

# International Economic and Financial Review

## 国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs  
(財)国際通貨研究所

March 1, 2003

東アジア諸国でのインフレ・ターゲット導入には国内金融市場整備が不可欠<sup>1</sup>

調査部次長 絹川 直良

(Naoyoshi Kinukawa)

e-mail: kinukawa@iima.or.jp

東アジアではインフレ・ターゲット制を採る国が増えてきた。また、東アジアで経済・金融統合を進めるにあたって、通貨バスケット制とインフレ・ターゲットは整合性のある制度としても理解されている。しかし、インフレ・ターゲット制が機能するためには、公開市場操作をはじめとする金融調節手段が整備され、それが実効性を持って機能する必要がある。この点、国によっては銀行間短期資金市場取引に賦課される諸税を撤廃する必要がある。また、レポ取引振興に向けたインフラ整備のためには、地域的な取り組みも必要であり、そこには民間部門の参加も必要である。

### 1. タイの経験

東アジア通貨危機の一因はドルペッグ制と理解されている。そこでは、事実上ドルペッグとなっている通貨の金利が米ドルと比較して高いこと、タイについて言えば、パーツ金利が米ドル金利に比べて恒常的に高いことが、タイへの短期資金流入の一因であった。むしろ、不動産開発に伴う資金需要が異常に増加したこと、邦銀が **BIBF** ステータスでタイ進出を果たそうとして融資競争に走ったこと等が状況をさらに悪化させた。しかし、こういった短期資金の流入に対して、金融当局が有効な打つ手を欠いていたことも大きい。

タイでは、確かに **BIBF** 経由金融機関が調達した資金について、中央銀行に積み立てが必要な準備預金の積立率を引き上げる等の措置を取って、この短期資金流入を抑えようとしたが、その効果は限定的であった。タイ中央銀行には他に中央銀行債を発行して、パーツの流動性を吸収する方法もあったが、十分に活用されなかった。流動性を吸収するとパーツの短期金利が上昇して短期資金の流入にかえて拍車をかけた。

---

<sup>1</sup> 本稿は外国為替貿易研究会発行の国際金融「第 1101 号」(2003 年 3 月 1 日付)に掲載されたものである。

しかし、通貨危機を経て状況は一変した。タイについていえば、**97** 年中は通貨危機の影響もあって短期金利は高止まりしたが、**98** 年に入って短期金利は急低下した。この間、緊縮財政より拡張財政への政策転換が行われ、金融政策も引き締めからニュートラルに戻された。財政赤字や不良債権処理をファイナンスするために国債の増発が行われたが、**10** 年物といった期間の長い国債も含めて低金利下で順調に消化された。

通貨危機前のタイでは、短期金融市場の流動性に限りがあり、外銀は資金調達に困難を感じる事が少なくなかった。もともと、マネーブローカーもおらず大手地場銀行との相対の資金取引が中心であり、寡占状態で地場大手行が市場の価格形成をリードすることが多いといわれてきた。しかし、通貨危機一服後は市場に流動性があふれ、金利水準も大きく低下した。

チャトモンコン前中銀総裁の下で、タイ中銀は、**2000** 年 7 月に開催された金融政策委員会以降、この **2** 週間物レポ金利をシグナル金利として用い、インフレ・ターゲティング制を本格的に採用する旨明言した。**2002** 年 **6** 月にプリディヤトーン総裁に交代して直後、**2** 週間ものレポ金利がいったん引き上げられたのは記憶に新しい。

しかし、**2** 週間物レポ金利は、未だに、短期金融市場における市場参加者同士の取引によって需給関係を反映して合理的に形成されたものとは言い難い。というのは、タイにおいては、レポ取引を行う際には、中央銀行が必ず市場参加者間に介在する形態が普通であり、一般の市場参加者同士、即ち、民間金融機関同士がレポ取引を行うことはこれまでなかったからである。では民間機関同士がレポ取引を行わなかった理由としては何が考えられるか。

第一は、レポ取引のインフラが整っていなかったことである。取引締結に先立って必要な、タイ版のレポ取引の標準契約が設定されたのはつい最近である。各金融機関のレポ取引への対応も遅れた。

第二に、通貨危機後各金融機関はお互いの信用リスクにきわめて敏感になり、無担保での短期資金取引を回避するようになった。その意味で、タイでもレポ取引への選好は高まった。しかし、それは、国債の **DvP** 決済が難しい状況下で、レポ取引には必ず中銀が介在することから、各金融機関が中銀を取引の相手方とすることで安心感を持つという以上のものではなかった。一方、中銀は、取引に介在して金利を誘導することに魅力を感じていた。もともと、タイでは、資金取引についてはブローカーが存在せず銀行間の直取にゆだねられていることが、寡占状態にある市場でますます少数大手地場銀行の価格支配力を強めているといわれていた。通貨危機後もこの市場構造には大きな変化はなく、中銀がレポ取引に介在することによって金利を **manipulate** しようとするには、やむを得ない部分もあった。

**98** 年秋に債券市場発展計画が作られ財務省の財政政策局(**Fiscal Policy Office**)が中心となって動き出した際に作られた **8** つのワーキング・パーティーにもレポ取引振興に特化し

たものがあつたが、税金問題、レポ取引に関わる約款問題等の解決に時間を要した。一方で**2001年12月**に**Bahtnet-II**がスタートし国債の**DvP**決済が可能になった。**2002**年春より、民間の金融機関同士が中銀を介さずに直接レポ取引を行う制度面、市場インフラ面での準備はほぼ完了したものの、各金融機関サイドでは値洗い等への十分な対応準備ができていないところも多く、本格的なスタートには若干の時間を要しそうである。

## 2. マレーシアの経験

マレーシアでは、中銀の金融調節が、長く無担保の短期資金取引に依っていた。かつ大口資金取引の相手方は地場の少数大手行を中心にしており、その明細も一切市場には公表されなかった。銀行監督、モニタリングは比較的厳格に実施される中で、これら地場大手行との資金取引が短期金融市場をリードしていたが、逆に少数地場行のチャンネルに頼りすぎていた。各金融機関は、市場性資金を調達するためにも、また、市場に送り出される中銀のシグナルを察知するためにも、市場での秩序だった振る舞いが求められた。マレーシアは、先のアジア通貨危機により各国ともそれぞれいったん地場銀行への信認が失墜する中で、これを食い止めることに成功したという点でユニークだが、その分、透明性の高い金融調節へのシフトが遅れた。

しかし、マレーシアでも、レポ市場を育成する方針が打ち出され、**2001年12月**にはそのガイドラインが公表された。

同国では長く財政黒字主義がとられてきたが、これを放棄し国債の発行残高を徐々に増加させる方向に転換し、現在は**3, 5, 10**年物国債が発行されている。この状況下、中銀による金融調節に国債レポを用いるという考え方を取ることが可能になった。むしろ、同国最大の公的機関投資家である被雇用者年金基金が、発行される国債の太宗を容易に吸収して満期まで持ち切るという状況には変わりはないが、金融機関に課せられた流動性規制の見直し等にも助けられて、流通市場で取引される国債の出来高は徐々に増加している。

マレーシアでは、毎朝**1, 2, 3**週間及び**1**ヶ月物の「資金入札」および午後に行われる翌日物の流動性調節オペレーションが、具体的な公開市場操作の内容である。金融機関であれば入札に参加が可能である。中銀はこの「資金入札」の一部をレポ入札に移行しようとしている訳だが、民間金融機関の対応には多少の時間を要しそうだ。もっとも、中銀によるレポ取引は、長い目で見ると金利体系を含めた金利の自由化にもつながろう。

## 3. 韓国の経験

韓国では翌日物コール金利が中銀の金利誘導目標とされている。東アジア諸国の中では、香港、シンガポールを別として、市場の規模、金融調節手段の整備状況等からみて韓国は群を抜いているが、それでも改善の余地がある。

まず、通貨危機前に見られた様な、市場が地場銀行、外銀と複数に分断され、それぞれのサブマーケットで銀行間の短期資金取引が行われるという状況は解消した。しかし、市場ベースでの金利形成が行われているとはいいいにくい。まず、資金市場の流動性が常時確

保されているわけではない。また、コール市場の金利は、**KFTC(Korea Financial Telecommunication and Clearing Institute)** 及び **KMBC(Korea Money Broker Corporation)**の2つのブローカー主導によって形成される面が強い。

第二に、中銀の公開市場操作方法としては、国債や通貨安定債の発行、買い切りのアウトライト取引及びレポ取引が挙げられているが、実際には通貨安定債の発行による流動性の調整に相当部分を頼っている。即ち、韓国政府は外貨買い介入を **1** 年物の通貨安定債 (**Monetary Stabilization Bond**)発行によって賄っているが、毎週金曜日にその発行が行われる。金額も大きいことから注目を集めるが、中銀としてはむしろ通貨安定債を用いたレポに重点を移したいところだろう。

第三に、韓国でもレポ市場の発展に向けた工夫がされたものの、源泉徴収税の問題をはじめ制度面の課題を含め改善の余地が大きい。中銀が実施するレポについてはスムーズに成約されるが、一般の金融機関同士のレポについてはなかなか活性化しない。理由として、主として、源泉徴収税、機関投資家による国債投資の割合が低いこと、レポ取引への対応の問題が挙げられる。レポの売却対象となった債券の利子収入への源泉徴収税については、取引に関係した前当事者間で調整を行わなければならない取引が複雑になる。

また、主要な投資家となるべき機関投資家による国債の保有ウエイトが相対的に低い。これは、より期間の長い運用を行おうにも、**10** 年超の国債がまだ発行されていないことが挙げられる。

レポ取引についてはオペレーション面での対応の問題に加えて、これに習熟しかつディーリングに積極的なディーラーの層が薄いことも指摘されている。

韓国は通貨危機に見舞われて後早い段階で国債市場の拡充を行った他、資金証券決済システムもよく整備されたものの、民間金融機関同士の資金取引と市場金利をベースにした金利形成にはまだ残された課題が多いと言えよう。

#### 4. その他

台湾では、レポ、貸出、為替スワップ、預金準備率の変更が金融調節手段として挙げられているが、このところ資金余剰状況が継続しているため、中銀による **NCD** 発行が頻繁に行われるに留まる。中銀によるレポ取引は相対でのものに留まっている。

フィリピンでは、翌日物レポ、中銀貸出・預かり金利、再割引、預金準備率が中銀の主要な調節手段となっている。このうち翌日物レポ取引は **repurchase**(資金放出)と **reverse repurchase** (資金吸い上げ) の双方向で毎日夕刻に行われているが、流動性の調整手段としての面が強く、中銀がレポによって翌日物金利を積極的に誘導するところまでは行っていない。

#### 5. 短期金融市場整備の重要性

今後東アジアでは各国市場の金融面での関係を一層強化しようという動きが活発化するものと思われる。現に、域内の債券市場整備充実に向けての動きが本格化している。この

中で、各国の短期金融市場についても整備が必要である。

通貨危機前のタイが、流入する短期資本に対抗する有効な政策手段を実施できなかったことを先に見たが、このように、外的ショックに対する抵抗力をつけるためにも、深みある国内金融市場の育成は重要である。短期資本流入に際して、介入によってこれを吸収しそれを不胎化する必要のある場合、国内の金融市場に厚みがあれば多少の不胎化オペレーションを行っても国内金利が急騰することはない。即ち、外貨買い・自国通貨売りのオペレーションを行った結果として自国通貨の流動性が供給されることから、短期政府証券あるいは中銀自らが短期債を発行して流動性を吸収し、自国通貨の流動性の水準に影響を与えないように市場操作を行う。この自国通貨の流動性吸収のオペレーションを行う際に、国内金利が急騰すれば、ますます短期資金が流入し、さらに外貨買い・自国通貨売りのオペレーションが必要になりかねない。しかし、自国通貨の流動性を吸収しなければ、そのこと自体が、インフレーションの原因ともなりかねない。

国内の金融市場に厚みがあれば、多少の流動性については国内金利に大きな影響を与えることなくその吸収が可能である。中銀による積極的な公開市場操作によって、市場金利を誘導することすら可能になる。このように、短期金融市場を整備する必要性は高い。

では、短期金融市場整備のためには何が必要か。

第一に、銀行間資金市場が資金取引の場として円滑に機能することが必要である。東アジア諸国は一般に貯蓄率が高いが、その貯蓄が最終的に短期金融市場等に回らないことにはその活用は難しい。この点、銀行間の資金取引（含むレポ）が源泉徴収税やその他諸税の対象になっている場合は、早期に対象から外す必要がある。

タイでは、レポ取引が長くキャピタルゲイン課税や特定ビジネス税（金利の受け払いを伴う取引について **3.3%**を賦課するもの）の対象であったが最近漸くその改善の動きが見られている。また、フィリピンでは、レポ取引による資金調達には、預金受け入れ業務と見なされ預金準備規制の適用を受け、金利の **20%**が源泉徴収され **200** ペソ毎に **0.3** ペソの印紙税が課される。このため、期限到来後買い戻し・売り戻しを確約する書類を交わさないアウトライトの取引、即ち、俗称「準レポ取引」が一部金融機関の間で行われている。台湾では **0.1%**の「証券取引税」が賦課される。

銀行間資金取引が源泉課税されたのでは、銀行間資金取引は活発化しないし、また、銀行間資金取引のコストがそのままレポの取引にコスト転嫁される。フィリピンの様に不健全な取引を放置することは、不正取引の温床ともなりかねない。

もっとも、両国とも財政赤字の状況下課税当局の抵抗も強く、通り一遍の働きかけだけでは事態は進展しまい。

第二に、市場参加者同士の資金取引を円滑化するために、レポ市場を盛んにすることが必要である。

アジア通貨危機では、地場銀行の信用リスクについての懸念の高まりが、金融機関同士の資金取引を不活発にし、金融調節上も困難を来したケースが多く見られた。中銀にとっても、無担保での資金放出は、その規模と相手銀行の信用状態によっては中銀の資産内容の悪化につながる。

ただ、レポ取引を盛んにするには、国債の発行残高を一定レベルまで高め、流通市場の流動性を確保することが必要である。幸い、通貨危機後各国とも景気対策や不良債権処理のために相当量の国債を発行した。また、各国とも所得水準の伸びや人工の高齢化という趨勢の元で、年金基金や保険会社による自国通貨建て中長期への投資ニーズは高く、低インフレ、低成長下、国債の消化には問題のないところが多い。

また、それぞれの国内法や金融取引慣行に合った形での標準契約雛形を整備する必要がある。マレーシアでは、中銀がリーダーシップを発揮して、短期間でその整備が行われた。

レポ取引の会計記帳についてのガイダンスも必要である。金融機関側でも対応したオペレーション上の受け入れ準備が必要となる。

## 6. まとめ

東アジアの債券市場整備に向けての動きが最近目立って具体化してきているが、重要な課題のひとつとして、域内諸国での法規制や税制の調和の問題が挙げられる。本稿で取り上げた諸点も、具体的に域内全体で取り組むことが必要な分野と考えられる。

特に、各国の税制上銀行間の短期金融取引が阻害されている部分については、中央銀行をメンバーとする **EMEAP** のみならず、課税当局を含めた各国財務省を当事者として、早急な改善に向け、域内の地域的な枠組みでピア・プレッシャーをかけることが必要と考えられる。

また、レポ取引振興に向けては、各国が現在取り組んでいる経験を共有することが必要であり、その中では、短期金融市場のインフラ整備としてレポを充実させている香港やシンガポールと並び、日本が果たしうる役割も大きい。特に、昨年秋に導入された欧米版のレポ取引（＝新現先取引）の経験については、東アジア諸国と共有できる部分も少なくない。

この点、民間部門の果たす役割も非常に重要である。例えば、税制については、解決の方向性が打ち出されただけで当局者は問題が解決済みと簡単に片づける傾向がある。レポ市場については民間金融機関の整備状況をとらえ、その意見に耳を傾けながら、金融当局が率先してインフラ整備を進める必要がある。

日本の短期金融市場が大きく成長したのは **80** 年代後半である。特に **1988** 年秋以降日本銀行は「新金融調節」と名付けて、有担保コール市場に加えて無担保コール市場の拡大を目指した諸方策を段階的にとった。平行して大口定期預金金利の自由化も進んだ。バブル期末期にとられた金融政策自身については、引き締め時期が遅れたことが問題視されているが、短期金融市場を短期間で整備することに成功したことの意義は大きいと思われる。

その過程で、ユーロ円金利は日本国内の短期円金利との安定した裁定関係を持つに至り、日本銀行の金融調節がユーロ円にも及ぶようになって、期末、半期末や年末の短期円金利の乱高下は相当抑えられるようになった。その過程で、それまで市場を支配していた 6 つの短資会社の役割も、資金の配分者から資金取引の媒介者へと大きく変質した。

筆者は 80 年代後半の一時期、金融機関の短期円金利の運用調達部署にあってこれらの動きを実際に体験することができたが、日本銀行とのやりとりを含めこの時の体験は、その後東アジア諸国市場関係者と金融市場インフラについて意見交換する上で大変役に立った。短期金融市場インフラ整備についての日本の経験については、今でも東アジア諸国と共有できる部分が多いと思う。

Copyright©2003 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.