

2007年3月1日  
日本銀行

## 「短期金融市場の機能の向上に向けて」

—— 短期金融市場フォーラムにおける総裁挨拶

(はじめに)

日本銀行の福井でございます。本日は「短期金融市場フォーラム」に多数のご参加を頂きまして、誠にありがとうございます。マーケットのまさに第一線で活躍されている皆様と、意見交換の機会を持つことができ、大変嬉しく思っております。

短期金融市場は、皆様の日々の業務から生じる資金尻や金利リスクを最終的に調整する、言わば金融業務の支柱となる重要な市場であります。同時に、日本銀行にとっても大変関わりの深いマーケットです。私自身、幾度となくこの市場に直接関係する仕事に携わって参りました。振り返ってみますと、市場が円滑に機能していることの大切さを実感した局面も幾つかありました。以下では、そうした局面を3つほど挙げてみたいと思います。

(88年の短期金融市場運営の見直し)

1つ目は、今から約20年前、80年代後半の局面です。日米円ドル委員会の議論を受けて、金融の自由化・国際化が本格化しつつあった頃です。規制金利の時代からは一変して、市場での自由な金利形成、ダイナミックな資金移動が始まったことを、今でもよく覚えています。金利が低めのコール・手形市場から、金利形成が自由なユーロ円・CD市場へ、大規模な資金シフトが起きたことをご記憶の方も少なくないと思います。

私は当時、金融調節を担当する局長でしたが、変化のうねりを日々体感しながら、「どうすれば市場本来の価格発見機能、資源配分機能を引き出していけるか」、「どのような金融調節が有効か」などに思いを巡らす毎日でした。

その答として、日本銀行が88年に実施したのが、いわゆる「短期金融市場運営の見直し」です。金融調節の照準を、翌日物金利など短めの金利にシフトし、そこから先のイールドカーブの形成は市場に委ねる、という現在に繋がる金融

調節の考え方が採用された訳です。この時期には、コール取引へのオファー・ビッド制導入や、取引期間の多様化、資金需給に関する情報開示の充実など、市場の効率性・透明性を高める施策も、数多く実施されました。

その後、短期金融市場は「資金ディーリング」が活発化するなど流動性を高めていきました。金融政策の起点となるこの市場が躍動感を持って動き始めるのを目の当たりにして、市場機能の大切さを実感したことが思い出されます。

### (97～98年の金融危機)

2つ目は、今から約10年前、97～98年にかけての金融危機の局面です。短期金融市場では、97年秋に、コール取引の一部返済不能が生じたことを引き金として、著しい信用収縮が生じていました。信用力の高い金融機関といえども円滑に資金が調達できない、機能不全と言ってもよい状況にありました。

この局面で私が認識を新たにしたのは、この市場が機能不全に陥ると、金融機関が貸出や有価証券投資などを安心して行えず、経済活動に必要な資金もうまく循環しなくなる、ということでした。

この時の経験を経て、ショックを受けても市場機能が簡単には損なわれない頑健性や、市場規律を高める取組みが進展しました。市場参加者の間では、カウンターパーティ・リスク管理の厳格化、高度化が進みましたほか、金融取引における担保の有用性も意識されるようになりました。また、「RTGS化」によって、1つの支払不能を決済システム全体に波及させない仕組みが導入されました。グロス決済が標準となったことで、流動性確保の重要性がより強く認識されるようになったように思います。

### (2001～06年の量的緩和政策)

3つ目は、量的緩和政策の局面です。この政策の下で、日本銀行は、文字通り所要準備をはるかに超える大量の資金を金融機関に供給し続けました。日本経済がデフレ・スパイラルに陥ることを防止して、持続的な経済成長の基盤を整える観点から行ったものではありませんが、そのために、短期金融市場を通じる資金のやり取りは激減し、市場が本来持っている資源配分機能が十全に発揮しにくい状況が続いていました。

そうした下で、金融機関が止むを得ず取引体制を縮小するといった動きもみ

られましたし、市場参加者の間で市場を磨き上げていこうといった気運も、どうしても後退しがちであったように思います。このように、いわば「市場機能を封殺した」状況が続いていることを、日々実感せざるを得ませんでした。

### (足許の状況と将来に向けた視点)

足許の状況に目を転じますと、量的緩和政策やゼロ金利の解除を受けて、短期金融市場は、その機能を着実に回復しつつあるように思います。同時に、さらなる向上への課題もみえてきています。具体的には、中曽局長から後ほど説明致します。

私がここで申し上げておきたいのは、短期金融市場が単に量的緩和前の姿に戻ろうとしている訳ではないという点です。量的緩和が続いた5年間も、市場を取り巻く環境は、グローバル化や金融・情報技術のイノベーションによって、急速に変貌しています。日本経済が、しっかりした足取りで成長できる体力を付けてきた今、その発展を支援できるように、市場もさらなる高度化が期待されています。また、そうした市場機能の発揮があつてこそ、レート・コントロールを通じて金融調節の効果が市場や経済に行き渡るようになります。

そこで、話の締め括りとして、短期金融市場の将来を考えるにあたっての幾つかの「視点」を、私なりに提示してみたいと思います。

第1は、ますます活発になっている「グローバルな資金移動への対応」という視点です。株式や債券市場だけではなく、短期金融市場においても、ヘッジファンドを含めた海外の投資家、金融機関の取引が拡大してきています。

こうしたプレイヤーは、海外市場と国内市場との間で、極めて自由度高く資金を移動させたり、国内のプレイヤーが活発には使ってこなかった投資・裁定手法を活用したりして、市場の効率性を高めています。わが国の短期金融市場が、グローバルな資金の流れをしっかりと受け止められるよう、国際標準とも照らし合わせながら、取引方法や決済システムの一層の効率化を図っていく、という視点は重要だと思います。このことは、東京市場の国際金融センターとしてのインフラを整えることにもなります。

第2は、「他の金融資本市場とのリンケージ」という視点です。例えば、国債の大量発行が続く下で、近年、レポ取引が急速に拡大していますが、反対に、

レポ市場が円滑に機能していることが、国債の効率的な価格形成にとって重要な要素となっています。一般債や株式を担保とする取引も、今のところ活発とは言えませんが、欧米市場の状況をみても何れその必要性が高まってくる可能性があります。

このように、他の金融資本市場が円滑に機能していくために必要な流動性を供給していくマーケット、という視点から、短期金融市場の機能ぶりを点検してみることも有益ではないかと思えます。

第3は、「イノベーションの活用」という視点です。金融技術の面では新しいデリバティブ取引や高度なリスク管理が、また、情報技術の面では取引の電子化、STP化（Straight Through Processing）などが利用可能になっています。インフラの面でも、有価証券のペーパーレス化、次世代RTGSの導入など、取引の効率化をサポートする基盤が提供されつつあります。こうしたイノベーションの所産を、取引手法やリスク管理の高度化、金融機関の情報処理システムや決済ネットワークの高度化に積極的に活用していく、という視点も重要と思われれます。

以上、私なりの「視点」を幾つかご紹介致しましたが、本日は、市場の最前線で活躍しておられる方々に、スピーカーとしてお出で頂いています。皆さん、豊富な経験をお持ちであり、論客揃いと伺っております。多面的な視点から、ご意見を頂けることを楽しみにしております。

ここに集まっておられる方々は、短期金融市場をもっと良いものにしていきたいという思いを共有する仲間でもあります。日本銀行も間違いなくその一員です。私どもは、この2月に「短期金融市場の機能向上への取組み」という半年間のプロジェクトを開始しました。皆様のご協力を頂きながら、意味のある取組みにしていきたいと考えています。

以上をもちまして、開会のご挨拶に代えさせていただきます。

以 上