

2007年3月2日

日 本 銀 行

# 短期金融市場フォーラムでの議論

—— 各スピーカーの使用された資料、スピーチ要旨は  
HPに掲載しています。

# フォーラムの概要

テーマ:「わが国短期金融市場の市場機能面での現状と課題」

## I. プログラム

### 1. 日本銀行からの説明

- ・開会挨拶に代えて 日本銀行総裁 福井 俊彦
- ・論点整理 日本銀行金融市場局長 中曾 宏

### 2. 市場参加者によるスピーチ

#### (1) 日本銀行の御取引先

- ・ 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 様
- ・ 野村證券株式会社  
執行役 金融市場本部担当 中村 善二 様
- ・ 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 様
- ・ 農林中央金庫 資金為替部長 二岡 俊之 様
- ・ 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 様

#### (2) ゲストスピーカー

- ・ 大和証券投資信託委託株式会社  
運用本部 副本部長 二宮 幸一 様
- ・ 三菱商事株式会社 トレジャラーオフィス  
資金為替市場室 室長 下山 陽一 様

### 3. 質疑応答

モデレーター: 東短リサーチ株式会社  
取締役 チーフエコノミスト 加藤 出 様

### 4. 閉会挨拶

日本銀行総裁 福井 俊彦

## II. フロア参加者

オペ先、市場・決済システム関係者など約160名

## III. 日本銀行参加者

福井総裁、岩田副総裁、春審議委員、福間審議委員、野田審議委員、稲葉理事、水野理事、井戸理事、中曾金融市場局長ほか

# 市場参加者によるスピーチの概要

## (三菱東京UFJ銀行・西田円貨資金証券部長)

## (野村証券・中村金融市場本部担当執行役)

### ○ これまでの機能改善面の進展

- ・ 個社資金繰り体制の再整備(資金ポジション把握、予測精度、クレジットライン)
- ・ 市場間の裁定拡大(無担コールとレポ、ユーロ円)
- ・ 短期デリバティブの増加(OISなど)
- ・ 金融市場の分析力の向上

### ○ 今後の課題

- ・ 効率的な有担保資金市場
  - 時間はかかるが、レポの決済インフラ整備(クリアリングバンク、トライパーティレポ等)
  - 当面は、レポ指標レートの見直し。有担コールの利便性向上(慣行の再点検)
- ・ ターム物取引の増加
  - 補完貸付金利の設定、ターム別残高公表
- ・ 市場の自律性をさらに活かした日銀オペ運営
  - 準預残高見込みの前倒し公表も有益
- ・ 翌日物金利の先物市場
- ・ 金融機関の短期ALMの高度化努力
  - オプション性のある商品増→資金・金利リスク管理の重要性(調整手段としての短期市場)や次世代RTGS対応

### ○ レポは米国に比べると流動性がかなり低い

- ・ 国債発行残高に対するレポ市場規模は米が5割、日本は1割強。

### ○ レポ市場の課題は何か

- ・ 短期国債のレポ取引拡大(主にSC)
  - 短国の流動性拡大、円滑な価格形成に有益
  - 投資家と証券会社が足並み揃えて取組む要
- ・ ターム物レポ市場の拡大
  - 運用、調達期間の多様化のメリット、効率的なイールドカーブの形成にも資する
  - レポ取引のための体制整備、レート情報の充実(レポ指標レート等)などが課題
- ・ 「現先」形式の取引普及
  - 銘柄差替え、リスク管理面で優れる。国際的にも一般的
  - 非居住者とのレポ、国債以外の債券担保レポなどに有効

### ○ これまでの成果を広げる努力も重要

- ・ フェイル慣行定着、JGBCC(日本国債清算機関)の利用など

## (クレディ・スイス銀行・市東GT本部長)

- ターム物取引の活性化
  - ・ 市場参加者の積極的なquotationを期待
  - ・ そのためには、市場参加者の高い意識が必要(「リスクはチャンス」との発想)
  - ・ ヘッジ商品の活用等によるリスク管理や裁定もターム物取引を活性化
- 有担保コール市場
  - ・ 無担コール金利 > 有担コール金利。有担コールの出し手は、無担コールヘシフトの余地。裁定の拡大が市場流動性を高める
- OISの厚み拡大
  - ・ 市場参加者が少なく、外銀間の取引が多いためvolatilityが高い
  - ・ 邦銀の参加によって市場に厚み
- ロンバート金利の適切な値幅
  - ・ 日本は25bp、海外は100bpが多い
  - ・ 値幅の拡大は市場規律を高める

## (農林中央金庫・二岡資金為替部長)

- テーマは「愛(LOVE)が市場を育てる」
- Liquidity (市場流動性)
  - ・ ターム物取引の薄さ(まだ日銀オペへの依存度大)
  - ・ 取引量拡大や新商品に応じた事務体制整備も大事
  - ・ 補完貸付制度への期待
- Opportunity (収益機会)
  - ・ 世界的イールドカーブのフラット化の下では、裁定が重要(コール、ユーロ円、レポ等の融合・補完)
  - ・ コール市場プレイヤーのレポ取引への参加が望ましい
- Volatility (金利の変動)
  - ・ 資金需給やレートの予見性向上(レポ指標レート、準預残高見込みの前倒し公表、より長めの決定会合日程公表など)、補完貸付金利の設定の再検討
  - ・ その上で生じるvolatilityはむしろ市場にプラス
- Efficiency (効率的なインフラの整備)
  - ・ レポ市場、OIS市場の参入バリアは、システム開発費用と参加業態固有の慣行
  - ・ この点、有担コールの掛け目や手形作成慣行の見直しは有益
  - ・ 市場横断的な意見交換も重要

## (ゴールドマン・サックス証券・植田MD)

- 日米比較の観点から短期市場を評価
- レポ市場
  - ・ レポ市場の流動性は、米国比かなり見劣り
  - ・ 有担レポ・無担コールのレート逆転も低機能の表れ
  - ・ T+0取引の少なさ、新現先への移行の遅れ
  - ・ 国債以外の債券や株を使ったレポも何れ必要に
  - ・ 決済の効率性の低さ(JGBCCの利用の広がりなど)
- 短期金利デリバティブ
  - ・ 増加しているが、米国に比べると流動性に乏しい
  - ・ 金利先物の参照金利となる3M-Tiborと、スワップの参照金利となる6M-Liborのレート格差の問題  
→使い勝手の悪さ
- 課題(短期市場関連)
  - ・ T+0レポの整備(金融調節での活用も)
  - ・ 決済機構の参加者拡大と会計上のネットティング
  - ・ レポ取引の参加者拡大
  - ・ 新しい形のレポの導入
  - ・ TiborとLiborの相違についての見直し
  - ・ マーケットについて話しあう参加者間会合の設置

## (大和投資信託委託・二宮運用本部副部長)

- 投信にとって短期金融市場は大事な運用の場
  - ・ 大和投信では、運用資産10兆円の約1/3が短期金融市場での運用。うち2.7兆円がオープン市場、0.8兆円がインターバンク
  - ・ 短期金利の上昇で、今後MMFやMRFの増加も見込まれる
- 市場の透明性向上が大事
  - ・ 市場関連データ、レポ指標レート、OIS市場に関する調査は、参加者の拡大にも有益
- 投信にとっては、インターバンクやレポだけでなく、その他のオープン市場(CPなど)も重要
  - ・ CPは、銀行等ディーラー保有が多く、間接金融カルチャーの影響を受け易い
  - ・ CPと短期国債とのスプレッドが見えにくい。CPLレートと短国レートは必ずしも整合的に動いていない
  - ・ CP入札方式の標準化、投資家によるダイレクトCPの運用拡大、CP市場関連のデータ充実などが課題

## (三菱商事・下山資金為替市場室室長)

- 量的緩和・ゼロ金利解除は企業財務に大きく影響
  - ・ イールドカーブに動き→短期資金調達を駆使する必要
  - ・ 資金管理の精度向上、余剰資金の運用も大事に
  - ・ 金利先物等も積極的に活用していく
  
- 企業の事業環境も企業財務の高度化を迫る
  - ・ M&Aを含む投資案件＝必要資金の大型化
  - ・ タイミングの不確定な事業投資の出現
  - ・ 連結ベースの資金管理の徹底
  
- 企業にとっても、調達・運用両面で流動性が高く、厚みのある短期金融市場が不可欠
  
- 今、必要なもの
  - ・ MMF／MRFの拡大(CPの買い手＋余資運用手段)
  
- 将来、必要なもの
  - ・ 高度なCMSを可能とするT+0市場
  - ・ 資金運用調達のavailability向上：レポ市場の整備
  - ・ 外貨建CP市場
  
- 目指すのは国際水準のインフラ
  - ＝「青写真」が必要。「構想力」が問われている

# 質疑応答の概要

## (東短リサーチ・加藤チーフエコノミスト)

- 97年の金融危機から10年。ゼロ金利や量的緩和を経て、日本の短期市場のインフラ整備は海外市場に大きく出遅れた(短期市場の「失われた10年」)。
- しかしこの間、短期市場への資源配分を敢えて縮小せず、ノウハウを維持した先もある。
- 昨年のゼロ金利解除はスムーズだったが、市場参加者が入念な準備を行っていた面も大きい。
- この時期に、我々が短期市場の課題を洗い出して議論することは有益。意識して取り組まないと「失われた10年」は更に遅れる恐れ。
- 短期金融市場は、国際金融センターとしての東京市場の基盤。市場の機能向上へ向けた皆の努力が必要。

## (ディスカッション での主な議論)

- 複数の参加者に共通していた問題意識として、①レポ市場の参加者拡大、②T+0レポ市場の流動性向上、③ターム物取引の活性化について追加的に議論。このほか、④日本銀行のオペ運営や補完貸付制度と市場取引との関係についてのやりとりもあった。
- レポ市場(①、②)に関しては、次のような意見があった。
  - ・ 短期金利の上昇がさらなる参入を促す。
  - ・ やや時間がかかるかも知れないが、個社が(費用対効果を見極めつつ)システムや人員など体制整備を進めることが必要。
  - ・ 参加者数は地道にしか増えないかも知れないが、取引のボリュームの増加に関しては、OISなどデリバティブとの裁定もあって楽観的にみてよいのではないか。

- ・ 米国市場をみると、わが国レポ市場にはまだまだ伸びる余地がある。費用対効果を考える際、「失われた10年」の取引規模だけを前提にするのでなく、そうした将来性を考慮しても良いのではないか。
- ・ 清算機関の利用者拡大は、一定の取引コスト削減やリスク管理には役立つが、新たな参加者の増加を促すほどの効果があるかは疑問。
- ・ クリアリングバンクサービスに対する潜在ニーズはわが国にもある。
- ・ やはりレポは担保管理やマージンコールの負担が重い。負担軽減のための慣行整備や、安価な取引プラットフォームの提供を期待。
- ・ T+0市場を伸ばすための即効薬は、日銀がレポを誘導目標にすること。
- ・ T+0という意味では、有担コールに歴史と有用性がある。当面は、「T+0やT+1は有担コール、T+2やT+3はレポ」という使い分けが現実的。短取研は、有担コールの担保掛け目見直しなどで有用性を高めた。
- ・ 金融機関による効率的CMSを支えるものとしても、厚みのあるT+0市場が必要。

○ ターム物取引(③)に関しては、次のような意見があった。

- ・ 銀行としての流動性管理上、O/N偏重は望ましくない。タームの選択肢が欲しい。
- ・ 金融政策の予見性が高いことも、ターム取引をやりやすくする条件の1つ。日銀の情報発信も大事だが、個々の参加者も市場分析力を高めていくことが必要。
- ・ サムライ・マインド(積極的なリスクテイク姿勢)が日系金融機関では評価されにくい面もあるのでは。
- ・ デリバティブ取引が増え、ヘッジや裁定機会が増えればターム取引も増えてくる。

○ 日本銀行のオペ運営、補完貸付制度のあり方(④)に関しても、幾つか意見があった。

- ・ 現在の補完貸付金利と政策金利の幅(現在25bp)は、市場機能の現状を踏まえたセーフティネット的なものと理解。市場機能の回復が進めば、現状より広げていくことで良いのではないか。
- ・ 欧米中央銀行に比べ、日銀の短期オペは残高が大きく、タームも長いとの指摘があるが、日本の場合、銀行券・財政による資金過不足の振れが欧米比大きく、短期オペ残が相当大きくならざるを得ない。調節上は、そうした制約の下で、directiveを遵守しつつ、なるべく自律的な金利形成を促すように工夫している。今後も、そのように努める(金融市場局)。