

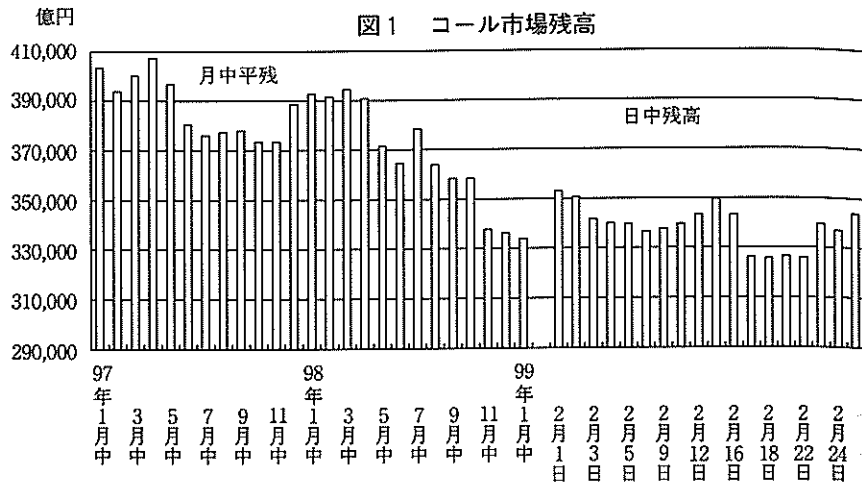
# 短期金融市場の現状

二上季代司

先月一二日、日銀が無担保コール翌日物（翌日に返済する超短期もの）金利の誘導水準のゼロ%も容認する緩和策を決めたことで、一七日には同金利水準の加重平均が普通預金金利の〇・一%を割り込み〇・〇八%まで低下、出し手大手の生命保険が資金をコールから普通預金にシフトさせてコール市場資金が急減（図一）、コール市場の流動性が大きく損なわれるという事態が発生した。

コール・手形市場に代表されるインターバンク（市場参加者が金融機関などに限られている）短期金融市場は、①準備預金を互いに融通しあう資金繰りの市場、②金利観に基づくファンディング・デューリングの市場、という二面的性格を持っている<sup>(1)</sup>。一九八八年一二月の「短期金融市場運営の見直し」以来、短期金融市場には市場メカニズム活用をめざしたさまざまな改革が加えられてきた（短期金融市場研究会【一九九〇】参照）。このうち、コール・手形市場における気配値制度の廃止、日銀オペにおける入札制の導入が特記されるべき措置とされている。要するに八八年以来の改革は市場間金利裁定を円滑にし、市場メカニズムが有効に働く市場にするという目的を持っていたのであり、「資金繰りの市場」という側面よりも「デューリングの市場」という性格を重視した改革案が採られてきたといつて良からう。その背景として、八〇年代に始まる短期オープン（事業会社なども市場に参加できる）市場の多様化・拡大（CDⅡ譲渡性預金の創設、円転規制撤廃Ⅱユーロ円預金の拡大、CPⅡコマーシャルペーパーの創設など）によって八〇年代中期にはインターバンク市場からオープン市場に資金が流

図1 コール市場残高

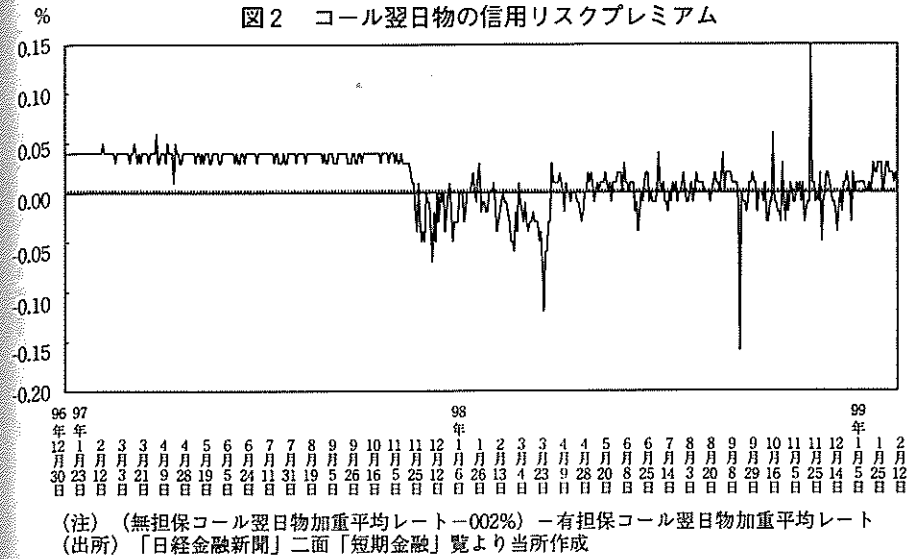


(出所) 「日本銀行月報」等より当所作成

出、インターバンク市場のアベイラビリティが低下、金融調節への悪影響が懸念されたという事情があげられる。そしてこれらの改革によって、インターバンク市場とオープン市場との金利格差が解消、参加者の資金デューリングが活発化、インターバンク市場への資金環流によってアベイラビリティが向上、金融調節のトランスミッション効果（預金金利、貸出金利への波及効果）も向上したという評価が与えられている。

ところが、一〇年後の今日、金利水準の異常な低下の中でインターバンク市場における価格メカニズムが再び機能不全をおこしかけている。本文で見るとこの機能不全は拓銀・山一証券の破綻をきっかけに九七年一月末から始まっており、一年半も続いているのである。しかしこれと平行して、現金担保付き債券貸借取引（いわゆる日本版レポ——以下、「債券レポ」と略）が急速に規模を拡大、短期金融市場の構造的な変化も見られるのである。そこで以下では、①この間において、コール・手形市場にどのような変化が起こっているのか、②短期金融市場としての資質について「債券レポ市場」ほどの程度まで条件を備えているか、といった点について簡単にまとめてみた。

図2 コール翌日物の信用リスクプレミアム



1 インターバンク市場(コール・手形市場)の動向<sup>(2)</sup>

図2は、有担保コール翌日物(出し手ベース)の加重平均レートと無担保コール翌日物の加重平均との差を日次ベースで見たものである<sup>(3)</sup>。この意味するところは、出し手にとって無担保コールは有担保コールに比べてカウンターパーティに対する信用リスクがあり、信用リスクプレミアム分だけレート格差があつて当然、ということである。これを念頭に置いてもう一度図2を見ると、九七年一月二日までは、リスクプレミアムは規則的にほぼ〇・〇四%であつたが、週明けの二五日からはそれまでの規則正しい関係が失われていると分かる。

次の図3は、無担保コール翌日物の日中の最高レートと最低レートの幅を图示したものである。これを仮に「日中レート幅」と呼ぶと、やはり九七年一月二日までとその後は大きく違つており、二五日以降は日中レート幅が極端に大きくなつている。そこで、分析の対象期間を、①第一期(九七年一月二日まで)、②第二期(同年一月二五日から九八年九月九日)日銀が無担保コール翌日物レートを〇・二

五%へ低め誘導した政策転換日まで)、③第三期(同年九月一〇日から九九年二月二二日)同じく日銀が同右レートを〇・一五%へ低め誘導した政策転換日まで)、④第四期(それ以降現在まで)の四つに分け、それぞれについて日中のレート幅の平均値を計測してみた(表1)。これによると無担保コール翌日物、一週間物、二週間物、有担保翌日物すべてについて第二期にレート幅の平均値が高くなつているが、その程度は短めの物ほど高くなつている。とくに無担保コール翌日物のそれが際だつて高く、第三期以降やや落ちついてきてはいるものも現在においてもなお日中のレート幅の平均が〇・六%台と高位にとどまつている。しかし、無担保コールの日々の加重平均レートについてみると、その標準偏差が際だつて高くなつてはいるわけではなく、各期間にわたつて大きく変動しているのではないことが分かる(有担保コール翌日物についても同様である)。

以上から、次のように推論して良からう。①九七年一月二五日以降一部の銀行・証券会社の破綻により信用不安が高まり、コール市場において一部の金融機関が資金繰りのため窮迫金利でコールを取り漁る動きが顕在化、この動きが現在に置いても沈静化していないこと、②この取り漁りが、短か目物とくに無担保コール翌日物に集中、これが日中レート幅の拡大に導いたと考えられること、③これに対して日銀が、九七年一月二五日以降恒常的に大規模な金融調節を行い、その際、無担保コール翌日物レートを誘導目標としたことから、それまでの有担保コールと比較した場合のリスクプレミアムがレート差として反映しなくなったこと、④日銀の介入により加重平均レートとしては落ちついて見えるもののかえつて無担保コール翌日物の日中レート幅を拡大した、と推論される。

以上の推論の状況証拠として、次のような趣旨の記述がある(加藤【一九九八】)。九七年一月はじめには三洋証券の破綻により無担保コール市場においてデフォルトが発生、続いて二四日には山一証券の自主廃業の報道

図3 無担保コール翌日物日中レート幅

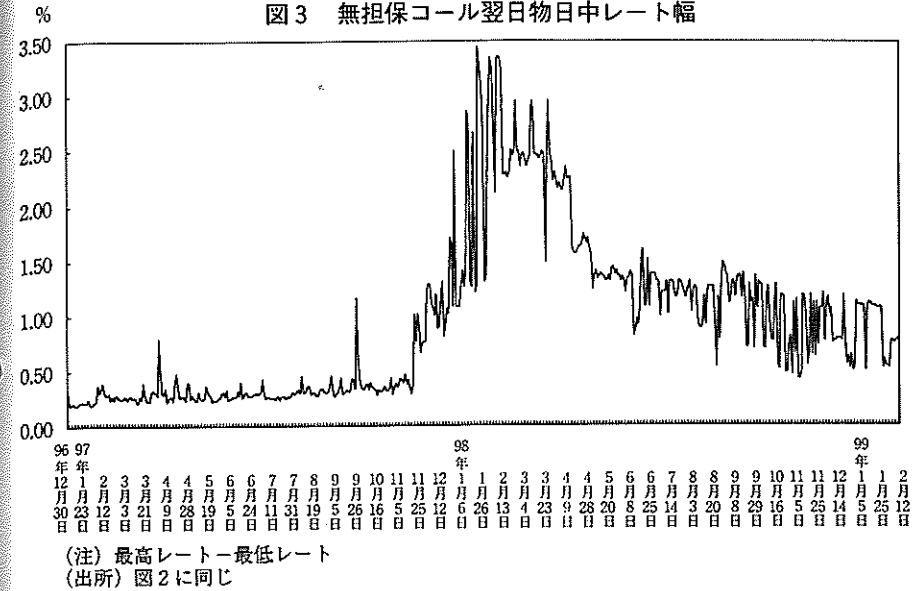


表1 コールレートの日中レート幅

	1996年12月30日 ~97年11月21日	97年11月25日 ~98年9月9日	98年9月10日 ~99年2月12日	99年2月13日 ~2月26日
(レート幅=最高レート-最低レート)				
無担保コール翌日物 (平均)	0.29	1.64	0.95	0.66
有担保コール翌日物 (平均)	0.24	0.76	0.67	0.42
無担保コール一週間物 (平均)	0.17	0.27	0.20	0.11
無担保コール二週間物 (平均)	0.10	0.15	0.19	0.11
(参考)				
無担保コール翌日物加重平均 (平均)	0.49	0.43	0.24	0.11
(標準偏差)	0.030494	0.049834	0.041422	0.014491
有担保コール翌日物加重平均 (平均)	0.43	0.42	0.23	0.07
(標準偏差)	0.033211	0.050392	0.047651	0.019551

(出所) 「日経金融新聞」二面「短期金融」欄より当所作成。

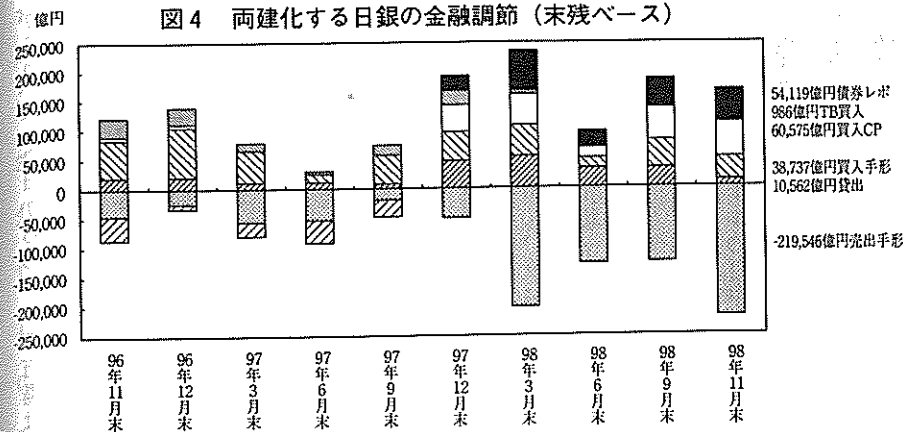
があり、二五日からのコール市場は大混乱。出し手サイドが超短期ものに運用をシフト(ターム物の手控え)、一部の信用度の高い金融機関に対してだけ資金を出したがる傾向が顕著となり、調達サイドでは午後一時の交換尻に資金決済が集中するため午前中に資金を確保しようとビッドレートが上昇、これに対して日銀が二度にわたって計七千億円の買入手形をオファー、徹底して流動性を供給し、無担保コール翌日物のレート沈静化に努めたこと、しかしこの結果として午後には資金が余剰となってレートが急降下、余剰の資金を午後五時(為決)スタートの売出手形で吸収するという変則的な金融調節が日銀によって行われた、とされる<sup>(4)</sup>。このように午前中に買入手形オペで資金を供給し、営業終了直前に売出手形オペで吸収するという変則的な金融調節はその後も継続されているのである。その結果、日銀の金融調節は両建化を拡大させている(図4)。

とくに手形市場では、①印紙税その他の理由で銀行の短期融資が当座貸し越し等、手形振り出しを伴わない形態に移行していることから民間金融機関における手形の造成率が低下、これに加え②手形市場は日銀オペの主力手段であることから、手形売買のカウンターパーティはほとんど日銀ということになっている。例えば、一九九一年末現在、手形市場一七兆円強のうち、民間金融機関同士が売買している部分(いわゆるプロパー手形)はわずか六四〇億円にすぎない。

以上のように、無担保コール翌日物では市場メカニズムによって正常なレート形成がなされていないように見える。無担保コールの日中の最高レートは九七年一二月末以降、ほとんどの営業日で翌日物がターム物、例えば一週間物を上回っている(図5)。これは長め資金を取れない一部の金融機関が資金繰りのためやむなく翌日物レートをつり上げて資金を取り漁る傾向がいまに至るも沈静化していないことを示すものである。

以上のようにコール市場ではより原基的な機能である「資金繰り」の側面が前面に出て、八八年の改革以来、

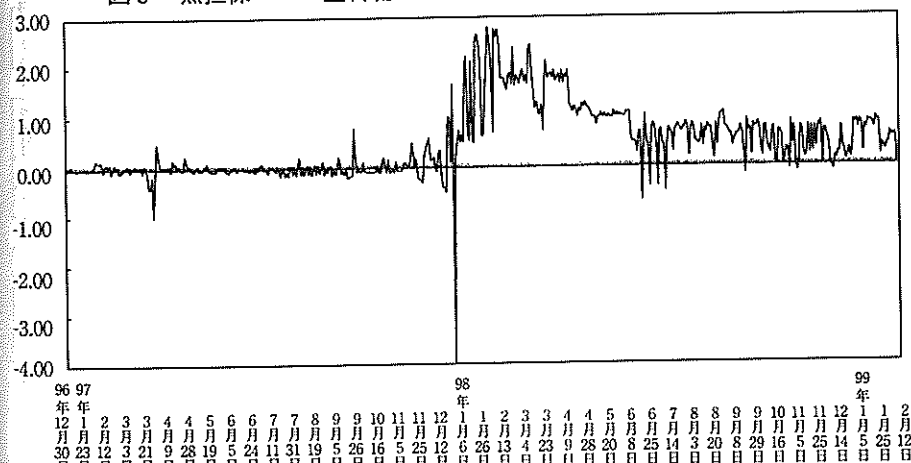
図4 両建化する日銀の金融調節（末残ベース）



貸し出し
  買入れ手形
  買入れCP
  買入れTB
  債券借り入れ
  売り出し手形
  FB売却

(出所) 日本銀行「経済統計月報」より当所作成

図5 無担保コール翌日物と一週間物とのレート格差（最高レート）



(注) (無担保コール翌日物最高レート) - (無担保一週間物最高レート)  
 (出所) 図2に同じ

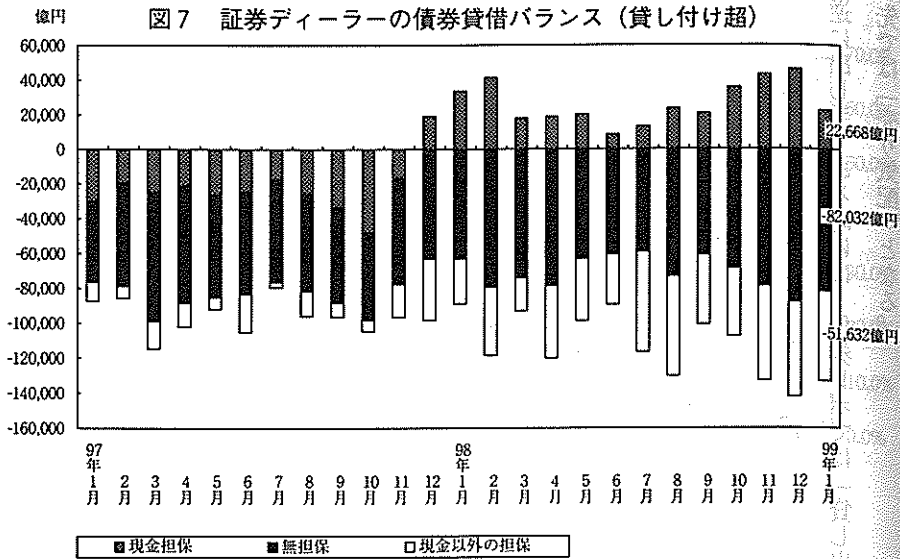
市場関係者がめざしてきた金利観に基づくファンディング・デューリングの市場、金利裁定が働くことによりトランスミッション効果を期待する市場的側面が後退している。もちろん、広い意味では市場間裁定が働いているからこそ、冒頭で見たようにコール市場から資金が流出しているのであるし、トランスミッション効果を期待して日銀は無担保コールレートを金融政策の誘導目標としているのである。しかし、コール市場では資金流出により流動性が低下、レート形成においてもリスクプレミアムが反映しにくくなっていたり、リスクの高い金融機関は長めの資金がとりにくいなど市場分断現象も生じている。他方、手形市場においても売り手・買い手の両サイドで日銀が最大の勢力となっていることから、ここにおいても自生的な金利観が形成されにくい状況にある。

## 2 市場としても厚みが増す債券レポ市場

これに対し、同じ時期に債券レポ市場は急速に拡大、短期金融市場としてコール市場を凌駕する規模にまで発展している。債券レポ市場は機能的には国債を担保とする資金取引である。しかも、マージンコールの導入（九七年七月）により信用リスクはフリーであり、その裏付けとなる国債残高は巨額に上り、種玉としては事欠かない。従って、債券レポがコール市場の持つ資金繰り機能を代替すれば良いではないかという意見も出ている。

もともと、債券レポはすべて先日付取引（具体的には約定後二日(T+2)以降に受渡し）であり即日スタート（約定日に受渡し(T+0)）のものはほとんどないため機動性に欠け、即日スタートのコール・手形市場の代替は現状では無理であろう。したがって、事務処理がもっと簡便になり即日決済性が確保されれば、資産として健全性の高い債券レポは将来的には短期金融市場の中核となりうる素地をもっているともいえる。

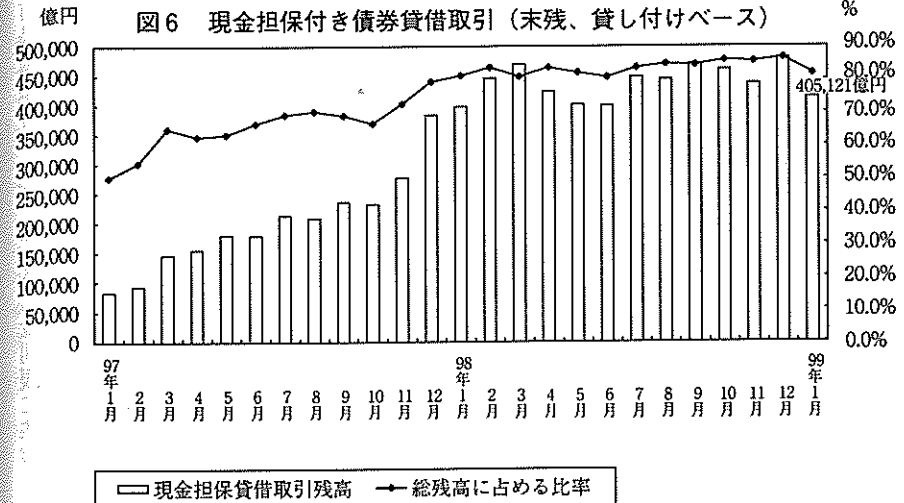
しかし、そのためには市場として十分の厚みを備え、金利指標性が高いことが必要条件である。そこで次に、



(出所) 図6に同じ

り、最近ではそれが拡大しつつあること、逆に、③現金担保での債券貸し付けは九七年一二月から借り入れを上回っておりしかもその規模が拡大しつつあることがわかる。すなわち証券ディーラーは、全体として、無担保あるいは現金以外の担保によって債券を借り入れ、それら債券を手持ち債券とあわせてレポ取引に利用し資金調達する傾向が強まっていることが分かる。なお、日銀による債券レポオペ（資金供給）が九七年一月より始まっているが、そのうち証券会社落札分が先ほど見た証券ディーラー全体の債券レポ貸し付け超過ネットバランスに占める割合は当初は大きかったものも最近では低下して九八年一二月末現在では約二割強（一兆四〇四億円）となっている。したがって、証券ディーラーのネットバランスが日銀オペによって左右される要素は低くなっているといえる。

一方、制約高を見ると、翌日物の比率が上昇しているのであるが（図8）、にもかかわらず回転率は低下しているのである（図9）。このことはタイム物（期日物）の貸



(出所) 日本証券業協会「証券業報」より当所作成

債券レポの市場としての流動性、金利指標性についてみよう。日本証券業協会は毎月、協会員である証券会社から債券貸借取引の成約高と残高について担保別、期間別の内訳を公表している。そのうち、現金担保付き債券貸借取引の残高（末残）およびそれが全体に占める比率を見ると、図6のようになる。これは「貸し付けベース」であり、証券ディーラーが債券を貸し付け（担保として現金を受け入れる）取引である。これに対して「借り入れベース」はその逆、欧米で言うリバース・レポにあたる。「借り入れベース」の残高はここで表示していないが、いずれから見ても現金担保付き債券貸借取引レポは九七年一二月以降、残高を拡大させており、債券貸借取引全体に占める割合も八〇%台にまで高まっている。

次に、貸し付けベースと借り入れベースの残高を比較して、その差し引きバランスを出してみると第七図のようになる。これによると、①無担保での債券貸し付けが借り入れを一貫して下回っていること、②現金以外の担保物件（銀行信用状や債券など）による債券貸し付けも借り入れを一貫して下回

借期間の長期化を反映していると思われる。以上からいえることは、①証券ディーラーにとって債券レポ市場はネットで年末には五兆円を上回る有力な資金調達源泉となつていこと、②証券ディーラーの仲介する債券レポは成約高、残高とも九七年以降、急速に拡大しているが翌日物が割合を高める一方ターム物の長期化も進んでおり、金利観にもとづく値幅稼ぎを活発化させていることが窺える。市場としての厚みは増してきていると言えう。

### 3 債券レポ市場のレート形成

次に債券レポ市場のレート形成は金利指標性として十分かどうか、他市場と金利裁定が働いているかどうかを検討してみよう。この問題については特定の銘柄を指定しない取引（いわゆるジェネラル取引）のレートを収集する必要がある。しかしこれについては現状、「日経金融新聞」二面下欄の「短期金融」覧に記載されている野村証券の気配値しか入手できないので、それを用いることにした。この気配値で提示されている取引は一件が五〇億円、スタート日および貸借期間は区々であるが、大体において（T+2〜7）スタートの先付日取引、期間も一週間前後が多い。そこで無担保コール一週間物、CP現先一週間物（気配）、TB現先一週間物（気配）、CD現先月中物（気配）とレート比較を試みた。

その場合、仲介業者のカウンターパーティが資金の取り手である時は、比較すべき仲介業者の気配は債券レポでは「借り入れレート」（業者が債券借入れ、現金の出し手）、CD、TB、CD現先では「買い気配」となり、逆に出し手である時には、債券レポでは「貸し出しレート」（債券貸し出し、現金取り手）、CD、TB、CD現先では「売り気配」となる。

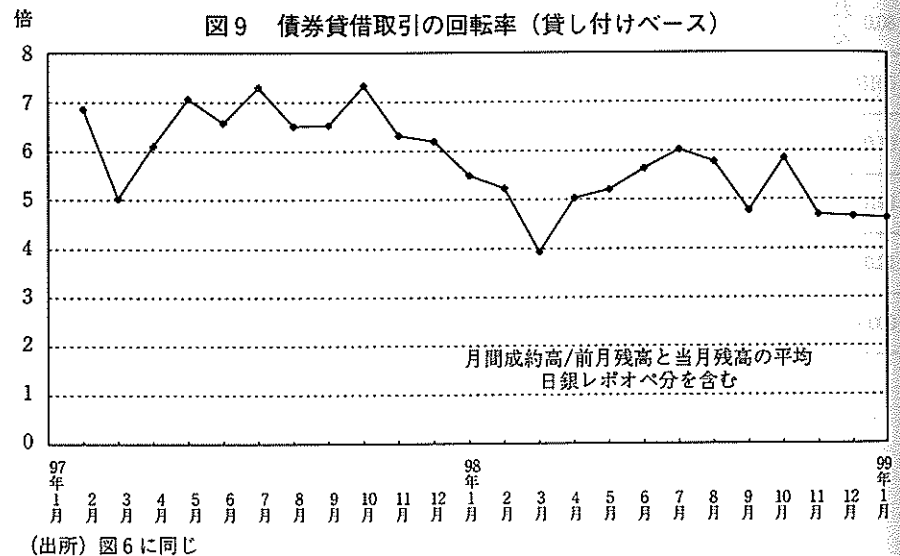
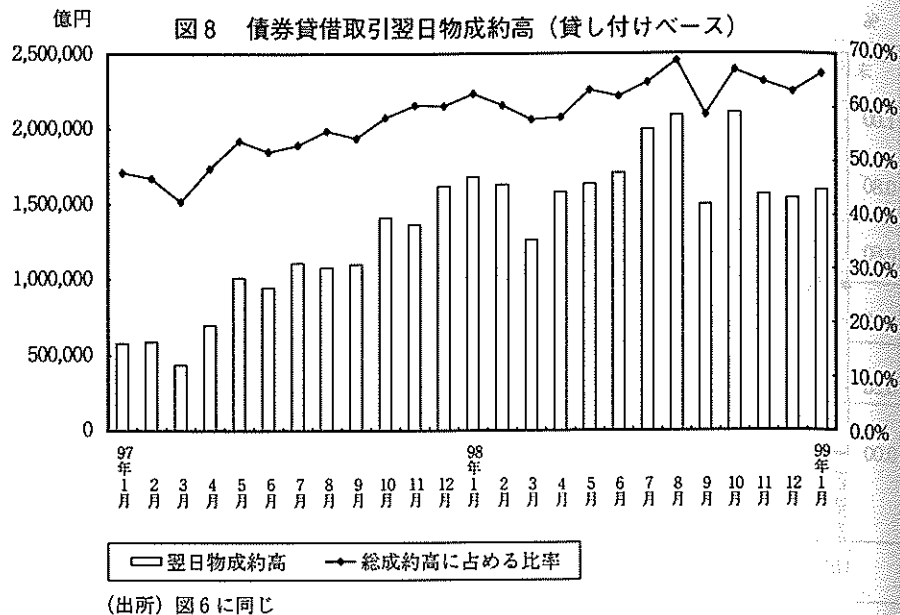


表2 期末ハネ現象

	97年12月末	98年3月末	98年6月末	98年9月末	98年12月末
レポ (借り入れ)	1.1%	0.8%	0.7%	0.48%	1%
レート 期間	25日約定 12月30日～ 1月5日	26日約定 3月31日～ 4月6日	25,26日約定 6月30日～ 7月6日	25日約定 9月30日～ 10月7日	28日約定 12月30日～ 1月11日
CP現先一週間 (買い)	1.52%	1.25%	0.91%	0.67%	1.47%
	25日約定	27日約定	29日約定	28,29日約定	28日約定
TB現先一週間 (買い)	0.64%	0.57%	0.59%	0.31%	0.9%
	26日約定	30日約定	26日約定	30, 31日約定	28日約定
CD現先月中 (買い)	0.89%	0.72%	0.78%	0.49%	0.55%
	29日約定	31日約定	30日約定	30日約定	30日約定

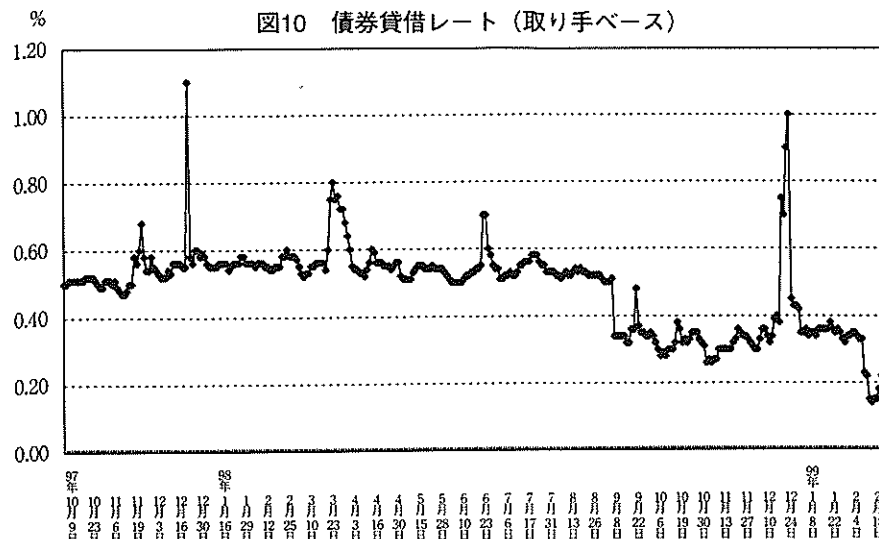
(注) 期末直前に上昇したピーク時点のレートを取りあげた  
(出所) 表1に同じ

表3 レポ等の気配スプレッド

	1996年12月30日 ～97年11月21日	97年11月25日 ～98年9月9日	98年9月10日 ～99年2月12日	99年2月13日 ～2月26日
債券レポ (平均)	0.03	0.05	0.07	0.06
(標準偏差)	0.013979	0.022543	0.025193	0.009487
CP現先 (平均)	0.06	0.16	0.17	0.08
(標準偏差)	0.040105	0.126879	0.108568	0.008165
TB現先 (平均)	0.14	0.21	0.20	0.10
(標準偏差)	0.044202	0.075627	0.066174	0.016193
CD現先 (平均)	0.16	0.27	0.25	0.21
(標準偏差)	0.009563	0.049932	0.019592	0.000000

(注) レポは貸出レートと借出レートの差。CP、CD、TB現先は売り・買いの差。  
(出所) 表1に同じ

図10 債券貸借レート(取り手ベース)



(出所) 図2に同じ

図10はレポ借り入れレートを図示したものである。これによると、期末のハネ現象はやや高いように見える。同様に、同じ時期のCD、TB、CD現先の「買い気配」のハネ現象を比較してみると表2のようになる。これによるとハネ現象はCPに次いで高いように見える。

そこで次に、これら四つの気配のスプレッドを、上記四つの期間に分けて計測してみた(表3)。

これによると、レポのスプレッドは一番小さく、しかもその変動(標準偏差)はCD現先に次いで小さい。つまり他のオープン各市場と比べ、流動性は一般的には比較的高いが、期末には需給の不均衡によりハネ現象が顕著となりやすいといえよう。言いかえると債券レポ市場は規模を拡大する中で流動性を高めているが、証券ディーラーが自由性の短期資金の調達源泉として利用する度合いが強まり資金調達の圧力が高くなる一方、出し手サイドの層の厚みがそれに追いつかず、期末ハネ現象が顕著になるのではないかと思われる。

参考文献

- 1 加藤出「一九九八」「準備預金導入後初の事態——大混乱だったコール市場——」『金融ジャーナル』三九卷二号
- 2 短期金融市場研究会「一九九〇年」「わが国短期金融市場の現状と課題」『金融』五二〇号
- 3 守山昭男「一九九四」「銀行組織の理論」同文館

注

- (1) この二面的性格をもとにして、日銀が資金調節・金利誘導を行う金融調節の市場という性格がもう一つ加わる。
- (2) 以下では、「日経金融新聞」二面下欄の「短期金融」記載の数値を分析のデータとして利用した。カバレッジとしては九六年二月三日から九九年二月二十六日までの五三一営業日である。
- (3) 無担保コール翌日物レートから〇・〇二%差し引いているのは、無担保コールの短資会社による仲介のやり方がブローキング形式であり、短資会社は出し手・取り手双方から媒介手数料として〇・〇二%徴収するのに対して、有担保翌日物の場合はデイリーリング形式であり、取り手レートは出し手レートに〇・〇六%上乗せして短資会社が提示している。このため出し手にとって比較されるべきは有担保コールの出し手レートと(無担保コールマイナス〇・〇二%)のレートということになる。

(4) あらゆる資金決済は最終的には日銀券か、日銀当座預金によって行われる。RTGS(即時グロス決済)が予定されている二〇〇〇年末までは、日銀当座預金を経由する資金決済のほとんどは、午前九時、午後一時、午後三時、午後

五時の時点決済によって処理されており、このうち午後一時には手形交換に基づくネット尻のほかコールマネー・売出手形によって取り入れた資金の返済が集中し、金額ベースで全体の資金決済額の四分の三が午後一時に集中する。

このほか、午後三時には外国為替円決済のネット尻と国債売買のネット尻(あわせて全体の二割)、五時には内国為替決済尻(いわゆる為決、全体の五%程度)が決済される。なお、インターバンク市場資金の返済が交換尻と同じ時点で設定されているのは、コールローン等の回収でもって交換尻を埋めるという資金循環となっていた歴史的経緯から由来していると思われる。手形交換とインターバンク市場の関係については守山「一九九四」第三章を参照。

(5) 証券会社はコール市場での採り入れを認められているが、採り入れ額には上限がある。債券レポにはこのような制限はない。

(6) ここには、ジェネラル取引のほか指標銘柄を中心とする特定銘柄取引(スペシャル取引)の気配値も記載されているが、ここで用いるのはジェネラル取引の分だけである。