

2024年8月



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 —

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。

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 --

■要 旨■

日本銀行は、各種の非伝統的金融政策を実施する中、過去 25 年間の大半の期間、所要準備額を大きく上回る潤沢な資金を供給してきた。本稿では、こうした超過準備下での短期金融市場におけるレート形成および取引動向を振り返ることで、非伝統的金融政策が短期金融市場に与えた影響を評価する。

短期金融市場には、①イールドカーブの起点としての機能、②金融機関の資金 過不足の調整を行う場としての機能が期待される。超過準備下では、後者の重要性は低下していると考えられるが、無担保コール 0/N 物レート (TONA) が金利指標として担う近年の役割を踏まえると、無担保コール市場が多様な顔ぶれで構成され、一定の取引規模が確保されていることの重要性は高まっている。

非伝統的金融政策が採用された期間は、超過準備への付利の状況に応じて、①2001年~2006年の量的緩和期(第1局面)、②2008年の補完当座預金制度の導入~2016年のマイナス金利政策導入までの期間(第2局面)、③2016年~2024年のマイナス金利政策期(第3局面)、に大別される。このうち、補完当座預金制度が存在せず、超過準備への付利がゼロ%であった第1局面は、無担保コール市場における取引インセンティブが失われ、市場の機能度が低下した。第2局面では、補完当座預金制度が導入され、日銀当座預金の付利先と非付利先との間で取引インセンティブが発生した。こうした中、無担保コール市場の機能度は徐々に回復し、第3局面においても、市場機能は維持された。この間、GCレポ市場においても、レート形成や取引動向といった点で、市場機能は維持された。

2024年3月に「金融政策の枠組みの見直し」が決定され、マイナス金利政策が解除されると、短期金融市場は、「マイナス金利」から「プラス金利」の世界にスムーズに移行した。円滑な移行には、第3局面において、無担保コール市場の顔ぶれが多様化し、取引ネットワークが拡大したことなどが寄与している。

日本銀行が短期金利の操作を主たる政策手段としたことに加え、TONA が金利指標として担う近年の役割を踏まえると、短期金融市場の機能が維持されることは、これまで以上に重要である。日本銀行では、短期金融市場のレート形成や取引動向を今後とも丁寧にフォローし、市場の機能度に目配りする方針である。

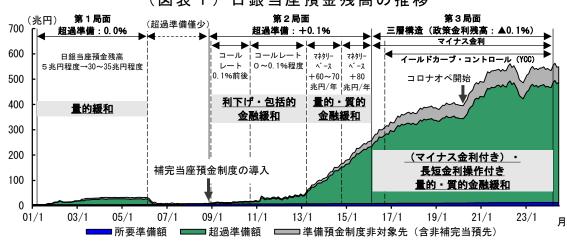
本稿の執筆は、粟井益大(現・政策委員会室、masuhiro.awai@boj.or.jp)、井出穣治 (jouji.ide@boj.or.jp)、高橋優豊 (masato.takahashi@boj.or.jp) が担当した。内田茉穂氏、久保 倉康弘氏、末政駿氏、松村海斗氏からは、図表作成等においてご助力を頂いた。

[目 次]

1. はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	3
2. 短期金融市場に期待される機能・・・・・・・・・・・	4
(1)イールドカーブの起点としての機能	
(2)資金過不足の調整を行う場としての機能	
3.超過準備下の無担保コール市場:レート形成や取引動向・・・	5
(1) 第1局面:2001~2006年の量的緩和期	
(2) 第2局面:2008年の補完当座預金制度の導入~2016年の マイナス金利政策導入までの期間	
(3) 第3局面:2016年のマイナス金利政策の導入~2024年の 「金融政策の枠組みの見直し」までの期間	
4. 超過準備下のその他の短期金融市場の特徴的な動き・・・・・	14
(1)有担保コール市場の縮小	
(2)債券レポ市場の拡大、GC レポレートの変動要因	
(3)マイナス利回りの短国への投資需要	
5.マイナス金利政策解除後の短期金融市場の動向・・・・・・	19
(1)コール市場の動向	
(2)債券レポ市場・短国市場の動向	
6. おわりに・・・・・・・・・・・・・・・・・·:	26

1. はじめに

本稿では、金融政策の多角的レビューの一環として、過去 25 年間のわが国における短期金融市場の動向と機能度を解説する。日本銀行は、各種の非伝統的金融政策を実施する中、過去 25 年間の大半の期間、準備預金制度上の所要準備額を大きく上回る潤沢な資金を供給してきた(図表 1)。こうした超過準備下での短期金融市場におけるレート形成および取引動向を振り返ることで、非伝統的金融政策が短期金融市場に与えた影響を評価する。分析・評価の主たる対象は、過去の相応の期間で金融政策の操作目標であった無担保コール市場とするが、その他の短期金融市場(債券レポ市場等)についても、市場機能に関わる事象を考察する。



(図表1)日銀当座預金残高の推移

(出所) 日本銀行

本稿の構成は、以下の通りである。まず、2節では、短期金融市場に期待される機能を整理する。3節では、超過準備に対する付利¹の状況に応じて、過去25年間を3つの局面に分けたうえで、その時々の金融市場調節方針のもとでの無担保コール市場における取引インセンティブを概観し、レート形成および取引動向(取引主体の顔ぶれや取引量等)を詳述する。4節では、無担保コール市場以外の短期金融市場について、市場機能に関わる事象を考察する。5節では、4節までの議論を踏まえたうえで、2024年3月の「金融政策の枠組みの見直し」以降の短期金融市場の動向を確認する。最後の6節は、まとめである。

[「]補完当座預金制度の対象先における日銀当座預金(所要準備額相当部分を除 く)に対して行う付利を指す。

2. 短期金融市場に期待される機能

短期金融市場は、期間 1 年以内の金融取引が行われる市場であり、 わが国では、①金融機関のみが参加するインターバンク市場(コール 市場等)²と、②金融機関のほか一般の事業法人も参加するオープン市 場(債券レポ市場、国庫短期証券市場、CD 市場、CP 市場等)が存在 する。このうち、無担保での資金貸借取引を行う無担保コール市場は、 金融機関が短期の資金を貸借する場としての役割を担っている。こう した短期金融市場には、以下の通り、大きく 2 つの機能が期待される。

(1) イールドカーブの起点としての機能

第一は、イールドカーブの起点としての機能である。日本銀行では、 過去の相応の期間、無担保コールレート(O/N 物)を金融政策の操作 目標としてきたが、金融政策の効果は、O/N 物金利を出発点として、 期間の異なる様々なタームの取引や各種の市場間の裁定取引を通じて、 金融市場全体に波及していく。自由な形で金利形成がなされる市場か らは、金融政策の運営に資する情報も発信される。このため、短期金 融市場の機能が維持されていることは、金融政策の効果の浸透という 観点で重要である³。

また、日本銀行が算出・公表している無担保コール O/N 物レート (TONA: Tokyo Overnight Average rate) は、金利指標改革の中で、円 LIBOR の代替指標となる日本円のリスク・フリー・レートとして特定 され 4 、金利指標としての重要性が一段と高まっている。

(2) 資金過不足の調整を行う場としての機能

第二は、金融機関の資金過不足の調整を行う場としての機能である。金融機関は、各種の資金の受払いに伴う資金の収支尻を合わせるため、短期金融市場で資金を融通し合っている。わが国では、伝統的に無担保コール市場がその役割を担っており、当日から翌営業日にかけて資金を貸借し合う O/N 物の取引が最も多くなっている。また、債券レポ

² 年金基金等は、信託銀行に委託してインターバンク市場で余資を運用している。また、投信は、信託銀行の信託勘定を通じて同市場で余資を運用している。

³ 短期金融市場のイールドカーブの起点としての機能は、白川 [2008] の整理 に基づいている。

⁴ 日本円のリスク・フリー・レートの特定に関しては、リスク・フリー・レートに関する勉強会[2016]を参照。

市場についても、取引対象債券の銘柄を特定しない GC レポ取引は、 資金の運用・調達の意味合いが強く、資金過不足の調整の場としての 役割も果たしている。

中央銀行が潤沢な資金を供給している大量の超過準備下では、資金過不足の調整を行う場としての短期金融市場の重要性は低下していると考えられるが、①将来に備えた取引基盤を維持する観点に加え、②前述した TONA が金利指標として担う近年の役割を維持する観点からも、短期金融市場が多様な顔ぶれで構成され、一定の取引規模が確保されていることは重要である。

3. 超過準備下の無担保コール市場:レート形成や取引動向

本節では、非伝統的金融政策が採用されたもとでの無担保コール市場の動向を、超過準備に対する付利の状況に応じて、①2001~2006年の量的緩和期、②2008年の補完当座預金制度の導入~2016年のマイナス金利政策の導入を2024年の「金融政策の枠組みの見直し」までの期間、の3つの局面に分けて整理する。具体的には、局面毎に、無担保コール市場における取引インセンティブを概観したうえで、レート形成や取引動向(取引主体の顔ぶれや取引量等)を振り返り、非伝統的金融政策が無担保コール市場の機能度に与えた影響を評価する。

(1) 第1局面:2001~2006年の量的緩和期

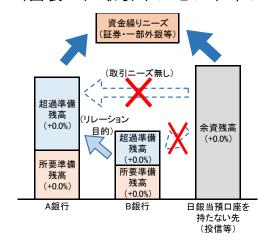
(金融市場調節方針と短期金融市場における取引インセンティブ)

2001年3月に導入された量的緩和政策下(第1局面)では、日本銀行の金融市場調節における操作目標が金利(無担保コールレート < O/N 物 >)から量(日銀当座預金残高)となり、日本銀行は、手形買入オペや国庫短期証券買入オペ等を通じて積極的な資金供給を行った。

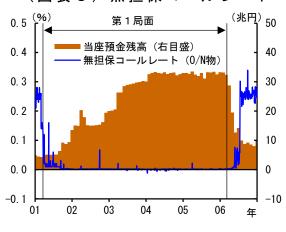
日本銀行の当座預金取引先の多くが所要準備を超過する日銀当座預金を保有する中で、金融機関間の資金過不足を調整するための取引ニーズは著しく減少した。加えて、当時は、後述する第2局面以降と異なり、超過準備への付利が存在していなかったことから、これに基づく裁定目的の取引も発生しなかった。このため、一部先における資金繰りニーズやリレーション維持目的の取引を除くと、金融機関の取引インセンティブは低下した(図表2)。こうしたもとで、無担保コール

レートは、ほぼゼロに張り付いた状態となり(図表 3)、無担保コール市場の取引残高は大きく減少した。

(図表2)取引インセンティブ



(図表3)無担保コールレート



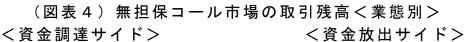
(出所) 日本銀行

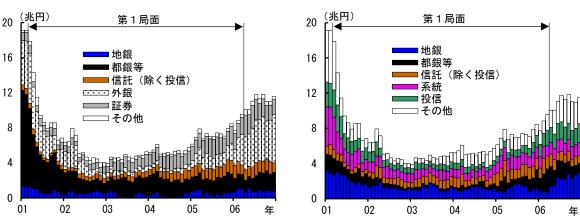
(取引動向)

業態別の取引残高を資金調達サイドからみると、都銀や地銀の取引は、リレーション維持目的のものが多く、調達額は大きく減少した(図表 4)。こうした中、実需に基づく取引がみられたのは、専ら証券会社と外国銀行(在日拠点)に限られた。証券会社は、決済資金ニーズを背景に資金調達額が幾分増加したほか、ビジネスの拡大期にあった外国銀行(在日拠点)は、為替スワップ市場における円転妙味の低下を受けて、短期の円資金調達の手段を無担保コール調達に切り替えたことから、第1局面の後半にかけて、資金調達額が幾分増加した(前掲図表 4)。この間、資金放出サイドでは、幅広い主体で資金放出額が減少した。

このように無担保コール市場全体の取引が減少した結果、第 1 局面では、クレジットラインの削減、資金繰りセクションの縮小、取引ノウハウの低下等を通じて、円滑な市場取引を支える広い意味での基盤が脆弱になり、無担保コール市場の機能度が低下した5。

⁵ 量的緩和期における短期金融市場の機能度の低下については、白川 [2008] を参照。





(注) 短資会社経由分。O/N 物およびターム物の合計。月次平残。 (出所) 日本銀行

(2) 第2局面: 2008年の補完当座預金制度の導入~2016年のマイナス金利政策導入までの期間

(金融市場調節方針と短期金融市場における取引インセンティブ)

サブプライムローン問題に端を発した国際金融危機の際の金融緩和局面において、日本銀行は、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図るため、2008年11月に補完当座預金制度を導入し、従前は無利息だった日銀当座預金に関して、所要準備額を上回る超過準備に+0.1%の利息を付すことを決定した(その後、付利の水準は2016年のマイナス金利政策導入まで+0.1%で維持された)6。

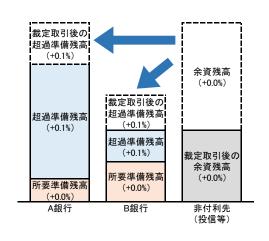
この間、政策金利の無担保コールレート(O/N 物)の誘導目標は、2008年12月に0.3%前後から0.1%前後に引き下げられ、2010年10月まで誘導目標は据え置かれた。その後、日本銀行は、2010年10月に「包括的な金融緩和政策」を導入し、無担保コールレート(O/N 物)を「0~0.1%程度で推移するよう促す」こととするとともに、多様な金融資産の買入れを通じて積極的な資金供給を行った。2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入すると、金融市場調節における操作目標は、金利(無担保コールレート<O/N 物>)から量(マネタリーベ

⁶ 補完当座預金制度は、2008 年 10 月の金融政策決定会合において、臨時の措置として導入が決定され、2009 年 10 月の金融政策決定会合において、円滑な金融市場調節を実施する観点から、その実施期限を、当分の間延長することとされた。

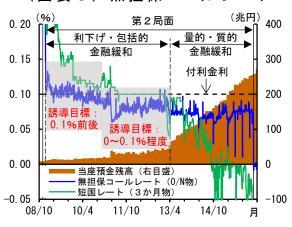
ース)に変更され、日本銀行は、大規模な国債買入れ等を通じて、極めて潤沢な資金を供給した。

上記の第2局面では、資産買入れ等を通じた資金供給に伴い、超過準備の増加が継続し、特に「量的・質的金融緩和」の導入以降は、増加ペースが加速した。これにより、金融市場における資金の余剰感は次第に強まり、第1局面と同様に、資金過不足を調整するための取引ニーズは限定的となった。もっとも、第2局面では、補完当座預金制度のもとで、日本銀行と当座預金取引を行い付利が受けられる先(以下、「付利先」)は、短期金融市場において、付利金利より低い金利で資金を調達し、日銀当座預金で資金を運用するというインセンティブが生じた(図表5)。一方、投信等の補完当座預金制度の非対象先(以下、「非付利先」)は、通常は余資の有利な運用手段が限られ、付利金利より低い金利でも資金を放出するインセンティブが生じた。この結果、短期金融市場では、付利先と非付利先との間で一定の取引が発生することとなった。

(図表5)取引インセンティブ



(図表6)無担保コールレート

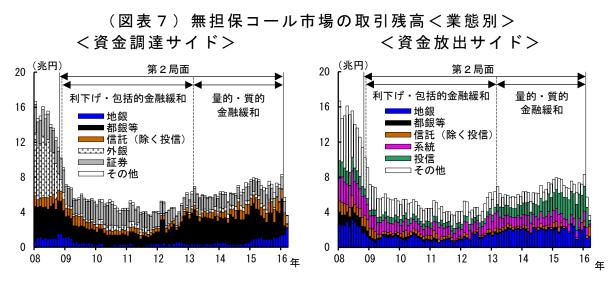


(出所) 日本銀行、日本相互証券

(レート形成と取引動向)

無担保コールレート (O/N 物)の動きをみると、第2局面の前半(利下げ・包括的金融緩和期)は、概ね金融市場調節方針で示された誘導目標に沿って推移した(図表6)。第2局面の後半(量的・質的金融緩和期)は、大規模な資金供給のもとでの資金余剰感の高まりや日本銀行による買入れ増額を受けた国庫短期証券(以下、「短国」)の利回り低下などから、水準を徐々に切り下げ、+0.1%の付利金利を下回る水準で推移した。

取引残高をみると、付利先と非付利先との取引は、当初は然程活発ではなかったが、第2局面の後半に活発化し、次第に増加した(図表7)。こうした取引残高の増加には、短国の利回り水準に変化が生じたことも影響した(図表 8)。すなわち、第2局面の前半は、GCレポレートや短国レートが+0.1%の付利金利を上回るもとで(前掲図表 6)、①資金放出側の非付利先の投信は、短国での運用を優先した一方、②資金調達側の都銀は、レポ・短国運用との裁定目的でコール調達を行ったため、コール市場では、両者の目線が合う取引が乏しかった。その後、第2局面の後半に入ると、日本銀行による大規模な国債買入れに伴い、レポ・短国レートが低下した結果、①資金放出側の投信は運用難に直面し、相対的に収益機会が大きいコール放出を増加させ、②都銀がその受け皿としてコール調達を積極化させたため、無担保コール市場における付利先と非付利先の取引が活発化し、取引残高が増加した。



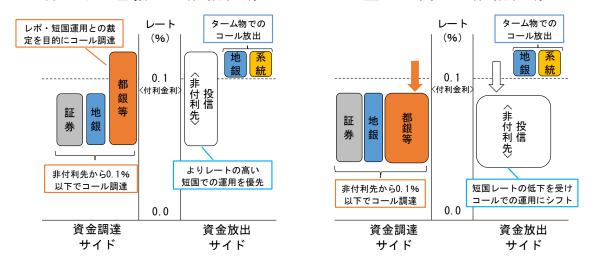
(注) 短資会社経由分。O/N 物およびターム物の合計。月次平残。 (出所) 日本銀行

このように、第 2 局面では、超過準備が潤沢で資金の余剰感が強い中にあっても、補完当座預金制度のもとで超過準備に対して付利がなされていたことで、時間の経過とともに、付利先と非付利先との間で相応の規模の取引が日常的に発生するようになり、第 1 局面と比べると、無担保コール市場の機能度は改善した。

(図表8)無担保コール市場の参加者の構図

<利下げ・包括的金融緩和期>

<量的・質的金融緩和期>



(3) 第3局面: 2016年のマイナス金利政策の導入~2024年の「金融 政策の枠組みの見直し」までの期間

(金融市場調節方針と短期金融市場における取引インセンティブ)

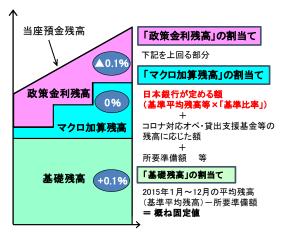
2016年1月に導入が決定されたマイナス金利政策のもとでは、金融機関の日銀当座預金は、①マイナス金利政策導入前と概ね同水準の「基礎残高」、②日本銀行の資金供給や基準比率の変動に伴って増減する「マクロ加算残高」(所要準備額を含む)、③当座預金残高から「基礎残高」と「マクロ加算残高」を差し引いた「政策金利残高」の三層に分けられ、基礎残高には+0.1%、マクロ加算残高にはゼロ%、政策金利残高には▲0.1%の付利を行うこととされた(図表 9)7。なお、日本銀行は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、長期金利も操作目標の対象としたが、短期金利操作の枠組みは、2024年3月のマイナス金利政策解除まで維持された。

第3局面の三層構造下では、日銀当座預金の付利先には、短期金融市場で取引を行う前の時点で日銀当座預金がどの程度まで積み上がっているかの違いから、裁定取引を行うインセンティブが発生した。すなわち、政策金利残高(▲0.1%付利)を有する先は、同残高を圧縮す

⁷ 三層構造の導入について、日本銀行の黒田総裁(当時)は、2016年3月7日 の講演において、①マイナス金利の効果を最大限発揮しつつ、金融機関収益へ の直接的な影響が小さくするよう配慮したことに加えて、②短期金融市場の取 引を残す工夫を凝らすことで、市場機能への影響も考慮したと説明している(詳 細は、黒田 [2016] を参照)。

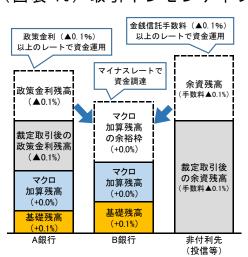
べく、▲0.1%より高いレートで資金放出するインセンティブが生じた 一方、マクロ加算残高(ゼロ%付利)の余裕枠がある先は、マイナス レートで資金調達し、日銀当座預金で運用するインセンティブが発生 した(図表 10)。

(図表9) 三層構造の概要



(注)「コロナ対応オペ・貸出支援基金等の残 高に応じた額」は、これら各種オペの残 高と、2016年3月末対比でみた残高の 増加分(いわゆる「オペ2階部分」)の 和を指す。

(図表 10) 取引インセンティブ



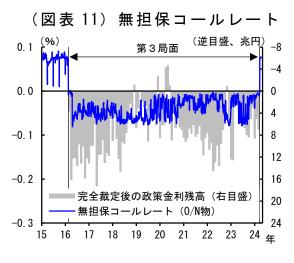
この間、非付利先に関しても、政策金利残高を有する付利先と同様、 $\triangle 0.1\%$ 以上のレートで資金運用するインセンティブが生じた。投信等は、市場で運用しきれなかった余資を信託銀行に金銭信託の形で預託しているが、マイナス金利政策下では、信託銀行がマイナス金利負担を転嫁する形で、金銭信託に $\triangle 0.1\%$ を手数料として課したため、投信等にとっては、当該手数料の $\triangle 0.1\%$ が無担保コール市場における実質的な放出レートの下限として機能した。

(レート形成と取引動向)

マイナス金利政策下では、無担保コールレート (O/N 物) は、概ね ▲ 0.01% ~ ▲ 0.08% の範囲で推移した⁸。前述した取引インセンティブ が発生するもと、①付利先と非付利先の間の取引だけでなく、②付利

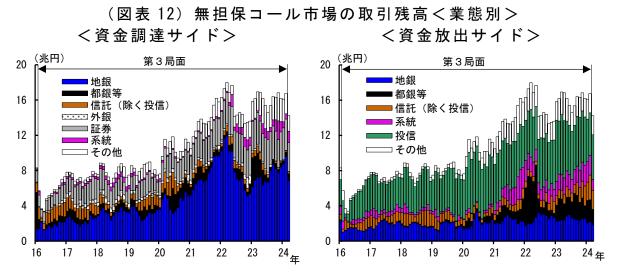
⁸ マイナス金利政策下の無担保コールレートの動きを子細にみると、後半の期間は水準が切り上がっている。この背景として、①2018年8月積み期以降、完全裁定後の政策金利残高の水準(見込み)が10兆円程度から5兆円程度に引き下げられたことや、②本文で後述する通り、各種のマクロ加算2倍措置等により、地銀等の無担保コール市場での資金調達意欲が高まったことが指摘できる。

先同士での裁定取引も活発化し、第 1 局面や第 2 局面に比べてレートが上下するようになり (図表 11)、取引残高も大きく増加した。



(出所) 日本銀行

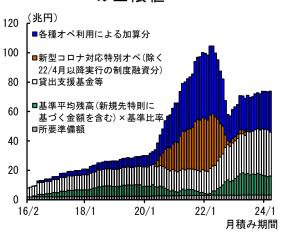
業態別の取引残高の動きをみると、資金調達サイドでは、時間の経過とともに地銀の存在感が高まり、取引残高は増加傾向を辿った(図表 12)。特に、2020 年 3 月の新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ(以下、「新型コロナ対応特別オペ」)の導入を契機に、無担保コールの取引残高は大きく増加し、2024 年 3 月のマイナス金利政策解除前には 16 兆円程度となった。



(注) 短資会社経由分。O/N 物およびターム物の合計。月次平残。 (出所) 日本銀行

こうした取引の活発化には、一部の資金供給オペを利用した際に、 利用額の2倍のマクロ加算残高枠を付与する措置(以下、「マクロ加算 2 倍措置」)が大きく寄与した(図表 13)。実際、新型コロナ対応特別オペの導入以降、同オペを積極的に利用した地銀が無担保コール市場で活発な資金調達を行い、マクロ加算残高に積む裁定取引が拡がった。同オペの終了後は、地銀のマクロ加算残高の上限値は一旦減少したものの、その後は貸出増加支援資金供給等の積極的な利用に伴い、マクロ加算残高は再び増加に転じ、無担保コール市場での地銀の積極的な資金調達が続いた。

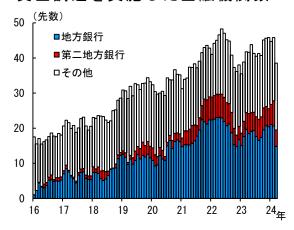
(図表 13) 地銀のマクロ加算残高 の上限値



(注)「貸出支援基金等」は、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融支援オペ(廃止前の東日本大震災にかかる被災地金融機関支援資金供給および熊本地震被災地金融機関支援資金供給を含む)、気候変動対応オペ、MRF特則、マクロ加算残高枠の増額措置・圧縮措置の影響を含む。

(出所) 日本銀行

(図表 14) 無担保コール市場で 資金調達を実施した金融機関数



(注) ダイレクト取引の個別取引データをも とに、資金調達残高を有する先を業態 別に集計したもの(月中平均)。

(出所) 日本銀行

このような地銀のコール調達の拡大は、取引ネットワークの拡大を通じて実現した。この点、個別取引データを用いて、無担保コール市場で資金調達を行った金融機関数を確認すると、地銀を中心に、三層構造下ではっきりと増加したことが分かる(図表 14)。このように、第3局面(特に、新型コロナ対応特別オペの導入以降)では、これまで無担保コール市場で取引を手掛けていなかった先が新しく取引を開始するなど、市場参加者の顔ぶれが多様化し、無担保コール取引の裾野が拡がった%。こうした取引ネットワークの拡大を通して、無担保コール

⁹ 三層構造下における無担保コール取引の活発化と取引ネットワークの拡がりについては、「2023 年度の金融市場調節」の BOX 1 も参照(日本銀行金融市場局 [2024])。

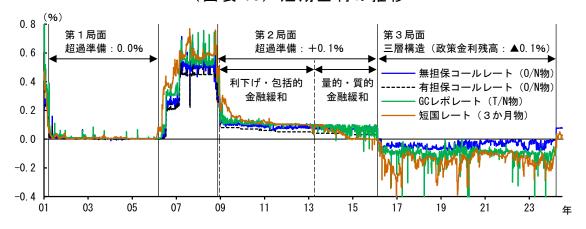
市場の機能がしっかりと維持されたことは、円滑な市場取引を支える 基盤として履歴効果を持ち、後述する通り、マイナス金利政策解除後 の円滑なプラス金利への移行に繋がった。

4. 超過準備下のその他の短期金融市場の特徴的な動き

本節では、無担保コール市場以外の短期金融市場(具体的には、有担保コール市場、債券レポ市場、短国市場)を振り返り、市場機能に関わる特徴的な動きを考察する。

過去 25 年間の各種の短期金利の動向をみると、第 1 局面および第 2 局面の前半、すなわち利下げ・包括的金融緩和期までは、有担保コールレート、GC レポレート、短国レートは、概ね無担保コールレートと同水準で推移していた。もっとも、量的・質的金融緩和が導入された第 2 局面の後半以降、レポレートと短国レートは次第に無担保コールレートから乖離し、マイナス金利政策下の第 3 局面では、無担保コールレートをはっきりと下回って推移した(図表 15)。この間、市場規模の面でも、大きな変化がみられた。具体的には、有担保コール市場の規模は、第 3 局面に大きく縮小した一方、債券レポ市場と短国市場の規模は、大きく拡大した(図表 16)。

(図表 15) 短期金利の推移



(注) 有担保コールレートは、2016 年 4 月以降、集計対象となる短資会社を媒介とした取引が 行われていないため、レートが算出されていない。GC レポレートは、2007 年 10 月 26 日以前は集計レポ・レート、それ以後は東京レポ・レート。集計レポ・レートは S/N 物。 (出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

(図表 16) 第3局面における短期金利のレート形成と市場規模

		レート	市場規模(括弧内は主な背景)
7-1	無担保コール	▲ 0.1~0%	拡大 (裁定取引の活発化)
コール	有担保コール	短資経由分は取引成立せず	大幅縮小(マイナス金利下の運用難)
レポ	GC	▲0.1%程度(四半期末は大きく低下)	拡大(様々な要因)
レホ	sc	一部銘柄がSLFレート ^(注) まで低下	拡大(債券ショートポジションの拡大)
短国	(3か月物)	▲0.1%以下(四半期末は大きく低下)	拡大(コロナ禍中の増発)

(参考)

СР	発行(3か月物)	ゼロ%程度	拡大(低金利下の発行需要増大)
	現先	小幅なマイナス	縮小(投資妙味の低下)

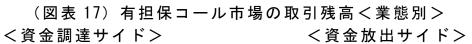
(注) SLF レートは、国債補完供給における上限期間利回りを指す。

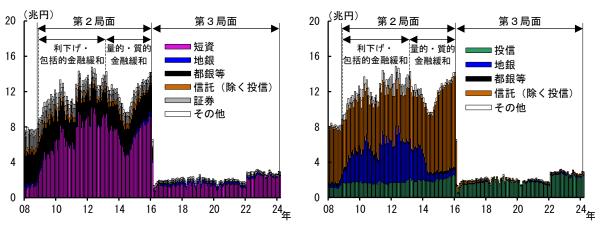
(1) 有担保コール市場の縮小

有担保コール市場の取引残高をみると、2008年の国際金融危機以降、安全性の高い担保付取引を選好する動きから増加し、第 2 局面の終盤には 14 兆円程度まで増加した(図表 17)。有担保コールは、GC レポと比べると、①O/N 物の取引が中心であるほか¹⁰、②保守的な担保掛目を適用する一方、担保の時価評価(値洗い)が不要ということもあり、信託銀行によって、年金基金や生損保会社から受託した資金の運用手段として積極的に利用されていた。資金調達側では、短資会社が受け皿となった。短資会社は、GC レポで債券を調達(資金を運用)し、この債券を担保とした有担保コール取引により、信託銀行等から GC レポを下回るレートで資金調達する裁定取引を行った。

もっとも、第3局面でマイナス金利政策が導入され、有担保コールレートがマイナス圏まで低下すると、主たる資金放出主体であった信託銀行は、受託した資金をマイナス金利で運用することに制約があり、有担保コール市場では資金放出を殆ど行わなくなったことから、有担保コールの取引残高は大幅に減少した。

¹⁰ GC レポにおいても O/N 物の取引は一定程度存在するが、現状、取引の中心は T/N 物(当日約定、翌営業日資金受渡物)となっている。GC レポ取引の約定日別残高の詳細については、日本銀行が実施している東京短期金融市場サーベイの結果を参照(日本銀行金融市場局「2023」)。





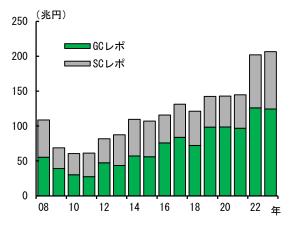
(注)翌日物およびターム物の合計。月次平残。「短資」はネットベース。 (出所)日本銀行

(2)債券レポ市場の拡大、GCレポレートの変動要因

債券レポ市場の取引残高をみると、量的・質的金融緩和が導入された第2局面の後半以降、増加基調を辿り、近年は一段と増加した(図表18)。レポ取引の活発化の背景としては、複数の要因が指摘できる。第一に、マイナス金利政策の三層構造下では、前述の通り、マクロ加算残高(ゼロ%付利)の余裕枠がある先は、マイナスレートで資金調達し、日銀当座預金で運用するインセンティブが存在したことから、GCレポ取引においても、こうした裁定目的の取引が付利先の間で活発化した。第二に、2022年以降は、金利先高観に伴う債券のショートポジションの拡大により、市場参加者の債券調達需要が高まる中、日本銀行の大規模な国債買入れも相まって、国債需給が引き締まり、GCレポレートと SCレポレートのスプレッドに着目した GC-SC取引¹¹が活発化した。第三に、ドル調達プレミアムが拡大する中、海外勢によるGCレポ取引を通じた資金放出意欲が高まり、付利先の資金調達の受け皿となった(図表19)。

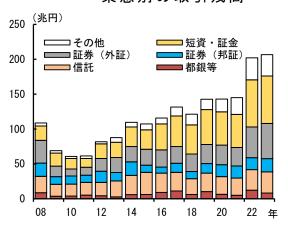
¹¹ SC 取引は、取引対象債券の銘柄を特定する取引を指す。

(図表 18) 債券レポ市場における 種類別の取引残高



(注)毎年7月末残高。資金調達サイド。 (出所)日本銀行

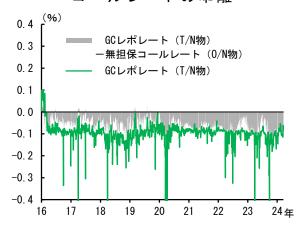
(図表 19) 債券レポ市場における 業態別の取引残高



(注) 毎年7月末残高。資金調達サイド。GC・ SCの合計。 (出所) 日本銀行

GC レポレート (T/N 物) の動きをみると、量的・質的金融緩和の導入以降、無担保コールレート (O/N 物) との乖離がみられ始め、マイナス金利政策下では、無担保コールレートを恒常的に下回って推移した (図表 20)。こうした背景としては、国債需給の引き締まりやドル調達プレミアムの存在を指摘できる。実際、GC レポレートを被説明変数とし、無担保コールレート、日本銀行以外の主体の国債保有額(国債の市中保有額)、ドル調達プレミアムなどを説明変数とした回帰分析の結果をみると (図表 21)、日本銀行以外の主体の国債保有額にかかる係数の符号がプラスとなっており、市場参加者の国債保有分が増えれば GC レポレートを押し上げる(=日本銀行の国債保有分が増えれば GC レポレートを押し下げる)方向に作用すると考えられる。また、ドル調達プレミアムの係数の符号はマイナスとなっており、ドル調達プレミアムが拡大すると、海外勢のドル投円転および短期の円資金の運用ニーズが高まり、GC レポレートを押し下げる方向に作用すると考えられる。

(図表 20) GC レポレートと無担保 コールレートの乖離



(出所) 日本銀行、日本証券業協会

(図表 21) GC レポレートの 変動要因:推計結果

被説明変数: GCレポ・レート(%)	
無担保コールレート(%)	0. 545 ***
国債 (日本銀行以外の 主体の保有、兆円)	0. 002 ***
ドル調達プレミアム(%)	▲ 0.079 ***
ドル調達プレミアム(%) ×年末越えダミー	0. 088 ***
(定数項)	▲ 0.000

(注) 分析期間は 2016 年 2 月 16 日 (マイナス金利適用開始) ~2023 年 7 月末。説明変数、被説明変数とも 1 階階差を用いて推計。レポレートは T/N 物を使用し、スタート日ベースで推計。***は、1%有意水準。ドル調達プレミアムは期間3か月を使用。コントロール項(四半期末越えの影響)の回帰係数は省略。

(出所) 日本銀行

なお、無担保コールレートと GC レポレートが乖離すれば、本来的には裁定が働くはずである。もっとも、無担保コール市場と GC レポ市場では取引主体が相応に異なり、両市場を跨いで裁定取引を行う主体が都銀等に限られたため、第 3 局面では、両市場の動きが乖離する局面も多くみられた¹²。

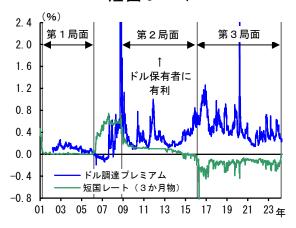
(3) マイナス利回りの短国への投資需要

短国市場の動向をみると、短国 3 か月物レートは、マイナス金利政策下の第 3 局面では、政策金利残高の▲0.1%を下回る状況が常態化した(図表 22)。この背景には、海外投資家、国内投資家それぞれにおいて、こうした低位の金利でも短国を保有する動機が存在した。すなわち、ドル資金市場では、量的・質的金融緩和以降、邦銀の外貨ポートフォリオが拡大する中、ドル調達プレミアムが拡大した状況が続いた。こうしたもとで、ドル保有者からみると、短国レートがマイナスであっても、短国の収益性が高い状況が継続し、海外投資家による短国の

¹² この間、日本銀行は、マイナス金利政策下では、債券レポ市場における資金 需給のバランスに偏りが生じ、GC レポレートに上昇圧力がかかった際には、短 期金利を安定的にマイナス水準で推移させる観点から、市中へ潤沢な資金供給 を行った。例えば 2023 年度は、国債買現先オペを 8 回、計 24.5 兆円実施した。

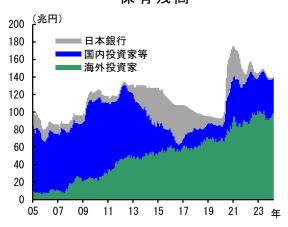
保有残高が増加傾向を辿り、プレゼンスが高まった(図表 23)。加えて、国内の銀行勢等においても、短国レートがマイナスであっても、 担保目的の根強い投資ニーズがみられた。

(図表 22) ドル調達プレミアムと 短国レート



(出所) 日本相互証券、Bloomberg

(図表 23) 短国の投資家別の 保有残高



(注) 国内投資家等は、市中発行残高から、 日本銀行、海外投資家(試算値)の保 有残高を差し引いたもの。

(出所) 財務省、日本銀行

5. マイナス金利政策解除後の短期金融市場の動向

日本銀行は、2024 年 3 月の金融政策決定会合において、「金融政策の枠組みの見直し」を決定し、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営することとした。これに伴い、マイナス金利政策は解除され、日本銀行は、新しい金融市場調節方針として、無担保コールレート(O/N物)を0~0.1%程度で推移するよう促すことを決定した。同時に、この方針を実現するため、日銀当座預金の超過準備全額に+0.1%の付利金利を適用することとした。以下では、マイナス金利政策解除以降の短期金融市場の動向を整理する¹³。

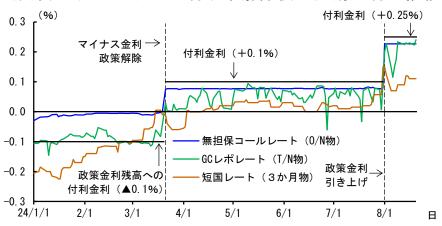
¹³ 短期金融市場の 2023 年度末にかけての動向は、「2023 年度の金融市場調節」の BOX 3 を参照 (日本銀行金融市場局 [2024])。なお、本稿では、2024 年 8 月中旬までの動向を評価の対象としている。

(1) コール市場の動向

(無担保コール市場の動向)

新しい枠組みのもとでの無担保コール市場は、3節で紹介した第2局面と同様、付利先と非付利先との間で取引が発生する構図となった。すなわち、付利先は、+0.1%の付利金利より低いレートで資金を調達し、日銀当座預金で資金を運用する一方、投信等の非付利先は、信託銀行が金銭信託に課していた手数料を撤廃したもとで、ゼロ%以上のレートで資金を放出するインセンティブが生じた。

こうした中、無担保コール市場では、超過準備全額への+0.1%付利が適用された直後から、地銀等による積極的な資金調達の動きがみられ、無担保コールレート (O/N 物) は、マイナス圏からプラス圏にすぐに上昇し、その後も、+0.1%の付利金利をやや下回る+0.07%台後半の水準で極めて安定的に推移した (図表 24)。2024 年 7 月の政策金利の引き上げ以降も、市場の構図は変わっておらず、+0.25%の付利金利をやや下回る+0.22%台後半の水準で極めて安定的に推移している。



(図表 24) マイナス金利政策解除後の短期金利の推移

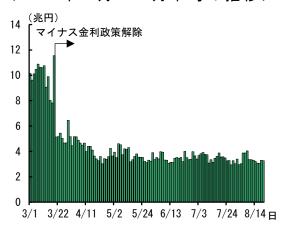
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

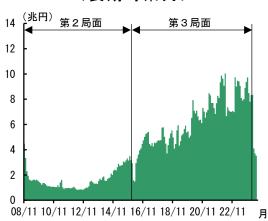
このように、無担保コール市場は、特段の混乱なく「マイナス金利」から「プラス金利」に移行したが、こうした円滑な移行には、①過去の各種の金融市場調節方針のもとでの短期金融市場の動向を踏まえ、付利先と非付利先との間で取引インセンティブが発生する枠組みが採用されたことに加えて、②3節で紹介した第3局面において、無担保コール市場の機能がしっかりと維持されたことが寄与していると考えられる。後者について言えば、わが国では、そもそも短期金融市場の

参加者の多くが付利先であるが、第 3 局面では、無担保コール市場で地銀を中心に、これまで裁定取引を手掛けてこなかった先も含めて、こうした取引を積極化するようになったことで、市場参加者の顔ぶれが多様化し、無担保コール取引の裾野が拡がった。こうした地銀等による積極的なコール調達の動きは、マイナス金利政策解除後も続いており、その結果、無担保コール市場では、付利金利をやや下回る水準で安定的に O/N 物レートが形成されている。

この間、無担保コール市場の取引残高(短資会社経由分、O/N 物)は、①三層構造が廃止されたことを受けて、マイナス金利政策下とは異なり、銀行等の政策金利残高の圧縮目的の資金放出がなくなったことで、付利先同士の取引がみられなくなったことや、②一部で、短資会社を経由しないダイレクト取引へのシフトが生じたことなどから、マイナス金利政策解除直後に減少した。もっとも、後者のダイレクト取引へのシフトの動きは、2024 年 4 月頃で概ね一巡し、5 月以降は、無担保コール(短資会社経由分、O/N 物)の取引残高は、3~4 兆円程度で安定的に推移している(図表 25)。

(図表 25) 無担保コール市場の取引残高 < 2024 年 3 月 ~ 8 月中旬の推移> <長期時系列>





(注) 短資会社経由分。O/N 物。ただし、2016 年 12 月以前は、T/N 物や S/N 物など先日付の翌日物を含む。右図は月次平残。 (出所) 日本銀行

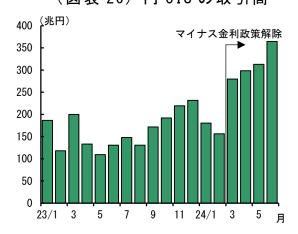
前述した通り、第3局面の後半は、日本銀行の一部の資金供給オペにかかるマクロ加算2倍措置の影響もあって、無担保コール市場の取引残高は大きく増加したが、長い目でみると、現在の3~4兆円程度の取引規模は、超過準備全額に対して+0.1%の付利がなされていた第2局面の後半の時期とほぼ同程度であり、相応の取引が行われていると

評価できる¹⁴。市場参加者をみても、地銀を中心に引き続き多様な顔ぶれによる取引が行われているほか、ダイレクト取引におけるレート形成においても、短資会社経由分の取引をもとに作成・公表されている TONA が参考とされている。このように、マイナス金利政策解除後も、短資会社経由での無担保コール取引の市場機能は維持されているほか、そうした取引から算出されている TONA は、引き続き市場における金利の実勢水準をしっかりと示していると考えられる。

(TONA を参照するデリバティブ取引の動向)

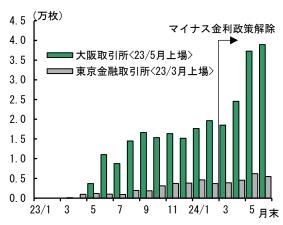
こうした中、TONA を参照するデリバティブ取引(スワップ取引や 先物取引)の動向をみると、将来的な金利上昇リスクをヘッジするニ ーズの高まり等から、円 OIS (Overnight Index Swap)の取引高や TONA3 か月金利先物(以下、「TONA 金先」)の建玉残高は、このところ増加 傾向が続いている。円 OIS の取引高(日本証券クリアリング機構にお ける債務負担金額)は、2024年6月に364兆円となり、月間の数字と しては、円 OIS が清算対象取引となった2014年11月以降で最高水準 を記録した(図表26)。TONA 金先についても、東京金融取引所と大阪 取引所に上場されている、3か月物の金利先物の建玉残高は、2023年 の上場以来の最高水準まで増加している(図表27)

(図表 26) 円 0IS の取引高



(注)取引高は、債務負担金額。 (出所)日本証券クリアリング機構

(図表 27) TONA 金先の建玉残高



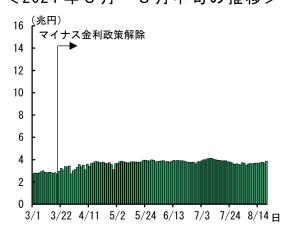
(出所) 大阪取引所、東京金融取引所

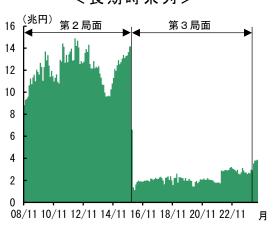
¹⁴ 本文で指摘した通り、マイナス金利政策解除後に、ダイレクト取引へのシフトが一部生じたことを踏まえると、ダイレクト取引と短資会社経由の取引の合計ベースでみた無担保コールの取引残高は、必ずしもマイナス金利政策解除後に大きく減少した訳でないとみられる。

(有担保コール市場の動向)

前述した通り、有担保コール市場は、第3局面で大きく縮小したが、マイナス金利政策解除後は、取引残高が幾分増加している(図表28)。子細にみると、資金放出サイドでは、有担保コールレートがプラス圏で推移するもとで、投信等が資金放出を再開させている。この間、資金調達サイドでは、GCレポレートの水準が少しずつ切り上がり、有担保コールレートを上回って推移する中、短資会社が、第2局面でも観察された(4節(1)を参照)、有担保コールで資金調達(債券放出)を行い、GCレポで資金運用(債券調達)を行う裁定取引に取り組み始めている。

(図表 28) 有担保コール市場の取引残高 < 2024 年 3 月 ~ 8 月中旬の推移> <長期時系列>





(注)翌日物およびターム物の合計。右図は月次平残。 (出所)日本銀行

もっとも、有担保コールレートの上昇が小幅にとどまる中、現時点では、第2局面で主たる資金放出主体であった信託銀行による余資運用の動きは然程積極化していない。また、同じく第2局面において、短資会社に次ぐ資金調達主体であった都銀は、この間、レポ取引へのシフトが進んだこともあり、足もとでは有担保コール取引を行っていない。そうしたもとで、有担保コール市場全体としては、取引残高の回復は緩やかなものにとどまっている。

(2)債券レポ市場・短国市場の動向

(GC レポ市場)

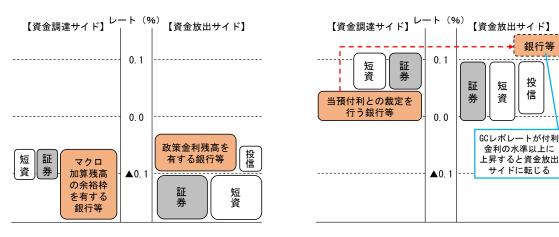
GC レポ市場における日々の資金調達・放出の状況をみると、マイナ

ス金利政策の三層構造下では、在庫ファンディングを行う証券会社や、ゼロ%付利のマクロ加算残高との裁定を行う銀行等が資金調達を行う一方、債券調達が必要な証券会社や、政策金利残高を有する銀行等が資金放出を行う構図となっていた。マイナス金利政策解除後は、在庫ファンディングを行う証券会社や、超過準備に対する+0.1%付利との裁定を行う銀行等が資金調達を行う一方、資金放出側では、銀行等による政策金利残高の圧縮目的の放出がなくなったことで、債券調達が必要な証券会社や余資運用を行う投信等の資金放出が中心となり、構図に変化が生じた(図表 29)。

(図表 29) GC レポ市場の構図

<マイナス金利の三層構造下>

<マイナス金利政策解除後>



こうしたもとで、マイナス金利政策解除後の GC レポレート(T/N 物)をみると、それ以前の $\triangle 0.1$ %程度から水準を切り上げ、プラス圏まで上昇したものの、2024 年 3 月末にかけては、年度末要因等もあって、小幅なプラスの水準にとどまっていた(前掲図表 24)。4 月入り後は、国債等の発行入札を経て、証券会社の在庫ファンディングニーズが高まるとともに、都銀等がレート目線を引き上げて資金調達を実施したことから、GC レポレートは徐々に切り上がり、無担保コールレートとのスプレッドは、第 3 局面と比べて縮小した。なお、証券会社の在庫が膨らむタイミング等では、一時的にレポレートが+0.1%付利の水準を上回る場面もみられたものの、そのタイミングでは、都銀等の付利先が+0.1%付利を若干上回る水準で資金放出を積極化させたことから、GC レポレートが+0.1%を上抜けた状態が続くといったことは生じなかった。

このように、GC レポレートは、証券会社の在庫ファンディング需要の多寡によって水準が相応に振れているものの、レートが低下した場

合には都銀等が資金調達を積極化させているほか¹⁵、レートが付利金利を上回った場合には都銀等が資金放出を積極化させており、都銀等の資金調達と放出の目線がレートの下限と上限を規定するもとで、概ねその範囲内で推移している。こうしたレート形成の構図は、2024年7月の政策金利引き上げ以降も特段変わっていない。

(短国市場)

短国市場についても、マイナス金利政策解除後は、3か月物・6か月物・1年物のレートは、いずれも概ねプラス圏で安定的に推移している。期間別にみると、特に3か月物は、①ドル調達プレミアムが存在する中、海外勢による為替・通貨スワップ取引(ドル投円転)見合いで投資ニーズがみられているほか、②国内の銀行勢においても、担保目的の根強い投資ニーズがみられており、2024年7月の政策金利引き上げ以降も含め、付利金利を幾分下回る水準で推移している(前掲図表24)。

この間、①2024 年 3 月の「金融政策の枠組みの見直し」において、貸出増加支援資金供給等の長期の資金供給オペの仕組みが変わったことや¹⁶、②2024 年 7 月の金融政策決定会合で、貸出増加支援資金供給の変動金利貸付化が決定されたことで、今後は、国内の銀行勢の担保としての短国需要が減少する可能性がある。

なお、第 1 局面の量的緩和終了後の政策金利の引き上げ局面では、3 か月物の短国レートは、先行きの利上げを織り込む形で、無担保コールレートや GC レポレートよりも早いタイミングで上昇していた(前掲図表 15)。他方、マイナス金利政策解除後の短国レートの上昇は、先々の利上げ期待がある中にあっても、当時の利上げ局面と比較して緩やかであり、国内外の投資家の根強い需要が窺われる。

-

¹⁵ なお、2024 年 6 月末には、決算期末を意識して資金調達を控える動きもあり、GC レポレートが一時的に大きく低下する場面がみられた。

¹⁶ 具体的には、例えば貸出増加支援資金供給は、貸付利率を+0.1%(従前はゼロ%)、貸付期間を1年(従前は4年)として実施することになり、貸出増加額と同額(従前は2倍)までの資金供給を受けられる仕組みとなった。

6. おわりに

超過準備下の短期金融市場の動向を振り返ると、補完当座預金制度が存在せず、超過準備への付利がゼロ%であった第 1 局面は、短期金融市場における取引インセンティブが失われ、無担保コール市場の機能度が大きく低下した。もっとも、その後、補完当座預金制度が導入され、短期金融市場における取引インセンティブが発生すると、無担保コール市場では、付利先と非付利先との間で取引が回復し、第 2 局面以降、無担保コール市場の機能度は徐々に回復した。その後、第 3 局面のマイナス金利政策下においても、市場機能はしっかりと維持された。この間、GC レポ市場においても、レート形成や取引主体の顔ぶれ・取引量といった点で、市場機能はしっかりと維持されてきた。

2024年3月に「金融政策の枠組みの見直し」が決定され、マイナス金利政策が解除されると、短期金融市場は、「マイナス金利」から「プラス金利」の世界にスムーズに移行したが、これには、その直前の第3局面で、無担保コール市場の顔ぶれが多様化し、取引ネットワークが拡大するなど、短期金融市場の機能度がしっかりと維持されたことが寄与している。

今後を展望すると、①「金利のある世界」が定着していく中で、短期金融市場におけるレート形成や取引動向がどういう形になっていくか、②2024年7月の決定に沿って、日本銀行による国債買入れの減額が進捗した場合に、国債需給がどの程度緩和され、GC レポ市場や短国市場のレート形成等にどのような影響が生じるのか、といった点は注視していく必要がある。いずれにしても、日本銀行が短期金利の操作を主たる政策手段としたことに加え、TONA が金利指標として担う近年の役割を踏まえると、短期金融市場の機能がしっかりと維持されることは、これまで以上に重要と考えられる。そうした観点で、日本銀行では、短期金融市場のレート形成や取引動向を今後とも丁寧にフォローし、短期金融市場の機能度に目配りする方針である。

以 上

【参考文献】

- 黒田 東彦 [2016]、「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』への疑問に答える」、読売国際経済懇話会における講演.
- 白川 方明 [2008]、「短期金融市場の機能度と中央銀行の金融調節」、 金融調節に関する懇談会における挨拶.
- 日本銀行金融市場局 [2023]、「わが国短期金融市場の動向―東京短期金融市場サーベイ (23/8 月) の結果―」.
- 日本銀行金融市場局[2024]、「2023年度の金融市場調節」.
- リスク・フリー・レートに関する勉強会 [2016]、「日本円のリスク・フリー・レートの特定に関する報告書」.