

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

野村證券株式会社

執行役 金融市場本部担当

中村 善二

野村證券の中村でございます。本日はこのような機会を頂戴し、誠に有難うございます。

私ども証券会社は、日々の債券売買などを通じて、多くのお客様に短期から超長期までの様々な金融商品を提供しております。さて本日は、証券会社から見た短期金融市場の位置づけやその問題点などにつきましてお話をさせていただきます。

私ども証券会社にとりましても、短期金融商品は重要なプロダクトであり、重要な市場のひとつと位置づけております。と言いますのは、私どもがマーケット・メーカーとして取り扱っている短期国債やコマーシャル・ペーパーといった短期金融商品を取引する市場が、イールドカーブの出発点となるからでございます。

また、皆様ご承知のことではありますが、私ども証券会社がマーケットメーカーをし、投資家の皆様のニーズにお応えするためには、その債券のショートカバーを円滑に行なえることが必要不可欠であり、また同時に、膨大な在庫のファンディングは、まさに生命線であるとも言えます。このため、私どもはレポ取引を最大限に利用しております。

では、その市場規模を見てみましょう。足下におけるレポ取引の残高は、96兆円の規模にまでなっております。現在市中に存在する国債は 766 兆円程度ですの、その 1 割強の規模となっております。コール市場やコマーシャル・ペーパー市場と比較しても、非常に大きな市場でございますが、米国においては、国債残高のおよそ 5 割となっており、拡大の余地が十分あるのではないかと

考えられます。

本日は、そのレポ市場拡大のために、私どもとしての問題意識を3点申し上げたいと思います。1点目は短期国債のレポ取引について、2点目はターム物のレポ取引について、3点目は現先取引について、でございます。

それではまず第1に、短期国債のレポ取引についてでございます。

私どもと致しましては、短期国債についてもショート・ポジションを持ち、それをカバーするためにSC取引を行ないたいと思っております。しかしながらご承知の通り、毎週莫大な金額が発行されているにもかかわらず、短期国債のSCレポ取引はほとんど行なわれておりません。

この短期国債のSCレポ取引が広がっていない原因を考えてみますと、まず私どもマーケット・メーカーの実情として、短期国債は償還までの期間が短いために、買い戻しにかかる時間的猶予が少なく、ショートしづらい、ということは確かにございます。しかし一方で、投資家の皆様がお買いになりたい、というニーズに、保有する在庫の額を超えてはお応えできない、という現状に悩まされているのも事実でございます。

債券の出し手がない、という原因もあろうかと思えます。5年余りに及んだ量的緩和とゼロ金利状態は、短期国債を単なるキャッシュつぶしの対象にしてしまい、収益機会として期待されなかったために、短期金融市場全体として機能不全に陥ってしまったことは、ご案内の通りです。

収益機会に乏しい、ということは、コストを十分にまかなえない、ということに他ならず、取引のための事務コストを抑えなければならなかったり、新たなシステム投資を行なうインセンティブがなかったり、という事情がおりだったかと思えます。

あるいは事務負担の抑制、ということになりますと、どうしても日銀のオペに対する依存度を上げざるを得ない、ということもあったかもしれません。そして、一旦担保として日銀に差し入れた短期国債を引き出す、ということにな

れば、そこでまた手間がかかることになってしまいますので、担保の差し替えについても極力回避されていたのではないかと想像致しております。

このように見ますと、短期国債の流動性は、その発行額の大きさに比べて極めて小さいのではないかと考えざるを得ません。流動性が小さいことは、短期国債の価格形成そのものも歪められてしまうことに繋がりがねません。

短期国債の SC レポ取引市場が拡大することによって、短期国債そのものの流動性が増し、より効率的な価格形成が行なわれる、本来有るべき市場の姿になることが求められてよいのではないかと考えております。

金利も正常化に向ってきている今、投資家の皆様と私ども証券会社とが足並みを揃えて SC レポ取引に取り組むことにより、短期国債の市場がより一層発達することを期待しております。

続きまして第 2 に、ターム物のレポ取引についてです。

現在のレポ取引のうち特に GC 取引については、ほとんどがオーバーナイト物の取引となっていると思いますが、もう少し長い期間の GC 取引にも注目が集まり、取引が増えてもよいのではないかと考えております。

その理由のひとつは、資金の調達・運用の期間を多様化することのメリットが少なくないと思われることでございます。私ども証券会社にとりましては主に、在庫のファンディングとしての資金調達のために GC 取引を利用しておりますが、在庫の状況や金利変動の見通しによって調達の期間の選択肢が広がることは、より効率的な資金調達に繋がります。一方で資金の出し手にとりましては、それぞれの資金繰りに応じて運用期間を決めることができると同時に、マッチド・ブックのような、より有利な運用機会を追求することも可能になるかと思われます。

また、もうひとつの理由は、参照できるターム物の金利が新たに形成されることでございます。現状で、ターム物の金利として参照されているのは、日銀のオペ金利をはじめとして、短期国債の利回りや、コール市場のレートなどが

あろうかと思います。これらに加えてレポ市場のターム物金利が形成されれば、先物も含めた異なる市場間の比較に基づく裁定取引の機会が増え、より効率的な複数のイールドカーブが形成されることが期待できます。さらに、このような取引機会を求める市場参加者の増加が促され、新たな流動性やリスク・リターンが供給されます。基本的に翌日物を誘導目標とされている日銀のオペの効果が、より効率的に市場全体に波及していく、ということも期待されるのではないかと考えます。

ターム物のレポ取引が広がっていない理由は、先ほど第1の点で申し上げました短期国債のSCレポ取引が普及していないのと同様に、金利の絶対水準の低さや、コスト負担の問題が大きな要因かと思われます。これらに加え、ターム物のレートに関する情報の不足もあろうかと思います。実際に、レートの適正水準がよくわからない、とのご指摘をお客様からいただくこともございました。

この点につきましては、日銀が設置するワーキング・グループで検討されるレポ指標レートの作成・公表が、有益な役割を担われるものと期待したいと思っています。

ゼロ金利に終止符が打たれた今、短期金融市場のイールドカーブは、ゼロ近辺で水平ではなく、右肩上がりの順イールドを形成しております。市場参加者としては、このイールドカーブをより効果的に活用した取引手法を拡げる準備もしておく必要性が高まっているのではないかと考えております。

第3として、現先取引についてでございますが、これは先ほどの第2の点、ターム物のレポ取引とも関係致します。私ども証券会社がターム物のGCレポ取引によって資金調達を行なおうと致しますと、どうしても在庫が変動致しますため、GC取引の対象債券を差し替える必要に迫られて参ります。このため、サブスティテューションという機能を備えた現先取引を活用することが不可欠になって参ります。

サブスティテューションをはじめとした様々な取引手法を備えていることや、またリスク管理面における充実度を見ても、現先取引の有利性は明らかです。

実際、グローバル市場ではご案内の通り、バイセルバック方式が主流となっております。

しかしながら日本国内の市場においては、依然として現金担保付債券貸借取引が取引の大勢を占めており、現先取引への対応は優先されていないのが実情です。そもそも現金担保付債券貸借取引は、世界ではあまり例を見ない日本独特の取引形態と言えます。このため、海外からの参入が容易でないとの指摘もあります。また、私ども証券会社にとりましても、マーケット・メーカーとして貸借、現先双方のコストを負担し続ける状態から脱したいところでもございます。

日本の市場の流動性をさらに向上させ、国際的にも競争力のある市場であり続けるためには、非居住者との取引などグローバルな展開、あるいは、ABS を含む一般債やローンなどへも取引対象を拡大させていくことは必要であり、そのためにも現先取引を主流とした市場の発展が強く推進されるべきと考えております。

以上、3点について申し上げましたように、短期金融市場を活性化するための問題点はまだまだ山積しておりますが、ことさら新しい問題といったものではないでございます。今までの金利環境からあまり議論されていなかったのも事実でございますが、原因はいずれも、ゼロ金利の下では収益機会に比べてコストがかかりすぎると言ったことに起因していたのではないのでしょうか。しかし、今後の金融市場の発展を考えたときに、短期金融市場の活性化は喫緊の課題となります。

過去にも、関係者の皆様のご尽力で、欧米の制度を参考にしつつ幾つかの施策が打たれてきております。例えば、国債の決済リスクや事務負担を軽減すべく、RTGS導入を契機にフェイルの慣行を導入して事務負担の軽減を図ったり、およそ2年前から日本国債清算機関を稼働させたり、といったことが挙げられます。しかし、それらの市場全体への広がりといった観点からは、まだまだといった部分も多かろうと思います。さらに、それら以外にも、制度として、あるいは私ども市場参加者の努力で、日本に導入できる市場慣行などもあるのか

と考えております。全ての市場参加者が一丸となって短期金融市場の課題に向き合い、対応にかかるコスト・ベネフィットに配慮しつつ、改めて解決のために前進することが必要なタイミングではないでしょうか。

日本経済の血液とも言える金融市場を健全な姿に育成し、欧米市場と比較して遜色のないものにしていくことは、私ども証券会社にとりましても極めて重要な責務であると認識しております。

すでに歩みを始めている金利正常化時代に向けて、短期金融市場の発展に微力ながら尽力して参りたいと存じます。

ご清聴ありがとうございました。

以 上