

金融政策の見直しと短期金融市場の動向

チーフアナリスト 坂井 英和・シニアアナリスト 松澤 弘太

16年2月以降長らく続いてきた日本銀行（日銀）による「マイナス金利政策」は24年3月に解除された。これに伴いマイナス圏での取り引きが常態化していた、コール、債券レポなどの短期金融市場における各商品の金利はプラス圏に転じている。各商品の取引残高は金利動向などの影響を受けるものの、当面は一定の水準が維持されると JCR はみている。以下、足元でみられる商品ごとの取引状況、今後の見通しなどについて整理した。

1 金融政策の変化

日銀による極度に緩和的な金融政策が長らく続いてきたが、2%の「物価安定の目標」を、持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況であるという判断に基づき、24年3月に金融政策の枠組みが見直された。

具体的には、短期金利の代表的な指標である無担保コールレート（オーバーナイト物）について、マイナス圏で推移していたものを0~0.1%程度で推移するよう促すこととなった。市場への流動性供給を目的に実施してきた長期国債の買入についてはこれまでと同等程度の規模が継続されたのち、徐々に買入れ額を減額していく方針が示されている。また、長期国債以外の資産については、ETF などの新規買入は終了しており、CP 等や社債等についても買入額を段階的に減額した上で25年3月をめどに終了するとしている。

金融機関が日銀に預ける当座預金（日銀当預）については16年2月以降、基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の3階層に分けられ、それぞれに0.1%、0%、▲0.1%の付利金利が適用されてきた。金融政策の見直しによりこの3層構造は廃止され、日銀当預には一律0.1%の付利金利が適用されており、いわゆる「マイナス金利」は解除された。

金融政策は大きな転換点を迎えているが、金利上昇が急速に進行した場合には経済全体への波及効果が大きく、今のところはあくまで各方面の状況を考慮しながら段階的な金利の上昇を許容するという方針にとどまっている。追加的な利上げについての可

能性が示唆されてはいるものの、現状の政策運営方針を踏まえると、当面は緩和的な金融環境の継続が見込まれる。

2 短期金融市場への影響

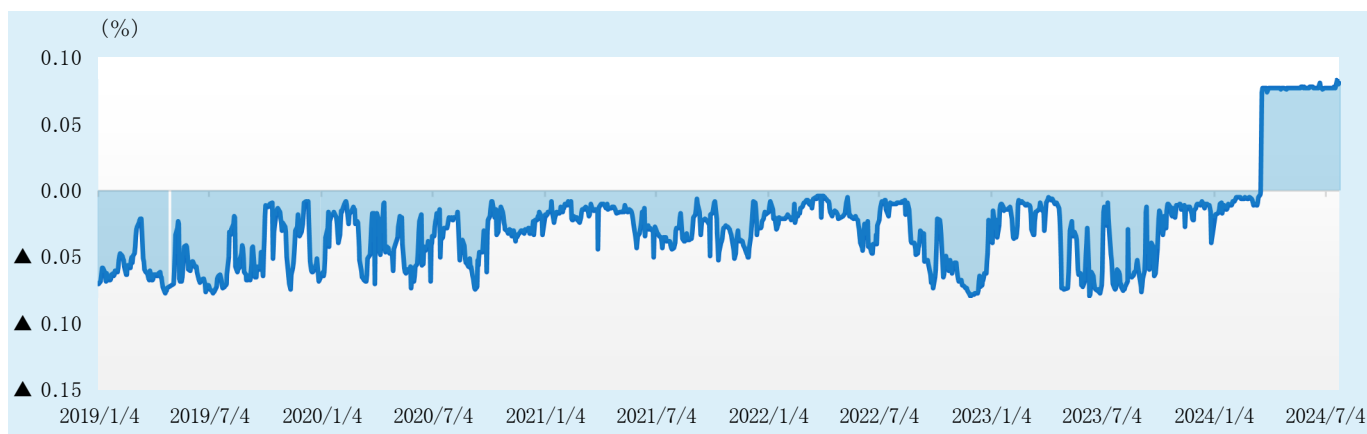
短期金融市場はインターバンク市場とオープン市場に大別される。極度の金融緩和状態が長らく続いたことで、ほぼすべての短期金融市場商品においてマイナス圏、ないしゼロ近傍での金利が常態化していた。金融政策の見直しによって各商品の金利がプラス圏に転じており、マイナス金利を前提とした取り引きから、「金利がある世界」を前提とした取引ルートの構築が進みつつある。もっとも、金融環境はマイナス金利導入以前と異なる面も多く、短期金融市場の取引全般において従前の状態に戻っているというわけではない。

(1) インターバンク市場

短期金融市場のうち、インターバンク市場においては銀行、証券会社など様々な金融機関が資金の出し手、取り手として参加している。代表的な取り引きの場であるコール市場は、金融機関相互間で日々の資金過不足を最終的に調整する市場であり、そこでは日中物やオーバーナイト物などの超短期や、2日から1年までのターム物の資金運用・調達が行われている。

無担保コール取引については、マイナス金利政策のもとでは裁定取引のニーズが拡大し取り引きが活発化した。コールレートは▲0.1%~0%程度のマイナ

図表 1 無担保コール翌日物金利



(出所) 日本銀行時系列統計データより JCR 作成

ス圏となる中、日銀当預残高の3層構造のうち0%以上の金利が適用される基礎残高およびマクロ加算残高に余裕のある金融機関が、無担保コール取引によってマイナス圏のレートで調達した資金を、日銀当預に預け入れることで利ざやを確保する動きがみられた。

金融政策の見直し以降、日銀当預の金利は一律0.1%で固定されている中、コールレートは0.07%程度のプラス圏で安定的に推移し（図表1）、金融政策見直し前に比べると、裁定取引によって金融機関の確保できる利ざやが縮小している。また、マイナス金利政策下では日銀当預における▲0.1%への適用を回避したい金融機関が資金の出し手となっていたが、足元ではその必要がなくなっている。こうした変化を背景に、無担保コール市場の取引残高は減少している。今後、マイナス金利政策下では取り引きへの参加を控えていた業態が、取り引きを再開することも考えられるが、当面の市場取引残高は金融政策の見直し前よりも低水準で推移することが想定される。

有担保コール取引はかつて、待機資金の担保付運用が求められる信託銀行や、日銀当預口座を持たない投資信託運用会社や生命保険会社、相対的に安全な資金運用手段を求める地方銀行などの資金運用の場となっていた。マイナス金利により他商品へと運用ニーズがシフトし、資金余剰を背景に調達ニーズがきわめて低調となった。足元においても市場残高の大幅に減少した状態が続いている。コールレートがプラス圏に転じたことで取引残高の復調につなが

ることも考えられ、今後の動向が注目される。

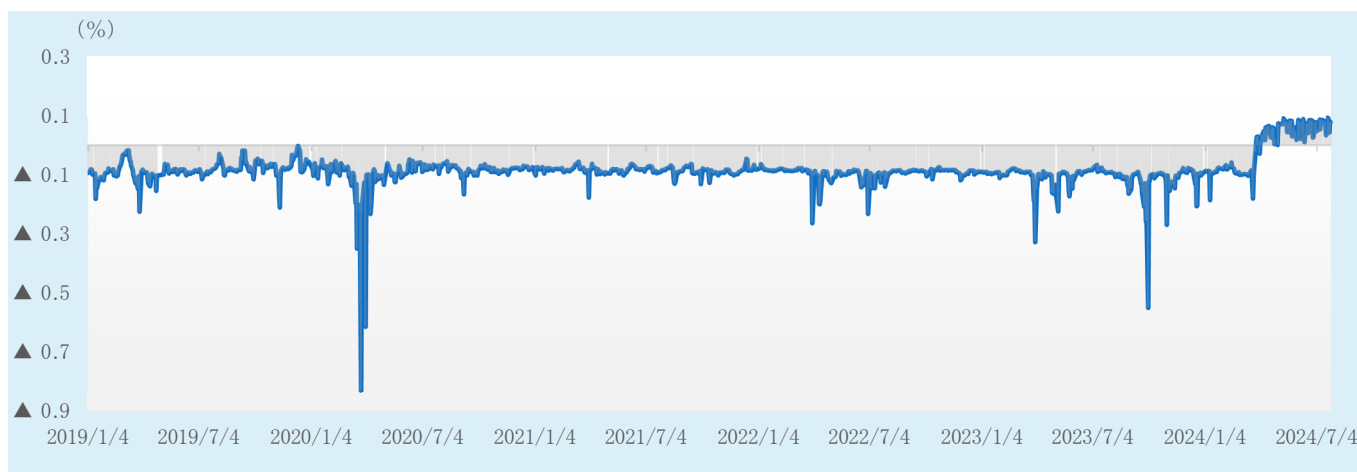
(2) オープン市場

短期金融市場のうちオープン市場については、金融機関にとどまらず、一般事業法人も取り引きに参加可能なマーケットとなっている。オープン市場の商品としては、債券レポ、株レポ、短期国債、CPなどが挙げられる。このうち株レポは株式市況の動向による影響を受けやすく、金融政策の見直しによる直接的な影響は大きくない。

債券レポについては、マイナス金利の導入以降、レポレートがコールレートなどに比べ深いマイナス圏で推移してきた。このため、深いマイナスと浅いマイナス、マイナスとゼロ、といった金利差を捉えたディーリングにおいて、資金の調達手段として債券レポを活用する機会が増加したことなどから取引残高が拡大した。金融政策の見直しに伴い、レポレートはプラス圏に転じている（図表2）。上記のようなマイナス金利間の取り引きはなくなっているが、債券レポ市場では一定の取引高が維持されている。金利が変動するタイミングにおいて債券レポの取り引きは活発化する傾向にあり、今後はプラス金利が付与される運用手段として債券レポの活用が拡大することも考えられる。

短期国債については、マイナス金利の導入以降、マイナス圏の利回りで推移してきた。最近では需給の状況によって利回りが▲0.1%を上回って推移する局面においては裁定取引や担保利用を目的として運

図表 2 東京レポ・レート翌日物 (T+0)



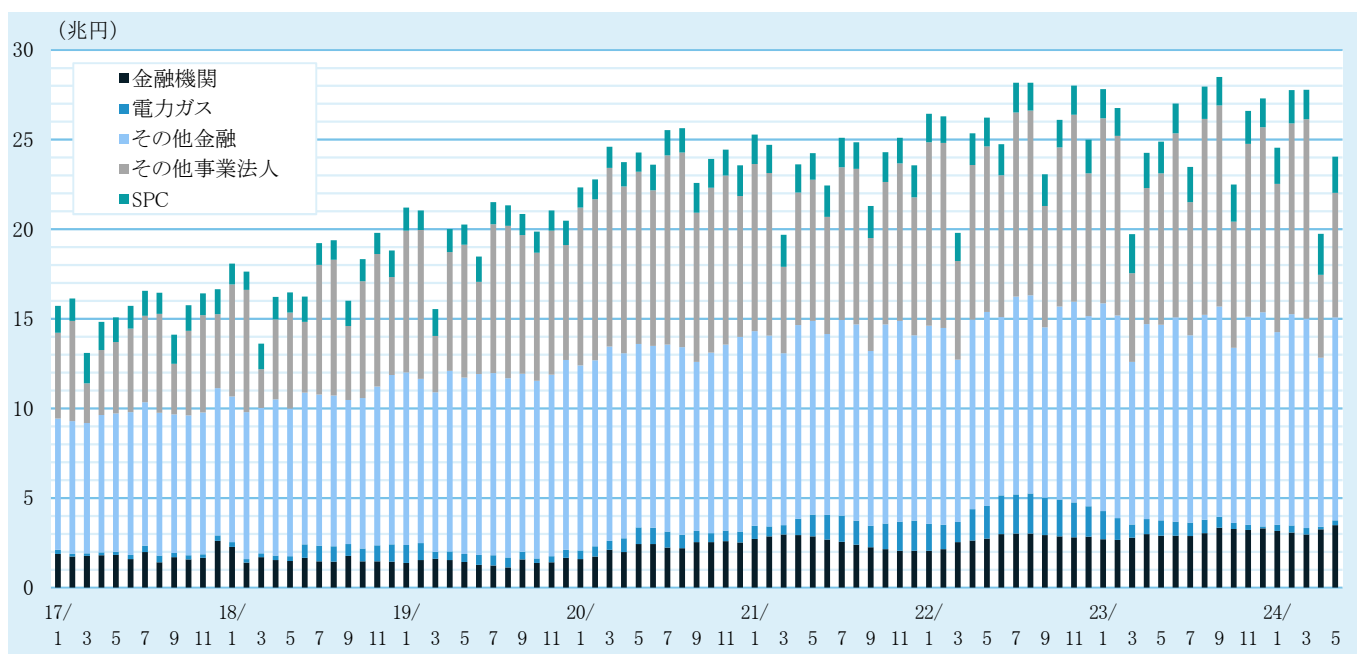
(出所) 日本証券業協会統計より JCR 作成

用残高が拡大し、その後▲0.1%を下回る局面においては、緩やかに運用残高が減少してきた。マイナス金利の解除に伴って、短期国債の利回りはプラス圏に転じており、今後は運用目的の取り引きが再度増加することも想定される。

CPに関しては、マイナス金利導入直後からしばらくは市場残高の大きな変動はなかったが、コロナ禍以降、信用不安などから事業法人を中心に手元資金を厚くする動きが強まったことで発行ニーズが高まり、CPの市場残高が拡大した。発行レートがほぼ0%

もしくはわずかにプラス圏と低く、調達コストが相対的に抑えられることも各社のCP発行を後押ししたとみられる。その後は物価高などを受けた運転資金需要の高まりを背景にCPの市場残高は高水準で推移している(図表3)。金融政策の見直しにより、CPの発行レートは上昇し低位ながらプラス圏で推移しており、買い手である投資家にとって利息収入の増加につながっている。流動性を意識した事業法人の発行ニーズに今のところ大きな変化はなく、当面も一定の市場残高を維持していくと考えられる。

図表 3 CP 市場残高



(出所) 証券保管振替機構より JCR 作成

3 市場参加者への影響と今後の見通し

短期金融市場商品の金利がプラス圏で推移することは、足元、コール取引に限定すれば裁定取引の利ざや縮小につながっているが、運用レートの上昇によるプラスの効果もあり、短期金融市場の参加者である銀行、証券会社といった各金融機関にとってポジティブな側面が大きいとみている。

短期金融市場の重要なプレーヤーとして短資会社が挙げられる。短資会社はコールでのブローキング手数料や短期金融市場の商品間における金利差のさやとりを収益源としている。金利がプラス圏で推移することによって、無担保コール取引の市場残高が縮小し、インターバンク取引にかかる収益もマイナ

スの影響を受けることが想定された。ただ、足元はコールレートがプラス圏にあり、一定の手数料率を確保できている。また、オープン市場の商品にかかる取引拡大などで収益源の分散が進んでおり、一定の利益を確保していくことが可能とみている。

今後、政策金利は継続的に引き上がっていくとみられるが、そのペースは今のところ見通しにくい。当面の金利水準は長期的にみて低位な状況が続くとみられる。そういった環境のもとでも商品間のわずかな金利差を捉えることで一定の取引高が維持されよう。緩和的な金融環境が続く中さらなる金利上昇が実現した場合には、取り引きが一段と活発化することが想定される。

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。