



# **BOJ** *Reports & Research Papers*

2014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（14/8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。

(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、昨年より毎年実施することとしており、本年8月、第5回目となる調査を実施した。

このサーベイは、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296先と、昨年の284先からさらに増加している(回答率100%)。

なお、従来、サーベイ実施時点(8月)から結果公表(同年12月～翌年2月)までかなりの期間を要していたが、今回、市場参加者からの要望などを踏まえ、できる限りの公表早期化を図っている。すなわち、調査の基準時点は従来と同様7月末時点とし、集計結果の時系列的な比較可能性を確保する一方、結果の公表は従来と比べ2～4か月以上前倒しし、10月に公表することとした。これは、市場動向を適切にフォローし、必要に応じて市場整備のための取り組みを円滑に進める観点から、サーベイ結果を極力速やかに市場参加者の方々などと共有した上で、これを有効に活用しながら、関係者などとの対話を重ねていくことが望ましいとの問題意識に基づくものである。

日本銀行金融市場局としては、今回のサーベイ結果も有効に活用しながら、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。

(「東京短期金融市場サーベイ」の対象先)

	前回(2013年8月)	今回(2014年8月)
対象先数	284	296
オペレーション対象先	261	264

(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%)。

## 【概 要】

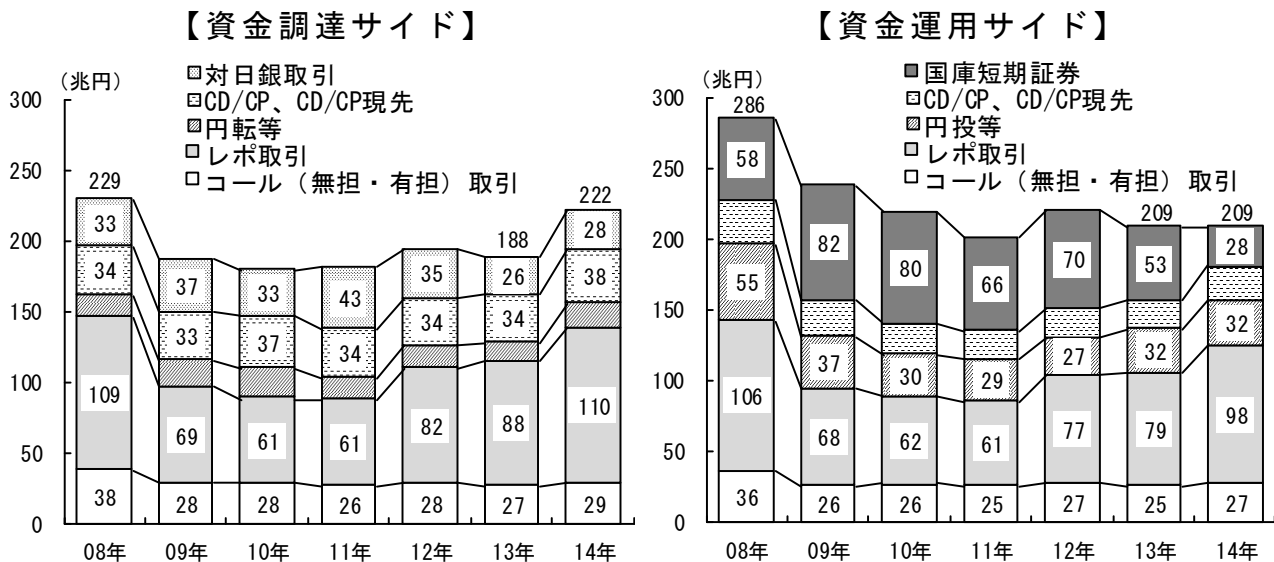
短期金融市場での資金調達残高は増加し、リーマン・ショック以前の2008年夏頃の水準近くまで戻している。

この背景としては、まず、日本銀行の補完当座預金制度のもとでの超過準備の付利金利（0.1%）をメルクマールとする裁定取引の広がりが見られる。また、市場参加者の一部には、取引関係や社内の事務体制・ノウハウの維持、業務継続体制の強化などの目的から、無担保コール取引を継続的に行っている先もみられる。こうした動きが、取引全体の下支えに寄与していると考えられる。さらに、投資信託などの主体が、株価上昇などを受けて増加した余剰資金を短期金融市場で運用していることや、日本銀行の大規模な国債買入れのもとで国債の特定銘柄の調達ニーズが高まったことを受け、レポ取引が増加していることが、取引全体の増加に寄与していると考えられる。

この間、国庫短期証券などの運用利回り低下や収益性が見込みにくくなった有担保コール取引を抑制する動きが一部でみられていることを受けて、短期金融市場の収益性や機能度が前年に比べ低下したと回答する先が全体の3割程度でみられた。もっとも、全体の6割程度の先では、短期金融市場の収益性や機能度は、前年と比べ「概ね変わらない」と回答している。

これらの点を踏まえると、わが国の短期金融市場の機能は全体として維持されていると考えられるが、日本銀行としては、今後とも短期金融市場の動向を、日々のモニタリング活動や本サーベイ、市場参加者との対話などを通じて、適切にフォローしていく考えである。

### ▽短期金融市場の取引残高



## 1. 裁定取引の広がり

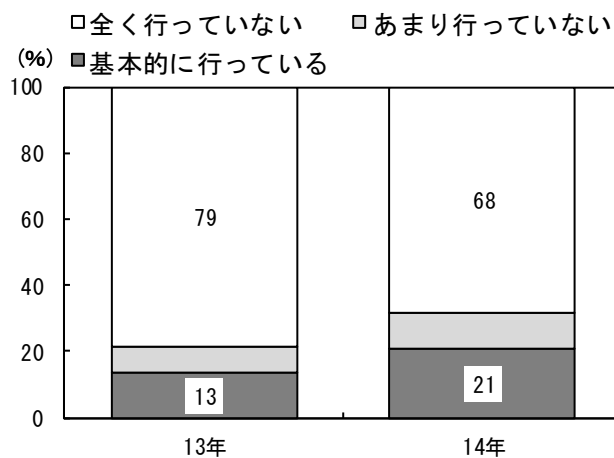
補完当座預金制度のもとでの裁定取引は、前年よりも幅広い市場参加者の間で行われるようになってきている。

すなわち、補完当座預金制度の適用先（付利先）では、裁定取引を「基本的に行っている」と回答する先が増加しており、「付利金利（0.1%）を下回る水準で調達した資金を日銀当座預金に積む」といった取引が行われているとみられる。

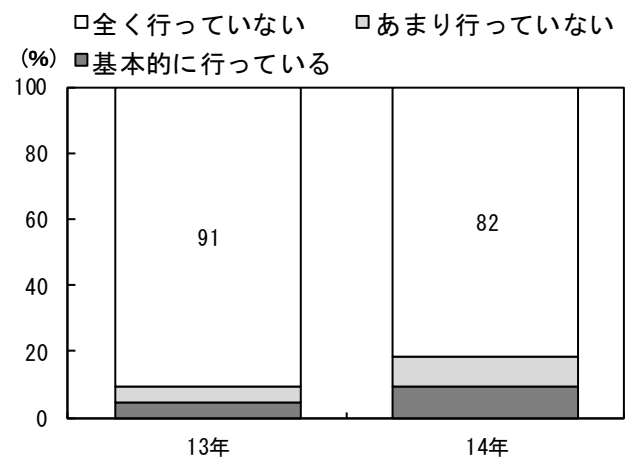
また、超過準備を「基本的に保有しない」とする先は減少する一方、「目安は設けていない」と回答する先が増加しており、超過準備の保有スタンスを見直す動きもみられた。

### ▽裁定取引のスタンス

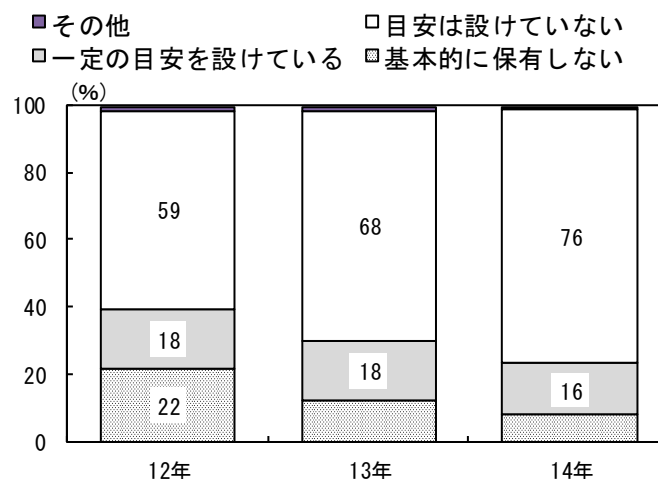
#### 【付利先】



#### 【非付利先】



### ▽超過準備の保有スタンス



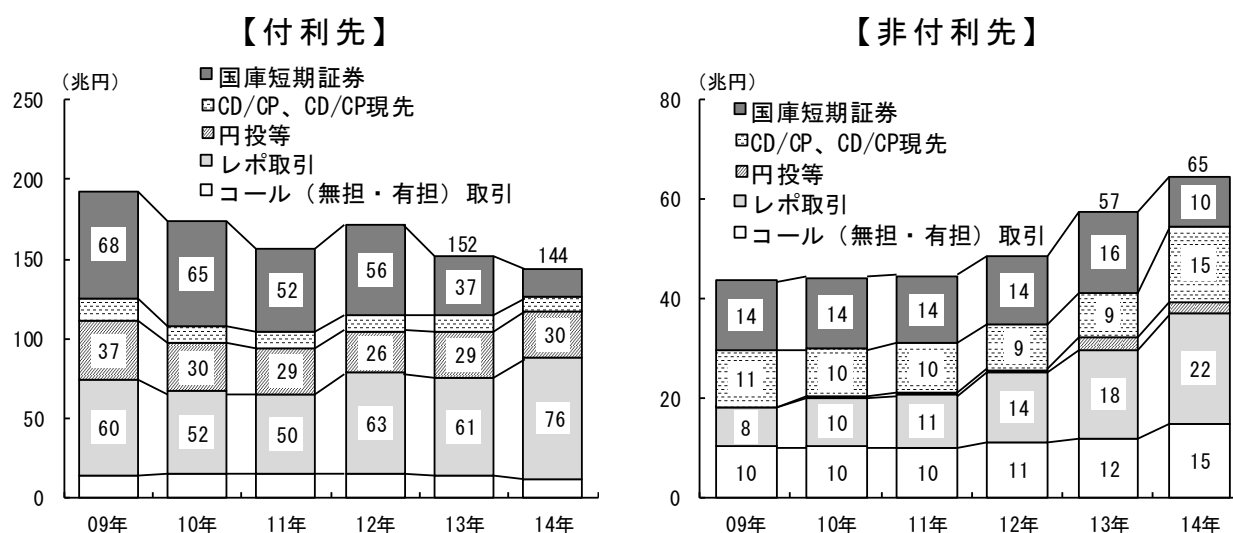
## 2. 資金運用サイドでの非付利先のプレゼンスの高まり

短期金融市場の資金運用サイドでは、投資信託など、補完当座預金制度の非適用先（非付利先）のプレゼンスが一段と拡大した。

すなわち、短期資金の運用残高をみると、付利先は前年から若干減少した一方、非付利先では投資信託等における余剰資金の増加や、裁定取引を企図した付利先からの資金調達ニーズの高まりなどから増加した。

この間、非付利先では、短期金融市場の取引レートが低下していることを受け、運用利回りが国庫短期証券などと比べて相対的に高いCPなどでの運用を積み増す動きがみられた。

### ▽付利先・非付利先の資金運用残高



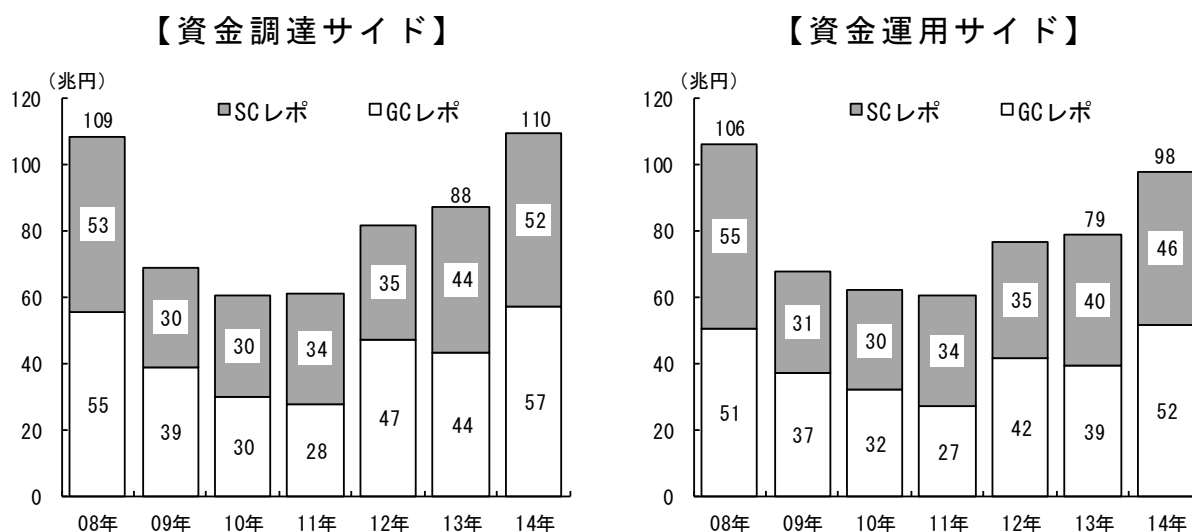
### 3. レポ取引の大幅な増加

レポ市場<sup>1</sup>の取引残高は、GCレポ<sup>2</sup>、SCレポ<sup>3</sup>ともに前年から大幅に増加した。

SCレポの増加については、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで大規模な国債の買入れを進める中、特定銘柄の債券を調達するニーズが高まりやすかったことや、収益機会を極力活かすため、債券運用をより高頻度で行う先が増加したことなどが指摘された。

また、GCレポの増加については、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で両者のスプレッドを獲得する取引が活発化したことや、GCレポレートの低下を眺め、これを資金調達手段として選好する動きがみられたことなどが指摘された。

#### ▽レポ市場の取引残高



<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> General Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を特定せずに行うレポ取引。

<sup>3</sup> Special Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を特定して行うレポ取引。

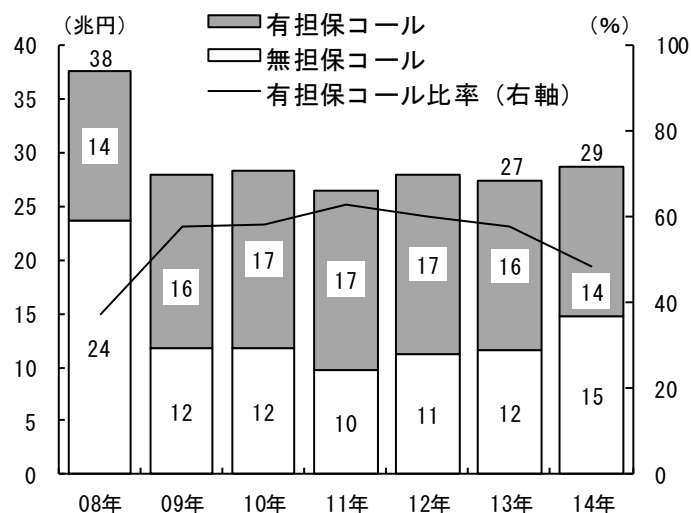
#### 4. 無担保コール取引の増加と有担保コール取引の減少

コール市場の取引残高は、無担保コール取引が前年と比べて増加した一方、有担保コール取引が減少したことから、全体としては横ばい圏内の動きとなった。

無担保コール取引の増加については、有担保コール取引からの振り替わりのほか、一部の先において、取引関係や社内の事務体制・ノウハウを維持する観点から無担保コール調達を継続的に行っている先がみられることや、業務継続体制を強化する観点から大阪市場での取引を意図的に増やしている先があることが、背景として指摘された。

この間、有担保コール取引の減少については、国庫短期証券の利回り低下などを背景に、収益性が見込みにくい取引を抑制する動きがあることが、背景として指摘された。

▽コール市場の取引残高と有担保コール比率



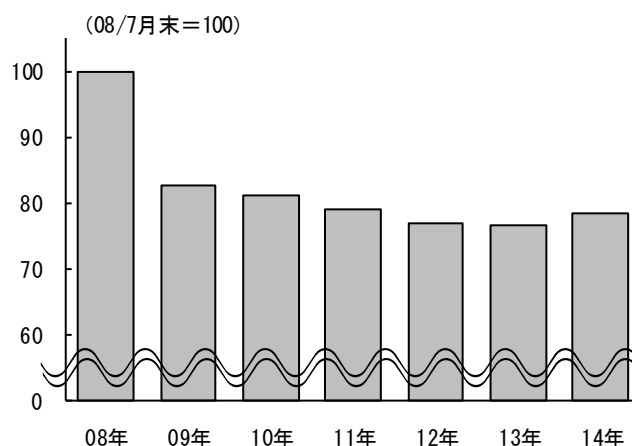
(注) 資金調達サイド。

## 5. 取引インフラの整備

前述のように、無担保コール取引やレポ取引などが増加するもとで、クレジットラインや事務体制などの取引インフラを拡充する動きも、一部で見られている。

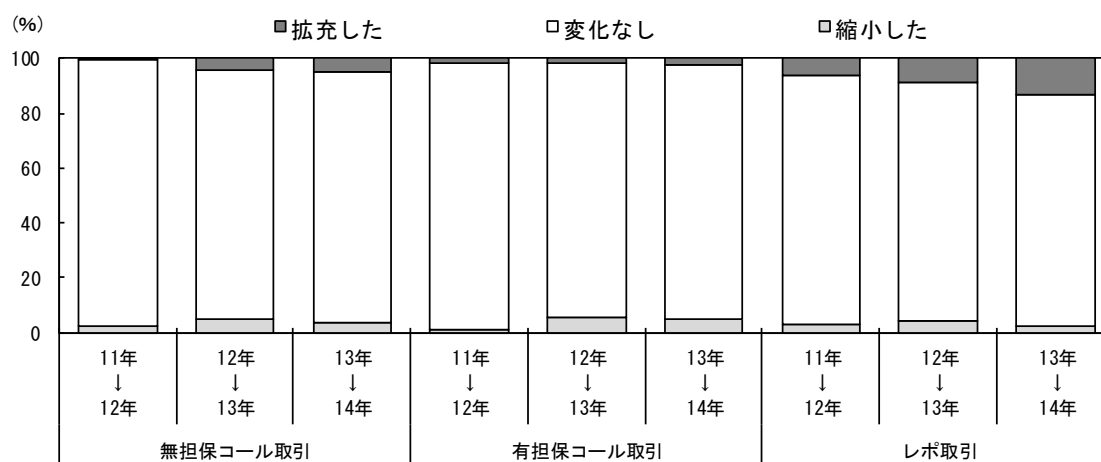
すなわち、無担保取引（無担保コール取引等）におけるクレジットラインの設定状況をみると、リーマン・ショック以降は減少傾向が続いていたが、本年は、短期金融市場での運用拡大を企図する一部の先が取引の復元を進めたことなどを反映し、僅かながら増加に転じている。また、レポ取引の事務体制についても、収益機会の確保を目的に、地域金融機関で新たにレポ取引を開始する先がみられていることなどを反映し、「拡充した」との回答が増加した。

### ▽クレジットライン設定数の推移



(注) 対象は、08～14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。

### ▽事務体制の変化





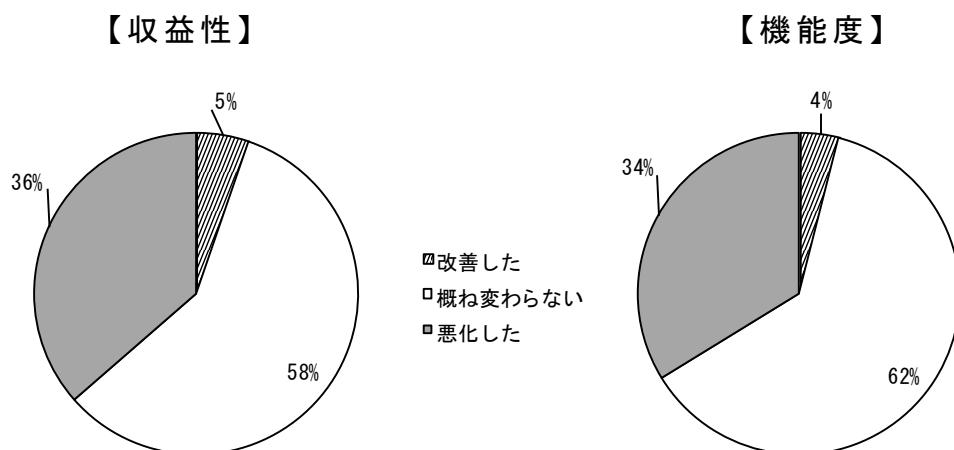
## 6. 短期金融市場の収益性や機能度に関する市場参加者の見方

今回のサーベイでは、短期金融市場取引の動向を多角的に把握する観点から、短期金融市場の「収益性」や「機能度」に関する市場参加者の見方の変化を新たに調査した。

短期金融市場における収益性は、6割程度の先が前年と比べて「概ね変わらない」と回答した。また、機能度についても「概ね変わらない」との回答が6割程度を占めた。

この間、3割程度の先では、国庫短期証券などの運用利回り低下や有担保コール取引の減少などを理由に、収益性や機能度が低下したと回答している。もっとも、そうした先からも、補完当座預金制度が存在するもとの、2001年から2006年までの量的緩和政策時と比べると、短期金融市場の収益性や機能度は相応に維持されているとの指摘も聞かれた。

### ▽短期金融市場取引に係る市場参加者の見方（注）

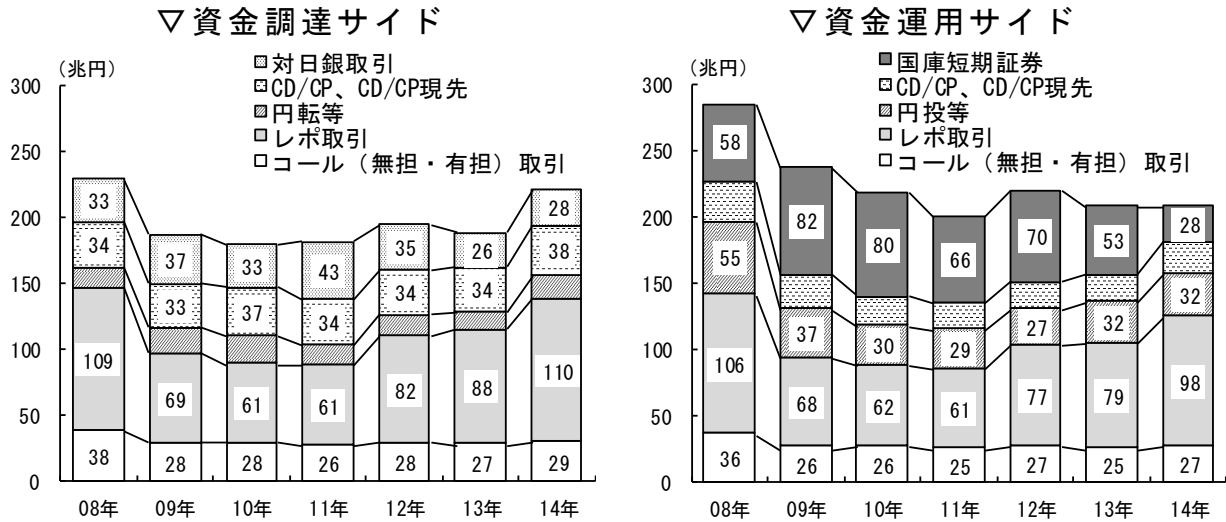


（注）「収益性」は、運用利回りや調達コスト、取引量、固定費などを勘案。「機能度」は、意図するレートや金額、ターム、カウンターパーティと取引を行いやすいかなどを勘案。

## 【図表編・目次】

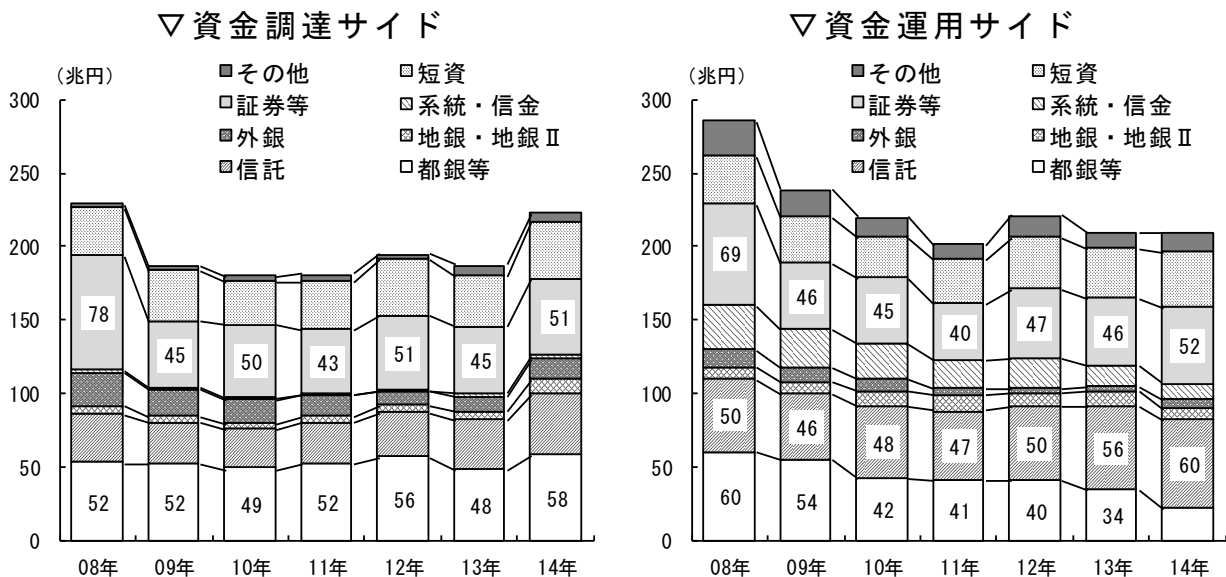
図表 1	短期金融市場の取引残高	10
図表 2	短期金融市場の業態別取引残高	10
図表 3	付利先・非付利先の資金運用残高	11
図表 4	コール市場の取引残高と有担保コール比率	11
図表 5	無担保コール市場の取引残高	12
図表 6	無担保コール市場の取引残高と DD 取引比率	12
図表 7	無担保コール取引のターム別残高シェア	13
図表 8	クレジットライン設定数の推移	13
図表 9	有担保コール市場の取引残高	14
図表 10	有担保コール取引のターム別残高シェア	14
図表 11	コール取引の約定頻度	15
図表 12	コール取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア	15
図表 13	レポ市場の取引残高	16
図表 14	GC レポ市場の取引残高	16
図表 15	GC レポ取引の約定日別残高	17
図表 16	GC レポ取引のターム別残高	18
図表 17	SC レポ市場の取引残高	18
図表 18	SC レポ取引のターム別残高	19
図表 19	レポ取引の約定頻度	19
図表 20	レポ取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア	20
図表 21	レポ取引の担保債券別残高シェア	20
図表 22	運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高	21
図表 23	レポ取引の担保普通利付債券の残存期間別残高	21
図表 24	レポ取引の契約形態別残高シェア	22
図表 25	ヘアカットの実施状況	22
図表 26	業態別 CP 保有残高	23
図表 27	海外との円資金取引残高	23
図表 28	円 OIS 取引の状況	24
図表 29	国庫短期証券および普通利付国債の担保差入状況	24
図表 30	裁定取引のスタンス	25
図表 31	超過準備の保有スタンス	25
図表 32	事務体制の変化	26
図表 33	国債店頭取引に係る JSCC への参加検討状況	26
図表 34	諸課題への取り組み状況	27
図表 35	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方	27
図表 36	各市場の取引集中度	28

図表 1 短期金融市場の取引残高

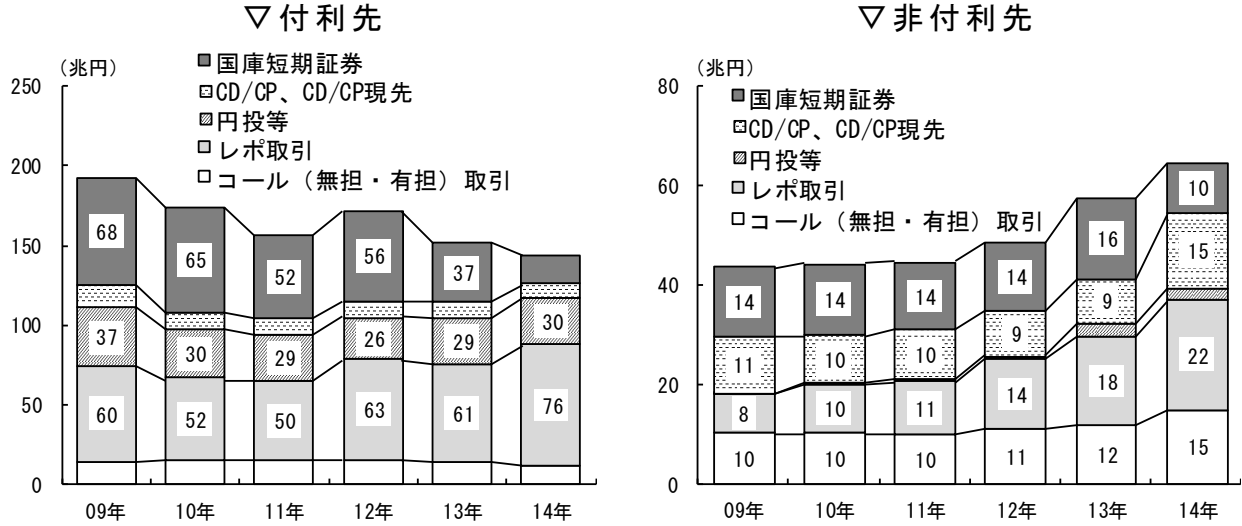


(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびグループ外 DD 取引の合計。なお、短資会社経由の取引データは、日本銀行「コール市場残高」ベース（以下同じ）。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP 買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給、および補完貸付を指す。

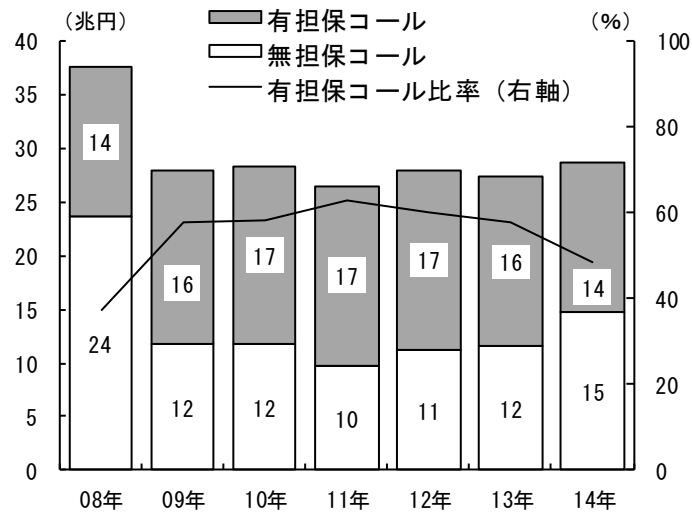
図表 2 短期金融市場の業態別取引残高



図表3 付利先・非付利先の資金運用残高

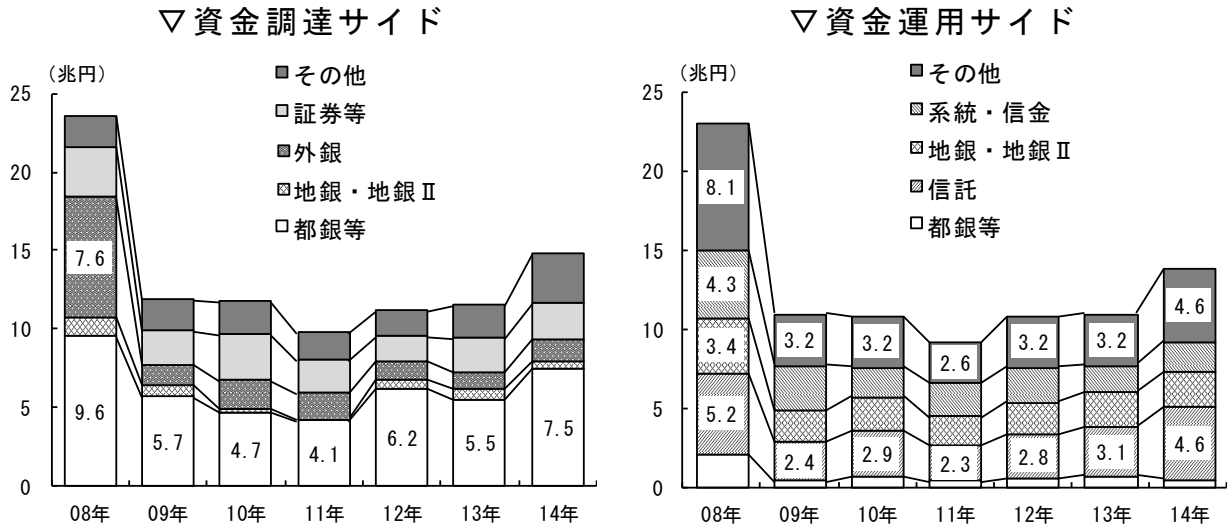


図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

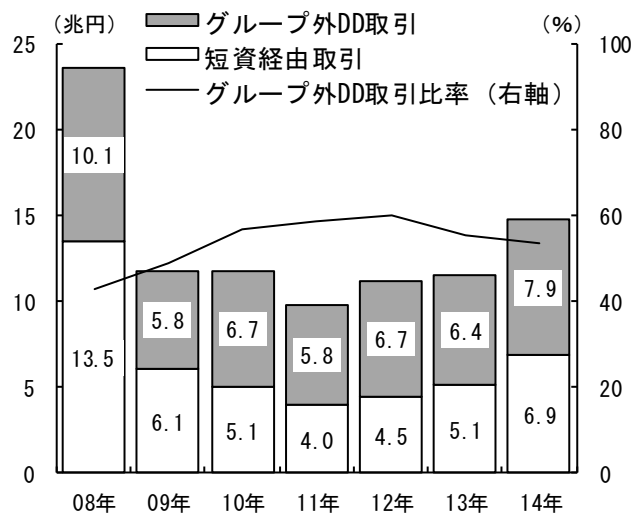


(注) 資金調達サイド。

図表5 無担保コール市場の取引残高

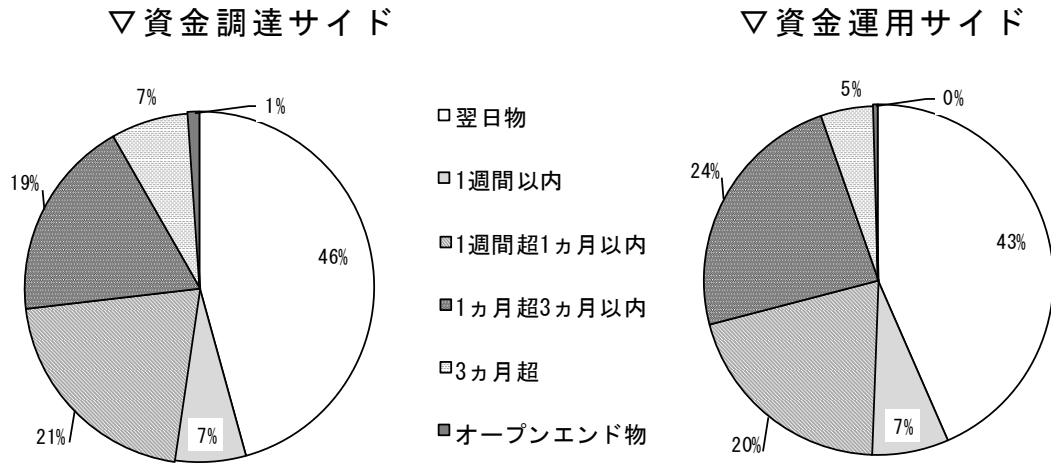


図表6 無担保コール市場の取引残高とDD取引比率

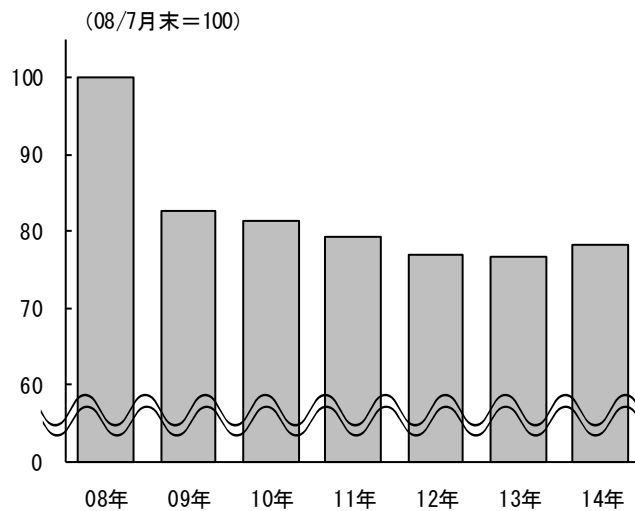


(注) 資金調達サイド。

図表7 無担保コール取引のターム別残高シェア

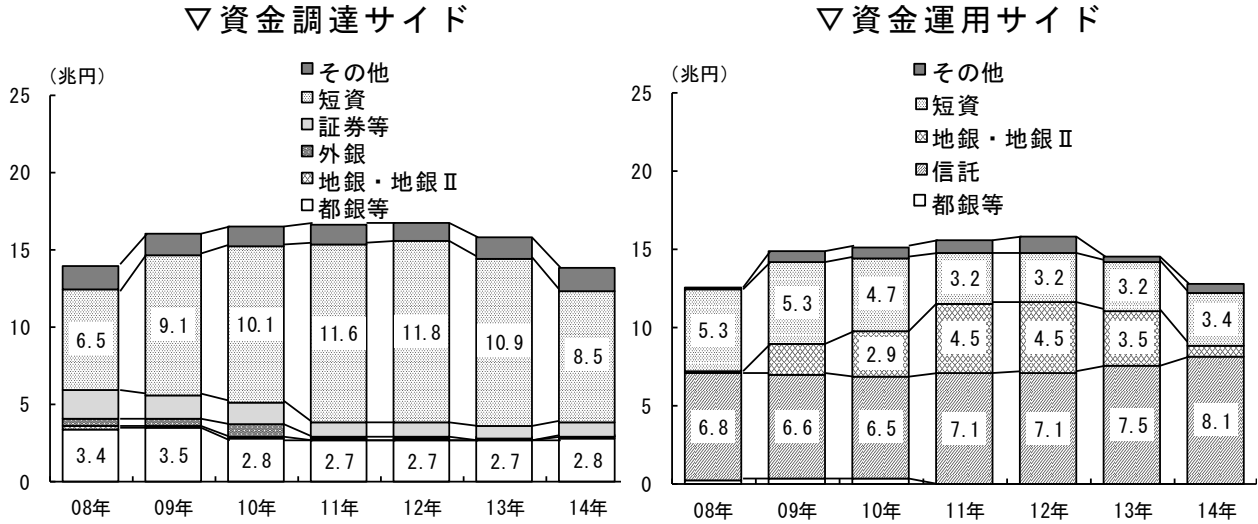


図表8 クレジットライン設定数の推移

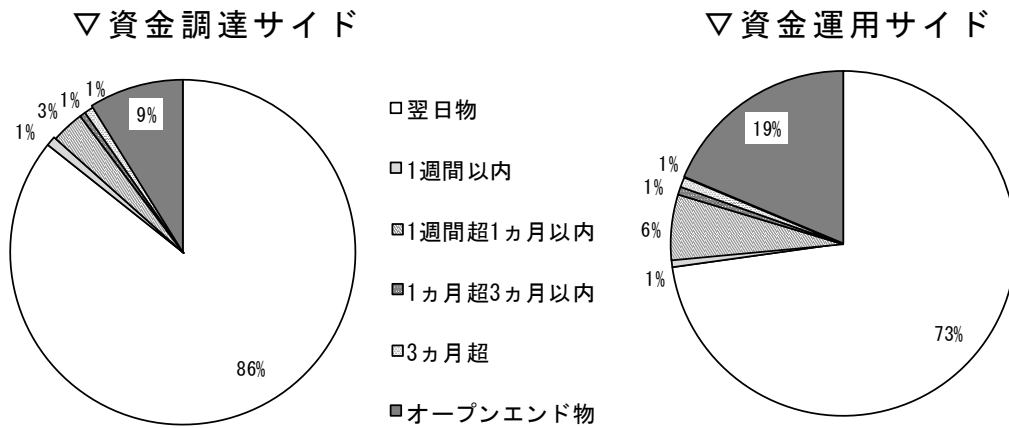


(注) 対象は、08～14年の全てでクレジットライン設定数が確認できる先。合併等の影響は調整済。

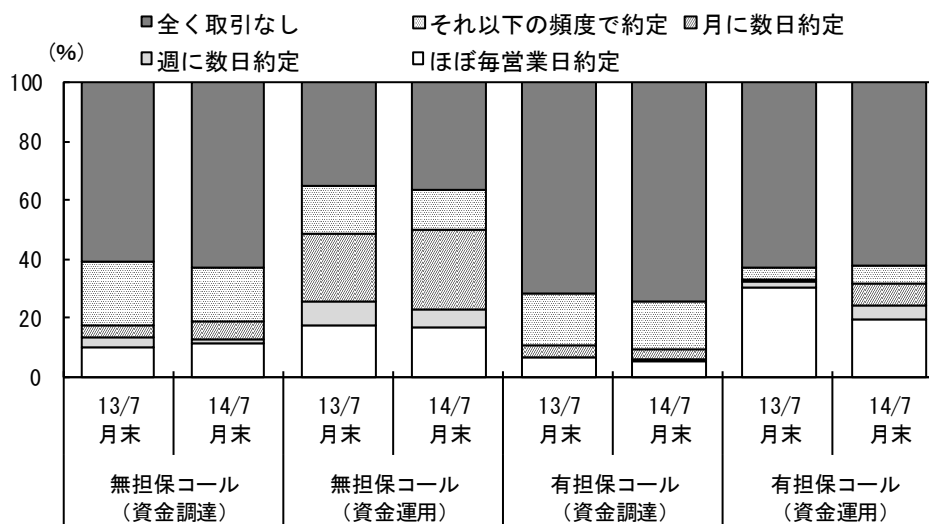
図表 9 有担保コール市場の取引残高



図表 10 有担保コール取引のターム別残高シェア

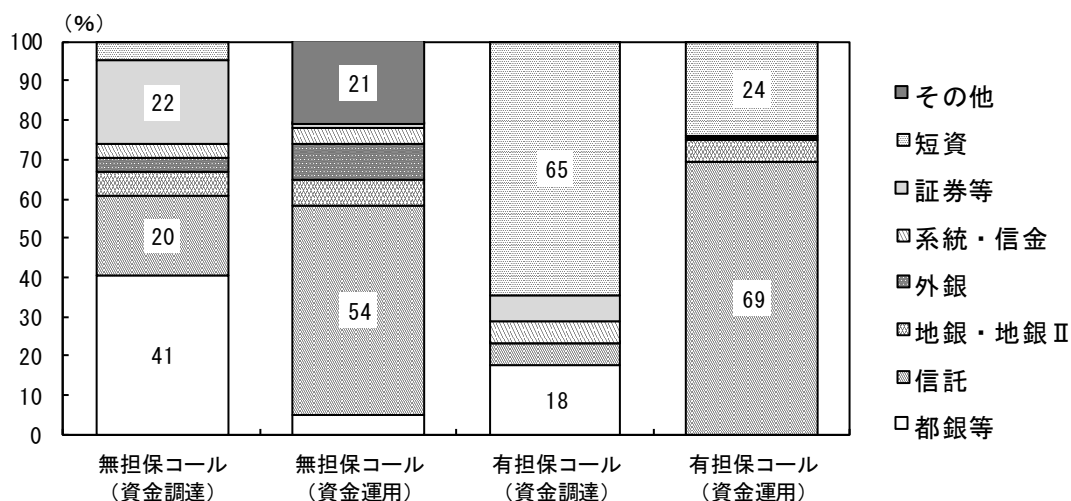


図表 11 コール取引の約定頻度



(注) 対象は、13 年および 14 年それぞれの調査でコール取引の約定頻度が確認できる先。合併等の影響は調整済。

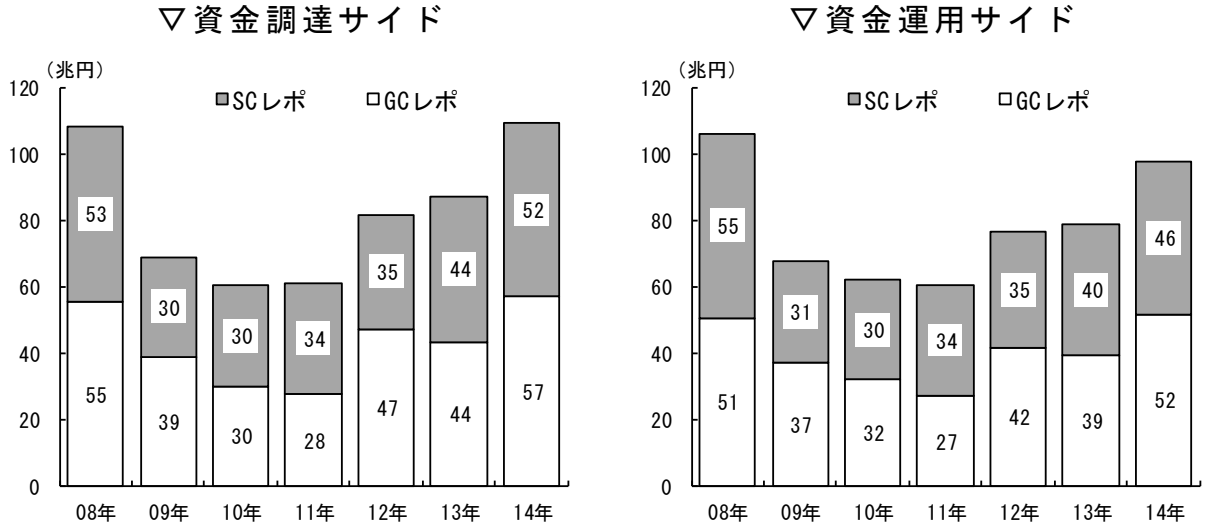
図表 12 コール取引の新規成約高 (取引高) の業態別シェア



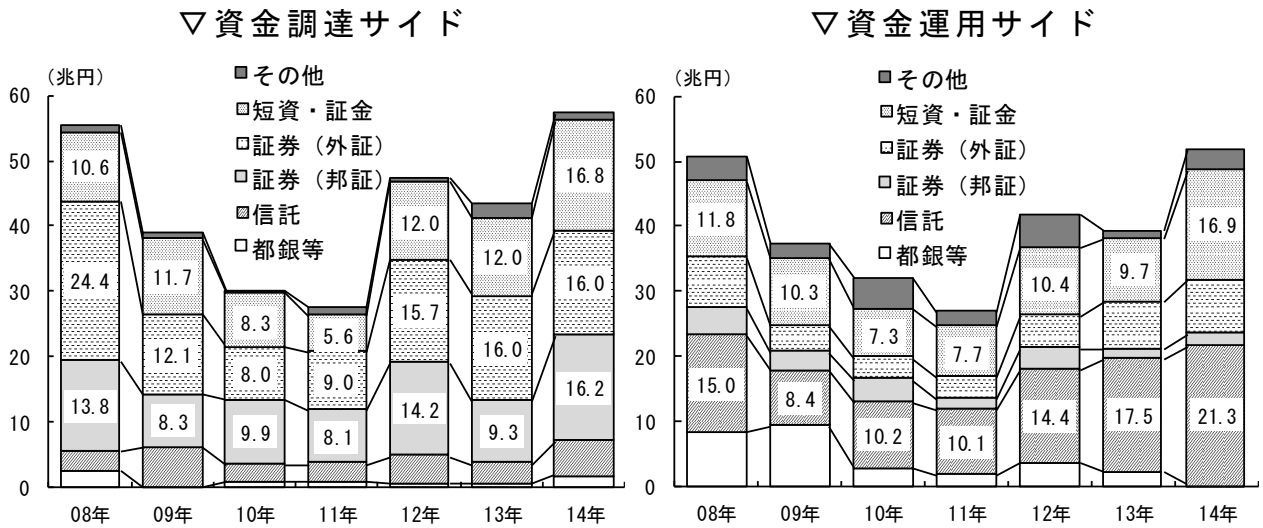
(注) 対象は、14 年 7 月中に約定された取引。



図表 13 レポ市場の取引残高

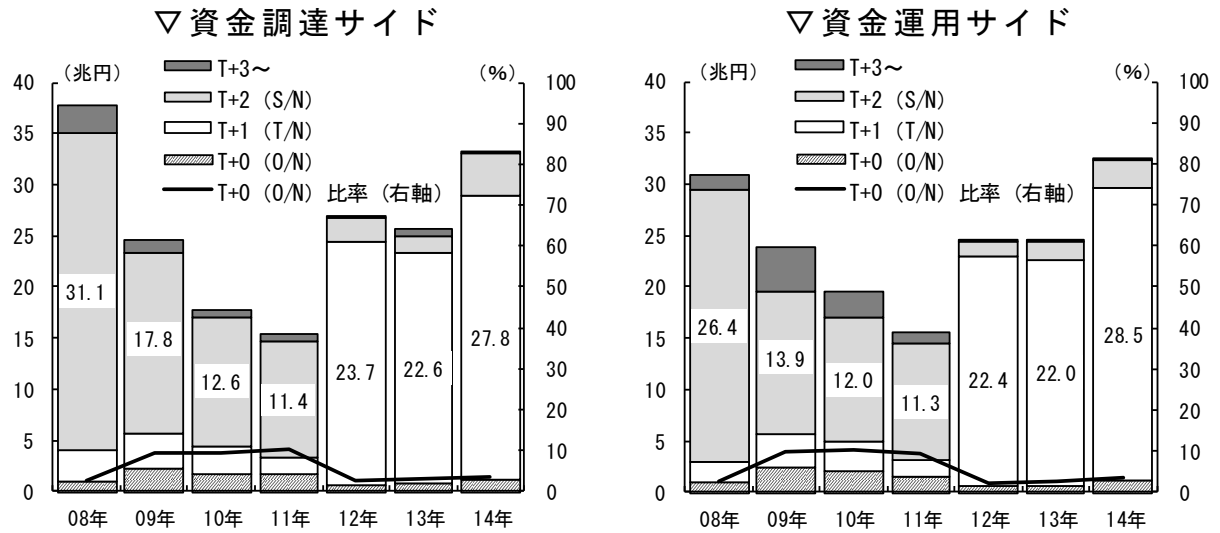


図表 14 GCレポ市場の取引残高

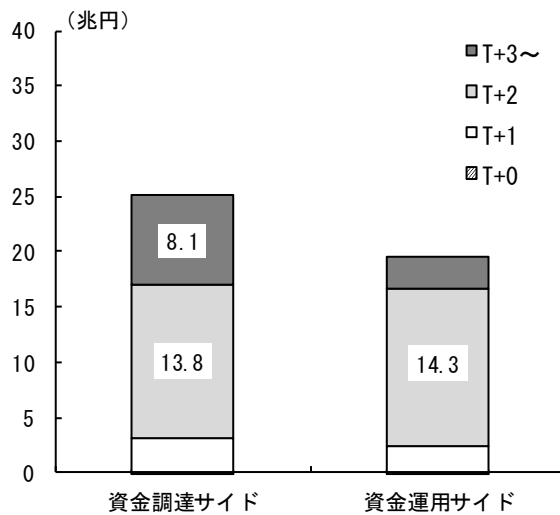


図表 15 GC レポ取引の約定日別残高

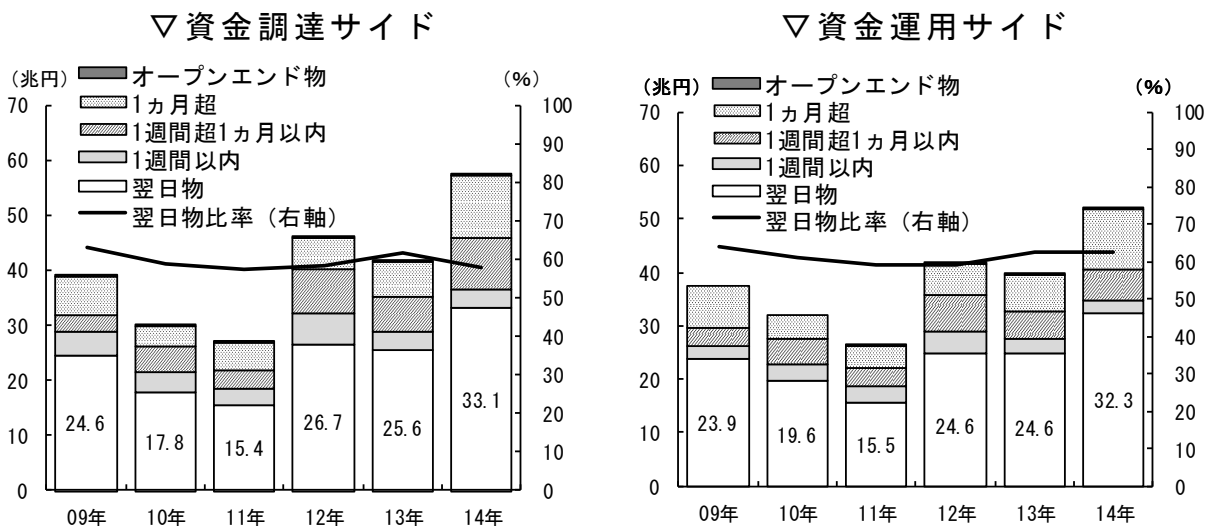
<翌日物>



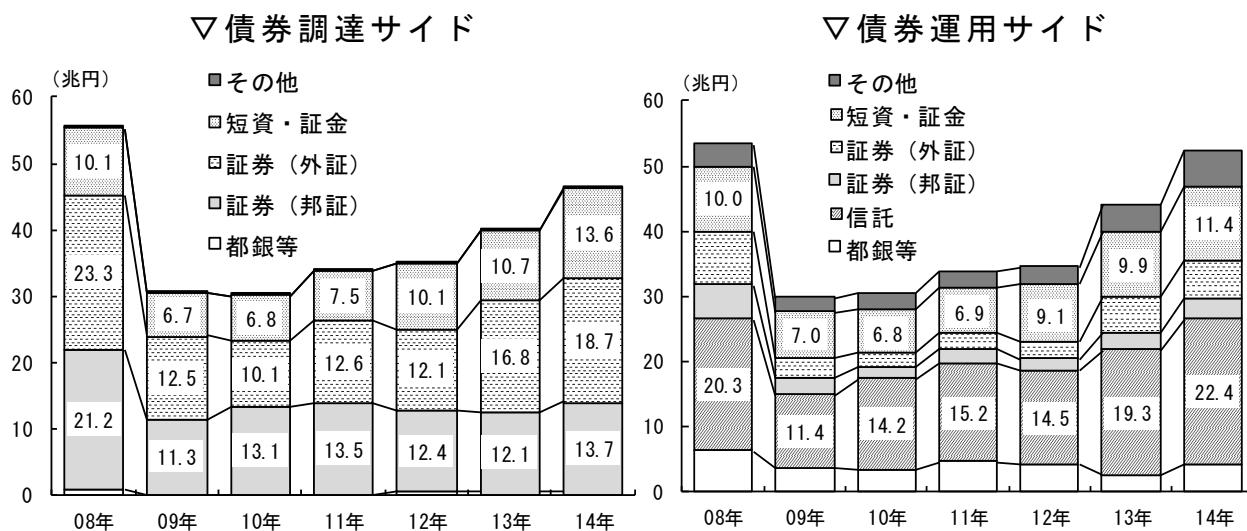
<ターム物>



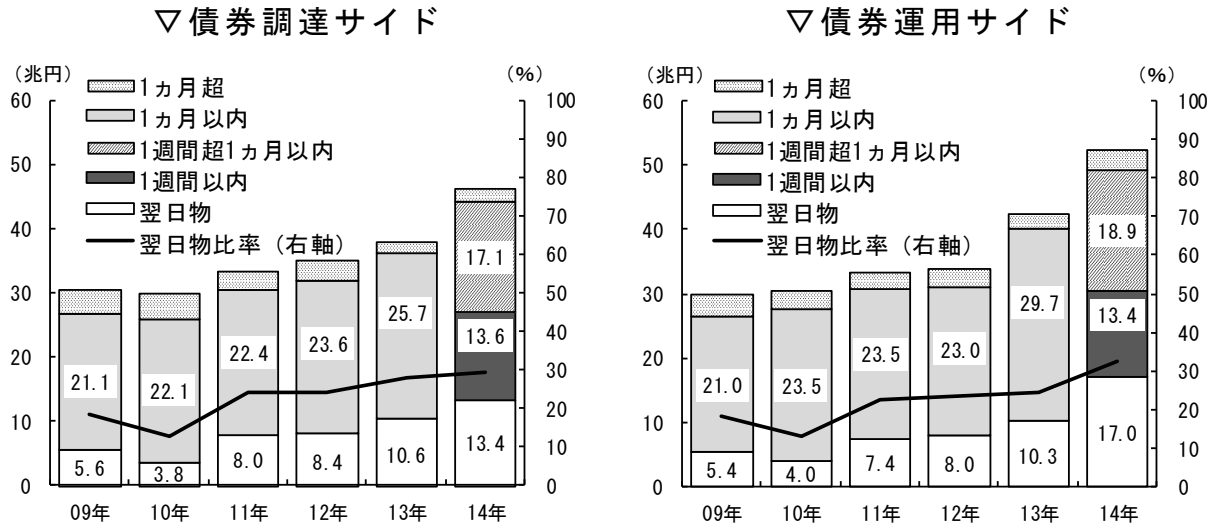
図表 16 GC レポ取引のターム別残高



図表 17 SC レポ市場の取引残高

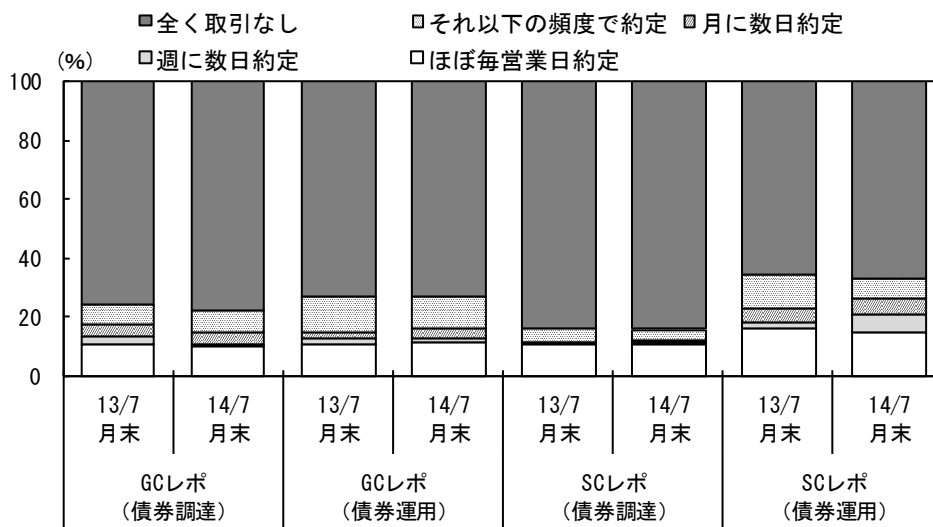


図表 18 SCレポ取引のターム別残高



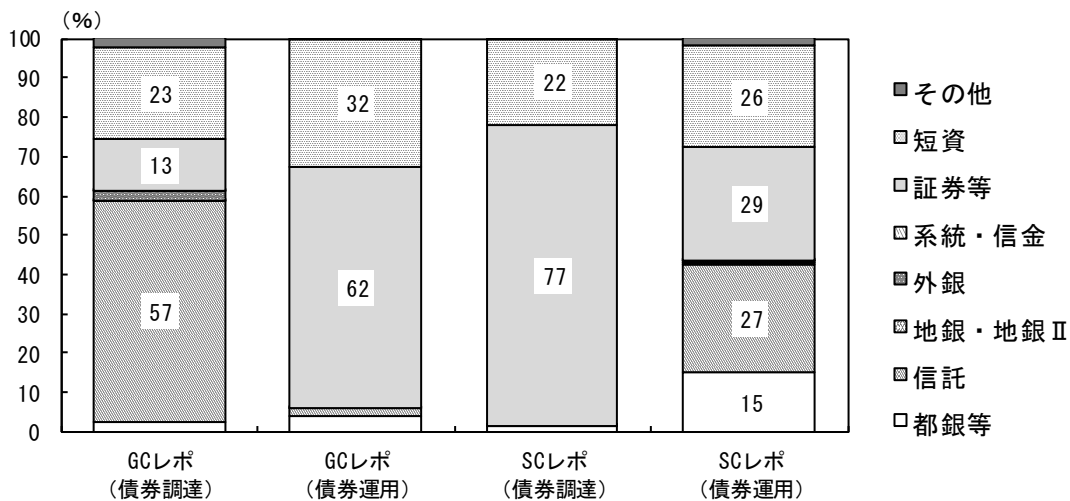
(注) 本サーベイより、調査項目「1ヶ月以内」を「1週間以内」と「1週間超1ヶ月以内」に細分化。

図表 19 レポ取引の約定頻度



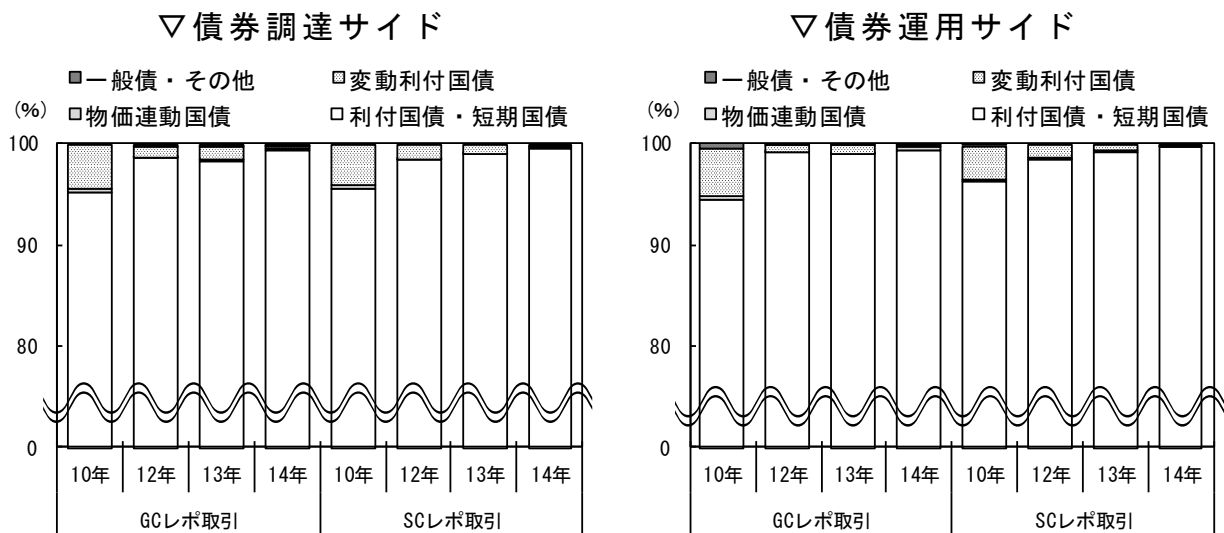
(注) 対象は、13年および14年それぞれの調査でレポ取引の約定頻度が確認できる先。合併等の影響は調整済。

図表 20 レポ取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア

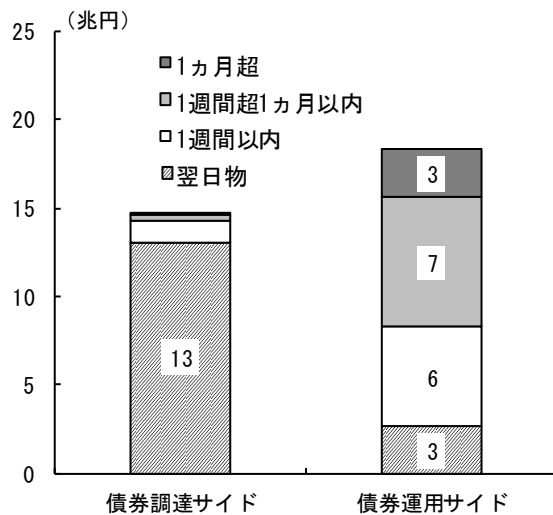


(注) 対象は、14年7月中に約定された取引。

図表 21 レポ取引の担保債券別残高シェア

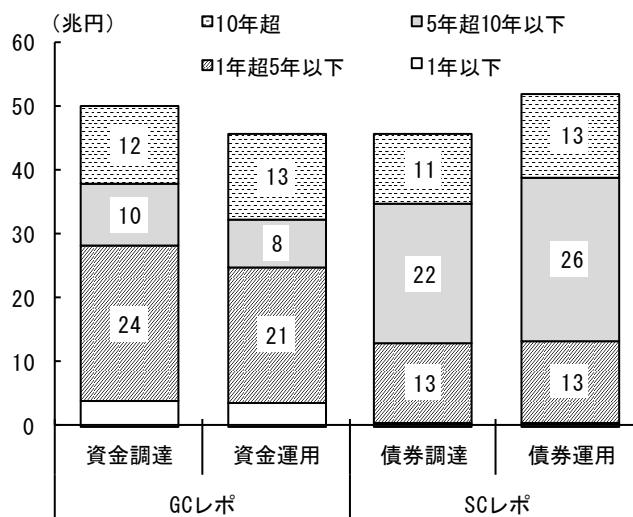


図表 22 運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高



(注) 対象は、運用有価証券信託での  
14年7月末時点でのレポ取引残高。

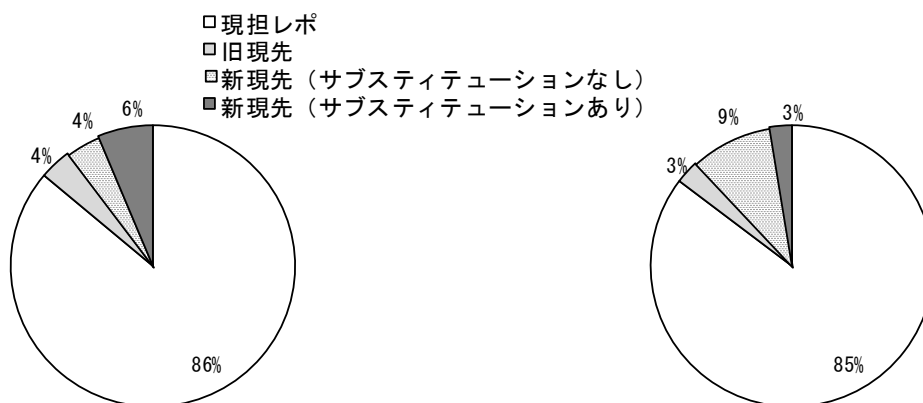
図表 23 レポ取引の担保普通利付債券の残存期間別残高



図表 24 レポ取引の契約形態別残高シェア

▽13年7月末

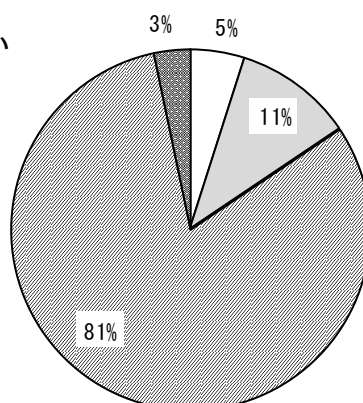
▽14年7月末



(注) 資金調達・運用合計ベース。

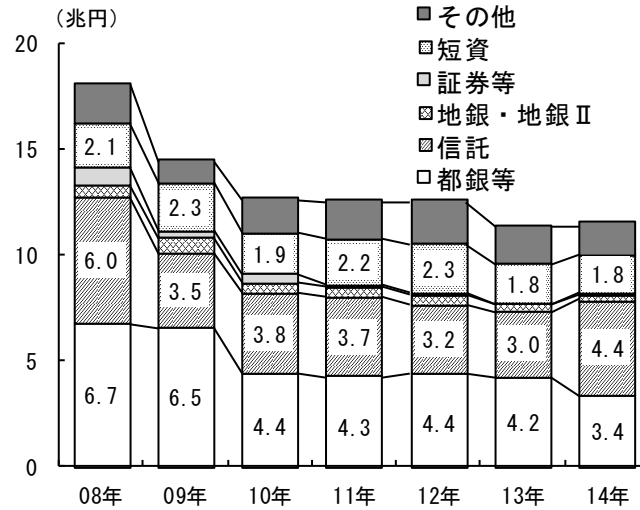
図表 25 ヘアカットの実施状況

- 実施している
- 一部実施している
- 実施していない
- その他

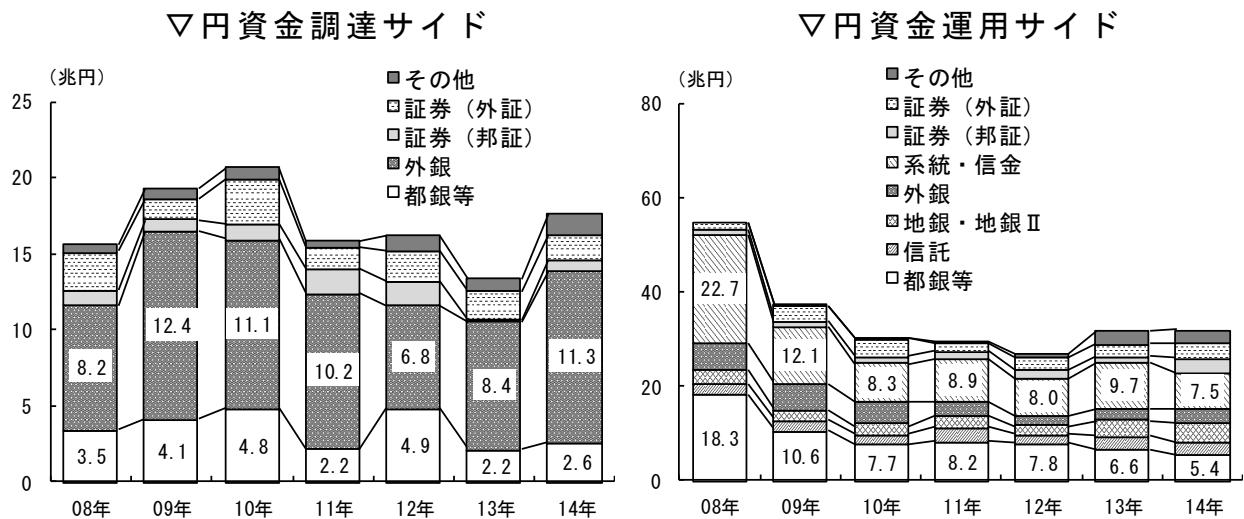


(注) 対象は、レポ取引を全く行っていない先を除く調査対象先。

図表 26 業態別 CP 保有残高



図表 27 海外との円資金取引残高

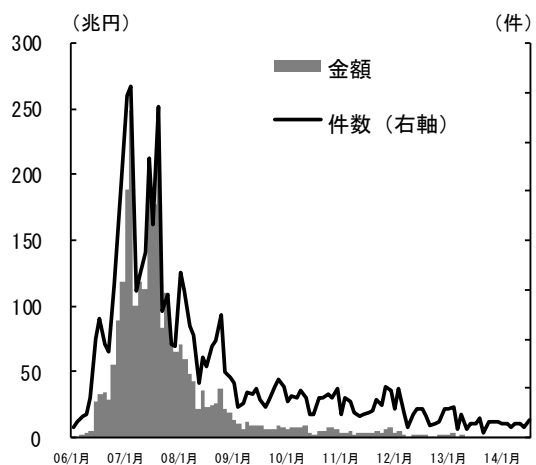


(注) 円転・円投(期間1年以内のみ)、ユーロ円取引、自行(庫、社)海外店との円資金貸借の合計。



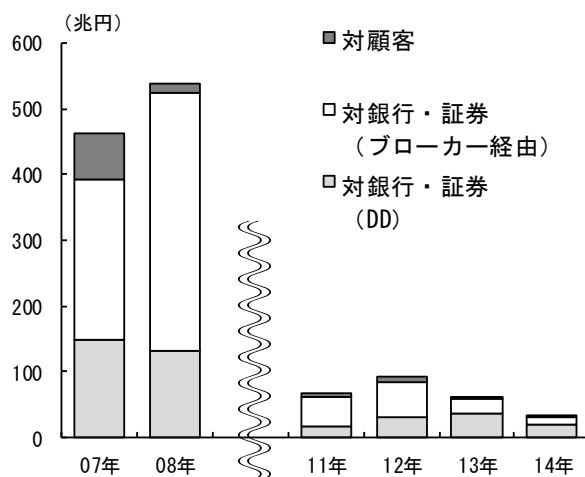
図表 28 円 OIS 取引の状況

▽ブローカー経由の取引高、取引件数



(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

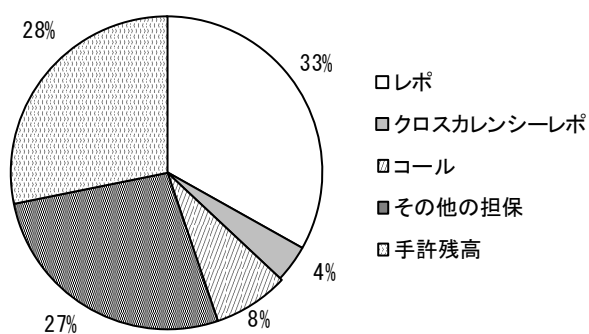
▽取引残高



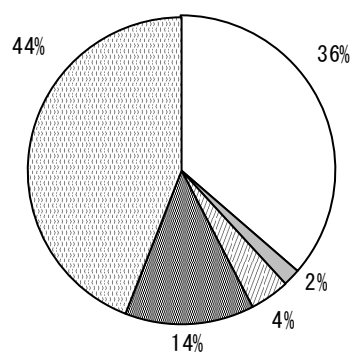
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 29 国庫短期証券および普通利付国債の担保差入状況

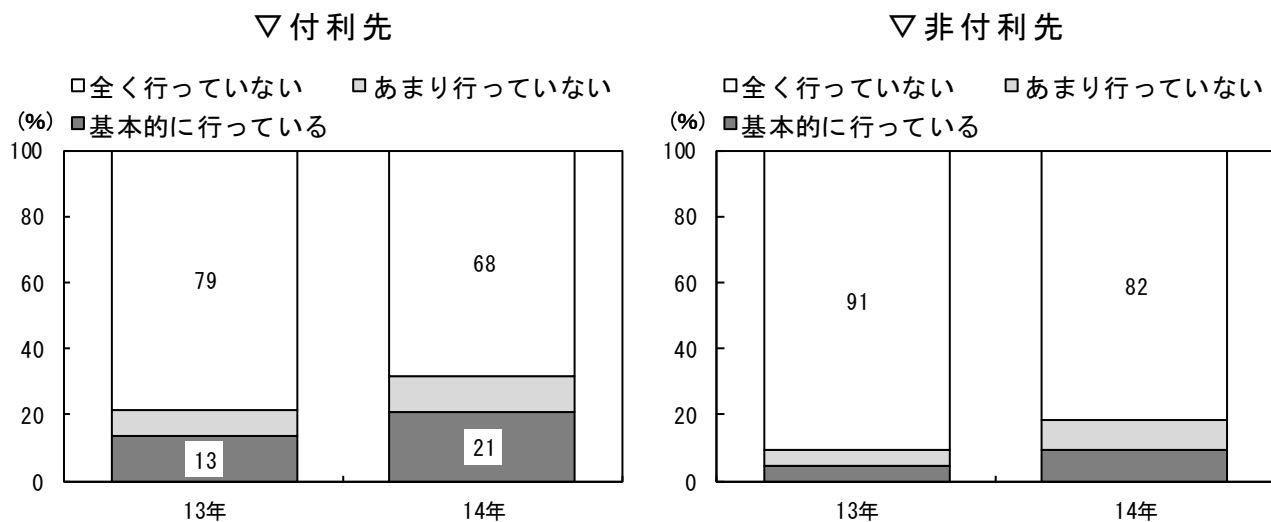
▽国庫短期証券



▽普通利付国債

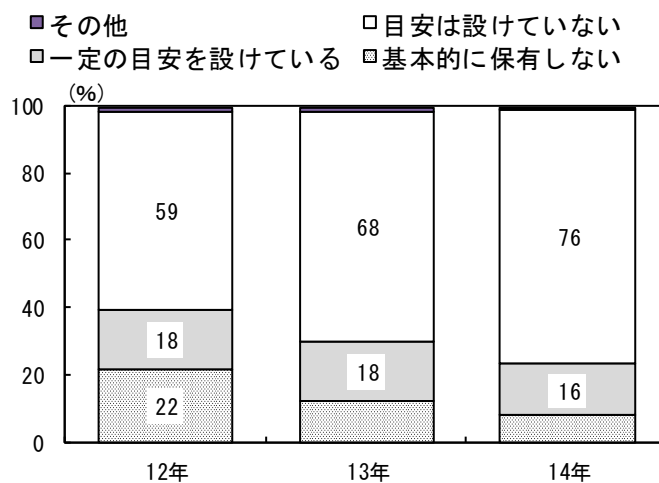


図表 30 裁定取引のスタンス



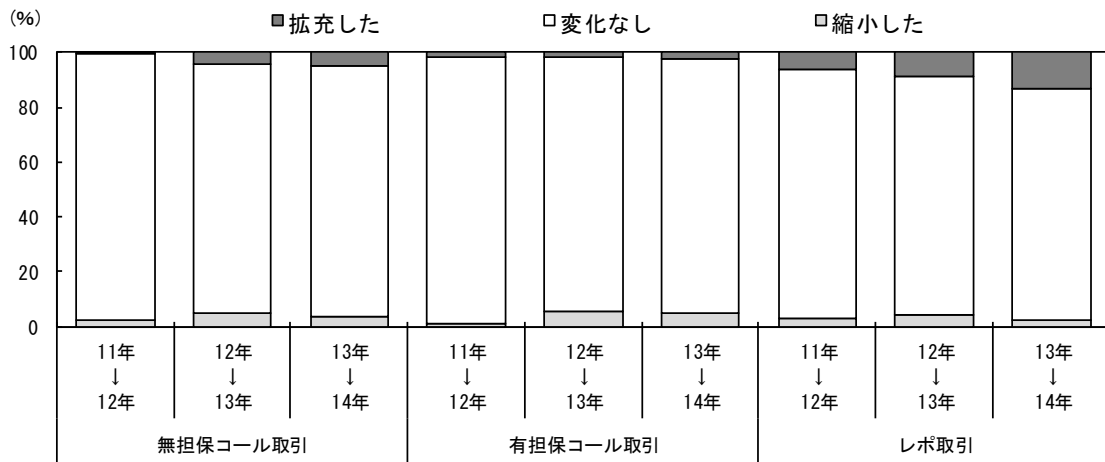
(注) 13年から継続して調査対象としている先。合併等の影響は調整済。

図表 31 超過準備の保有スタンス



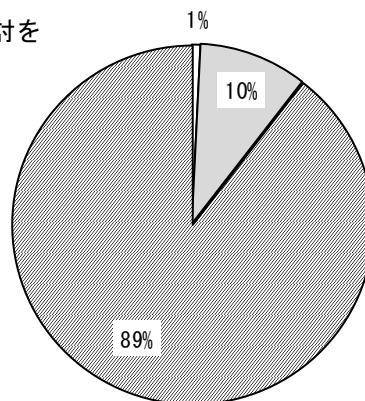
(注) 12年から継続して調査対象としている準備預金制度対象先。

図表 32 事務体制の変化



図表 33 国債店頭取引に係る JSCC への参加検討状況

- 参加を予定している
- 参加を検討している
- 参加に向けた検討を行っていない

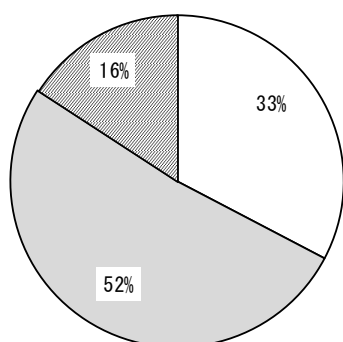


(注) 対象は、14年7月末時点で国債店頭取引のJSCC清算参加者でない先。

図表 34 諸課題への取り組み状況

▽国債決済期間短縮化に向けた  
議論の認識状況

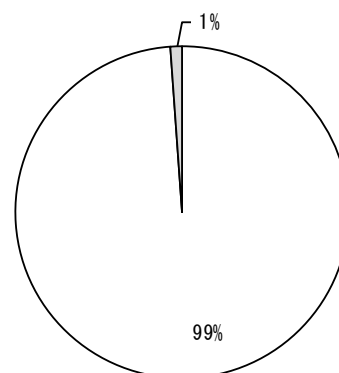
- 役員レベルおよび実務担当者レベルで認識
- 実務担当者レベルで認識
- あまり（または殆ど）認識されていない



(注) 調査先において、国債決済期間の短縮化に向けた議論をどのレベルで認識しているか調査。

▽フェイルの容認状況

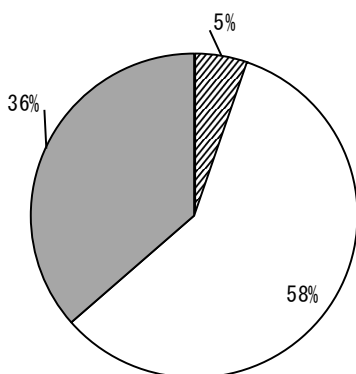
- 容認している
- 容認していない



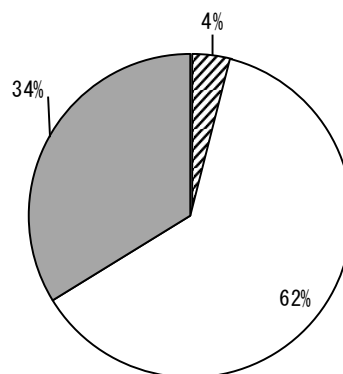
(注) 調査先回答を、14年7月末時点の国債DVP決済金額で加重平均処理。

図表 35 短期金融市場取引に係る市場参加者の見方

▽収益性 (注1)



▽機能度 (注2)

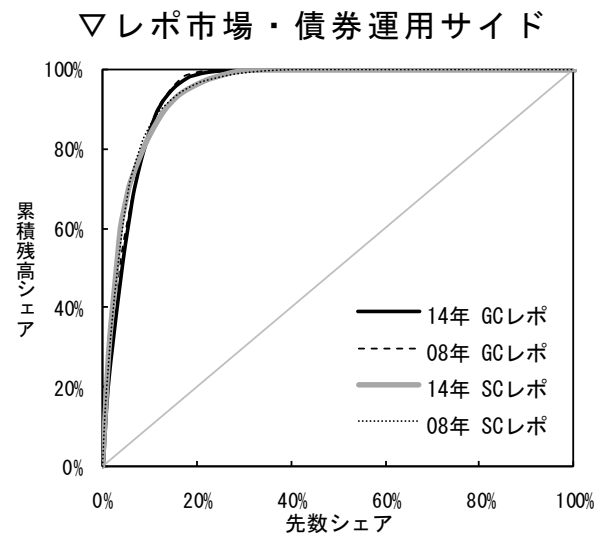
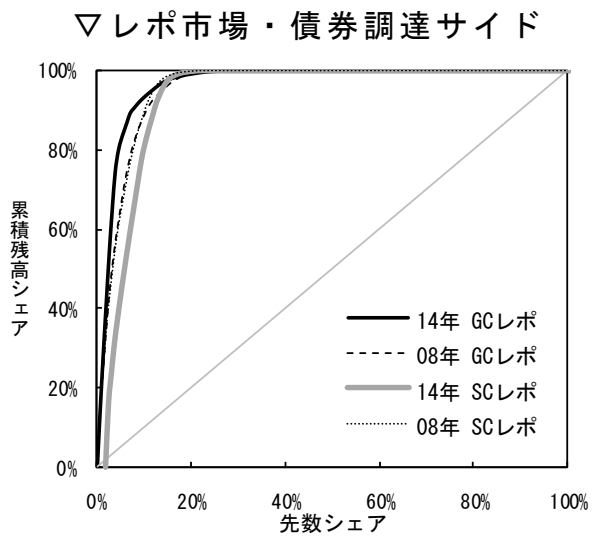
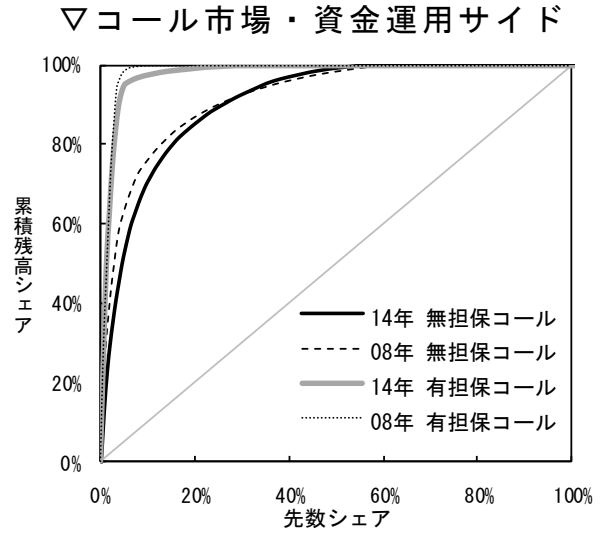
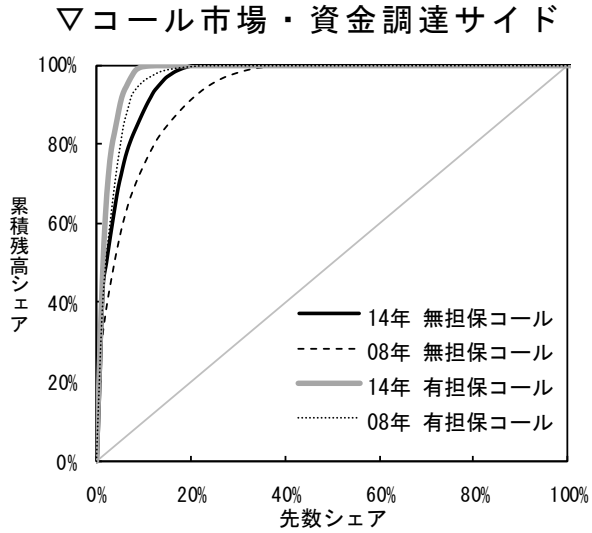


- 改善した
- 概ね変わらない
- 悪化した

(注1) 運用利回りや調達コスト、取引量、固定費などを勘案し、前年同時期に比べ、短期金融市場取引での収益性がどのように変化しているか調査。

(注2) 意図するレートや金額、ターム、カウンターパーティと取引を行いやすいかなどを勘案し、前年同時期に比べ、短期金融市場の機能度がどのように変化しているか調査。

図表 36 各市場の取引集中度



(注) 2008年調査から継続して調査対象としている先。合併等の影響は調整済。

以上