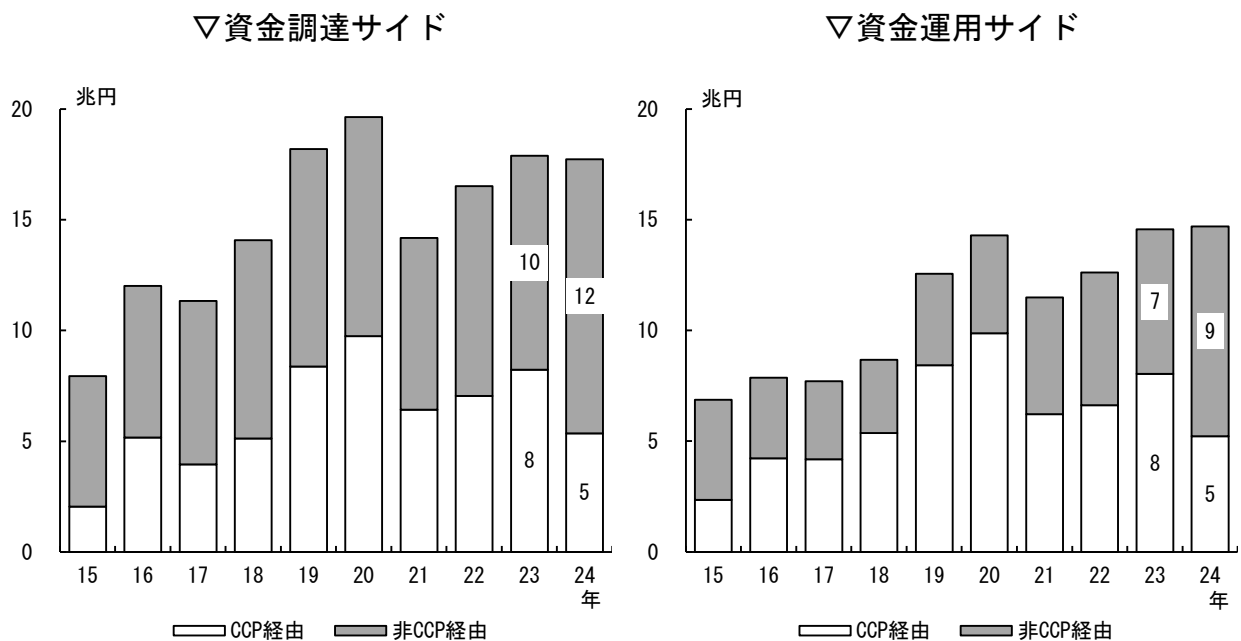
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 23 現金担保付株券等貸借取引の残高
 ＜業態別＞



(注) 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・非CCP経由別＞



(注) 「CCP経由」は、ほふりクリアリングを經由した取引。

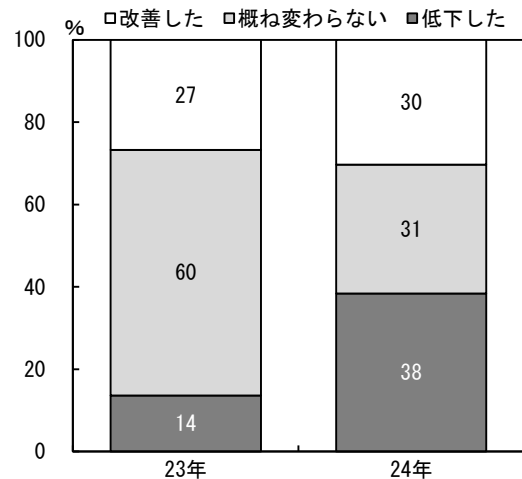
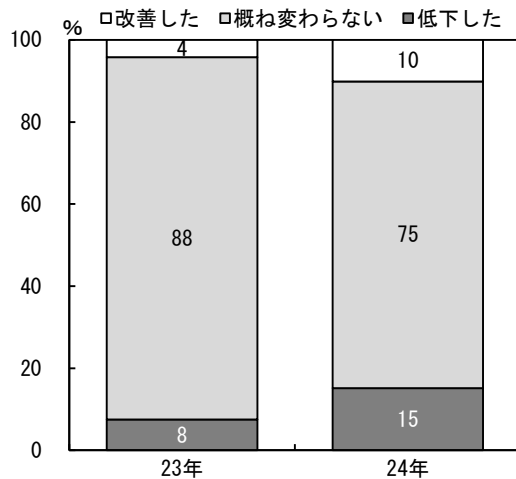
図表 24 短期金融市場取引に係る市場参加者の見方

＜機能度・収益性の変化＞

▽短期金融市場全体^(注1)

【機能度の変化^(注2)】

【収益性の変化^(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。

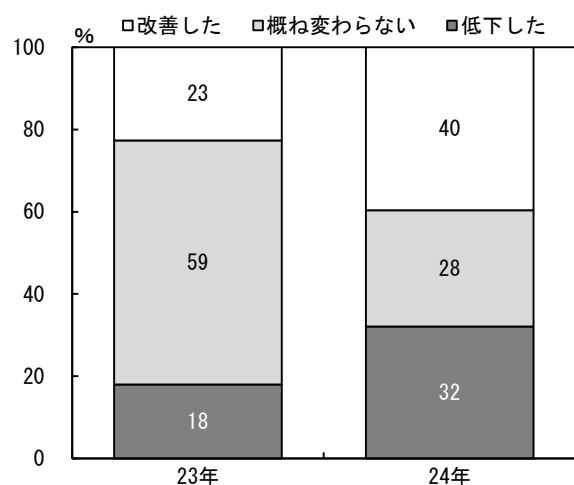
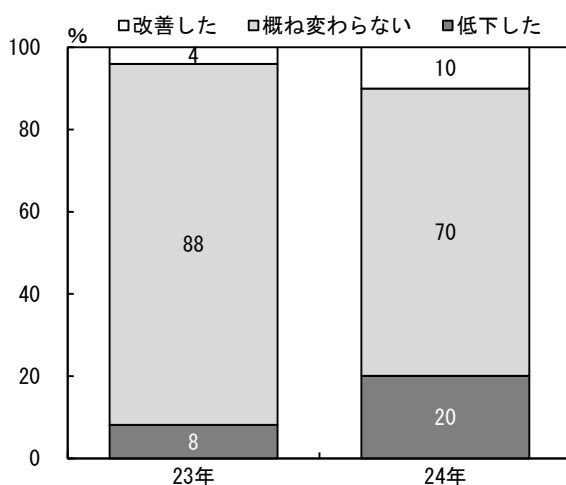
(注2) 機能度については、意図するレートや金額、ターム、カウンターパーティと取引を行いやすいかなどを勘案。そのうえで、前年同時期に比べ、短期金融市場の機能度がどのように変化したと感じているか調査（以下同様）。

(注3) 収益性については、運用利回りや調達コスト、取引量、固定費などを勘案。そのうえで、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を調査。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）。

▽無担保コール取引

【機能度の変化】

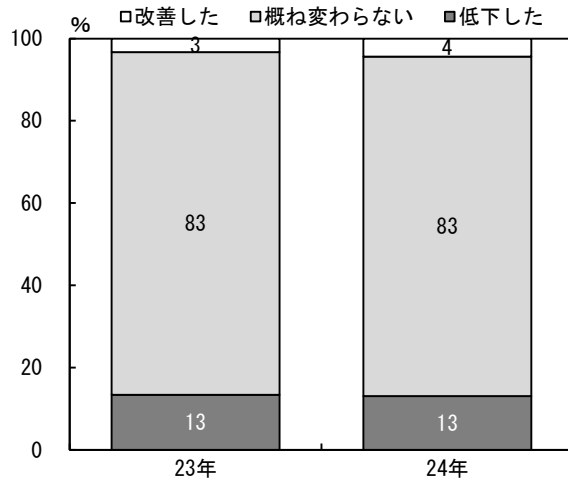
【収益性の変化】



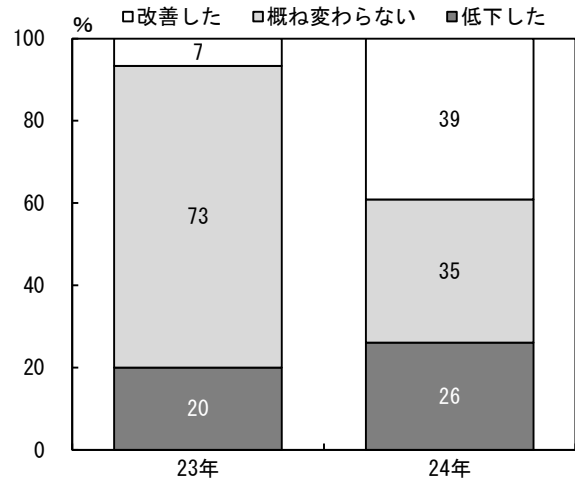
(注) 無担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽有担保コール取引

【機能度の変化】



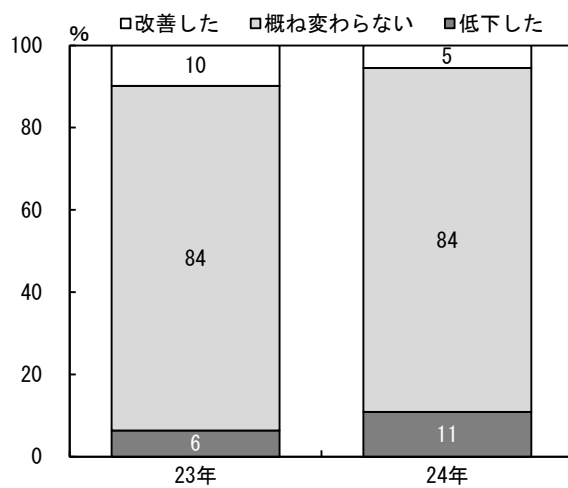
【収益性の変化】



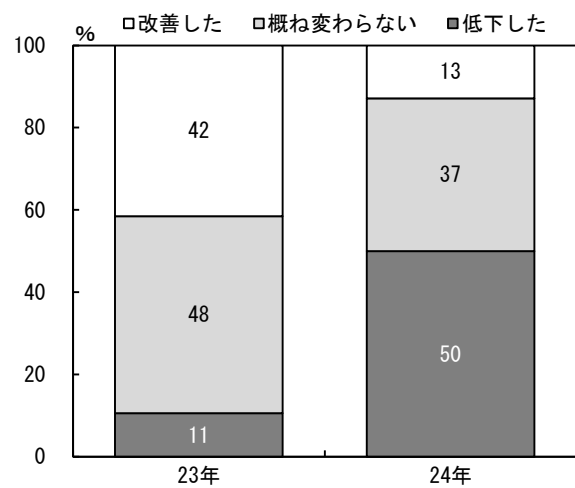
(注) 有担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽国債レポ取引

【機能度の変化】



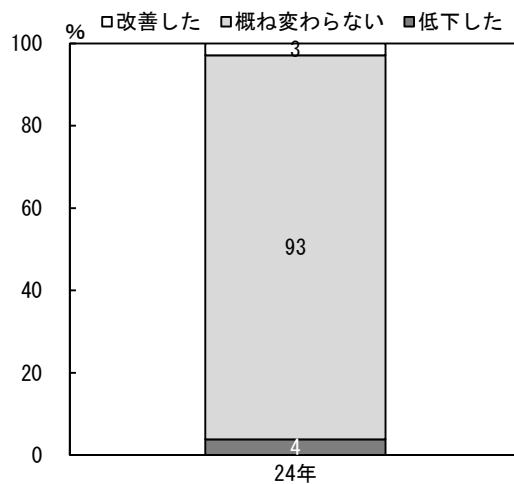
【収益性の変化】



(注) 国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

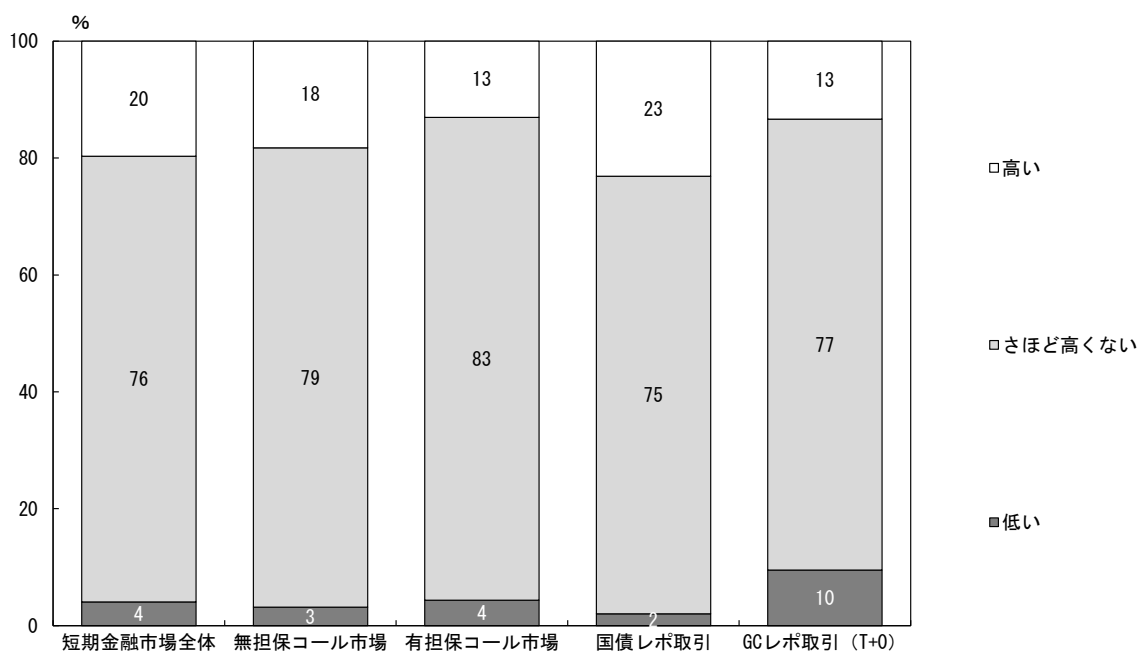
▽GC レポ取引（T+0）

【機能度の変化】



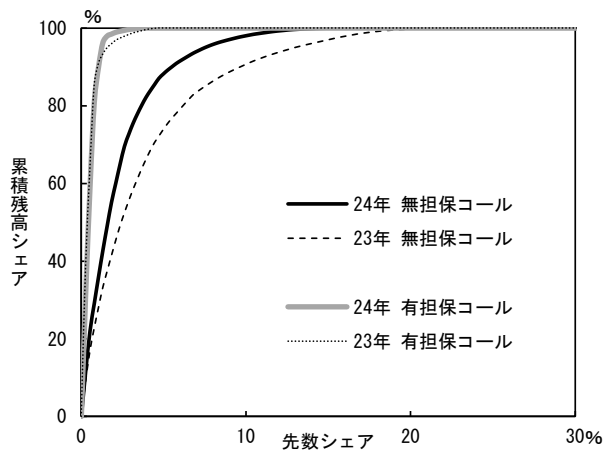
（注）国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

<機能度の水準>

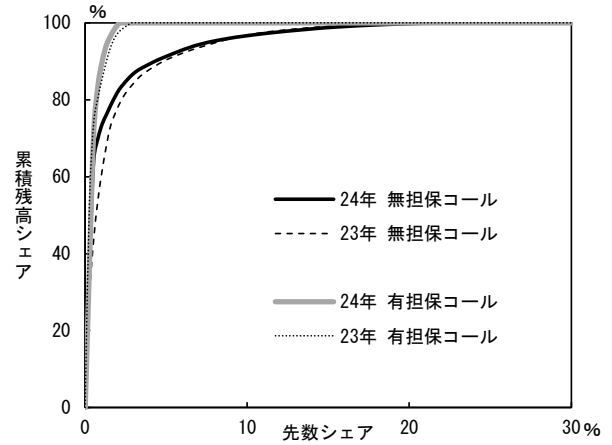


図表 25 各市場の取引集中度

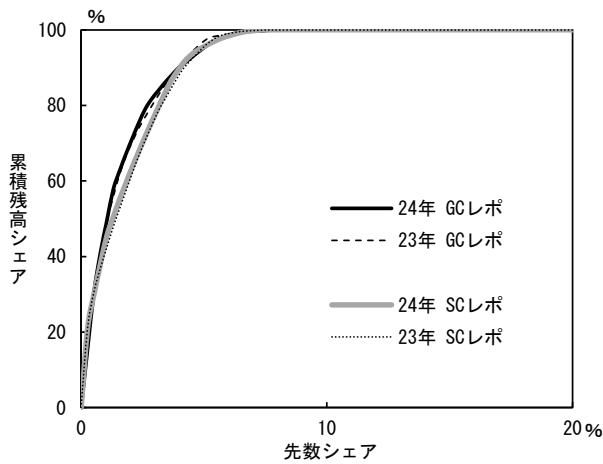
▽コール市場・資金調達サイド



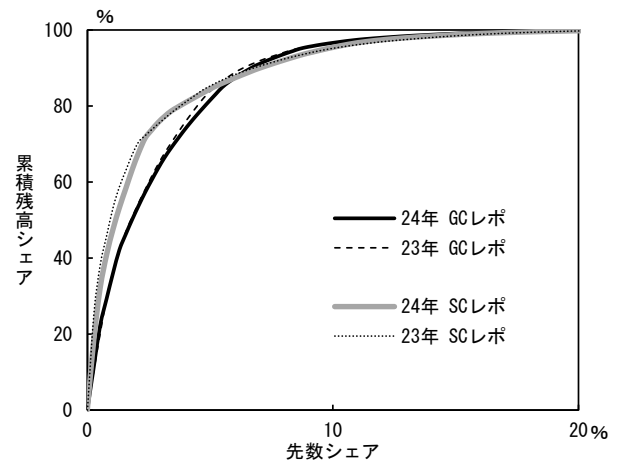
▽コール市場・資金運用サイド



▽レポ市場・債券調達サイド



▽レポ市場・債券運用サイド



以 上