



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

2016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（16/8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、2013 年より毎年実施することとしており、本年 8 月、第 7 回目となる調査を実施した(調査基準時点は本年 7 月末)。

今回のサーベイは、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 300 先と、オペレーション対象先の増加を背景に昨年(2015 年 8 月)の 298 先から増加している(回答率 100%)。

日本銀行金融市場局は、今回のサーベイ結果を短期金融市場の動向把握のために有効に活用していくとともに、「債券市場サーベイ」なども併せ用いながら、金融市場の状況や構造変化の包括的かつ多面的な把握に努めていく考えである。また、「市場調節に関する懇談会」や、「債券市場参加者会合」などの機会も活用しつつ、市場参加者の方々と対話を重ねながら、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と考えている。

(「東京短期金融市場サーベイ」の対象先)

	前回 (2015 年 8 月)	今回 (2016 年 8 月)
対象先数	298	300
オペレーション対象先	268	273

(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】

短期金融市場の取引残高は、資金調達残高・資金運用残高とも、前年と比べて減少した<sup>(注)</sup>。もっとも、資金調達残高は、引き続き09年～13年を上回る高めの水準となった。

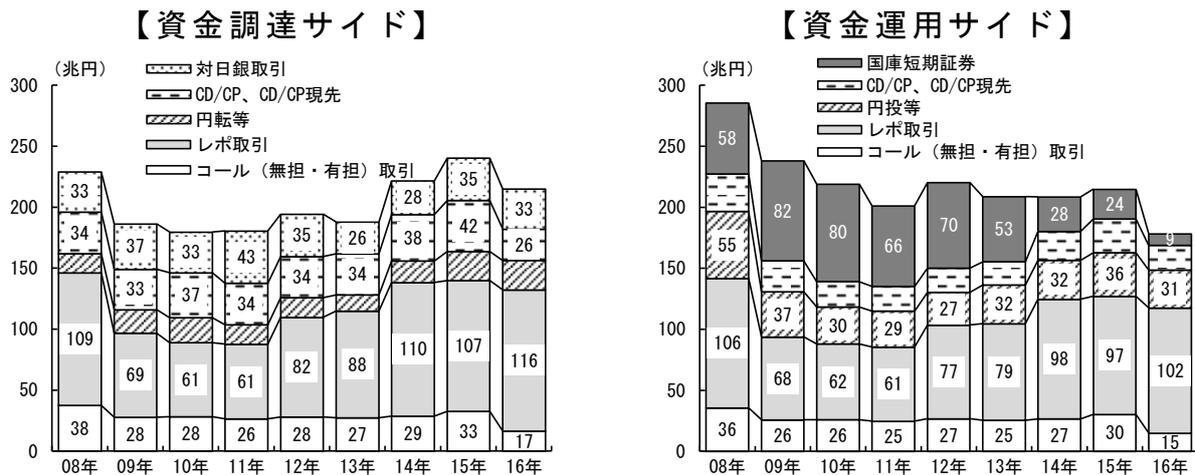
取引残高が減少した背景として、資金調達サイドをみると、短期金融市場における金利のマイナス化を受けて、有担保コール取引を中心にコール市場の取引が減少したほか、プラス金利での資金運用が難しい中で、発行金利が0%近傍で推移しているCD/CPでの資金調達が減少したことが要因として挙げられる。資金運用サイドをみると、コール取引の減少に加え、国庫短期証券での運用が減少した。

一方で、レポ取引については、GCレポ取引が、コール取引の代替として機能したほか、日銀当座預金のマクロ加算残高や基礎残高の余裕枠との間の裁定取引において選好されたことなどから、市場規模を拡大した。

短期金融市場の機能度については、市場金利のマイナス化や、希望する取引額での取引が難しくなっていることなどを背景に、「低下した」との回答が6割程度に増加した。一方で、日銀当座預金のマクロ加算残高や基礎残高の余裕枠を用いた新たな裁定取引が増加していることを受けて、「改善した」との回答も増加して1割程度となった。

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



(注) 運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約（非居住者等は調査対象外）、調達・運用の片側のみに計上される取引種類（対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上）が存在することによる。

## 1. 無担保コール取引は小幅に減少

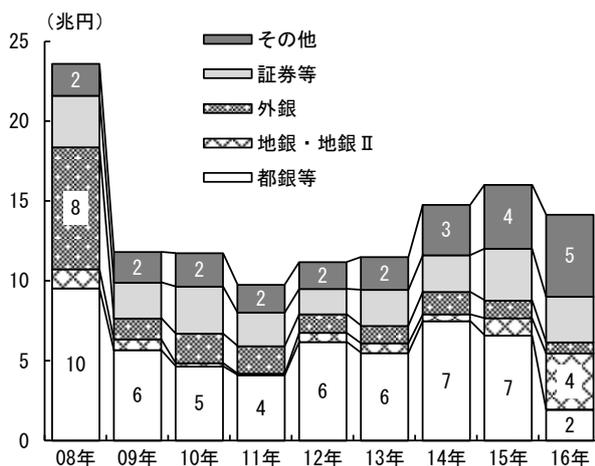
無担保コール市場の取引残高は、前年と比べて小幅に減少した。

背景としては、都銀等が日銀当座預金における政策金利残高を発生させないよう資金調達を抑制したことや、金融機関によってはマイナス金利での無担保コール取引にシステム上の制約が存在することが指摘された。また、生損保等が、金利のマイナス化を受けて無担保コールでの運用を取り止めたとの指摘も聞かれた。

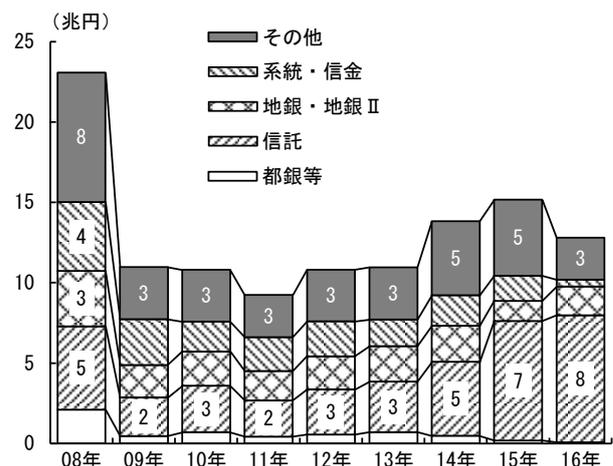
一方で、資金調達サイドでは、マクロ加算残高や基礎残高に余裕のある地銀・地銀Ⅱ等がマイナス金利で調達した資金を日銀当座預金に積む裁定取引を開始したこと、資金運用サイドでは、信託のうち投資信託が4月中旬にマイナス金利での資金放出を増加させたことから、取引残高の減少幅は小幅なものにとどまったとの指摘もあった。

### ▽無担保コール市場の取引残高

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



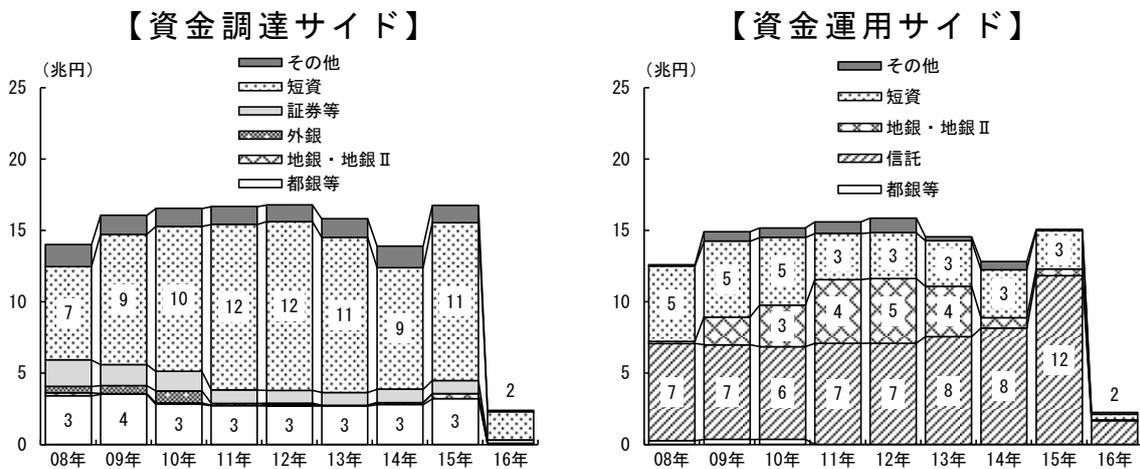
## 2. 有担保コール取引は大幅に減少

有担保コール市場の取引残高は、前年と比べて大幅に減少した。

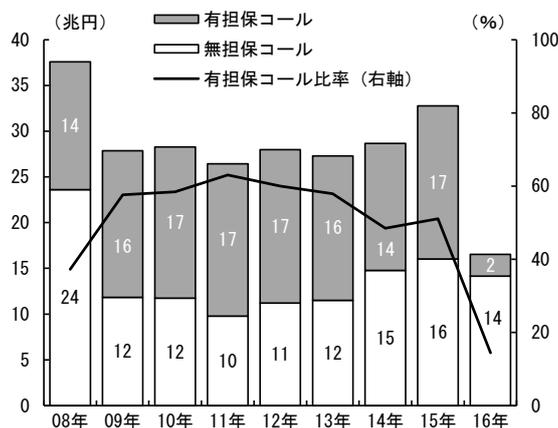
取引主体別にみると、これまで有担保コール取引の大半を占めていた、信託銀行・投資信託を出し手、短資会社を取り手とする取引が大幅に減少した。すなわち、これまでは、短資会社がGCレポで調達した債券を担保に、信託銀行・投資信託から有担保コールで資金調達することで、信託銀行・投資信託の資金運用ニーズの受け皿となってきた。しかし、マイナス金利政策のもとで、GCレポのレートがマイナス圏に低下したことで、短資会社は、信託銀行・投資信託が求めるプラスの利回り水準では、有担保コール取引での資金運用に応じることが難しくなった。

以上に加えて、無担保コール取引と同様の理由により、都銀等の調達がほぼ皆減となった。

### ▽有担保コール市場の取引残高



### ▽コール市場の取引残高と有担保コール比率



### 3. CD/CP、国庫短期証券取引の減少

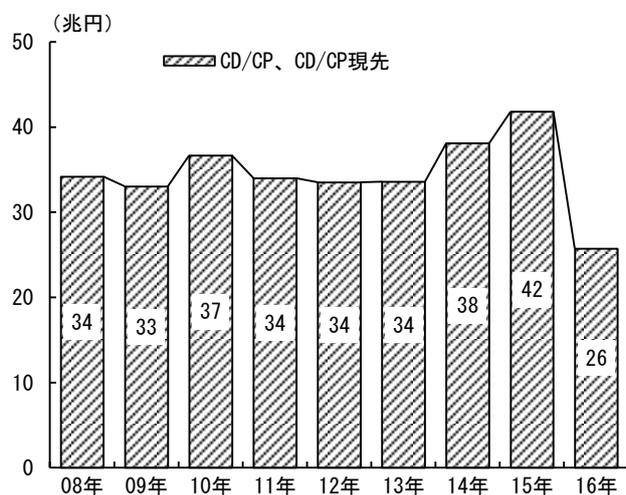
CD/CP 取引の残高および国庫短期証券による資金運用残高は、前年と比べて減少した。

CD/CP については、プラス金利での資金運用が難しい中で、日銀当座預金の積み上がりによるマイナス金利の適用を回避するために、発行金利が0%近傍で推移している CD/CP での資金調達を減少させたことが背景として聞かれた。

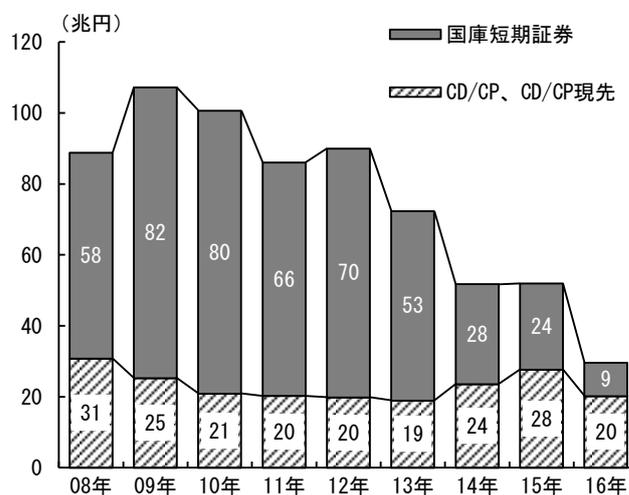
国庫短期証券については、海外投資家からの需要や、日本銀行による買入に伴い、利回りが日銀当座預金の政策金利残高部分に適用されている▲0.1%を下回って推移する中、国内投資家からの需要が減少したとの声が聞かれた。

#### ▽CD/CP、国庫短期証券取引の残高

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】

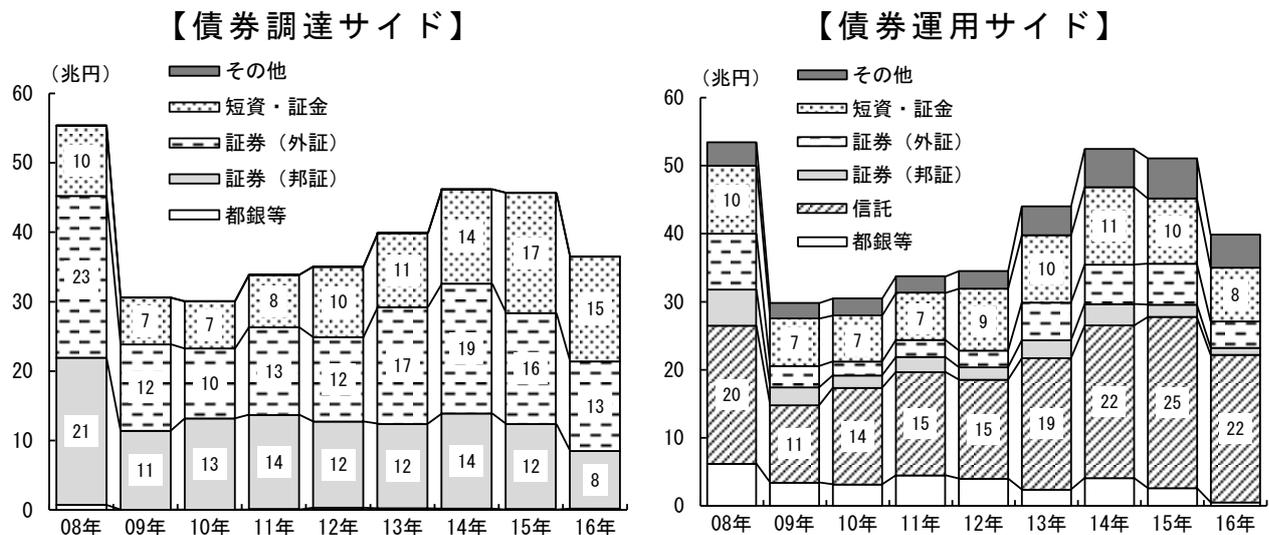


## 4. SC レポ取引は減少

レポ市場<sup>1</sup>の取引のうち、SC レポ<sup>2</sup>取引の残高は、前年と比べて減少した。

背景としては、日本銀行による国債買入れの進捗などにより国債の需給がタイト化する中、主要な債券調達主体である証券会社等が、現物のショート・ポジション形成を抑制したことから、ショート・カバーを行うためにSCレポで債券を調達する取引のニーズが減少したことが指摘された。

### ▽SC 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> Special Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を指定して行うレポ取引。

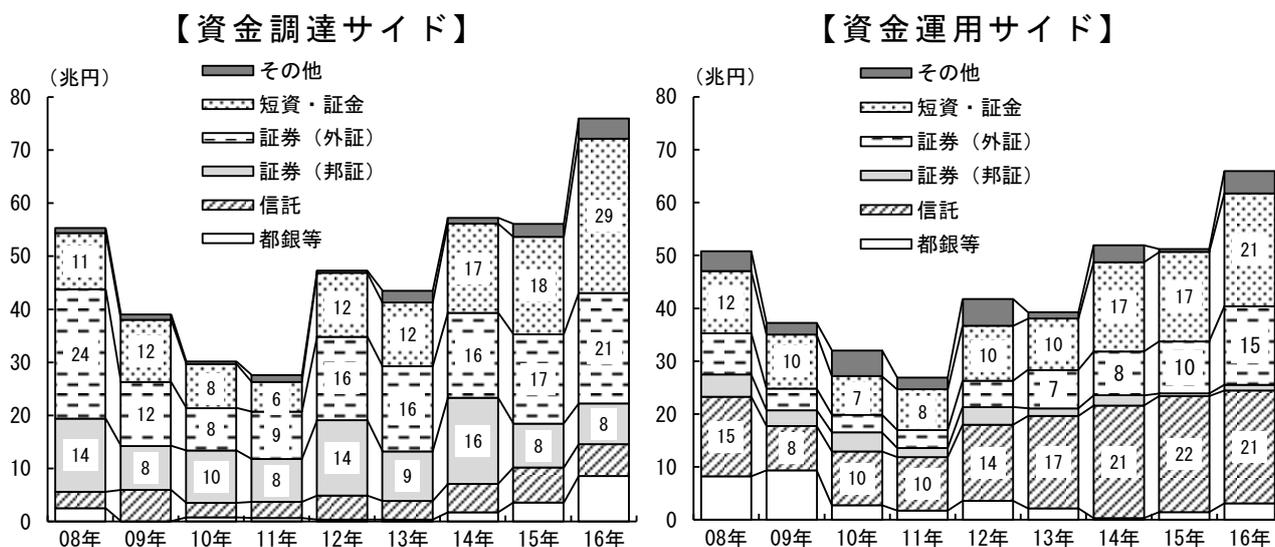
## 5. GC レポ取引は大幅に増加

一方、GC レポ<sup>3</sup>取引の残高は、前年と比べて大幅に増加した。

マイナス金利での無担保コール取引にシステム上の制約がある先が、代替手段としてGC レポでの取引を増加させた<sup>4</sup>こと、日銀当座預金のマクロ加算残高や基礎残高の余裕枠との間で裁定取引を行うに当たって、コール市場よりもレートのマイナス幅が大きいGC レポでの資金調達が好まれたこと、政策金利残高を有する主体の運用手段としても、コール市場に比べて大きなロットでの資金運用が可能なGC レポが選好されたことが要因として指摘された。

加えて、ドル調達プレミアムの拡大を受けて、非居住者による円転 - GC レポ間のスプレッド取引<sup>5</sup>が増加しており、この受け皿となる外証等の取引が増加しているとの声も聞かれた。

### ▽GC レポ市場の取引残高



<sup>3</sup> General Collateral レポ。担保となる債券の銘柄を指定せずに行うレポ取引。

<sup>4</sup> レポ取引については、追加的なシステム対応を必要としない金融機関が多かった。

<sup>5</sup> 非居住者が保有しているドル建て資産を円転した上で、調達した円貨をGC レポで運用する取引。GC レポの運用金利がマイナスのもとでも、円転による調達金利のマイナス幅がそれより大きければ、両者の鞘を稼ぐことができる。

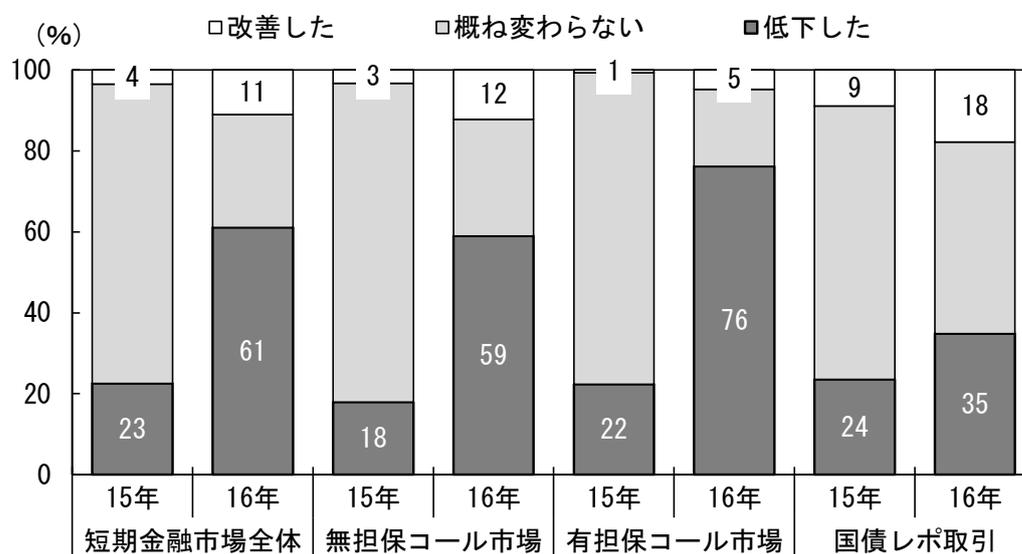
## 6. 短期金融市場の機能度に関する市場参加者の見方

短期金融市場全体の機能度については、「低下した」との回答が6割程度に増加した。背景としては、市場金利のマイナス化や、コール市場を中心に希望する取引額での取引が難しくなっていることなどが指摘された。

取引種類別にみると、コール市場について、機能度が「低下した」との回答が大幅に増加した。もともと、国債レポ取引については、取引残高が増加していることもあり、機能度が「低下した」との回答の増加は小幅にとどまった。

一方で、短期金融市場全体の機能度が「改善した」との回答も増加して1割程度となっている。背景としては、日銀当座預金のマクロ加算残高や基礎残高の余裕枠を用いた新たな裁定取引が増加していることを指摘する声が聞かれた。

### ▽短期金融市場取引に係る市場参加者の機能度の評価



## 【BOX】 マイナス金利政策のもとでの短期金融市場

マイナス金利政策の導入により、短期金融市場には様々な変化がみられている。そうした変化のうち、以下では、①システム面での制約、②日銀当座預金の3層構造、が短期金融市場に与えた影響について述べる。

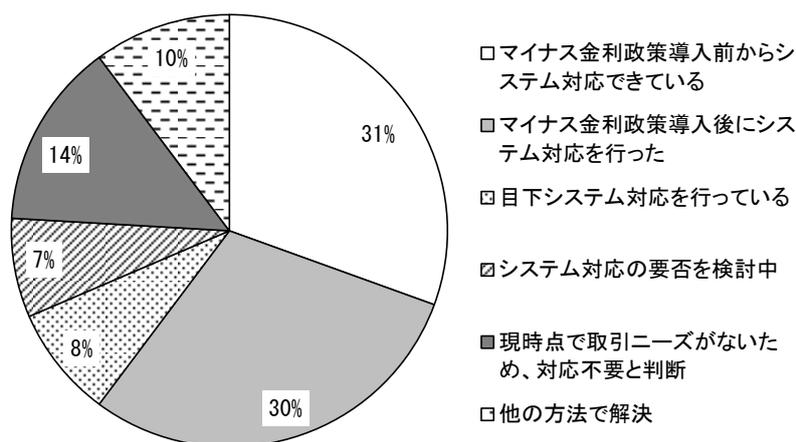
### (システム面での制約)

既述のとおり（本文1. および2.）、コール取引については、マイナス金利での取引を行うことに関するシステム面での制約が、残高減少の背景の一つとして指摘された<sup>6</sup>。

この点について、無担保コール市場におけるマイナス金利へのシステム対応状況に関するアンケート結果をみると、マイナス金利政策導入当初からシステム対応ができていた先は、約3割のみであった。もっとも、その後、約3割の先がシステム対応を行った結果、当サーベイの回答時点（2016年7月末）では、約6割の先が対応済となっている。また、残りの先についても、1割弱の先が対応中としている。

今後のコール市場の動向については、こうしたシステム対応の進捗状況も含めて見ていく必要がある。

### ▽無担保コール市場におけるマイナス金利へのシステム対応状況<sup>7</sup>



<sup>6</sup> なお、レポ取引については、追加的なシステム対応を必要としない金融機関が多かった。

<sup>7</sup> 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

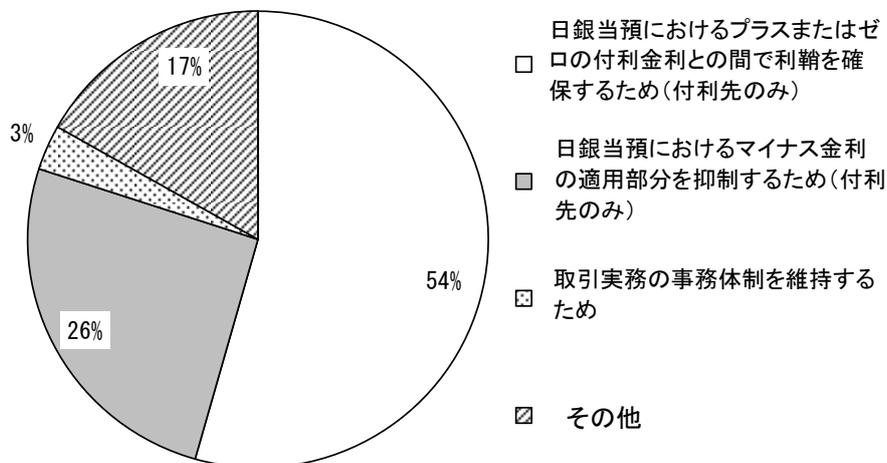
### (日銀当座預金の3層構造)

マイナス金利政策のもとで、日銀当座預金が3層構造となったことは、短期金融市場で新たな裁定取引の機会を生じさせた。

すなわち、3層構造のもとでは、政策金利残高を有する先と、マクロ加算残高や基礎残高の余裕枠のある先との間で、マイナス金利であっても取引を行う動機が生じる。政策金利残高を有する先にとっては、運用金利のマイナス幅が政策金利残高の適用金利▲0.1%よりも小さければ、運用するインセンティブがある。一方、マクロ加算残高や基礎残高の余裕枠のある先にとっては、それぞれの適用金利である0%または+0.1%よりも低い金利で調達できれば、調達した資金を日銀当座預金に積むことで利鞘が得られる。

下記のアンケート結果は、実際に、こうした動機から取引が行われていることを示している。

#### ▽無担保コール市場におけるマイナス金利取引の目的<sup>8</sup>



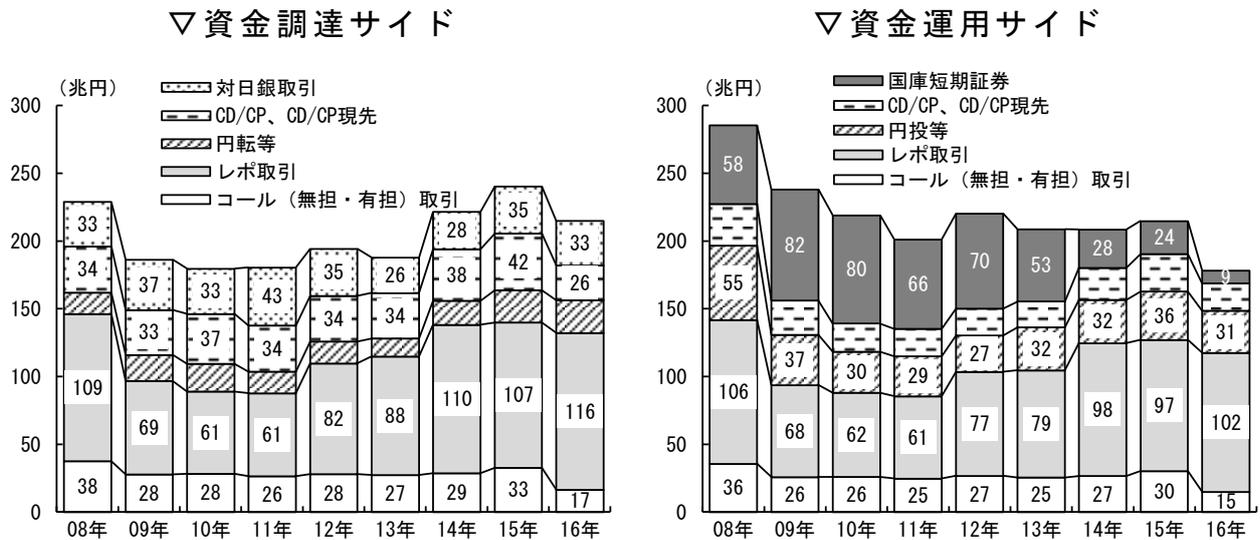
また、既述のとおり(本文6.)、短期金融市場の機能度について、「改善した」との回答が小幅に増加したのも、上述の裁定取引により新たな収益機会が生じたことが背景にあるとみられる。

<sup>8</sup> 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

## 【図表編・目次】

図表 1	短期金融市場の取引残高	12
図表 2	短期金融市場の業態別取引残高	12
図表 3	付利先・非付利先の資金運用残高	13
図表 4	コール市場の取引残高と有担保コール比率	13
図表 5	無担保コール市場の取引残高	14
図表 6	無担保コール市場の取引残高と D D 取引比率	14
図表 7	無担保コール取引のターム別残高	15
図表 8	クレジットライン設定数の推移	15
図表 9	有担保コール市場の取引残高	16
図表 10	有担保コール取引のターム別残高	16
図表 11	コール取引の約定頻度	17
図表 12	コール取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア	17
図表 13	レポ市場の取引残高	18
図表 14	G C レポ市場の取引残高	19
図表 15	G C レポ取引のターム別残高	19
図表 16	G C レポ取引の約定日別残高	20
図表 17	S C レポ市場の取引残高	21
図表 18	S C レポ取引のターム別残高	21
図表 19	レポ取引の約定頻度	22
図表 20	レポ取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア	22
図表 21	レポ取引の担保債券別残高シェア	23
図表 22	運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高	23
図表 23	レポ取引の担保債券の残存期間別残高	24
図表 24	レポ取引の契約形態別残高シェア	24
図表 25	業態別 C P 保有残高	25
図表 26	海外との円資金取引残高	25
図表 27	円 O I S 取引の状況	26
図表 28	現金担保付株券等貸借取引の残高	27
図表 29	裁定取引のスタンス	28
図表 30	日銀当座預金の運用スタンス	28
図表 31	無担保コール市場における金融機関の対応状況	29
図表 32	無担保コール市場におけるマイナス金利取引の目的	30
図表 33	諸課題への取り組み状況	31
図表 34	事務体制の変化	32
図表 35	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方	33
図表 36	各市場の取引集中度	35

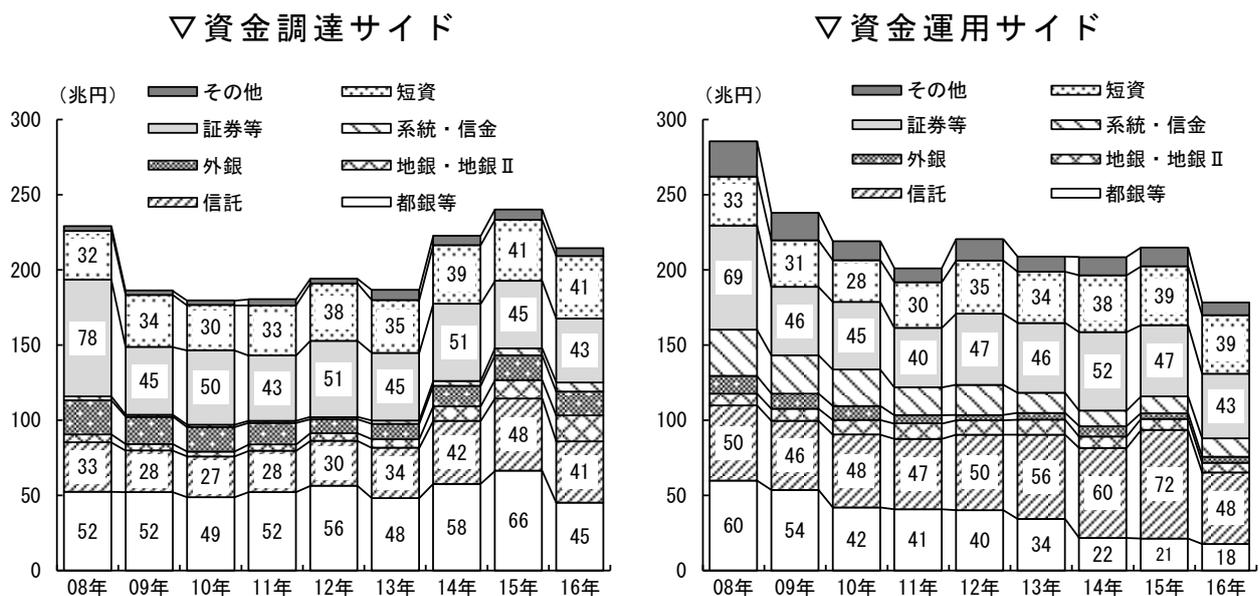
図表 1 短期金融市場の取引残高



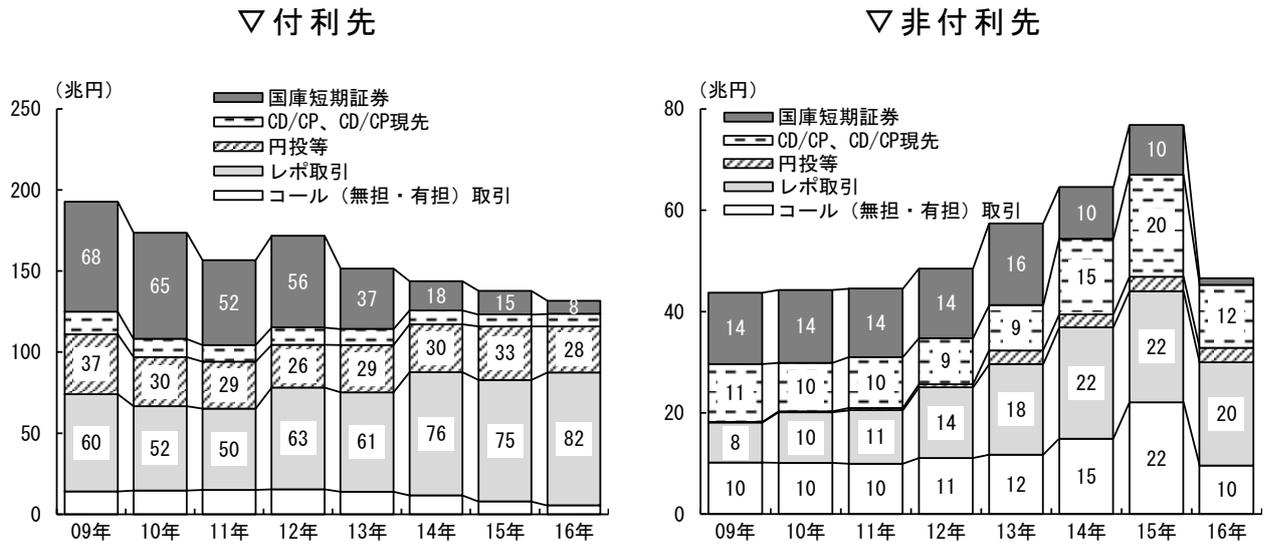
(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびグループ外 DD 取引の合計。なお、短資会社経由の取引データは、日本銀行「コール市場残高」ベース(以下同じ)。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP 買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給および補完貸付を指す。

運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約(非居住者等は調査対象外)、調達・運用の片側のみに計上される取引種類(対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上)が存在することによる。

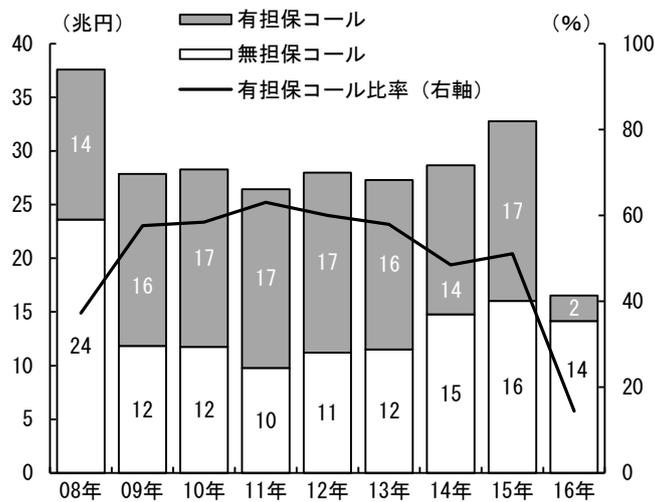
図表 2 短期金融市場の業態別取引残高



図表3 付利先・非付利先の資金運用残高

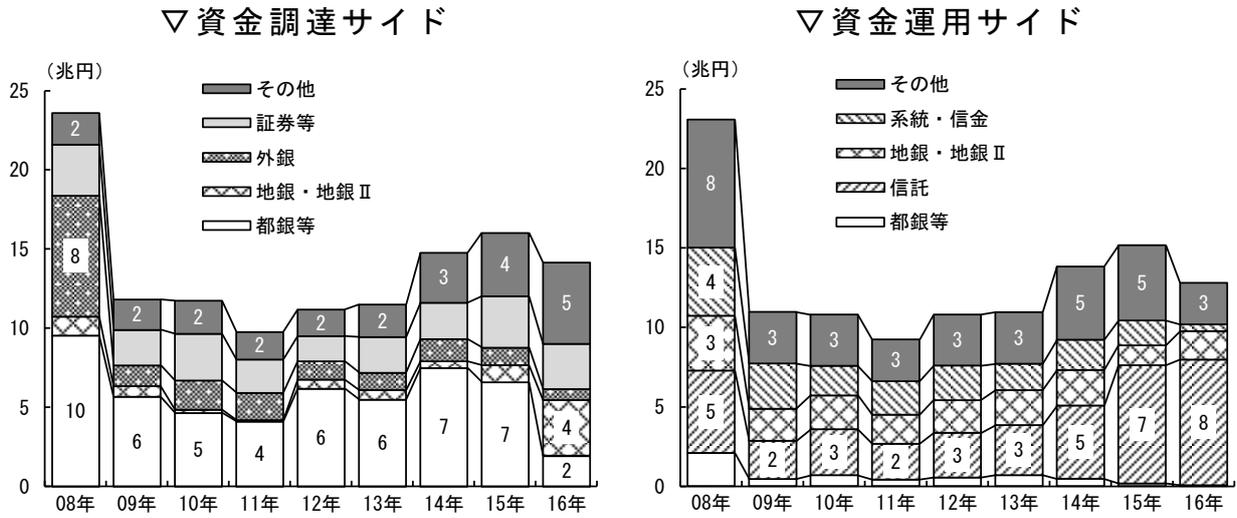


図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

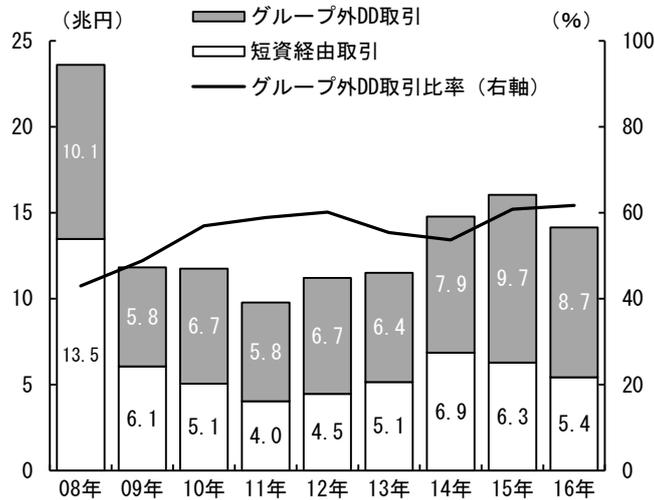


(注) 資金調達サイド。

図表5 無担保コール市場の取引残高



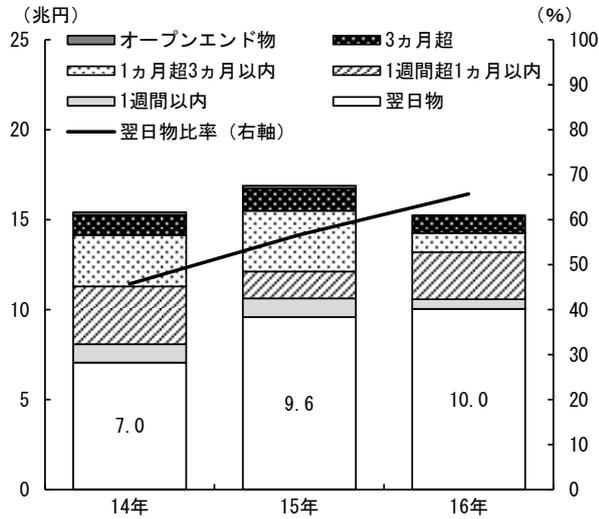
図表6 無担保コール市場の取引残高とDD取引比率



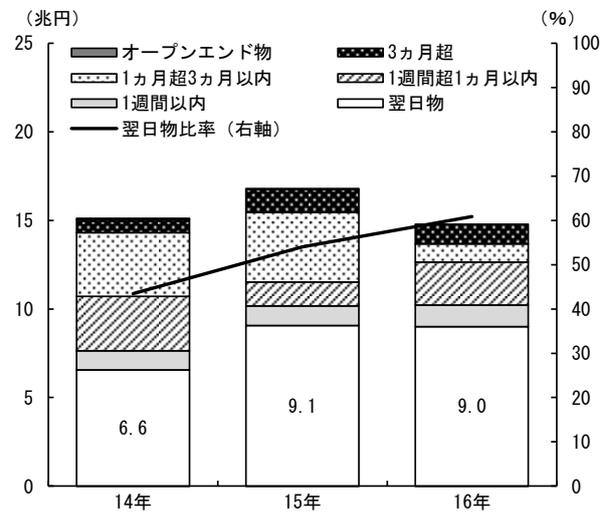
(注) 資金調達サイド。

図表7 無担保コール取引のターム別残高

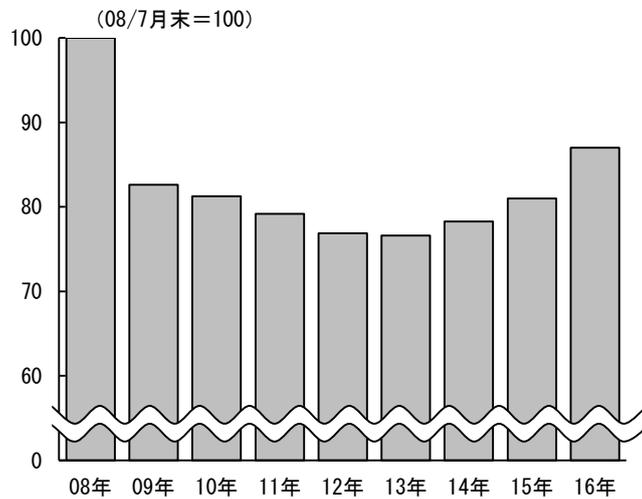
▽資金調達サイド



▽資金運用サイド



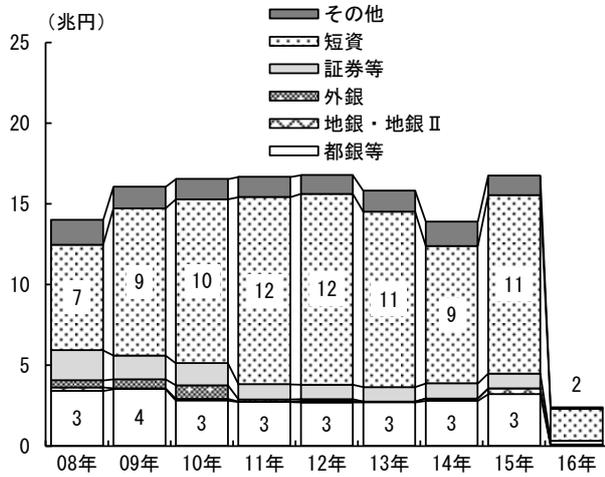
図表8 クレジットライン設定数の推移



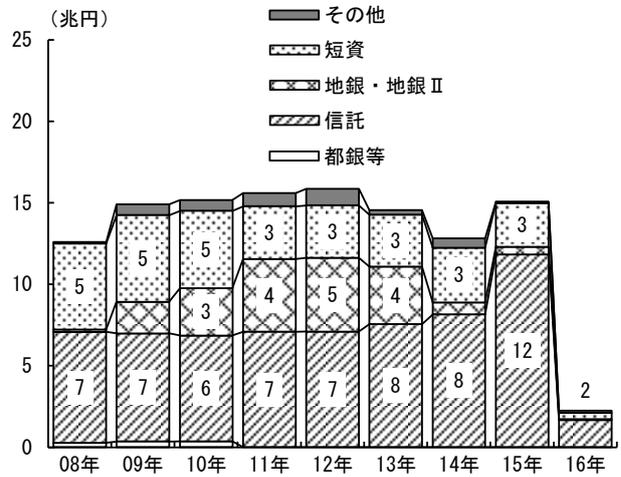
(注) 短期金融市場の無担保取引（無担保コール、ユーロ円など）での、円資金運用のためのクレジットライン設定先数。対象は、08～16年の全てでクレジットライン設定数が確認できる先。合併等の影響は調整済。

図表9 有担保コール市場の取引残高

▽資金調達サイド

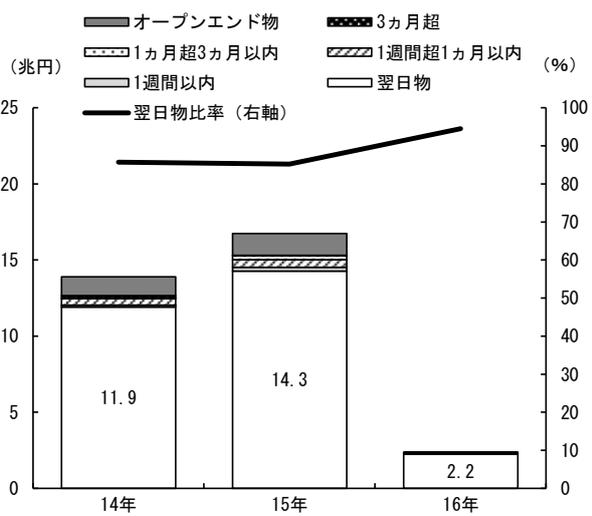


▽資金運用サイド

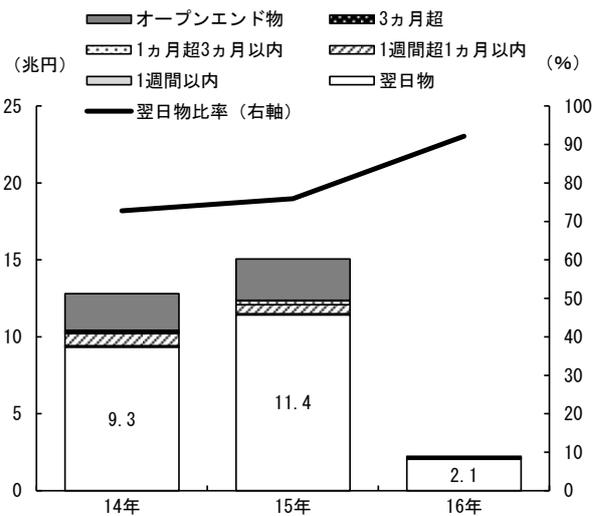


図表10 有担保コール取引のターム別残高

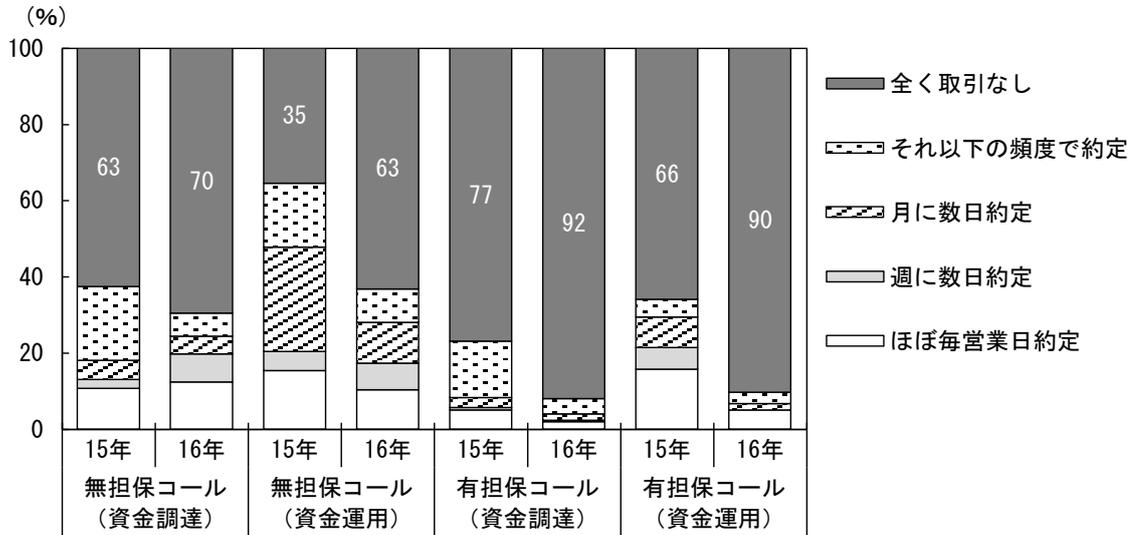
▽資金調達サイド



▽資金運用サイド

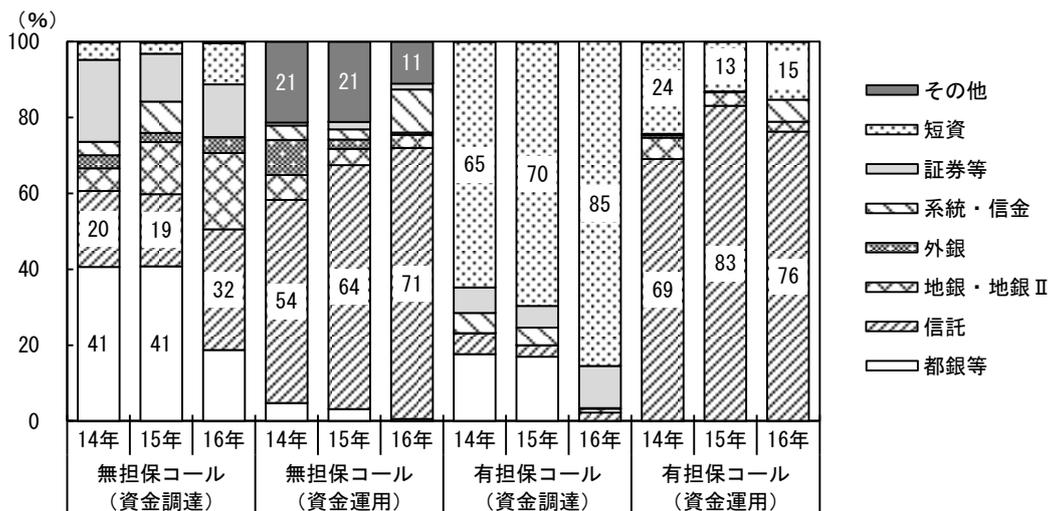


図表 11 コール取引の約定頻度



(注) 対象は、15年および16年の両方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。

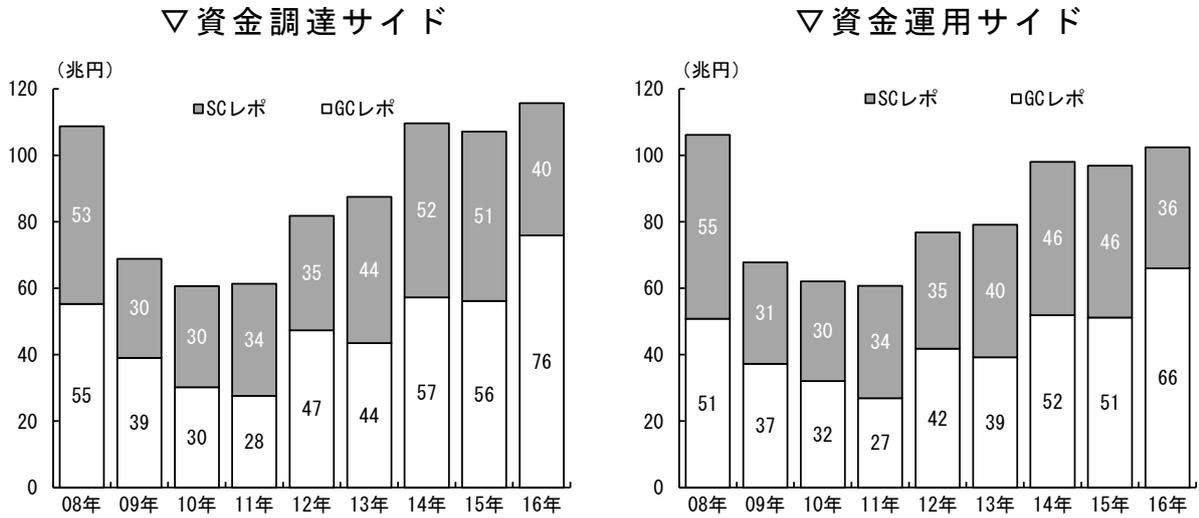
図表 12 コール取引の新規成約高 (取引高) の業態別シェア



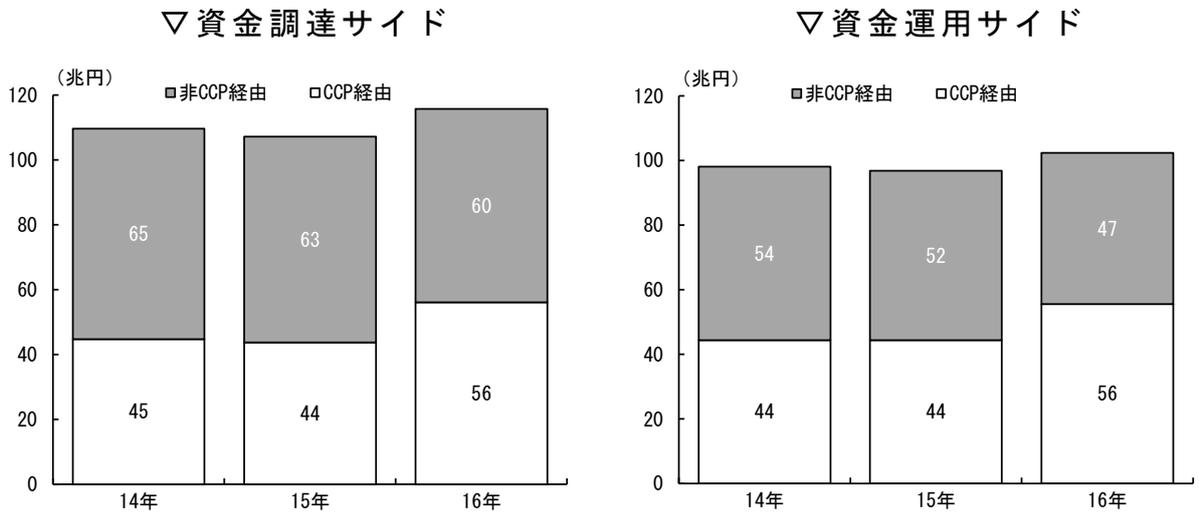
(注) 対象は、調査年7月中に約定された取引。

図表 13 レポ市場の取引残高

<取引の種類別>



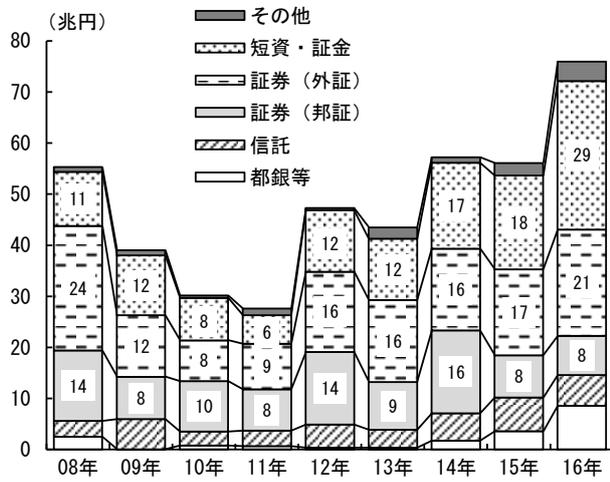
<CCP 経由<sup>(注)</sup>・非 CCP 経由別>



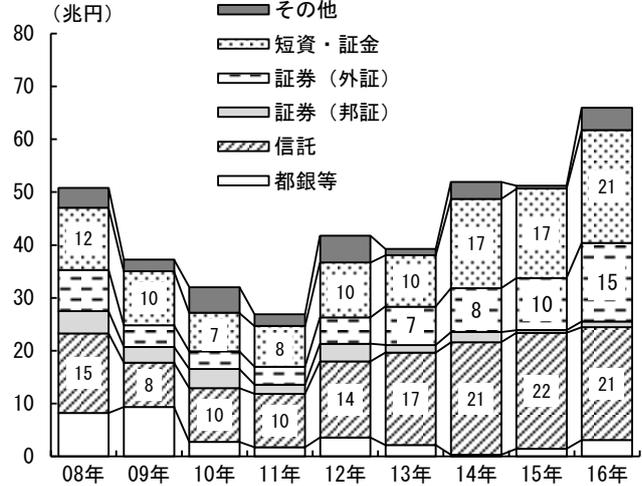
(注) 日本証券クリアリング機構を経由した取引。

図表 14 GC レポ市場の取引残高

▽ 資金調達サイド

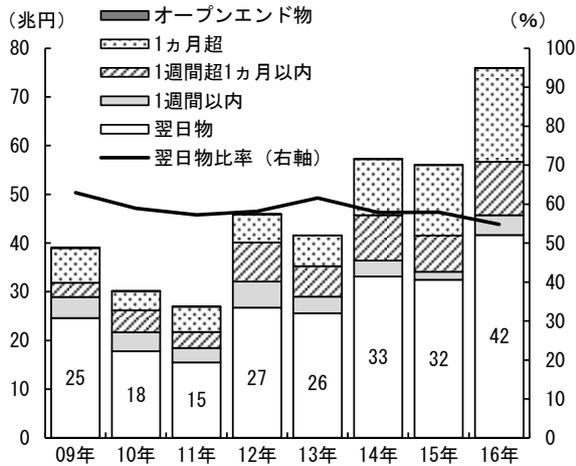


▽ 資金運用サイド

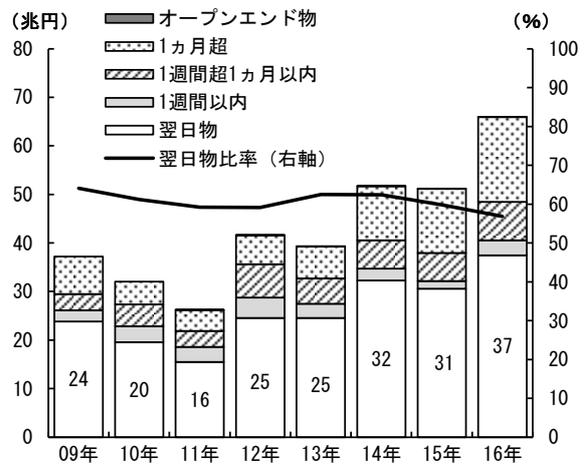


図表 15 GC レポ取引のターム別残高

▽ 資金調達サイド



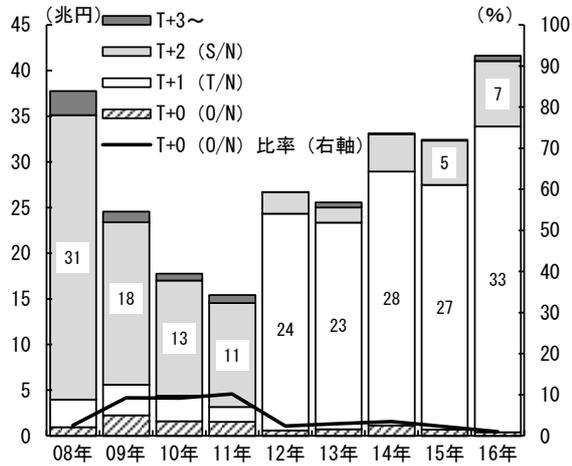
▽ 資金運用サイド



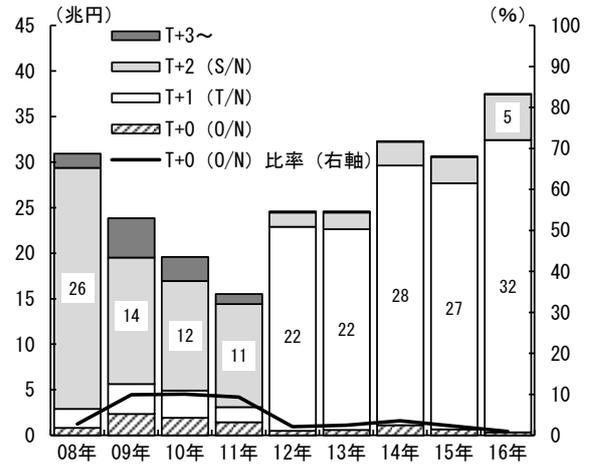
図表 16 GC レポ取引の約定日別残高

<翌日物>

▽ 資金調達サイド

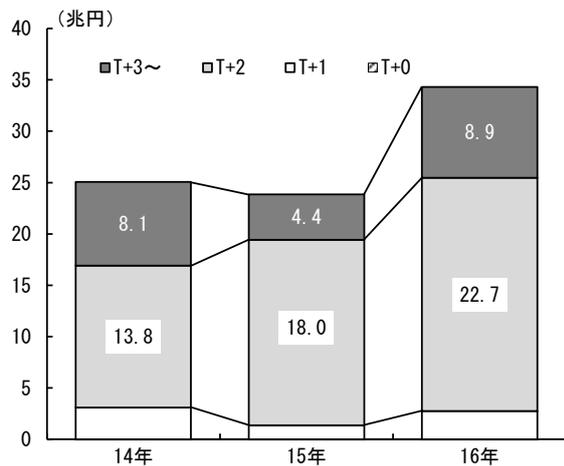


▽ 資金運用サイド

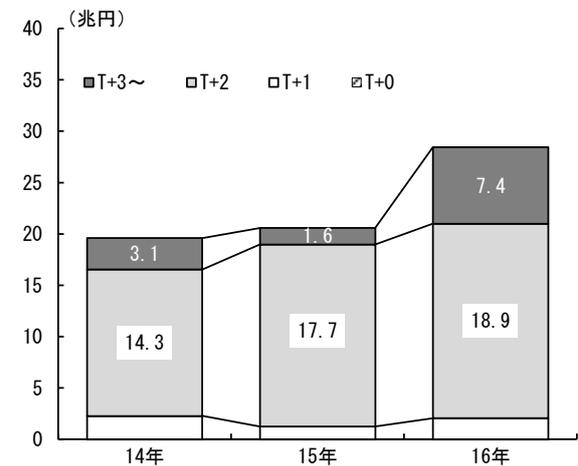


<ターム物>

▽ 資金調達サイド

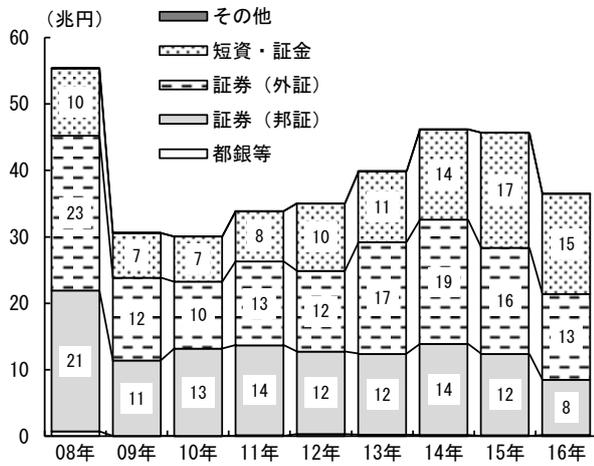


▽ 資金運用サイド

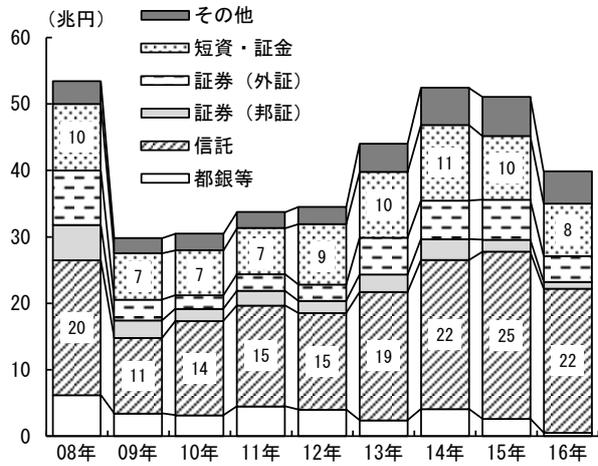


図表 17 SCレポ市場の取引残高

▽債券調達サイド

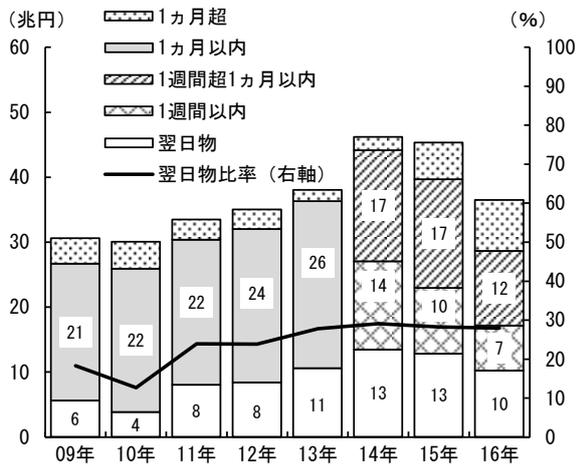


▽債券運用サイド

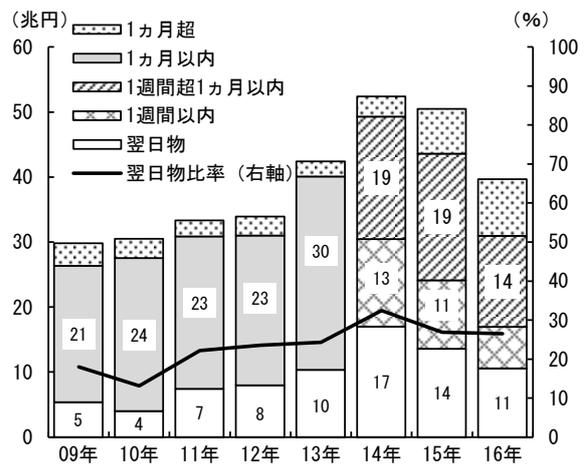


図表 18 SCレポ取引のターム別残高

▽債券調達サイド

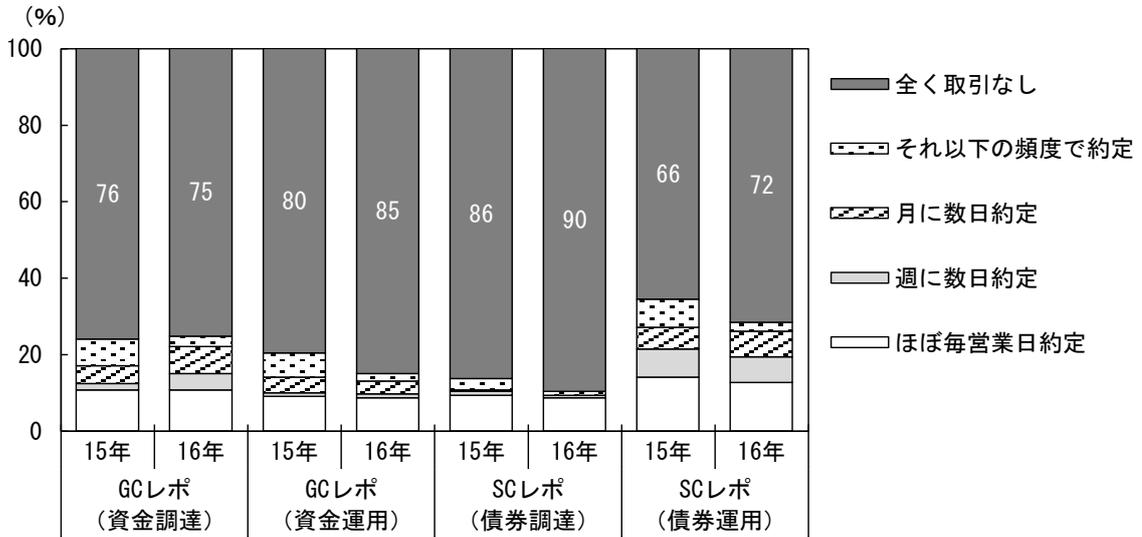


▽債券運用サイド



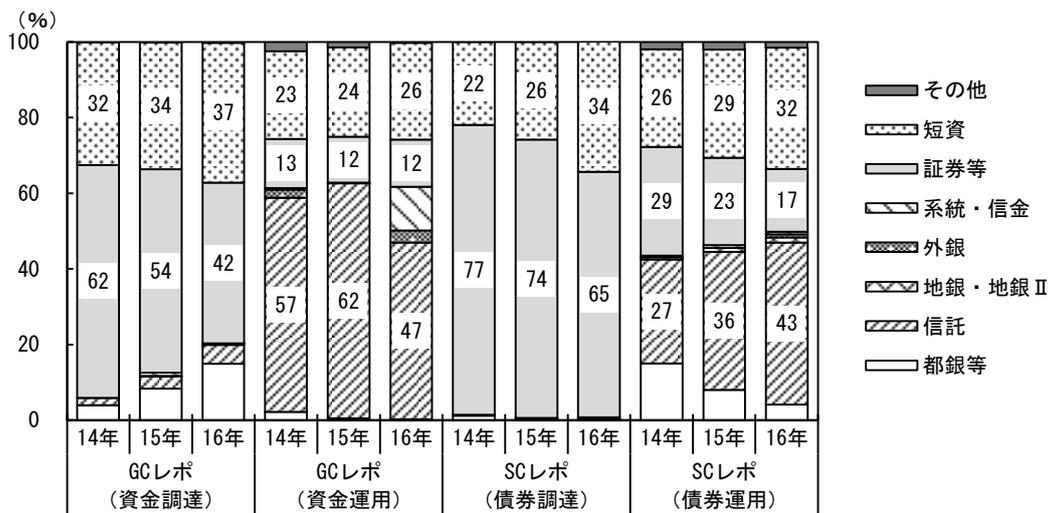
(注) 14年より、調査項目「1ヵ月以内」を「1週間以内」と「1週間超1ヵ月以内」に細分化。

図表 19 レポ取引の約定頻度



(注) 対象は、15年および16年の両方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。

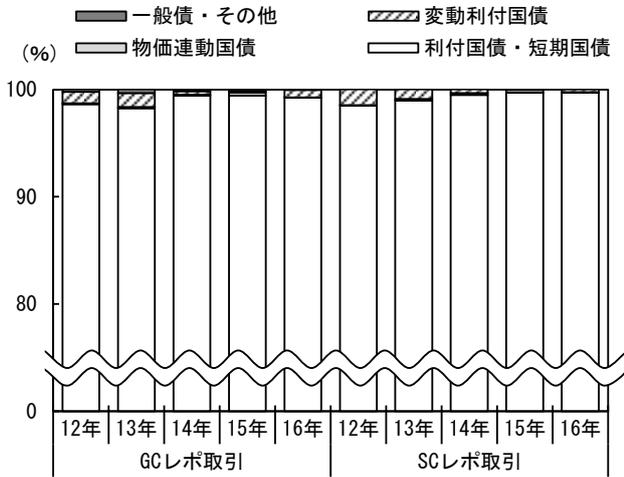
図表 20 レポ取引の新規成約高（取引高）の業態別シェア



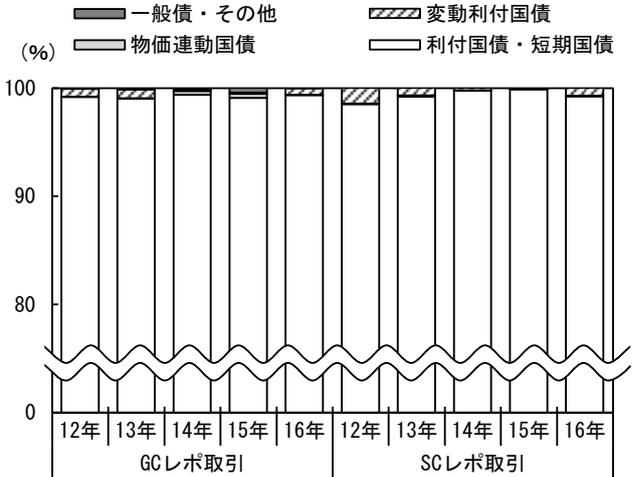
(注) 対象は、調査年7月中に約定された取引。

図表 21 レポ取引の担保債券別残高シェア

▽債券調達サイド

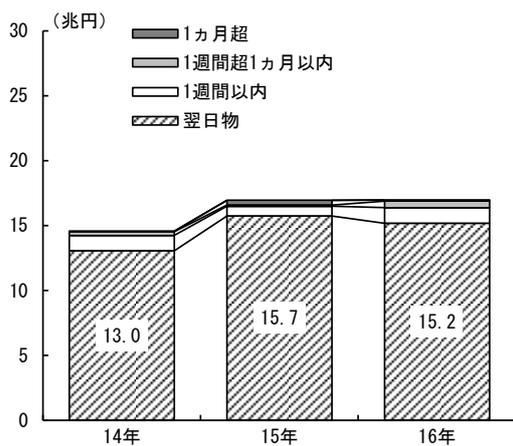


▽債券運用サイド

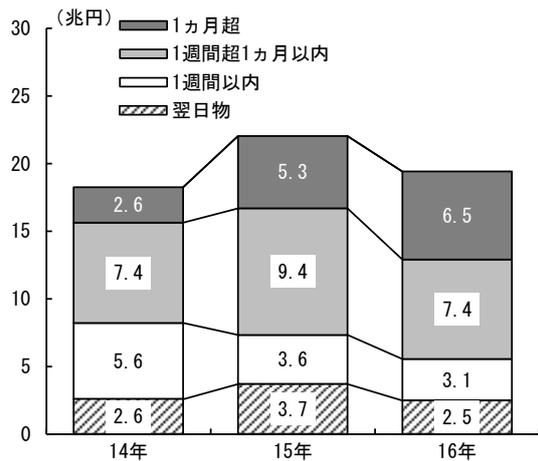


図表 22 運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高

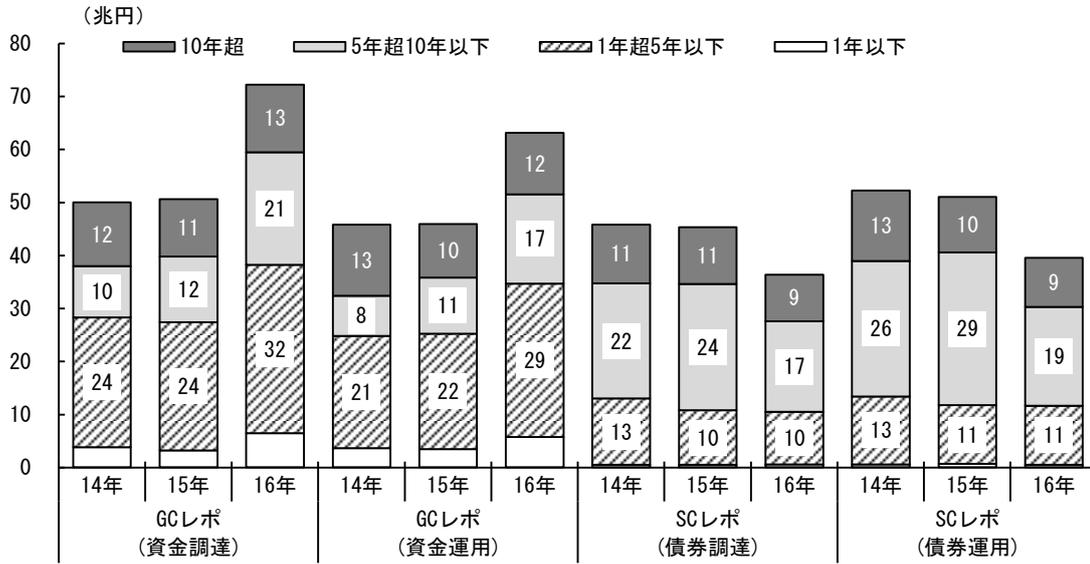
▽債券調達サイド



▽債券運用サイド

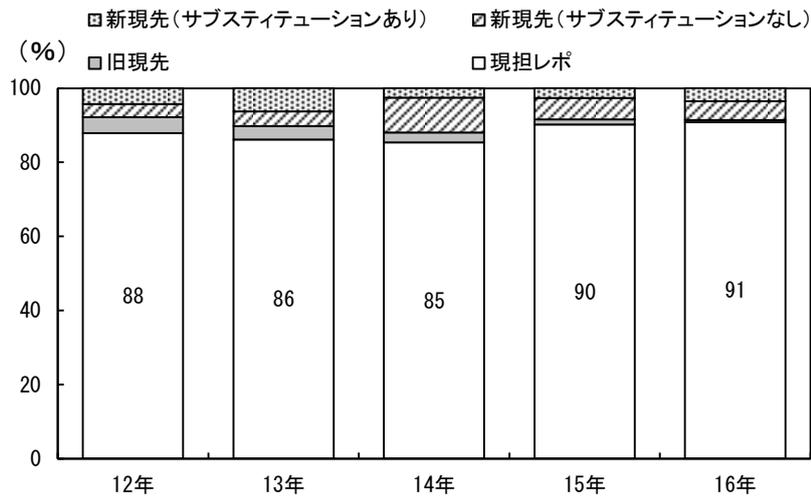


図表 23 レポ取引の担保債券の残存期間別残高



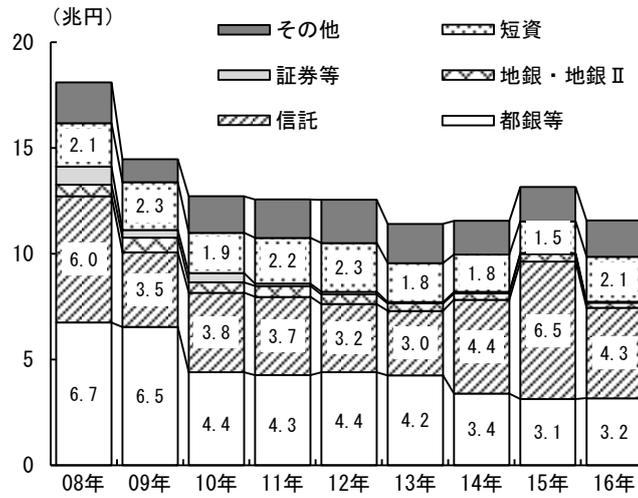
(注) 普通利付国債を担保とした取引が対象。

図表 24 レポ取引の契約形態別残高シェア



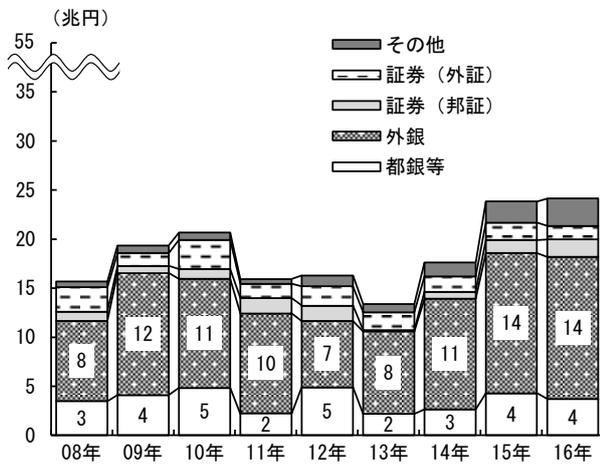
(注) 資金調達・運用合計ベース。

図表 25 業態別 CP 保有残高

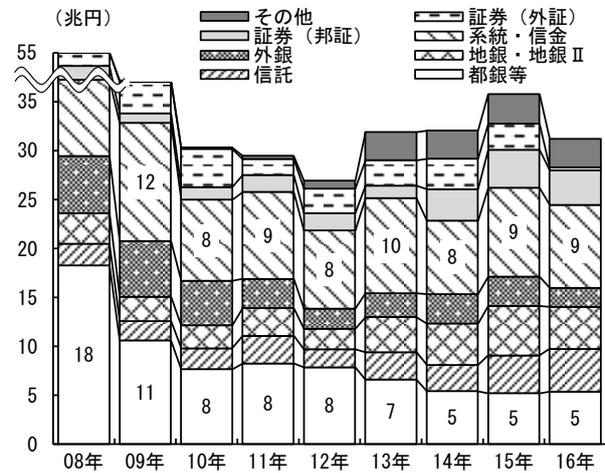


図表 26 海外との円資金取引残高

▽円資金調達サイド



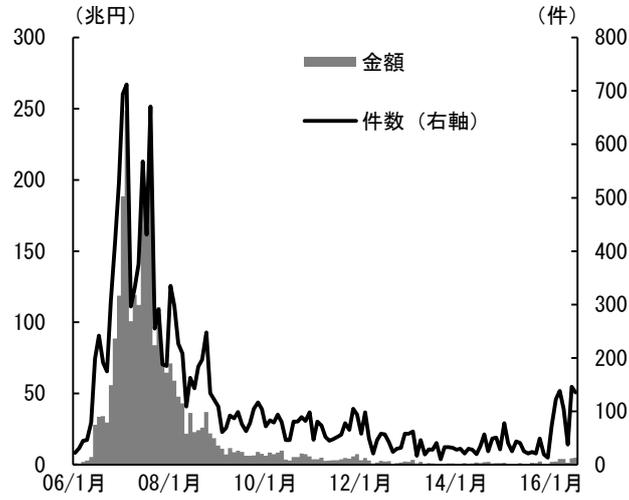
▽円資金運用サイド



(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。

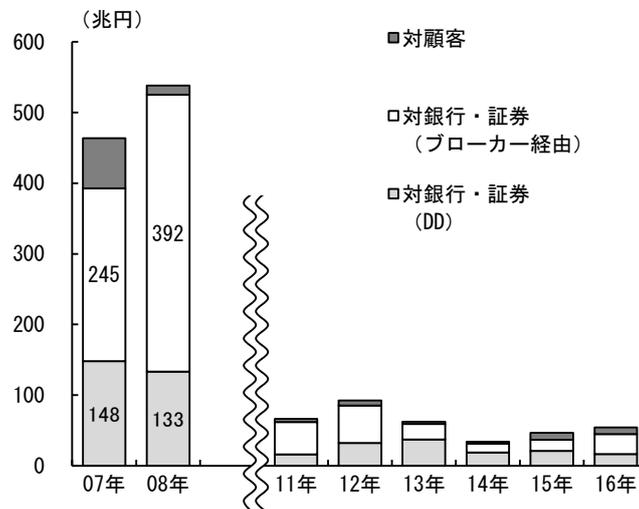
図表 27 円 OIS 取引の状況

▽ブローカー経由の取引高、取引件数



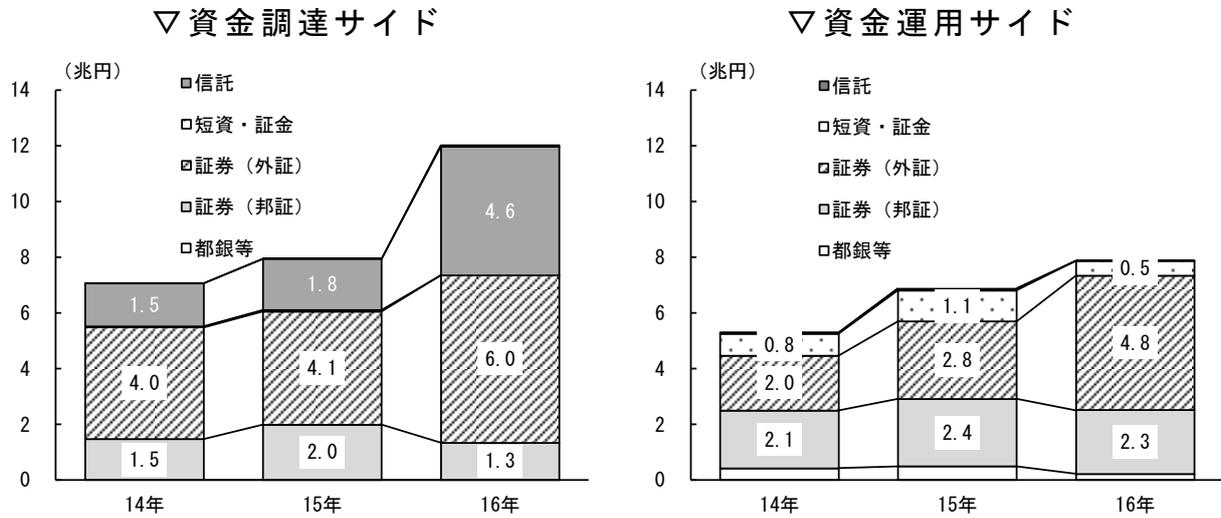
(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

▽取引残高



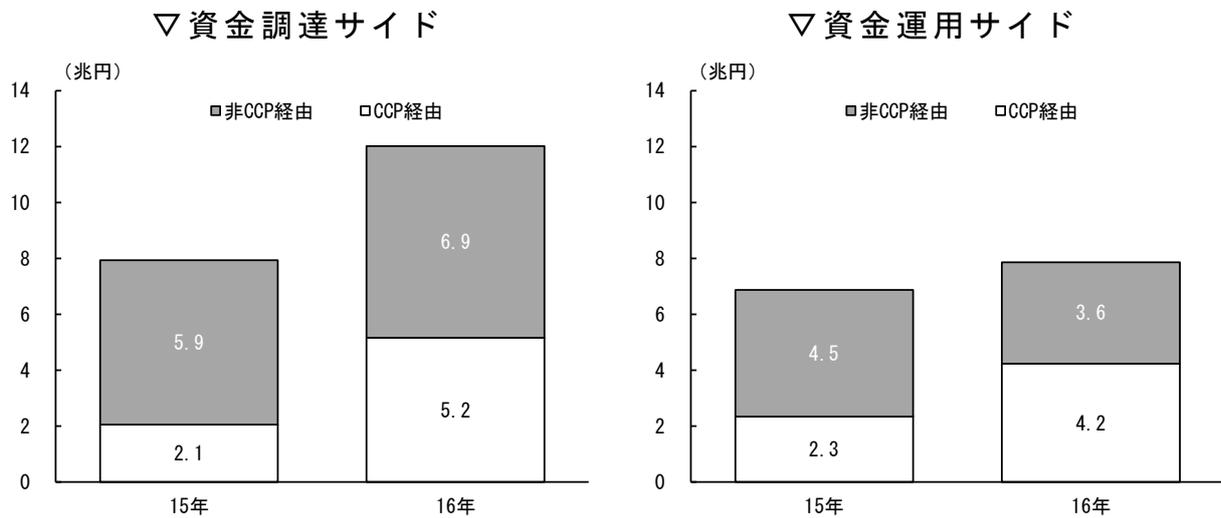
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 28 現金担保付株券等貸借取引<sup>(注1)</sup>の残高  
 <業態別>



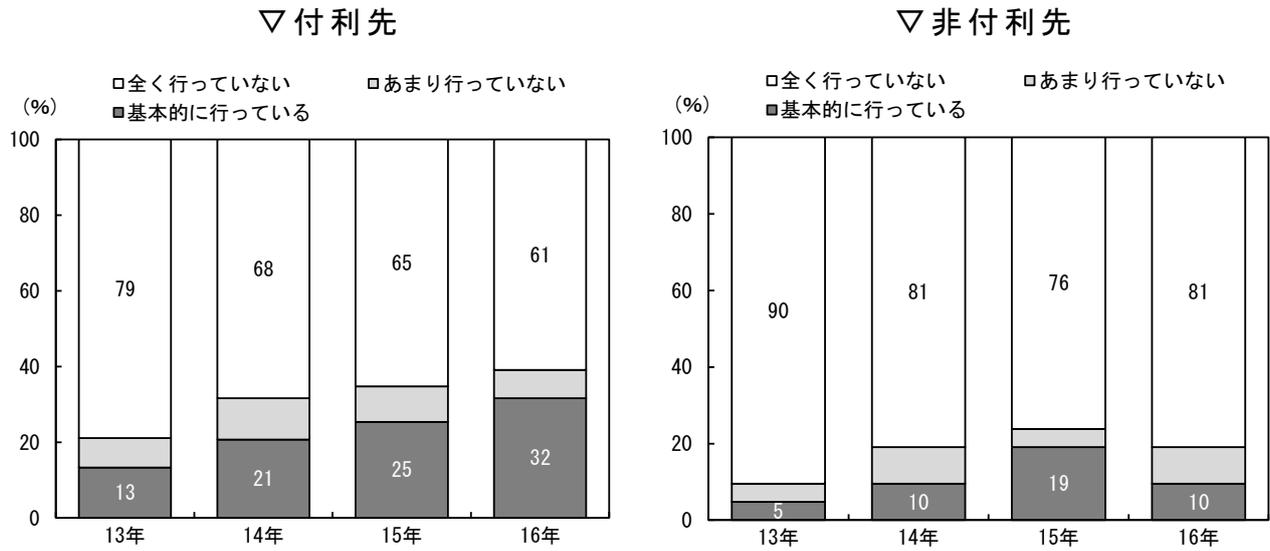
(注1) 制度信用取引、一般信用取引、無担保の株券貸借取引は含まれない。(以下、同様)

<CCP 経由<sup>(注2)</sup>・非 CCP 経由別>



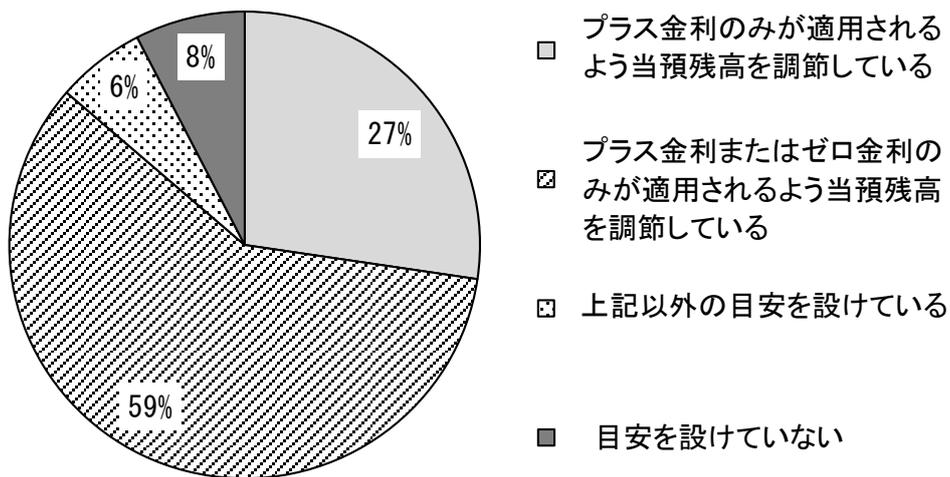
(注2) ほふりクリアリングを経由した取引。

図表 29 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。

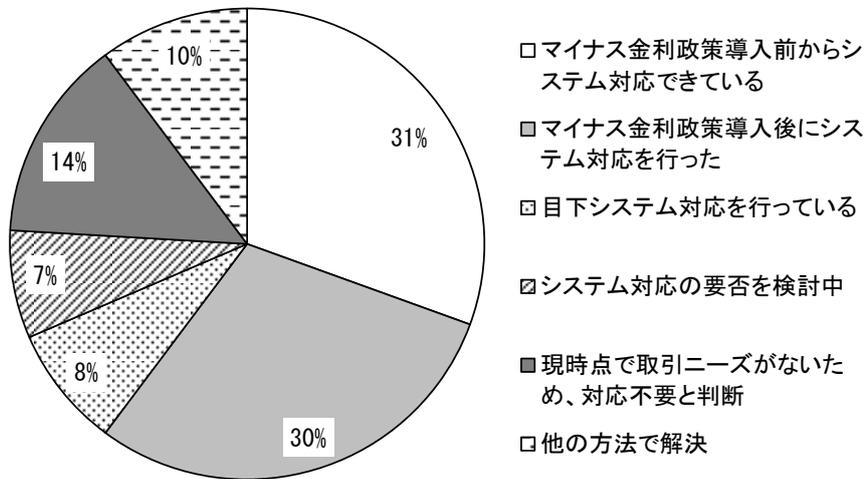
図表 30 日銀当座預金の運用スタンス



(注) 日銀当座預金保有先のみ。

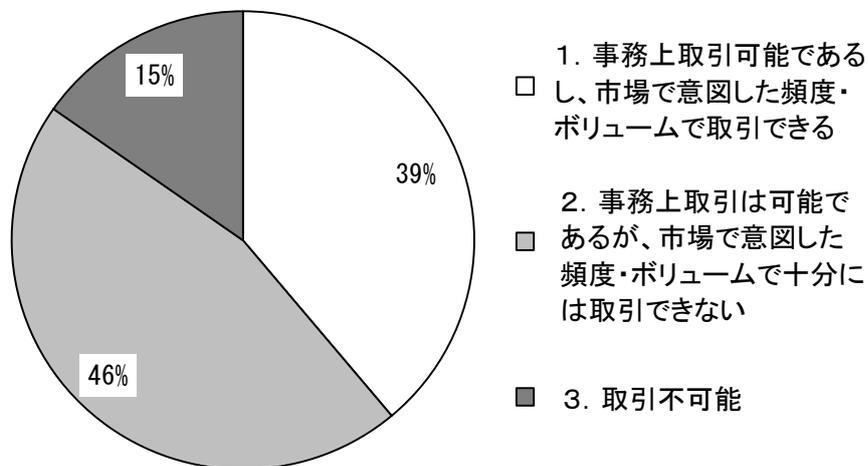
図表 31 無担保コール市場における金融機関の対応状況

▽マイナス金利へのシステム対応状況



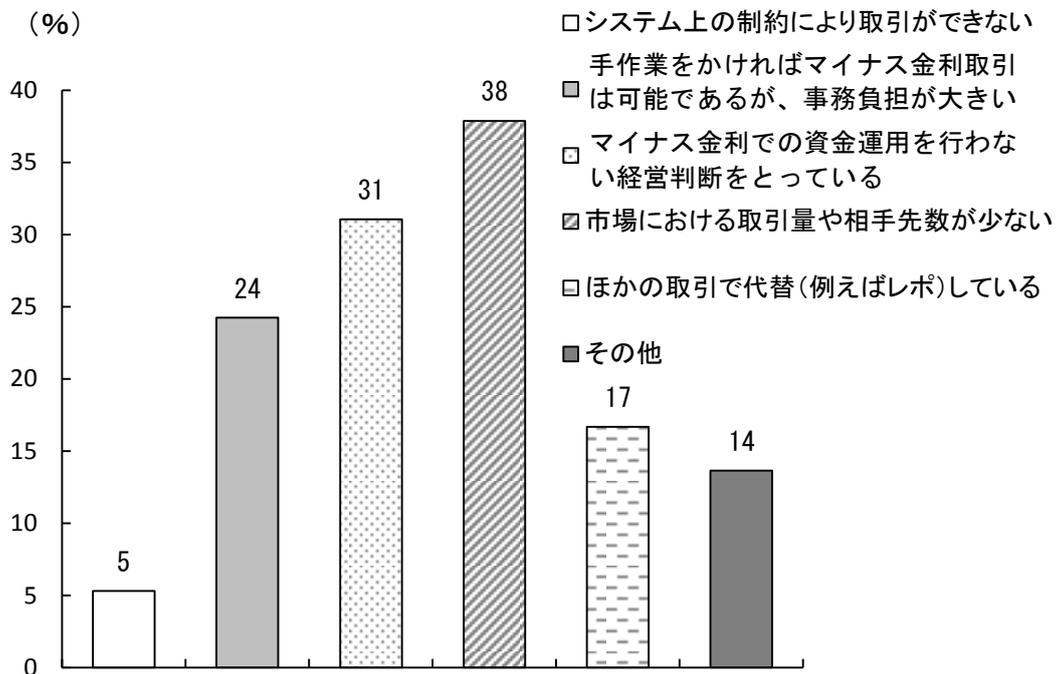
(注) 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

▽マイナス金利での取引が可能かどうか

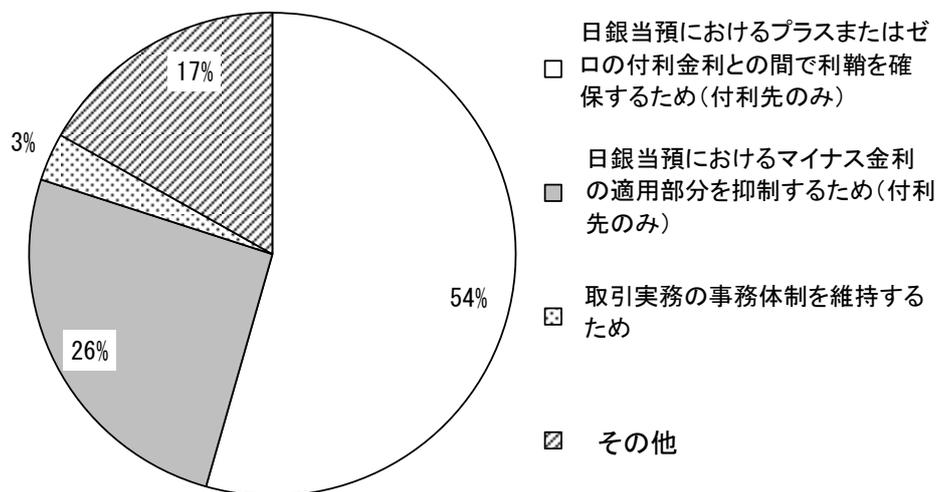


(注) 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

▽上記質問で2. または3. と回答した理由（複数回答可）

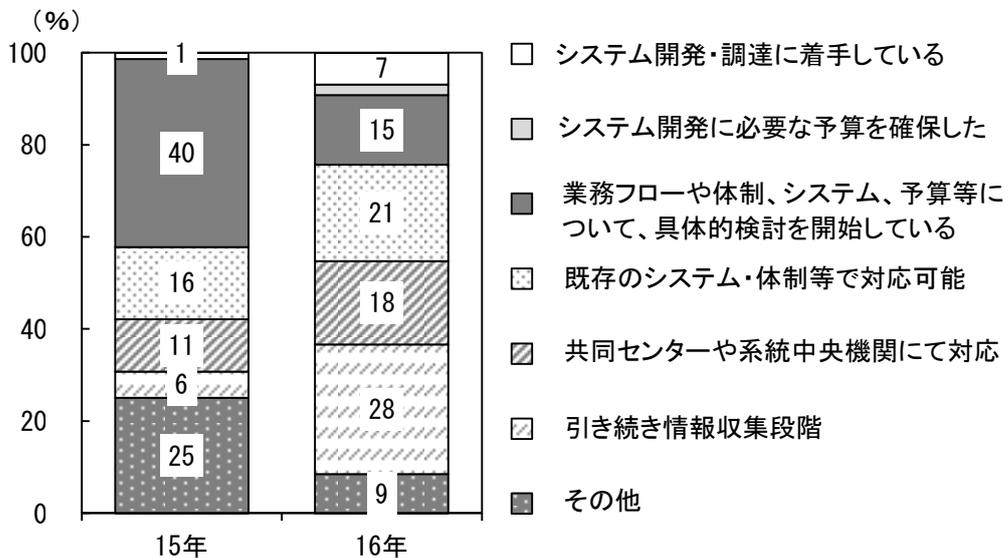


図表 32 無担保コール市場におけるマイナス金利取引の目的



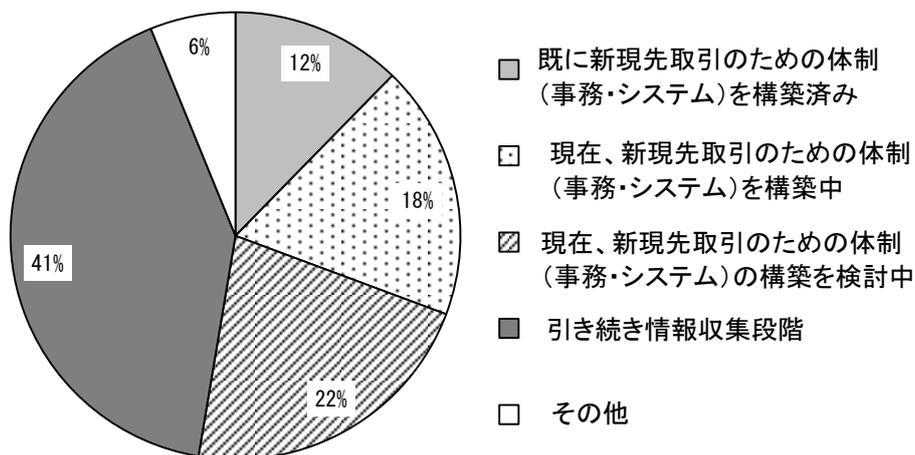
(注) 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

図表 33 諸課題への取り組み状況  
▽国債決済期間短縮化<sup>(注1)</sup>



(注1) 国債決済期間短縮化について、18年5月の実施を仮定して市場インフラ及び市場参加者による対応が進められている中、調査先において、どの程度短縮化への取り組みが進められているかを調査。

▽新現先への移行<sup>(注2)</sup>



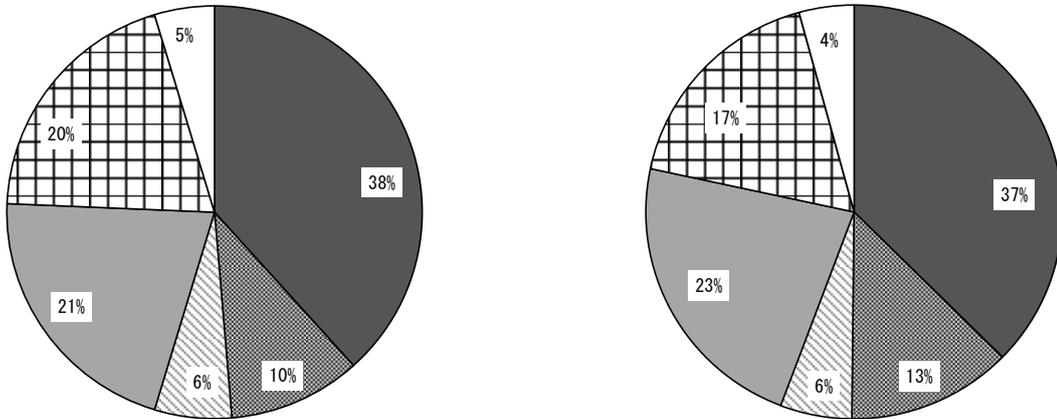
(注2) 市場参加者間の検討では、レポ取引の契約形態を新現先へ移行する方針が打ち出されている中、調査先において、どの程度新現先への対応が進められているかを調査。

なお、対象は今回の調査でレポ取引の約定を行っていることが確認された114先。

## ▽バックアップ拠点体制と市場レベル BCP

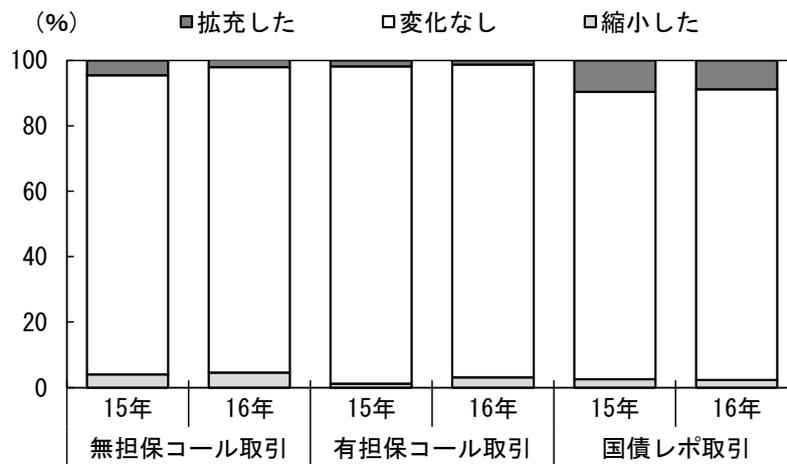
▽2015年

▽2016年



- バックアップオフィスがあり、かつバックアップオフィスで定期的な訓練を実施している
- ▨ バックアップオフィスがあるが、通常業務拠点でのみ定期的な訓練を実施している
- ▧ バックアップオフィスはあるが、通常業務拠点・バックアップオフィスのいずれにおいても定期的な訓練は実施していない
- ▩ バックアップオフィスはないが、通常業務拠点で定期的な訓練を実施している
- バックアップオフィスはなく、定期的な訓練も実施していない
- その他

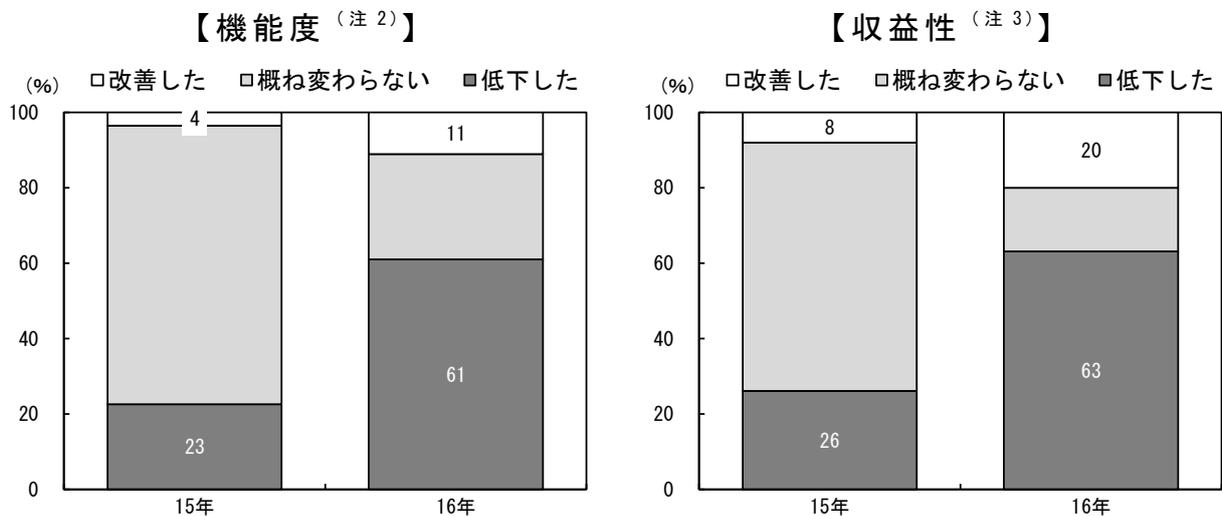
図表 34 事務体制の変化



(注) 前年と比べた変化を回答。

図表 35 短期金融市場取引に係る市場参加者の見方

▽短期金融市場全体 (注1)

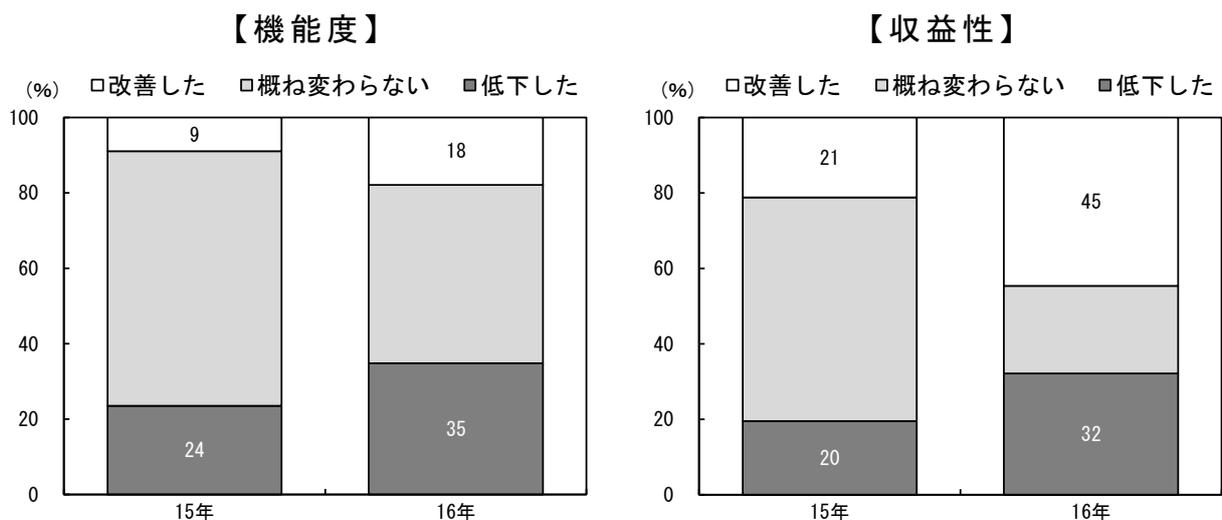


(注1) コール取引または国債レポ取引の少なくとも何れかについて約定を行っている先のみが回答。

(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、当該市場の機能度がどのように変化したと感じているか調査。(以下、同様)

(注3) 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、取引の収益性がどのように変化したと感じているか調査。なお、短期金融市場での取引全体の収支がマイナスの先からの回答も含まれているが、そうした先は、収支のマイナス幅の縮小(拡大)を収益性の改善(低下)と評価して回答していると考えられる。(以下、同様)

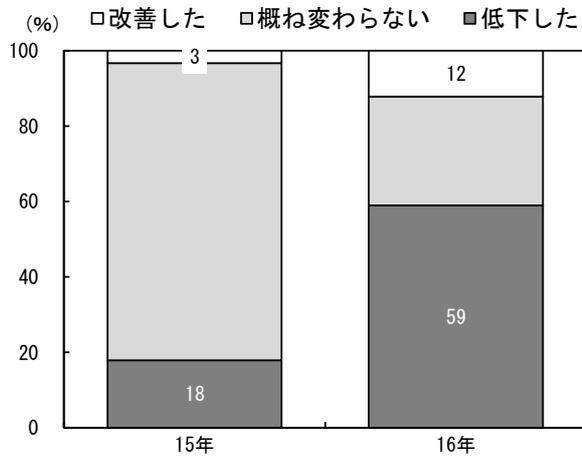
▽国債レポ取引 (注4)



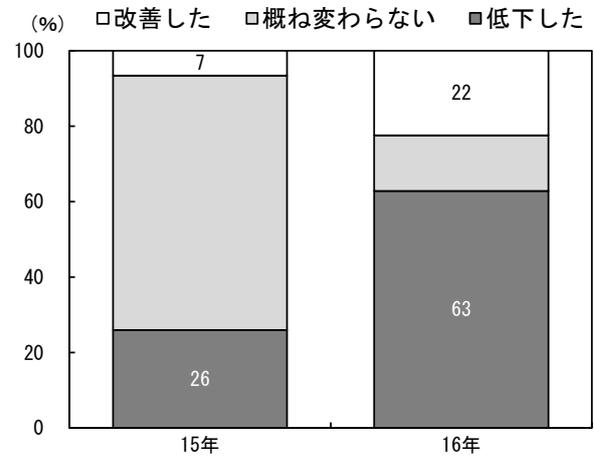
(注4) 国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

▽無担保コール取引（注5）

【機能度】



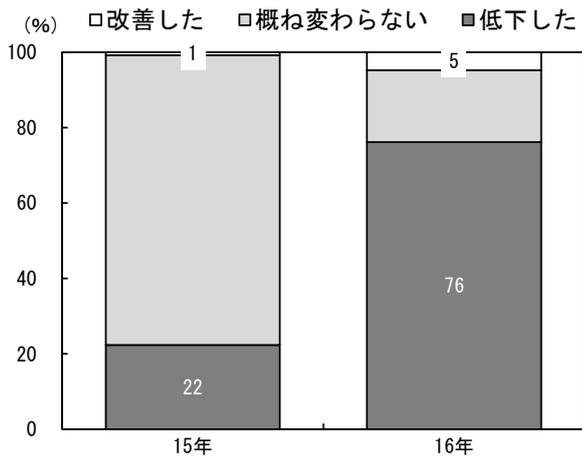
【収益性】



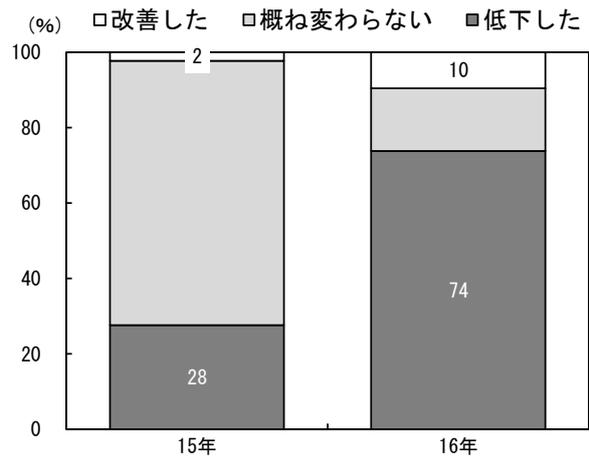
（注5） 無担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽有担保コール取引（注6）

【機能度】



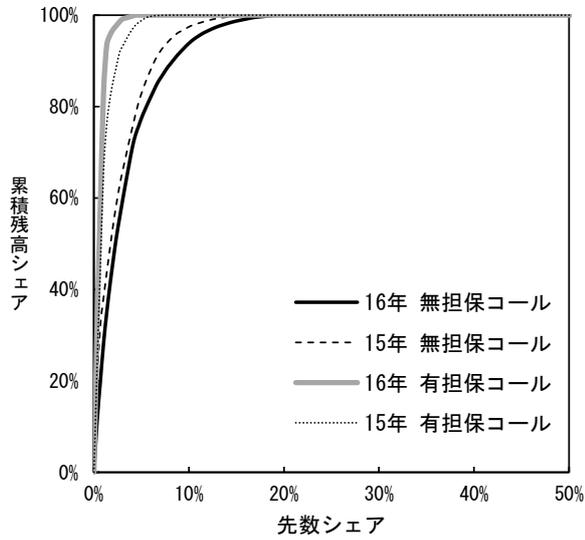
【収益性】



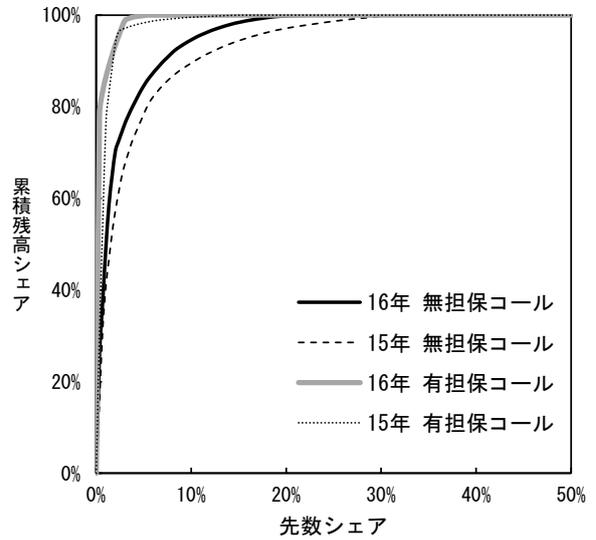
（注6） 有担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

図表 36 各市場の取引集中度

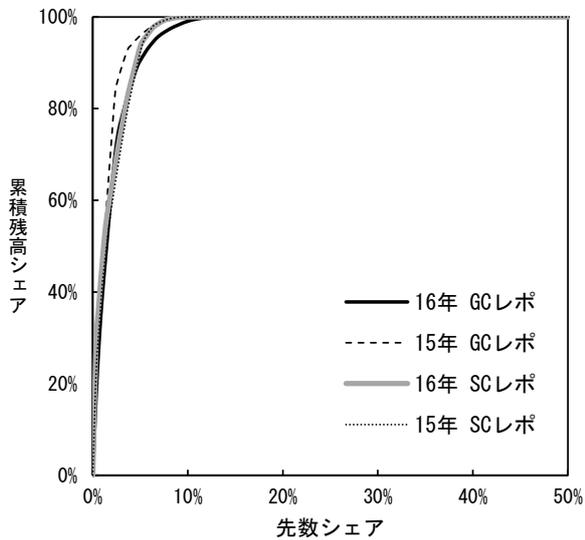
▽コール市場・資金調達サイド



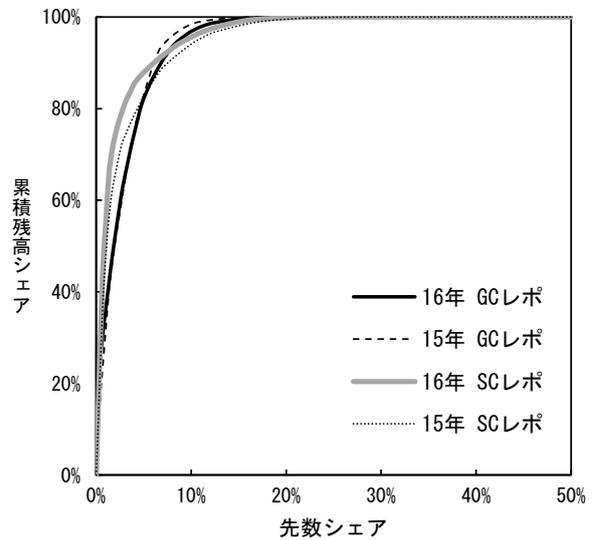
▽コール市場・資金運用サイド



▽レポ市場・債券調達サイド



▽レポ市場・債券運用サイド



以上