

2007 年 3 月 1 日

「短期金融市場フォーラム」におけるスピーチ

株式会社三菱東京ＵＦＪ銀行
執行役員 円貨資金証券部長
西田 孝

昨年 3 月の量的緩和政策解除、7 月のゼロ金利解除と、金利正常化に向けて歩を進めるなかで、短期金融市場も徐々に機能を回復しつつあるとみられます。

量的緩和政策が解除され、日銀当座預金が 30 兆円超から急速に減額された昨年 5-6 月には、市場流動性の薄さに起因する機動的な資金調達への不安感から、金融機関が保守的な資金繰り運営を行う傾向が見られました。このため、当時は、日銀当預残高が 10 兆円近辺まで減額されると翌日物金利が急騰する事象がしばしば現出しました。しかし、ゼロ金利解除以降は、資金取引が活性化するなかで徐々に市場金利の安定的な形成が見られるようになってきています。こうした背景には、資金繰り体制の再整備、市場間の裁定取引拡大及び市場効率性の向上、短期デリバティブ取引の拡大、金融市場の分析力向上などが寄与したものと思われる。

まず、資金繰り体制の整備についてですが、私どもの銀行においては、人員の補強やシステム手当てなどインフラ整備をはじめとして、大口決済取引のモニタリング強化、事務処理体制の見直しやストレスチェックの実進を進めてまいりました。また、金利変動に伴う預金・貸出の動態変化を予測し、流動性リスク管理能力を高めるなど資金繰り運営の高度化にも着手してきました。そうしたなかで、準備預金の積み進捗は、ゼロ金利解除後の昨年 9 月期末辺りまでは、「積み」を前倒しする保守的な運営が残りましたが、その後はほぼ平準的な「積み」進捗ペースが維持されるようになっていきます。超過準備の増減による資金需給の変動はかなり減少してきたと推察されます。また、資金放出活性化に向けて、各金融機関とも、クレジットラインの整備に注力してきたと思い

ます。金融機関が精緻な資金ポジション管理体制を強化していくにつれ、きめ細かいポジション調整や効率的なポジション運営に向けた、より積極的な資金取引需要が活発化し始めているように思われます。

市場間の裁定取引拡大及び市場効率性の向上については、資金繰り運営の安定化が進むなかで、「翌日物の余剰資金をレポ市場、ユーロ円市場で運用する」あるいは「無担保コール市場で調達した資金をレポ市場、ユーロ円市場で運用する」など、市場間の金利の歪みに着目した金利裁定取引が活発化しつつあります。レポ金利の安定化に配慮した日銀の資金供給オペ（T + 2 決済中心）や FB2 ヶ月物の発行増額、2 年国債の発行日変更などの短期国債の発行多様化も資金需給の振れを抑制し、レポ市場の流動性を高めていると評価されます。

短期デリバティブ取引については、ゼロ金利解除以降、ユーロ円 3 ヶ月金利先物の取引量が急増しておりますが、オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）取引も急拡大するなど、短期金利をインデックスとしたデリバティブ取引が急速に広がりつつあります。OIS は、1）銀行にとって、きめ細かい ALM 操作を可能にする、2）政策金利の見通しを基にターム物金利との裁定を行う手段となる、3）短期イールドカーブの円滑な形成や短期金融市場の流動性拡大に寄与するなどメリットが多く、私どもの銀行も今年 1 月に、同取引をスタートさせました。また、OIS が翌日物から 3 ヶ月以内、ユーロ円金利先物が 3 ヶ月超の金利観を反映するようになれば、短期金融市場全体の金利観がより明確なものとなり、金利裁定の活性化を通じて、市場金利の安定化につながる事が期待されます。

金融市場の分析については、マクロの資金需給、各市場の動向分析、金融政策など幅広い視点で取り組まれています。それらを通じて、日銀の資金供給オペレーションの予測能力も高まり、結果として短期金融市場の安定化につながっているように思われます。また、日銀金融市場レポートには、市場参加者に対するアンケート調査に基づき、詳細な金融情報が盛り込まれており、資金需給や市場動向に関する的確な分析を行ううえで大変参考になります。また、そこで示唆される課題は、市場参加者の共通認識として理解されていると思い

ます。

今後の短期金融市場の課題としては、効率的な有担保資金市場の実現、ターム物金利取引の拡大、短期金融市場の自立的な需給調整機能の促進、翌日物金利先物の上場、短期 ALM の高度化、の 5 点が挙げられます。

まず、効率的な有担保資金市場については、日銀の金融市場レポートの追録においても指摘されておりますが、高水準の国債発行残高が継続する一方、厳格なリスクアセット運営の観点から、今後の資金取引は有担保取引が主体になっていくと思われます。このうち、レポ取引に関しては、リスク管理面でのメリットは大きいのですが、担保管理や取引事務の煩雑さ、システム投資コストの高さ等から資金の出し手が広がらない状況にあります。レポ取引の活性化に向けては、中長期的には米国のように債券決済業務とカストディ業務を兼ねるクリアリング・バンクの拡大や、トライパーティ・レポ取引の導入などのインフラ整備が検討課題です。しかし、国債、MBS、政府機関債、社債など直接金融のファイナンスを軸にレポ取引が歴史的な発展を遂げた米国金融市場と、間接金融の下に有担保コール取引を起点として発展してきたわが国金融市場とでは、レポ市場改革の対応速度に違いが出てくるのはある程度やむを得ないように思われます。当面はレポ指標金利の見直しやコール市場との裁定取引拡大などにより、レポ取引の効率性を高めつつ、市場参加者の拡大を図ることが重要ではないかと思われます。有担保コール取引の活性化については、短期金融市場取引活性化研究会で、担保掛け目の見直しなど長年にわたる市場慣行が再点検され、利便性の向上にむけた努力がなされています。

ターム物金利取引については、活性化している翌日物資金取引に比べると、取引残高が低位に止まっています。こうした背景には、先行きの金利上昇に対する市場参加者の警戒感が低いという面もありますが、補完貸付金利と無担保コール翌日物金利とのスプレッドがタイト化していたことも少なからず影響していたように思います。今回の補完貸付金利の引き上げ措置（ $0.40\% \rightarrow 0.75\%$ ）によって、スプレッドが小幅拡大することになります。この措置は資金需給や短期金利形成に直接的な影響を及ぼすことはありませんが、特定日の

決済日において、翌日物金利の振れ幅が大きくなる可能性があり、この結果、ターム物金利への調達に対するインセンティブが高まることが予想されます。一方、日銀が公表している『コール市場残高』等に期間別の取引実績情報などを追加して頂ければ、ターム物取引の活性化に結び付くと思われます。

短期金融市場の自立的な需給調整機能の促進についてですが、国債発行残高が高水準で推移するなか、日銀の資金調節オペレーションは資金供給が主体になっています。国債発行・償還要因、その他財政要因、銀行券要因を基に、2007 年度の資金需給を予測してみると、一部の国債償還月を除くと毎月 3 兆円～ 9 兆円の資金不足状況が続く見通しです。このため、当面、高水準かつ高頻度の資金供給オペが継続されることが予想されます。そのような環境が続けば、金融機関の資金調達における日銀資金供給オペの依存度が高い状態が継続し、市場機能の向上を抑制する可能性も出てきます。市場参加者の自立的な需給調整を促すために、無担保コール翌日物金利の振れをある程度容認するスタンスを取りつつ、資金供給オペを多様化させ、資金供給頻度や供給量をなるべく抑制するようなオペ運営を期待いたします。一方で、市場参加者の資金需給分析の確度を高めるために、現在、9 時 20 分頃に公表されている準備預金残高見込みの前倒し公表をご検討頂きたいと思います。それが実現されれば、より精緻な資金ポジション管理が可能となり、積極的な資金取引を行う環境が整うと思われます。

翌日物金利先物の上場については、短期金利をインデックスとしたデリバティブ商品をどのように活用してゆくかが課題となります。現状、短期金融市場で活発に取引されている主要なデリバティブ商品は、ユーロ円 3 ヶ月金利先物とオーバーナイト・インデックス・スワップの 2 つです。今後の金利正常化局面においては、既存のオンバランス取引に、様々なオフバランス取引を組み合わせ、機動的な金利リスクコントロールを行うことが重要だと思われます。特に翌日物金利をインデックスとしたデリバティブ商品については、OTC 型の OIS の他に、カウンターパーティーリスクを意識する必要のない上場物取引として、無担保コールオーバーナイト金利をインデックスとした「翌日物金利先物」

債券 GC レポの翌日物金利をインデックスとした「債券レポ先物」などの金融商品が新たに開発されれば、より安定的な金利形成が図られることが期待できるのではないかと思います。

短期 ALM の高度化ですが、今後想定される金利上昇局面及びボラティリティの高まる市場環境下において、動態的な ALM 管理体制を構築することが、我々金融機関にとって、大きな課題になると考えています。預金も貸出も市場連動型の金融商品の性格を強めており、金利変動に伴い、預金の中途解約や住宅ローンの期前返済が増減する傾向はますます高まるとみられます。こうした金融バランスシートの変動を能動的に対応していくことが、資金繰り運営を安定化させ、結果として短期金融市場においても、より積極的な資金取引を行うことを可能にすると思います。このため、預金、貸出、ローンなどのオプション性をきちんと評価し、金利変動に伴う金融バランスシート変化を予測する体制を構築していくことが重要です。また、こうした環境変化に対応したシステムの開発も必要です。現在開発中の次世代 RTGS に対応した決済管理用システムをベースに、将来的には資金管理と決済が一体化したシステム開発を進めていくべきだと考えます。さらに、動態的な ALM 管理の高度化に向けては金利上昇に伴う流動預金の流失や定期預金へのシフト等を定量的に分析し、より精緻なリスク・リターンのシミュレーションを行うことが必要になると思われます。分析用のデータベースの構築や、統計解析手法の高度化、アーニング・アット・リスク等の統計的なシミュレーション手法を実用化していくようなシステムインフラの整備も肝要ではないかと考えます。

最後に、短期金融市場の活性化には、市場参加者自身の積極的な取り組みが必要であり、こうしたフォーラムを通じて、市場機能向上に向けた課題を洗い出し、実効性のある対策へ道筋を付けていくことを期待します。

以 上