

2017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（17/8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8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303先と、オペレーション対象先の増加などを背景に昨年の300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 (2016年8月)	今回 (2017年8月)
対象先数	300	303
オペレーション対象先	273	276

(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、前年と比べて増加した<sup>(注)</sup>。

取引残高が増加した背景としては、日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引の拡大がある。裁定取引が拡大した要因として、①システム対応の進捗や、マイナス金利政策導入後相応の時間が経過し、市場参加者がマイナス金利での取引を拡大したことや、②マクロ加算残高の上限値拡大等を受け、マイナス金利で資金調達して日銀当座預金に積む裁定取引の余地が拡大している先の資金調達ニーズと、③国債の償還資金が流入していること等を受け、政策金利適用を避けるため短期市場での運用に振り向けたい先の資金運用ニーズ、の双方が高まったことが挙げられる。

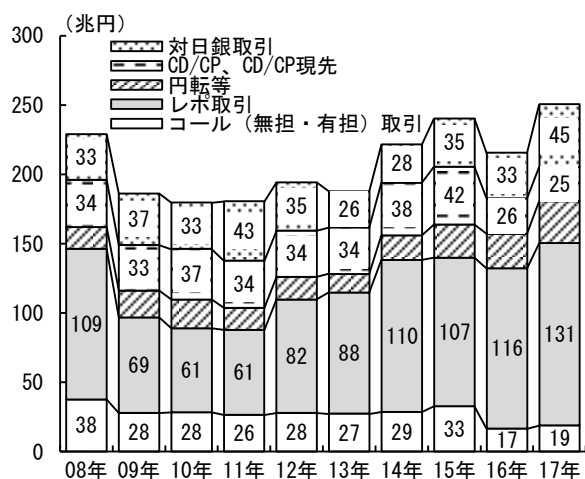
取引種類別にみると、レポ取引・コール取引が残高を増加させたほか、資金調達サイドでは対日銀取引が、資金運用サイドでは国庫短期証券が増加に寄与している。

短期金融市場の機能度については、「低下した」との回答割合が前年比で大きく低下（2016年：61%→2017年：17%）したものの、引き続き「改善した」との回答割合を（2017年：9%）を上回っている。

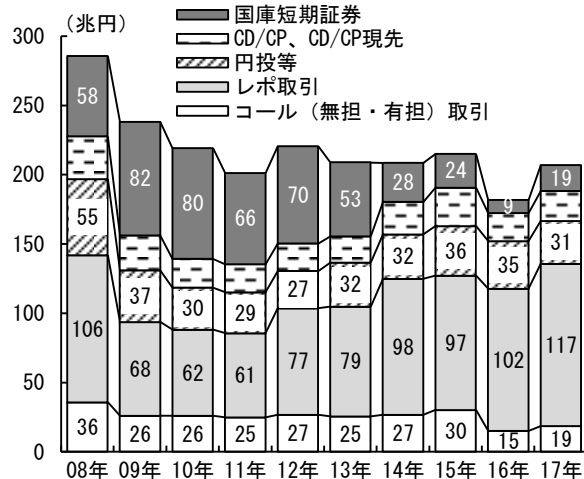
日本銀行としては、今後とも短期金融市場の動向を、日々のモニタリング活動や本サーベイ、市場参加者との対話などを通じて、適切にフォローしていく考えである。

### ▽短期金融市場の取引残高

【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



(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。

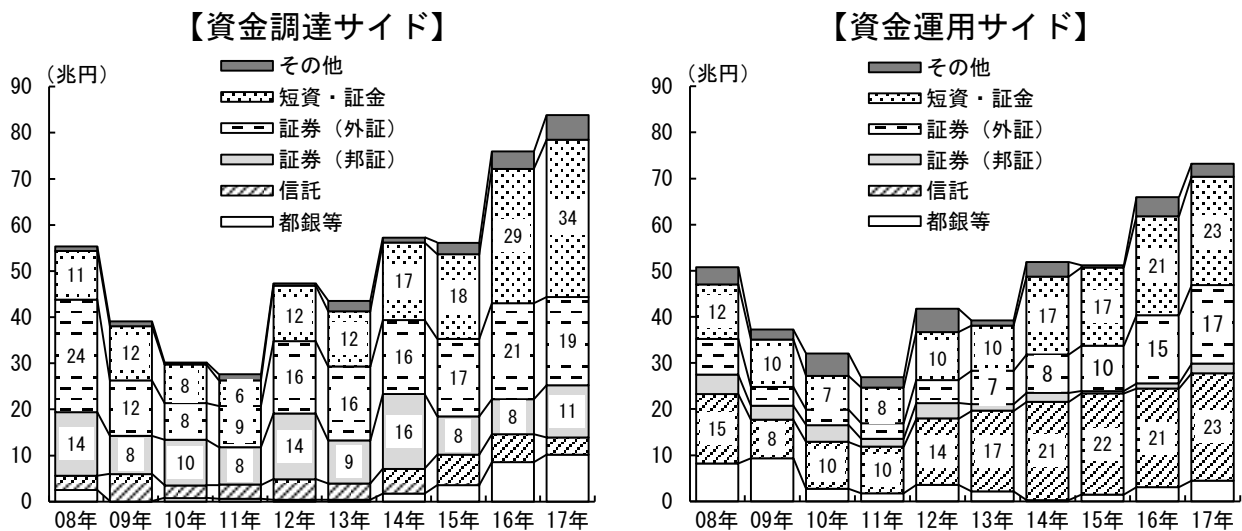
## 1. GC レポ取引は前年に引き続き増加

レポ市場<sup>1</sup>のうちGCレポ<sup>2</sup>取引の残高は、前年に引き続き増加した。

日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引が拡大するなかで、資金調達サイドについては、コール取引に比して金利のマイナス幅が大きいこと、収益面で優位性があること、資金運用サイドについては、運用資金の規模が大きい先でも大ロットで資金が運用できること、からGCレポが選好されるとの指摘が聞かれた。

裁定取引の拡大の背景については、①マイナス金利政策導入後相応の時間が経過し、市場参加者がマイナス金利での取引を拡大したことに加え、②マクロ加算残高の上限値拡大等を受け、マイナス金利で資金調達して日銀当座預金に積む裁定取引の余地が拡大している先の資金調達ニーズと、③国債の償還資金が流入していること等を受け、政策金利適用を避けるため短期市場での運用に振り向けたい先の資金運用ニーズ、の双方が高まったことが挙げられる。

▽GC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指定せずに行うレポ取引。

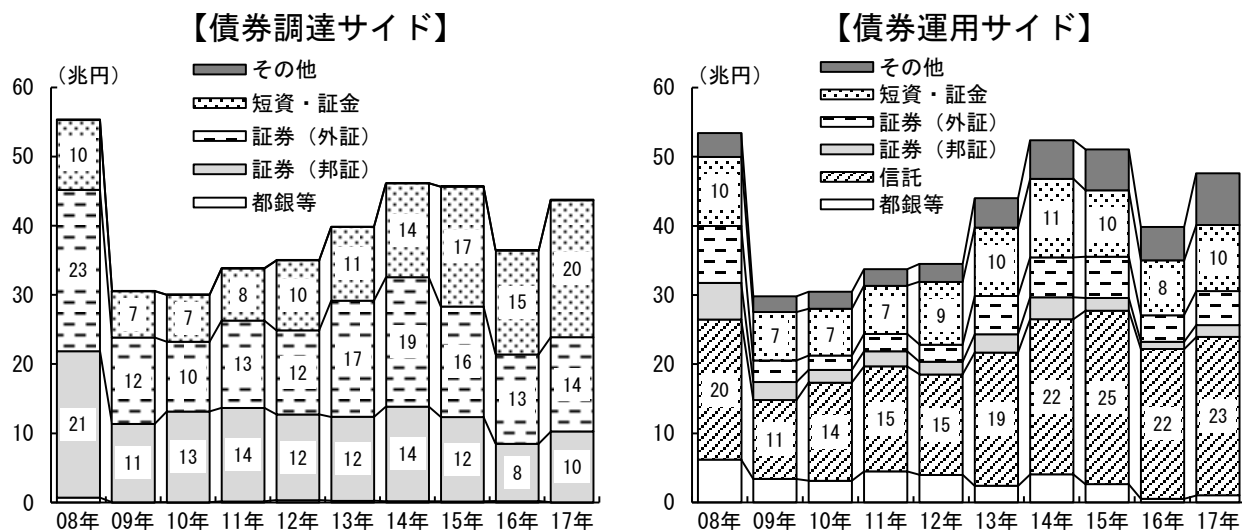
## 2. SC レポ取引は前年比増加も、マイナス金利政策導入前の水準は引き続き下回った

SC レポ<sup>3</sup>取引の残高は、前年と比べて増加したものの、マイナス金利政策導入前の水準は引き続き下回った。

債券調達サイドでは、主要な債券調達主体である証券会社において、金利低下が進む中でショート・ポジションの造成動機がはっきりと低下していた。2016年調査時点と比べれば、SC レポでのカバー取引が幾分増加している、との声も聞かれた。もっとも、取引の対象はカレント銘柄に限られており、オフ・ザ・ラン銘柄については、一層需給がタイト化しているため、SC レポ市場の取引が活発とは言い難いとの指摘も聞かれている。実際、SC レポ取引残高は、マイナス金利導入前の2015年調査の水準を下回っている。

債券運用サイドでは、SC レポ取引は金利のマイナス幅が大きく、日銀当座預金にマクロ加算残高の上限の範囲内で積み上げる裁定取引の収益性も高いことから、マクロ加算残高に余裕のある地域金融機関等を中心に取引がみられる、との声が聞かれた。

▽SC レポ市場の取引残高



<sup>3</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。

### 3. 無担保コール取引は増加、マイナス金利政策導入以前の水準を回復

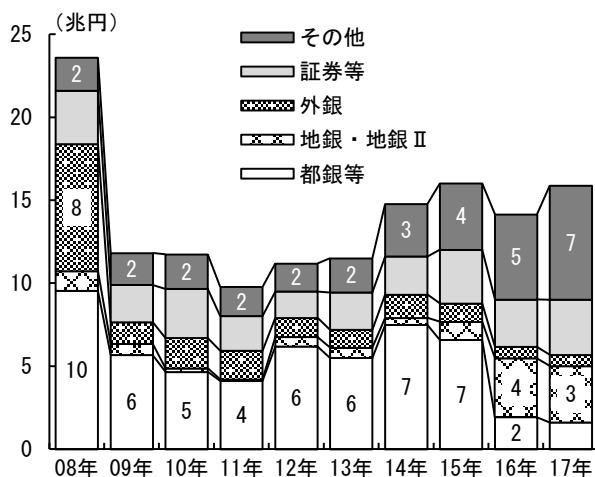
無担保コール市場の取引残高は、前年と比べて増加し、マイナス金利政策導入以前の2015年調査の水準まで回復した。

無担保コールの取引量が増加した要因として、マイナス金利取引のシステム対応の進捗や、昨年時点でマイナスでの無担保コール取引を行っていなかった先の新規参入が指摘された。この点、無担保コール取引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をみると、「対応済み」との回答割合が2016年調査の60%に対して、2017年調査では74%まで上昇しており、システム対応が着実に進んだことが見て取れる。

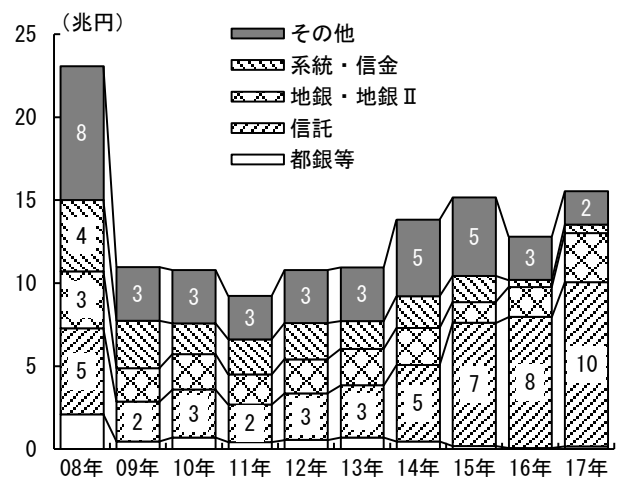
また、資金運用サイドでは、地域金融機関や信託銀行が、国債の償還による資金流入等を受け、政策金利残高圧縮目的で無担保コールの運用を増やしているとの指摘が聞かれた。

#### ▽無担保コール市場の取引残高

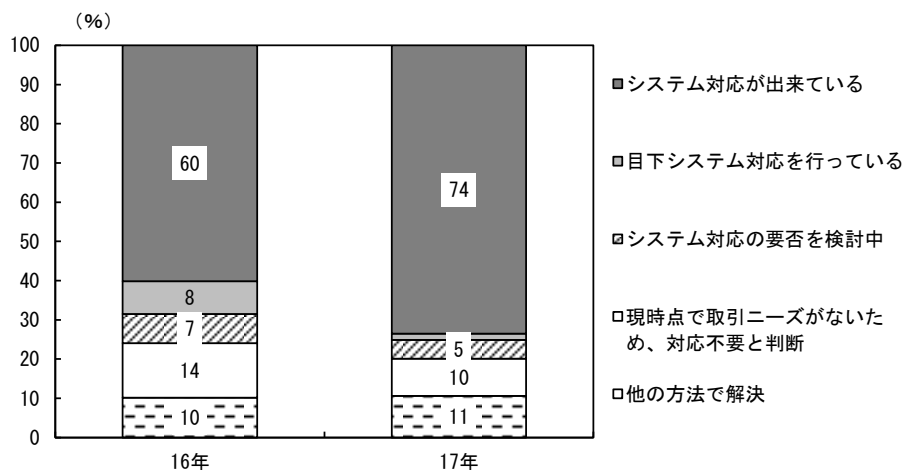
【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



#### ▽無担保コール市場のマイナス金利取引へのシステム対応状況



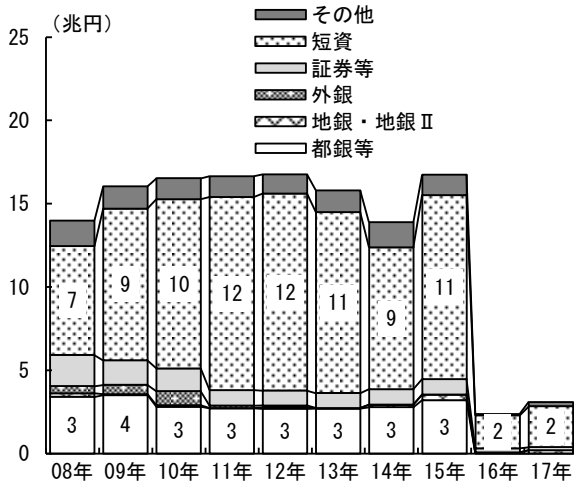
#### 4. 有担保コール取引は低水準横ばい

有担保コール市場の取引残高は、残高を大きく減少させた前年の水準から大きく変わらない姿となった。

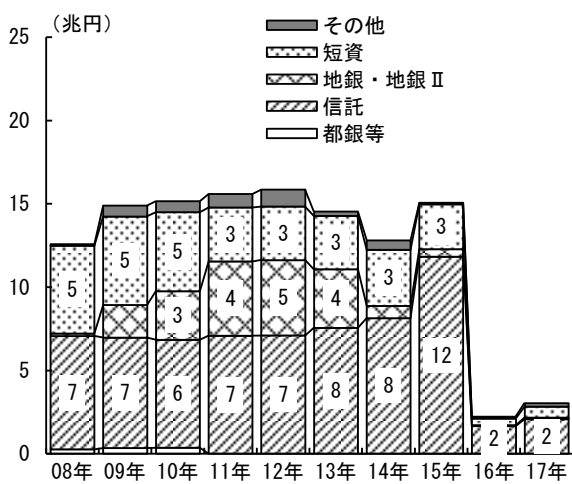
従来、信託銀行・投資信託を出し手、短資会社を取り手とする取引が有担保コール取引の大半を占めていたが、マイナス金利政策導入以降、短資会社は、信託銀行・投資信託が求めるプラスの利回り水準では、有担保コール取引での資金運用に応じることが難しい状況が継続している。

#### ▽有担保コール市場の取引残高

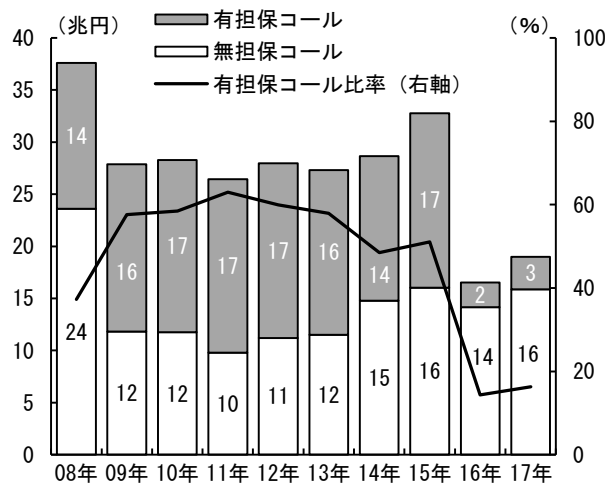
【資金調達サイド】



【資金運用サイド】



#### ▽コール市場の取引残高と有担保コール比率



## 5. 対日銀取引での資金調達が増加、国庫短期証券による資金運用が増加

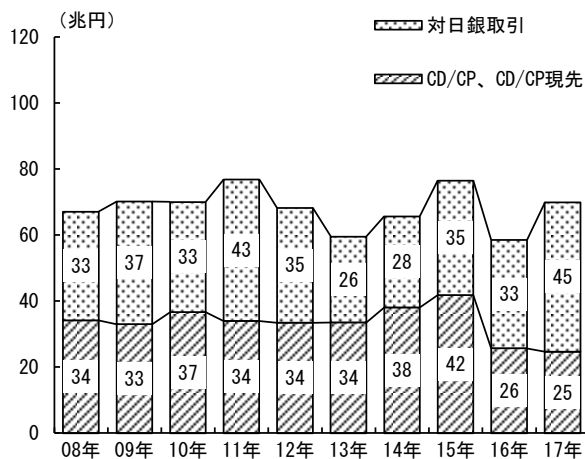
対日銀取引については、貸出支援基金の利用が増加したことから、資金調達残高が増加した。同基金については、2016年3月末以降の利用残高増加額の2倍をマクロ加算残高に加算する措置が取られていることも、利用増加に寄与しているとの声が聞かれた。なお、同基金の利用を増やしている先の中には、拡大したマクロ加算残高の余裕枠を用いてマイナス金利で調達した資金を日銀当座預金に積み上げる裁定取引を増やしている先もみられるとの指摘も聞かれた。

国庫短期証券での資金運用については、前年調査時から利回りのマイナス幅が縮小し、政策金利残高部分に適用される▲0.1%前後で推移したことから、政策金利残高の圧縮や担保目的での購入が見られ、残高が増加した。

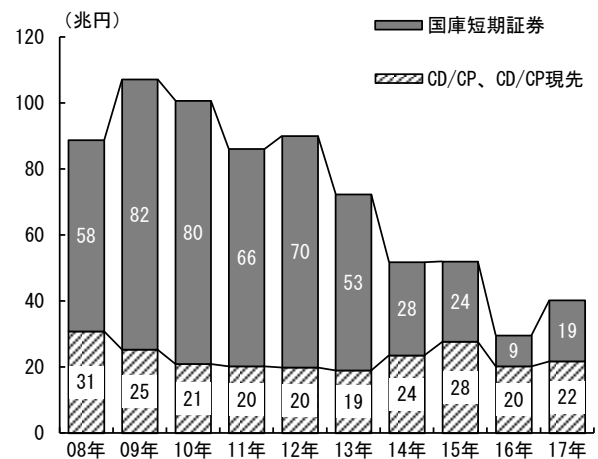
この間、CD/CPについては、プラス金利での資金運用が難しいなかで、日銀当座預金の積み上がりによるマイナス金利の適用を回避するために、金融機関は、発行金利が0%近傍で推移しているCD/CPでの資金調達を引き続き抑制している。一方、運用残高については、一般事業法人やリース・ノンバンクによる発行増を受けごく小幅ながら増加した。

### ▽対日銀取引、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】

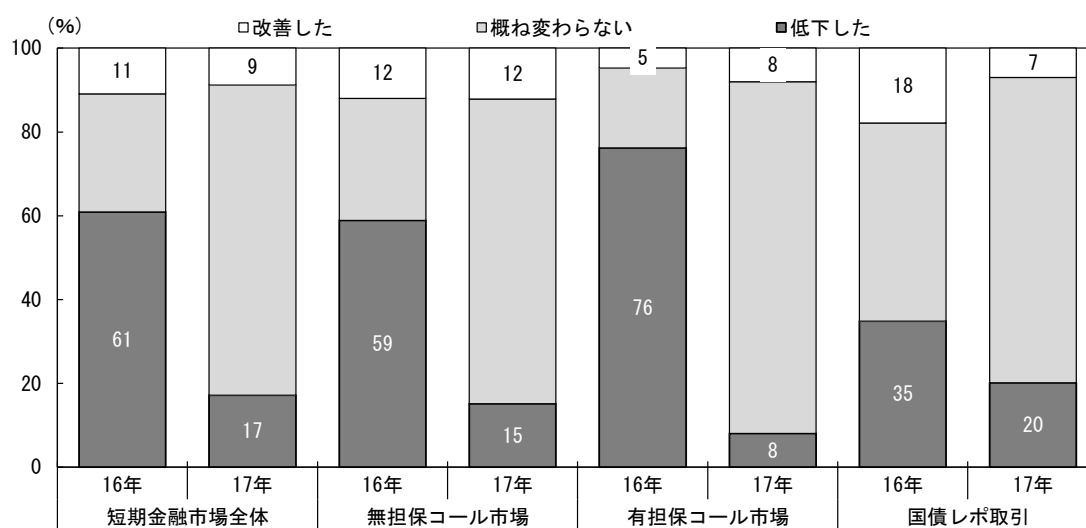




## 6. 短期金融市場の機能度に関する市場参加者の見方

短期金融市場全体の機能度については、「低下した」との回答割合が前年比で大きく低下（2016年：61%→2017年：17%）したものの、引き続き「改善した」との回答割合（2017年：9%）を上回った。取引残高が拡大を続けている国債レポ取引についても、「改善した」の回答割合（7%）を「低下した」の回答割合（20%）が上回った。この背景としては、市場に流通している国債の量や銘柄種類の減少を指摘する声が聞かれている。

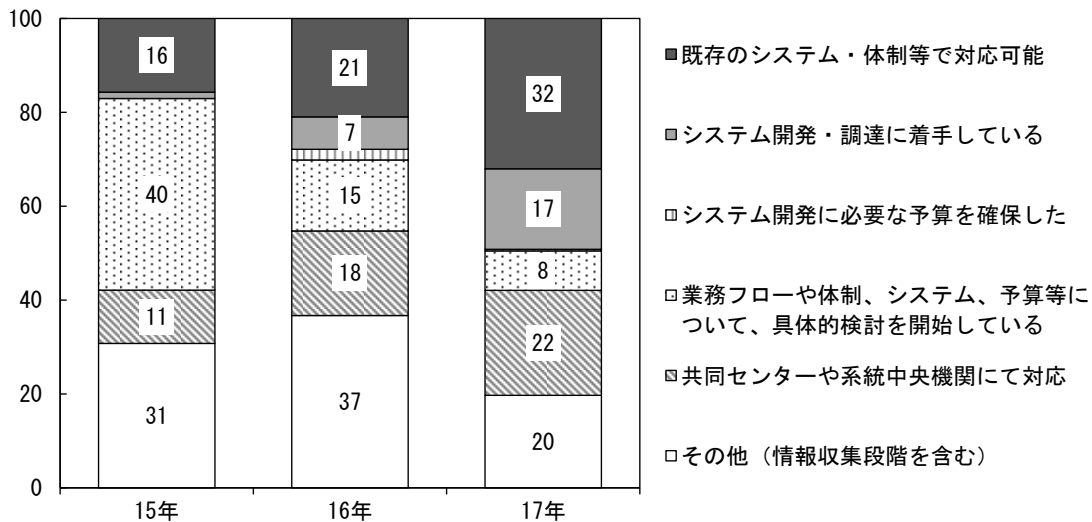
### ▽短期金融市場取引に係る市場参加者の機能度の評価



## 【BOX】 国債の決済期間短縮化（T+1化）に向けた取り組み状況

2018年5月より実施予定の国債の決済期間短縮化（T+1化）に向けた取り組み状況を先数ベースで見ると、既存のシステム・体制等で対応可能とする先やシステム開発・調達に着手している先の割合が、前年に比べて各々増加した。

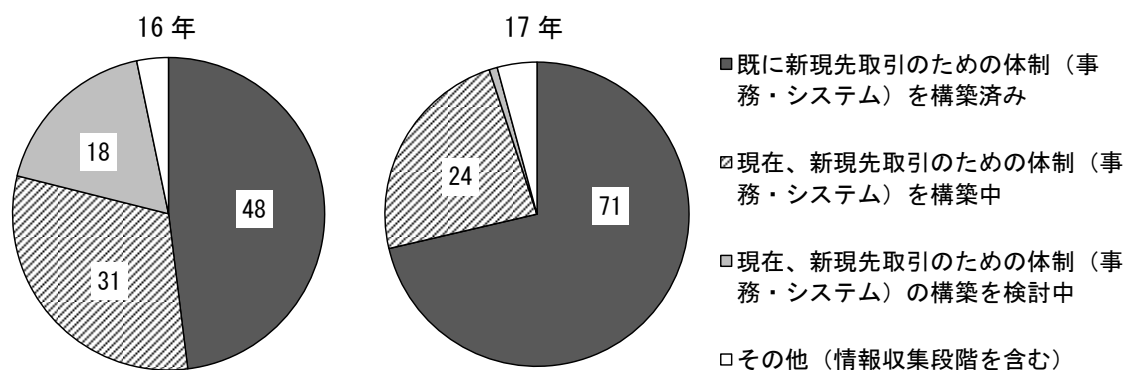
### ▽国債の決済期間短縮化に向けた取り組み状況（％）



（注）対象は、全ての回答先。

また、T+1化に合わせて採用が推奨されている新現先取引への移行状況について、取引残高ベースで見ると、「既に新現先取引のための体制（事務・システム）を構築済み」との回答が前年に比べて増加しており、新現先取引への対応が一段と進んでいる。他方で、レポ取引の頻度の少ない先のなかには、新現先取引への移行になお慎重な姿勢を示す先もみられた。

### ▽新現先取引への移行状況（％）

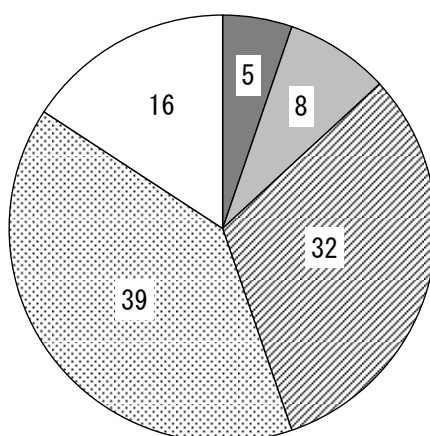


（注）対象は、17年7月中にレポ取引の約定を行っていることが確認された133先。なお、「取引残高ベース」は、GCレポ取引の資金運用・調達額の合計値に基づく。

さらに、銘柄後決め GC レポ取引に対応した新しい基本契約書の利用状況をみると、2018年5月のT+1化開始時期までに新しい基本契約書を利用して契約締結するとの意向を示す先が大半を占めており、T+1化に向けた体制整備の着実な進展が窺われる。

#### ▽銘柄後決め GC レポ取引に対応した新しい基本契約書の利用状況（％）

- 新しい基本契約書をすでに利用して契約締結したことがある
- ▣ 2017年12月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- ▤ 2018年3月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- ▥ 2018年5月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- 国債T+1化までに新しい基本契約書を利用する予定はない

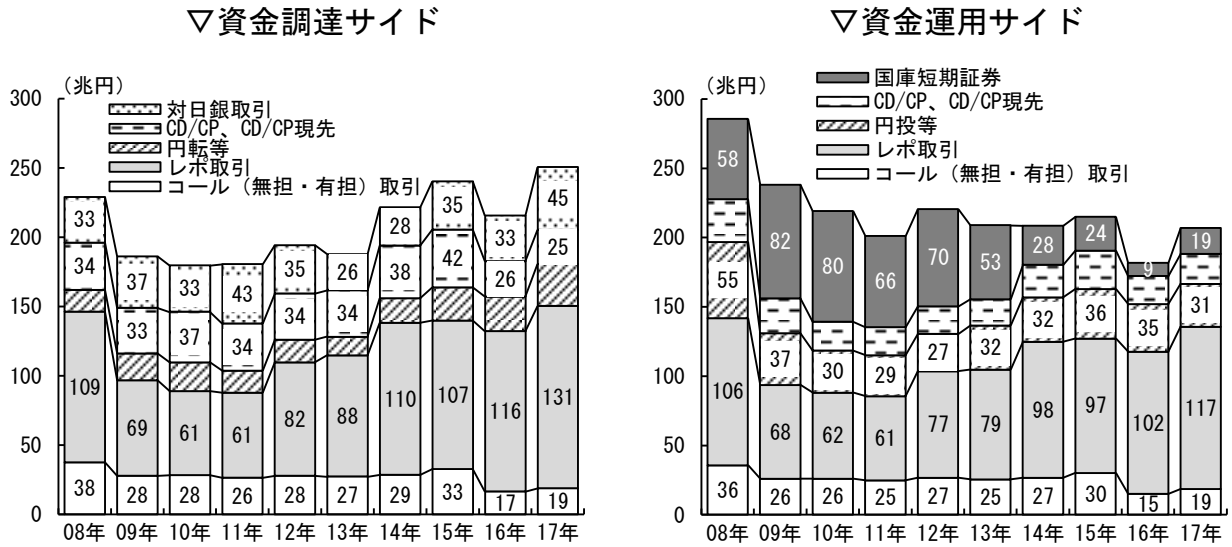


(注) 対象は、17年7月中にGCレポ取引を行っており、JSCCの国債清算に参加している先または18年5月までに参加を予定している先。

## 【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DD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	無担保コール市場のマイナス金利取引へのシステム対応状況	16
図表 10	有担保コール市場の取引残高	16
図表 11	有担保コール取引のターム別残高	17
図表 12	コール取引の約定頻度	17
図表 13	レポ市場の取引残高	18
図表 14	GCレポ市場の取引残高	19
図表 15	GCレポ取引のターム別残高	19
図表 16	GCレポ取引の約定日別残高	20
図表 17	SCレポ市場の取引残高	21
図表 18	SC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	レポ取引の担保債券別残高シェア	22
図表 21	運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高	23
図表 22	レポ取引の担保債券の残存期間別残高	23
図表 23	レポ取引の契約形態別残高シェア	24
図表 24	業態別CP保有残高	24
図表 25	海外との円資金取引残高	25
図表 26	円OIS取引の状況	26
図表 27	現金担保付株券等貸借取引の残高	27
図表 28	日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引のスタンス	28
図表 29	日銀当座預金の運用スタンス	28
図表 30	諸課題への取り組み状況	29
図表 31	事務体制の変化	31
図表 32	短期金融市場取引に係る市場参加者の見方	32
図表 33	各市場の取引集中度	34

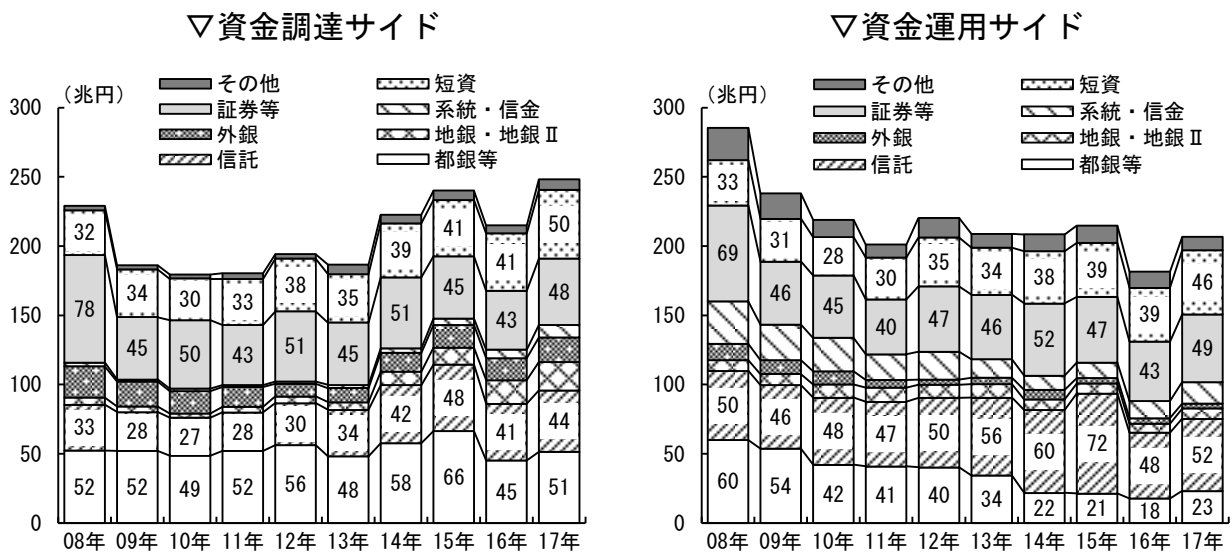
図表 1 短期金融市場の取引残高



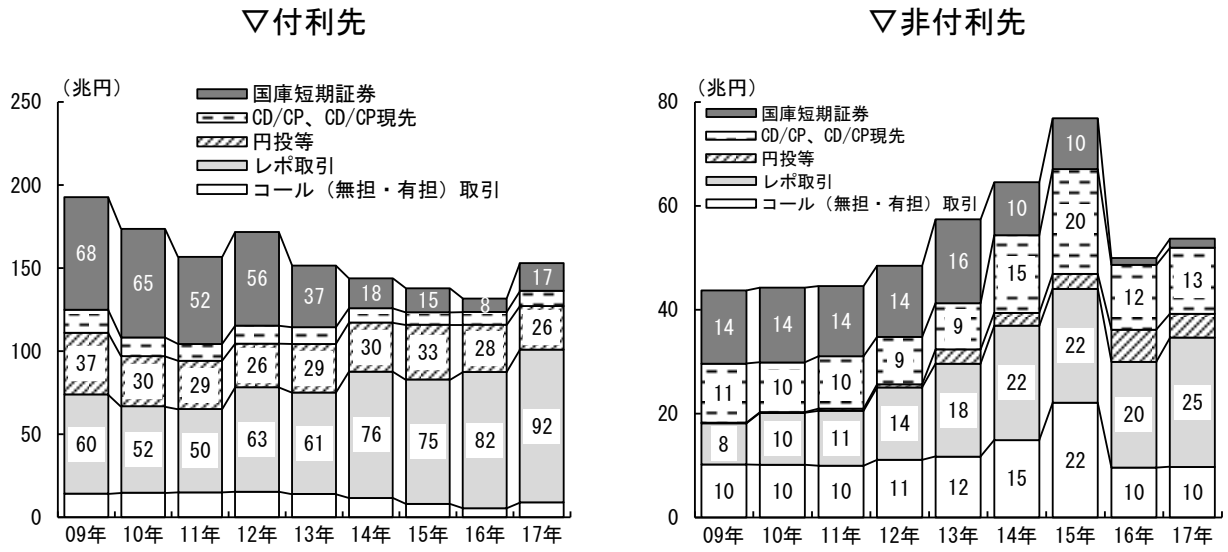
(注) コール取引のうち、無担保コールは、短資会社経由の取引およびグループ外 DD 取引の合計。対日銀取引とは、共通担保オペ、国債買現先オペ、CP 買現先オペ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給および補完貸付を指す。

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。

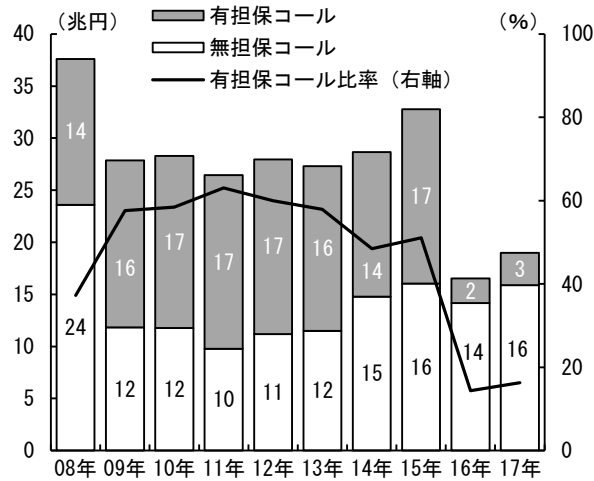
図表 2 短期金融市場の業態別取引残高



図表3 付利先・非付利先の資金運用残高

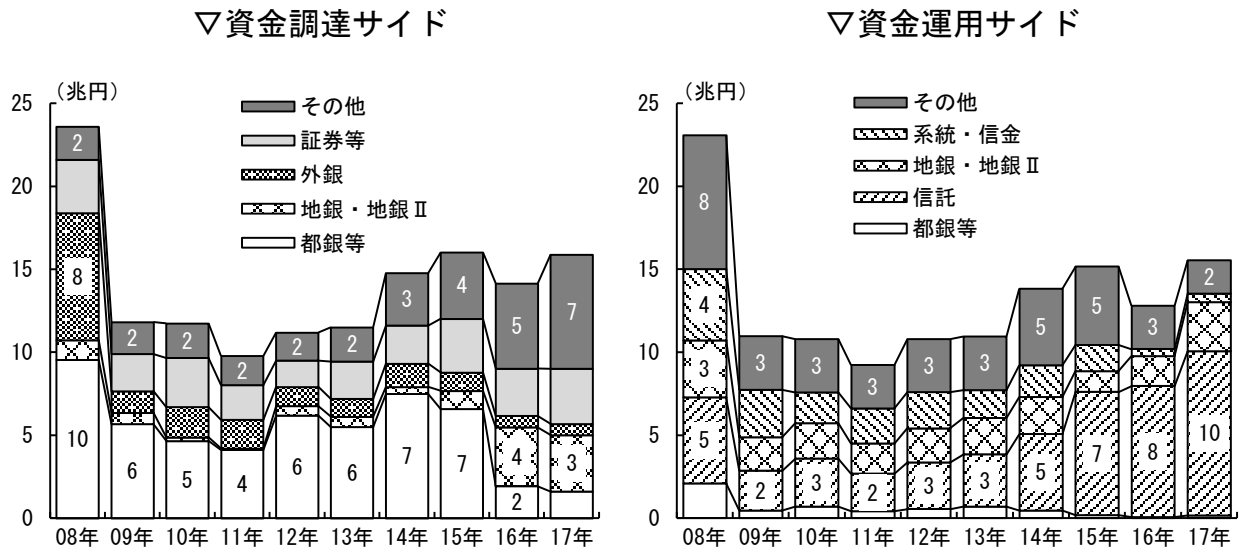


図表4 コール市場の取引残高と有担保コール比率

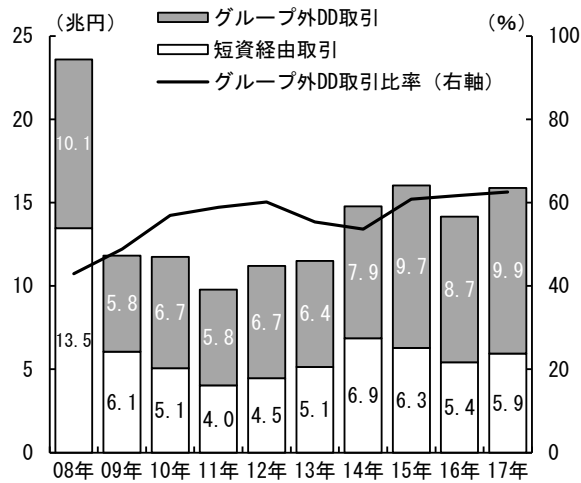


(注) 資金調達サイド。

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

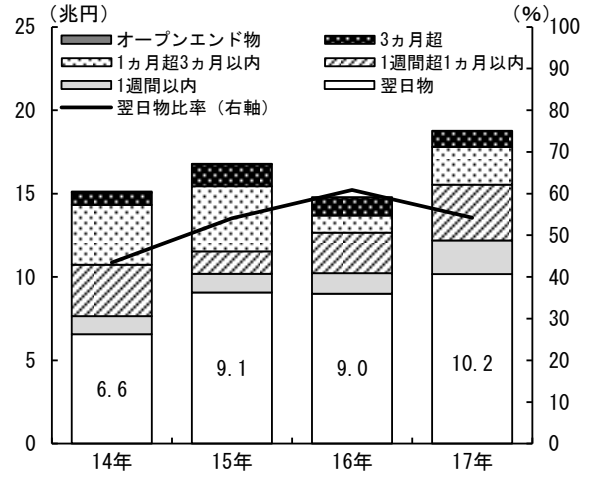
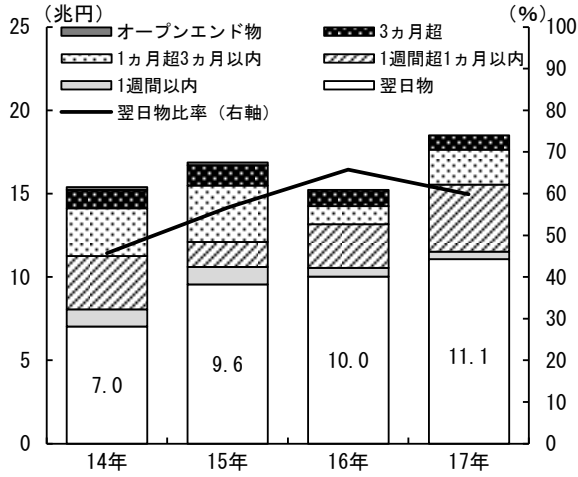


(注) 資金調達サイド。

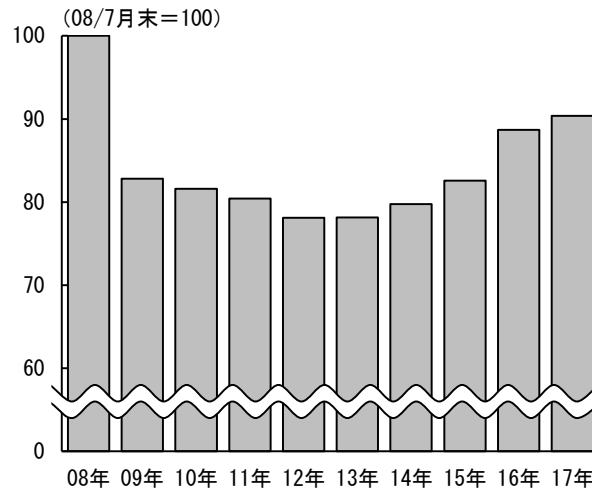
図表7 無担保コール取引のターム別残高

▽資金調達サイド

▽資金運用サイド



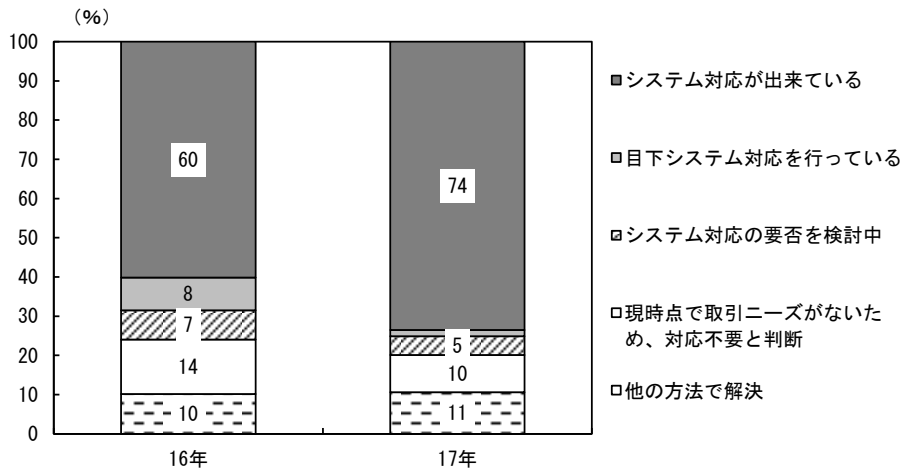
図表8 クレジットライン設定数の推移



(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、08～17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 無担保コール市場のマイナス金利取引へのシステム対応状況

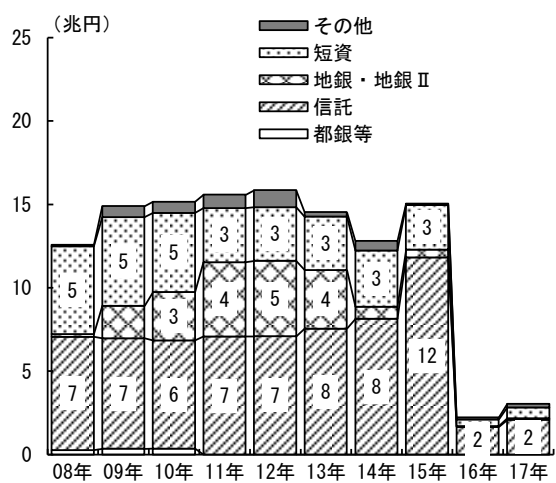
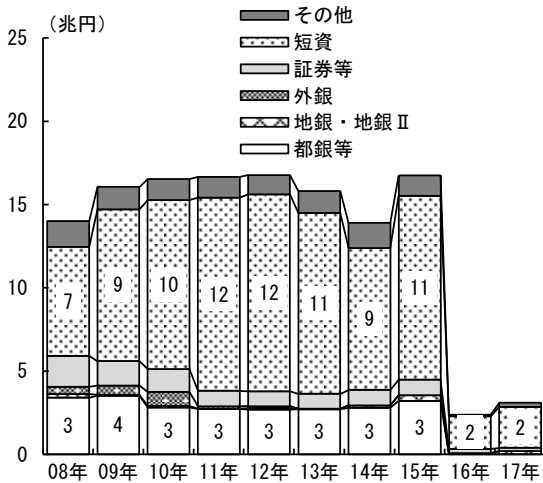


(注) 過去1年間で無担保コール取引を行ったことがある先のみが回答。

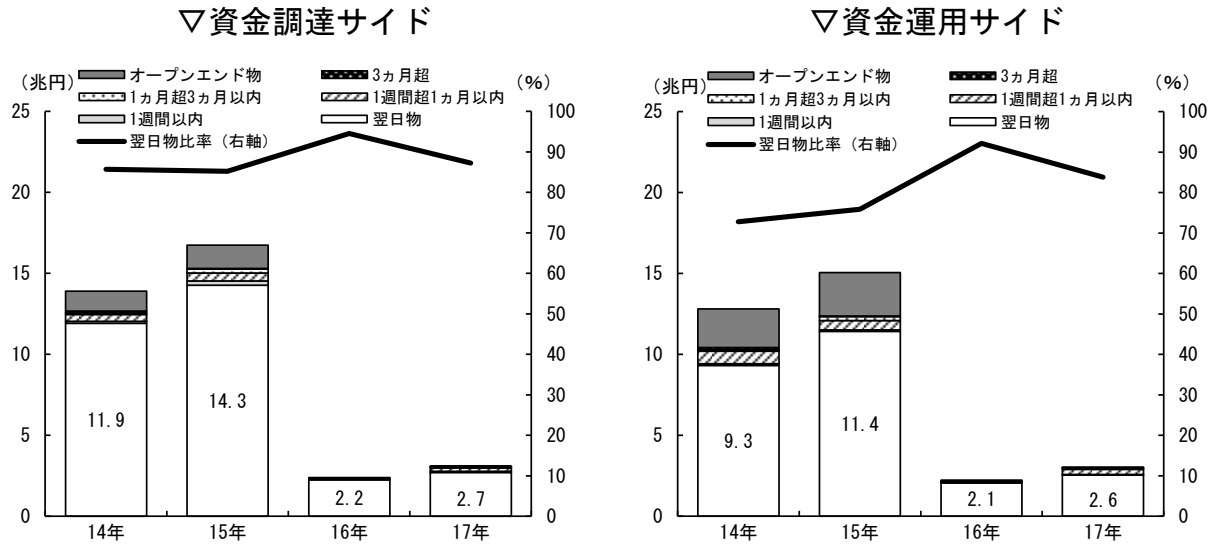
図表10 有担保コール市場の取引残高

▽資金調達サイド

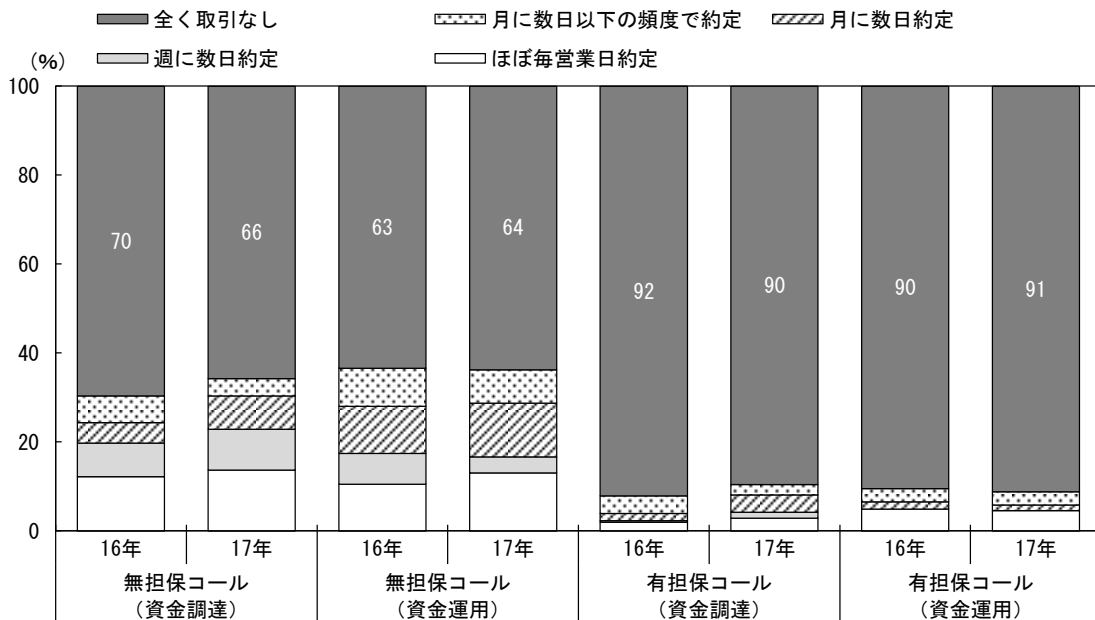
▽資金運用サイド



図表 11 有担保コール取引のターム別残高



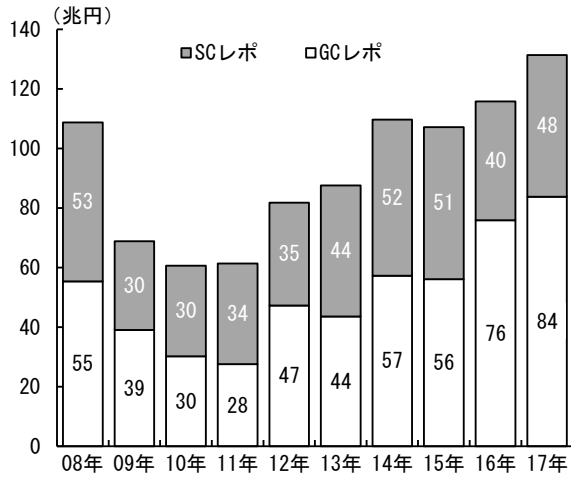
図表 12 コール取引の約定頻度



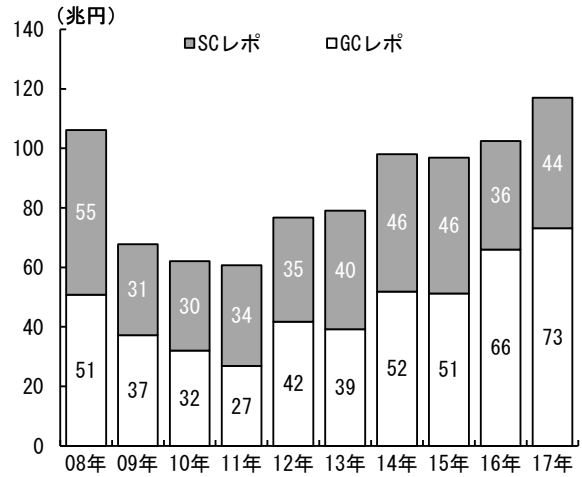
図表 13 レポ市場の取引残高

<取引の種類別>

▽資金調達サイド

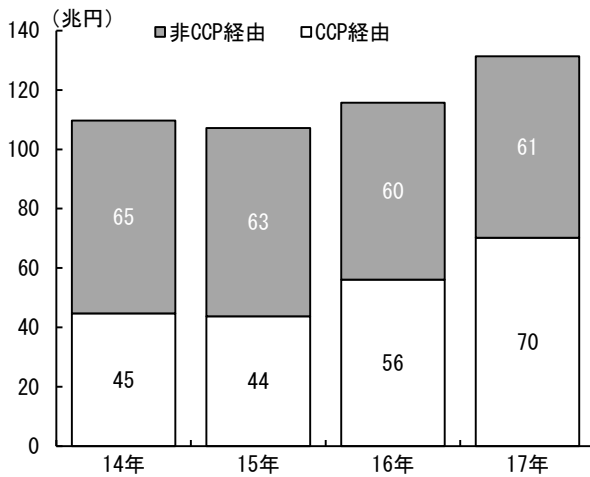


▽資金運用サイド

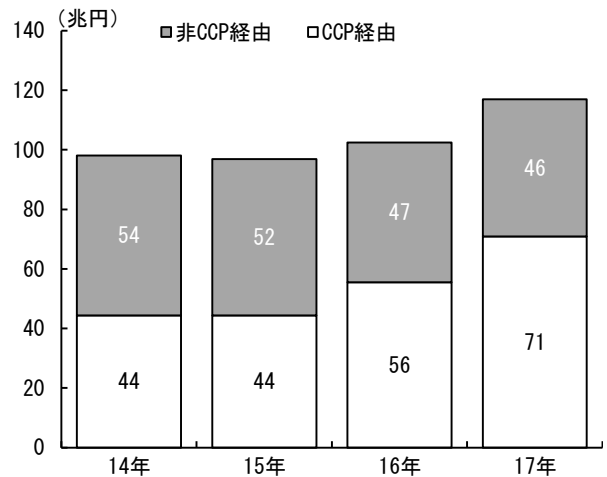


<CCP 経由<sup>(注)</sup>・非 CCP 経由別>

▽資金調達サイド



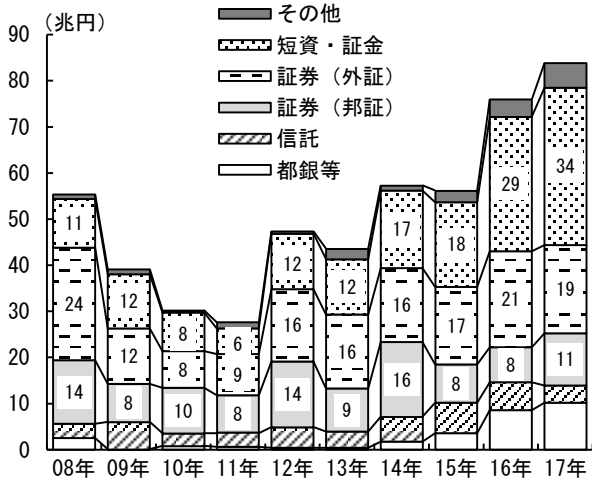
▽資金運用サイド



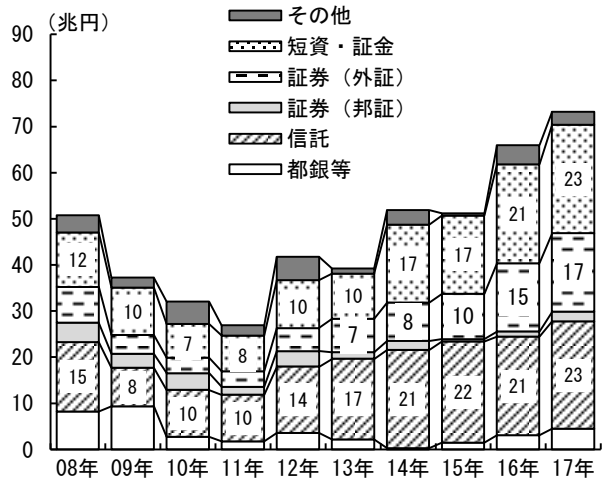
(注) 日本証券クリアリング機構を経由した取引。

図表 14 G Cレポ市場の取引残高

▽資金調達サイド

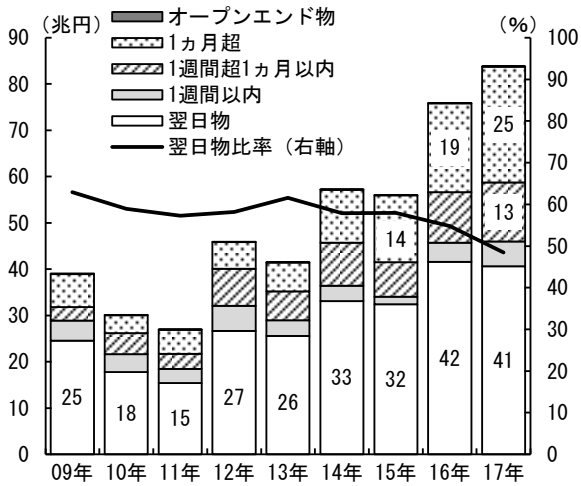


▽資金運用サイド

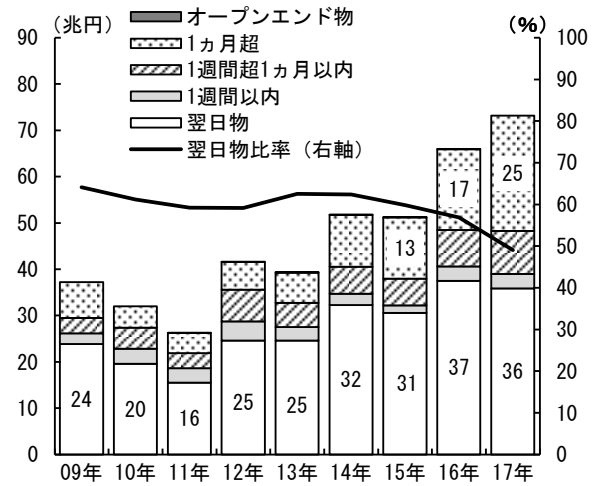


図表 15 G Cレポ取引のターム別残高

▽資金調達サイド



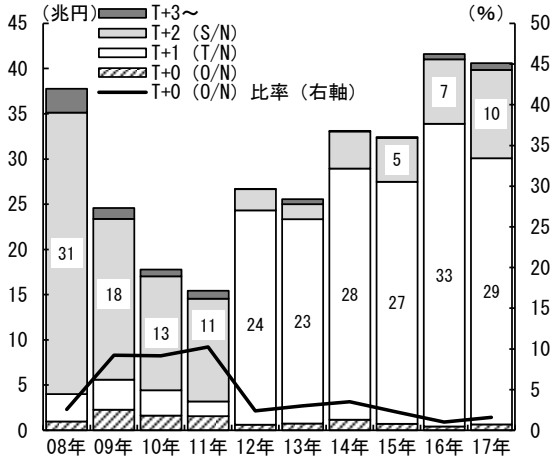
▽資金運用サイド



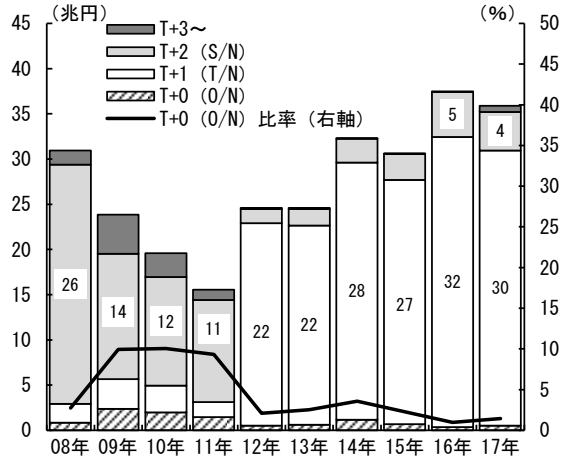
図表 16 GCレポ取引の約定日別残高

<翌日物>

▽資金調達サイド

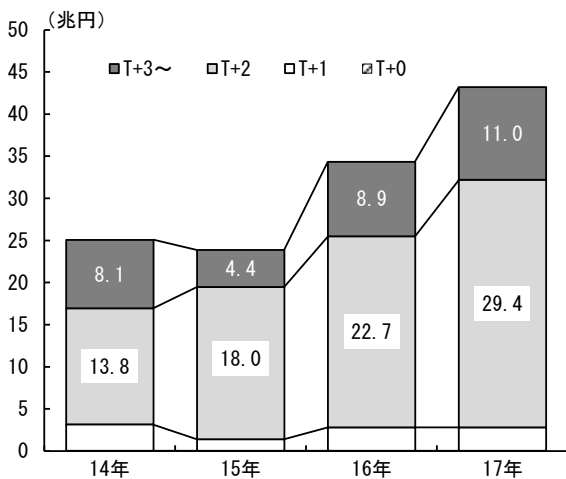


▽資金運用サイド

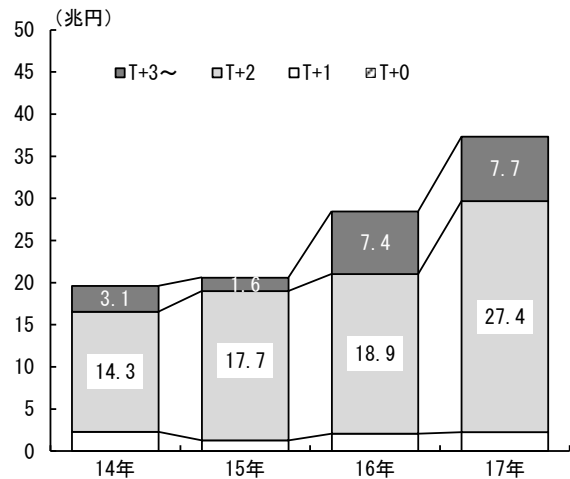


<ターム物>

▽資金調達サイド



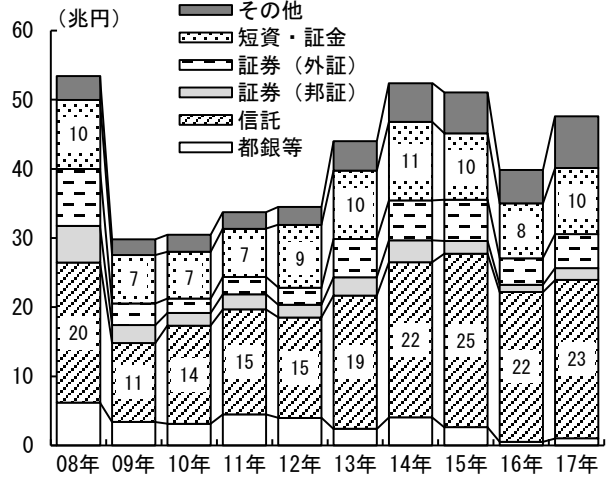
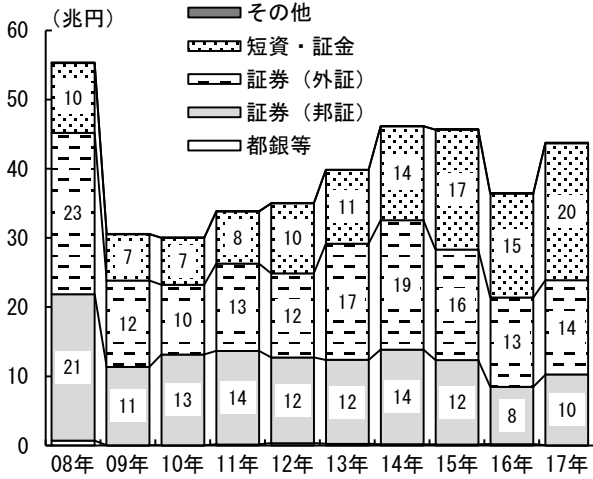
▽資金運用サイド



図表 17 SCLレポ市場の取引残高

▽債券調達サイド

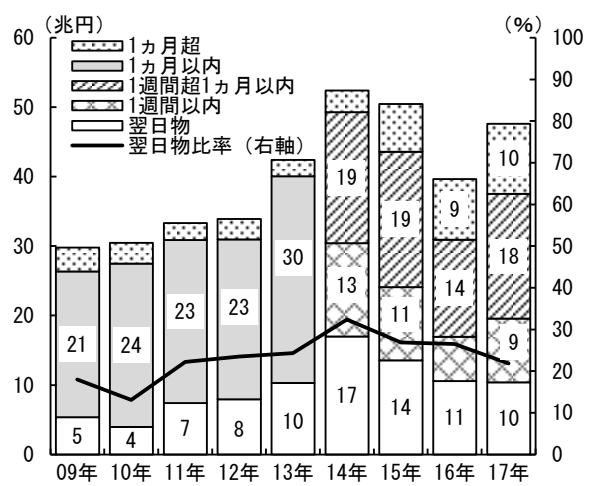
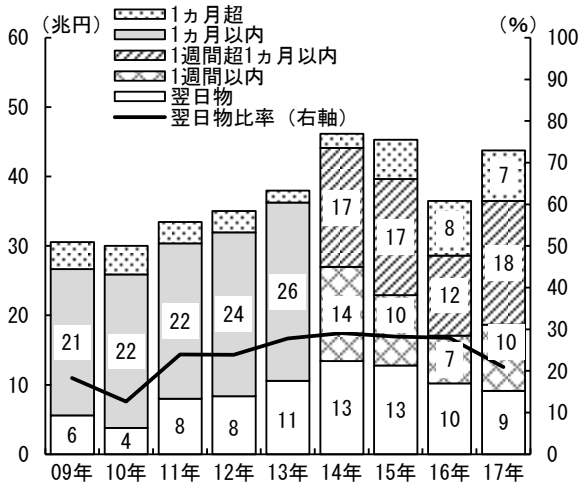
▽債券運用サイド



図表 18 SCLレポ取引のターム別残高

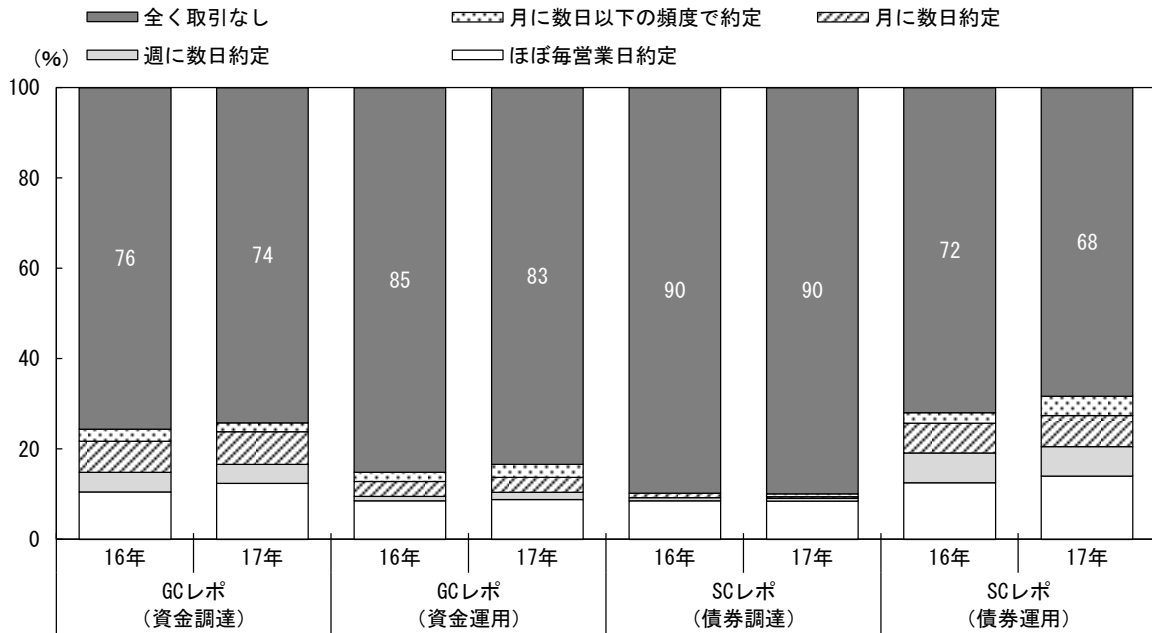
▽債券調達サイド

▽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。

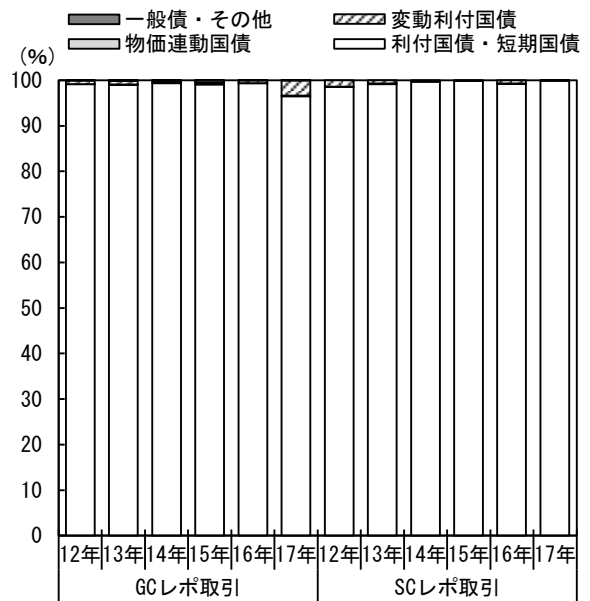
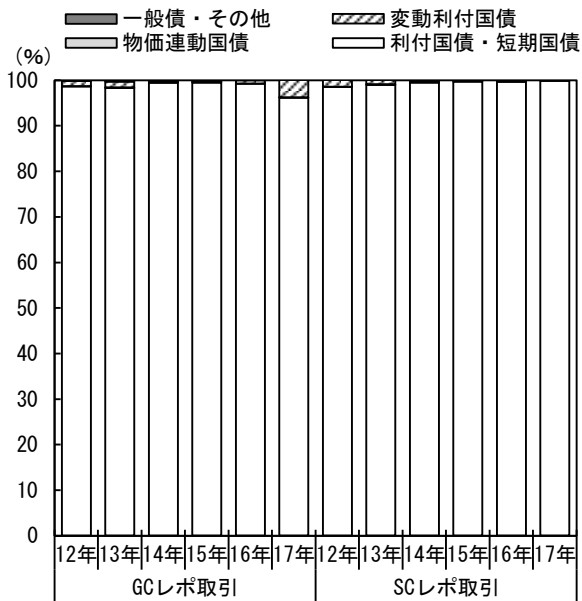
図表 19 レポ取引の約定頻度



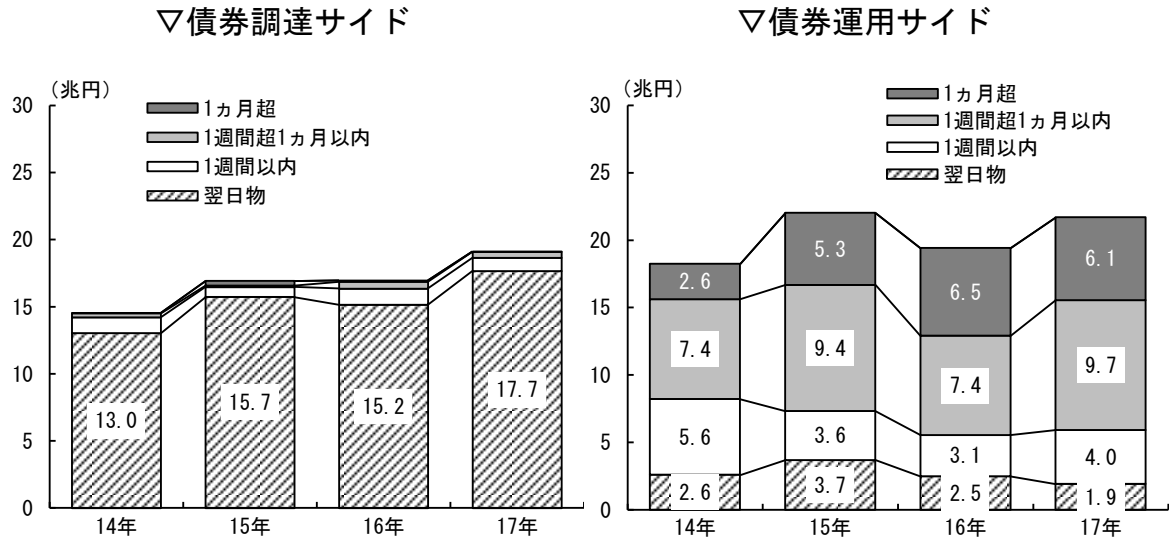
図表 20 レポ取引の担保債券別残高シェア

▽債券調達サイド

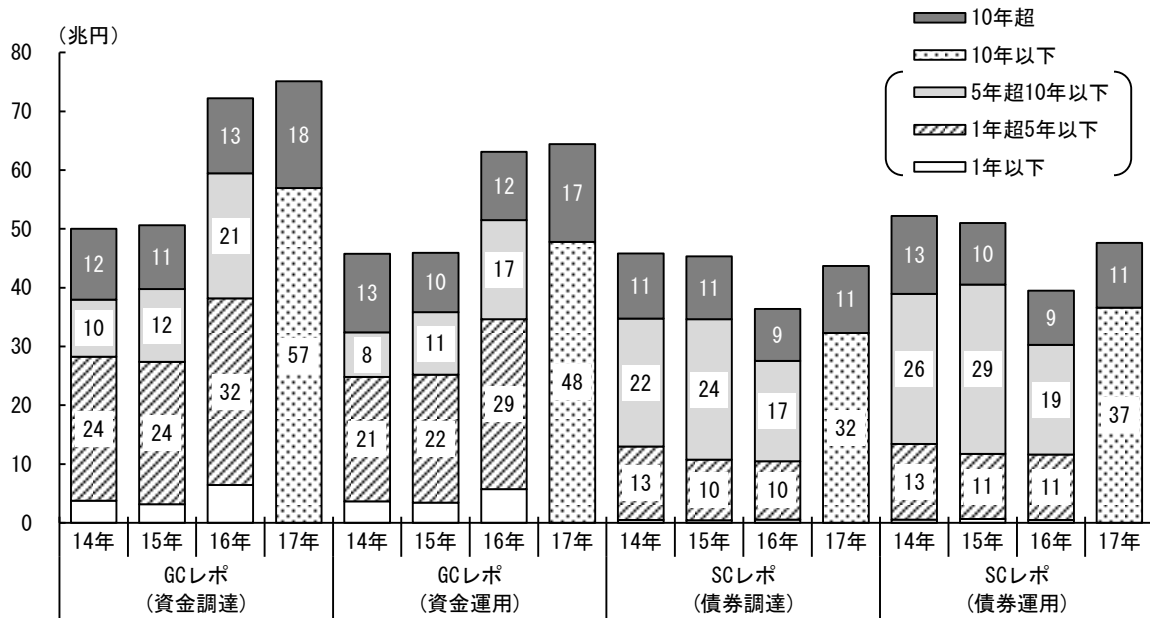
▽債券運用サイド



図表 21 運用有価証券信託でのレポ取引のターム別残高



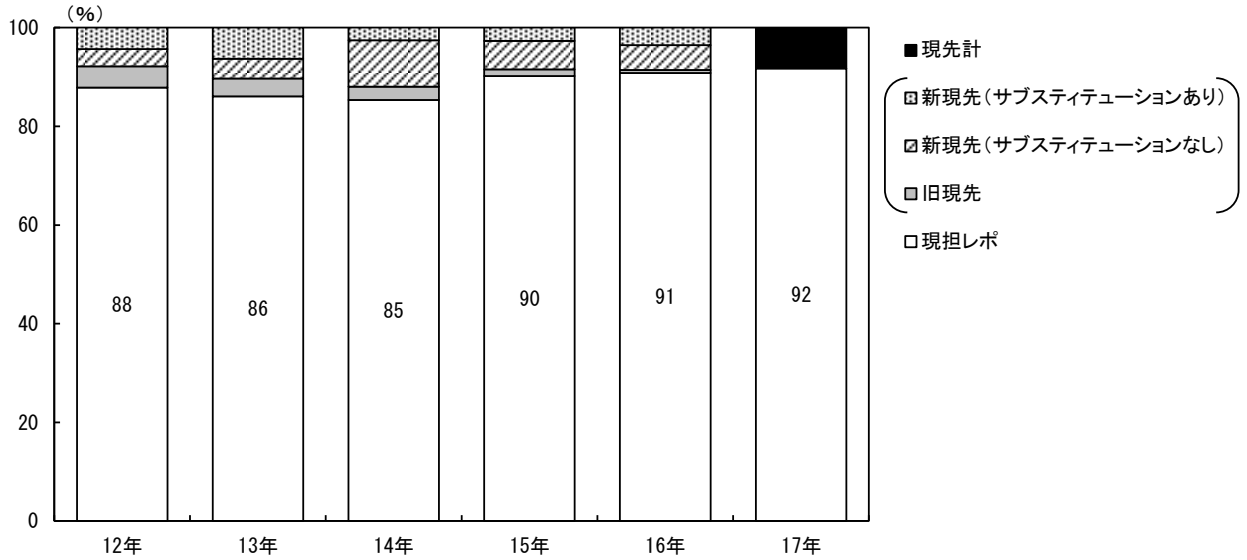
図表 22 レポ取引の担保債券の残存期間別残高



(注) 普通利付国債を担保とした取引が対象。17年より、調査項目「5年超10年以下」、「1年超5年以下」、「1年以下」を「10年以下」に統合。

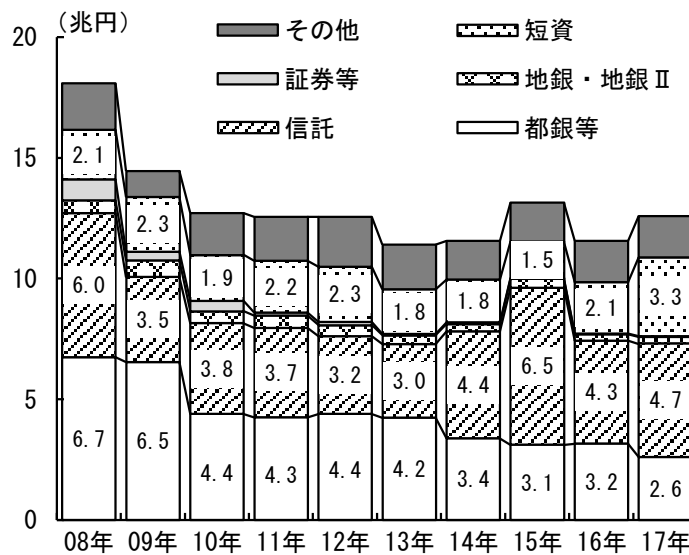


図表 23 レポ取引の契約形態別残高シェア



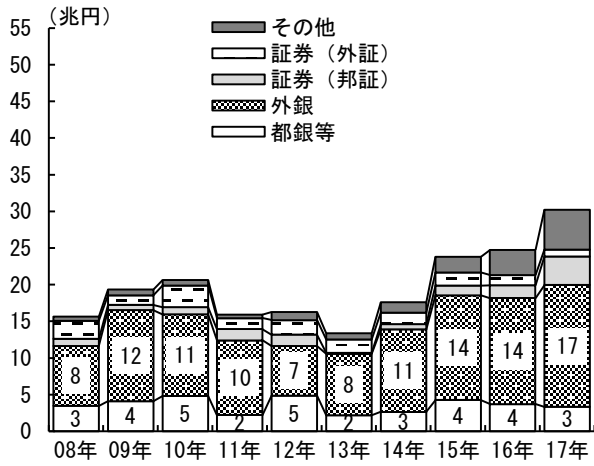
(注) 資金調達・運用ベース。17年より、調査項目「新現先(サブステイテューションあり)」、「新現先(サブステイテューションなし)」、「旧現先」を「現先計」に統合。

図表 24 業態別CP保有残高

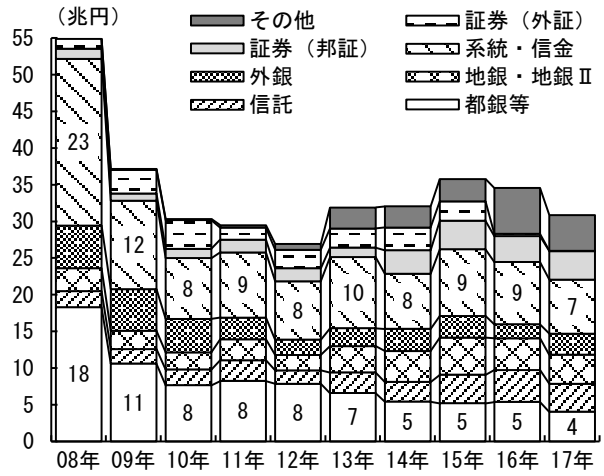


図表 25 海外との円資金取引残高

▽円資金調達サイド



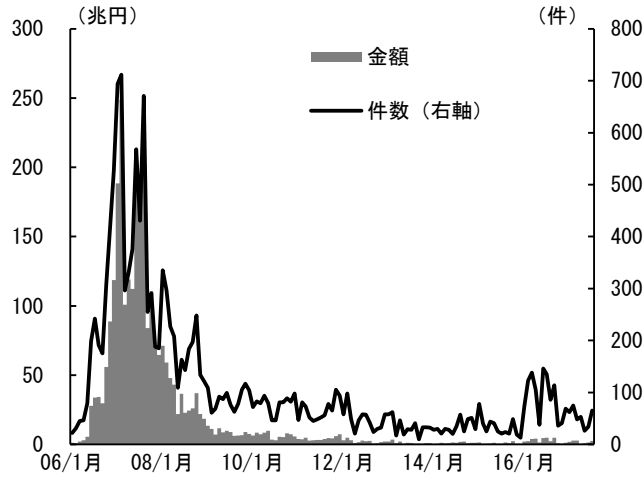
▽円資金運用サイド



(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。

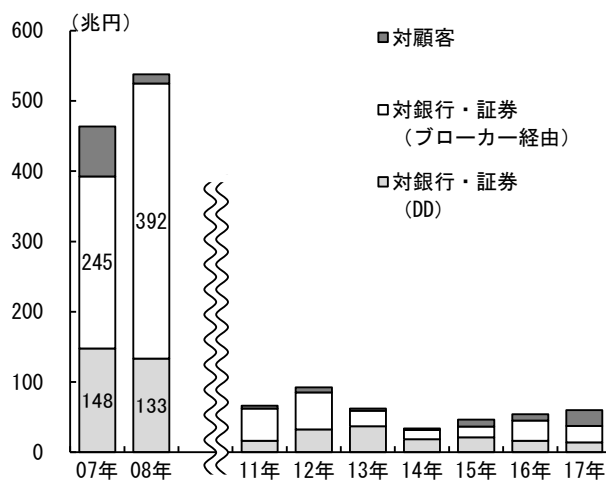
図表 26 円 O I S 取引の状況

▽ブローカー経由の取引高、取引件数



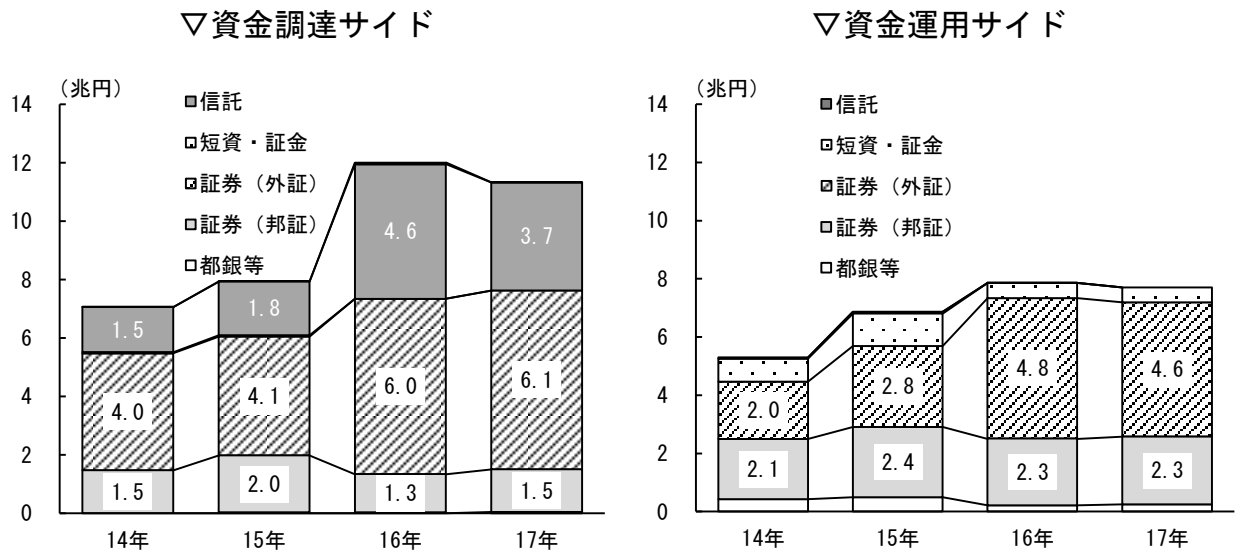
(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

▽取引残高



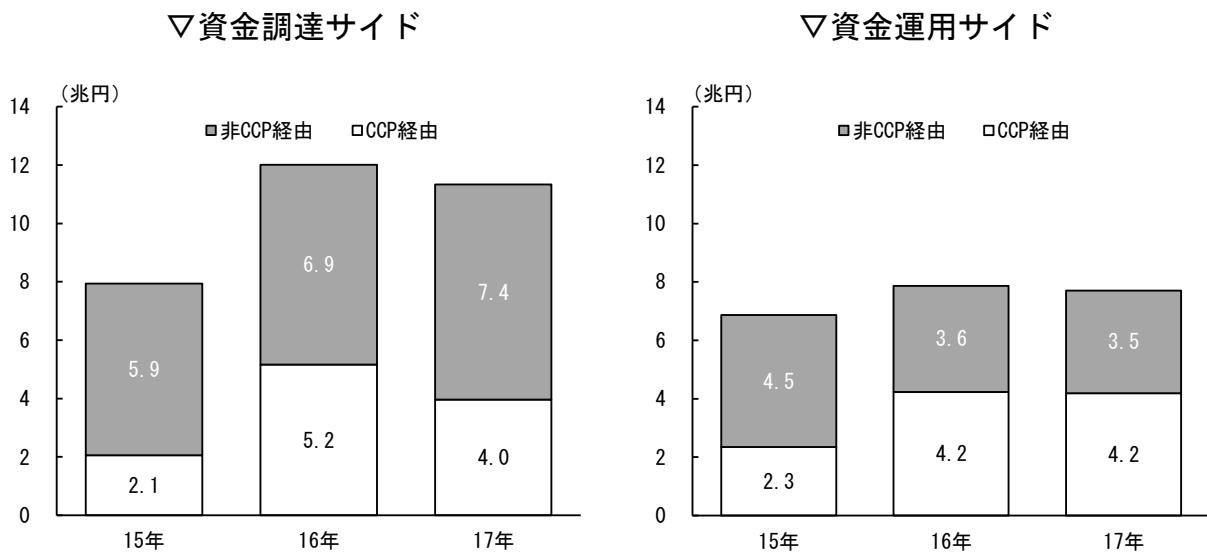
(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

図表 27 現金担保付株券等貸借取引<sup>(注1)</sup>の残高  
 <業態別>



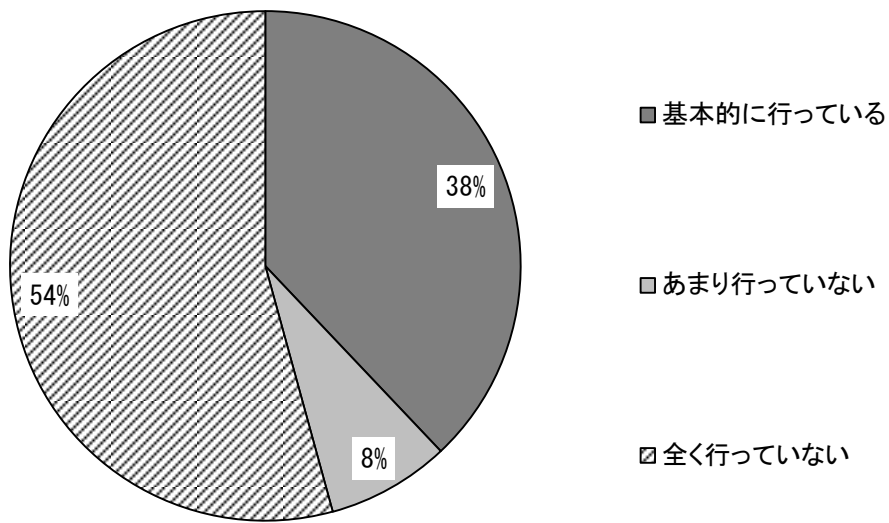
(注1) 制度信用取引、一般信用取引、貸借取引（金融商品取引業者・証券金融会社間）は含まれない。  
 (以下、同様)

<CCP 経由<sup>(注2)</sup>・非 CCP 経由別>



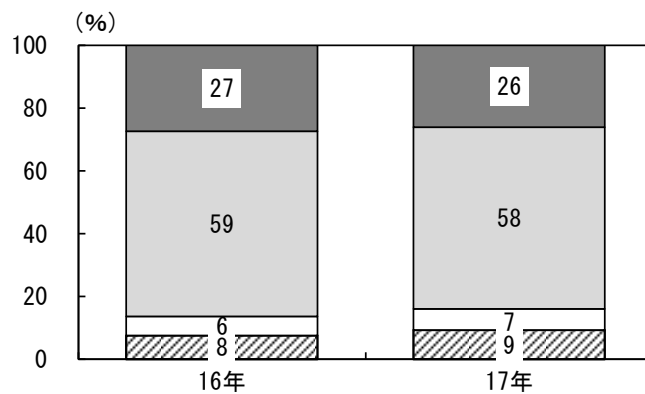
(注2) ほふりクリアリングを経由した取引。

図表 28 日銀当座預金の3層構造を利用した裁定取引のスタンス



図表 29 日銀当座預金の運用スタンス

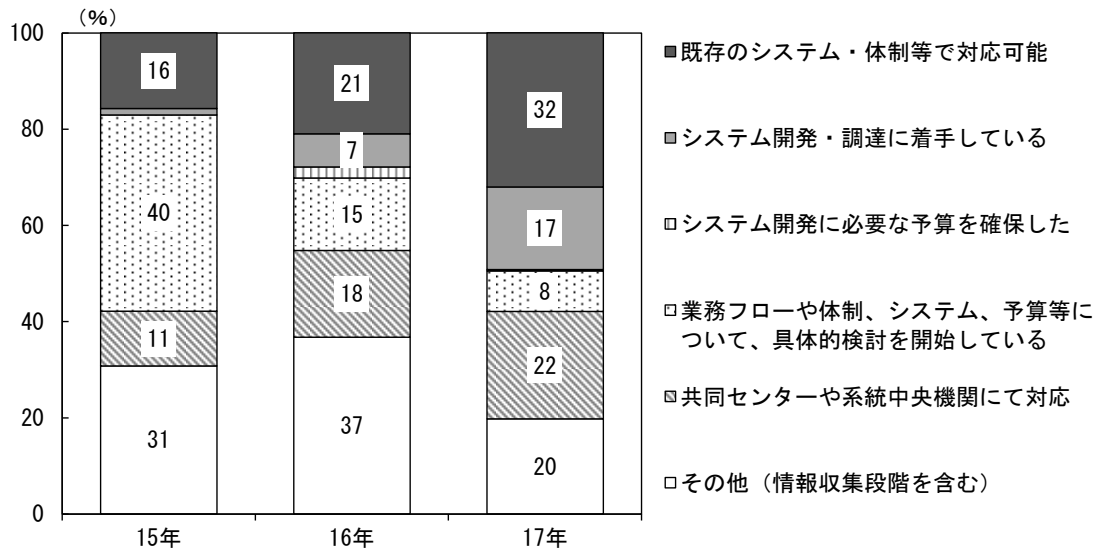
- プラス金利のみが適用されるよう当預残高を調節している
- プラス金利またはゼロ金利のみが適用されるよう当預残高を調節している
- 上記以外の目安を設けている
- 目安を設けていない



(注) 日銀当座預金保有先のみ。

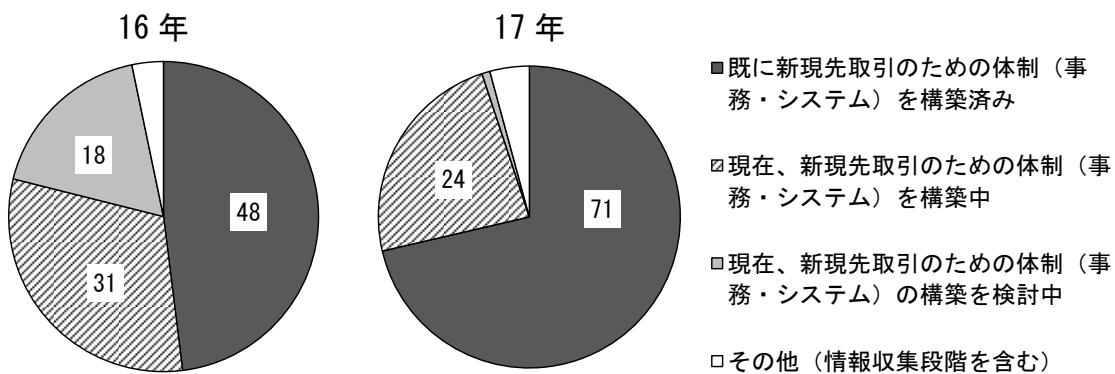
図表 30 諸課題への取り組み状況

▽国債の決済期間短縮化に向けた取り組み状況 (注1)



(注1) 18年5月より実施予定の国債の決済期間短縮化に向けて、どの程度取り組みが進められているのかを調査。

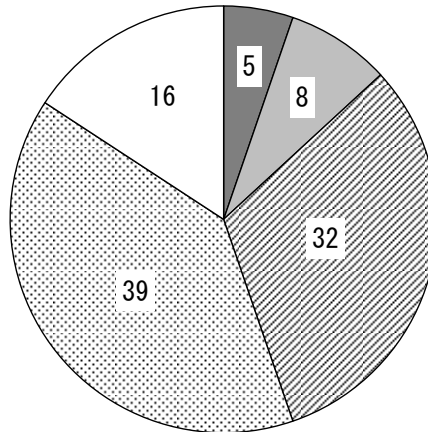
▽新現先取引への移行状況 (%) (注2)



(注2) GC レポ取引の資金運用・調達額の合計値に基づく取引残高ベース。対象は、17年7月中にレポ取引の約定を行っていることが確認された133先。

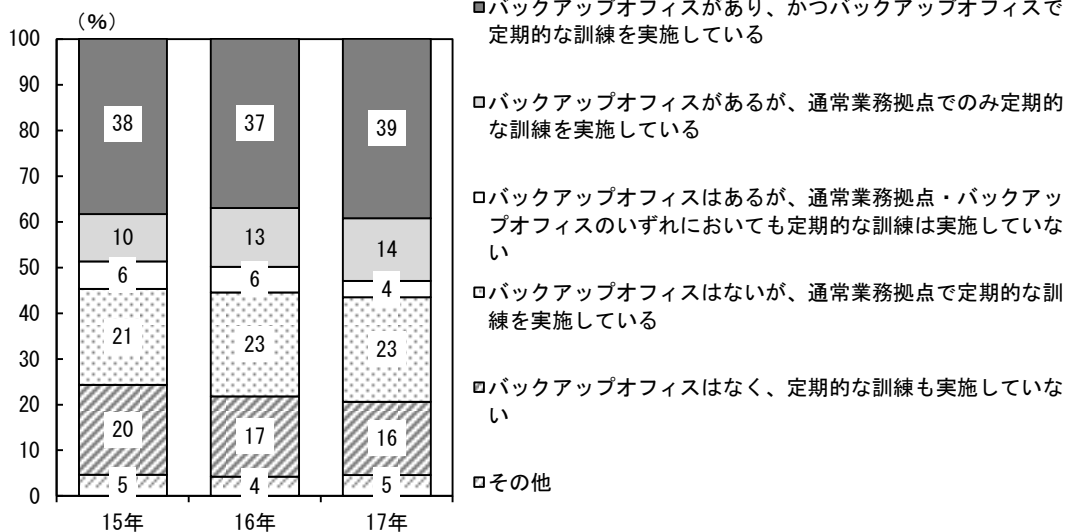
▽銘柄後決め GC レポ取引に対応した新しい基本契約書の利用状況 (%) (注3)

- 新しい基本契約書をすでに利用して契約締結したことがある
- ▣ 2017年12月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- ▤ 2018年3月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- ▥ 2018年5月頃までに新しい基本契約書を利用して契約締結する予定
- 国債T+1化までに新しい基本契約書を利用する予定はない

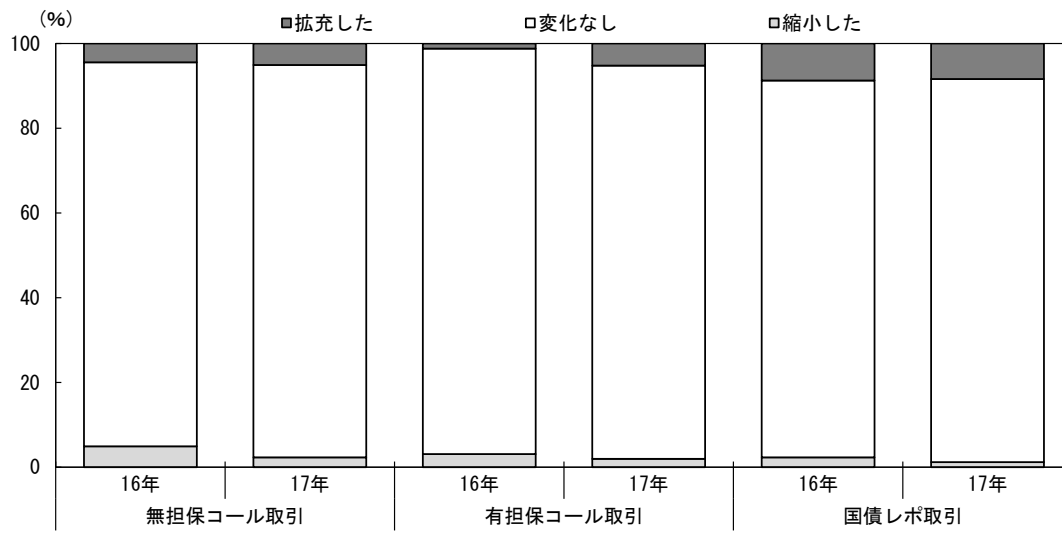


(注3) 対象は、17年7月中にGCレポ取引を行っており、JSCCの国債清算に参加している先または18年5月までに参加を予定している先。

▽バックアップ拠点体制と市場レベルBCP



図表 31 事務体制の変化

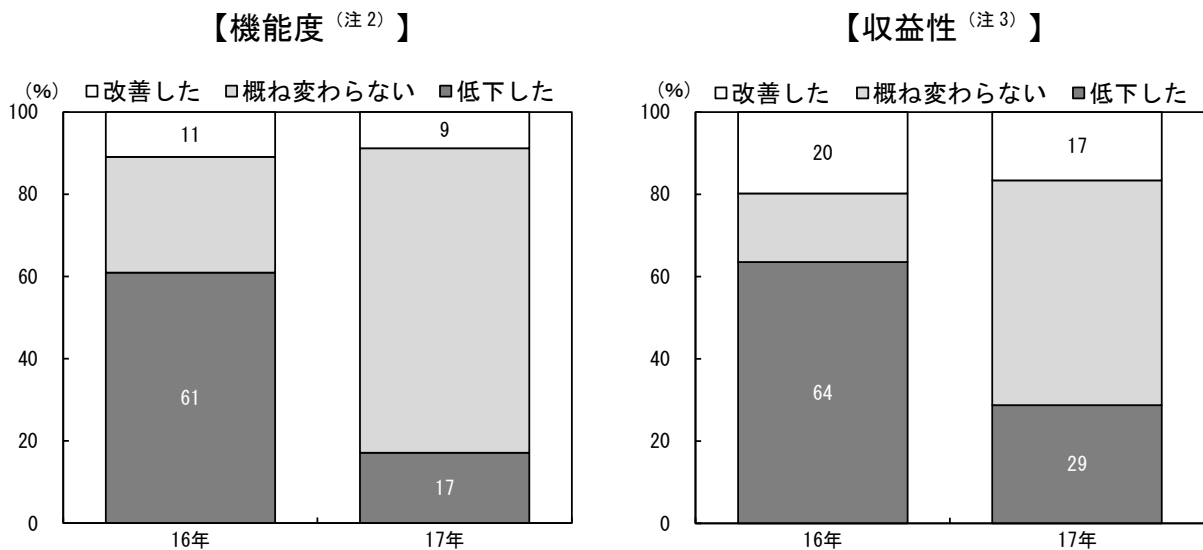


(注) 前年と比べた変化を回答。



図表 32 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)

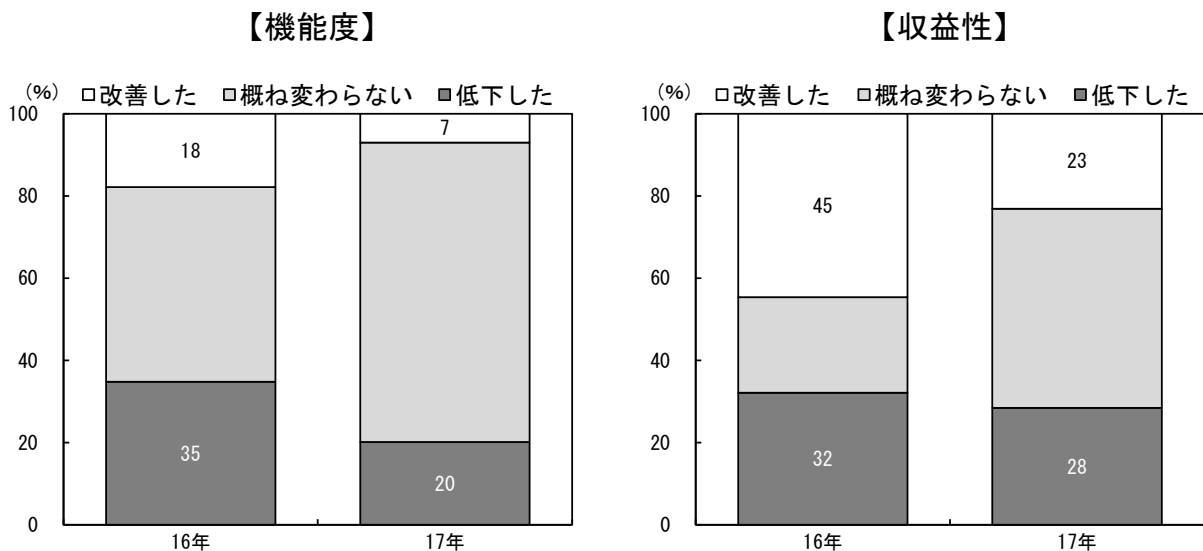


(注1) コール取引または国債レポ取引の少なくとも何れかについて約定を行っている先のみが回答。

(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)

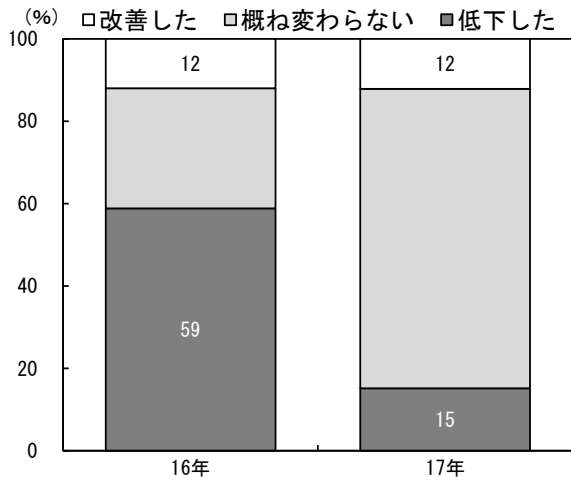
▽国債レポ取引 (注4)



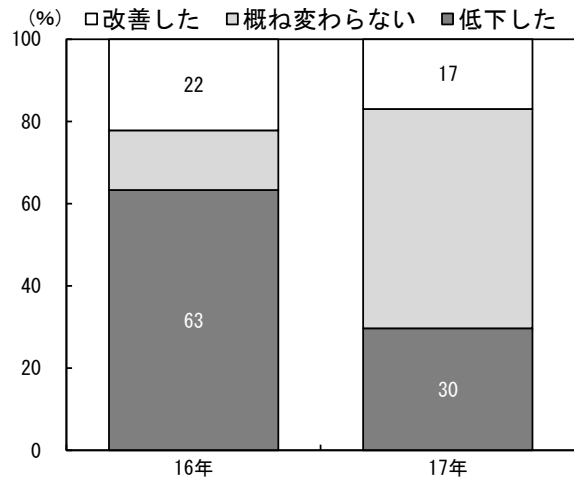
(注4) 国債レポ取引の約定を行っている先のみが回答。

▽無担保コール取引 (注5)

【機能度】



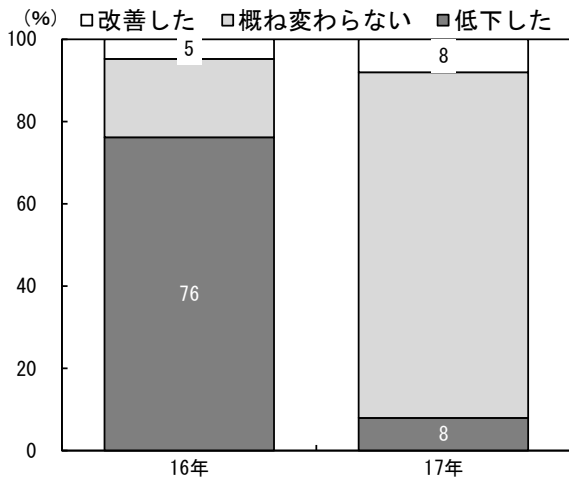
【収益性】



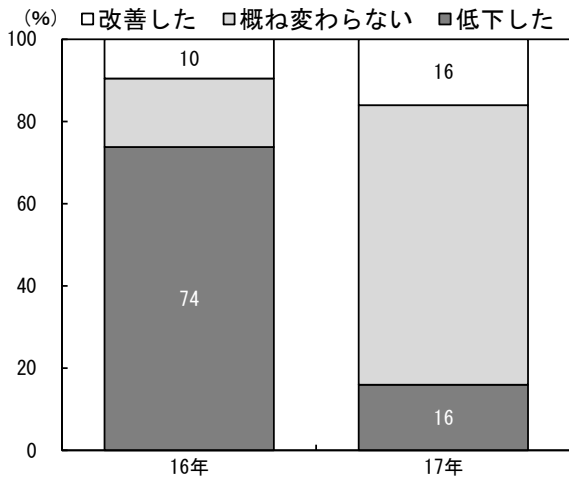
(注5) 無担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

▽有担保コール取引 (注6)

【機能度】



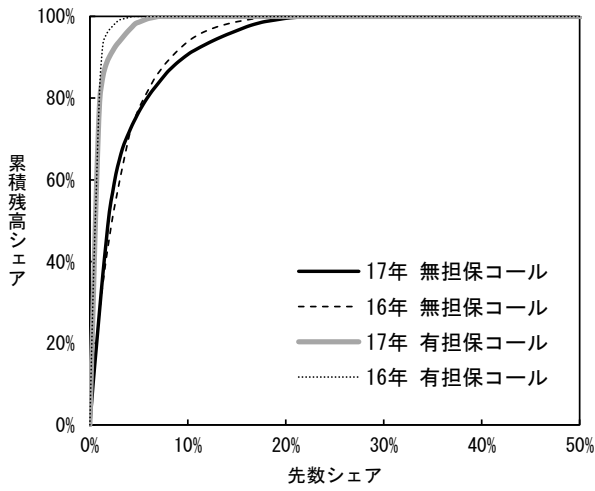
【収益性】



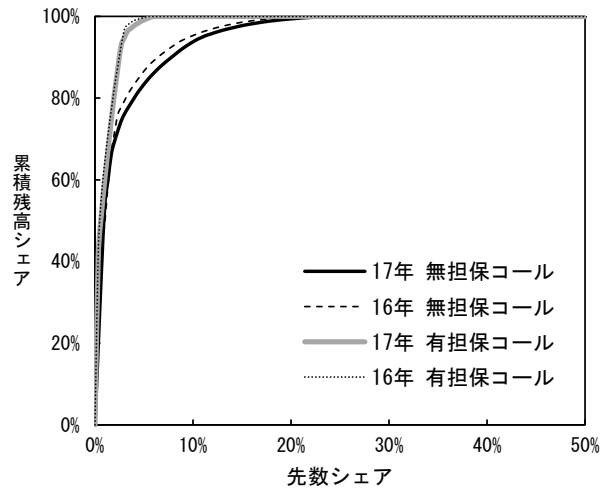
(注6) 有担保コール取引の約定を行っている先のみが回答。

図表 33 各市場の取引集中度

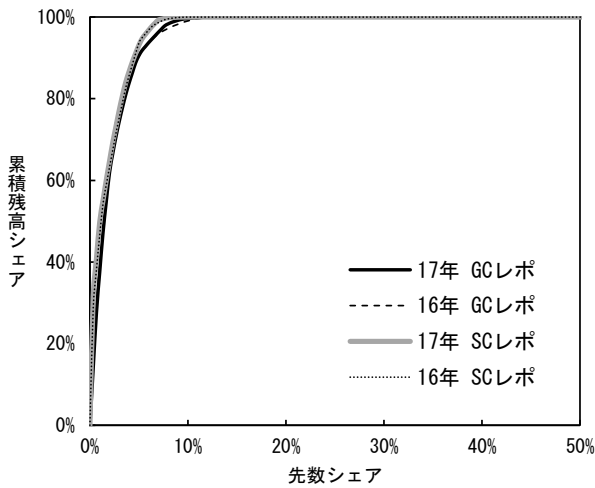
▽コール市場・資金調達サイド



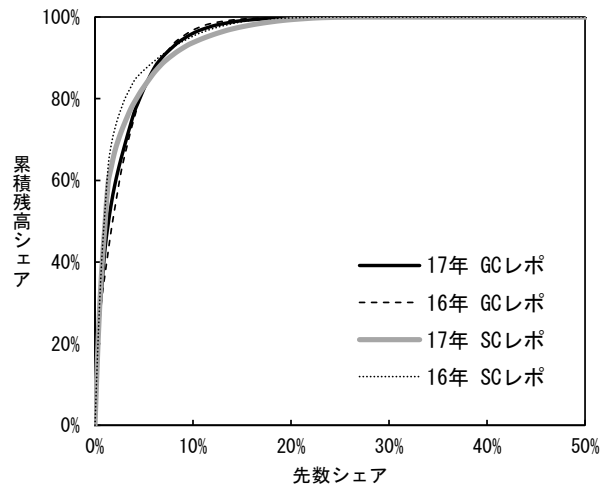
▽コール市場・資金運用サイド



▽レポ市場・債券調達サイド



▽レポ市場・債券運用サイド



以 上