

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

クレディ・スイス銀行
グローバルトレジャリー本部長
市東 久

時間の関係上、私からは以下の 4 点について触れたいと思います。ターム物取引の活性化、有担保コール市場、O I S、そしてロンバード・レートです。

1. ターム物取引の活性化

東京コール市場は、量的緩和時代はもちろんのこと、それ以前も O/N 取引に過度に集中する嫌いがあります。これは risk 管理、liquidity 管理の観点からみて好ましいことではありません。出し手も取り手も O/N、T/N、S/N に過度に依存することなく、ターム・レンディング、ターム・ファンディングに移行していくことが望ましいと考えます。

ターム物の quotation の充実度が、東京短期金融市場の成熟度のバロメーターといえます。ファンディングする側の立場からすると 1 M 辺りまでが中心ですが、決定会合が接近するとその日付を跨ぐ取引が消えるというのは、リスクを取らない或いは取れない市場であり、死に体の市場です。とりわけ 12 月と 1 月の決定会合時前後はそれが顕著でした。

ご存知の様に、ユーロドル市場で、F O M C 前後になると市場からターム物レートが全く無くなるという現象は決しておきません。市場参加者がそのリスクをそれぞれ計算して取引に応じているからです。

そこで私は、今回 liquidity management のみならず、市場活性化のためにも、1 月の会合直後から積極的に上記ターム物を bid し、ターム物レート形成の促進に努めてきました。いずれこれが大きなうねりとなり、イールド・カーブを市場参加者の力で形成していけるものと期待しています。

lender' s name をみると地銀の積極性が印象的です。更に credit line の増枠をお願いして major player になって頂きたいものです。オーバー・デポのメガ・バンクも、いずれマーケット・リーダーとして君臨して頂けるでしょう。

市場機能の活性化には参加者全員の高い意識が必要です。私がドル円の外国為替取引をやっていた頃の市場の大先輩である福間審議委員は、「最近の市場にはサムライがいなくなった」と以前におっしゃっていました。嘗て私が旧東

京銀行のマナー・ディーラーとしてロンドンで働いていた頃の諸先輩の指導には、そうした「サムライ・マインド」が含まれていました。処変わって、立場は全く同じ。当時は邦銀のロンドン支店、今は外銀の東京支店にありますが、市場に対する思い入れは、今も昔も変わりません。是非メガ・バンクを初め市場参加者全員が、「サムライ・マインド」をもって市場に積極的に参加して欲しいと思います。

リスクはチャンスです。ターム物取引を活性化する為に、ヘッジ商品を有効活用してリスクをコントロールし金利裁定が働くようになれば、それが金利の期間構造に好影響を及ぼし、市場の機能回復にも寄与します。

2. 有担保コール市場から一部無担保コール市場へのシフト

バーゼルⅡが、この3月末から実施されることに伴い、資金の取り手にもリスクアセットの積み増しが必要となりました。私がチェア・パースンをしている国際銀行協会の金融市場委員会からも短取研へ代表を送っていますが、その短取研で協議された有担保コールの担保掛目の見直しが3月19日より実施されることは既に発表されています。

有担保コールレートと外銀無担保コールレートの違いをみると実に10bpの開きがあります。これは平均レートですから個別にはもっと開きがあり、直近では15bp前後の開きを示しています（図参照）。

同じ有担保であるレポ・レートをみて見ますと、未だに無担保コールレートより高い水準をキープしています。JGB担保レートが無担保より高い不思議な現象が続いているわけです。

私が思うに、この背景には、

- (1) レポ市場の最大の円資金出し手はメガ・バンク、
- (2) 有担保コール市場の最大の円資金取り手もメガ・バンク、というのがあります。

もちろんvalue dateの違い（T+2, T+1とT+0）から生じているという見方もできます。然しながら、私はレポ・レートの歪みは無風・無競争状態の有担保コール市場も原因の一つではないかと考えています。

有担保コール市場での資金の出し手であるカストディー系信託は、信託契約上の制約はあるものの、必ずしも全て有担保コール・ローンで放出する必要性

はないとも伺っています。であるならば、この魅力ある10bp（乃至は15bp）の違いを求めて是非とも無担保コール市場にシフトして頂きたいと思えます。レーティングに於いて外銀は、例えばシングルA以上など、決して邦銀と比べて遜色はないはずです。我々外銀は、メジャー・シェアを占めるようになった無担保コール市場で、手を大きく広げて待っています。

無風状態からの資金シフトは市場の流動性を高め、ひいては金利裁定にも寄与し、市場の発展にも貢献します。

3. オーバーナイト・インデックス・スワップ

当行は（図参照）毎日メディア（Bloomberg & Reuter）を媒体としてAsian Time All Day LiveでOISのレートをquoteしています。そしてご要望の方には、毎日午前と午後の2回にわたって日銀金融政策変更の市場折込度合いをE-mailしています。

OISは現下の金利上昇時のリスク・ヘッジに最適です。スポット・ランでライブにquoteされているので、スポット・ヴァリューに対応した金利リスクをロックできます。ロング・タームのキャッシュの出し手は、リスクをカバーし、更なるイールド・スプレッドを求めてトレードが可能となり、それがひいてはイールド・カーブの形成に寄与します。

また、テーラー・メードな金利先物（futures）取引より、カスタム・メードなOISの方がキャッシュのヘッジには、使い勝手が数段高いものがあります。

OISの取引高は急激に伸びているものの、参加者は外銀同士が圧倒的に多く、volatilityも高すぎる位高くなっています。ここに圧倒的円ポート・ホルダーの邦銀の参加が本格化すれば、市場に厚みが増し、より適切なイールド・カーブ形成に大いなる貢献が期待できます。

所謂デリバティブ市場は、或るきっかけが元で大いに成長することがあります。私がロンドン・ライフ（国際金融先物取引所）の公認資格フロア・トレーダーとしてトレードしていた頃の当初のユーロ・ドル金利先物は、出来高が今一つでした。然しながら、暫くしてペンション・ファンドが先物取引に参入してくるとその後の活況は目を見張るものがありました。また、金利スワップも1981年にIBM世銀のカレンシースワップを契機に私も始めましたが、会計処理問題を巡って当時はすぐには広く普及しませんでした。その後プラザ合意以降、飛躍的に伸びその立役者も邦銀でした。

今後の円金利上げ基調の中、メガ・バンクその他邦銀のOISマーケットへの参入で、市場の厚みが飛躍的に伸びるものと期待しています。

4. ロンバード・レートの適切な値幅

今回の25bp金利引き上げで、ロンバード・レートも75bpに変更となりました。

然しながら、日本以外の先進国のロンバード・レートはすべてターゲット・レート+100bpです（FED 5.25%+, ECB 3.5%+, BOE 5.25%+）。日本は未だにターゲット・レート+25bpです。

この意味するところは、市場で取れなければ日銀で貸してもらえるという安易な意識を助長し、そのことは翻って円資金の適切な需給に基づく金利形成がなされず、金利の歪みを齎し、ひいては金利市場の機能正常化を益々遅らせる結果を招きます。本来持っているペナルティー機能が働かない為、市場参加者のモラルアップやスキル向上にも繋がりません。

これでは、我々が求めている短期金融市場の活性化と逆行してしまいます。このことは1番の項目でもうしあげた、ターム物取引の活性化にも繋がる話です。いち早い是正を待ち望んでいます。

以 上