

EMEAP 域内の短期金融市場

調査報告書

EMEAP 金融市場ワーキンググループ

2018年8月

本報告書は、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)金融市場ワーキンググループ(WGFM)が、WGFM 議長の前田栄治(日本銀行理事)の下で編集・作成したもの。

目次

EMEAP 加盟中央銀行	ii
エグゼクティブサマリー	1
1. はじめに	2
2. 短期金融市場の構造	4
2.1. 市場規模	4
2.2. 市場参加者	8
3. 課題と取り組み	12
3.1. レポ市場	12
3.2. ターム物取引	17
3.3. EMEAP 中央銀行の金融調節の枠組み	20
4. 結語	31
参考文献	33
略語	34
図表一覧	36

EMEAP 加盟中央銀行

東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP: Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks)¹ 金融市場ワーキンググループ(WGFM)² は、以下の中央銀行で構成されている。アスタリスクが付されている中央銀行が、本報告書の作成を主導した。

豪州準備銀行*

中国人民銀行

香港金融管理局

インドネシア中央銀行

日本銀行*

韓国中央銀行*

マレーシア中央銀行

ニュージーランド準備銀行

フィリピン中央銀行

シンガポール金融管理局

タイ中央銀行

¹ EMEAP は東アジアとオセアニア地域の中央銀行および金融管理局で構成される協力組織であり、1991 年に発足した。EMEAP の主な目的は、加盟中央銀行間の協力関係を深めることである。EMEAP は、豪州、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイの 11 法域の中央銀行で構成される。

² WGFM は、EMEAP 域内における金融市場の動向や随時発生し得る特別なテーマを調査する。また、アジア・ボンド・ファンド・イニシアティブを通じて現地通貨建て債券市場を育成しているほか、加盟中央銀行間で市況について意見を交わす場としても機能している。

エグゼクティブサマリー

短期金融市場は、民間金融機関ならびに中央銀行の重要なインフラとしての機能を果たしており、金融機関が金利の見通しや資金の需給に基づき短期資金を調達・運用する場である。EMEAP 域内の短期金融市場は、資本流入が続いてきたこともあり、引き続き潤沢な流動性を有しているが、資本フローが反転した場合、流動性は徐々に低下し得る。こうした問題意識の下、本報告書は、短期金融市場の現状および EMEAP 域内の政策面の取り組みを纏めることを目的としている。本報告書は、各法域において短期金融市場が独自の進化を遂げていることを踏まえた上で、域内の同市場を更に発展させるために有益な情報を提供する。

WGFM のアンケート調査は、EMEAP 域内の短期金融市場が過去数年にわたり総じて成長してきたことを明らかにした。これは、着実な経済成長だけでなく、域内で実施された政策面の取り組みにも起因している。これらの政策面の取り組みは、各市場固有の構造や発展の軌跡に合わせて策定されたものである。本調査は、各法域における市場規模の多様性を確認するとともに、市場参加者の構成も異なることを示した。特に、中央銀行と地場銀行が市場の大半を占める法域もあれば、非銀行や外資系金融機関等の多様な参加者で市場が構成される法域もあることが分かった。このような特性が明らかになることで、市場を更に深化させ、タイト化し得る金融環境に対応する上で各法域が直面する様々な課題が浮き彫りとなった。

金融サイクルのいずれかの時点で短期金融市場の潜在的な課題が顕在化する可能性があることを踏まえ、本報告書は、EMEAP 域内の民間市場参加者の知見を取り入れ、短期金融市場を支える政策面の取り組みを概観する。特に、以下の 3 つの領域において、政策が取り組まれてきた。

- (i) レポ取引の推進。非銀行の参加や空売りの自由化、債券流通市場の流動性改善を目的とした債券貸出の導入等の制度改革が含まれる。
- (ii) ターム物取引促進へ向けた基盤作り。ターム物取引に関するポストトレード事務の合理化や事務コスト軽減に向けた取り組みが行われている。
- (iii) 金融調節の枠組みの見直し。円滑かつ安定した金利形成を促すとともに、変化する金融サイクルに対して準備を進めている。

本報告書は、域内の金融市場の更なる発展に向けた EMEAP の取り組みのひとつである。また、EMEAP は、最近、流通市場における現地通貨建て債券の流動性を支えるべく、PAIF 債券貸出を導入した。これにより、域内の短期金融市場の機能を更に強化している。EMEAP は今後も様々な活動を通じて金融市場の発展に貢献していく。

1. はじめに

1. **短期金融市場は、民間金融機関ならびに中央銀行の重要なインフラとしての機能を果たしている³。**短期金融市場は、無担保貸出、レポ、為替スワップ、譲渡性預金、コマーシャルペーパー等の様々な金融取引を通じて金融機関が短期資金を調達・運用する場である。これらの取引は、金融機関の金利見通しや資金の需給に基づき行われる。中央銀行も短期金融市場で取引される様々な金融商品を用いて金融政策を実行しており、金融政策のトランスミッションにおいて、短期金利は、中心的役割を果たしている。
2. **WGFM は、市場発展の基礎となる情報を提供するためにアンケート調査を実施し、2010 年⁴と 2014 年⁵に EMEAP 域内の短期金融市場に関する報告書を公表した。**
 - EMEAP WGFM (2010)による最初の報告書は、EMEAP 域内の短期金融市場が世界金融危機に影響された経験を基に作成された。EMEAP 域内の金融市場は、積極的かつ十分な流動性供給等により、国際市場の緊張の高まりに対処した。それでもやはり、欧州債務危機の懸念が高まる最中であって、EMEAP 中央銀行は、市場の発展に向けた取り組みの必要性を再認識した。
 - EMEAP WGFM (2014)による報告書は、短期金融市場の一部であるレポ市場を調査対象とした。長期にわたる過剰流動性の下、カウンターパーティ・リスクが十分に認識されていなかったこと、また、一部ではレポ取引にかかる事務の複雑性等を背景に、域内では慣例的に無担保資金調達に依存していたため、レポ市場には更なる発展の余地があるとされた。
3. **本報告書は、過去の報告書とは異なる金融サイクルの局面で作成された。**過去の報告書で取り上げた諸問題に対処するための政策面の取り組みが功を奏したこともあり、EMEAP 域内の短期金融市場は、深化を遂げてきた。もともと、金融サイクルの転換点では、短期金融市場の機能度に変化し得る。具体的には、短期金融市場における現地通貨建て資金需要は、資本流入等による潤沢な流動性により、これまで抑制されてきたかもしれないが、新たな金融サイクルの中で流動性が低下した場合、短期金融市場は課題に直面し得るということである。
4. **流動性が低下して資金需要が増加した場合、短期金融市場の機能がより重要となる。**EMEAP 域内の短期金融市場は、今のところ堅調な資本流入もあり、潤沢な流動性を有しているが、資本流入が反転すれば流動性は徐々に低下し始める可能性がある。その場合、市

³ 別途記載がない限り、本報告書における「民間」は「中央銀行以外」を意味し、「民間短期金融市場」は対中央銀行取引を除いた短期金融市場を意味する。同様に、「民間金融機関」とは、中央銀行以外の金融機関を指し、これには国有の金融機関が含まれる場合がある。

⁴ EMEAP WGFM (2010)。

⁵ EMEAP WGFM (2014)。

場参加者全体に円滑かつ効率的に資金を再配分する短期金融市場の機能がより重要になる。市場参加者が多様化することで市場の深化が促進され、市場センチメントの変化による悪影響への耐性が強化され得る。また、担保資産の流動性が向上し、ターム物取引の利用可能性が高まれば、短期金融市場における金融機関の資金調達力が強化される。

5. **金融サイクルが反転した場合、一部の中央銀行は、金融調節手段の調整を要するかもしれない。**為替市場と短期金融市場は密接に関係していることから、多くの中央銀行は、市場の流動性を管理する上で資本フローと為替レートの動向を考慮する必要がある。一部の EMEAP 中央銀行は、資本流入や自国通貨の増価圧力に起因する問題を乗り越えてきた。中央銀行が流動性を効果的に管理するためには、短期金融市場の自律的調整機能を強化するだけでなく、金融調節手段を充実させることも不可欠である。
6. **本報告書は、短期金融市場の現状および EMEAP 域内における政策面の取り組みを扱う。短期金融市場が各法域で独自の進化を遂げていることを踏まえた上で、本報告書は、EMEAP 域内における同市場の更なる発展に役立つ情報を提供する。**本報告書を作成する上で、WGFM はアンケート調査(2017 年 WGFM アンケート調査)⁶を実施したほか、各法域における政策面の取り組みに関する経験を EMEAP 中央銀行間で共有した。また、WGFM は、地場銀行、国際的に活動する銀行、非銀行等の様々な民間市場参加者を招いてラウンドテーブルを開催した。本報告書は、これらの活動から得た知見をまとめている。特に、本報告書は、WGFM が域内の短期金融市場に関する包括的な分析を実施した 2010 年以降の動向や取り組みに重点を置いている。
7. **本報告書の構成は以下の通りである。**第 2 章は、短期金融市場の規模や構造に関する 2017 年 WGFM アンケート調査の結果を提供する。第 3 章は、(i)レポ市場、(ii)ターム物取引、(iii)金融調節の枠組み、に焦点を当て、域内の短期金融市場の発展を支える政策面の取り組みを概観する。第 4 章はまとめである。

⁶ 2017 年 WGFM アンケート調査に関する詳細は別冊(英文のみ)を参照。

2. 短期金融市場の構造

本章は、2017年 WGFM アンケート調査の結果を紹介し、EMEAP 域内の短期金融市場の現状を考察する。特筆すべきは、EMEAP 域内の短期金融市場が 2010 年以降、着実な経済発展や政策面の取り組みを背景に成長を遂げてきたことである。また、本アンケート調査の結果は、法域によって市場規模や市場参加者の構成が異なることを浮き彫りにした(例: 中央銀行や地場銀行による取引が市場の大半を占める国もあれば、非銀行や外資系金融機関等による多様な取引が行われている市場もある)。このように法域によって多様な市場特性を映じ、政策面の取り組みは、各市場固有の構造や発展の軌跡に合わせて策定されており、法域によって区々となっている。本章で概観する多様な市場特性は、各市場に固有の課題を明らかにし、第 3 章における議論の基礎となる。

2.1. 市場規模

8. EMEAP 域内の短期金融市場における民間市場参加者による取引は、過去数年にわたり、大部分の法域で増加した⁷。表 2-1a は、フィリピンを除く EMEAP 域内のすべての短期金融市場において、短期金融市場における民間部門の取引が実額ベースで増加したことを示している⁸。市場拡大の要因のひとつは経済全体の成長であるが、表 2-1b は、GDP に対する割合で見ても、短期金融市場における民間部門の取引が多くの法域において増加したことを示している。つまり、多くの法域において、短期金融市場における民間部門の取引は、経済全体の成長よりも速いペースで拡大したことになる。

表 2-1 短期金融市場の成長(中央銀行を除く)

a. 実額で見た規模の年率換算成長率(2010 年~2016 年)

東南アジア					北東アジア			オセアニア		
インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	タイ	シンガ ポール	香港	中国	韓国	日本	豪州	ニュージ ーランド
+12.05%	+8.21%	-7.43%	+5.82%	+1.01%	+5.35%	+25.78%	+11.78%	+0.23%	+4.88%	+2.85%
(U+R+F)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)	(U+R+F)	(U+F)	(U+R)	(U+R+O)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)

⁷ 2017 年 WGFM アンケート調査は、既存の入手可能なデータに基づいて実施された。このため、市場規模は、法域、或いは金融商品によって、残高ベースの報告と、取引高ベースの報告が混在している。残高と取引高は、前者はストックベースの規模を表す一方、後者はフローベースの規模を表すという点で市場の異なる面を捉える指標である。従って、本報告書の数値を解釈する際には注意を要する。便宜上、本報告書は各市場の計数の報告ベースの違いから生じる影響に必ずしも言及しないが、評価は比較可能なデータに基づき行っている。

⁸ フィリピンの為替スワップ市場の縮小は、同国への資本流入が減少したこと起因する可能性がある。2010 年から 2013 年にかけて、フィリピンのマクロ経済のファンダメンタルズが健全であったこと、ならびに同国の信用格付が改善したこと等から、同国への純流入額はプラスであった。しかし、フィリピン中央銀行(BSP)は銀行のフォワード取引に関する規制を改定し、その後数年間で流入額が減少した(BSP は 2013 年 3 月 16 日付通達 790 号により、フィリピンペソに係るノンデリバラブル・フォワード取引<NDF>に関するマクロ・プルーデンス措置を講じた)。

b. GDP に対する割合(%)の変化(2010年～2016年)

インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	タイ	シンガ ポール	香港	中国	韓国	日本	豪州	ニュージー ランド
+0.02%p	+0.07%p	-4.41%p	+1.31%p	-1.47%p	-0.30%p	+1.94%p	+5.16%p	-2.10%p	+2.28%p	-0.35%p
(U+R+F)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)	(U+R+F)	(U+F)	(U+R)	(U+R+O)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)

注: 1. 残高ベース。但し、日次取引高ベースの数値には下線を付した。2016年のデータが入手できない場合には2017年のデータを参照している。
2. 括弧内のアルファベットは短期金融市場全体の規模に含まれる金融商品の種類を示している。U: 無担保市場、R: レポ、F: 為替スワップ、O: その他(短期国債、譲渡性預金、CP等)

出所: 2017年 WGFM アンケート調査、World Development Indicators

9. 短期金融市場を金融商品別に見ると、多くの法域においてレポ市場と為替スワップ市場が無担保市場を上回る成長を示している。表 2-2a は、10 法域がレポまたは為替スワップの実額ベースの成長率が無担保コール市場を上回っていることを示している。経済成長による市場規模への影響を考慮するため、表 2-2b は GDP 対比の短期金融市場の成長を示している。表 2-2b を見ると、11 法域のうち、9 法域において無担保コール市場の規模が GDP 対比で縮小していることが分かる。一方、当該 9 法域のうち、7 法域において GDP 対比でレポ取引が増加し、6 法域で為替スワップ取引が増加した。つまり、無担保取引の減少に伴い、有担保取引が増加したことが分かる。また、10 法域のうち、7 法域において、レポ取引が GDP 対比で拡大したことも注目すべき点である。これは、世界金融危機後にレポ市場が縮小し、回復がほとんど見られない米国や欧州とは対照的である⁹。

表 2-2 金融商品別に見た短期金融市場の成長(中央銀行を除く)

a. 実額で見た規模の年率換算成長率(2010年～2016年)

インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	タイ	シンガ ポール	香港	中国	韓国	日本	豪州	ニュージー ランド
無担保										
+4.38%	-2.65%	-	-3.48%	-10.42% ¹⁰	-0.20%	+1.48%	-12.26%	+2.89%	-5.78%	-1.02%
レポ										
+13.69%	+63.98%	-	+2.94%	+10.77%	n.a	+38.68%	+30.20%	+10.89%	+6.80%	+14.85%
為替 スワップ										
+24.70%	+16.47%	-7.50%	+6.76%	+1.61%	+8.94%	+35.28%	n.a	+0.43%	+7.11%	-0.47%
その他										
n.a	+7.33%	-	n.a	n.a	n.a	n.a	+13.93%	-15.83%	-0.77%	-
合計										
+12.05%	+8.21%	-7.43%	+5.82%	+1.01%	+5.35%	+25.78%	+11.78%	+0.23%	+4.88%	+2.85%
(U+R+F)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)	(U+R+F)	(U+F)	(U+R)	(U+R+O)	(すべて)	(すべて)	(U+R+F)

⁹ CGFS (2017)。

¹⁰ シンガポールにおける無担保コール市場の取引高の減少は、シンガポール金融管理局(MAS)による中央銀行債の発行に起因する。具体的には、MAS は MAS 債の発行を 2011 年に開始しており、シンガポールにおける比較的長めの無担保コール取引を代替する効果をもたらした。

b. GDP に対する割合(%)の変化(2010年~2016年)

	インド ネシア	マレー シア	フィリピン	タイ	シンガ ポール	香港	中国	韓国	日本	豪州	ニュージ ーランド
無担保	-0.04%p	-0.22%p	+0.01%p	-0.42%p	-0.79%p	-1.56%p	-0.33%p	-1.77%p	+0.25%p	-0.35%p	-0.06%p
レポ	+0.00%p	+0.02%p	+/- 0.00%p	-0.37%p	+0.26%p	n.a.	+2.27%p	+2.40%p	+9.07%p	+0.55%p	+0.45%p
為替スワ ップ	+0.05%p	+0.27%p	-4.42%p	+2.11%p	-0.95%p	+1.26%p	+8.05%p	n.a.	-0.27%p	+5.97%p	-0.74%p
その他	n.a.	+0.00%p	+0.00%p	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	+4.53%p	-11.14%p	-3.89%p	+0.15%p
合計	+0.02%p (U+R+F)	+0.07%p (すべて)	-4.41%p (すべて)	+1.31%p (U+R+F)	-1.47%p (U+R+F)	-0.30%p (U+F)	+1.94%p (U+R)	+5.16%p (U+R+O)	-2.10%p (すべて)	+2.28%p (すべて)	-0.35%p (U+R+F)

注: 1. 残高ベース。但し、日次取引高ベースの数値には下線を付した。2016年のデータが入手できない場合には2017年のデータを参照している。

2. 括弧内のアルファベットは短期金融市場全体の規模に含まれる金融商品の種類を示している。U: 無担保市場、R: レポ、F: 為替スワップ、O: その他(短期国債、譲渡性預金、CP等)

3. 赤色のハイライト表示部分は、各法域の比較可能なデータにおいて最も高い成長率を示した商品。

出所: 2017年 WGFM アンケート調査、World Development Indicators

10. 有担保市場の拡大の一因は、有担保取引を奨励する政策面の取り組みにある。一部の法域においてレポ市場が拡大した一因として、レポ市場を育成するための政策面の取り組みが挙げられる¹¹。特に韓国市場では、2010年以降、無担保コール取引がレポ取引にシフトした。これは、韓国政府がレポ取引を増やすために非銀行金融機関による無担保取引を制限したことが主因である(詳細については第3.1章を参照)。インドネシアの為替スワップ市場の成長は、主として外貨建て債務のヘッジおよび流動性管理を推進する政策面の取り組みによってもたらされた¹²。
11. 多くの法域で短期金融市場が拡大した一方、GDP 対比の短期金融市場規模は、法域によって大きく異なる。図 2-1a は、EMEAP 域内の 11 法域、ならびに米国、英国の短期金融市場の名目 GDP 対比の日次取引高を示している。この図は、GDP 対比の短期金融市場の総取引高が、EMEAP 域内の法域によって大きく異なることを示している。シンガポールや香港等、EMEAP 域内の一部の法域の短期金融市場の規模は、米国や英国の市場規模に比肩する。経済規模に比べて短期金融市場の規模が小さい法域もいくつかあるが、これらの法域の多くは 2010 年から 2016 年の間に成長しており、政策面の取り組みを実行してきた(詳細は第 3 章を参照)。これらの政策面の取り組みは、EMEAP 短期金融市場の成長可能性を高めている。なお、日次取引高の推定値は、残高の平均取引期間に一定の前提を置い

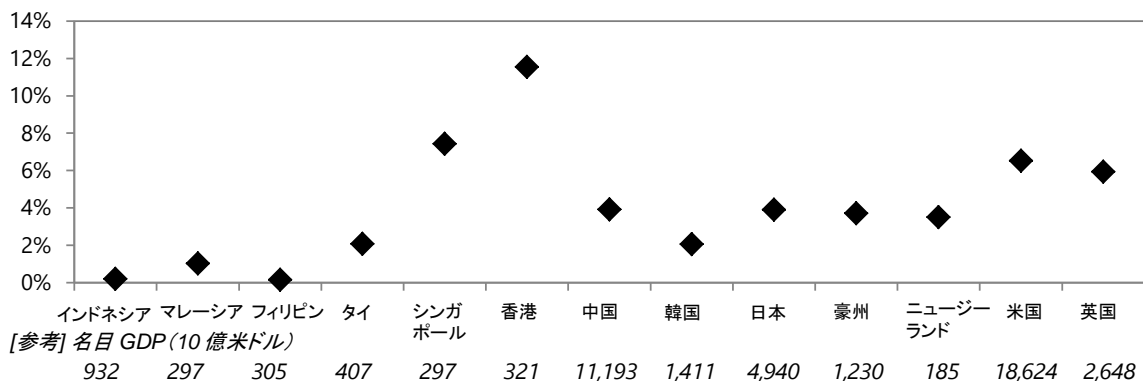
¹¹ グローバル金融規制が EMEAP 域内のレポ市場に及ぼす影響は依然としてはっきりしない。CGFS および MC(2015)で述べられているとおり、グローバル金融規制が短期金融市場全体に及ぼす影響は明確でない。

¹² インドネシア中央銀行(BI)は、為替スワップの定期的な入札を 2013 年 7 月に導入し、2014 年の年末には事業法人に対して外貨建て債務のヘッジを義務化した。

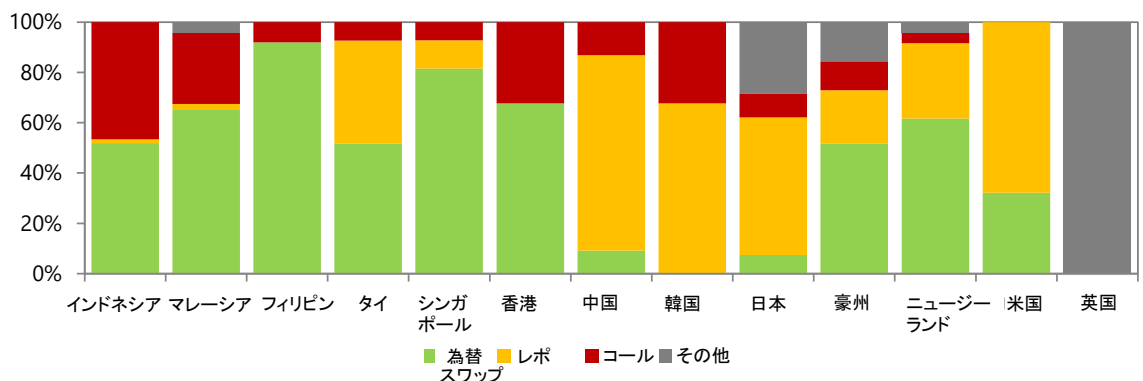
た試算値であり、幅を持って見る必要がある¹³。

図 2-1 短期金融市場の取引高および金融商品の構成

a. GDP 対比の日次取引高(%) (2016 年)



b. 日次取引高に基づく短期金融市場の構成 (2016 年)



- 注:
- 2016 年のデータが入手できない場合には 2017 年のデータを参照している。
 - 豪州、日本、韓国、フィリピン、タイ、米国の数値には推定値が含まれる。推定取引高は、残高を入手可能な最も適当な加重平均契約期間で除したものの。
 - 香港の「レポ」および「その他」のデータは入手できない。
 - 「その他」は、短期国債、譲渡性預金、CPを含む。

出所: 2017 年 WGFM アンケート調査、SIFMA (2016)、BIS (2016)、BOE (2016)、World Development Indicators、Bloomberg

12. 為替スワップ市場は、クロスボーダー資本フローの増加や外資系金融機関にとってのアクセスの良さを背景に、多くの法域で主要な資金調達市場となっている。図 2-1b は、EMEAP 域内の 11 法域のうち、8 法域の短期金融市場において、為替スワップ市場の取引高が最も大きいことを示している。資本流入の増加を背景として、為替スワップは、現地通貨の調達手段としてより重要になっている。外資系銀行の現地の預金基盤は、通常、地場銀行に劣る。

¹³ 実際の取引期間が仮定した期間よりも長い場合、実際の取引高は推定値よりも小さくなる。しかしながら、大部分の EMEAP 域内の法域において、長期間取引は限られていることから(詳細は第 3.2 章を参照)、上述の推定値は概ね頑健と考えられる。

従って、外資系銀行は、現地通貨の流動性が低くなる傾向、或いは現地通貨不足に陥る傾向があるため、ホールセール市場における調達を選好している。さらに、EMEAP 中央銀行が様々な民間金融機関と行った議論では、外資系金融機関はレポ取引の担保となる現地通貨建て債券をあまり保有しない傾向にあるとの意見が聞かれた。これらの理由から、外資系銀行にとって為替スワップは魅力的な調達手段となっている。法域によっては、為替リスクのヘッジが義務付けられているため、為替スワップ市場はより重要になっている¹⁴。

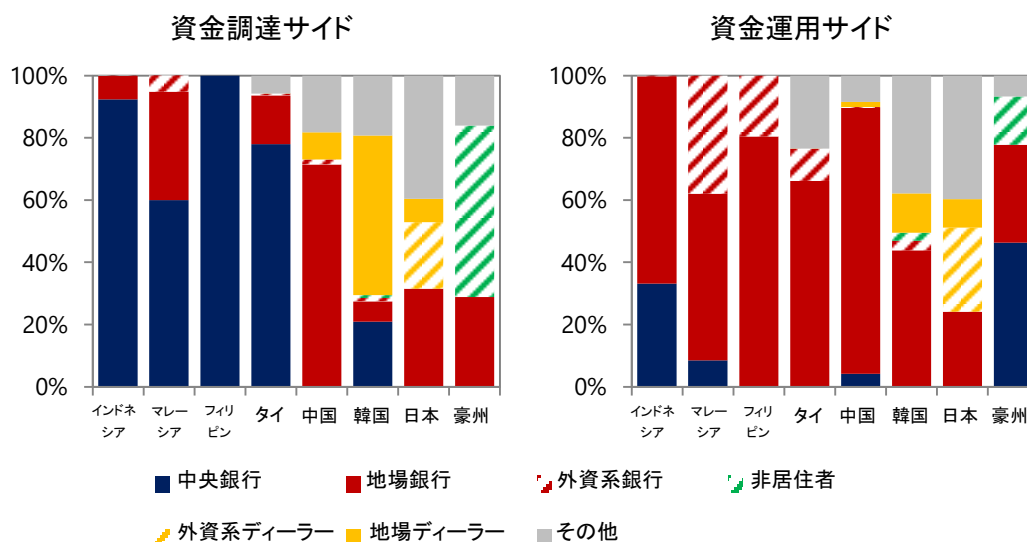
13. 一部の法域ではレポ市場が普及しており、非銀行金融機関の主要な資金調達源となっている。図 2-1b に示されているように、日本、中国、韓国のレポ取引高は、短期金融市場の他の商品と比べて最も大きい。これらの法域の共通点は、非銀行金融機関がレポ取引を牽引していることである。日本では、証券会社は証券の在庫ファイナンスに加え、特定の証券を他の市場参加者に引き渡すため、当該証券の借り手としてレポ市場で積極的に取引を行っている。韓国では、政府が 2010 年に非銀行金融機関の無担保コール市場への参加を規制して以来、レポ市場は非銀行金融機関の主な資金調達の場となっている。各法域のレポ市場の詳細については別冊を参照。

2.2. 市場参加者

14. 市場参加者の構成は、短期金融市場における流動性の再配分メカニズムを把握するために有用な切り口となる。EMEAP WGFM(2010)は、市場参加者の多様性が限定的であること等を背景に、EMEAP 域内の多くの法域において再配分メカニズムが十分でない述べた。また、中央銀行は、市場参加者間での限定的な流動性再配分を補うと共に、市場における主要なカウンターパーティの役割を担っていると整理した。本節は、短期金融市場における参加者構成の現状を金融機関別に考察する。その際、EMEAP WGFM (2010)および EMEAP WGFM (2014)が一部の法域における中央銀行の取引の重要性について説明したことも踏まえ、本節は、前節とは異なり、短期金融市場における中央銀行の存在を加味して考察を行う。

¹⁴ 例えば、BI は、2014 年 12 月に外貨建て債務を有する事業法人に対してポジションを一定比率ヘッジすることを義務付ける規制を施行した。

図 2-2 金融機関別に見たレポ市場の構成



注: 2016年時点の金融機関の構成。フィリピンのデータは2017年3月時点のもの。
出所: 2017年WGFMアンケート調査

15. 一部法域の中央銀行は、レポ市場において大きな役割を果たしてきた。これらの中央銀行は、特に、流動性の吸収を行っており、資金調達サイドで顕著な存在となっている。図 2-2 は、8 法域のうち、4 法域のレポ市場において、中央銀行が市場最大の資金の取り手となっていることを示している¹⁵。市場取引における対中央銀行取引が資金調達サイドの大部分を占めている主な要因は、概して、潤沢な流動性に対処するためにこれらの中央銀行が行った流動性吸収オペレーションで説明できる。インドネシア中央銀行 (BI)、マレーシア中央銀行 (BNM)、フィリピン中央銀行 (BSP)、タイ中央銀行 (BOT)、シンガポール金融管理局 (MAS)、韓国中央銀行 (BOK) 等の EMEAP 中央銀行は、資本流入等によって増加した流動性を吸収するために公開市場操作を度々実施した。一方、大部分の法域において、資金運用サイドにおける中央銀行のシェアは小さい¹⁶。
16. 大部分の法域のレポ市場において、地場銀行は、特に資金の出し手として大きな存在感を示している。図 2-2 は、豪州と日本を除き、特に資金運用サイドにおいて、地場銀行が、レポ市場において最大の資金の出し手となっていることを示している。EMEAP 中央銀行が行った民間金融機関との議論では、国有銀行を含む大手地場銀行が、現地の広範な預金基盤を背景に、短期金融市場の主要な資金供給者となる傾向を指摘する声が聞かれた。通常、

¹⁵ レポ市場における中央銀行のプレゼンスは特に大きい。これは、多くの中央銀行にとってレポ取引が公開市場操作の中核となる手段であるため。他の金融商品では、マレーシアの無担保コール市場の資金調達サイドで中央銀行のシェアが高い。

¹⁶ 現地市場へのアクセスが限られている一部の外資系銀行は、中央銀行が現地通貨の供給者になりうると述べた。豪州のレポ市場では、中央銀行が、資金運用サイドで大きなシェアを占めている。これには、非居住者金融機関がレポ市場および為替スワップ市場で裁定取引を行っていることも影響している。

中央銀行による市場オペレーションのカウンターパーティは、地場銀行である。この点もまた、一部の中央銀行が積極的な流動性吸収オペレーションを実施する中で、資金運用サイドにおける地場銀行のプレゼンスを高めた。

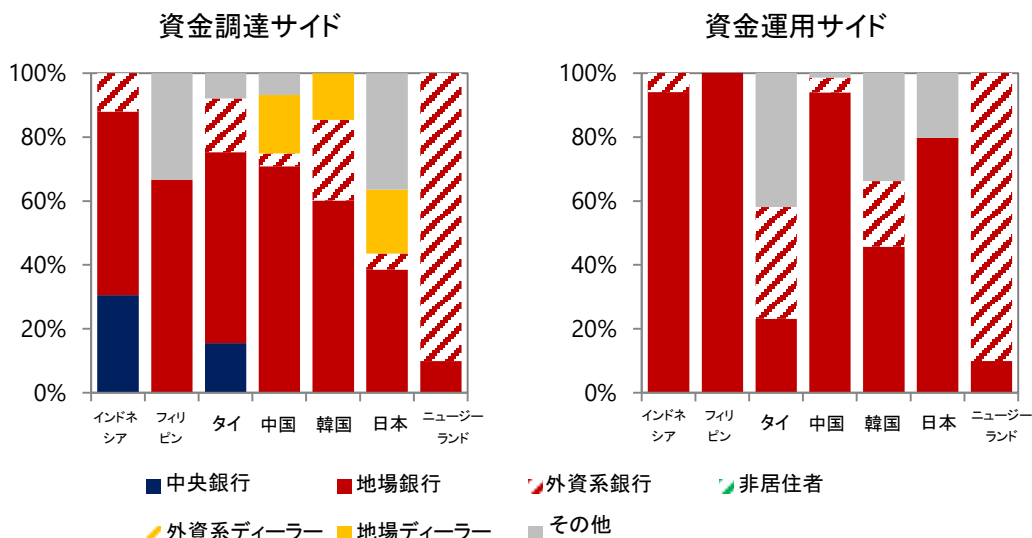
17. **一部の法域のレポ市場では、外資系金融機関・非居住者金融機関が、大きなシェアを占めている。**EMEAP 域内の大半のレポ市場では、外資系金融機関・非居住者金融機関の参加は限定的である¹⁷。例外は、マレーシア、日本、豪州である。マレーシアと日本のレポ市場では、外資系銀行の子会社や支店は重要な市場参加者となっており、豪州のレポ市場では非居住者金融機関が重要な役割を担っている¹⁸。例えば、外資系銀行の子会社を含むマレーシアのプライマリー・ディーラーは、レポ市場の重要な参加者であり、レポ取引を行い、マーケットメイクを促進している。
18. **レポ市場における地場・外資系ディーラーおよびその他の地場非銀行のプレゼンスが高いのは、EMEAP 域内の限られた法域のみである。**図 2-2 は、現地ディーラーや非銀行が韓国と日本のレポ市場の過半を占めていることを示している。特に、韓国の主な市場参加者は、証券会社、資産運用会社、証券信託である。これは、(後述のとおり)非銀行による無担保コール市場への参加を段階的に制限し、非銀行にレポ取引を奨励する韓国政府の政策に大きく起因している。日本では、証券会社は、特定の証券を借りるため、もしくは証券の在庫をファイナンスするためにレポ取引を実施している。日本のレポ市場におけるほかの主要な非銀行参加者は、証券会社等のレポ取引を促進する短資会社を含む。
19. **民間金融機関のカウンターパーティ多様化が進まない背景には、様々な要因がある。**EMEAP が民間金融機関と行った議論では、地場銀行はカウンターパーティ・リスクの評価・管理コストを抑えるため、長年取引関係にある馴染のカウンターパーティとの間で取引をロールオーバーする傾向にあるとの意見が一部の国際的に活動する金融機関から示された。この慣行が幅広い金融機関の間で活発な取引が進まない要因となっている。地場金融機関は、馴染の市場参加者との取引に長く依存してきたことにより、高い信用格付または高品質の担保を持たない場合は短期金融市場に一層参加しづらくなっている。一部の地場銀行は、余剰資金を中央銀行に預けるほうが実務上容易であると述べた。また、一部の地場金融機関は、国際的に活動する金融機関がレポ取引の際に担保となる地場の国債に高いヘアカットを課すことが多いため、地場金融機関は取引先を拡大しづらいとの意見を述べた。
20. **無担保コール市場および為替スワップ市場では、地場銀行と外資系銀行のプレゼンスが高い。**図 2-3 および図 2-4 は、レポ市場とは異なり、無担保市場と為替スワップ市場における

¹⁷ EMEAP 中央銀行の大半は、非居住者の取引データへのアクセスが限られていると報告した。もっとも、インドネシア、マレーシア、中国における非居住者の取引はごくわずかであると推定される。タイのレポ市場では、非居住者は取引を禁止されている。

¹⁸ 豪州のレポ市場における非居住者の市場参加者増については RBA(2016)を参照。

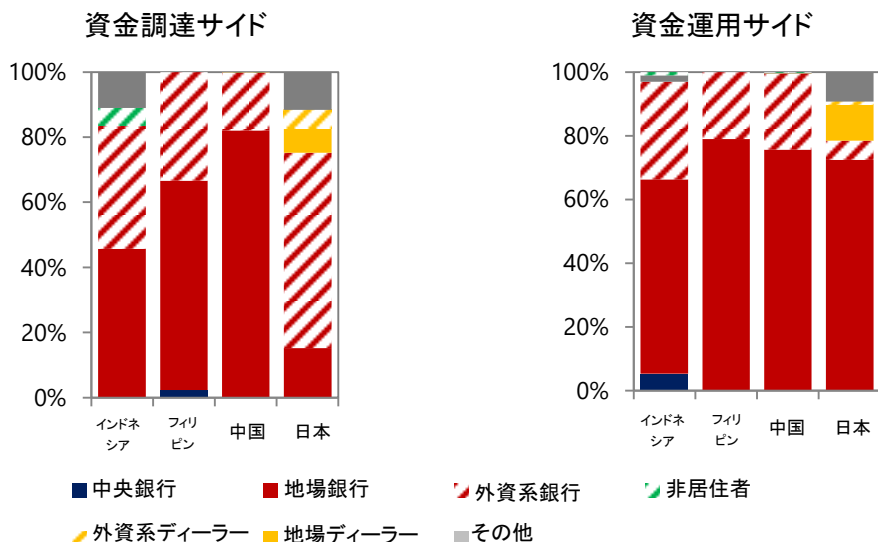
中央銀行のプレゼンスは極めて小さいことを示している。無担保市場の主要参加者は、地場銀行である。特筆すべき例外はニュージーランドであり、同法域では外資系銀行のプレゼンスが高い。また、為替スワップ市場では、パラグラフ 12 で述べた通り、現地通貨の調達需要の高さを映じて、外資系銀行のプレゼンスが他市場に比して相対的に大きい。同市場の最大の資金供給者は地場銀行となっている。

図 2-3 金融機関別に見た無担保市場の構成



注: 2016年時点の金融機関の構成。フィリピンのデータは2017年3月時点のもの。ニュージーランドのコール市場のデータは2017年2月時点のもの。
出所: 2017年WGFMアンケート調査

図 2-4 金融機関別に見た為替スワップ市場の構成



注: 2016年時点の金融機関の構成。フィリピンのデータは2017年3月時点のもの。
出所: 2017年WGFMアンケート調査

3. 課題と取り組み

第2章は、市場規模や市場参加者に関する域内の多様性を明らかにし、各市場固有の課題を浮き彫りにした。金融サイクルのある時点で短期金融市場の潜在的な課題がより顕在化する可能性を踏まえ、本章は、短期金融市場の発展に向けた潜在的な課題、ならびに短期金融市場の再配分メカニズムを強化するための取り組みについて考察する。また、EMEAP 域内の中央銀行が金融調節手段を見直し、円滑かつ安定的な金利形成を促し、変化する金融サイクルに対して準備を進めていることについても概観する。

3.1. レポ市場

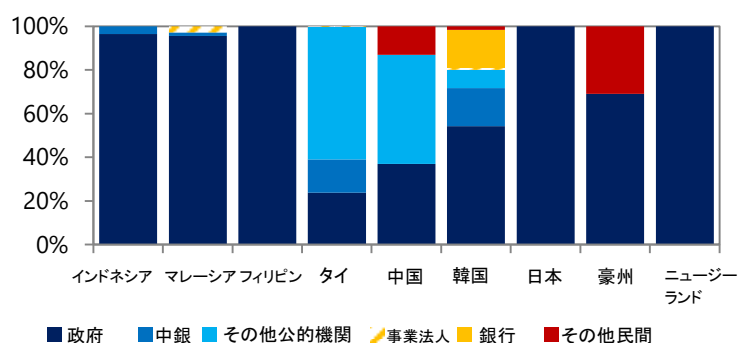
レポ市場は、様々な属性の市場参加者を集め、低リスクで資金を運用する手段を提供し、流動性と担保の効率的な管理を促す場となり得る。また、レポ市場は、担保債券の市場における価格発見プロセスとも密接に関連している。本節は、金融機関の幅広い参加を阻害する制度や取引慣行、および担保債券の低流動性等、レポ市場の発展に関する潜在的な課題を明らかにする。EMEAP 域内の法域は、非銀行の参加推進、取引スキーム等の標準化の推進、市場参加者に対する技術支援、空売りの自由化、担保管理の効率性向上等、レポ市場の発展に向けた様々な取り組みを行っている。

3.1.1. レポ市場の潜在的な課題

21. EMEAP 域内におけるレポ市場の発展には、様々な要因が影響している。特に、金融機関が為替スワップ取引または無担保取引による市場からの資金調達に従来から依存してきたことが、レポ市場が伸び悩む要因となってきた。第2章で述べた通り、市場参加者、特に外資系銀行は、アクセスの良さから為替スワップ市場を選好する。また、実務上の利便性から無担保取引による資金調達が選好される場合もある。これは、市場参加者のうち、大手地場銀行が自行のカウンターパーティと長年にわたる取引関係を築いている場合に特に当てはまる。
22. 一部の民間金融機関は、カウンターパーティ・リスクを管理する観点から長年の取引関係に依存しており、様々な種類の金融機関とレポ取引を行う必要性が生じてこなかったことが、レポ市場の発展を妨げてきたと説明した。第2章で述べた通り、民間取引高が比較的低いレポ市場では、中央銀行と地場銀行のプレゼンスが高い。一部の民間金融機関は、カウンターパーティとの長年の関係によってカウンターパーティ・リスクに対する懸念があまりないため、有担保取引を行う必要をさほど感じないと述べている。一方で、地場銀行と長年にわたる取引関係を持たない外資系銀行や、自行の信用格付が低く高品質な担保を十分に持たない小規模な地場銀行は、レポ市場に参加しにくい。ターム物による資金調達を選好する資産運用会社等の非銀行の参加者が不足していることが、有担保取引の需要を抑制している。

23. **法制度が市場取引を抑制している場合もある。**タイ市場では、銀行が非銀行のカウンターパーティから資金を調達する際に課される金融機関開発基金 (FIDF)¹⁹手数料の導入により、非銀行の市場参加者が大幅に減少した。Global Master Repurchase Agreement(GMRA)の利用が EMEAP 域内で広まる中、一部の民間金融機関は、法務関連書類や実務慣行の標準化を域内で更に進めることが外資系金融機関の参加拡大に資するだろうと指摘した²⁰。一部の法域で非居住者の市場へのアクセスが制限されていることも阻害要因のひとつになっているとの意見もある。
24. **担保債券の低流動性がレポ取引拡大を妨げている面もある。**EMEAP 域内の市場では、政府や中央銀行が発行した債券がレポ取引の担保の大部分を占めている(図 3-1)。地場金融機関と外資系金融機関は、一部の銀行や資産運用会社の満期保有ポートフォリオに組み入れられた債券に市場参加者がアクセスするのは困難であるとした。一方で、国際的に活動する金融機関がレポ取引に際し地場の国債に高いヘアカットを課す場合、地場金融機関は債券を貸し出すことに魅力を感じないかもしれない。

図 3-1 担保債券を発行体別に見たレポ取引の構成



注： 2016年のデータ。フィリピンのデータは2017年3月時点のもの。

出所： 2017年 WGFM アンケート調査、CEIC、China Central Depository & Clearing

3.1.2. 民間レポ市場を育成するための政策面の取り組み

25. **EMEAP 域内の法域は、非銀行の参加推進、取引スキーム等の標準化の推進、市場参加者に対する技術支援、空売りの自由化、担保管理の効率性向上等、レポ市場の発展に向けた様々な取り組みを行っている。**

¹⁹ FIDF 手数料は、アジア金融危機の際にタイ銀行システムの支援に要したコストを回収することを目的として2012年5月に導入されたが、市場の発展に負の副作用を与えている。現在の料率は、BOTとの取引および銀行間市場での取引を除く、銀行のタイバーツ建て債務の平均残高の0.46%に設定されている。

²⁰ 日本では、レポの契約形態を現状の3形態(現担、新現先、旧現先)から「新現先」に一元化することを市場参加者が計画している。新現先のレポ取引は、米国における一般的なレポ取引に相当する。

26. **規制変更により非銀行のレポ市場への参加を促す取り組みが見られている。**韓国当局は、2010年に規制を導入し、無担保コール市場への非銀行の参加を制限し、レポ市場への参加を奨励した。また、2017年には、より広範な資産運用会社(年金基金および公的機関)がOTCレポ市場に参加できるようになった。
27. **取引スキーム等の標準化の推進と政策支援により、レポ取引の魅力を高める取り組みが行われている。**フィリピンの短期金融市場協会は国債買戻しプログラムを2017年11月に開始し、金融機関のレポ市場への参加を後押ししている。同プログラムは、基本契約書および担保資産と取引期間を標準化し、OTCレポ取引を推進するためのトレーディングプラットフォームを構築した²¹。BSPとフィリピン内国歳入庁もまた、それぞれ、レポ取引を法定準備預金の対象から除外したほか、印紙税を免除する等、これまでレポ取引の追加的なコストとなっていた要因を取り除くことで、同プログラムの下、レポ取引推進に取り組んでいる。
28. **一部のEMEAP中央銀行は、技術支援を市場参加者に提供している。**BIは、レポ市場の参加者に対し技術支援を行い、金融機関によって異なるトレーダーの技術的な熟練度の差異解消に取り組んでいる。これには、新たに導入されたGMRAの活用に関する能力育成を目的としたワークショップの開催が含まれる²²。BIは、一部の市場参加者がこのようなワークショップを受講したことにより、初めてレポ取引を行えるようになったと述べている。フィリピンにおいても、財務局が主導して市場参加者のスキル向上を目的とする能力育成ワークショップが開催されている。
29. **債券流通市場の流動性改善へ向け、規制変更が実施されている。**2017年4月、BNMは空売り規制(Regulated Short-Selling <RSS>)を自由化し、全ての居住者がマレーシア国債(MGS)の空売り取引を行えるようにした。この規制変更は、リスク管理手段を提供し、債券市場の流動性を向上させたほか、価格発見プロセスの改善を促した。さらにBNMは、2017年11月にRSSの枠組みを拡大し、従来型銀行とイスラム銀行が保有するマレーシア政府投資証券(MGII)を空売り対象に含めた。この規制改定は、流通市場におけるMGIIの流動性向上と取引量増加をもたらすほか、MGSとMGIIとの間の価格や利回りのギャップを縮小させると見込まれている。また、EMEAP中央銀行は、域内の債券貸出取引を支援するための取り組みを開始した(詳細はボックス1を参照)。
30. **レポ取引の担保として社債の活用を促す手段が講じられている。**2015年5月、MASは、証券レポ・ファシリティ(SRF)を開始した。本ファシリティに基づき、取引資格を持つ銀行は、レポ取引を通じて特定の高品質社債をMASから借りることができる。MASは、SRFが社債を

²¹ EMEAP WGFM (2014)で報告されている通り、フィリピン・ディーリング・システム・グループがトライパーティ・レポサービスを提供していたが、2013年4月以降、取引は行われてこなかった。国債買戻しプログラムが2017年11月に開始されて以降、銀行間レポ市場の日次取引高合計は、取引が一件も行われていない日もあるものの、2018年1月末までに110億フィリピンペソに達している。

²² これらのワークショップは、インドネシア外国為替市場委員会(IFEMC)と共同で行われている。

担保とするレポ取引の実務に慣れる機会を提供し、当該社債のマーケットメイクを行う銀行の能力向上に貢献していると報告した。

31. レポ取引が重要な資金調達手段として定着している EMEAP 域内の市場では、レポ取引の利便性をより高める上で、担保管理実務の改善が共通の課題となっている。例えば、豪州では、2014 年にトライパーティ・レポサービスが導入された。トライパーティ取引は、少額証券を多数保有する参加者がレポ取引に参入できるようにし、レポ市場の効率性を高め得る。韓国では、一般担保ファイナンス(GCF)の導入がレポ市場の発展を下支えした(詳細は第 3.2 章を参照)²³。

²³ 日本で進められている別の取り組みとして、GCレポの新たな取引スキームである銘柄後決め方式の導入がある。この新方式では、市場参加者は担保管理業務を日本国債のセントラル・カウンターパーティに委託できる。この方式は 2018 年 5 月に導入された。詳細については BOJ (2015)および BOJ (2016)を参照。

ボックス 1 PAIF 債券貸出

EMEAP WGFM は、アジア・ボンド・ファンド(ABF)イニシアティブを通じ、現地通貨建て債券市場の育成に取り組んできた。ABF は、市場インフラの整備、クロスボーダー投資の促進へ向けた税制や規制の改革加速、アジアの債券に対する投資家の認知度向上、といった面で触媒的な役割を果たしてきた。本ボックスは、ABF のうち汎アジア債券インデックス・ファンド(PAIF)に関する新たな政策面の取り組みを紹介する²⁴。

現地通貨建て債券市場は拡大してきた。EMEAP が ABF を創設した 2003 年²⁵以来、PAIF が投資する EMEAP 域内の法域における現地通貨建て債券の残高は、1.3 兆米ドル(2003 年)から 10 兆米ドルを超える水準(2017 年)に増加し、より多くの現地通貨建て資金調達および投資の手段を提供してきた。

EMEAP は、PAIF の保有する一部の現地通貨建て債券の貸出を開始し、域内の現地通貨建て債券の新たな利用チャネルを金融機関に提供した。具体的には、PAIF が保有債券を貸し出すことで、金融機関は、保有する適格担保を差し入れ、PAIF から現地通貨建て債券を調達できるようになる。借り手となる金融機関は、例えば、PAIF から調達した現地通貨建て債券を用いて現地通貨を調達することができる。

この新たな取り組みは、域内債券流通市場の流動性と機能の向上に資する。担保債券の流動性は、有担保市場を深化させる上で欠かせないものである。この新たな取り組みは、域内の債券貸出市場の発展を支援することを目的としている。債券貸出市場が発展することは、流通市場の流動性向上に伴う価格発見メカニズムの強化や、制度・決済インフラの整備に資する。

²⁴ PAIF は ABF を構成するファンドであり、豪州、日本、ニュージーランドを除く EMEAP 域内の法域の発行体の現地通貨建てソブリン・準ソブリン債に投資している。同ファンドはパッシブ運用がなされている。

²⁵ EMEAP 中央銀行は、1997 年に発生したアジア金融危機の教訓から域内債券市場の育成に向けた機運が高まったことを受け、中央銀行間協力の一環として 2003 年に ABF を創設した。

3.2. ターム物取引

資金の調達や運用に際し、市場参加者が求める期間は様々である。短期金融市場での取引期間に関する様々な需要を満たすことができれば、市場参加者はリスクをより適切に管理することができる。本節は、EMEAP 域内の短期金融市場における期間別の取引の実態を分析する。EMEAP 域内の一部の短期金融市場では、取引の大半がごく短期に集中していることが2017年WGFM アンケート調査の結果から明らかになった。その背景には、ターム物取引の抑制につながる事務コストや税務上の取り扱い等の潜在的な課題が存在している。EMEAP 中央銀行は、ポストトレード事務の合理化、取引スキーム等の標準化の推進、ターム物による資金調達を可能にする新たな手段の導入等、ターム物取引を推進する政策を講じている。

3.2.1. ターム物取引に関する潜在的な課題

32. EMEAP 域内の一部の法域では、短期金融市場における取引の大部分が 1 カ月未満の期間である。表 3-1 は、EMEAP 域内の 6 法域および EU と米国のレポ市場における期間構成を示している。日本とマレーシアの 1 カ月を超えるターム物取引の割合は EU と米国の水準に比肩するが、EMEAP 域内のその他の法域はそのような水準に達していない。例えば、1 カ月超のレポ取引がほとんど存在しない国もあり、韓国と中国の翌日物取引はそれぞれの国のレポ市場の 92%と 86%を占めている。

表 3-1 期間別に見たレポ市場の取引の割合 (%)

	インド ネシア	マレー シア	タイ	中国	韓国	日本	EU	米国
翌日物	0.8	3.7	38.0	85.5	92.3	45.1	18.4	63.1
1 週間以下	59.2	-	60.0	10.9	3.3	9.1	22.3	14.1
1 週間超～1 カ月以下	39.7	59.3		3.2	0.3	21.6	20.0	
1 カ月超	0.3	37.0	2.1	0.3	0.0	24.1	22.2	22.9
その他	-	-	0.0	0.0	4.1	0.1	17.1	-

注： 1. 韓国、日本、EU のオープンエンド取引は「その他」に含まれる。米国のオープンエンド取引は「翌日物」に含まれる。EU のフォワードスタート取引は「その他」に含まれる。

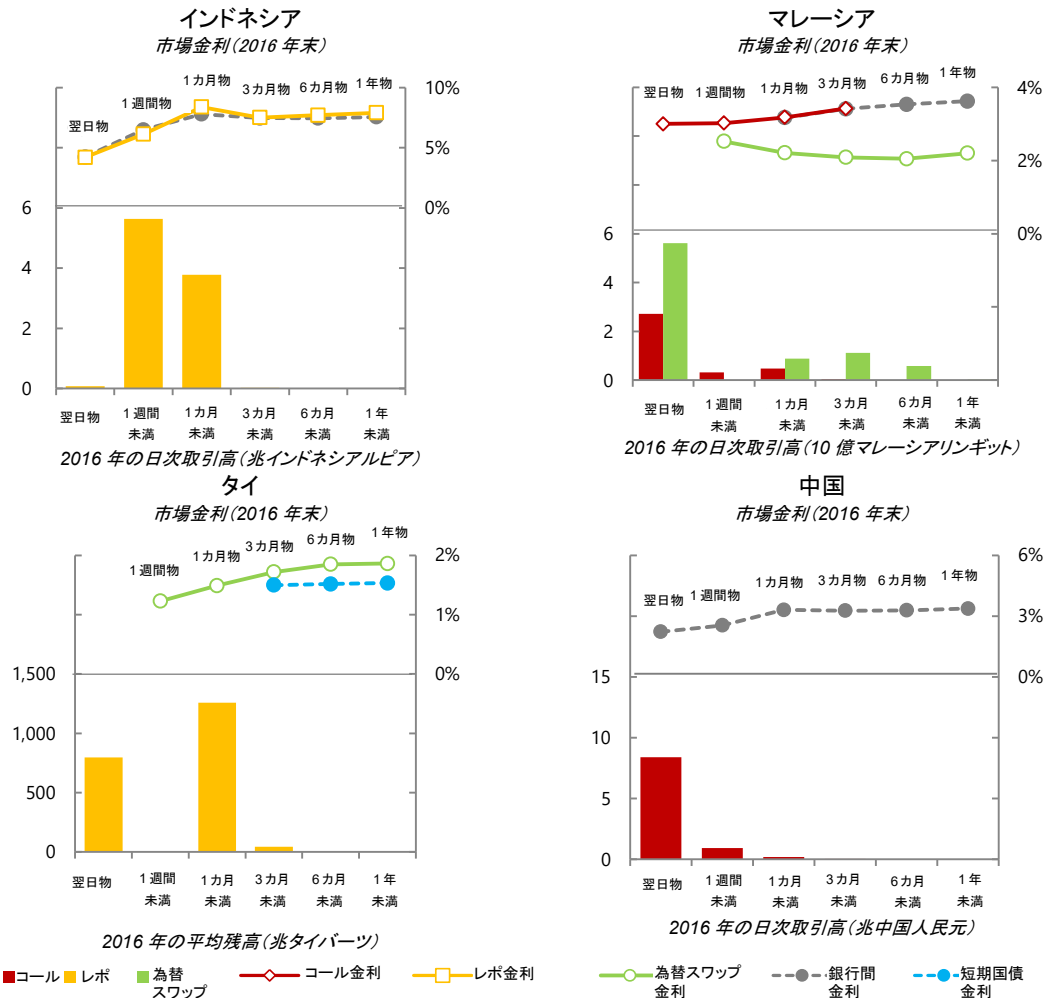
2. マレーシア、タイ、中国の数値には中央銀行による市場オペレーションの数値が含まれる。米国の数値にはプライマリー・ディーラーの取引のみ含まれる。

出所：2017年WGFM アンケート調査、ICMA(2017)、ニューヨーク連邦準備銀行

33. EMEAP 域内の一部の短期金融市場では、取引実績に基づく市場金利が存在せず、銀行間金利または短期国債金利で補完されている場合がある。図 3-2 は、EMEAP 域内の一部の法域におけるイールドカーブの形成の特徴を示している。まず、ターム物金利が市場取引に十分に裏付けられていない場合がある。例えば、インドネシアのレポ金利の場合、イールドカーブは翌日物から 1 年物まで観察されたが、裏付けとなる取引は 1 週間から 1 カ月の期間に集中している。次に、裏付けとなる市場で多くの取引が行われているにもかかわらず市場金利が観察できない場合もあった。例えば、タイのレポ市場は同国の為替スワップ市場と

概ね同規模であるにもかかわらず、短期レポ取引のイールドカーブは観察できなかった²⁶。取引実績に基づく市場金利が無い場合、銀行間金利、短期国債金利、または中央銀行による市場オペレーションの金利によって補完されている場合がある。例えばマレーシアでは、クアラルンプール銀行間貸出金利(KLIBOR)が、イールドカーブ、特に1カ月以上の期間の価格ベンチマークの役割を果たしている。

図 3-2 短期イールドカーブと裏付けとなる取引高の事例



出所: Bloomberg、2017年WGFMAアンケート調査

34. ターム物取引を活性化する上で、EMEAP 域内の多くの法域は 2 つの共通する課題に直面している。第一の課題は、事務コストである。前述の通り、資金流動性が潤沢なことから、ターム物取引は資金の調達者と供給者の双方にとって魅力が薄いものになっている。担保差し替えやレポのマージンコール等の担保管理の事務処理負担は、市場参加者の期間の

²⁶ 翌日物レポ取引の金利は、タイ債券市場協会ウェブサイトから入手可能。

短い取引への選好を強めているとみられる。

35. **第二の課題は、一部の法域における税務上の取り扱いである。**一部の法域では、税務上の取り扱いがターム物取引を抑制している可能性がある。流動性がタイト化した際に短期金融市場での資金調整需要が高まれば、このような障害はより顕著になるだろう。例えば、フィリピンでは、5 日を超える期間の銀行間コール貸出には 20%の税金が課せられ、ターム貸出に影響しているとみられる。

3.2.2. ターム物取引を推進する政策面の取り組み

36. **インドネシアは、より長めのターム物取引の価格発見を支援するために取引スキーム等の標準化を推進しているほか、ターム物による資金調達を可能にする新たな金融商品を導入するなど、ターム物取引の推進策を講じている。**まず、BI は、ベンチマーク金利の強化がターム物取引を活性化すると見込んでいる。BI は、ターム物取引の主な阻害要因は、信頼性の低いベンチマーク金利システム(特により長めのベンチマーク金利)であると報告した。この問題に対処するため、BI は新たなシステムを 2010 年に導入し、市場参加者はジャカルタ銀行間取引金利(JIBOR)に基づき容易に資金を貸し借りできるようになった。新システムの下で、市場参加者は、一定の金額内で提示金利に基づき取引を行うことができる。新システムの導入以降、ターム物取引のベンチマーク金利の信頼性は高まり、ターム物取引の増加につながった²⁷。次に、インドネシア金融庁と BI は、譲渡性預金(NCD)の発行に関する制度を 2017 年 7 月付で施行した²⁸。同制度により、銀行は資金調達期間を長期化させ得る。
37. **韓国では、タームレポ取引にかかる事務コストを削減することで、ターム物取引を活性化する取り組みが見られる。**韓国は、まず、2013 年に導入された GCF レポシステムを 2017 年 7 月に拡充し、ターム物取引を対象に含めることで同取引を奨励した²⁹。従前の GCF システムは、翌日物取引のみを対象としていた。新しいシステムでは、レポの売り手は必要に応じて担保の差し替えを行えるようになった(以前はその都度買い手の事前承認が必要とされた)。第二に、韓国国債のプライマリー・ディーラーおよび韓国銀行(BOK)の公開市場操作適格機関の評価および選定基準において、タームレポの取引高がより重視されるようになった。第三に、韓国証券金融会社によるタームレポ取引を奨励するため、同社にタームレポの取引高に応じてコール市場で一時的に資金を貸し借りすることを許可した。最後に、流動性

²⁷ 新たなベンチマーク金利システムでは、銀行は、指定の時間内に提示した 3 カ月以下の金利かつ一定の取引金額内で相互取引を行うことができる。新システムの導入以降、無担保市場の取引高は、とりわけより長めの期間で増加している。

²⁸ NCD の最長期間は、36 カ月である。

²⁹ 韓国政府は、2013 年に GCF レポシステムを導入し、レポ取引に関するポストレード事務を合理化し、証券会社等のレポの売り手(資金の取り手)にメリットをもたらした。日本でも、レポ市場におけるターム物取引を推進するために同様の取り組みが進められている。銘柄後決め方式(脚注 23 を参照)に沿った形で市場インフラの構築を行うことにより、担保差し替え機能が自動化され、ターム物取引に伴う事務負担が軽減される。

リスク管理を改善させるために、証券会社の流動性ストレステストが強化されており、こうした面からも、ターム物取引の活性化が促されている。

38. **最近改定された金融調節の枠組みもターム物取引の活性化を促し得る。**中でも MAS は、日次のタームレポ・オペレーションの規模を段階的に拡大し、タームレポ取引への実務面の習熟度を向上させるとともに、同取引の価格が市場の参考価格となるよう取り組んできた。これにより、MAS は、レポ市場での幅広い取引拡大を推進している。さらに、多くの EMEAP 中央銀行が金融調節の枠組みを改定したことも、民間短期金融市場のターム物取引に貢献しているかもしれない。詳細は第 3.3 章を参照。

3.3. EMEAP 中央銀行の金融調節の枠組み

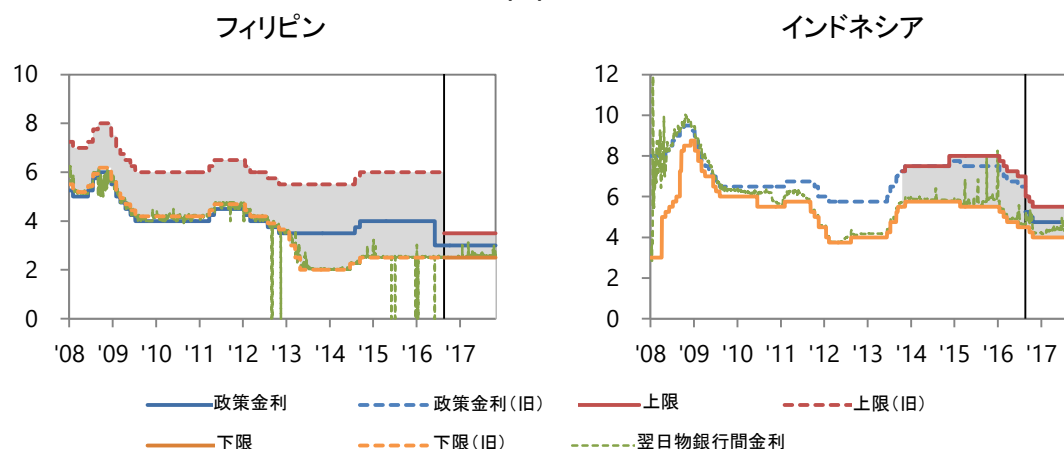
前節までは、民間取引の課題や政策面の取り組みを扱ったが、本節では、EMEAP 中央銀行による金融調節の枠組みを概観する。特に、本節は、これらの枠組みが円滑かつ安定した短期金利形成と金融政策のトランスマッションにどのように役立つかについて考察する。次に、本節は、一部の中央銀行によるファイン・チューニング・オペレーションの観点から重要性が増している資金供給オペレーションを取り上げる。これまでは、これら中央銀行にとって、資金吸収オペレーションが金融調節手段の中心となってきたが、長期的には、流動性がタイト化した場合に、資金供給オペレーションがより重要となり得る。

3.3.1. 円滑かつ安定した金利形成の進展

39. **一部の EMEAP 中央銀行は、資本流入等による潤沢な流動性に対応するために金融調節の枠組みを変更してきた。**EMEAP 域内の緩和的な金融環境を背景に、域内の一部の法域では、目標金利³⁰を含む国内市場の短期金利が中央銀行の政策金利を下回る場合が見られていた(図 3-3)。BSP と BI は、以下に述べるように金利コリドー・メカニズムを強化し、市場金利が政策金利を下回るものが少なくなっている。

³⁰ 政策金利と操作目標は異なる場合がある。例えば、BI の政策金利は 7 日物リバースレポ金利だが、操作目標は翌日物コール金利である。BSP の政策金利は翌日物リバースレポファシリティであり、操作目標は存在しない。

図 3-3 フィリピンとインドネシアの市場金利 (%)



注： 垂直線は新たな金利コリドー・システムが導入された日付を示している。
出所： Bloomberg

40. **BSP は、金融調節のトランスミッションを強化するために一連の見直しを 2016 年 6 月に実施し、より安定した短期金利の形成に取り組んだ。**まず、表 3-2 が示すように、金利コリドー・システムが導入された。下限に実質的な変更はない³¹。一方、上限の有効性は、増したと見られる。これは、フィリピンでレポ取引があまり普及していない中、貸出ファシリティがレポファシリティよりも大きな影響力を市場金利に持つためである。市場に対して明確なガイダンスを提供するために、コリドーの幅を縮小したほか、政策金利を中心に対称とした。第二に、BSP は、翌日物リバースレポ(RRP)金利の役割を強化するため、政策金利にターム RRP 金利を使用することを中止した。翌日物 RRP 金利が、BSP の主要な政策金利となっている。翌日物 RRP オペレーションは、固定利回り方式で毎日オファーされ、全額が入札額に応じて金融機関に割当てられる。これにより、翌日物 RRP 金利は政策金利に近づく想定される。第三に、過剰流動性を金融システムから引き揚げるためにターム預金ファシリティ(TDF)³²³³を導入した³⁴。

³¹ 特別預金口座と翌日物預金ファシリティの間に大きな違いは無い。金利コリドー・システムの初期段階では、特別預金口座ファシリティの既存のカウンターパーティ(銀行、部分的に銀行機能を持つ非銀行金融機関、信託)が維持された。2017 年 6 月以降、信託は、ターム預金ファシリティ/翌日物預金ファシリティにアクセスできなくなった。さらに BSP は、銀行が外国顧客に帰属する資金をこれらのファシリティに預入することを禁じた。

³² ターム預金は利回り入札方式を採用し、複数の入札価格で行われる。

³³ ターム預金ファシリティの導入後、消極的に運営されていた特別預金口座は廃止された。

³⁴ 大部分の EMEAP 中央銀行は、中央銀行債を発行しており、市場の流動性を吸収する上で不可欠な役割を担っている。BSP は特別な状況を除き、中央銀行債の発行を禁じられている(詳細はボックス 2 を参照)。

表 3-2 BSP の金利コリドー・システム

	2016 年 6 月以前	現在
上限	翌日物およびタームレポファシリティ @6.0%	翌日物貸出ファシリティ @3.5%
政策金利	翌日物およびタームリバースレポファシリティ @4.0%	翌日物リバースレポファシリティ @3.0%
下限	特別預金口座 @2.5%	翌日物預金ファシリティ @2.5%

注： 上記の金利は 2016 年 6 月時点の適用金利。

41. BI は 2016 年 8 月に金融調節の枠組みを広範に見直し、民間短期金融市場の金利形成を改善した。BI の以前の政策金利は 12 カ月物中央銀行債 (SBI) であったが、7 日物リバースレポ金利に置き換えられた (表 3-3)。7 日物リバースレポ金利は、対応する市場取引が無い 12 カ月物 SBI よりも、市場金利を誘導しやすいとの考慮によるものである。新たな政策金利は、コリドーの上限と下限の中央に配置され、コリドーの幅は +/-125bps から +/-75bps に縮小された。また、BI は、市場から流動性を吸収するためにターム預金ファシリティを活用し始めた。

表 3-3 BI の金利コリドー・システム

	2016 年 8 月以前	現在
上限	翌日物貸出ファシリティ @7.00%	翌日物貸出ファシリティ @6.00%
政策金利	BI 金利 (12 か月物) @6.50%	7 日物リバースレポ金利 @5.25%
下限	翌日物預金ファシリティ @4.50%	翌日物預金ファシリティ @4.50%

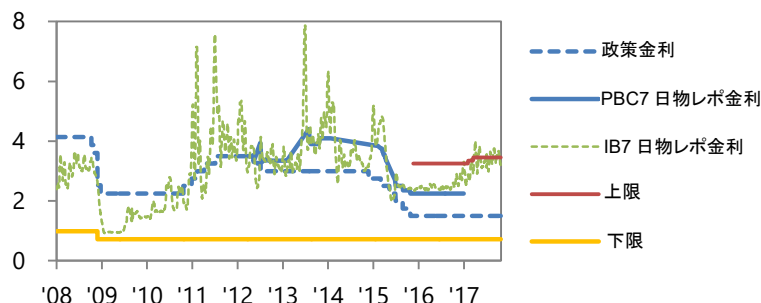
注： 上記の金利は 2016 年 8 月時点の適用金利。

42. 中国もまた、BSP や BI と同様の文脈で、但し市場志向の改革により重きを置いて、金融調節の枠組みを見直した。中国政府は、過去数年にわたり市場志向の改革を推進してきた。例えば、2015 年に預金金利の自由化を実施した際には、外部環境の変化ならびにより市場ベースの国内金融システムへの進化の両面から生じる課題に対処することを目指した。2015 年、中国市場のボラティリティが高まったことで、市場金利のコントロールを強化して市場の期待を安定させるための金融政策改革が加速した。PBC は、マネーサプライの増加率を公式の操作目標とする一方で、2015 年以降、7 日物レポ金利を通じて、政策シグナルを発信し始めた (図 3-4)。なお、2015 年 11 月以降、金利コリドーの上限として機能し得る常設貸出ファシリティ (Standing Lending Facility <SLF>³⁵) の金利を公表し始めたこともこの一

³⁵ PBC の常設貸出ファシリティ (SLF) は、2013 年に導入された。2015 年 11 月、流動性の状況と金融政策の規制面から生じる必要性を踏まえ、支店が提供する SLF 金利が金利コリドーの上限としての機能を試すため、PBC は支店の SLF 金利を適切に引き下げた。その後、マクロ・ブルーデンス上の要件を満たす現地法人金融機関の翌日物および 7 日物 SLF 金利は、それぞれ 2.75% と 3.25% に引き下げられた。

環である³⁶。

図 3-4 中国の市場金利 (%)



出所: Bloomberg、Wind

43. 金利コリドーの強化に加えて、EMEAP 中央銀行は、金融調節の枠組みの別の面からも市場参加者の戦略的な流動性管理を支援してきた。第一に、大多数の EMEAP 中央銀行は、公開市場操作 (OMO) のスケジュールと結果を開示している。中央銀行のコミュニケーションに画一的な慣行はないものの、市場流動性と公開市場操作の透明性は、市場参加者が流動性ポジションを予測する上で役に立つ。2016 年 8 月に BI が OMO スケジュールを定期的に公表し始めたことで、OMO を実施するすべての EMEAP 中央銀行が OMO のスケジュールを公表することとなった (表 3-4)。OMO スケジュールが事前に公表されることで、短期金融市場の参加者は、より適切な流動性管理計画を立てることができるようになった。例えば、2016 年 8 月に BI が OMO 関連情報を発信し始めた後、インドネシアの金融調節手段はより長めの期間にシフトし、無担保市場の取引高も増加した。

表 3-4 公開市場操作に関する情報発信

	定例 OMO のスケジュール を事前に公表	OMO の規模と価格を事後に 公表
インドネシア	公表	公表
マレーシア	公表	公表
フィリピン	公表	公表
タイ	公表	公表
シンガポール	公表	公表
中国	公表	公表
韓国	公表	公表
日本	公表	公表
豪州	公表	公表
ニュージーランド	公表	公表

注: 香港は本表の対象外。HKMA は、カレンシー・ボード・システムの下で、資本流入の不胎化や市場流動性の管理を目的とした定例 OMO を実施していないため。

出所: EMEAP

³⁶ PBC (2016)。

44. 第二に、一部の EMEAP 中央銀行は、外生要因³⁷の規模を事前・事後に開示している（表 3-5）。

表 3-5 外生要因の情報発信

	実績	予測
インドネシア	非公表	非公表
マレーシア	日次	日次
フィリピン	非公表	非公表
タイ	非公表	非公表
シンガポール	非公表	非公表
中国	非公表	非公表
韓国	非公表	非公表
日本	日次	日次
豪州	日次	日次
ニュージーランド	日次	日次

注： HKMA は OMO を実施していないが、アグリゲート・バランス(すなわち、商業銀行が HKMA に持つ決済口座残高の合計)に影響する要因(実績および予測規模)は、日次ベースで公表されている。

出所： EMEAP

45. 第三に、一部の EMEAP 中央銀行は、法定準備預金に一定の積み期間を導入し、民間金融機関の流動性管理の柔軟性を向上させた³⁸。2017 年 7 月、BI は、民間銀行が銀行間市場で流動性を管理しやすくなるよう新たに法定準備預金に一定の積み期間を導入した。以前の準備率は、第三者基金(Third Party Fund <TPF>)の 6.5%とされ、日次ベースでの維持が義務付けられていた。新たなスキームでは、日次ベースで TPF の 5%の準備金を維持すること、これとは別途、2 週間の平均ベースで TPF の 1.5%の準備金を維持することが義務付けられている³⁹。2015 年 9 月、PBC は、預金準備率の積み期間中の平均値が法定預金準備率を下回らないよう義務付けた。以前は、日次の預金準備率が法定預金準備率を下回らないよう義務付けていたが、現在は、日次の預金準備率が法定預金準備率を最大 1%下回ってもよいとされている。

3.3.2. 資金供給オペレーションの実行

46. 一部の EMEAP 中央銀行は、国内市場の過剰流動性が継続する中、流動性吸収オペレーションを実行してきた。例えば、BI、BNM、BOK はここ数年、市場から流動性を引き揚げることに注力してきた(図 3-5)。特筆すべきは、国内レポ市場の規模が限定的であること等から、中央銀行債が流動性吸収の主要手段のひとつになっている点である(中央銀行債に関する

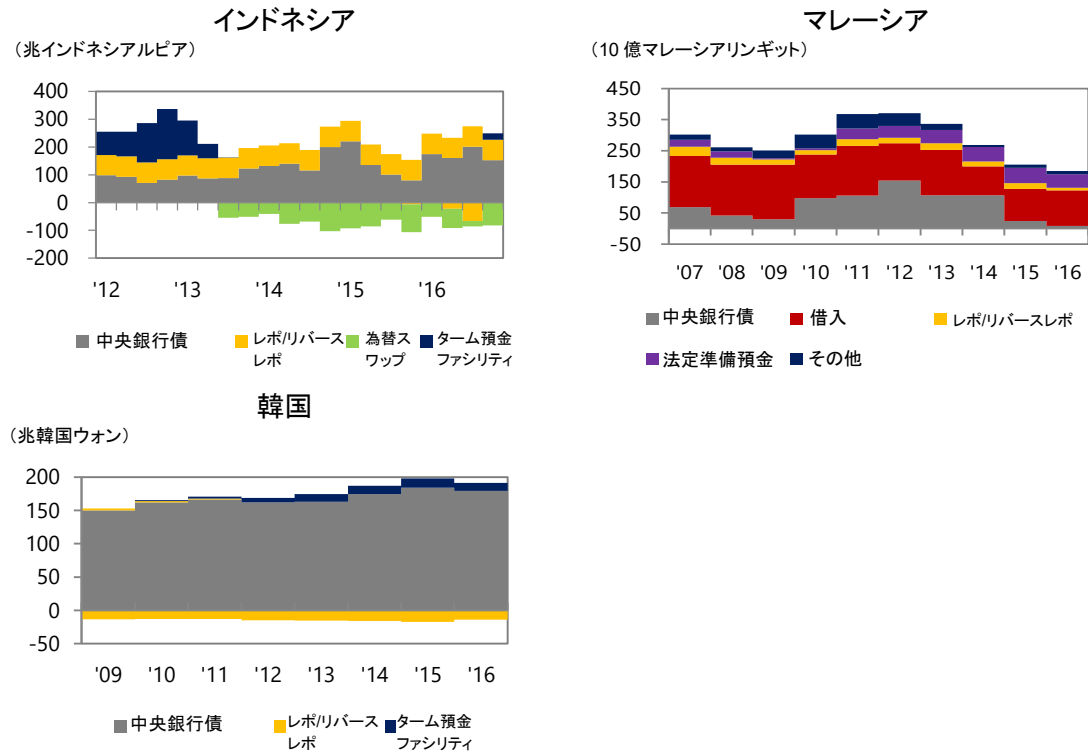
³⁷ 外生要因とは、公開市場操作以外の要因による中央銀行のバランスシートの変化を指す。BIS (2008)。

³⁸ 上述の通り、BI と PBC が法定準備預金に一定の積み期間を最近導入したことで、RBNZ を除くすべての EMEAP 中央銀行が積み期間を採用したことになる(RBNZ は準備預金を採用していないため該当しない)。BNM の法定準備預金(SRR)は、適用対象となる債務の特定の割合(SRR 率)に相当する残高を法的準備預金口座(Statutory Reserve Account <SRA>)に維持することを義務付けている。

³⁹ 積み期間が導入されたのは最近であるため、その効果を評価するのは時期尚早であるが、一部の民間銀行は、これを活用し、より効率的に流動性を管理できるようになったと述べている。

詳細はボックス 2 を参照)。

図 3-5 EMEAP 中央銀行の OMO 残高の事例



注: 正の値は流動性吸収を示す。
出所: 中央銀行ウェブサイト

47. **ファイン・チューニング・オペレーションの観点から、ここ数年、資金供給オペレーションがより重要となっている。**一部の EMEAP 中央銀行による金融政策は、より市場ベースなものになっており、円滑かつ安定した短期金利形成がより重視されるようになってきた。これらの中央銀行は、国内市場で偶発的に発生する資本流出および流動性のタイト化に際し、ファイン・チューニング・オペレーションを行うため、資金供給オペレーションを増やしている。実際に、BI は、為替スワップオペレーションを通じて資金供給を増やしてきた(図 3-5)。同様に、PBC は 2016 年 2 月以降、短期市場金利のボラティリティが高まったことを受け、OMO を日々実施する仕組みを構築した⁴⁰。

48. **過剰流動性に直面した EMEAP 中央銀行は、流動性吸収手段を十分に備えている(表 3-6)。**多くの EMEAP 中央銀行は、資金の吸収手段および供給手段として、レポ⁴¹、為替スワップ、アウトライト・ファシリティを有している。また、一部の EMEAP 中央銀行は、資金を吸収するために中央銀行債を発行しているが、これらの中央銀行の多くは、資金を供給するた

⁴⁰ PBC(2017)。

⁴¹ レポ市場がさらに発展することで、一連の流動性供給オペレーション手段の有効性が向上し得る。

めの「その他」のファシリティを有していない。

表 3-6 EMEAP 域内メンバー中央銀行の金融調節手段

	BI	BNM	BSP	BOT	MAS
資金吸収					
レポ	あり	あり	あり	あり	あり
為替スワップ	あり	あり	あり	あり	あり
アウトライト	あり	あり	あり	あり	無し
中央銀行債	あり	あり	無し	あり	あり
その他	あり	あり	あり	無し	あり
	TDF	TDF	TDF		直接借入
資金供給					
レポ	あり	あり	無し	あり	あり
為替スワップ	あり	あり	無し	あり	あり
アウトライト	あり	あり	あり	あり	無し
その他	無し	無し	無し	無し	無し
	PBC	BOK	BOJ	RBA	RBNZ
資金吸収					
レポ	あり	あり	あり	あり	あり
為替スワップ	無し	無し	無し	あり	あり
中央銀行債	あり	あり	あり	無し	あり
アウトライト	無し	あり	あり	あり	無し
その他	無し	あり	あり	あり	無し
		TDF (MSA) 証券貸借	証券貸借	TDF	
資金供給					
レポ	あり	あり	あり	あり	あり
為替スワップ	無し	無し	無し	あり	あり
アウトライト	無し	あり	あり	あり	無し
その他	あり	あり	あり	あり	無し
	中期貸出ファシリティ 補充貸出ファシリティ	証券貸借	入札/固定金利貸 出		

注: BOT は必要があればアウトライトで売却を実施できるが、現在は債券をバイラテラル・レポの担保として使用する目的で買入のアウトライト取引のみ実施している。

出所: EMEAP

49. 一部の EMEAP 中央銀行は、資金供給力を高めるため、金融調節の適格担保を拡充している。クロスボーダー担保取極(CBCA)の適格担保の対象の拡充は、これらの中央銀行に共通する動きである⁴²。特に、BNM(2012年5月)⁴³、BOT(2017年5月)⁴⁴、MAS(2015

⁴² クロスボーダー担保取極は、金融当局間の協力の枠組みであり、日常的または緊急時に担保のクロスボーダー利用を可能にする。

⁴³ BNM は、自国通貨のソブリン債および、BNM が CBCA を締結している国の通貨を受け入れている。また、a) 非リンギット建てのマレーシア国債、b) 米ドル、ポンド、ユーロ、日本円、および EMEAP 域内の政府や中央銀行が自国通貨で発行する債券(ただし双務での受け入れを認める場合に限る)、c) 米国債、英国債も受け入れている。

⁴⁴ BOT は日次貸出ファシリティの適格担保の対象を広げ、外貨(米ドル、日本円、マレーシアリンギット)、日本政府が発行する債券、マレーシアの政府または中央銀行が発行する債券を含めた。

年 5 月)⁴⁵は、常設ファシリティの適格担保の対象を拡充し、外貨や海外政府または海外中央銀行が発行した債券等の資産を対象に含めた⁴⁶。

⁴⁵ MAS と BOJ との間で CBCA に基づくシンガポールドル建て借入の担保は、日本円および日本国債である。

⁴⁶ 各法域における中央銀行の取引先についてはボックス 3 を参照。

ボックス 2 中央銀行債

2017 年 WGFM アンケート調査では、EMEAP 中央銀行の大半が債券を発行していることが明らかになった（債券の名称や特性は法域によって異なるが、以下では「中央銀行債」と呼ぶ）。本ボックスは、EMEAP 域内において中央銀行債を発行する動機ならびに金融政策運営における中央銀行債の役割を簡潔にまとめる。

中央銀行債は、EMEAP 域内で他の地域よりも一般的となっている。EMEAP 域内の 11 の中央銀行のうち、2017 年の時点で 8 行が中央銀行債の発行残高を有している一方で、世界全体で見ると、2013 年の時点で同残高を有する中央銀行は全体の三分の一（125 行のうち 42 行）に留まっている⁴⁷。2017 年 WGFM アンケート調査では、現在、EMEAP 域内では、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、香港、シンガポール、韓国、ニュージーランドが中央銀行債を発行していることが明らかになった。これらの法域では香港を除き、国債の発行残高が中央銀行債の発行残高を上回っている。

発行体別に見た現地通貨建て債券の発行残高（2016 年末時点）

	インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	タイ	シンガ ポール	香港	中国	韓国	日本	豪州	ニュー ジーラン ド
政府	78.0%	53.3%	84.9%	38.9%	21.2%	5.9%	35.4%	36.0%	78.2%	38.5%	99.8%
うち 1 年 未満	<u>2.1%</u>	<u>2.6%</u>	<u>4.5%</u>	<u>4.1%</u>	<u>1.7%</u>	<u>0.9%</u>	-	<u>3.7%</u>	<u>9.1%</u>	<u>1.1%</u>	<u>10.3%</u>
中央銀行	6.7%	0.7%	0.4%	28.6%	16.0%	55.7%	0.0%	10.0%	-	0.0%	0.2%
うち 1 年 未満	<u>6.7%</u>	<u>0.7%</u>	-	<u>22.4%</u>	<u>16.0%</u>	<u>53.8%</u>	-	<u>6.7%</u>	-	<u>0.0%</u>	<u>0.2%</u>
その他	15.3%	46.0%	14.7%	32.5%	62.7% ⁴⁸	38.4%	64.6%	54.0%	21.8%	61.5%	0.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合計(10 億ドル)	171	283	126	293	368	223	9,186	1,506	11,899	1,386	53

注： 下線部は 1 年未満の満期の割合である。2016 年のデータを手に入れない場合には 2017 年のデータを参照している。

出所： 2017 年 WGFM アンケート調査

EMEAP 域内の中央銀行は、国内市場の流動性管理、適格流動資産(HQLA)の需要増への対応、外貨準備の調達等、様々な理由で中央銀行債を発行している。中央銀行債を発行する一般的な目的のひとつは、流動性吸収である(BI、BNM、BOT、BOK、MAS がこの目的に該当する)。BOT 債は金融政策の実施(経済成長を安定させるための流動性と金利の管理)ならびに社債市場の発展につながるベンチマーク金利の設定のために活用されている⁴⁹。MAS は、銀行システムの流動性管理および銀行の規制資産および流動資産の需要に応じることを目的とし、市場オペレーションの一環として、2011 年より短期の MAS 債⁵⁰を発行してきた。BI や BSP 等の一部

⁴⁷ Gray and Pongsaparn (2015)。

⁴⁸ シンガポールドル以外の通貨建て債券を含む。

⁴⁹ BOT ウェブサイト

(<https://www.bot.or.th/English/DebtSecurities/IntroToGovtDebtSecurities/Pages/Type.aspx>)

⁵⁰ MAS ウェブサイト

(<http://www.mas.gov.sg/monetary-policy-and-economics/central-bank-operations-and-liquidity-management/mas-bills.aspx>)

の中央銀行は、外貨建ての中央銀行債を発行しており、為替市場でのオペレーションを支える追加的な外貨準備を確保している⁵¹。

中央銀行債を用いることで市場から柔軟に過剰流動性を吸収できるにもかかわらず、一部の EMEAP 中央銀行は、ここ数年、中央銀行債の発行を削減してきた。国債市場の発展を促進する目的で中央銀行債の発行を削減するケースもあれば、その国固有の要因によって発行を削減する法域もある。例えば、BSP は外貨準備が増加したため、外貨準備を補う目的での中央銀行債の発行を 1997 年に中止した^{52 53}。インドネシアでは、特にアジア金融危機が発生した 1997 年～1998 年以降、短期金融市場において担保が不足していたため、中央銀行債が主な金融調節手段となっていた。その後、国債が増加したことに伴い、BI は、(リバースレポ取引を使った)金融政策運営にあたり、中央銀行債より国債を活用するようになりつつあるほか、譲渡性預金の活用も進めてきた。これに伴い、インドネシアの中央銀行債発行残高は過去数年で減少している⁵⁴。マレーシアでは、吸収できる程度に過剰流動性が低下したことから、BNM 債の発行総額が著しく減少している。

一部の法域における現地通貨建て中央銀行債の発行残高

	BI	BNM	BOT	MAS	HKMA	PBC	BOK	RBNZ
	兆インドネシアルピア	10 億マレーシアリングギット	10 億タイバーツ	10 億シンガポールドル	10 億香港ドル	10 億人民元	兆韓国ウォン	10 億ニュージーランドドル
2007	247	70	1,351	-	137	3,659	150	-
2008	180	42	1,392	-	158	4,812	127	4
2009	260	30	1,789	-	534	4,233	149	1
2010	203	98	2,381	-	653	4,091	164	-
2011	123	107	2,642	15	655	2,129	165	-
2012	82	154	3,120	30	657	1,344	163	-
2013	96	107	2,843	64	751	552	164	0
2014	97	107	2,743	96	753	428	178	1
2015	39	25	2,823	78	828	428	181	1
2016	105	9	3,136	83	963	0	168	3

注: イスラム債を含む。

出所: 中央銀行ウェブサイト、China Bond、ADB “Asia Bond Monitor”

⁵¹ BSP 憲章の第 92 節 (<http://www.bsp.gov.ph/about/charter.asp>)は、中央銀行債の発行を、物価水準に極端な動きがある場合に限定するよう定めている。

⁵² 外貨準備の増加ほか、BSP は、債券発行を取り扱う中央政府との合意に従い、借入による財務戦略にも重点的に取り組んできた。

⁵³ BSP は議会と共働し、BSP が中央銀行債を発行し公開市場操作に活用できるよう憲章を改定すべく取り組んでいる。

⁵⁴ 同様に、レポ市場で担保として用いられる中央銀行債の割合は、7.51%(2010 年)から 3.47%(2016 年)に低下した。

ボックス 3 EMEAP 中央銀行の取引対象先に関する考え方

中央銀行は、変化する市場構造に取引対象先を合わせる必要性を認識している。中央銀行は国内短期金融市場の構造に最も適合するように取引対象先を決めている。例えば、BOT のバイラテラル・レポ・プライマリー・ディーラー (PD) システムは、BOT のウィンドウにアクセスできる参加者数を制限することで、銀行間市場の参加者間での取引を促進している。BOT は、民間レポ市場の発展に応じて、2002 年から 2008 年にかけて段階的に取引先を削減した⁵⁵。また、BNM は、2016 年 8 月にスタンディング・ファシリティ (SF) の強化を決定し、開発金融機関を対象に含めることで BNM の流動性供給力を高めた⁵⁶。

公開市場操作の対象先数

	銀行合計		地場 銀行	大手	小規模	外資系 銀行	非銀行	合計
インドネシア	116	[91%]	106	-	-	10	0	116
マレーシア	54	[96%]	29	-	-	25	0	54
フィリピン	74	[12%]	55	22	33	19	38	112
タイ	8~31	[24~91%]	7~20	4	3~16	1~11	8~11	16~42
シンガポール ⁵⁷	13	[10%]	3	3	0	10	0	13
中国	44	[3%]	41	19	22	3	4	48
韓国	20	[33%]	14	9	5	6	12	32
日本	5~241	[3~124%]	5~225	3~12	2~213	0~16	4~33	9~274
豪州	81	[101%]	32	4	28	49	81	162
ニュージーランド	28	[117%]	4	1	3	24	0	28

- 注： 1. 括弧内の数値は、銀行部門全体の銀行数に対する公開市場操作対象先の割合である。
 2. RBA の公開市場操作対象先には、銀行、その他の預金取扱機関、豪州金融サービスライセンスの保有機関、政府機関および金融市場インフラ (FMI) が含まれる。
 3. RBNZ は、ニュージーランド市場の規模が小さいことが理由に、オフショアの対象先がオペレーションに参加することを許可している。RBNZ のオペレーションに現在アクセスできるオフショア機関は 7 機関である。
 4. BOT の非銀行カウンターパーティには、特殊金融機関 (SFI) が含まれる。

出所： 2017 年 WGFM アンケート調査

⁵⁵ BOT のレポオペレーションへのアクセスが縮小されたものの、ストレス時におけるタイのレポ市場への影響は少なく、市場金利は政策金利付近に順調にアンカーされてきた。

⁵⁶ 開発金融機関は政府によって設立され、重要な業種の発展と促進という目標に特化している。

⁵⁷ MAS は日々の短期金融市場オペレーションにおいてプライマリー・ディーラーと排他的に取引している。しかし、より広範なカウンターパーティが MAS の流動性ファシリティにアクセスできる。

4. 結語

50. 本報告書は、EMEAP 域内の短期金融市場が過去数年にわたり総じて成長したことを明らかにしたほか、法域によって市場規模や市場参加者が異なることを確認した。域内の短期金融市場は、各市場固有の構造や発展の軌跡に応じて成長を遂げている。市場参加者の構成も区々であり、中央銀行と地場銀行が大半を占める市場もあれば、非銀行や外資系金融機関等の多様な参加者で構成される市場もある。
51. 各短期金融市場は、市場の多様性に応じた固有の課題を有しており、様々な策を講じて市場の発展を促している。金融サイクルが反転した場合、短期取引への需要が高まり得ることを踏まえ、残された課題に積極的に取り組み、短期金融市場を一層発展させることがより重要になっている。本報告書は、レポ市場、ターム物取引、金融調節の枠組み、の 3 つの観点から潜在的な課題と政策面の取り組みを概観した。それぞれの概要は以下の通りである。
- [レポ市場] 多くの EMEAP 域内のレポ市場が活発でない背景には、制度や市場慣行が非銀行金融機関の参加の広がりを妨げていること、ならびに担保証券の市場流動性が低いこと、等を指摘できる。EMEAP 域内の一部の法域は、非銀行の参加推進へ向けた規制改革、取引スキーム等の標準化の推進、市場参加者に対する技術支援、空売りの自由化、担保管理の効率性向上等を実施することで課題に対処している。
 - [ターム物取引] 一部の法域では、取引の大半がごく短期に集中している。ターム物取引を阻害する潜在的な課題として、事務コストと税務上の取り扱いが挙げられる。一部の EMEAP 中央銀行は、ポストトレード事務の合理化、取引スキーム等の標準化の推進、ターム物による資金調達を可能にする新たな手段の導入等により、ターム物取引を推進する政策を講じている。
 - [金融調節の枠組み] 一部の EMEAP 中央銀行は、金融調節の枠組みを見直し、円滑かつ安定した短期金利形成を促すとともに、金融政策のトランスマッションチャネルを強化している。こうした動きは、長期的に見れば、今後発生し得る流動性のタイト化に対処する上で、資金供給オペレーションがより重要になり得ることを示唆している。
52. 本報告書は、EMEAP 中央銀行に対し、域内の短期金融市場の主な特性や他の中央銀行が更なる市場発展に向けて実施している取り組みへの理解を深める上で有用な情報を提供している。各国の経験を共有することは、各 EMEAP 中央銀行による市場の検証や育成に役立つ。その際、各法域に固有の金融市場構造や短期金融市場を発展させる要因を踏まえると、短期金融市場の発展へ向けた「画一的な」アプローチは存在しないことには留意すべきである。
53. EMEAP 中央銀行は、域内金融市場の更なる発展に引き続き尽力する。EMEAP は、域内中央銀行のメンバーシップや民間金融機関との密な関係を最大限活用して様々な取り組み

を主導してきた。直近では、域内流通市場における現地通貨建て債券の流動性を支える画期的な取り組みとして、PAIF 債券貸出(ボックス 1 を参照)を導入した。この取り組みも域内短期金融市場の機能強化に貢献するだろう。EMEAP 中央銀行は、域内金融市場の発展に貢献することにコミットしており、今後も域内・域外の関係者との議論を続け、調査プロジェクトを実施していく。

金融市場ワーキンググループ

2018 年 8 月

参考文献

- Bank for International Settlements. (2008). *Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond*. BIS Working Papers.
- Bank for International Settlements. (2016). *Triennial Central Bank Survey*.
- Bank of England. (2016). *The Money Market Liaison Committee Sterling Money Market Survey*.
- Bank of Japan. (2015). *Toward Further Development of the Repo Market*. Bank of Japan Review.
- Bank of Japan. (2016). *Shortening the Settlement Cycle of JGBs to T+1*. Bank of Japan Review.
- Committee on the Global Financial System. (2017). *Repo market functioning*. CGFS Papers.
- Committee on the Global Financial System Markets Committee. (2015). *Regulatory change and monetary policy*. CGFS Papers.
- EMEAP Working Group on Financial Markets. (2010). *Liquidity Management in EMEAP Money Markets: Possible Vulnerabilities and Scope for Cooperation*. EMEAP website (emeap.org).
- EMEAP Working Group on Financial Markets. (2014). *EMEAP Repo Markets: State of Play*. EMEAP website (emeap.org).
- Gray, S. T., & Pongsaparn, R. (2015). *Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines*. International Monetary Fund Working Papers.
- International Capital Market Association. (2017). *European Repo Market Survey*.
- Reserve Bank of Australia. (2016). *Developments in the Australian Repo Market*. Reserve Bank of Australia Bulletin.
- Securities Industry and Financial Markets Association. (2016). *US Repo Fact Sheet*.
- The People's Bank of China. (2016). *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2015*. The People's Bank of China.
- The People's Bank of China. (2017). *China Monetary Policy Report, Quarter Two, 2017*. The People's Bank of China.

略語

ABF	Asian Bond Fund	IFEMC	Indonesia Foreign Exchange Market Committee (Indonesia)
ADB	Asian Development Bank	IRC	interest rate corridor
AU	Australia	JGBs	Japanese government bonds
BI	Bank Indonesia	JIBOR	Jakarta Interbank Offered Rate
BIS	Bank for International Settlements	JP	Japan
BNM	Bank Negara Malaysia	JPY	Japanese yen
BOE	Bank of England	KLIBOR	Kuala Lumpur Interbank Offered Rate
BOJ	Bank of Japan	KR	Korea
BOK	Bank of Korea	KRW	Korean won
BOT	Bank of Thailand	MAS	Monetary Authority of Singapore
BSP	Bangko Sentral ng Pilipinas	MC	Markets Committee
CBCA	cross border collateral arrangement	MGII	Malaysian Government Investment Issues
CDs	certificate of deposits	MGS	Malaysian Government Bond
CGFS	Committee on the Global Financial System	MY	Malaysia
CN	China	MYR	Malaysian ringgit
EMEAP	Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks	NCD	Negotiable Certificate of Deposit
FIDF	Financial Institutions Development Fund (Thailand)	NBQBs	Non Bank Financial Institutions with Quasi Banking Functions (the Philippines)
FX	foreign exchange	NZ	New Zealand
GC	general collateral	NZD	New Zealand dollar
GCF	general collateral finance	O/N	overnight
GDP	gross domestic product	ODF	overnight deposit facility (Philippines)
GMRA	Global Master Repurchase Agreement	OMO	open market operation
HK	Hong Kong	OTC	over-the-counter
HKD	Hong Kong dollar	PAIF	ABF Pan Asia Bond Index Fund
HKMA	Hong Kong Monetary Authority	PBC	People's Bank of China
HQLAs	high quality liquid assets	PDs	primary dealers
IB	interbank	PH	Philippines
ICMA	International Capital Market Association	RBA	Reserve Bank of Australia
ID	Indonesia	RBNZ	Reserve Bank of New Zealand
IDR	Indonesian rupiah	RMB	Renminbi

EMEAP 域内の短期金融市場

RRP	reverse repurchase
SDA	special deposit account (the Philippines)
SF	standing facilities
SG	Singapore
SGD	Singapore dollar
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SRF	Securities Repo Facility (Singapore)
SRR	Statutory Reserve Requirement (Malaysia)
TDF	term deposit facility
TH	Thailand
THB	Thai baht
UK	United Kingdom
US	United States of America
USD	United States dollar
WGFM	Working Group on Financial Markets

図表一覧

図 2-1 短期金融市場の取引高および金融商品の構成	7
図 2-2 金融機関別に見たレポ市場の構成	9
図 2-3 金融機関別に見た無担保市場の構成	11
図 2-4 金融機関別に見た為替スワップ市場の構成	11
図 3-1 担保債券を発行体別に見たレポ取引の構成	13
図 3-2 短期イールドカーブと裏付けとなる取引高の事例	18
図 3-3 フィリピンとインドネシアの市場金利 (%).....	21
図 3-4 中国の市場金利 (%).....	23
図 3-5 EMEAP 中央銀行の OMO 残高の事例	25
表 2-1 短期金融市場の成長(中央銀行を除く).....	4
表 2-2 金融商品別に見た短期金融市場の成長(中央銀行を除く)	5
表 3-1 期間別に見たレポ市場の取引の割合(%)	17
表 3-2 BSP の金利コリドー・システム	22
表 3-3 BI の金利コリドー・システム	22
表 3-4 公開市場操作に関する情報発信	23
表 3-5 外生要因の情報発信	24
表 3-6 EMEAP 域内メンバー中央銀行の金融調節手段	26