

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

ゴールドマン・サックス証券株式会社

マネージング・ディレクター

植田 栄治

ゴールドマン・サックス証券の植田でございます。

私自身 10 年以上円金利のマーケットに関わってまいりましたが、最近個人的に非常に危惧していることがございます。それはグローバル化する世界の金融マーケットにおいて日本のマーケットだけローカル化するという危険性でございます。このままだと世界のいろいろな市場における円金利マーケットの相対的地位が下がり、世界からあまり注目されないマーケットになってしまうのではないかという懸念です。まず初めに 2 つの数字をご覧ください。一つ目は 106%対7%でございます。106%は米国債の発行残高に対する JGB の発行残高の割合でございます。一方7%は、米国債1日の取引量に対する JGB の1日の取引量の割合でございます。発行残高がほぼ同じ米国債のわずか7%しか JGB の取引量がないということです。これは TB, FB を除いた数字でございますが配布資料の1ページに詳しい数字がございます。次に50%対10%。これは米国のレポ残高の国債発行残高に占める割合と、日本の割合でございます。日本では周知のように発行残高が多いなかで、レポによるファンディングの割合が非常に低いことが分かります。配布資料2ページに詳しい数字が載っております。日本は世界の中でも最大の金利マーケットの一つと信じておりましたのでこの数字を知ったとき私自身大変ショックを受けました。市場参加者の一人としてこの状況は何とかしなければと強く思っております。

そこで本日は米国の金利マーケットとの比較の中で、日本の金融市場特に短期市場の機能面を7つの視点から100%私見で○×の評価をし、問題提起をしたいと考えております。必ずしも米国の金融市場が良いということではないと思いますが参考になればと思います。

まず第 1 に中央銀行による調節金利でございます。日本ではご存知のように ON 無担コールレート、米国では FF レートとなっております。ここで実際の中央銀行によるターゲットレートと市場でのレートの差を見てみると配布資料 3 ページのようになっております。日本の場合の方がよりターゲットレートからのブレが少ないことが見て取れます。そういった意味では市場調節機能が働いているという点で○がつけられるのでしょうか。

第 2 に主に ON を中心としたレポ取引による国債のファンディングを見てみたいと思います。日本ではレポ、債券貸借の残高は日本証券業協会の統計によれば約 9 6 兆円です。一方アメリカでは 3 兆 8 6 5 0 億ドルで日本の約 4. 8 倍です。冒頭に申し上げたとおり日本の場合発行残高に比べて少額にとどまっております。更に配布資料 4 ページにありますが、米国は 2 0 0 1 年から約 2 倍の規模になっているものの日本では 4 0 % 増にとどまっています。また配布資料 5 ページにありますように取引レートが日本の場合無担レートから 5 - 1 0 b p 上になっており、理論的には低く取引されなければいけない有担レートが無担よりも高く取引されるという逆転現象がおきております。米国では逆に約 2 - 3 b p 低いレートで取引されております。市場金利が理論的に考えにくいレートになってしまっているという点で市場機能として低いといわざるを得ないと考えます。更には決済期日ですが米国では T + 0 が基本になっているものの、日本では T + 2, 3 でしか機能していない点も重要です。そういった意味では期待も含め×をつけさせていただきたいと思います。

第 3 はレポを行ううえでの決済機構です。日本では財務省による国債市場懇談会での議論をきっかけに 2 0 0 3 年に JGBCC が設置されており、債務引受高は 1 日当たり 7 0 兆円となっております。米国でも FICC が 2 0 0 3 年に業務を開始し、1 日当たりの債務引受高約 3 兆ドルと非常に高い数字です。ここで重要なことは取引のネッティングと取引参加者の広がりでございます。近年 ROE や ROA という指標が重要になる中、参加者としてはネッティングによる BS 削減効果は非常に重要でございます。JGBCC においては参加者に不測の事態が起きた場合の解決方法が個別取引をした場合とあまり変わらず、ネッティングされないために、結果としてオフバランスにならない仕組みとなっております。将来

的にこの仕組みを変えることは非常に重要と考えます。また取引参加者の広がりに関して課題が残ります。レポ市場で重要な立場を占める参加者が参加されることによって、機構の機能がより効果を生むと考えられます。決済機構がはじまった努力に対してはポジティブに評価し、課題が残るという点で△にさせていただきます。

第4にレポの仕組みに関してでございます。先ほど申し上げたとおり、T+0の取引がなされていないことが市場のレート形成にひずみが生じる一因となっております。更にはレポではなく、有担コールや、債券貸借の参加者が引き続きマーケットで大きな比重を占め、新現先への移行がなかなか行われていないことがあげられます。配布資料6ページでも分かるとおりGCレポ残高のある機関はアンケート調査の対象先のわずか35%しかありません。米国では市場参加者の大部分が統一されたレポの形で市場に参加しており、結果として市場の活性化につながっていると考えられます。更に米国においてはトライパーティーレポと言った新しい形のレポ取引も登場しております。トライパーティーレポに関しては詳しい説明は省きますが配布資料7ページを見ていただければと思います。また、国債以外のレポ取引も非常に活発になっております。配布資料4ページ目にありますように、米国では政府機関債、MBS、社債といった商品、更には株にもレポの取引が広がっております。マーケットメーカーには常にこのような商品でのファンディングニーズはございますのでペーパーレス等決済方法の発展に伴いこうした商品のファンディングマーケットが出来ることにも期待したいと考えております。参加者の厚さ、レポの形態、対象商品面で日本市場の評価としては×から△程度の評価になるかと考えております。

第5に短期金利のデリバティブマーケットに関してでございます。ご存知のように日本のマーケットでもOISの取引が増えており確実に良くなっていると思われま。一方で3ヶ月先物のユーロ円金先とCMEのユーロドル先物を比較してみると、取引高で約20倍とかなりの開きがございます。一つにはユーロ円金先の決済は配布資料8ページにあげられる参加者によって決められる3ヶ月ユーロ円TIBORで行われており、6ヶ月LIBORで受払いが決まっているスワップマーケットと期間と参照値が違うというねじれが生じている問題がありま

す。米国の場合、金先もスワップも両方3ヶ月 LIBOR を基準におこなわれております。更に \$LIBOR のパネル行は16社となっておりますが、米国系の会社はわずか3社しかありません。一方ユーロ円 TIBOR におきましては14社中12社が国内の金融機関でございます。短期マーケットと長期のマーケットをつなぐという意味でも、スワップ、金先の商品性の検討や、TIBOR と円 LIBOR のパネル行がより近いものになることが期待されるのではないかと考えます。そういった意味で△の評価をしたいと思います。

第6に TB, FB のマーケットでございます。市場機能として米国と差があるとはあまり思えませんが、ご存知のように為替の介入資金の裏側にある大量の FB 発行によって同じクレジットリスクであるレポを含めた有担マーケットにレート面で影響を与えていることは否めません。そういった意味で市場機能としては○、がつけられるものの更なる発展には国の BS 管理が必要であると付け加えさせていただきます。

最後第7に長期の国債マーケットです。この部分においても合格点は難しく△の評価と思っております。初めの紹介どおり発行額は米国を上回っておりますが、取引高では非常にさびしい状況です。引き続き既に使用者が少ない単利で取引しております上、ブローカーマーケットにおける取引コストも長期にわたって変わっておりません。弊社の調べでは1億円当たりの取引コストは1000-1800円で、米国の\$1mあたり約\$1の約15倍となっております。

以上7点を踏まえて問題点の整理いたしますと、

1. T+0のレポ取引の整備
2. 決済機構の参加者拡大とネットィング機能
3. レポ取引参加者の拡大
4. 新しい形のレポの導入
5. TIBOR と円 LIBOR の相違
6. 国の BS 管理
7. 長期国債のセカンダリーマーケット整備

というところが重要な点になってくるのかと思います。

日々の取引の中ではある程度の流動性があり、私自身も含めあまり不自由は感じていない参加者が多いのかと思いますが、こうして整理してみると検討すべき課題は多いのかと思います。課題の中には出来ること出来ないことがあるとは考えておりますし、市場参加者の利害関係によって必ずしも意見の統一を見ないことも多いかと思っております。そこで 2 つの提案をさせていただければと思っております。

一つは T+0 実現によるレポマーケットを利用した中央銀行の金融調節でございます。為替の介入資金が今後変わらないことを想定すれば国の BS 問題は解決しにくいと思われますので、金利調節機能を強化するためにはコールマーケットとレポマーケット間でアービトラージが効くようにするか、直接レポレートによるオペレーションを行うかの選択肢と思っております。前者の選択肢がなかなか機能しないうでは、後者の選択肢かと思っております。

もう一つは、市場参加者による市場取引慣行を議論する場の設置でございます。米国の場合 Bond Market Association という組織がこの機能を担っております。短期と長期二つの部会があってもいいのかと思っておりますが、主要マーケット参加者による自主的なマーケット整備の動きが日本の場合少なすぎると感じております。

今回のフォーラムを機にこのような動きが是非出てくればと考える次第でございます。

御清聴ありがとうございました。

以 上