

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

農林中央金庫 資金為替部長
二岡 俊之

農林中央金庫の二岡でございます。農林中央金庫資金為替部は、国際分散投資を支える車の両輪として 98 年の組織改正以来、円貨と外貨をひとつのチームで担当させ、さらに担保有価証券、海外支店調達機能も統括することで、グローバルに国内外の短期市場における運用と調達の収益化を通じて、系統全国機関としての役割を発揮してまいりました。農中は、現在、国内コール市場においては、従来のような余剰資金の出し一辺倒ではなく、資金の出し取り双方を取引機会と考えており、さらに外貨調達における為替デポスワップや通貨スワップ市場での円利用も含めると、依然、巨額の系統円資金をいかに効率的にキャッシュエンハンスするか、という使命が課せられております。

それでは、本日の「短期金融市場の課題」というテーマについて、私が日頃考えておりますことですが、どうも欧米の市場に比べますと、「まだまだ本邦円短期市場には L O V E が不足しているのではないかな」と感じております。L O V E とは LIQUIDITY の L、OPPORTUNITY の O、VOLATILITY の V、それに EFFICIENCY の E の頭文字でございます。

まず LIQUIDITY（市場流動性）不足ということですが、平常時の流動性の向上の観点からは、市場機能の正常化は日本銀行のアンケートやレポートにありますように、過去 1 年相当進展してきたと思います。しかし、依然、市場参加者の偏りが存在すること、特定日における急速な流動性の低下があることなどから、まだまだ日銀の供給オペに頼っており、結果としてターム物の出会いが殆ど無く、よって金利先物等の期先限月も出会いが乏しい状況です。引き続きクレジットライン設定拡大が待たれるところですが、この点、現在の経済環境では新 B I S 規制において、対銀行の信用リスクはさほど大きな問題にはならないと思いますが、他方で取引量の急増とオンバラ・オフバラ新商品が登場して

おりますので、オペリスク管理からの観点、つまり事務処理ミスのないように執行・決済する、バックオフィスも含めた一連の事務処理の堅格性に一層、留意することが必須だと考えております。

また緊急時のアベイラビリティ確保という資金担当者にとっての重要課題についても、新BIS規制ではコミットメント取引の対資本収益率は低い上に、ドロダウン時のストレステスト負荷などから増枠、あるいは新規に締結するインセンティブが乏しくなっています。ひとつのBCM（ビジネスコンティニュイティーマネジメント）上のアイデアとして、補完貸付制度は中央銀行との債券プレポジションレポ取引と経済的には同等ですから、「共通担保の範囲内で、誘導目標金利＋100BPで複数通貨での引き出し可能な PRIMARY CREDIT PROGRAM」的なクロスカレンシーレポでの取扱を中央銀行で検討していただけると、民間金融機関の流動性に対する安心度合いが高まります。

次に OPPORTUNITY（収益機会）不足ということでは、金利の絶対水準の低さが是正されていくことで、磁石のように様々な取引動機をもった市場参加者を惹き付け、厚みも増していくと思われますが、世界的にイールドカーブのフラット化がすすみ、資金調達機能は別として、円キャッシュを資金ディーリングの対象としてみた場合には、市場流動性の低さやバランスシートコスト対効果が悪いこと等から、単品商品内ではスペキュレーターへの参入意欲を掻き立てません。コール、ならびにユーロ円市場が、証券レポ市場と補完あるいは融合し、相互に裁定がより働くようになることが大事であり、参加者の裾野の広い、コール市場のプレイヤーがレポ市場にも参加することが望ましいと考えております。決済インフラとしての JGBCC 加入推進のため、システム整備の軽減等の対応が望まれます。

三つ目の VOLATILITY（金利の変動）に関しては、確度の高い日々の資金繰り情報の提供という短期的見地、また、先々の金融政策双方を予想して合理的なイールドカーブ形成が出来るための中期的観点から、資金需給ならびにレート予想の予見性が高まる必要があると思われます。アメリカのようにフェドワッチャーがたくさんいて、一ヶ月程度先までの O/N FF レートや連銀オペ予想が

情報端末に公開されるような状況に早くなるとよいと思います。

その意味からは、先般、日本銀行より各種新指標の公表方針がアナウンスされましたが、意欲的な対応だと思います。レポはDD取引も多いことからレファレンスレート方式が望ましく、また資金需給の取引開始前の早朝公表、政策決定会合開催予定日の複数年発表などの工夫を加えることにより、イールドカーブのピン止め部分であるコールレートの予想精度が一層高まり、期先のレートが揺れながらも練れていくことで「市場との対話」の市場サイドの実践がなされ、適度なボラティリティも出てくると思われます。言い換えれば、中央銀行からの自作自演ではない、適切な情報発信によりもたらされる「Volatility you can understand」は歓迎されますが、所謂、憶測記事や不規則発言等の Noise による相場の乱高下は望ましくない、ということでしょうか。これに関して付け加えれば、今後一層、グローバルプレーヤーを相手にすることから、日本の短期金融市場に関する情報不足と伝達の迅速性が問われる局面もありますので、速やかに英語で情報発信される必要もあるのではないかと思います。

ロンバート貸出利率水準については今回、天井が引き上げられましたが、資金量の確保と担保玉の問題から市中金利が上抜ける状況もみられましたことから、量的金融緩和期の金利キャップ的意味合い、あるいはO/N金利低下を促す役割も既に薄れたと思われますので、乖離幅については引き続き検討すべき課題であると思います。資金繰り上の重要性が外せない、ということであれば、準備預金積み最終日等には別金利を適用とするなどのアイデアもあります。

最後に EFFICIENCY（効率的なインフラ整備）不足ということですが、レポ市場・OIS 市場へのエントリーバリアで大きいのは、どうしてもシステム開発費用ならびに参加業態固有の慣行なりの打開です。有担保コール取引における担保掛目や、日本独特の手形の作成慣行など、今般の新 BIS 導入を契機に今後も関係者の合目的的見直しが必要があると思います。そのために短取研、レポ研、東京外為市場委員会、金利先物等市場運営委員会などが横断的に情報交換する必要もあると思います。これによって取引手数料、決済手数料、あるいは追加の人的コストを賄える効率性の向上がもたらされ、より取引も活性化

するのではないのでしょうか。

以上、円短期資金のインフラは伝統的慣行や異なる参加者固有の事情の中で確立してきた歴史もあり、なかなか一朝一夕には変わらないかもしれません。しかし、先月、私は英国に出張したのですが、大変驚いたのは、トレーディングあるいはキャリートレードの一通貨として、想像以上に円短期金利に熱い期待と活発な取引がなされておりました。例えば農中で未取扱商品であるO I Sにおいても「TONAR APRIL B O J¹」といったニックネームで大口取引がされておりますし、円短期金利が扱えるディーラーの引抜合戦も起こっておりました。また、「t + 3のJGBレポ市場とt + 0の無担コール市場が、先スタートというだけで常時プレミアムが5bp以上も存在するのは理解できない」といった疑問を呈する欧州系銀行トップにもお会いしました。農中も至急インフラ整備と取引スキルの向上、そして何よりも人材の育成を急ぐ必要があると痛感致しました。

今日は弥生朔日ですが、円金利市場は一足先に長らくの冬眠から覚めました。本日のこのフォーラム開催などの一連の取り組みが、市場を揺り起こし、機能回復を後押しして、円短期市場取引をグローバルに拡大するための円滑な受け皿作りに寄与することを、円短期市場をLOVE、「愛する」参加者の一人として祈念するものでございます。

以 上

¹ 各国のO I SはEONIA（EURO）、SONIA（英国）に対し、TONAR（日本）が使用され始めている