

量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向

FINANCIAL MARKETS REPORT - SUPPLEMENT

日本銀行金融市場局
2006年7月31日

日本銀行は、本年4月5日に金融市場レポート・追録「量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」を公表し、量的緩和政策の下で大幅に縮小した短期金融市場が機能を回復していくにあたっての課題や留意点を示した。本レポートは、3か月強を経過して、短期金融市場にどのような変化がみられたか、機能の回復はどの程度進んだかを整理したものである。ポイントは、以下のとおりである。

- ・ 無担保コール市場は、オーバーナイト取引を中心に規模が拡大した。証券会社、外国銀行が主要な資金の取り手として調達額を増やす一方、出し手にも広がりが出てきている。クレジット・ラインの整備も相応に進捗しており、当日の余剰資金が市場で運用される傾向が強まっていることが窺われる。もっとも、クレジット・ラインは取り手・出し手の変化に応じてさらに拡充させていく余地があるほか、金利がゼロ%近傍ではコスト対比運用メリットが小さいとして資金放出を控えている出し手が引続き存在すること、常時必要とする資金を調達できるかについて取り手に十分な安心感が醸成されていないことなど、一層の機能回復の余地も残されている。
- ・ 有担保コール市場は、量的緩和政策解除後、市場規模が幾分縮小した。無担保コールやレポ・現先（以下「レポ」と総称）、円転・ユーロ円など、短期金融市場の間での裁定が活発化し始めたが、有担保コール市場はこうした動きとはやや分断された状況が続いた。
- ・ レポ市場は、オベ減額に伴い、代替的な資金需要がまずこの市場に向かったこともあって、翌日物取引を中心に拡大した。もっとも、レポでの運用体制を整えていない資金の出し手が少なくないことから、出し手の広がりには乏しく、局面によっては、レポレートが高止まりないし振れやすいことが意識されている。
- ・ 量的緩和政策解除後の翌日物金利の動きをみても、日銀当座預金残高が相当程度減少した5月以降、レポレートがいち早く上昇し、これが裁定を通じて円転レートや無担保コールレートなどに波及する形となった。ただ、レポレートが無担保コールレートなどに比べて高止まりする傾向が続くなど、レポ市場と無担保コール市場等との間の資金の流れ・裁定が、必ずしも円滑ではない面も窺われた。
- ・ 以上、短期金融市場を全体としてみると、金利が強含みないし上昇に転じ、変動幅も拡大する下で、各種の市場間の裁定も含め取引が活発化し、資金の循環が円滑化するなど機能回復が進んでいる。7月の政策金利引上げに伴って、さらに機能の回復が進んでいくと予想される。
- ・ その際、市場間の資金の流れを一層円滑にし、より安定的な金利形成を実現していく観点からは、①クレジット・ラインの適切な設定・拡充などを通じて無担保取引を円滑化していくこと、②より多くの市場参加者が有担保での取引体制を整えていくとともに、即日での取引を含め、レポや有担保コールといった有担保市場の流動性、効率性を高めていくことが、重要な課題となっているように思われる。

(注) 本稿は、基本的に7月13、14日の政策委員会・金融政策決定会合における政策金利の引上げの前までの情報に基づいている。

1. 市場別にみた変化

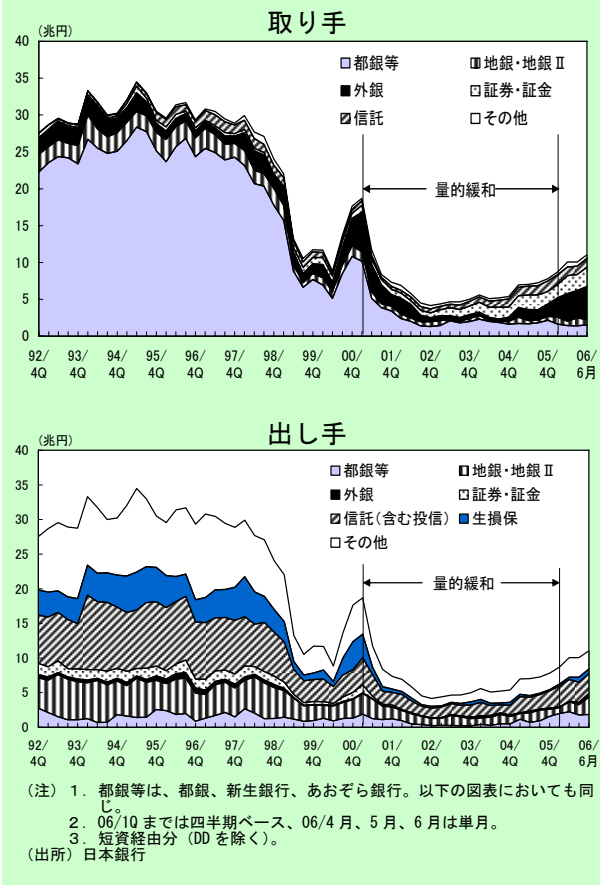
以下では、まず市場別に、量的緩和政策解除後の変化を概観する。

なお、本稿の作成にあたっては、日本銀行の金融市場調節の相手先をはじめとする約150社（以下「オペ先等」）に対してアンケート調査を依頼し、協力を頂いた（6月16～29日実施）。以下では、その結果についても一部紹介する。

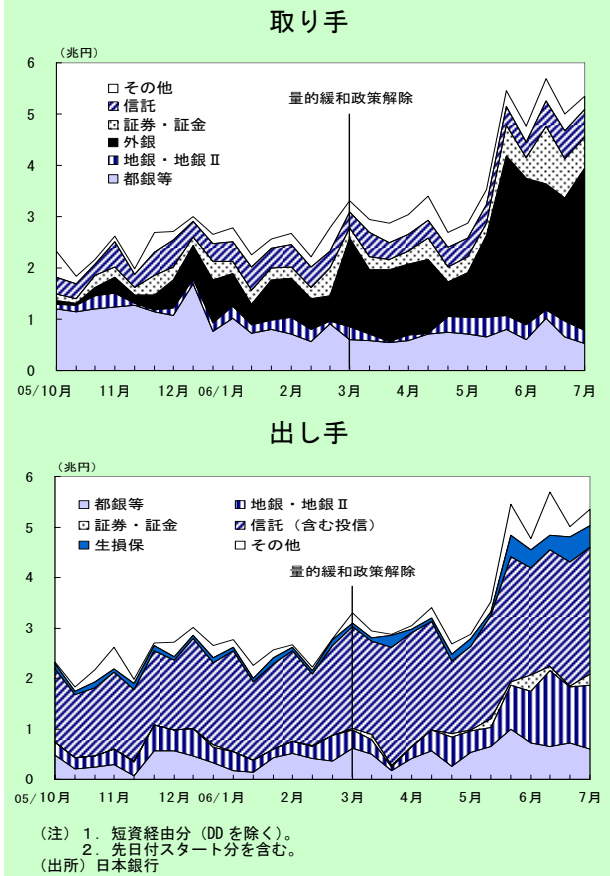
(1) 無担保コール市場

無担保コール市場の残高は、昨年以來徐々に増加傾向にあったが、量的緩和政策解除後さらに拡大し、6月末残高は量的緩和政策解除直前の2月末対比で2兆円強増加している（図表1）。増加分は、専らオーバーナイト物（O/N物）の増加によるものである（図表2）。取り手は外国銀行（以下「外銀」）・証券会社（「証券」）の増加が顕著である。一方、出し手は、コールレートの上昇につれ、地方銀行（「地銀」）、生命保険会社（「生保」）、投資信託（「投信」）などが回帰しつつある。このように、全般的に、当日の余剰資金が無担保コール市場で融通される動きが広がってきている。

【図表1】無担保コール市場残高の推移



【図表2】無担保コールO/N物残高の推移

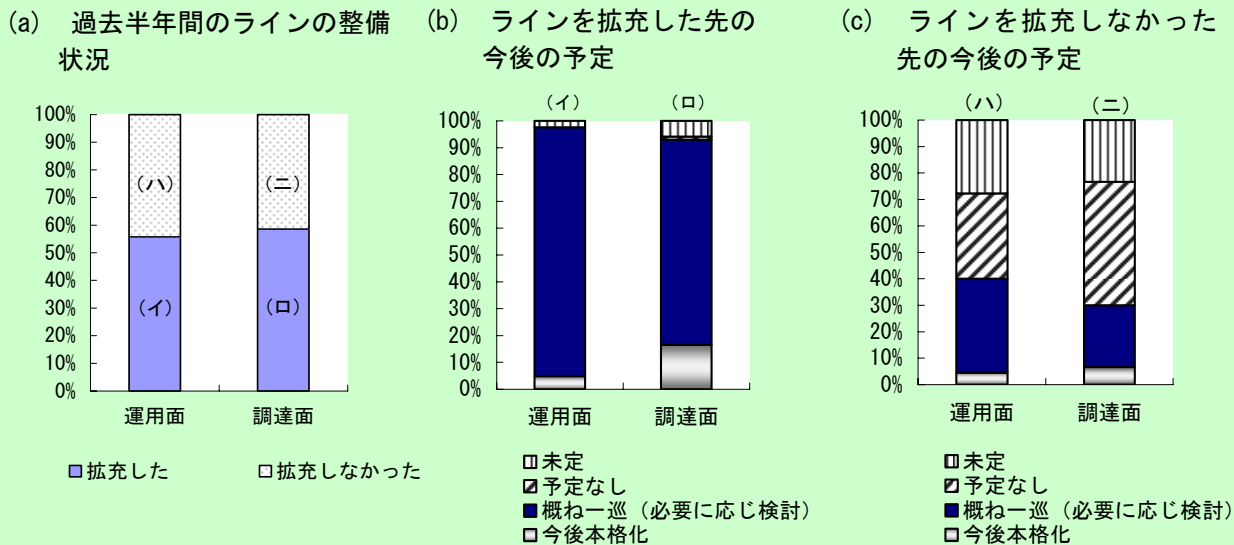


(クレジット・ラインの整備は進捗)

無担保コール市場の市場機能面での課題の1つはクレジット・ラインの再構築であるが、この点では着実な進捗がみられた。図表3(a)は、オペ先等の過去半年間のクレジット・ラインの整備状況をみたものであるが、運用面・調達面双方とも約6割の先が、過去半年の間にクレジット・ラインの拡充を実施している。そのうち、8～9割は「(必要に応じてさらに拡充を検討するが)既に概ね作業が一巡している」と回答している（図表3(b)）。

一方、過去半年の間にクレジット・ラインを拡充していない先が約4割あるが、これらの先は今後の検討にもそれほど積極的ではないことが判る（図表3(c)）。この理由についてアンケートでは聞いていないが、後述する図表5・問1のアンケート結果と併せ考えると、これら4割の先は、ラインの整備を具体的に進めるには金利のはっきりとした上昇が必要と考えているものとみられる。

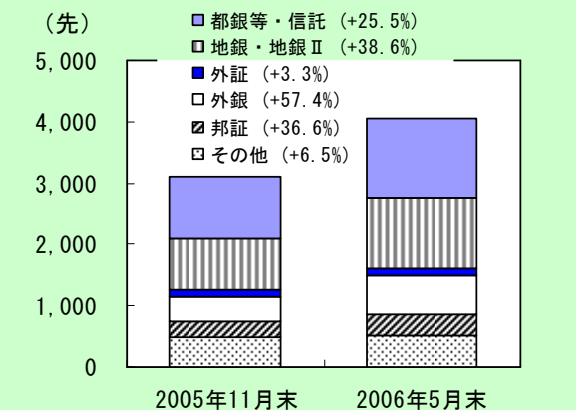
【図表3】 オペ先等の過去半年間のライン整備状況等



また、図表4は、オペ先等が資金調達のためのクレジット・ラインを何先の取引相手から設定してもらっていると認識しているかを尋ねた結果であるが、昨年11月末の約3,000先から、本年5月末には約4,000先と約3割増加している。業態別にみると、地銀・地銀Ⅱ、外銀、本邦証券などが大きく増加している。

以上の計数はいずれも先数ベースであるが、取引金額の大きい先ほどクレジット・ラインの整備を進めてきていることを勘案すると、金額ベースでは上述の計数でみる以上に整備が進んでいると考えられる。以上の点を踏まえると、クレジット・ラインの拡充は、ゼロ金利の下で想定し得るものとしては相応に進んできたと評価できる。7月の政策金利引上げに伴って、ライン拡充の動きが今後さらに広がっていくかどうか注目される。

【図表4】 オペ先等のクレジット・ライン被設定先数の変化 (調達サイド)



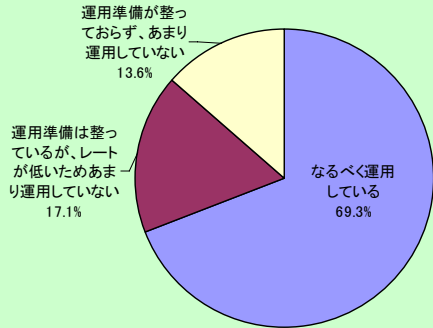
(調達での利用にはなお慎重)

アンケートでは、無担保コール市場を実際にどの程度利用しているかについても質問した(図表5)。問1は、資金運用面から「当日に超過準備が存在している場合、その余資についてコール市場等の当日資金市場で放出をしているか」を尋ねたものであるが、7割の先が「なるべく運用している」とし、残りの3割が市場金利の上昇や事務体制の整備が必要としている。

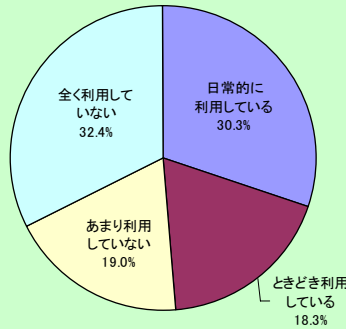
図表5・問2~3は、資金調達面での利用状況についての質問である。問2「資金繰り上、コール市場等の当日資金市場での調達をどのように利用しているか」では、日常的に利用している先は3割、ときどき利用している先が2割弱で、5割強の先はあまり(または全く)利用していない。さらに、問3「他の短期金融市場との裁定機会がある場合、コール市場等の当日資金市場で調達するといったオペレーションを行っているか」では、「あまり行わないようにしている」とした先が7割に上った。問2、問3の回答結果からは、全体的に無担保コール市場での調達には、なお慎重な傾向が窺える。これは、無担保コール市場において誰が安定的な出し手・取り手となるかや資金のオペラビリティについて依然不確実性が強く、安心して利用し難いと感じられていることを示唆している。こうした認識は、市場参加者が保守的な資金繰り——例えば、日銀当座預金残高を厚めに残す、O/N物でファンディングしてターム物や他市場で運用するポジションを作り難いなど——をする背景となっていると考えられる。

【図表5】 オペ先等の当日資金市場における運用・調達状況

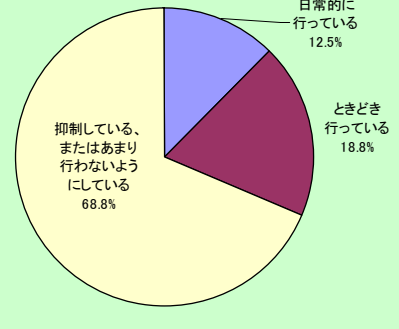
問1. 当日に超過準備が存在している場合、その余資についてコール市場等の当日資金市場で放出していますか？



問2. 資金繰り上、コール市場等の当日資金市場での調達をどのように利用していますか？



問3. 他の短期金融市場との裁定機会がある場合、コール市場等の当日資金市場で調達するといったオペレーションを行っていますか？



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

(2) 有担保コール市場

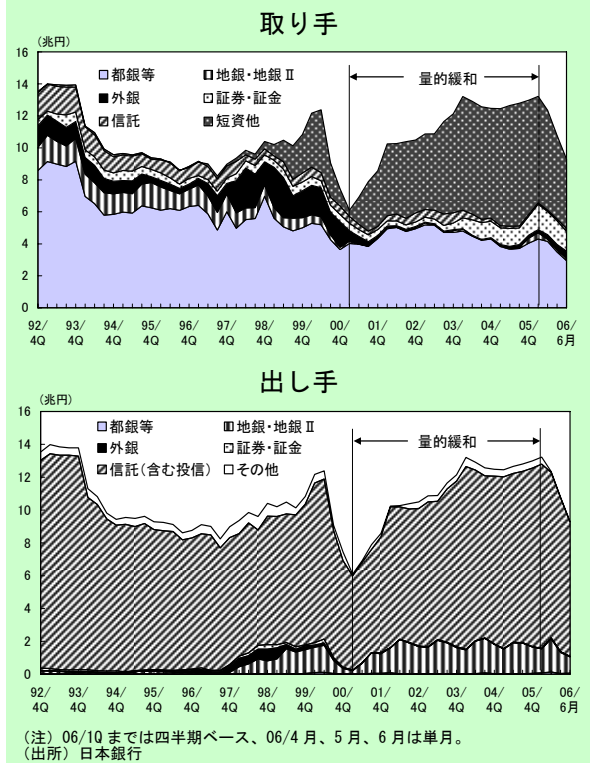
有担保コール市場の残高は、信託銀行(投信等)、地銀などが無担保コール市場など他の短期金融市場に運用を一部シフトさせたことを主因に幾分減少した(6月末残高は2月末対比で▲4兆円弱。図表6)。

(機能面で大きな変化はみられず)

有担保コール市場は、少数の大口出し手と大口取り手が中心の市場となっている。また、国債担保取引も含め資金と担保が同時に受け渡されないことが多いこと(非DVP)、そうした下で短資会社(以下「短資」)が出し手と取り手の間に介在する短資ディーリング形式(短資が自己勘定で金額のミスマッチや資金・担保の受渡しにかかる時間差のバッファーになっている)が中心であることなどの課題を抱えている。

量的緩和政策解除後も、これらの点に大きな変化はみられていない。また、後述するとおり、無担保コール市場、レポ市場、円転・ユーロ円市場の間では、ある程度資金移動や裁定がみられ始めている中で、有担保コール市場はこうした動きからやや分断された状況が続いた。有担保コール取引の担保は、時価ではなく額面で評価され、担保掛目も同じ有担保取引であるレポに比べて低くなっている(図表7)。資金の取り手にとって不利になるため、足許資金需要が旺盛な証券や外銀が有担保コール市場をあまり利用しない一因になったと考えられる。

【図表6】 有担保コール市場残高の推移



【図表7】 有担保コールとレポの比較(国債の場合)

	有担保コール	レポ
担保評価の基準	額面	時価
担保掛目	TB・FB 100/103(≒97%) 利付国債 100/110(≒91%) とするのが取引慣行	別段の合意がなければ、基準担保金率は100%(債券時価と担保金額が一致)
値洗い	なし	あり
決済日	T+0が中心	T+2、3が中心
決済方法	非DVPが多い	DVP

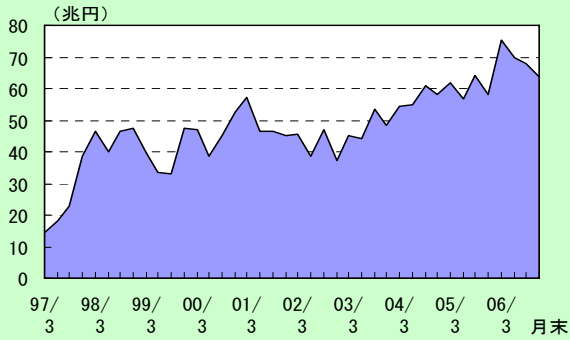
(注) DVPは、delivery versus paymentの略。資金と証券を同時に受け渡すことをいう。

(3) レポ市場

レポ市場の残高（現金担保付債券貸付残高と売現先残高の合計）は、足許若干減少するなど振れはあるが、趨勢的には増加を続けている（図表8）。とくに、実質的な資金取引として位置付けられるGCレポ（後述）は、日本銀行による資金供給オペの減少に伴い、証券等による代替的な資金需要がまずこの市場に向かったこともあって拡大したとみられる。

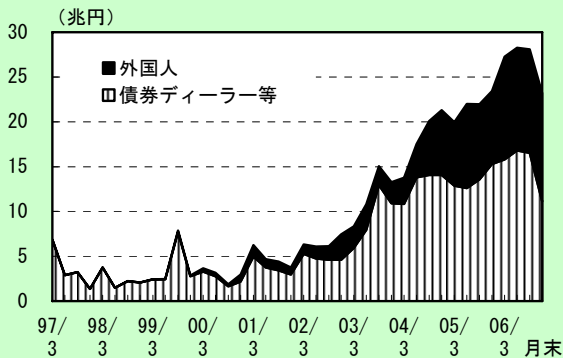
【図表8】レポ市場残高の推移

レポ<現金担保付債券貸付>残高
(資金調達、債券貸付)



(注) 06/3月末までは四半期末ベース、06/4月、5月、6月は月末ベース。
(出所) 日本証券業協会「債券貸借取引状況」

売現先残高
(資金調達、債券売却)



(注) 1. 日銀・政府等（日銀、政府、地公体、簡保、政府関係機関等）を除外。また、債券ディーラー等（日銀・政府等および外国人以外）からは、日銀・政府等の買現先残高を控除。
2. 06/3月末までは四半期末ベース、06/4月、5月、6月は月末ベース。
(出所) 日本証券業協会「公社債投資家別売先買先月末残高」

(出し手の広がり乏しさ)

後述するように、量的緩和政策解除後は、翌日物市場の中でもまずレポレートが無担保コールレートなどに先行して上昇するケースが目立った。その過程では、「資金の出し手に広がり乏しく、実質的な流動性がそれほど高くない」、「レート形成上出し手の優位性が意識されやすくなっている」との指摘が少なからず聞かれた。

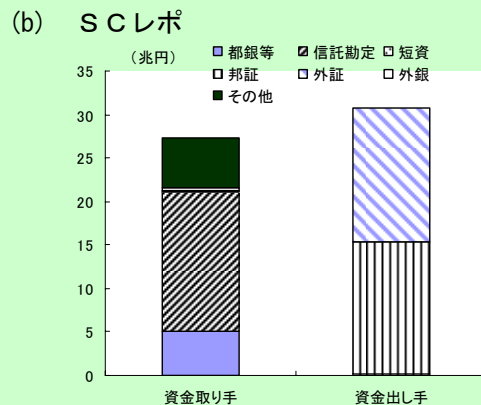
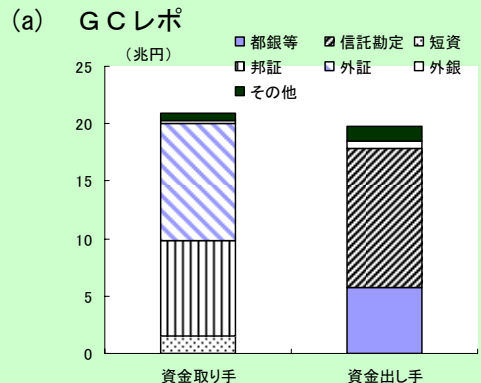
レポは市場規模が100兆円程度と大きく、また主に国債を担保とする安全性の高い取引である。これまでも期末日など需給が逼迫しやすい局面

で、一時的にレポレートが大きく上昇することはあったが、継続的なレートの高止まりをもたらすほど出し手の広がり乏しいことは、必ずしもレポ市場の統計などから明らかではない。こうした点を踏まえ、今回のオペ先等へのアンケート調査では、出し手・取り手別の取引状況についてやや詳しく調査した。

レポは、①特定債券の貸借を主目的とするSC (Special Collateral) と、②実質的に債券担保の資金貸借を主目的とするGC (General Collateral) に大別される。事実上、短期の資金取引と位置付けられるのはGCであるが、現在のレポに関する統計ではSCとGCが区別されていない。このため、今回のアンケートでは、GCとSCに分けた取引状況の調査を行った。アンケートから判明した主要な点は次のとおりである。

- ・ オペ先等のレポ取引を合計すると、5月末の残高（資金調達残高。額面ベース）は94兆円であった。これは、市場全体のほぼ9割程度をカバーしている。
- ・ このうちGCの残高は37兆円、SCの残高は57兆円（何れもグロス・ベース）となっている。

【図表9】レポの出し手・取り手別残高
(5月末残)



(注) 1. 信託勘定は、資産管理系信託銀行の信託勘定（投信を含み、貸付信託・指定合同運用金銭信託<元本補てん型>を除く）等の合計。
2. ネット運用・調達ベース。
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

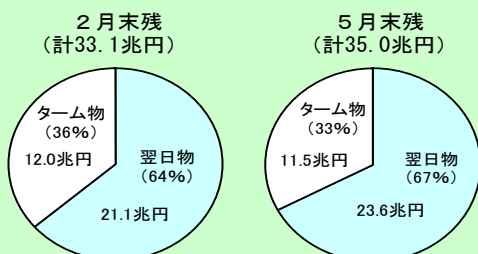
- ・市場の出し手・取り手の構造をわかりやすくするために、法人毎に資金の出しと取りを差引き合算したところ、GCの資金の出し手は都市銀行等が約3割、信託（信託銀行の信託勘定）が約6割を占めた。地銀や生保なども主要な出し手となっている無担保コールに比べると、広がりは乏しい。一方、取り手は大半が証券である（図表9(a)）。

後述するように、地銀や機関投資家などは、レポでの取引体制を構築していない先も少なくないと言われており、出し手が少ない一因となっている。また、出し手の約6割を占める信託は、有価証券信託で受託した国債をSCで証券などに貸し出し、その際に受け入れた現金担保を今度はGCで当該証券等に対して再運用する事例が多い。図表9(b)はSCの5月末残高を示したものであるが、信託はSCとGCがほぼ同額となっている。信託のGCにおける資金放出はSCとセットで約定されることが多く、相手先との間では、実態として資金的にニュートラルな債券交換に近い取引となっている。レート形成も、SCレポレートとGCレポレートのスプレッドに重点が置かれ、GCレポレートは市場実勢レートを受けて決められることが少なくないようである。こうしたこともあって、市場参加者の間では、資金の出し手の少なさが意識されやすくなっている可能性がある。

（翌日物取引中心の増加）

この間、ターム別にGCレポの残高をみると、2～5月末にかけての残高は、専ら翌日物が増加した（図表10）。これは、資金の出し手が引続き翌日物での放出を指向していること、また資金の取り手においても、国債の日々の在庫変動に応じて翌日物主体の調達を行う傾向があること等によるものとみられる。

【図表10】GCレポのターム別構成比



（注）オペ先等による資金運用残高のうち、翌日物・ターム物の別が判明している金額の構成比。
（出所）日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

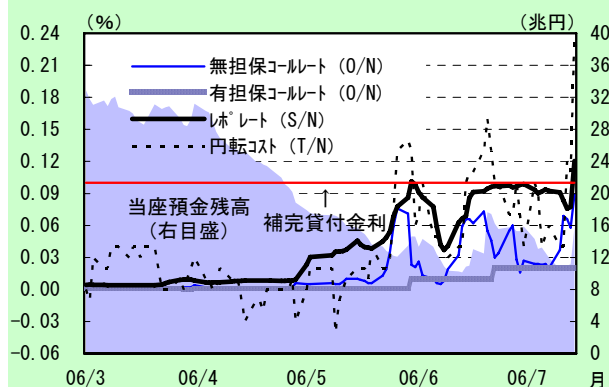
2. 量的緩和政策解除後の翌日物金利の動向

量的緩和政策解除後の翌日物金利の動きをみると、本稿と同時公表の金融市場レポートでも触れているとおり、日銀当座預金残高が相当程度減少した5月以降、翌日物金利が上昇した。これは、基本的には、資金供給オペ減少に伴って短期金融市場での調達ニーズが強まったこと、ターム物金利が上昇する下で円資金ポジションを積極的に拡大させ調達を増やす動きが広がったこと等によるものである。以下では、そのメカニズムについて少し詳しくみていく。

（レポを起点とする翌日物金利の上昇）

翌日物金利は、4月中までは安定して推移したが、5月以降上昇し、ボラティリティも上昇した（図表11）。起点となったのはレポレート（翌日物のGCレポレート。以下同じ）の上昇で、これに鞘寄せされる形で円転・ユーロ円レートや無担保コールレートが上昇した。この間、有担保コールレートには大きな変化はみられない。

【図表11】翌日物レート（本年3月～直近）



（注）直近は7月14日まで。日付はスタート日ベース。
（出所）メイタン・トラディション、短資協会、日本銀行

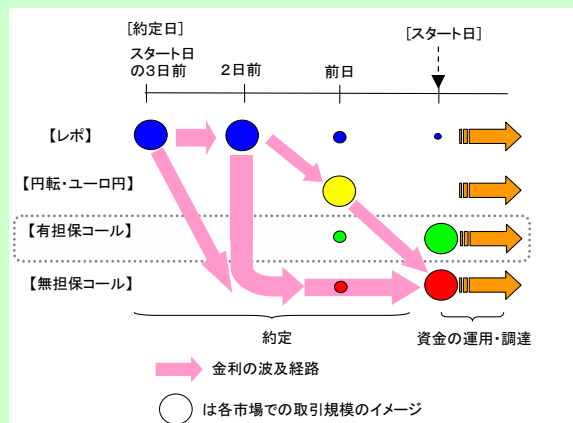
翌日物金利上昇の波及メカニズムを少し詳しくみると、以下のとおりである（図表12）。

- ① まず、実際に資金貸借を実施するスタート日の3日～2日前約定（T+3、T+2決済）が取引の中心であるレポレートが上昇した。
- ② レポレートの上昇を受けて、外銀等がスタート日の前日約定（トゥモロー・ネクスト、T+1決済）中心の円転やユーロ円調達を増加させ、これらのレートがレポレートに鞘寄せされるかたちで上昇した。
- ③ 大手外銀や一部証券を中心に、レポや円転等に比べて相対的にレートが低い、約定日当日スタート（T+0決済）の無担保コールに資金調達をシフトする動きがみられた。こうした動きを通じて、レポレートや円転

レート等の上昇が無担保コールレートにも波及した。もっとも、こうした裁定がみられた中でも、レポレートが無担保コールレート等と比べて振れやすく、高止まりする傾向は続いた。

- ④ この間、約定日当日スタート (T+0 決済) の有担保コールについては、外銀、証券が上述した担保掛目の低さ等から利用を回避しており、①~③のような他市場との裁定の動きはあまりみられなかった。

【図表 12】翌日物金利上昇の波及経路イメージ

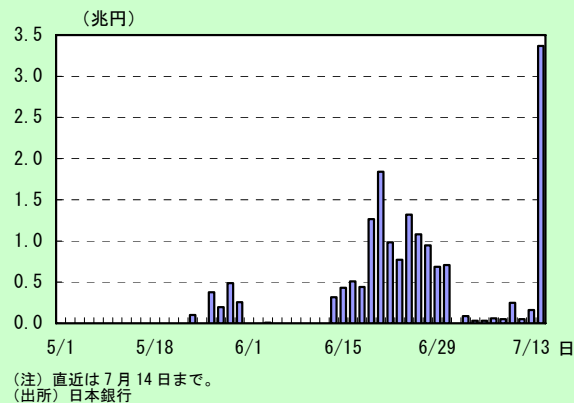


(補完貸付の利用急増と T+1~0 レポの増加)

このようなGCレポレートの上昇を受けて、補完貸付の利用が増加する局面がみられた (図表 13)。これは、補完貸付がレポと同じ国債担保での翌日物調達であることに着目し、0.1%を上回る金利でレポ調達するよりは、補完貸付での調達を 선호する先が増加したためである。レポは、日本銀行のオペとも代替的であるため、補完貸付の利用状況はオペの動向にも左右されるが、6 月以降の局面ではレポレートが強含む下で、補完貸付の利用が目立った。

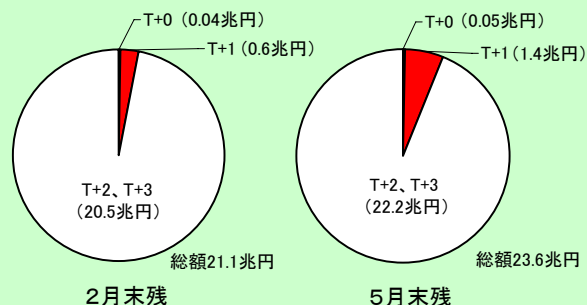
こうした下で、T+1 や T+0 のレポ取引も限界的ながら増加した。これは、上述の通り、最終的には補完貸付を「T+0、適用金利 0.1%」で利用できるため、一部証券等が、金利が高止まりする傾向のある通常のレポ取引 (T+3~2 決済) ではなく、T+1 や T+0 のレポ取引も含めてより有利な金利で調達しようという動きを強めたことによるものである。図表 14 は GC レポ翌日物の内訳を示したもので、(a) はオペ先等 (短資を含む) の 2 月末と 5 月末の残高、(b) は短資経由の 6 月 21 日時点の取引金額で、ベースは異なるが、この間に T+1 や T+0 の取引のウェイトが高まっていたことが確認できる。

【図表 13】補完貸付残高の推移



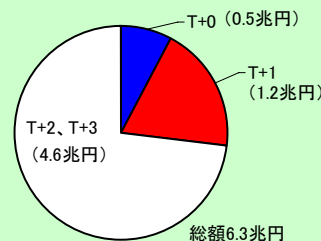
【図表 14】GCレポ翌日物の内訳

(a) オペ先等ベース



(注) オペ先等による翌日物の資金運用残高のうち、約定日の別が判明している金額の内訳。
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

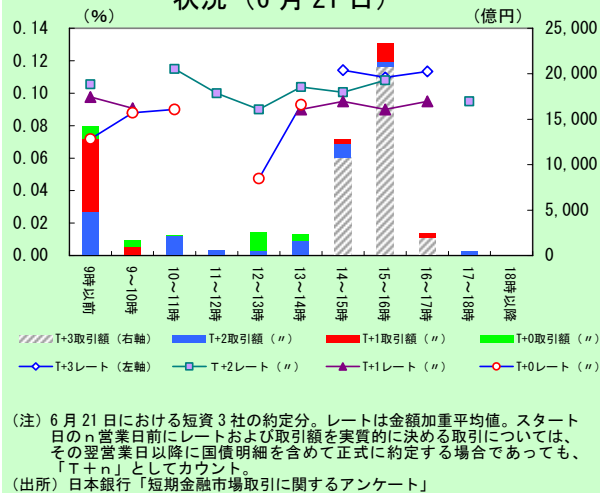
(b) 短資ベース (6 月 21 日)



(注) 6 月 21 日における短資 3 社の約定分。
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

今回のアンケートでは、短資 3 社の協力を得て、短資経由で行われる GC レポ取引について、日中の時間帯別約定状況を調査した (6 月 21 日分。図表 15)。これによると、T+3 のレポ取引が最も多くなっており、時間帯としては 14:00 から 17:00 までの取引が多い。これは、国債売買が T+3 決済で行われているため、そのファンディングのためのレポ取引が概ねポジションの固まり始めるこの時間帯から始まることによるものである。一方、T+2、T+1 の取引は、前日までにポジションや残り要調達額が確定しているため早朝の取引が多い。T+0 の取引は特に集中する時間帯はなく、昼過ぎまで万遍なく取引されている。取引レートは、先日付プレミアムを反映して、T+3 から T+0 へと順に低くなる傾向が窺われる。

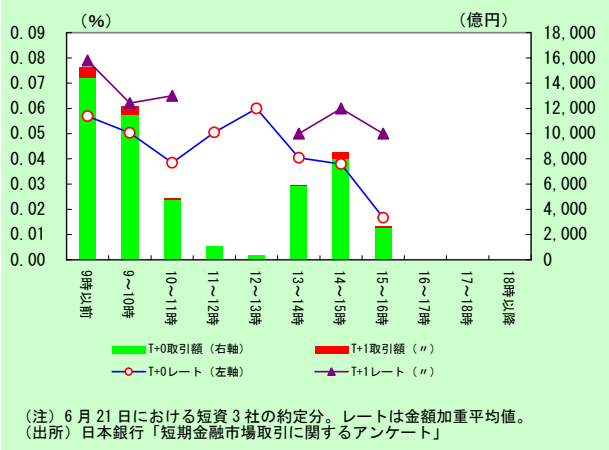
【図表 15】 短資におけるGCレポの日中約定状況（6月21日）



なお、レポ取引は、通常T+2で決済されるが、近年は「T+3で取引額とレートを実質的に決め、その翌営業日に国債明細を含めて正式に約定するGCレポ」が主流となっている。短資3社のデータでは、これをT+3として集計している。図表14(b)のT+2、T+3取引4.6兆円のうち、3.4兆円がT+3取引となっている。

ちなみに、無担保コール市場についても、短資3社の協力を得て日中の約定状況を調査した（6月21日分。図表16）。これによると、日本銀行が日常的に資金供給オペレーションを行う時間帯をはさむ8時台から10時台までが最も多く、地銀、投信等が資金ポジションが固まってから資金を運用する13:00から16:00までにもう一つの山がある。レートは、取引の薄い時間帯で多少振れがあるが、全体としては、午後になるほど低下する傾向がある。また、ここでもT+0に比べT+1の方がレートが高い先日付プレミアムがみられる。

【図表 16】 短資における無担保コールの日中約定状況（6月21日）



（レポレートが先行して強含んだ背景）

以上のように、5～6月の局面では、レポレートがまず強含み、これが市場参加者の裁定行動を通じて他の翌日物金利に波及する形となった。また、他市場との裁定がある程度みられた中でも、レポレートが無担保コールレート等に比べ振れやすく、高止まりする傾向が続いた。レポは、円転・ユーロ円や無担保コールなどに比べ、市場規模が大きく、また主に国債を担保とする安全性の高い取引である。それにもかかわらず、このような状況が続いた背景を整理すると、次の通りである。

・ 調達ニーズの高まり

日銀当座預金残高の削減過程で、資金供給オペ減少に伴う証券等の調達ニーズが、まずレポ市場に向かった。短期金融市場では、かつて大口の資金の取り手であった大手銀行が、貸出の大幅な減少と預金の増加により預金残高が貸出残高を上回る「預金超過」となり、資金の出し手となる一方、証券、外銀が主要な取り手となっている。証券、外銀は、資金供給オペでも多額の資金を調達しており、オペが減少する中でこのうち証券の追加的な調達ニーズがレポ市場でいち早く顕在化した。加えて、ターム物金利が上昇する過程では、証券の短期国債在庫が増加気味となる局面もあった。こうした需給動向も、レポレートのボラティリティを高める一因となったとみられる。

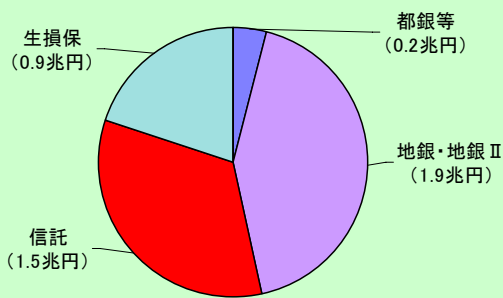
・ 他の翌日物市場への調達シフトの制約

レポレートの上昇に伴って、レポ市場から他市場への調達シフトの動きがみられたのは先述のとおりである。もっとも、クレジット・ラインに一定の限度があること、無担保コール市場における調達面の安心感が必ずしも醸成されていないこと、あるいは先日付で資金調達を固めたいという資金の取り手のニーズもあって、そうした調達シフトは必ずしも広範には行われなかった。

・ 他の翌日物市場からの運用シフトの制約

既にみたように、レポ市場では、資金の出し手に広がりがないとの見方から、レート形成上、出し手の優位性が意識されやすい市場地合いにあった。この点は、無担保コール市場において、投信、生保、地銀など、出し手の数や業態に広がりがあることと対照的である（図表17）。機関投資家は、余資が固まるのが当日であるため、先日付が中心のレポはあまり利用しない傾向にある。また、コール市場の出し手の中には、担保受渡しのための体制構築や事務コストの負担が嵩むことから、現時点ではレポでの資金運用を積極化していない先が多い。このため、こうした無担保コール市場での資金の出

【図表 17】無担保コールの出し手別残高



(注) 06/6 月末。信託は投信を含む。ネット運用ベース。
(出所) 日本銀行

し手がレポ市場に運用をシフトするといった動きも限定的であった。

レポ市場におけるより円滑なレート形成を図っていく観点からは、レポ市場と無担保コールなど他の翌日物市場との間の裁定を働きやすくしていくことが必要と考えられる。そのためには、まず、より多くの市場参加者、とくに資金の出し手がレポなど有担保での取引体制を整え、有担保市場の厚みを増していくことが重要である。また、即日での運用を指向する出し手の存在や取り手サイドのクレジット・ラインの制約などを前提にすると、「先日付・有担保」が中心のレポ市場と「即日・無担保」が中心の無担保コール市場の間を橋渡しする「即日・有担保」市場の拡大、例えば T+0 レポ取引の拡大や有担保コール市場の活性化などが一つの鍵となってくる可能性がある。既にみたように、5～6 月にかけて、幾分ながら T+0 レポ取引が増加するといった動きもみられており、金利動向次第ではこうした取引へのニーズが強まってくることも考えられる。

3. その他の論点

(日銀当座預金残高の削減余地)

量的緩和政策解除後、銀行・証券など何れの業態でも保有する日銀当座預金残高が減少した。6 月積み期間 (6 月 16 日～7 月 15 日) の準備預金残高 (郵政公社預け金を除く) の動きをみると、日によって振れはあるが、所要準備額 (積み期間中の 1 日平均。以下同じ) 対比でみて、6 月中は低い日で +2 兆円台、7 月入り後は同 +1 兆円程度の水準まで低下する日も出てきている。

今回のオペ先等へのアンケート調査では、各社が足許目安としている日銀当座預金残高を聞いた。これを合計すると、調査先の所要準備額に対して +1 兆円強の水準となっている (図表 18)。これは、オペ先等のなかに、保守的な資金繰りや決済の円滑化の観点から、ある程度所要準備を上回る日銀当座預金残高 (準備預金制度対象外の先はプラスの日銀当座預金残高) を確保したいとの意向があるためである。

【図表 18】日銀当座預金残高の目安と所要準備額 (積み期平残) の比較

(単位: 億円)

	当預残高の 目安(①)	5月積み期 所要準備額(②)	①-②
準備預先	47,217	45,098	2,119
都銀	31,850	30,335	536
地銀	10,049	9,038	1,011
地銀Ⅱ	1,012	634	378
外銀	298	140	158
非準備預先	8,831	0	8,831
証券会社等	7,306	0	7,306
アンケート対象先合計	56,048	45,098	10,950
アンケート非対象先 合計	N/A	2,283	N/A

(注) アンケート対象先のうち当預残高の目安を持っている先を対象として作成。
なお、当預残高の目安を持っていない先は、「アンケート非対象先合計」に含めている。
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」等

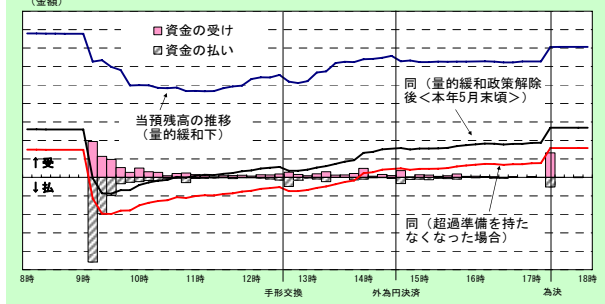
超過準備については、先にみたように、無担保コール市場を通じて徐々に円滑に融通されるようになってきている。しかし、クレジット・ラインの制約があることや、無担保コール市場での調達になお慎重さが残されていること等を踏まえると、個々の市場参加者が、実際に日銀当座預金残高を目安とする水準まで引き下げることが、必ずしも容易ではない面もある。このため、6 月積み期間中の日銀当座預金残高は、ゼロ金利の下で下げ得るところに概ね近づいていたとみて良いように思われる。今後は、7 月の政策金利引上げによって、この状況がどのように変化していくかを見極めていく必要がある。

(日中流動性への対応)

量的緩和政策の解除に伴って、日銀当座預金残高の水準が低下すると、日中流動性へのニーズが高まると考えられる。実際、解除後の個々の取引先の日中当座預金残高は、量的緩和政策下に比べて低下してきている。図表 19 はこれを仮設例で示したものである。全体としては、まだ担保余力の範囲内にある先が多く、逼迫感が強いという状況にはないが、仮設例にあるように徐々に日中当座貸越を利用する先が増加してきている。担保にさほど余裕がない先では、今後、日中流動性の問題が意識されてくる可能性がある。

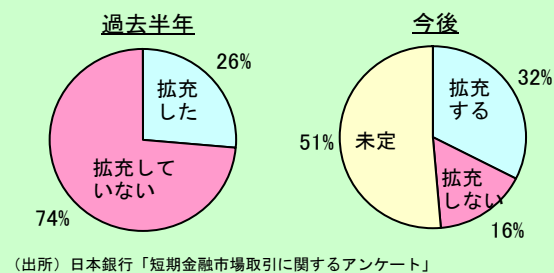
【図表 19】日銀当座預金残高の日中推移のイメージ

(午前中に支払いが先行する先の場合)



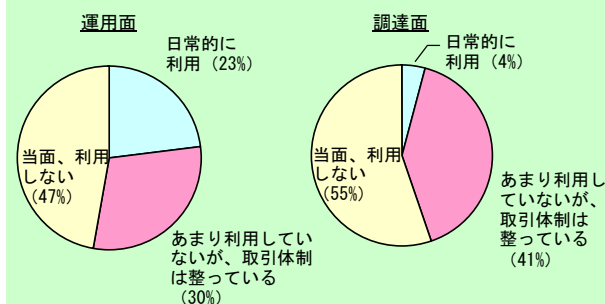
今回のアンケート調査では、日中流動性への対応状況についても聞いた。これによれば、過去半年で日中流動性を節約する観点から決済金額の削減策(ネットینگ契約、オープンエンド取引)を拡充した先は3割に止まった(図表 20)。また、日中コール調達についても、約半数が取引体制は整っているとしている(図表 21)が、これまでのところ調達を積極的に増やしている先は少ない模様である。

【図表 20】決済金額削減策の利用状況



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

【図表 21】日中コール取引の利用状況



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

4. おわりに

以上を総合すると、短期金融市場は拡大し、機能は着実に回復してきていると考えられる。無担保コール市場におけるクレジット・ラインの整備も、相応に進捗した。また、金利が強含み・上昇に転じ、変動幅が拡大する下で、各種の市場間の裁定も含め取引が活発化し、市場を通じた資金の循環が円滑化してきている。

一方、市場機能の回復の余地もまだ残されている。無担保コール市場については、金利がゼロ%近傍ではコスト対比運用メリットが小さいとして資金放出を控えている出し手が引き続き存在するほか、常時必要とする資金を調達できるかについて取り手に十分な安心感が醸成されていない。有担保コール市場については、他の市場からやや分断された状況が続いている。レポ市場については、取引体制を整えていない先が少なくないことから、資金の出し手に今ひとつ広がりが見られていない。日中流動性負担への対応(決済金額の削減策、日中コールの活用等)もこれからという状況にある。

また、これまでの日銀当座預金残高の削減過程を通じて、以下のような点が改めて認識された。第一に、レポ市場と無担保コール市場等との間の資金の流れ・裁定が、必ずしも円滑ではない面が窺われた。多額の国債発行が続く下で、そのファンディングのためレポ市場における調達需要は強い状況が続くとみられる。一方で、今のところ出し手の広がりには乏しく、局面によっては、レポレートが高止まりないし振れやすいことが意識されている。

第二に、大手銀行の預金超過化により、短期金融市場が全体として、信用力・担保力が高い銀行からその他の先に資金が流れる構図になっている。無担保コール市場でも、外銀や証券が主要な取り手として調達額を増やすなど取り手の構造が変わってきており、こうした変化に応じてクレジット・ラインの拡充が進んでいくかどうか引続き市場機能向上の鍵となっている。

市場間の資金の流れを円滑にし、より安定的な金利形成を実現していく観点からは、①クレジット・ラインの適切な設定・拡充などを通じて無担保取引を円滑化していくこと、②より多くの市場参加者が有担保での取引体制を整えていくとともに、即日での取引を含め、レポや有担保コールといった有担保市場の流動性、効率性を高めていくことが、重要な課題となっているように思われる。

7月の政策金利引上げに伴って、市場機能の自律的な回復を促すメカニズムがより強く働くこ

とになると予想されるが、各市場参加者の主体的な取組みに依存する面も多い。

日本銀行としては、引続き、市場参加者との意見交換を通じて短期金融市場における取引実態や、市場機能の状況の把握に努めるとともに、市場機能の回復に向けた参加者の取組みを支援していく方針である。

(参考資料)

日本銀行金融市場局[2006年4月5日]、「金融市場レポート（追録）・量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」

日本銀行金融市場局[2006年7月31日]、「金融市場レポート—2006年前半の動き—」