



わが国短期金融市場の動向と課題

—— 東京短期金融市場サーベイ（12/8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。

わが国短期金融市場の動向と課題

—東京短期金融市場サーベイ（12/8月）の結果—

[目次]

1. はじめに —東京短期金融市場サーベイの概要—	2
2. 短期金融市場における取引動向	3
2-1 短期金融市場における取引残高	3
2-2 コール市場	3
2-3 レポ市場	10
2-4 CP市場	17
2-5 海外との円資金取引	18
2-6 円OIS市場	19
2-7 裁定取引や事務体制に関する市場参加者のスタンス	20
3. 短期金融市場が直面する諸課題への対応状況	22
3-1 フェイル慣行の定着	22
3-2 国債の決済期間短縮化	25
3-3 清算機関の機能強化と参加者拡大	28
3-4 業務継続計画に対する取り組み強化	29
4. おわりに	33

(注) 本稿は、基本的に2012年11月までの情報に基づいている。

▽「東京短期金融市場サーベイ」の対象先

	前回 (2010年8月実施)	今回 (2012年8月実施)
対象先数	190	234
オペレーション対象先	172	211

(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%）。

1. はじめに —東京短期金融市場サーベ이의概要—

日本銀行金融市場局では、2012年8月、わが国短期金融市場における取引動向を的確に把握するとともに、直面する諸課題への対応状況を確認する観点から、第3回目となる「東京短期金融市場サーベイ(12/8月)」を実施した。本稿では、この「東京短期金融市場サーベイ(12/8月)」の結果に基づいて、短期金融市場における最近の取引動向と直面する諸課題への対応状況についてレビューする。

2008年8月に実施した第1回サーベイでは、サブプライム住宅ローン問題や調査票回収直後に発生したリーマン・ショックがわが国の短期金融市場に及ぼした影響をレビューするとともに、その経験から浮かび上がったレポ市場を中心とする課題について指摘した。また、2010年8月に実施した第2回サーベイでは、リーマン・ショックから約2年を経た短期金融市場の取引動向をレビューするとともに、第1回サーベイで取り上げた諸課題について、市場参加者の取り組みが進んでいることを確認した。

今般実施した第3回サーベイでは、コール、レポ取引等の取引残高を中心に、2011年7月末と2012年7月末の計数を調査対象としている。また、今回のサーベイでは、調査対象先数を前回の190社から234社へ大幅に拡大している。内訳をみると、日本銀行のオペレーション対象先が大幅に増加している(172先→211先)ほか、非オペレーション先についても、新たに主要損害保険会社が加わっている。

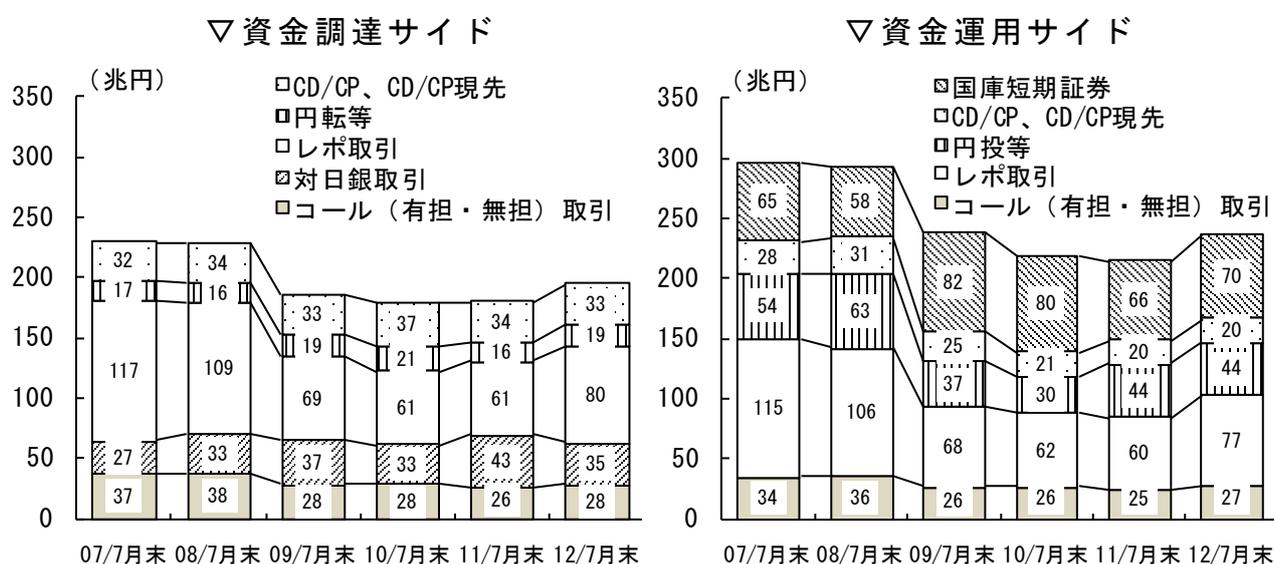
本稿の構成は次の通りである。第2節では、短期金融市場における取引動向について、個別市場の動向や市場参加者による取引スタンスなどについても取り上げつつ、前回サーベイ以降の動きを中心にレビューする。第3節では、短期金融市場における諸課題への対応状況についてレビューする。リーマン・ショックの経験を踏まえてこれまで市場全体の課題として意識されてきた、フェイル慣行の定着、国債の決済期間短縮化、清算機関の機能強化と参加者拡大などの論点に加え、今回のサーベイでは、東日本大震災を契機にその重要性に対する認識が一段と高まった、短期金融市場取引における業務継続計画に対する取り組みについても取り上げる。最後に、第4節では、今回のサーベイから得られたファイナディングについて総括する。

2. 短期金融市場における取引動向

2-1 短期金融市場における取引残高

短期金融市場における取引残高は、リーマン・ショック後に大幅に減少した後、日本銀行による潤沢な資金供給によってターム物を含む短期金利が低位安定を続ける中、横ばいで推移していたが、足許にかけてはレポ取引の残高増加を主因に増加している。もっとも、その水準は、依然としてリーマン・ショック前の水準を下回っている（図表1）。

（図表1）短期金融市場における取引残高



（注）コール取引のうち、無担保コールについては、短資会社経由の取引およびグループ外 DD 取引の合計。なお、短資会社経由の取引データは、日本銀行「コール市場残高」ベース（以下、同様）。

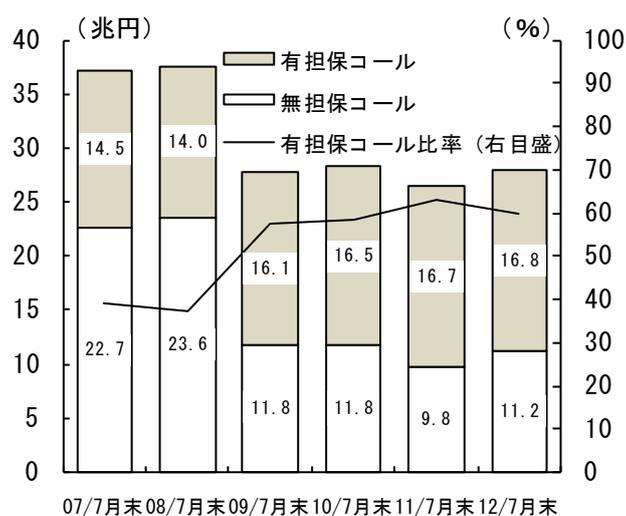
2-2 コール市場

①全体

コール市場（無担保コール市場および有担保コール市場）の取引残高は、リーマン・ショック後に大幅に減少した後、概ね横ばいで低調に推移している（図表2）。すなわち、無担保コール市場の取引残高は、リーマン・ショック後、カウンターパーティ・リスクへの警戒感から外国銀行（以下、外銀）の調達が困難化したことを主因に大幅に減少した。その後は、日本銀行による潤沢な資金供給により資金余剰感が強い状況が続く下で、概ね横ばいで低調に推移している。また、有担

保コール市場の取引残高は、リーマン・ショック後、地方銀行・第2地方銀行（以下、地銀・地銀Ⅱ）が資金運用を相対的に安全性の高い有担保コール市場に大きくシフトさせたことを主因に増加した後、概ね横ばいで推移している。こうした取引動向を反映して、有担保コール比率（コール市場の取引残高に占める有担保コール市場の取引残高の比率）は、リーマン・ショック後に急激に上昇した後、60%程度で推移している。

（図表2）コール市場の取引残高と有担保コール比率

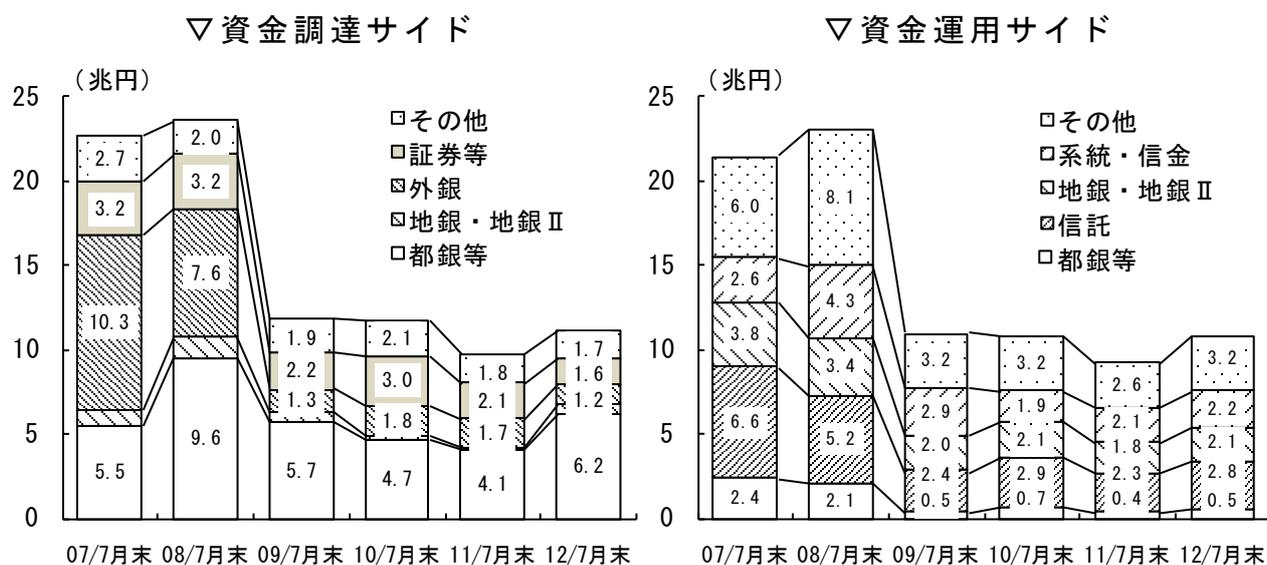


（注）資金調達サイド。

②無担保コール市場

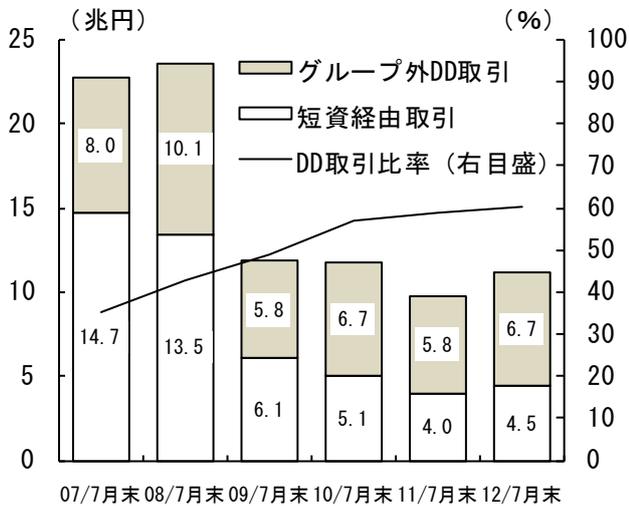
無担保コール市場の取引残高をみると、日本銀行による潤沢な資金供給により資金余剰感が強い状況が続く下で、前回サーベイ時点以降も、概ね横ばいで低調に推移している（図表3）。これを業態別にみると、ここ1年程度については、資金調達サイドにおいて無担保コール市場における最大の資金調達主体である都市銀行（以下、都銀）等のシェアが一段と拡大している点が目立つ。このような動きの背景には、自行の調達ルート多様化や無担保コール市場全体の取引活性化などを企図した、ターム物を中心とした調達額拡大の動きが存在するとみられる。この間、資金運用サイドにおける業態別シェアに大きな変化はみられていない。

(図表3) 無担保コール市場の取引残高



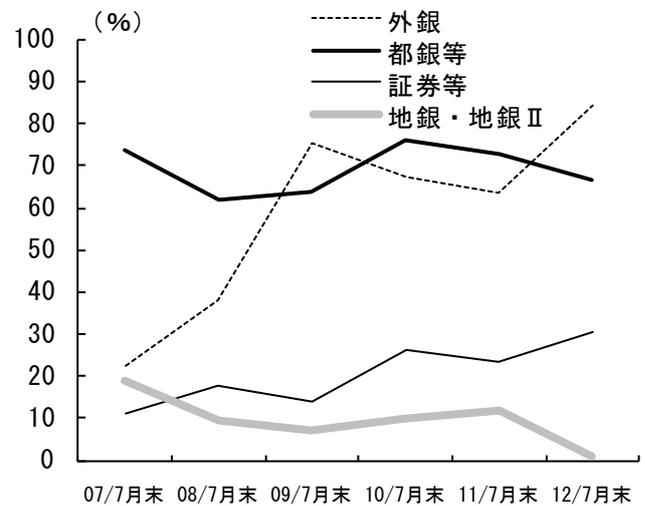
無担保コール市場の取引残高（資金調達サイド）を、取引形態別に、短資会社（以下、短資）を經由した取引と、同一金融グループに属さない金融機関等の間による直接取引であるグループ外ダイレクト・ディール取引（以下、グループ外 DD 取引）とに分けてみると、無担保コール市場の取引残高に占めるグループ外 DD 取引残高の比率（以下、DD 取引比率）は、前回サーベイ時点以降も緩やかに上昇し続けており、足許では約 6 割に達している（図表 4）。こうした動きの背景としては、DD 取引比率が相対的に高い都銀等の調達シェアが拡大した一方で、同比率が相対的に低い地銀・地銀Ⅱの調達シェアが縮小している点大きい。なお、主要業態の DD 取引比率（資金調達サイド）をみると、外銀については、リーマン・ショック後に無担保コール取引による資金調達残高が急減する中で上昇している一方、地銀・地銀Ⅱについては足許ゼロ%近傍まで低下している（図表 5）。この間、都銀等については、概ね 70%前後で推移している。

(図表4) 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。

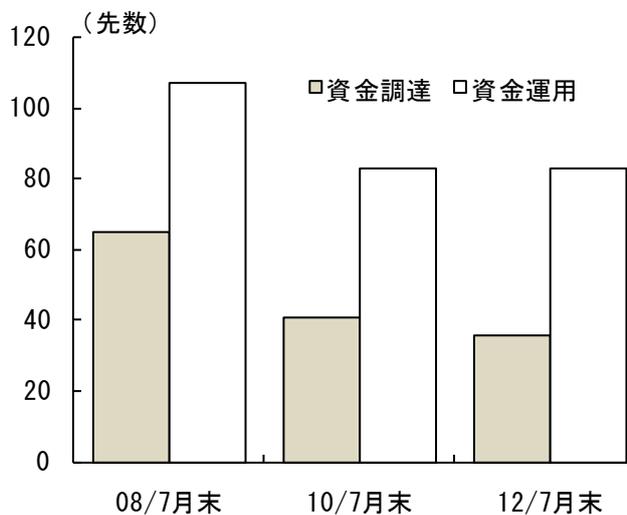
(図表5) 資金調達サイドにおける
主要業態の DD 取引比率



(注) 資金調達サイド。

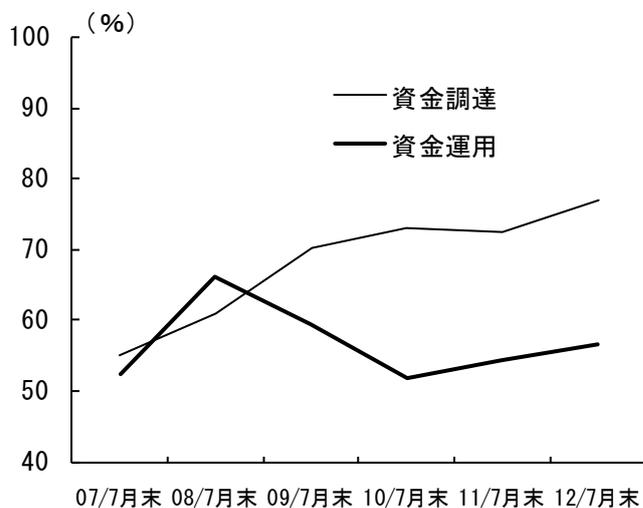
無担保コール市場への金融機関等による参加状況をみると、まず、資金運用先数は、リーマン・ショック後に大きく減少した後、前回サーベイ時以降は概ね横ばいとなっている。そうした下で、資金運用サイドにおける残高上位 10 先による残高占有率は、前回サーベイ時以降、5 割程度で推移している。これに対して、資金調達先数については、リーマン・ショック以降緩やかな減少が続いており、都銀を中心とする資金調達サイドにおける残高上位 10 先による残高占有率は、上昇傾向を続け、足許は 8 割近い水準にまで達している (図表 6、7)。このように、無担保コール市場においては、資金運用サイドでは参加者の減少が一服してきているものの、資金調達サイドでは、参加者の減少が依然続いており、都銀など主要プレイヤーの市場に対する影響力は、より大きなものとなってきている。

(図表 6) 無担保コール市場の参加者数



(注) 2008年調査から継続して調査対象としている先(短資、投信を除く)のうち、各時点で無担保コール残高(グループ内DDを除く)が確認される先の数。金融機関合併の影響は調整済。

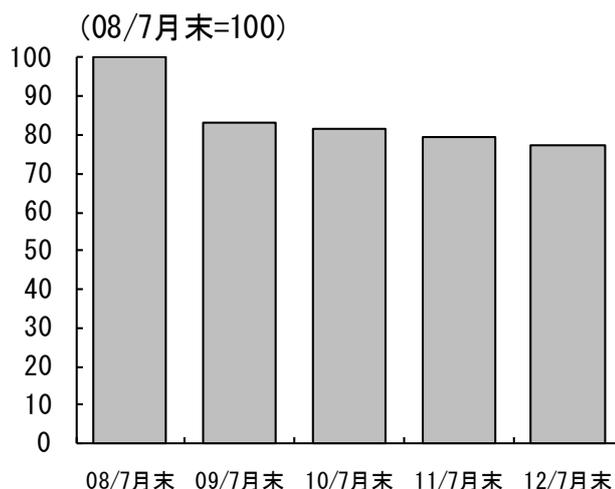
(図表 7) 残高上位 10 先による残高占有率



(注) 対象は図表 6 と同じ。

リーマン・ショック直後の局面では、わが国金融機関によるカウンターパーティ・リスクに対する警戒感が急激に高まった結果、無担保コール取引を中心に無担保で資金を運用する取引全般においてクレジットラインが急激に縮小した。今回のサーベイにおいては、こうした無担保での資金運用取引に関するクレジットラインの設定数の動向を調査したところ、リーマン・ショック直後にみられた急激な絞込みはその後観察されていないものの、ごく緩やかな削減の動きがなお続いていることが確認された(図表 8)。こうした最近の動きの背景について、実際に前回サーベイ時以降にクレジットラインを削減している先からは、「無担保コール市場における資金調達先数が減少し、少なくとも当面の間はその反転が見込みにくい中であって、取引実態見合いでクレジットラインの設定数を調整している」との声が多く聞かれている。

(図表8) クレジットライン設定数の推移

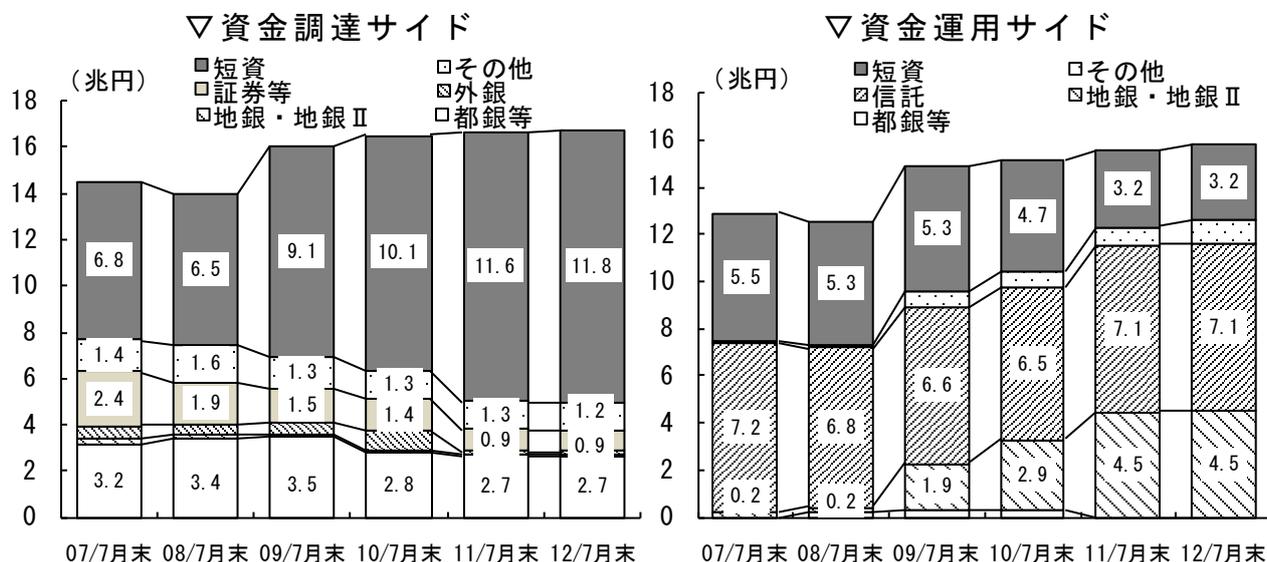


(注) 対象は、2008～2012年の全てでクレジットライン設定総数が確認できる先。

③有担保コール市場

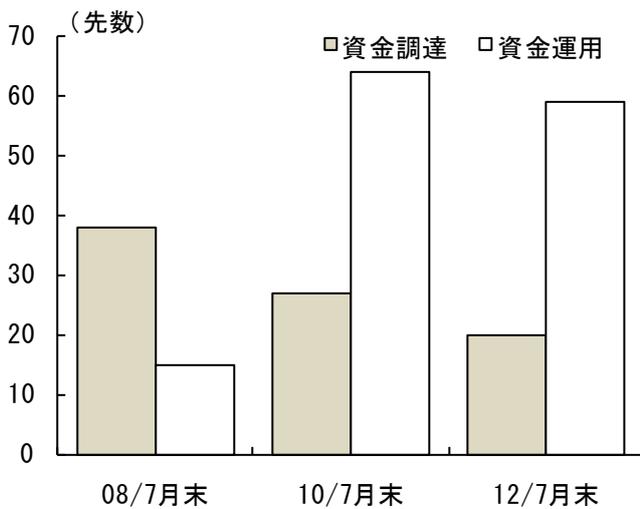
有担保コール市場の取引残高をみると、リーマン・ショック直後に大きく増加した後、概ね横ばいで推移している(図表9)。前回サーベイ時点以降の動きを業態別にみると、まず、資金運用サイドでは、相対的に安全な資金運用手段として地銀・地銀Ⅱによる運用が引続き増加している一方で、短資による資金運用は減少している。また、資金調達サイドでは、短資による資金調達が大きく増加している一方で、都銀等や証券会社など短資を除く業態による資金調達は減少傾向が続いている。このように有担保コール市場では、資金運用ニーズが旺盛にもかかわらず資金調達ニーズが低調な中で、短資がネット調達額を増大させ、他市場において資金を運用する姿となっている。こうした傾向は、過去の量的緩和政策下の局面においても観察された。

(図表9) 有担保コール市場の取引残高



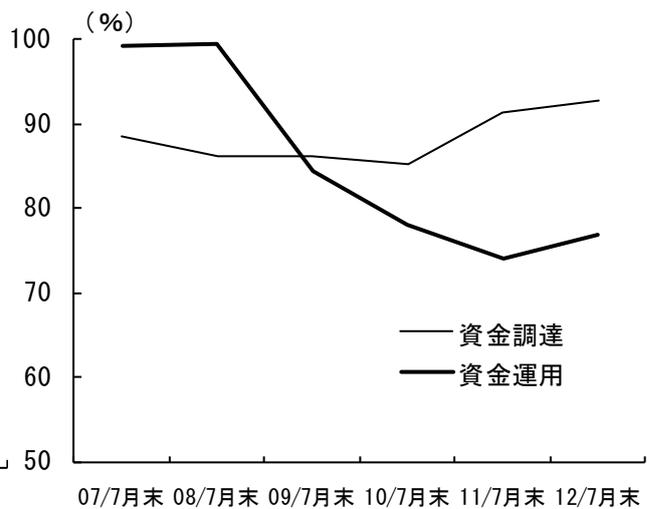
有担保コール市場への金融機関等による参加状況をみると、まず、資金運用先数は、リーマン・ショック後に地銀・地銀Ⅱの参加などから大きく増加した後、前回サーベイ時以降は60先程度で推移している。そうした下で、信託銀行（以下、信託）を中心とする資金運用サイドにおける残高上位10先による残高占有率は、ほぼ100%であったリーマン・ショック前から、足許にかけては70%台まで低下している。他方、資金調達先数については、無担保コール市場と同様に、リーマン・ショック以降緩やかな減少が続いており、都銀等を中心とする資金調達サイドにおける残高上位10先による残高占有率も、9割を超える水準まで上昇している（図表10、11）。このように有担保コール市場においては、リーマン・ショック後に短期資金の運用の場を求めて参加者が増加した一方で、これを受ける資金調達サイドでは、参加者の減少が続いている。

（図表10）有担保コール市場の参加者数



（注）2008年調査から継続して調査対象としている先（短資、投信を除く）のうち、各時点で有担保コール残高が確認される先の数。金融機関合併の影響は調整済。

（図表11）残高上位10先による残高占有率



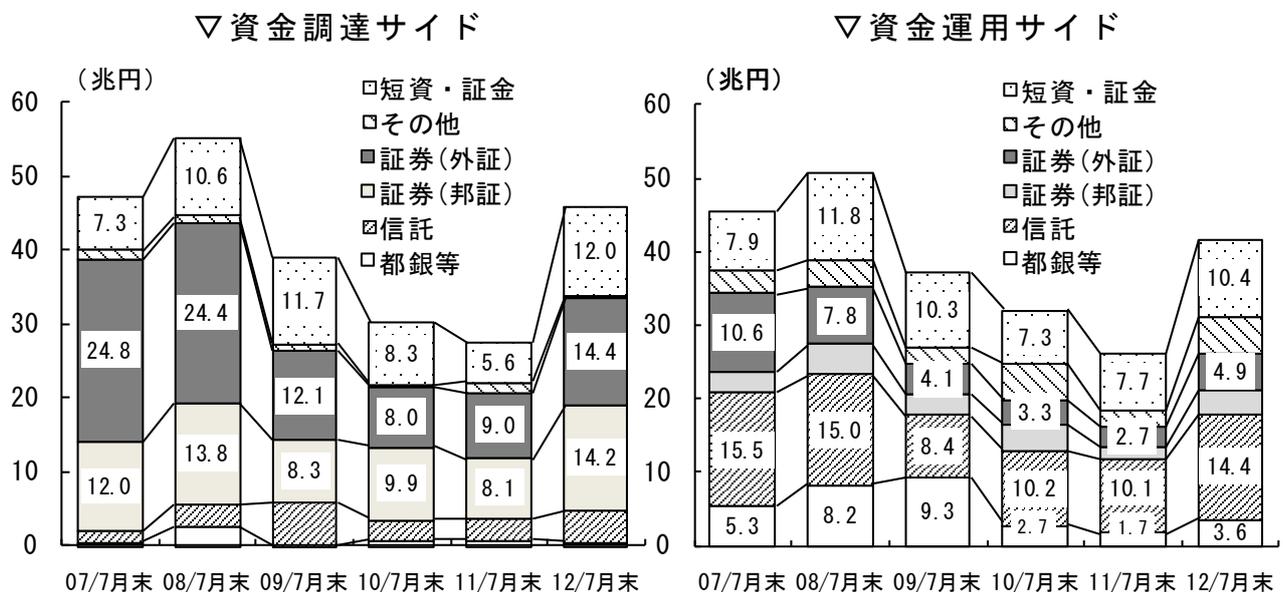
（注）調査対象は図表10と同じ。

2-3 レポ市場¹

①GC レポ市場

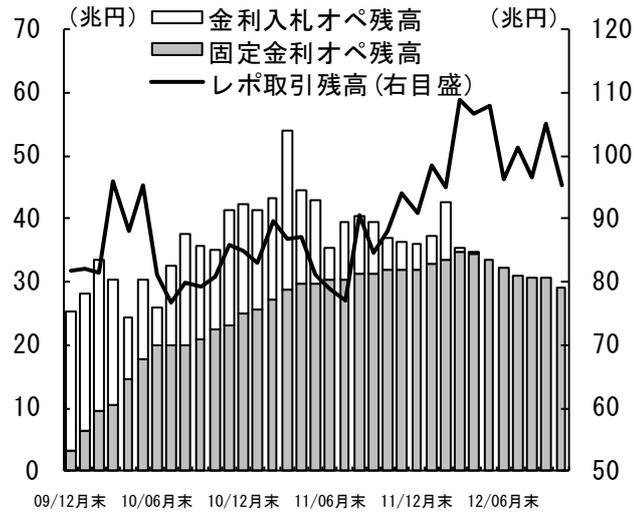
GC レポ市場の取引残高をみると、リーマン・ショック以降、証券会社による在庫ファイナンスの減少を主因として減少傾向が続いていたが、足許にかけては大幅に増加している（図表 12）。こうした足許の動きを業態別にみると、資金調達サイドでは、主要な資金調達主体である証券会社を中心に調達残高が増加している一方、資金運用サイドでは、最もシェアの大きい信託をはじめ、各業態の運用残高が増加している。市場参加者からは、このような GC レポ市場における取引残高の増加の背景として、証券会社を中心に資金調達手段が、日本銀行によるオペレーションから GC レポにシフトしてきていることを指摘する声が多い。すなわち、「日本銀行による包括的な金融緩和政策の下で、期間が長めのオペレーションが増える中であって、より効率的な担保利用を企図して、日本銀行によるオペレーションを通じた資金調達を減らして、GC レポ取引を通じた資金調達を増やしている」との声が多数聞かれている。実際、相対的に期間の短い、金利入札オペの残高が減少する中で、レポ取引残高は増加している（図表 13）。

（図表 12）GC レポ市場の取引残高



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。

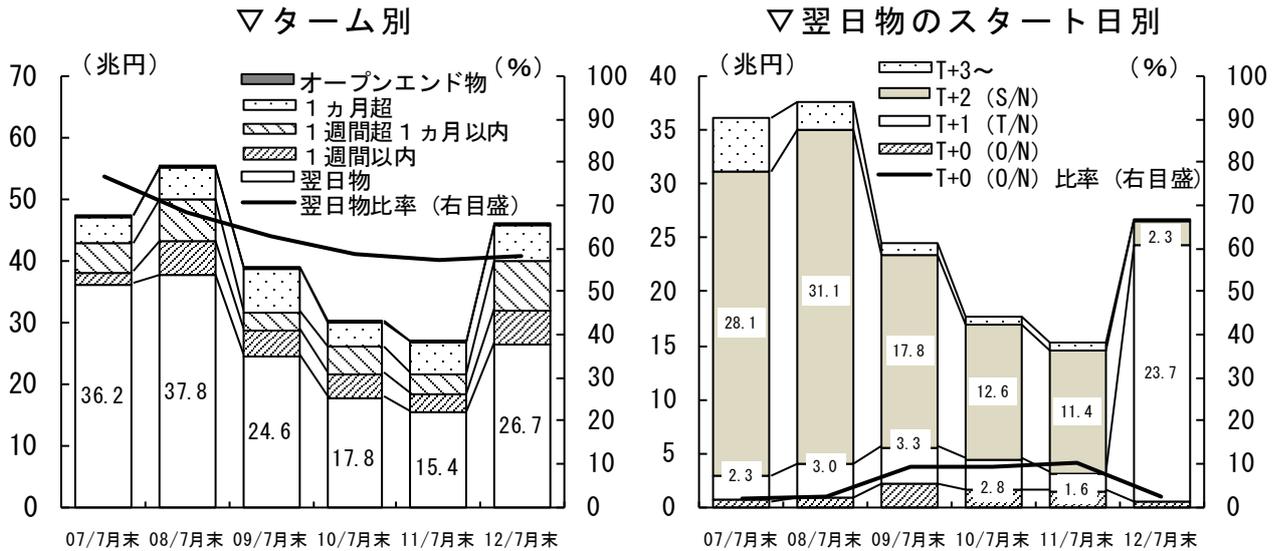
(図表 13) 金利入札・固定金利オペ残高とレポ取引残高



(資料) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節(実績)」、
 日本証券業協会「公社債投資家別条件付売買(現先)
 月末残高」、「債券貸借取引残高等状況」

GCレポの取引残高をターム別にみると、前回のサーベイ時点以降、翌日物取引のウェイトが6割程度、ターム物取引のウェイトが4割程度と、引き続き翌日物取引が中心となっている。さらに翌日物取引について、スタート日別の内訳をみると、後で取り上げるように2012年4月に国債アウトライト取引の決済期間が、T+3からT+2に1日短縮されたことを受けて、GCレポ市場における翌日物取引の中心も、T+2取引からT+1取引に1日シフトしている(図表14)。なお、この間における、T+0取引の割合は低下している。この背景について市場参加者からは、「GCレポレートが低位安定している下で、レート面では先日付での約定と比較したT+0取引のメリットが消失しているため、流動性リスク管理の観点もあいまって早めに資金ポジションを固めている」との声が複数聞かれている。

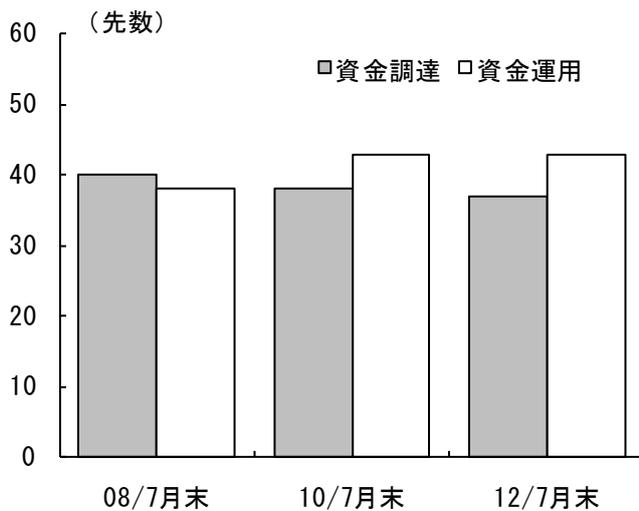
(図表 1 4) GC レポのターム別取引残高



(注) 資金調達サイド。

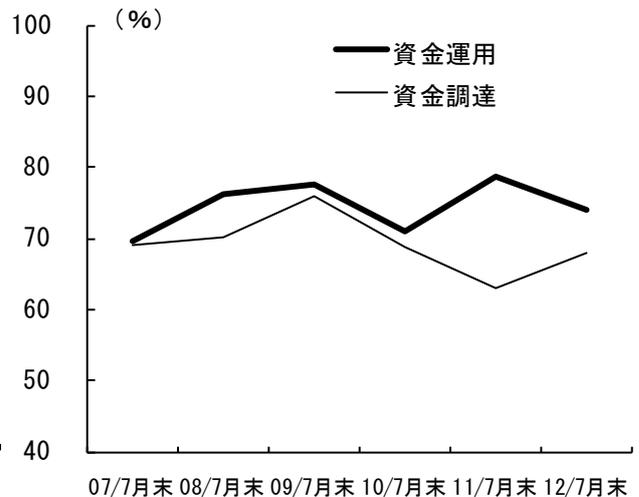
GC レポ市場への金融機関等による参加状況をみると、資金調達先数と資金運用先数ともに、リーマン・ショック前後を含め、40 先前後で総じて安定的に推移している (図表 15)。こうした中、残高上位 10 先による残高占有率についても、大手証券会社を中心とする資金調達サイドでは 70% 前後で、また信託を中心とする資金運用サイドでは 70% 台で、それぞれ概ね安定的に推移している (図表 16)。このように、GC レポ市場においては、リーマン・ショック前後で取引残高が大きく変動したものの、金融機関等による参加状況からみる限り、市場参加者の構造は目立って変化していない。

(図表 1 5) GC レポ市場の参加者数



(注) 2008 年調査から継続して調査対象としている先 (短資、投信、一部証券を除く) のうち、各時点で GC レポ取引残高が確認される先の数。金融機関合併の影響は調整済。

(図表 1 6) 残高上位 10 先による残高占有率

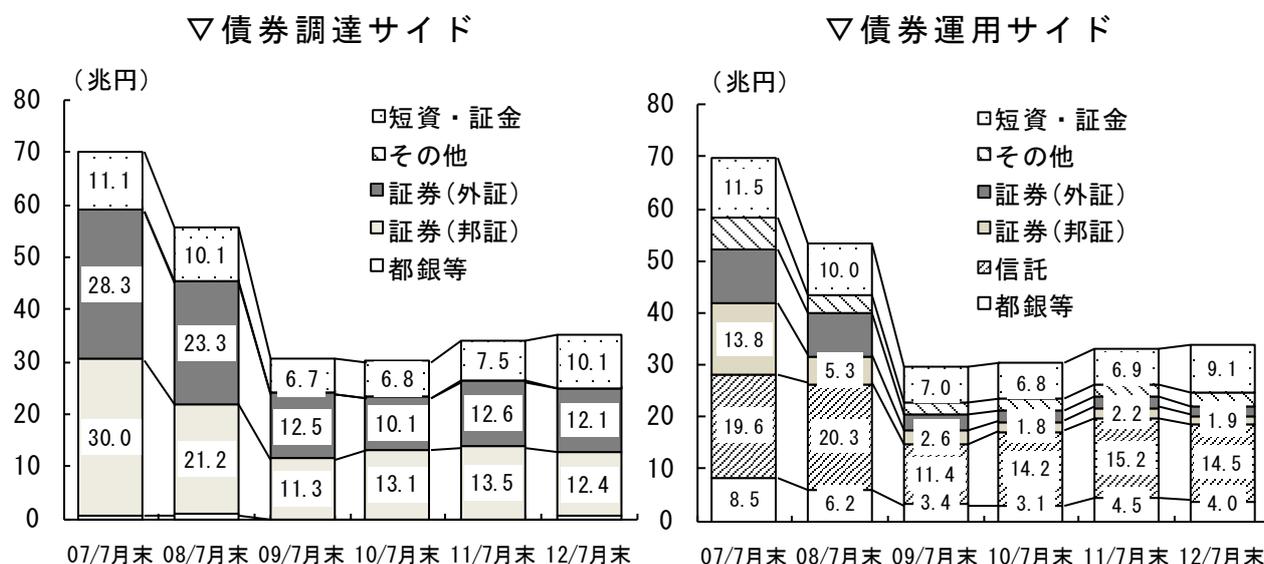


(注) 対象は図表 15 と同じ。

②SC レポ市場

SC レポ市場の取引残高をみると、リーマン・ショック後に、国債のアウトライト取引が大幅に減少する下で、ショートカバーなどを目的とした債券調達大幅に減少した後、2009年頃からは30兆円前後で横ばい圏内の動きが続いている（図表17）。取引残高を業態別にみると、債券調達・運用サイドともに、前回のサーベイ時点以降、大きなシェアの変化はみられない。すなわち、債券調達サイドをみると、顧客の要望に応じて国債のアウトライト取引等を行う際にショートカバーを行うニーズを有する証券会社による取引残高が過半を占めている。他方、債券運用サイドをみると、有価証券信託において国債を運用するニーズを有する信託によるシェアが大きい。なお、最近のSCレポ市場の動向について、主たる債券運用主体である信託からは、「取引残高を保つことにより受託国債の運用稼働率を維持しているが、証券会社のSCレポによる債券調達ニーズが低調な中であって、運用の収益性が低下している」との声が聞かれている。

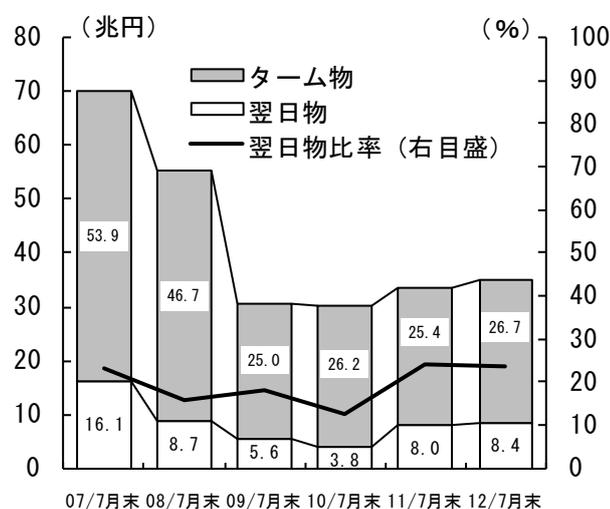
（図表17）SCレポ市場の取引残高



SCレポ取引をターム別にみると、ターム物取引が中心となる傾向が続いている（図表18）。これは、債券調達サイドにおいて証券会社を中心にロールオーバー負担を軽減するニーズが強いこと、また債券運用サイドにおいても、信託を中心に、ターム物を含む短期金利が低位安定で推移する中で資金運用が長期化していることとの見合いで、より長めの債券運用に対するニーズが根強いことなどを反映している。

ただし、前回のサーベイ時と比べると、翌日物取引の割合は、若干高めとなっている。その背景として、主たる債券調達主体である証券会社からは、「信託から調達可能な債券の銘柄数・ボリュームが潤沢な状況が続く下で、債券の取り手としては、タームを短くすることで自社の債券ショートポジションに応じた機動的な債券調達を行っている」との声が多く聞かれている。また、主たる債券運用主体である信託からは、「収益性や事務負担を考慮すると、本来ターム物取引が望ましいが、足許では、証券会社側のニーズに応える形で、翌日物での債券運用にも応じている」との声が複数聞かれている。

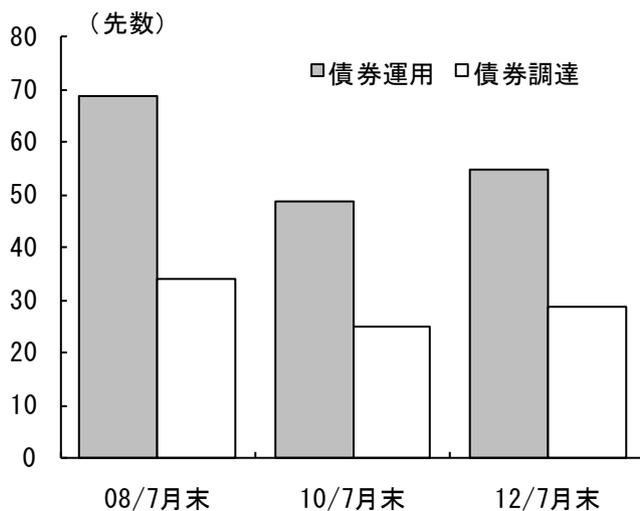
(図表 18) SC レポのターム別取引残高



(注) 債券調達サイド。

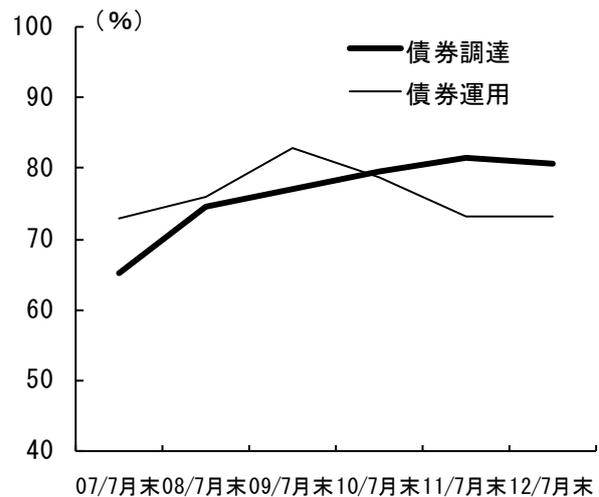
SC レポ市場への金融機関等による参加状況をみると、まず債券調達先数については、概ね 30 先前後で推移している (図表 19)。そうした中で、大手の証券会社を中心とする残高上位 10 先による残高占有率も 70%~80%程度で推移している (図表 20)。このように債券調達サイドにおいては、先にみたように証券会社による債券調達ニーズは低調に推移しているものの、これらが市場から退出していく状況には至っていない。また、債券運用先数については、リーマン・ショック後に大きく減少した後、足許にかけては若干増加している。もっとも、この間における、信託を中心とする残高上位 10 先による残高占有率は、70%台で概ね安定的に推移している。

(図表 19) SC レポ市場の参加者数



(注) 2008年調査から継続して調査対象としている先(短資、投信、一部証券を除く)のうち、各時点でSCレポ取引残高が確認される先の数。金融機関合併の影響は調整済。

(図表 20) 残高上位 10 先による残高占有率



(注) 対象は図表 19 と同じ。

③契約形態及びヘアカットの実施状況

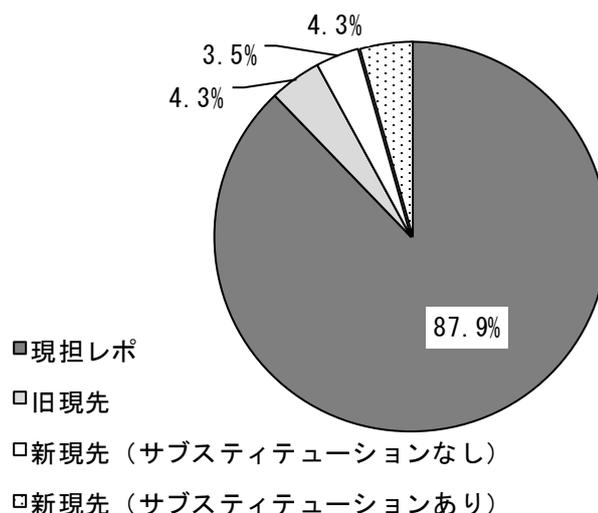
以上では、GCレポ市場とSCレポ市場とに分けてレポ市場の数量的な側面に注目してきたが、今回のサーベイにおいては、市場横断的にレポ取引全般における契約形態やヘアカットの実施状況についても調査を実施した。

まず、レポ取引の契約形態別残高の割合をみると、①サブスティテューションが可能な新現先による契約は1割未満に止まっており²、依然9割近くの取引が現担レポであること、②新現先を利用した取引でも、その半分近くでサブスティテューションを組み入れない契約となっていること、が判明した(図表 21)。このようにサブスティテューションの利用が進まない背景について、市場参加者からは、「担保差し替えに伴う契約当事者双方の実務負担の重さを考慮すると、足許では同慣行の利用ニーズは限定的」といった声が複数聞かれている。

² サブスティテューションとは、債券の売り手が、買い手の同意を前提として、取引期間中に取引対象債券等を差し替えることを可能とする仕組み。こうした仕組みにより、債券の売り手(資金の取り手)にとっては、ターム物取引を行うやすくなることが想定される。

新現先とは、2001年に改定された「債券等の現先取引に関する基本契約書」に基づく現先取引。本稿では、当該改定以前の基本契約書に基づく現先取引を「旧現先」と呼ぶ。

(図表 2 1) レポ取引の契約形態別残高の割合



(注) 資金調達・資金運用合算ベース。2012/7 月末残。

次に、レポ取引におけるヘアカットの実施状況については、今回のサーベイにおいて、担保資産別にヘアカットの実施の有無とヘアカットを実施している場合の設定水準に関して調査を実施した。結果をみると、まず、レポ取引の 99% 以上を占める国債を担保としたレポ取引については、ヘアカットが設定される取引はごく限定的に止まっており、ヘアカットが設定された場合の水準も 2% 以下と低い水準である (図表 22)。この背景として市場参加者からは、「わが国の国債は高い信用力を維持しているため、ヘアカットは必ずしも設定しなくてもマージンコールなどを通じてリスクをコントロールすることは可能」との声が多く聞かれる。これに対して、一般債など国債以外の債券を担保としたレポ取引については、基本的に全ての取引について、3%~10% 程度の相対的に高めのヘアカットが実施されている模様である。このように、わが国のレポ市場においては、担保資産が有するリスクに応じて、ヘアカット設定の要否や水準が決められている。

(図表 2 2) ヘアカット設定水準

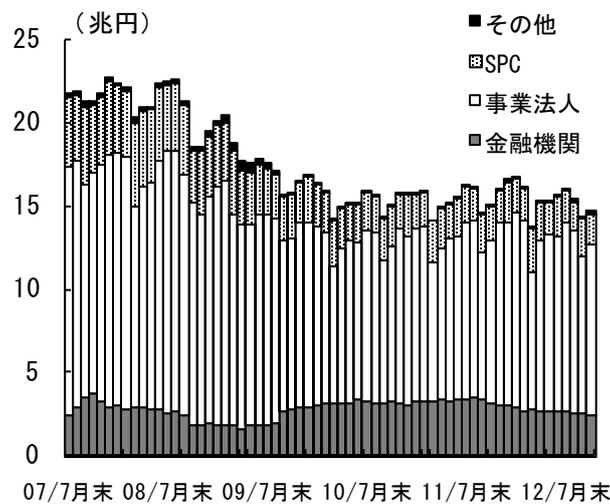
普通利付国債	0~2.0%
国庫短期証券	ヘアカット設定なし
物価連動国債	0~1.0%
変動利付国債	0~1.5%
一般債	3.0~10.0%

(注) 2012/7 月末残。

2 - 4 CP 市場

CP 市場では、リーマン・ショック後に投資家のリスク回避姿勢の高まりを背景として発行環境が急速に悪化した。その後は、日本銀行による企業金融支援措置や包括的な金融緩和政策の効果もあって発行環境は改善に転じ、足許にかけては総じてみれば良好な状況が続いている。そうした下で、発行残高は、2011 年から 2012 年にかけて概ね前年並みに推移した（図表 23）。

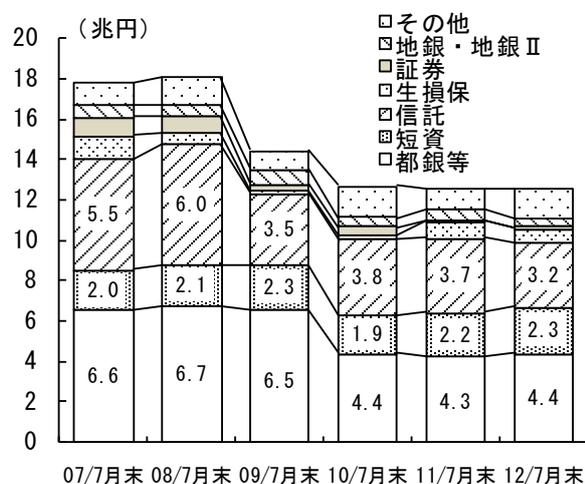
（図表 2 3） CP 発行残高



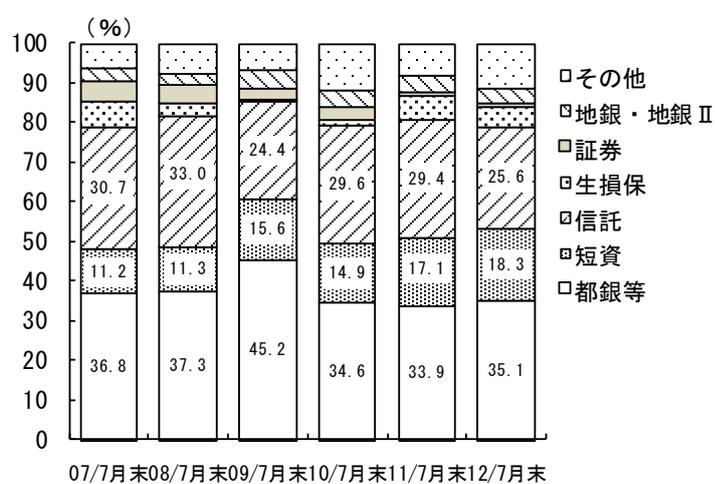
（資料）証券保管振替機構「短期社債発行者区分別残高」

この間における金融機関等の CP 保有状況をみると、リーマン・ショック後に減少した後、前回のサーベイ時点以降は国庫短期証券とのスプレッドが低位で安定している中で、横ばいで推移している（図表 24）。また、CP 保有残高の業態別シェアをみると、CP の引受け主体である都銀等が 3～4 割、短資が 2 割弱を保有し、その残余を最終投資家となる金融機関が保有する姿が続いている（図表 25）。このことは CP 市場における参加金融機関の構成が、リーマン・ショックという大きな変動の前後でも変わっていないことを示す。

(図表 2 4) CP 保有残高



(図表 2 5) CP 保有残高の業態別シェア



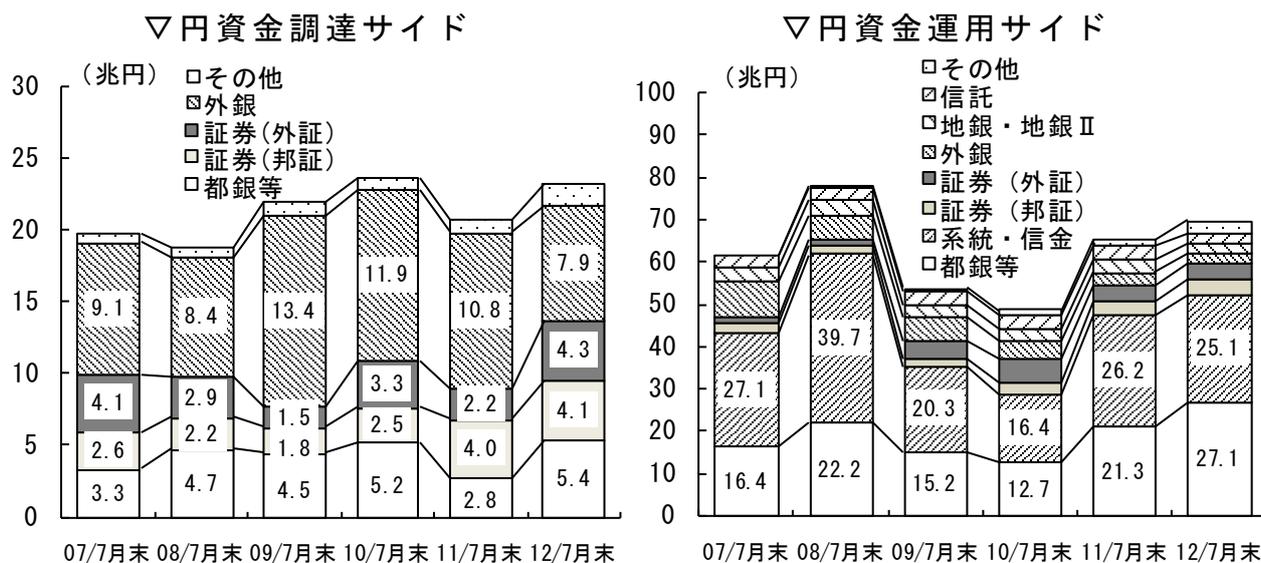
2-5 海外との円資金取引

海外との円資金取引について、まず、円転等による海外からの円資金調達取引残高をみると、前回のサーベイ時点以降、外銀が減少する一方で証券会社が増加するカタチで、概ね横ばい圏内で推移している³ (図表 26)。

他方、円投等による海外に対する円資金運用の取引残高をみると、都銀等を中心にはっきりと増加している。この背景については、海外クレジット市場等の運用環境の悪化に伴うドル建て債券や証券化商品等に対する新規投資の減少が一服する中で、海外向け融資の増加などを反映して、円投によるドル資金調達が増加していることを挙げる先が多い。

³ 海外との円資金取引は、円転・円投（期間 1 年超を含む）、ユーロ円取引、自行（庫・社）海外店との円資金貸借の合計。

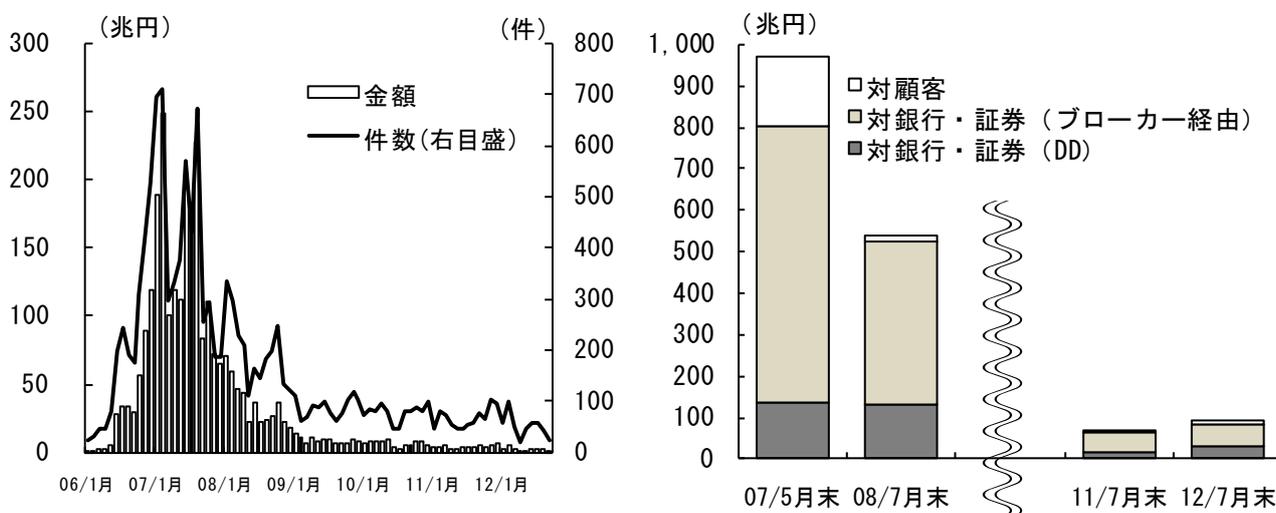
(図表 26) 海外との円資金取引残高



2-6 円 OIS 市場

代表的な短期金利デリバティブ市場である円 OIS 市場についてみると、2006 年の量的緩和政策の解除後には、金融政策変更に関する思惑を背景とした取引を中心に取引高が急激に増加した。しかし、リーマン・ショック後は、短期金利が先行き低位安定して推移するとの観測が広まる中で、証券会社による保有国債や保有デリバティブのポジションに係る価格変動リスクをヘッジするための利用が中心となり、取引高は大幅に減少した(図表 27)。その結果、足許の市場残高は、100 兆円程度の水準となっている(図表 28)。

(図表 27) ブローカー経由の円 OIS 取引高、取引件数 (図表 28) 円 OIS 市場の取引残高



(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

このように円 OIS 取引が活発でない背景について、市場参加者からは、上述のマクロ的な経済環境の他に、①取引の認知度が金融機関の取引相手である顧客企業側において必ずしも高くないこと、②取引に関するレート面や数量面の統計について整備の余地がなお大きいこと、などが指摘されている。

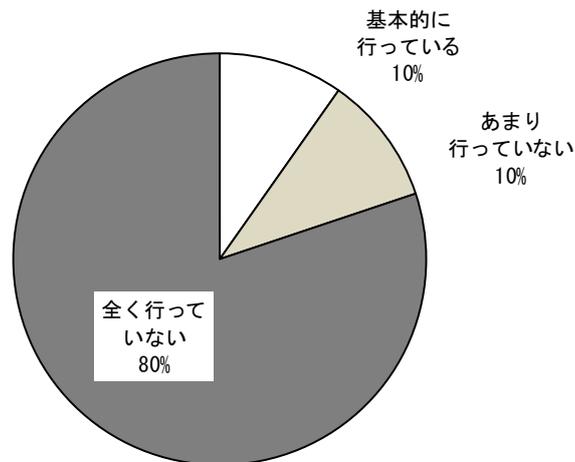
2-7 裁定取引や事務体制に関する市場参加者のスタンス

以上では、短期金融市場における主な取引の残高に焦点を当ててきたが、市場が資金の運用や調達の場合として円滑に機能するかどうかという観点からは、こうした残高の動きの裏側で、市場参加者が取引に対してどのようなスタンスを有し、また市場インフラ的性格も持つ事務体制に関してどのようなスタンスを有しているか、という点が重要である。

この点、まず裁定取引に対するスタンスについてみると、ターム物を含め短期金利全般が低位かつ安定的に推移する中であって、80%の先が、裁定取引を「全く行っていない」と回答するなど、前回サーベイ時点から積極化の動きは見られない⁴ (図表 29)。なお、裁定取引を「基本的に行っている」または「あまり行っていない」と回答した 20%の先に対して、具体的な取引内容について伺うと、①SCレポで得られた現金担保をGCレポで運用する取引や、②0.10%以下のレートでコール調達した資金をGCレポや日本銀行の当座預金で運用する取引などを挙げる声が多い一方、各市場における日々の金利の振れを背景に、その歪みに着目した裁定取引を行っているとの声は極めて少ない。

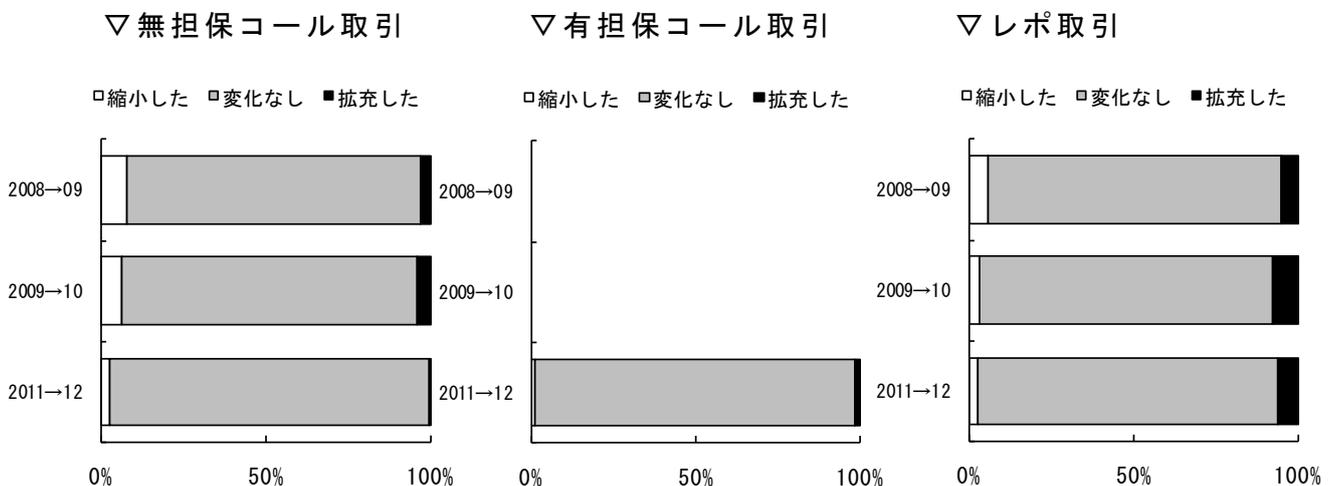
⁴ 前回サーベイでは、無担保コール市場と他の短期金融市場との裁定取引を対象として調査を実施し、7割弱の調査先が「全く行っていない」と回答し、2割弱の調査先が「あまり行っていない」と回答した。

(図表 29) 裁定取引に対するスタンス



次に、コール取引やレポ取引における事務体制の変化についてみると、事務体制を縮小する動きは、リーマン・ショック直後と比べてはつきりと弱まっており、現在までのところは、量的緩和政策当時と異なり、殆どの先が取引を行うために必要な事務体制を、フロントとバックの双方で維持している。例えば、継続的に調査を行っている無担保コール取引やレポ取引については、事務体制を最近1年で「縮小した」と回答した先の割合が減少傾向にあるほか、今回から調査を開始した有担保コール取引についても、事務体制を最近1年で「縮小した」と回答する先はごく少数に限られている（図表 30）。この背景として、市場参加者からは、補完当座預金制度の下では、過去の量的緩和政策の局面と異なって付利金利が存在するため、市場金利がこれを上回ったり下回ったりした際には、こうした乖離を捉えた金融取引が一定程度存在する点を指摘する声が多い。

(図表 30) 各取引における事務体制の変化



(注) 有担保コール取引については、2008→09 と 2009→10 の調査を実施していない。

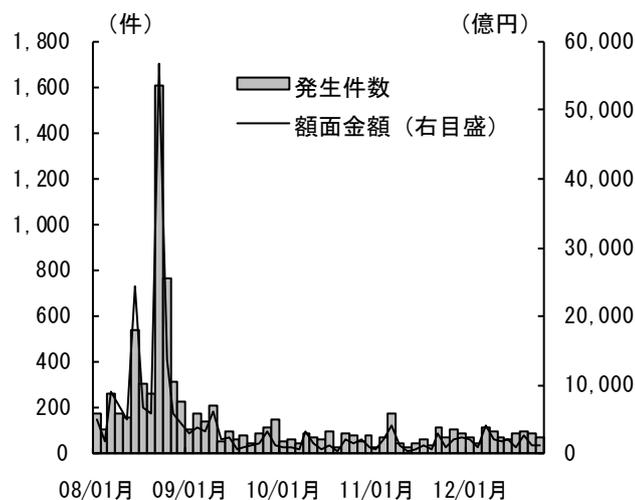
3. 短期金融市場が直面する諸課題への対応状況

リーマン・ショック後、とくにレポ市場や国債市場の機能が大きく低下した経験を踏まえて、市場関係者の間で市場全体として取り組んでいく検討課題として認識されてきた、「フェイル慣行の定着」や「国債決済期間の短縮化等によるリスク管理の強化」、「清算機関の機能強化と参加者拡大」などについては、前回サーベイ以降も、引き続き市場関係者による検討や対応が進められている。また、2011年3月の東日本大震災の発生を受けて、市場関係者の間では、災害など緊急時における短期金融市場取引に係る業務継続計画(Business Continuity Plan、以下 BCP)の重要性に対する認識が高まっており、取り組み強化の動きが進められている。

3-1 フェイル慣行の定着

わが国では、2001年1月に国債決済の RTGS 化を実施する際に、フェイル慣行が導入された。しかし、市場参加者の間では、フェイルを債務不履行として認識するなどフェイルに対する理解が不足していたことや、フェイルに対応する事務処理体制が未整備であったこと等により、フェイルを容認しない先が少なくなく、フェイル慣行は十分には定着してこなかった。そうした中、リーマン・ショックが発生し、国債取引において莫大な債務不履行が発生するとともに、これに誘発される形でフェイルが大幅に増加し、日中の国債決済が大きく遅延した(図表 31)。これに伴って、国債市場のみならず、有担保取引で相対的に頑健な資金調達手段であることが想定されてきたレポ市場においても流動性が低下したため、これらの市場では市場機能が顕著に低下した。こうした経験を踏まえ、市場関係者の間では、フェイル慣行の定着を図ることの重要性が改めて認識され、同慣行の見直しに対する問題意識が高まった。2009年5月には、日本証券業協会公社債委員会の下部機関として「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」が設置され、市場横断的な検討体制の下、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図るための方策について検討が行われた。2010年4月には、同ワーキング・グループの最終報告書が公表されている。また、同年6月には「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の一部改正等が公表され、同年11月より、フェイルチャージの導入などを中心とするフェイル慣行の見直しが実施された。

(図表 3 1) フェイルの発生状況

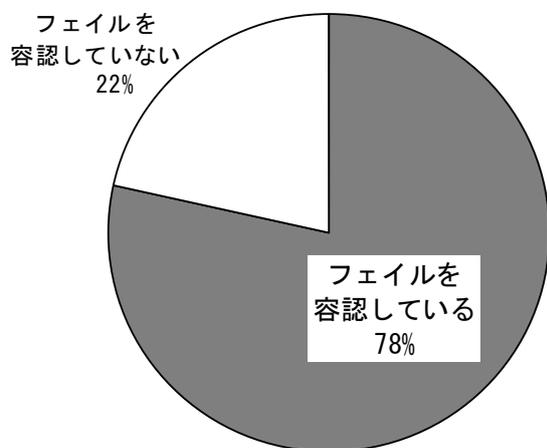


(資料) 日本銀行「フェイルの発生状況」

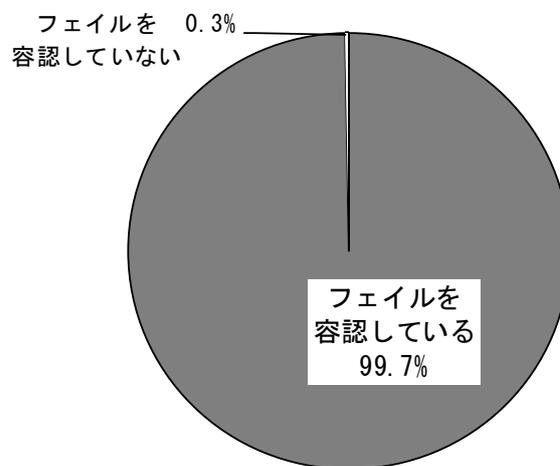
今回のサーベイにおいては、こうした前回サーベイ前後に行われた見直しを踏まえた市場参加者におけるフェイルの容認状況と、フェイル慣行の定着状況について、調査を実施した。

まず、フェイルの容認状況をみると、既に 78%の先が「フェイルを容認している」と回答しており、特に国債決済量が相対的に多い日本国債清算機関（以下、JGBCC）参加金融機関については、全ての先が「フェイルを容認している」と回答している（図表 32）。依然として、22%の先は、「フェイルを容認していない」と回答しており、「これまでフェイルの経験がないため、フェイルチャージの授受等の事務は異例事務として対応コストが極めて大きく、可能であればフェイルを受けたくない」との声が聞かれている。もっとも、これらの先はいずれも国債決済量が相対的に少ない先であり、国債決済件数全体に占めるシェアは合計しても 0.3%に止まる（図表 33）。

(図表 3 2) フェイルの容認状況



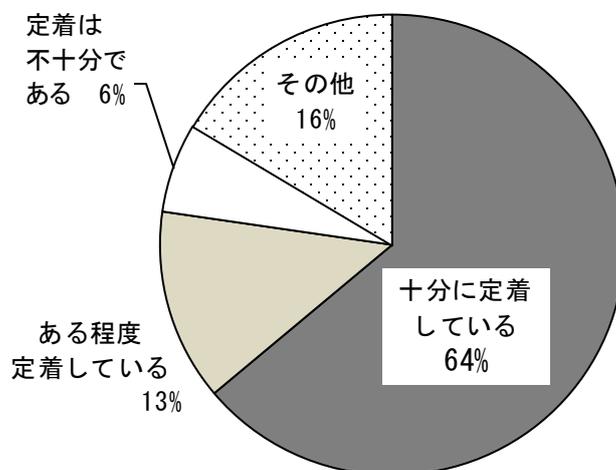
(図表 3 3) 国債市場の決済件数でウェイト付けしたフェイルの容認状況



(注) 調査先回答を、2012/7/31日時点の国債DVP決済件数で加重平均処理。

また、フェイル慣行の定着状況についても、64%の先が「十分に定着している」、13%の先が「ある程度定着している」と回答しており、合計で8割近くの先が、フェイル慣行の定着を指摘している(図表34)。それでもなお、6%の先は「定着は不十分である」と回答している。こうした先は、上述のように、市場の一部において、フェイルを未経験であることを理由にこれを敬遠する投資家が存在すること、を理由として挙げている。

(図表 3 4) フェイル慣行の定着状況



このように、わが国の場合、市場において金融機関が事前にフェイルを回避するように行動していることもあり、フェイル件数が非常に少なく、フェイルを実際に経験していない金融機関も存在している。こうした状況は、わが国よりもフェイルがはるかに頻繁に発生し、市場参加者が日常的にフェイル慣行に則って対応している米国の状況とは大きく異なっている。しかしながら、国債市場やレポ市場における主要な市場参加者が既に慣行を容認しているという意味において、わが国でもフェイル慣行は概ね定着した、と評価することが可能である。

3－2 国債の決済期間短縮化

先に述べた通り、リーマン・ショックの際には、国債取引において莫大な債務不履行が発生するとともに、これに誘発される形でフェイルが大幅に増加した。そうした下で、市場参加者は、莫大な量のフェイルを処理するとともに、レポ取引における一括清算を通じて授受できないことが確定した資金や国債のポジション再構築のため、国債の調達や担保国債の処分などに取り組んだ。このような経験を踏まえ、市場参加者の間では、市場が大きなストレスに直面して債務不履行やフェイルが発生した際に、資金や証券を予定通りに受け取れない流動性リスクが、現実的なリスクとして強く意識されるようになった。

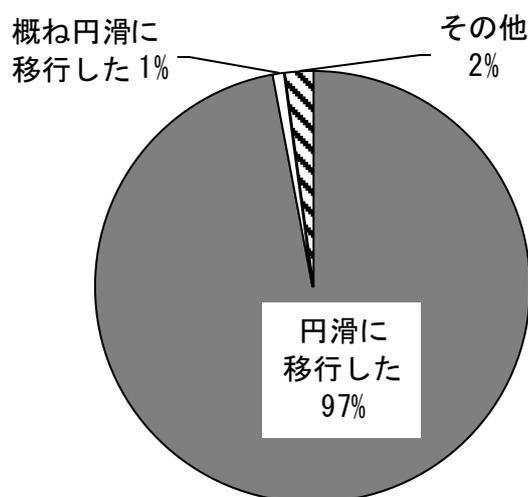
こうしたリスクやそれが顕在化した場合の混乱を効果的に抑制・解消するためには、未決済残高の縮減やフェイル解消対応の迅速化等が有効である。市場参加者の間では、これらを実現する上で、国債の決済期間短縮化が欠かせない課題として認識されている。2009年9月には、証券決済制度改革を推進する「証券受渡・決済制度改革懇談会」および「証券決済制度改革推進会議」の下に、「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」が設置され、幅広い市場参加者と関連するインフラ機関などにより、国債の決済期間短縮化を進めるための基本的な課題や決済実務・取引管理のあり方について検討が行われてきた。2011年11月には、同ワーキング・グループでの約2年に亘る検討結果を取り纏めた「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」が公表され、①国債アウトライト取引の決済期間を1日短縮するT+2化を2012年4月から実施すること、②さらに決済期間を1日短縮するT+1化については、2017年以降速やかに実現することを目標に、2012年度下期に検討を再開すること、な

どが示された。これを受け、2012年4月23日には、国債アウトライ
ト取引のT+2化が実施されたほか、同年10月には、ワーキング・グルー
プが再開され、国債アウトライト取引のT+1化の実現に向けた検討を
進めている。

そうした状況を踏まえ、今回のサーベイにおいては、国債アウトラ
イト取引のT+2化に関する移行状況と、これに伴って必要となったレ
ポ市場における決済期間の短縮化（SCレポ取引のT+2化及びGCレポ
取引のT+1化）に関する移行状況、また、これらの決済期間の短縮化
が短期金融市場における取引量に与える影響について、調査を実施し
た。

結果について、まず国債アウトライト取引のT+2化に関する移行状
況をみると、98%の先が「円滑に移行した」もしくは「概ね円滑に移
行した」と回答しており、今回の移行が円滑に進んだことが確認され
た（図表35）。

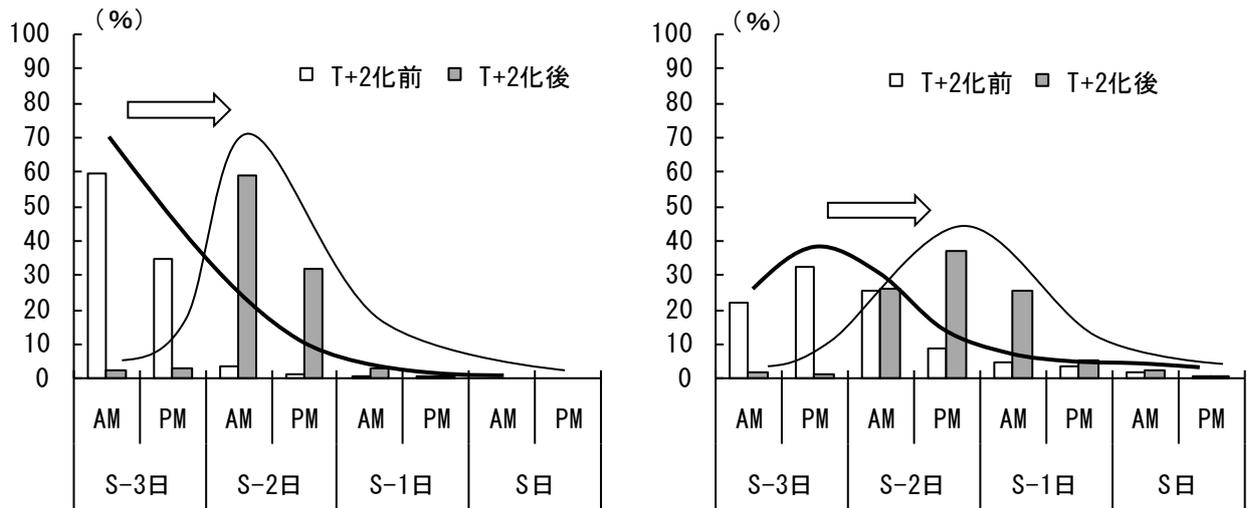
（図表35）T+2化に関する移行状況



次に、レポ市場における決済期間の短縮化に関する移行状況を確認
するために、スタート日を基準としてみたレポ取引における約定のタ
イミングをみると、まず、SCレポ取引に関しては、移行前はスタート
日の3営業日前(S-3)の午前における約定が最も多かったのに対して、
移行後はスタート日の2営業日前(S-2)の午前における約定が最も多
くなっているなど、総じて1営業日程度タイミングが後倒しされている
（図表36）。そうした下で、GCレポ取引に関しても、移行前はスター
ト日の3営業日前(S-3)の午後における約定が最も多かったのに対して、

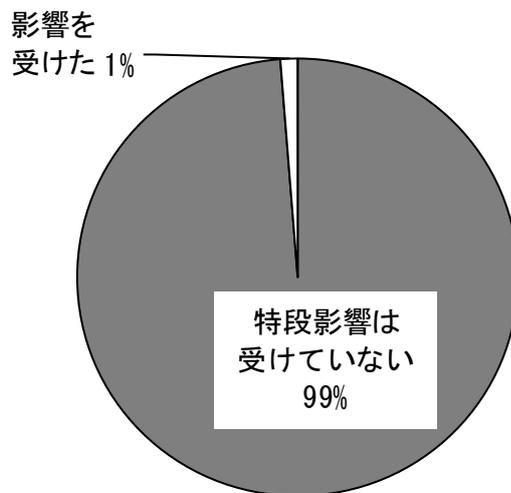
移行後はスタート日の2営業日前(S-2)の午後における約定が最も多くなっているなど、総じて1営業日程度タイミングが後倒しされている。これらの事実は、国債アウトライイト取引のT+2化を受けて、レポ市場においても決済期間の短縮化が、円滑に進んでいることを示している。

(図表36) レポ約定タイミングの移行状況
▽SC レポ ▽GC レポ



こうした決済期間の短縮化が短期金融市場取引量に与える影響については、99%の先が「特段影響は受けていない」と回答している（図表37）。今回の決済期間の短縮化によって、市場流動性が低下するような状況には至らなかったと評価可能である。

(図表37) T+2化による短期金融市場取引量への影響



国債の決済期間短縮化は、未決済残高の縮減による決済リスクの削減や、フェイル解消対応の迅速化等を通じてわが国の国債市場や短期金融市場の安定性や効率性の向上に資する方策である。また、英米などにおいては、国債アウトライト取引の T+1 化が既の実現していることを踏まえると、わが国において T+1 化を実現することは、わが国金融市場の市場間競争力の強化にもつながり得る。T+1 化の実現は、T+2 化の実現と比べて課題が多いと考えられるが、今後、市場参加者による国債の決済期間短縮化の意義に対する理解浸透が進み、T+1 化の実現に向けた取り組みが着実に進展することが期待される。

日本銀行としても、こうした市場参加者の取り組みを引続き積極的に支援していきたいと考えている。

3-3 清算機関の機能強化と参加者拡大

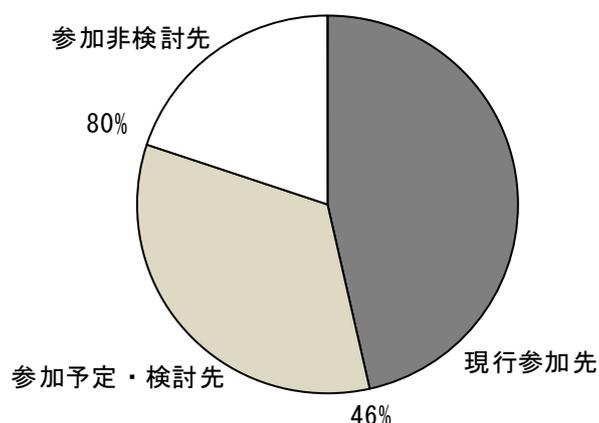
リーマン・ショックの際には、債務不履行処理やフェイル処理を円滑に行う観点や、カウンターパーティ・リスク削減の観点から、清算機関が備える決済履行保証などの機能の重要性が市場参加者の間で改めて認識された。そうした下で、JGBCC については、このような清算機関が有する機能をより強化していくことと、清算機関への参加者拡大を通じてその機能をより効果的に活用していくことが課題となっている。日本銀行としては、こうした JGBCC による機能強化や参加者拡大に向けた取り組みを支援している。

まず、JGBCC による機能強化に向けての取り組みとしては、2010 年 9 月に日本証券クリアリング機構との連携関係強化を公表し、ガバナンスの充実にに向けた取り組みを進めているほか、2010 年 11 月には、フェイル慣行見直しに合わせ、清算参加者との間で、フェイルの割当ルールを明確化した。また、緊急時における資金調達スキームの拡充についても、検討を継続している。次に、参加者拡大に向けての取り組みとしては、国債市場やレポ市場における主要なプレイヤーである信託との間で、信託の特性に配慮した制度設計について合意し、2014 年前半に予定される参加に向けて、システム対応等を進めている。

そうした状況を踏まえ、今回のサーベイにおいては、JGBCC への参加検討状況について、調査を実施したところ、前回のサーベイ以降、新たに JGBCC へ参加した先は見られなかったが、先に述べた信託を含

め「参加を予定している」あるいは「参加を検討している」と回答する先が確認された。こうしたJGBCCへの参加者拡大の定量的なインパクトを大まかに捕捉するため、レポ取引に占めるJGBCC経由の取引の割合（残高ベース）を一定の仮定の下で試算したところ、現在46%である参加者による取引の割合が、SCレポ市場における主な債券運用主体である信託を含む参加予定先や参加検討先の全てが加わると、80%まで上昇するとの結果が得られた⁵（図表38）。

（図表38）JGBCC参加者間のレポ取引の割合（試算）



（注）2012/7月末残ベース。

3-4 業務継続計画に対する取り組み強化

前回サーベイ後の2011年3月に発生した東日本大震災では、わが国は、甚大な社会的、経済的損失を被ったが、決済システムや金融機関については、震災発生後も全体として安定的に業務を継続し、金融インフラとしての正常な機能を維持した。この背景としては、金融・決済機能の維持に向けた被災地金融機関の懸命な努力に加え、業務継続体制の整備に対するわが国決済システムや金融機関の地道な取り組みが大きく寄与したと考えられる。そうした下で、市場参加者の間では、短期金融市場取引に関するBCPの重要性に対する意識がこれまで以上に高まっており、BCPに対する取り組みを強化する動きが広まってき

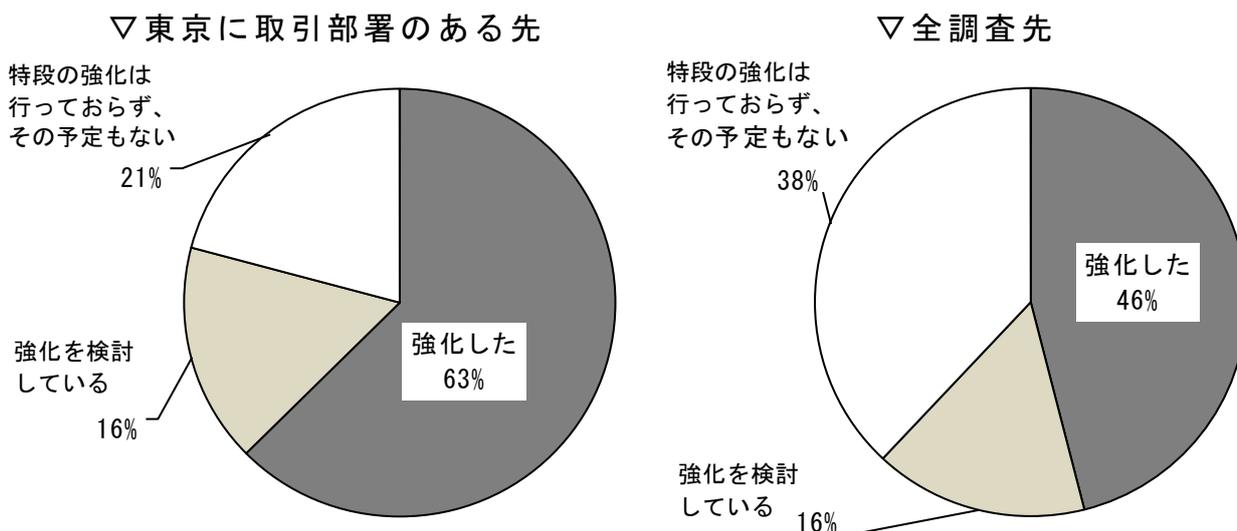
⁵ 試算値は、資金運用（債券調達）、資金調達（債券運用）サイドそれぞれにおける、JGBCC参加先（および参加予定・検討先）のレポ取引残高のシェアを掛け合わせたもの（取引相手業態別資金運用残高のシェアと各業態における資金調達残高のシェアに細分化して算出）。本サーベイで得た残高計数を基にした大まかな試算であり、ある程度幅をもってみる必要がある。

ている。

こうした状況を踏まえ、今回のサーベイにおいては、初めて金融機関による BCP への取り組み状況について調査を実施した。

まず、震災発生後における短期金融市場取引に関する BCP への取り組み状況をみると、東京に取引関係部署がある先の 63%、全調査先でも 46%が、取り組みを強化したと回答している（図表 39）。具体的な強化策としては、①首都圏および大阪での BCP 体制見直しや訓練などのバックアップ体制の強化・見直しのほか、②緊急時対応マニュアルなど社内規程の見直しや改訂、③短期金融市場取引関連部署の移転などが挙げられている。

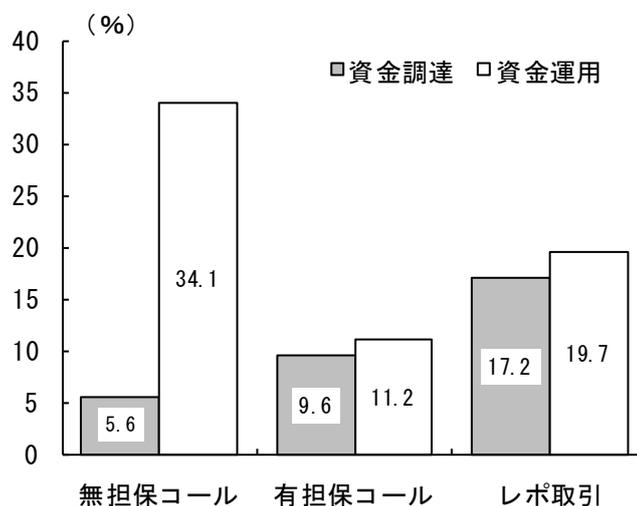
（図表 39）東日本大震災発生後における短期金融市場取引に関する BCP への取り組み状況



こうした BCP への取り組みの現状について、大まかに量的なイメージを掴むため、無担保コール取引、有担保コール取引、レポ取引のそれぞれについて、「平日早朝、東京拠点の機能が喪失（ただし、日銀ネットなどの決済インフラは稼働、市場取引・資金決済は可能）した場合に、代替業務拠点の立上げを行っても当該取引を行えないと回答した先の残高が市場全体に占める割合」を機能喪失率として計算した。計算結果をみると、コール市場を中心に、資金運用サイドの機能喪失率が、資金調達サイドの機能喪失率よりも大きい傾向が確認される（図表 40）。この事実は、資金調達サイドと資金運用サイドの間に存在す

る機能喪失率のギャップを、市場全体としてどのようにカバーし、また埋めていくかという点が、BCP への取り組みにおける課題となっていることを示唆する。

(図表 40) 被災時における機能喪失率



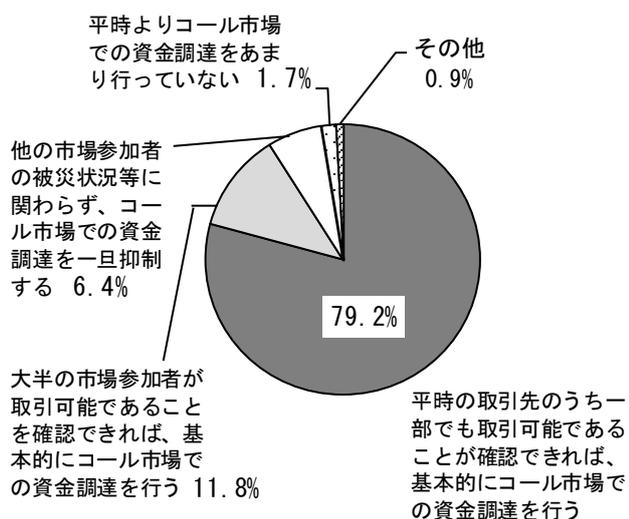
(注) 2012/7 月末残ベース。

さらに、コール市場に焦点を絞り、上述のように東京拠点の機能が喪失した場合の、その直後における取引スタンスについて各調査先の取引残高を調整して集計すると、資金調達サイドにおいて、「平時の取引先のうち一部でも取引可能であることが確認できれば、基本的にコール市場で資金調達を行う」または「大半の市場参加者が取引可能であることを確認できれば、基本的にコール市場で資金調達を行う」と回答している先が全体の 91% に及んでいるのに対し、資金運用サイドにおいて、「平時の取引先のうち一部でも取引可能であることが確認できれば、基本的にコール市場で資金運用を行う」または「大半の市場参加者が取引可能であることを確認できれば、基本的にコール市場で資金運用を行う」と回答している先は、49% に止まっている (図表 41)。先にみたように、機能喪失率がコール市場の資金運用サイドにおいて大きいという事実も合わせて考えると、BCP 発動時にコール市場の機能を確保するには、依然課題が残ることが示唆される。

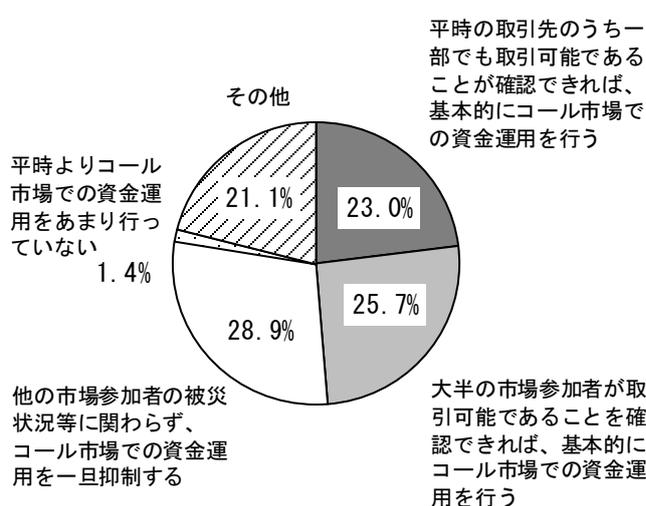
(図表 4 1) 首都圏被災直後の取引スタンス

—— 首都直下地震の発生等（平日早朝を想定）により、東京市場の機能度が低下した場合のコール市場での資金調達・運用スタンス（日銀ネット等の決済インフラは稼働、市場取引・資金決済は可能な状況下を想定）。

▽資金調達サイド



▽資金運用サイド



(注) 調査先回答を、2012/7 月末の無担保コール・有担保コール残高で加重平均処理。

なお、BCP 強化の方向性を巡っては、複数の調査先から「BCP 発動時における行動指針の共有や共同訓練の実施といった業界全体での取り組みを通じて、市場全体としての BCP の実効性向上を図ることが望ましい」との声が聞かれている。日本銀行としては、今後とも、こうした BCP 強化に向けての市場参加者の取り組みを積極的に支援していく。

4. おわりに

本稿では、「東京短期金融市場サーベイ（12/8月）」の結果に基づいて、短期金融市場における最近の取引動向と直面する諸課題への対応状況についてレビューしてきた。

短期金融市場は、金融機関が流動性の調達や余剰資金の運用を行う場である。したがって、こうした取引を市場において潜在的にどの程度円滑に実行可能かという点が、市場が機能しているかどうかの一つの尺度と成り得る。この点については、観察されるデータから直接捕捉し難いが、今回のサーベイにおける、①取引に対するスタンス、②事務体制やクレジットライン等の市場インフラ的性格を有する要因の動向、③取引残高の動向、などの調査結果から、間接的ながらある程度は推し量ることは可能である。すなわち、市場参加者による取引に対するスタンスが積極的であれば、また市場インフラが維持されていれば、市場においてより円滑に取引を行うことが可能であると考えられる。さらに、こうした取引に対するスタンスや市場インフラは、市場取引が活発であれば、より維持されやすいと考えられる。

このような考え方を踏まえ、改めて前回サーベイ時点以降のわが国短期金融市場における取引動向をみると、日本銀行による潤沢な資金供給によってターム物を含む短期金利が低位安定を続ける中で、市場参加者による裁定取引に対するスタンスに積極化の兆しはみられないほか、取引残高も依然リーマン・ショック前を下回る水準で推移している。そうした下で、事務体制を縮小する動きは、リーマン・ショック直後に比べるとはっきりと緩和されてはいるものの、依然止まってはいない。また、無担保資金調達取引におけるクレジットライン設定数もごく緩やかながら減少が続いている。

もっとも、補完当座預金制度の下では、市場金利が付利金利の水準を上回ったり下回ったりした場合には金融取引が発生することなどから、量的緩和政策当時とは異なり、短期金融市場において取引を行うために必要な一定の事務体制や無担保資金調達取引におけるクレジットラインは、これまでのところ維持されている。また、日本銀行が、包括的な金融緩和政策の下で、長めのタームでの資金供給の割合を増やしている結果、証券会社を中心として資金調達手段が日本銀行によるオペレーションから GC レポ取引にシフトしており、これが足許の短期金融市場の取引残高の増加につながっている。そうした下で、長めの視点に立った、市場活性化を意識した市場参加者による取り組み

もみられている。

以上のような今回のサーベイにおけるファイナディングを踏まえると、わが国短期金融市場では、前回サーベイ以降金融緩和が一段と浸透してきた中であっても、必要に応じて流動性の調達や余剰資金の運用を行う場として、相応に円滑な取引が可能な状況が続いていると考えられる。実際、市場参加者からは、短期金利の形成が、量的緩和期当時と比べて、突発的なイベントから過度な影響を受けにくくなっているとの声も聞かれている。そうした意味において、わが国の短期金融市場の機能が、現状、大きく損なわれているとは考え難い。

この間における、わが国短期金融市場が直面する諸課題への対応状況をみると、まず、リーマン・ショックの経験を踏まえてこれまで市場全体の課題として意識されてきた、フェイル慣行の定着、国債の決済期間短縮化、清算機関の機能改善と参加者拡大などの論点については、前回サーベイ以降も一段と取り組みの進展がみられている。個別にみると、フェイル慣行については、2010年11月に実施されたフェイルチャージの導入などを含む見直しを経て、国債市場やレポ市場における主要な市場参加者を中心に定着が進んでいる。また、国債の決済期間短縮化については、2012年4月に国債アウトライイト取引のT+2化、GCレポ取引のT+1化が円滑に実現した。現在は、国債アウトライイト取引のT+1化実現に向けた検討が進んでいる。その他、清算機関の機能改善と参加者拡大についても、JGBCCにおいて、緊急時における資金調達スキームの拡充の検討が続いているほか、2014年前半に予定される信託の参加に向けてシステム対応等が進んでいる。

また、東日本大震災を契機に、その重要性に対する認識が一段と高まった、短期金融市場取引におけるBCPへの取り組みについては、多くの金融機関が取り組みを強化しているものの、BCP発動時においても短期金融市場の機能を確保するためには、市場全体としてのBCPの実効性向上を図るなど、更なる取り組みが必要であると考えられる。

日本銀行では、市場参加者のニーズを踏まえ、市場動向のよりの確な把握や市場における諸課題のフォローアップを目的として、今後毎年サーベイを実施していく予定である。日本銀行としては、こうしたサーベイの結果なども踏まえて、短期金融市場における諸課題について、市場参加者の取り組みを引続き積極的に支援していく考えである。

以 上