

## 2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向

日本銀行は、06年3月の量的緩和政策の解除後、短期金融市場の機能向上に資する観点から、幅広い市場関係者と意見交換を行いつつ、同市場における取引動向を調査してきた(06年7月の政策金利引上げ前までの状況については06年4月5日及び7月31日付の金融市場レポート・追録参照)。

本レポートでは、政策金利が0.25%となった06年後半の動向を踏まえて、短期金融市場の機能回復はどの程度進んだか、残された課題は何かを整理した。ポイントは以下のとおりである。

- ・ 金利動向をみると、翌日物金利は、日銀当座預金残高が昨年春から夏頃までに比べて減少している下でも、総じて日本銀行の誘導目標近くで安定的に推移している。7月の政策金利引上げ前は、無担保コールとレポ・現先、円転など他市場との資金の流れが必ずしも円滑ではなく、レポ金利が高止まりしたり振れやすい局面もみられたが、引上げ後は都市銀行や外国金融機関を中心に市場間の裁定が活発化し、市場間の金利差も以前に比べ安定してきている。ターム物金利も、量的緩和政策の下ではほぼゼロ%近傍で推移するなど動きに乏しかったが、先行きの政策金利に対する市場の見方などを反映して活発に変動するようになった。こうした下で、短期金利のデリバティブ取引も着実に拡大している。
- ・ 市場別にみると、無担保コール市場では、7月の政策金利引上げ後、取引のためのクレジット・ラインの整備が一段と進展した。資金の出し手の顔ぶれも広がりが出てきている。また、6月までは、常時必要とする資金が調達できるかについて、取り手側の安心感が十分に醸成されていない面があったが、この点でも7月以降、着実な改善が窺われた。こうしたことから、当日の余剰資金がより効率的に融通されるようになっている。
- ・ 有担保コール市場では、他の市場に比べて金利が低めとなることが多い点に着目して、調達面で利用する先が少数ながら増加した。こうした下で、有担保コール金利は他の翌日物金利とある程度連動するようになっている。但し、このような利用者の広がりはおおむね限界的なものに止まっており、その背景としては、引続き、資金の取り手からみて担保の掛け目が低いことや担保評価の基準が時価ではなく額面であることなどが指摘されている。
- ・ レポ市場では、無担保コールなど他市場との裁定取引が増えており、こうした下で、ウェイトはおおむね小さいが約定当日に決済するT+0レポ取引が拡大した。但し、レポ取引は担保の受渡しや管理が必要なため、引続き体制整備や取引のコストが意識されており、資金の出し手が広がりには乏しい状況は大きくは変わっていない。こうしたこともあって、年末要因等が意識された12月はレポレポートのボラティリティが幾分高まる局面もみられた。
- ・ 以上、短期金融市場を全体としてみると、金利の上昇を受けて取引が活発化し、より効率的に資金の融通、金利形成が行われるようになった。但し、レポや有担保コールなど有担保市場については、上述のとおり、引続き市場の厚みや効率性を一層高めていく余地が残されている。また、短期金利の先行きを予想するデリバティブ取引も着実に拡大しているが、欧米に比べるとまだ小規模で、利用者がさらに拡大する余地がある。日本銀行としては、短期金融市場の更なる機能向上に向けて、市場関係者との議論を深めていきたいと考えている。

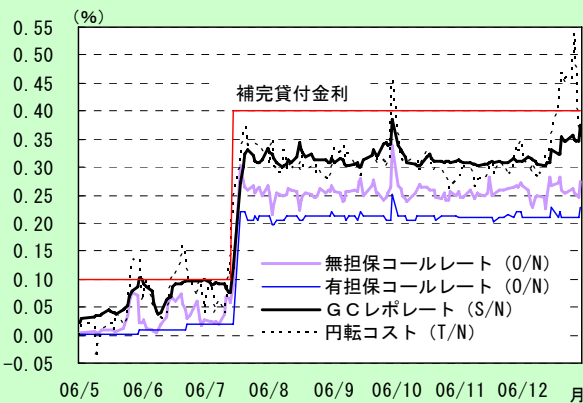
(注) 本稿は、基本的に06年12月末までの情報に基づいている。

# 1. 政策金利上げ後の短期金利の動向

まず、最近の金利動向について機能面に着目しつつ概観する。

翌日物金利は、日々や日中の資金需給を敏感に反映して変動するようになってきているが、日銀当座預金残高が春から夏場までに比べて低くなってきている下でも、総じて日本銀行の誘導目標近くで安定的に推移している。無担保コールやレポ・現先（以下「レポ」と総称）金利のボラティリティも低下してきている（図表 1、2）。全般に、金融機関の資金繰りの習熟や市場取引の体制整備が更に進んだこともあって、7月の政策金利上げ後も余剰資金が市場を通じて円滑に融通される傾向が着実に強まっていることが窺われる。

【図表 1】翌日物レートの推移（昨年 5/1～直近）



（注）直近は 12 月 29 日まで。日付はスタート日ベース。なお、GC レポレートは、日本銀行公表の「集計レポレート」を用いている（以下の図表においても同じ）。日本銀行の国債現先オペの対象となる 50 先から報告される日々の気配値を単純平均したものであり、個別先の取引高の多寡などが勘案されないため市場実勢の変動を十分には反映していない点に留意が必要である。  
（出所）メイタン・トラディション、短資協会、日本銀行

【図表 2】標準偏差

単位 %

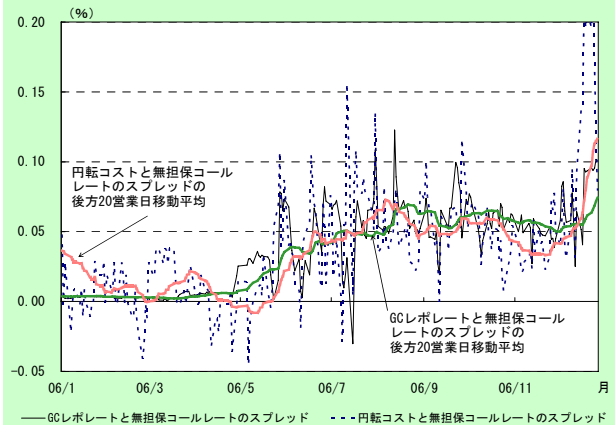
	無担保 コール レート	GCレポ レート	円転 コスト
3月10日～4月28日	0.001	0.002	0.019
5月1日～7月14日	0.024	0.026	0.051
7月18日～9月29日	0.018	0.016	0.029
10月2日～12月15日	0.011	0.008	0.021
12月18日～12月29日	0.012	0.015	0.055

（出所）メイタン・トラディション、日本銀行

また、5月から7月にかけては、レポレートが高止まりしたり振れやすい状況が続く中で、無担保コール市場など翌日物市場の間の資金の流れ・裁定が必ずしも円滑には働かず、翌日物金利の間の金利差が不安定化する局面がみられた。この点、政策金利上げ後は、都市銀行や外国金融機関などを中心に市場間で裁定を図る動きが活発化しており、無担保コールレートとレポレート

等との間の金利差も年末の一時期を除けば安定してきている（図表 3、4）。また、7月までは、有担保コール市場が他の短期金融市場とはやや分断されており、金利の動きに乏しい状況が続いていたが、最近はこの市場で調達する先が幾分増えてきたことから、他の翌日物レートとある程度連動するようになってきている（前掲図表 1）。

【図表 3】無担保コールレートとGCレポレート／円転コストのスプレッドの推移（同スタート日ベース）



（注）直近は 12 月 29 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、日本銀行

【図表 4】無担保コールレートとGCレポレート／円転コストの平均・標準偏差

単位：%

	無担保コールレートとGCレポレートのスプレッド		無担保コールレートと円転コストのスプレッド	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差
3月10日～4月28日	0.005	0.002	0.006	0.019
5月1日～7月14日	0.040	0.023	0.033	0.037
7月18日～9月29日	0.060	0.023	0.058	0.026
10月2日～12月15日	0.057	0.013	0.047	0.020
12月18日～12月29日	0.086	0.021	0.173	0.059

（出所）メイタン・トラディション、日本銀行

このように、翌日物市場では余剰資金がより円滑に融通されるようになるとともに、各市場間の裁定が円滑化し、金利形成が効率的に行われるようになってきている。こうした下で、日本銀行の資金供給オペを行う頻度、金融機関の準備預金の積み姿勢も夏場までとは変化している。日本銀行は、5～7月の積み期を中心に、主要な資金供給オペについて、T+2 決済（オペのオフター日の 2 営業日後に資金供給を行う方法）を中心としつつ、T+3 決済や T+1 決済も活用して金利の過度の変動を抑制してきたが、8月積み期以降はそうしたオペの頻度も徐々に減少してきている（図表 5）。ま

た、準備預金制度対象先においては、政策金利引上げ直後は保守的に「積み」を前倒しで進める動きが強まったが、徐々に積みの平準化が進み（図表6）、超過準備も減少してきている。

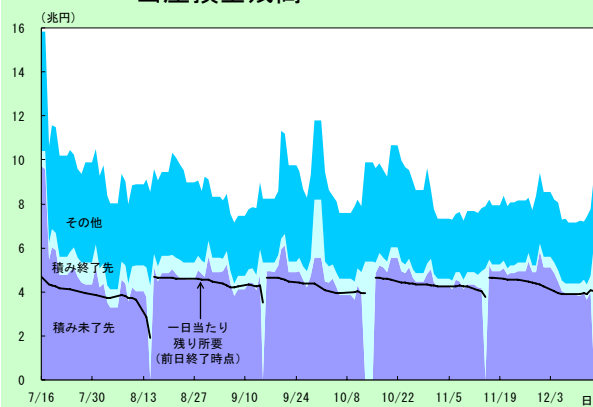
もっとも、年末の一時期は、季節的に資金過不足の変動が大きいことなどもあって、12月中旬中心に翌日物での調達ニーズが強まった。このため、円転やレポを中心にレートが強含むとともに、市場間の金利差が拡大する局面もみられた。

【図表5】日本銀行の主要な資金供給オペの実施状況

	国債買現先 T+2	手形買入・共通担保（本店分）				
		T+2	その他			
			T+3	T+1	T+0	
4月積み期	4	0	3	0	3	0
5月積み期	9	4	18	4	9	5
6月積み期	13 (+2)	11	11	4	1	6
7月積み期	14	12	23	6	7	10
8月積み期	15	9	14	2	8	4
9月積み期	11	10	10	0	7	3
10月積み期	12	17	5	0	4	1
11月積み期	11 (+1)	20	9	0	4	5

（注）スタート日ベース。6月積み期には、T+0およびT+1の国債買現先オペを各1回ずつ実施。11月積み期には、T+1の国債買現先オペを1回実施。  
（出所）日本銀行

【図表6】7月積み期～11月積み期中の日銀当座預金残高



（出所）日本銀行

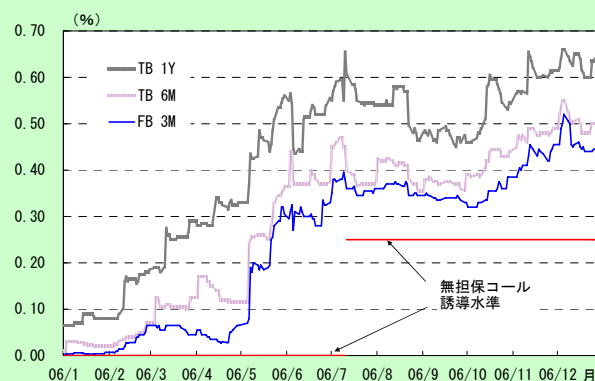
ターム物金利は、量的緩和政策の下ではほぼゼロ%近傍で推移するなど動きに乏しかったが、先行きの政策金利に対する市場の見方などを反映して活発に変動するようになった（図表7）。こうした下で、短期金利のデリバティブ取引も着実に拡大してきている（後述）。先行きの翌日物金利を予想するオーバーナイト・インデックス・スワップ（以下「OIS」）取引が急速に増加しており（後掲図表27）、こうしたデリバティブ取引と短期国債、ターム物資金取引などの間の裁定もこれ

までに比べ活発に行われるようになってきている（図表8）。

以上のような金利面の動きは、全体として、短期金融市場の機能が政策金利の引上げ後、着実に回復してきていることを示唆していると考えられる。以下では、市場別に機能回復状況をみていく。

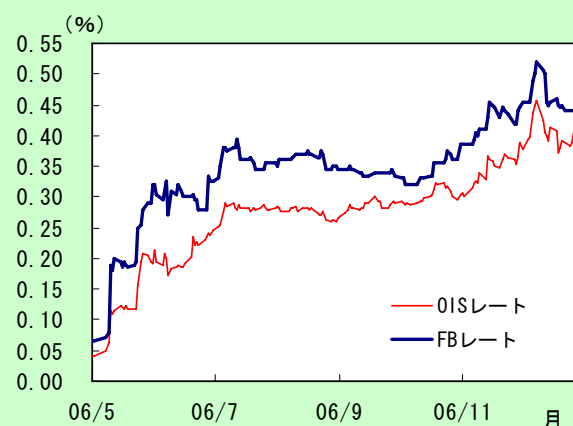
なお、日本銀行は、今回のレポートを取り纏めるにあたり、金融市場調節の相手先をはじめとする約160社（業態別の社数は後掲図表24を参照。以下「オペ先等」）に対し2回目のアンケート調査（昨年11月2～20日実施）を依頼し、協力を頂いた（1回目は昨年6月）。以下では、その結果も紹介しながら整理する。

【図表7】ターム物レートの推移（昨年1月～直近）



（注）直近は12月29日まで。  
（出所）日本相互証券、日本銀行

【図表8】FBレートとOISレート（3ヵ月物）



（出所）日本相互証券、メイタン・トラディション

## 2. 市場別にみた変化

### （1）無担保コール市場

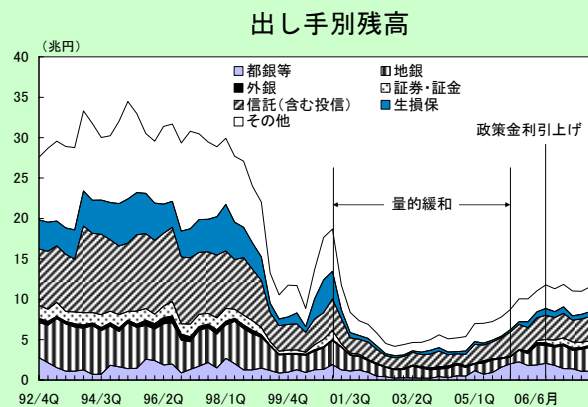
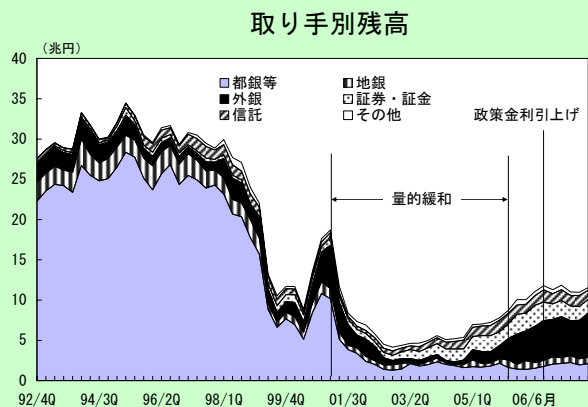
無担保コール市場の残高は、このところ増加傾向を辿ってきたが、昨年7月の政策金利引上げ後は、ほぼ横這い圏内で推移している（図表9）。但し、短資を介さない直接取引（ダイレクト・

ディール、DD)は増加しており、これも併せると取引は引続き拡大しているものとみられる。なお、今回のアンケートによれば、無担保コールのDD取引残高は、7月末の6.7兆円から10月末には7.6兆円に増加した(オペ先が取り手となっている取引の合計。同一グループ内取引を除く)。

出し手、取り手別の残高構成は、政策金利引上げ前に比べて大きな変化がある訳ではないが、都市銀行等(「都銀等」)が調達を幾分拡大、運用を幾分削減しており、レートの相対的に低い無担保コールで調達し、レポや円投などで運用する取引をより一般的に行いつつあるように窺われる。

この他では、取り手は外国銀行(「外銀」)・証券会社(「証券」)が中心で、外銀の調達が引続き増えている。出し手は信託銀行(「信託」)と地方銀行および第二地方銀行(「地銀」)が中心で、地銀の放出が引続き増加している。また、全体の残高からは読み取り難いが、一部生命保険会社(「生保」)、信用金庫(「信金」)など取引額のそれほど大きくない資金の出し手の顔ぶれも、政策金利引上げ前より広がりが出てきている。

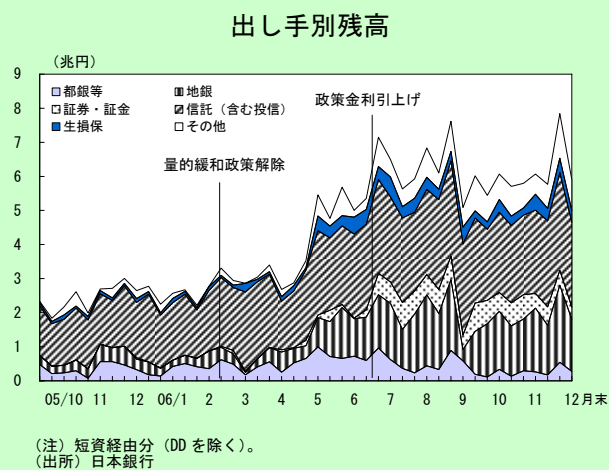
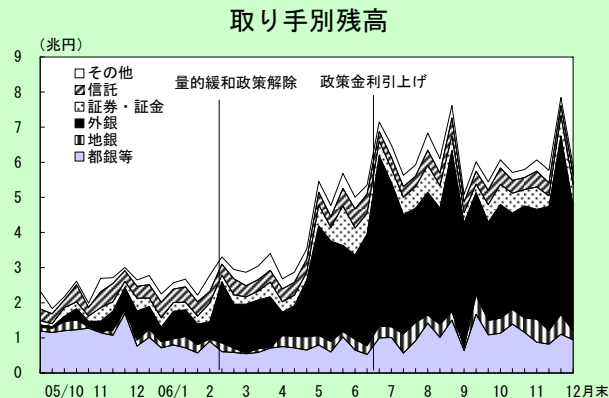
【図表9】無担保コール市場残高の推移



(注) 1. 都銀等は、都銀、新生銀行、あおぞら銀行。地銀は、地方銀行および第二地方銀行。以下の図表においても同じ。  
2. 06/1Qまでは四半期ベース、06/4月~12月は単月。  
3. 短資経由分(DDを除く)。  
(出所) 日本銀行

翌日物、ターム物別の動向をみると、まず翌日物は、無担保コール市場全体の動きと同様、7月にかけて増加した後、政策金利引上げ後はほぼ横這いとなっている。一部DDの増加が影響しているものとみられる(図表10)。

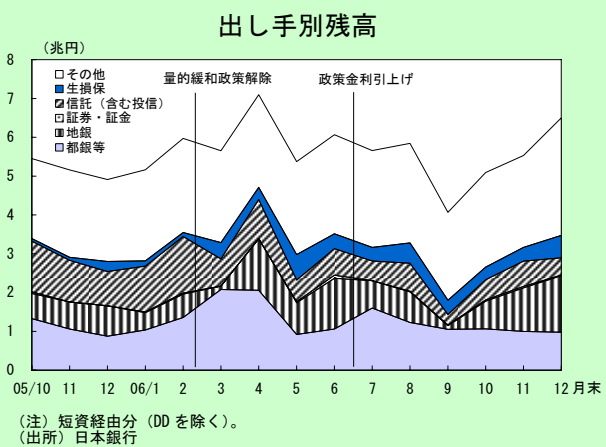
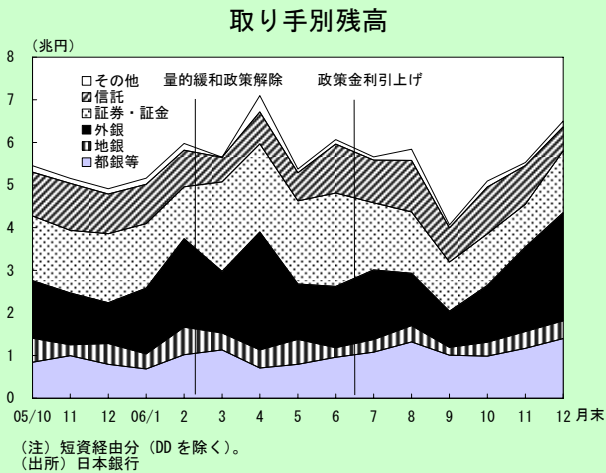
【図表10】無担保コール翌日物残高の推移



ターム物市場は、翌日物と対照的に、量的緩和と政策の解除や7月の政策金利引上げ後も取引残高に大きな変化はみられていない(図表11)。但し、過去に政策金利が0.25%だった時期(2000年8月~2001年2月)にターム物残高が10兆円前後あったのに比べると、足許の取引残高は低位に止まっている。こうした下で、一部の市場関係者からはターム物取引の拡大が課題との声も聞かれている。



【図表 11】無担保コールターム物残高の推移



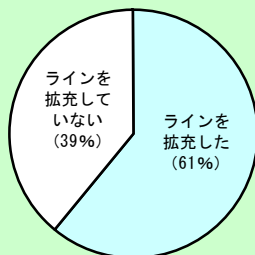
(クレジット・ラインの整備は更に進捗)

無担保コール市場の機能面での課題の1つはクレジット・ラインの再構築であったが、この面では7月の政策金利引上げ後、一段の進捗がみられた。図表12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、金利上昇を受けて約6割の先が運用・調達両面で、クレジット・ラインの拡充を実施している。特に、資金調達ニーズが強い外銀、証券は、それぞれ約9割、7割の先が調達面のクレジット・ラインを拡充している。

【図表 12】オペ先等の過去半年間のクレジット・ライン整備状況

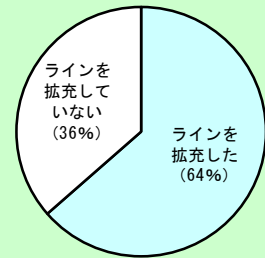
(a) 運用 (与信) サイド

(全対象先)

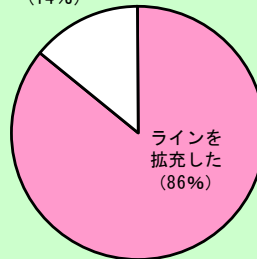


(b) 調達 (受信) サイド

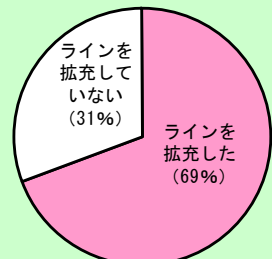
(全対象先)



ラインを拡充していない (14%) (うち外銀)



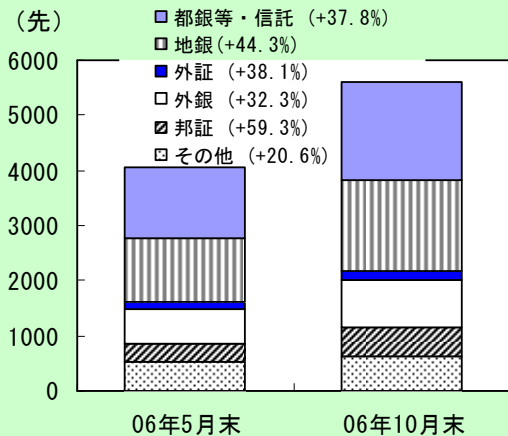
(うち証券)



(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13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(各オペ先等のライン被設定先数の単純合計値)であるが、5月末の約4,000先から、10月末には約5,600先と4割弱増加している。

【図表 13】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)



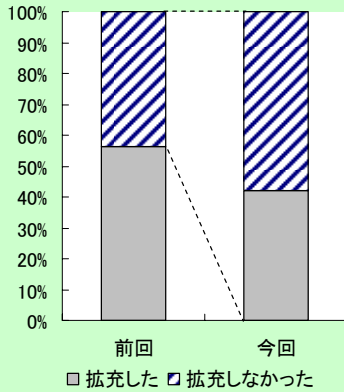
(注) 信託は銀行勘定のみ。その他に含まれるのは、短資、証金、系統・信金。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

一方、運用面のクレジット・ライン設定状況をやや詳しくみると、前回6月調査ではクレジット・ラインの拡充を行っていなかった4割の先のうち、約半数はこの半年間で新たに資金運用のためのクレジット・ラインを拡充している(図表14(a))。特に地銀は、この半年で新たにクレジット・ラインを設定した先が約7割に達した。この結果、運用面のクレジット・ラインの拡充

については、「（必要に応じて更に拡充を検討するが）既に概ね作業が一巡している」と回答する先の割合が前回から上昇した（図表 14 (b)）。

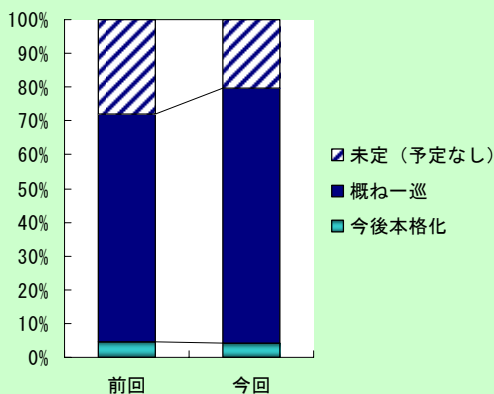
【図表 14】 オペ先等の過去半年間のクレジット・ライン整備状況等（運用サイド）

(a) 運用面のライン拡充



(注) 今回調査分は、前回 6 月調査で「拡充しなかった」と回答した先についての内訳。

(b) 運用面の今後の予定



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

以上の点を踏まえると、これまでの金利上昇を受けて、クレジット・ラインの整備は運用・調達両面でさらに進捗したと思われる。

(調達面の安心感も着実に向上)

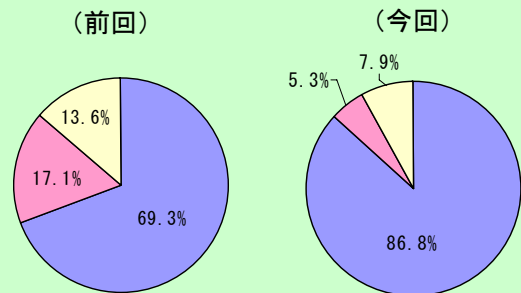
アンケートでは、無担保コール市場を実際にどの程度利用しているかについても質問した（図表 15）。問 1 は、資金運用面から「当日に超過準備が存在している場合、その余資についてコール市場等の当日資金市場で放出をしているか」を尋ねたものであるが、「なるべく運用している」としている先が前回の 7 割から 9 割弱に上昇した。

図表 15・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」、「ときどき利用している」としている先の割合が、それぞれ前回より上昇した。一方、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」とした先が引続き 7 割程度あり、地銀などでは大きな変化は窺われなかった。もっとも、「日常的に行っている」とする先が増加しており、その内訳をみると、都銀等や外銀、証券など大手の市場参加者が中心となっている。取引金額の大きい先ほど裁定取引をより活発に行っていることを勘案すると、実態としては上述の計数でみる以上に調達面での利用が進んでいると評価できる。以上、問 2、問 3 の回答結果をみると、調達面で無担保コール市場を利用する安心感についても、幾分慎重さが残っているとはいえ、着実に高まっている姿が窺える。

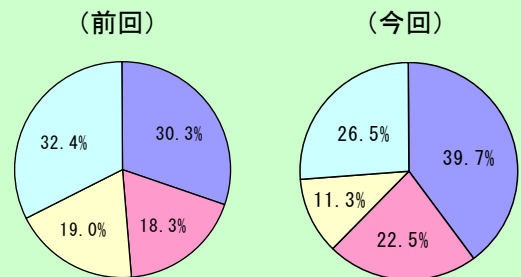
【図表 15】 オペ先等の当日資金市場における運用・調達状況

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？



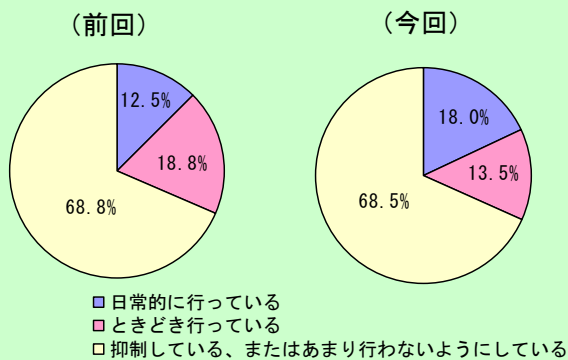
□ なるべく運用している  
 □ 運用準備は整っているが、レートが低いためあまり運用していない  
 □ 運用準備が整っておらず、あまり運用していない

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？



□ 日常的に利用している  
 □ ときどき利用している  
 □ あまり利用していない  
 □ 全く利用していない

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？

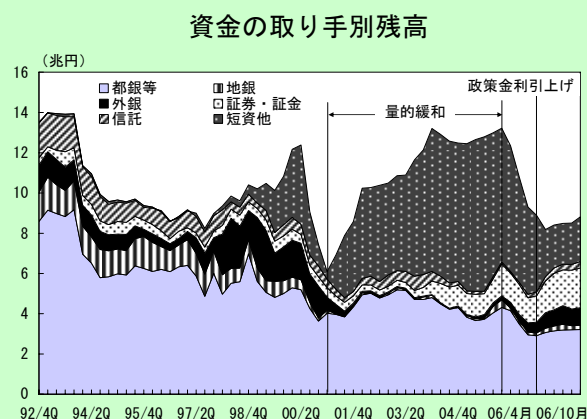


(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

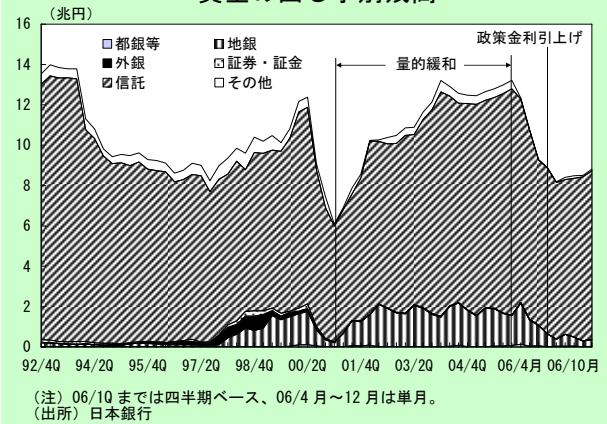
## (2) 有担保コール市場

有担保コール市場の残高は、量的緩和政策の解除後、信託（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減少してきたが、昨年8月以降は横ばいから幾分増加に転じている（図表16）。これは、他の翌日物金利に比べて低位にある金利水準に着目し、一部の証券・外銀が調達を増やしているためである。こうした下で、1. でみたように、有担保コールレートはこのところ他の翌日物レートとある程度連動するようになっている。

【図表16】有担保コール市場残高の推移



## 資金の出し手別残高

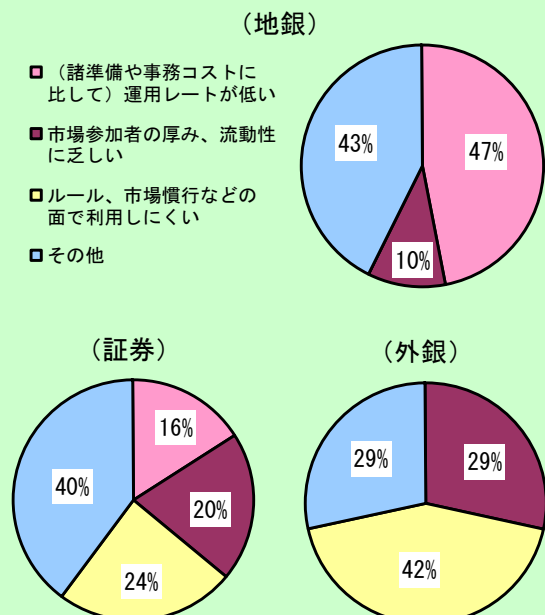


## (利用者が広がりにくい背景)

もっとも、有担保コール市場の利用者の広がりは、なお限界的なものに止まっている。アンケート調査で、有担保コール市場を（あまり）利用していない理由を質問したところ（図表17）、潜在的な出し手とみられる地銀では「（諸準備や事務コストに比して）運用レートが低い」と回答する先が最も多かった。「その他」も少なくないが、実際に記述された内容をみると同様の趣旨の回答が多い。

一方、資金調達ニーズが強く潜在的な取り手と考えられる証券・外銀は、「ルール、市場慣行の面で利用しにくい」を選択する先が相対的に多かった。中心的な国債担保取引の場合、担保が時価ではなく額面で評価されている、担保掛目もレポに比べて低めに設定されている、資金と担保が同時に受け渡されない（非DVP決済）、といった点が意識されている。

【図表17】有担保コール取引をあまり、あるいは全く行っていない要因



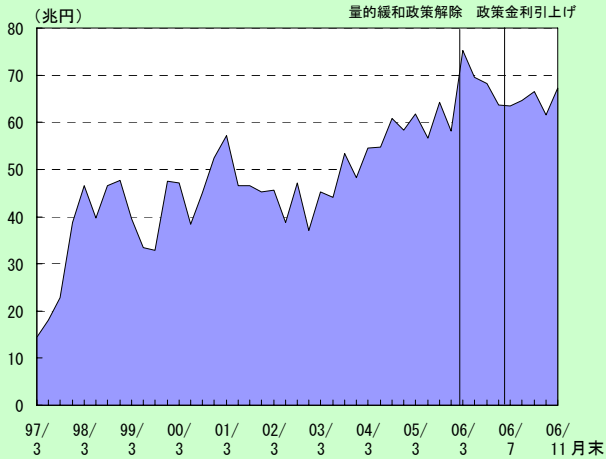
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

### (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、国債の発行残高や取引高が増加していく中で、振れはあるが、趨勢的に増加傾向にある（図表 18）。

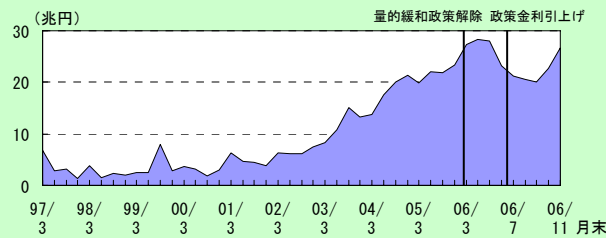
【図表 18】レポ市場残高の推移

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、以降 06/11 月まで月末ベース。  
(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、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、以降 06/11 月まで月末ベース。  
(出所) 日本証券業協会「公社債投資家別売先月末残高」

レポ市場の課題は、市場参加者、とくに資金の出し手に広がりや乏しいため、取引残高が大きい割に、金利が高止まりしたり振れやすい、あるいは他の短期金融市場との裁定が働きにくい、という点にあった。

今回のアンケート調査では、その背景や政策金利引上げ後の市場の変化を明らかにするため、レポ市場の取引構造について更に詳しく調査した（実質的に債券担保の資金貸借を主目的とする GC<General Collateral>・特定債券の貸借を主目的とする SC<Special Collateral>別、翌日物・ターム物別、出し手・取り手別の取引状況など）。アンケートから判明した主要な点は次のとおりである。なお、レポ市場の取引残高は、国債市場の売買動向に大きく左右されるため、以下の計数は

相当程度幅をもってしておく必要がある。

#### (出し手の広がりや乏しい)

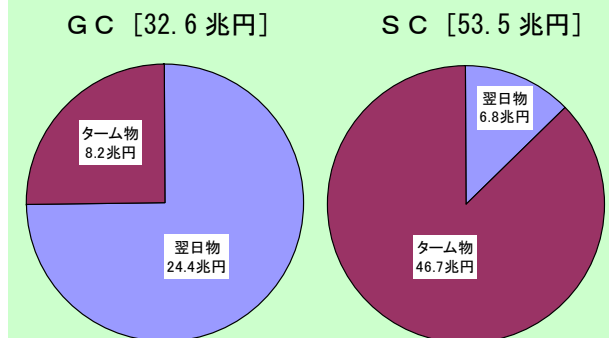
まず、オペ先等のレポ取引を合計すると、10 月末の残高（資金調達残高）は 86 兆円であった。これは、市場全体の 9 割程度をカバーしている。

このうち GC の残高は 33 兆円、SC の残高は 54 兆円となっている（図表 19）。

GC は翌日物のウェイトが高いのに対して、SC はターム物のウェイトが高くなっている（同図表 19）。これは、SC 取引においては、債券のショートポジションを持っている証券会社等、債券ポートフォリオを抱える機関投資家等の双方に、債券の調達ないし運用先を安定的に確保しておきたいというニーズがあるためとみられる。

資金取引としての性格が強い GC 市場について、資金の出し手・取り手の構造をみると（法人毎に出しと取りを差引き合算したベース）、資金の出し手は都銀等が 2 割強、信託銀行の信託勘定が 7 割弱を占めた。無担保コール市場では、地銀や生保なども主要な出し手となっており、これに比べて出し手の数が少ない状況は前回調査から大きな変化は窺われない。取り手は引続き大半が証券である（図表 20）。1. でみたように、夏場までに比べると、レポ市場と無担保コール市場などとの間で裁定をする動きが広がっているが、これは主として既に取引を行っている都銀等や外国金融機関などが中心で（後掲図表 24）、レポ取引を利用している先の数がそれほど増えている訳ではない。

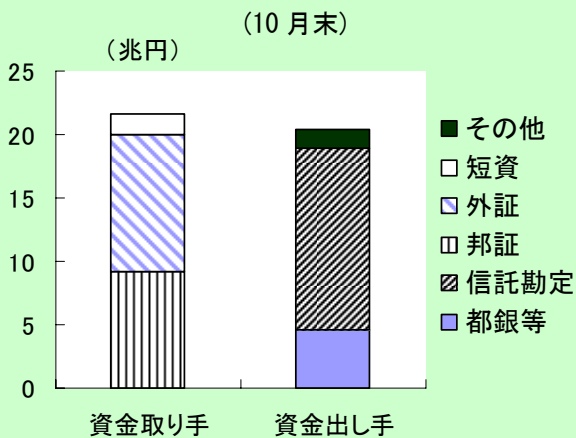
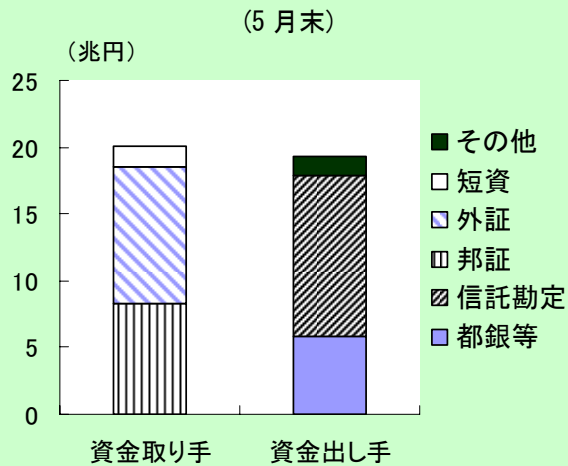
【図表 19】レポの翌日物・ターム物別残高（10 月末）



(注) GC、SC の区分を事後的には厳密に管理していない先については、各先から概数の報告を受けて集計。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」



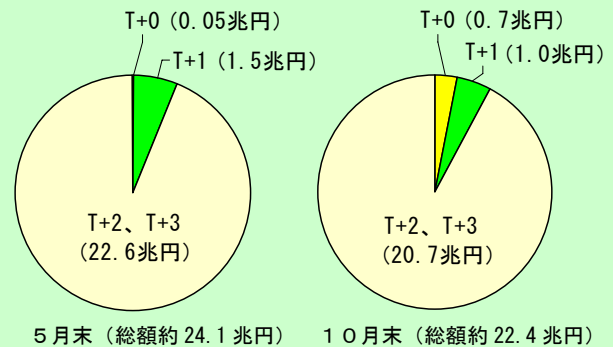
【図表 20】GCレポの出し手・取り手別残高



(注) 残高は、運用・調達額を主体毎にネットしたベース。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

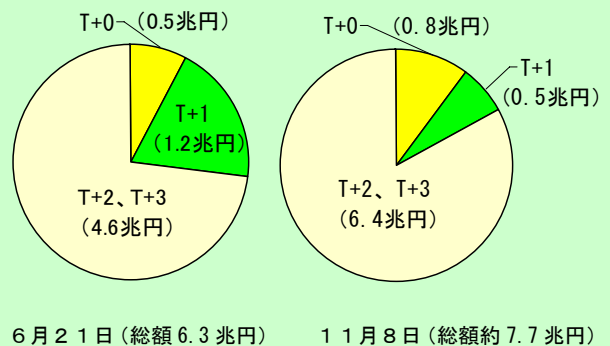
【図表 21】GCレポ翌日物の内訳

(a) オペ先・資産管理系信託等の運用残ベース



(注) オペ先・資産管理系信託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。

(b) 短資 3 社の取引額ベース



(注) 6/21日、11/8日における短資 3 社の約定分 (運用・調達両方を合算)。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

### (T+0 レポの増加)

GCレポの翌日物取引を決済日別にみると、ウェイトは小さいが T+0 レポ取引が引続き増加した (図表 21)。市場参加者からも T+0 レポ取引の流動性は徐々に高まっているとの声が聞かれている。T+0 レポ取引の資金の取り手は証券中心であり、T+2、T+3 に比べてレートが低めとなることが多い点に着目したものである。資金の出し手は都銀等・信託が中心であり、無担保コールや有担保コールに比べるとレートが高めとなることが多い点に着目したものである。こうした T+0 レポ取引の増加の動きも、レポとその他の市場との間の資金の流れ、裁定が増えたことの反映と考えられる。

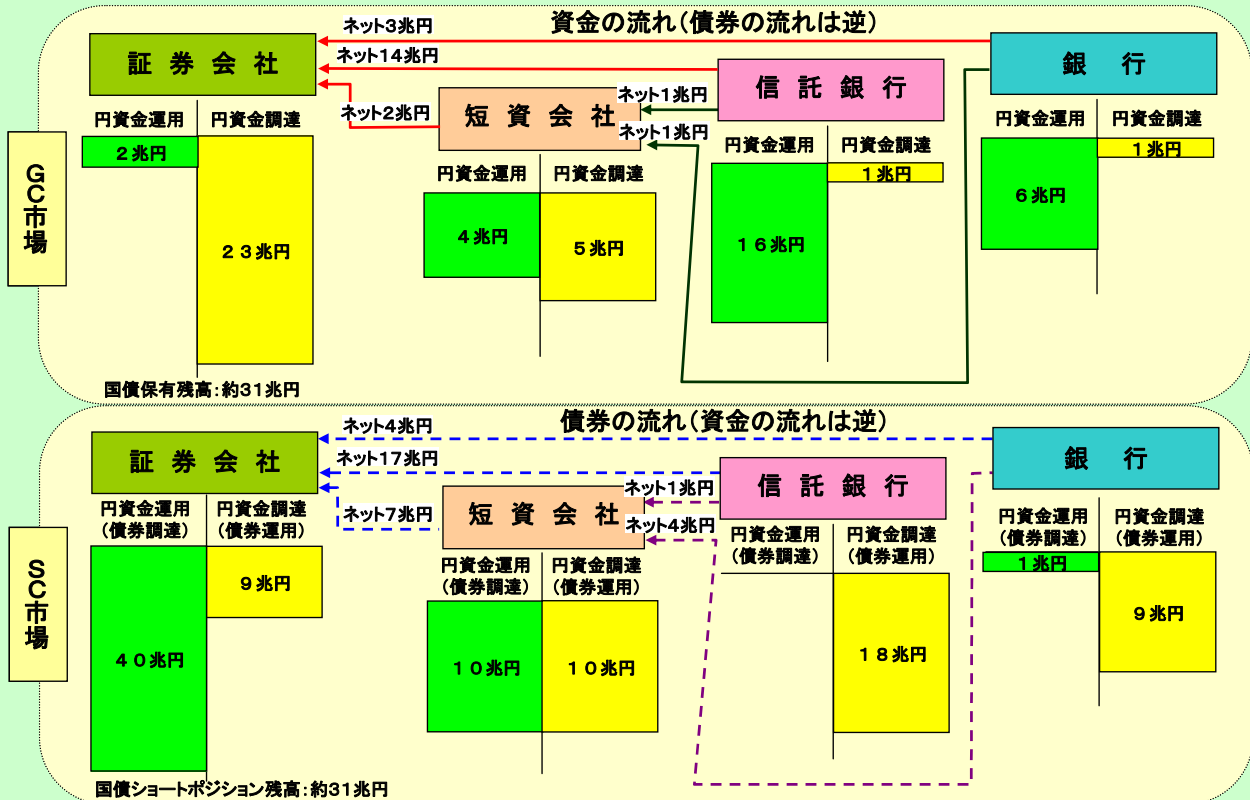
### (取り手・出し手別の取引構造)

レポ市場の参加者が、業態別に、どの相手とどのように取引しているかをみると、特徴点は以下のとおりである (昨年 10 月末時点、図表 22)。

- まず証券会社は、国債現物のロングポジションおよびショートポジションをそれぞれ約 31 兆円有している。証券会社は、レポ市場を通じて、ロングポジションにかかる過半の資金調達と、ショートポジションとなっている債券の調達を行っている。
- SC 市場を通じて債券を証券会社に貸しているのは、信託 (17 兆円相当)、銀行 (都銀等中心、4 兆円相当)、短資 (7 兆円相当) である。短資は、銀行、信託等から債券を借り入れて、証券会社に貸し付けている。
- GC 市場を通じて資金を証券会社に貸し付けているのも、信託 (14 兆円)、銀行 (都銀等中心、3 兆円)、短資 (2 兆円) である。短資は、銀行、信託等から資金を借り入れて、証券会社に貸し付けている。

【図表 22】レポ市場の取引構造

(06年10月末)



(注) 信託銀行は、銀行勘定および資産管理系信託等一部信託銀行の信託勘定。

(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

- ・ 信託（有価証券信託が中心）は、運用資産として既に保有している債券をSCで貸し付け、受け取った現金担保をGCで運用している。その際、同一の相手とSC・GCをセットで約定するケースが多い。
- ・ 銀行もSCで債券貸付、GCで資金放出を行っている。但し、資金放出はコールなど他市場とも見比べながら実施されるケースが多く、上述の信託とは異なり、SCと別個の取引として行われることが多い。
- ・ 短資は、GC、SC両市場において、証券会社と信託、銀行の間を実質的に仲介する役割を担っているため、運用・調達両建てとなっている。
- ・ 個社別にみると、銀行、信託は、何れも大手3~4社が中心であるほか、短資も3社であり、証券会社以外で活発に取引している先数は限られている。生保や地銀はGCで取引している先は少なく（後掲図表 24）、SCで債券貸出を若干行っている程度に止まっている。また、短資以外の業態は、GC、SCいずれにおいても、運用か調達どちらかにポジションが偏っている先が大半で、両建てで活発に取引している先は限定的である。

### (取引体制の整備状況)

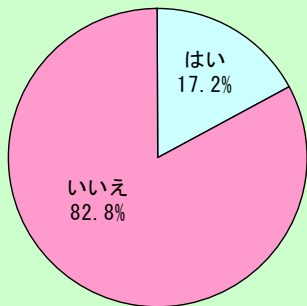
アンケート調査結果からオペ先等のレポ取引にかかる体制整備状況をみると（図表 23）、過去半年間に事務体制の整備を行った先は2割弱であった。また、過去半年で取引相手が「かなり増えた」、あるいは「若干増えた」と回答した先も2割弱に止まった。

また、昨年7月末ないし10月末時点の何れかで実際にGCレポの取引残高があった先は全体の4割弱であった（図表 24）。業態別にみると、地銀や生保の参入先が少ない。

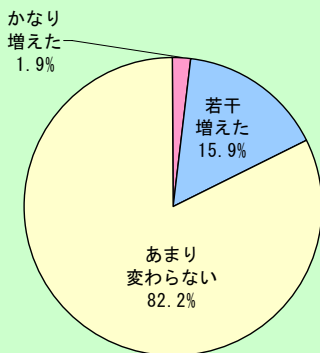
GCレポ取引を（あまり）行わない理由については、「（諸準備や事務コストに比して）運用レートが低い」と回答する先が最も多かった（図表 25）。「その他」も少なくないが、内容的には、（事務コストのかかるレポよりは）無担保コール等他市場での取引を優先している、組織・人員・事務・システム面が未整備である、といった趣旨の回答が多かった。

【図表 23】レポ取引の体制整備の状況

問 1. 過去半年間程度の間、GC レポ取引を行うための体制（フロント・バックの人員、システム手当て、組織体制など）の整備や充実を行いましたか？



問 2. 過去半年間程度の間、GC レポ取引の取引相手の拡充を行いましたか？



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

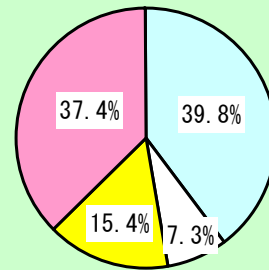
【図表 24】GCレポの運用または調達残高（06年7月末、10月末）のある先の割合

	アンケート先数	GCレポの残高のある先	
		残高のある先	割合 (%)
都銀等	8	6	75
信託	10	4	40
地銀	76	6	8
信金	9	0	0
外銀	14	7	50
証券	26	25	96
短資	3	3	100
生保	8	2	25
その他とも計	162	57	35

(注) 信託は、銀行勘定および資産管理系信託等一部信託銀行の信託勘定。

(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 25】GCレポ取引をあまり、あるいは全く行っていない要因



- (諸準備や事務コストに比して) 運用レートが低い
- 市場参加者の厚み、流動性が乏しい
- ルール、市場慣行などの面で利用しにくい
- その他

(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

以上、レポ市場を全体としてみると、都銀など大手先が他市場との裁定を行ったり、T+0 レポ市場が拡大するなどの点で機能面の向上がさらに進んだ姿が窺われる。但し、地銀や生保などでは、引続き諸準備や事務負担の重さが意識されており、無担保コール市場などに比べ、なお資金の出し手は広がり乏しい。こうしたこともあって、1. でみたように、昨年 12 月中旬から下旬にかけては年末要因等からレポレートが無担保コールレートに比べて上昇するなど、局面によってはレートが高まりにくいし振れやすい構図になっていることが引続き意識されている。

#### (4) 短期金利デリバティブ市場

短期金利のデリバティブ取引は、引続き拡大している。ユーロ円金利先物の取引高は振れはあるが拡大基調にある (図表 26)。また、翌日物金利の先行きを予想する OIS 取引もここにきて急速に増加してきている (図表 27)。

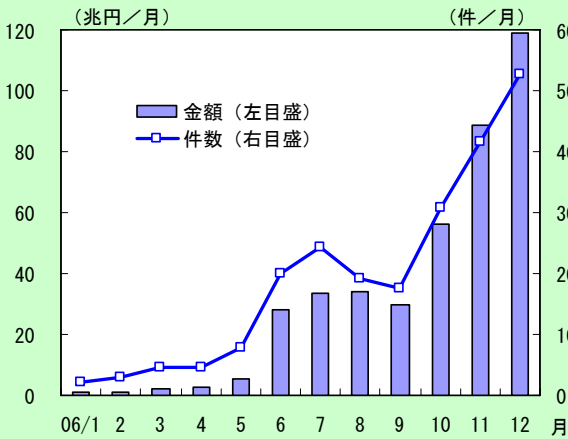
もともと、短期金利のデリバティブ市場の参加者は大手の銀行や証券、外国金融機関などに限られており、欧米のデリバティブ市場に比べるとなお小規模なものに止まっている。特に OIS 市場は一部の外国金融機関等が中心で市場参加者の広がりに乏しい。アンケート調査で、OIS の取引状況を質問したところ、「日常的に取引している」、あるいは「取引したことはある」と回答した先は、外銀・証券を中心に 1 割強に止まった (図表 28)。また、取引開始に向けて準備中の先が都銀等・証券を中心に約 1 割みられた。

【図表 26】ユーロ円金利先物の取引高



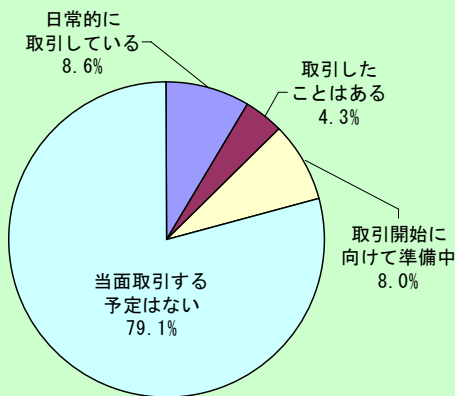
(注) 全限月合計。5営業日後方移動平均。  
(出所) 東京金融先物取引所

【図表 27】わが国のブローカーを通じた OIS の取引高・件数



(出所) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

【図表 28】OIS 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」

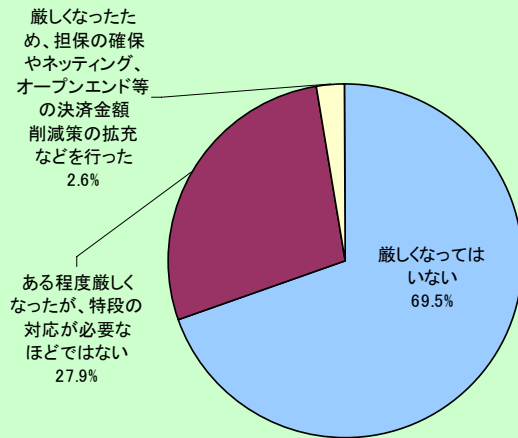
### (5) 日中流動性の状況と日中コール市場

オペ先の日中流動性の状況を見ると、量的緩和政策の解除、日銀当座預金残高の減少に伴って、日本銀行の日中当座貸越の利用が増加傾向を辿

るなど、日中流動性に対するニーズが相応に高まっている姿が窺われる。

但し、アンケートからオペ先の日中流動性に対する見方を窺うと、過去半年間で、追加的に担保の拡充を行ったり、日中流動性を節約する観点から決済金額の削減策（ネットティング契約、オープンエンド取引等）が必要なほど日中流動性が厳しくなったとする先はごく一部に止まった（図表 29）。これは、基本的には、オペ先の多数を占める銀行が、都銀等、地銀とも既に国債を多額に保有しており、これまでのところ、この範囲内で対応できているためと考えられる。こうした下で、日中コール取引も引続き低水準に止まっている。もっとも、担保余力がそれほど高くないとみられる証券や外銀などを中心に、「(特段対応が必要なほどではないが) ある程度厳しくはなった」と回答する先も 3 割弱みられている。また、年末にかけて外銀等の無担保コール調達が増加した局面では、「返金先行」に伴う日中流動性を節約するために決済時点を遅らせた取引（通常 10 時頃までとなっている返金時限を 12 時頃とする取引）を増やす動きもみられた。

【図表 29】7 月の政策金利引上げ後における日中流動性の変化



(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

### 3. おわりに

以上を総合すると、短期金融市場では、7 月の政策金利引上げ後も着実に機能は回復してきていると考えられる。無担保取引のためのクレジット・ラインの整備は更に進捗した。有担保コール市場でも限界的ながら利用者が増えた。GC レポ市場では、ウェイトは小さいながら T+0 レポ市場が徐々に拡大している。また、大手先を中心に市場間の裁定の動きも活発になってきている。

こうした中で、今後、これまで以上に市場参加者や市場の厚みを増していく、市場間の裁定を働



き易くする、より効率的な金利形成を図っていく、といった観点から当面ポイントと思われるのは次の2点である。

第1は、より効率的な有担保市場の実現である。レポ取引は、担保の受渡しや管理が必要なため、体制整備や取引のコストが意識されて、引続き資金の出し手が大きくは広がっていない。政策金利引上げ後は、他市場との裁定も徐々に増えてきているが、それでも昨年末に一時的に窺われたように、他の金利に比べれば振れやすい状況にある。有担保コールについても、担保評価の基準が時価でなく額面であること、担保の掛け目が低いことなどが意識されており、利用者の増加は限界的なものに止まっている。国債発行残高が増加し、金融機関が多額の国債を保有するようになっている下では、国債を担保とする安全な資金取引に対するニーズが高まると考えられる。有担保市場をどの程度利用していくかは、基本的には個々の金融機関の判断であるが、市場を通じる資金の融通をより円滑にしていく観点からは、有担保市場の厚み、流動性を高めていくことが引続き重要な課題と考えられる。

第2は、短期金利のデリバティブ取引の拡大である。既にみたように、わが国でも、このところ金利先物やOIS取引が拡大しているが、市場参加者は大手の銀行、証券会社や外国金融機関などに限られており、欧米に比べると規模的にも小さい(図表30)。特にOIS市場は、取引が本格化してから日が浅いこともあって一部外国金融機関が中心で、なお広がりには乏しい状況にある。わが国においても、短期金利のデリバティブ市場により幅広い市場参加者の金利観が反映され、他の短期金利との裁定も含めて、流動性を高めていくことが期待される。

も互り取引が細った状態が続いたため、個々の市場参加者が体制を整えるにはある程度時間がかかるとと思われる。また、市場のインフラなどの面でも、改めて整備できることはないか検討する余地もあるであろう。

短期金融市場の機能の向上については、より安定的な金利形成、円滑な金融市場調節を可能にするという意味で、日本銀行も大きな関心を有している。今後とも、市場参加者の方々と意見交換を行いながら、マーケットの自律的な発展を支援していきたいと考えている。

#### (参考資料)

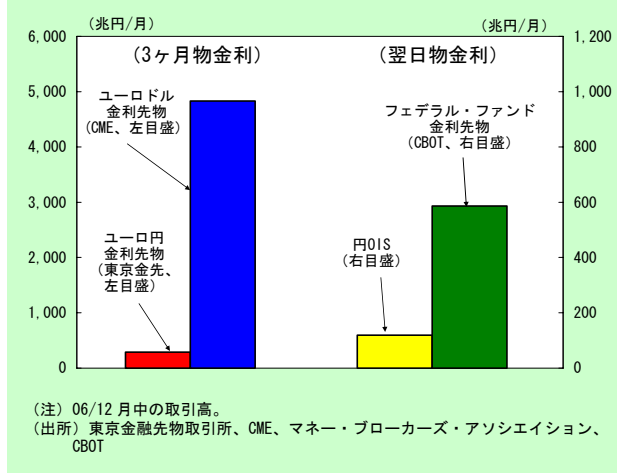
日本銀行金融市場局[2006年4月5日]、「金融市場レポート追録・量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」

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—」「同追録・量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」

日本銀行金融市場局 資金債券担当 大岡英興・長野哲平・馬場直彦[2006年8月17日]、「日銀レビュー・わが国OIS(Overnight Index Swap)市場の現状」

日本銀行決済機構局 今久保圭・千田英継[2006年9月14日]、「日銀レビュー・量的緩和政策解除後の日銀当座預金決済」

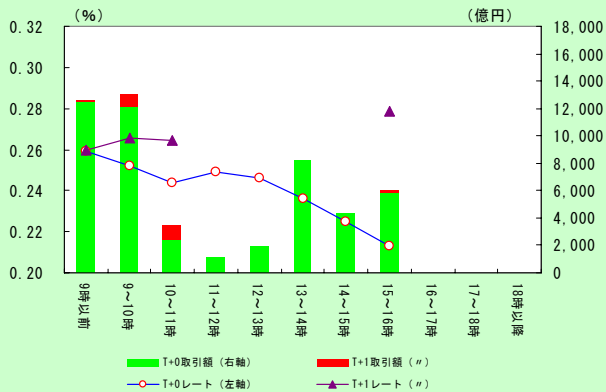
【図表30】短期金利デリバティブ取引の取引高



短期金融市場は、今後も基本的には自律的に機能を高めていくと考えられる。もっとも、何年に

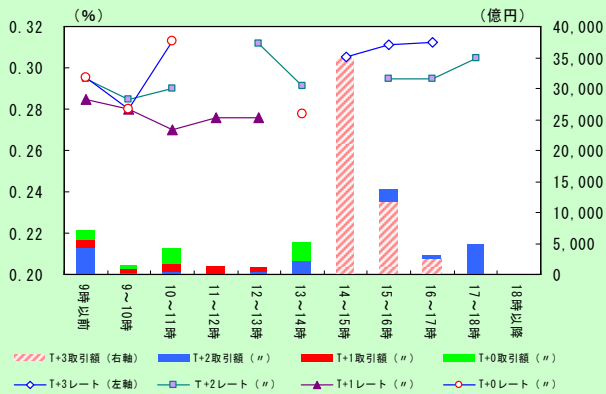
(参考図表) 無担保コールおよびレポ取引の日中成約状況 (短資会社仲介分)

【参考図表 1】 無担保コール翌日物の日中約定状況



(注) 11/8 日における短資 3 社の約定分。レートは金額加重平均値。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

【参考図表 2】 GCレポ翌日物の日中約定状況



(注) 11/8 日における短資 3 社の約定分。レートは金額加重平均値。GCレポについては、スタート日の n 営業日前にレートおよび金額を実質的に決める取引については、その翌営業日以降に国債明細を含めて正式に約定する場合であっても、「T+n」としてカウント。  
(出所) 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」