

## デリバティブと金融政策

デリバティブ取引が金融市場各分野に与えているインパクトについては、すでにさまざまな検討がなされているが、小稿では、金融政策への影響という観点から（主に金利関連取引を念頭に）デリバティブ市場の意味の一端を探ることとする。というのは、デリバティブ取引は、金融取引をその構成要素に分解することによって、市場参加者に自らの選好に応じたリスクバスケットの組成を可能にするものであり、言い換えれば、従来の通貨取引と資本取引、短期市場と長期市場といった区分を相対化することで、金融政策が管理・誘導対象としてきた通貨、インターバンク市場の概念そのものを問い直すものとなっているからである。以下、中央銀行のレポート<sup>(1)</sup>などによりながら、簡単な整理をおこなうこととする。

(24)

(1) BIS「金融派生商品市場の拡大に伴うマクロ経済と金融政策上の論点に関する報告書」(アヌーン報告書、要約部分)『日本銀行月報』一九九五年三月、同(日本銀行オフバランス取引研究会訳)『変貌する国際金融市場』(フロミセル報告書)金融財政事情研究会、一九九三年、「オフバランス取引の拡大とわが国金融市場の課題」『日本銀行月報』一九九三年二月、「The monetary policy implications of the increasing use of derivative financial instruments」. *Deutsche Bundesbank Monthly Report*. Nov.1994. "The information content of derivatives for monetary policy". *Deutsche Bundesbank Monthly Report*. Nov.1995. "Derivatives—a central banker's view". *Bank of England Quarterly Bulletin*. August 1994.

## デリバティブ取引の特徴

デリバティブ取引の特徴としては、繰り返し指摘されていることではあるが、まず、オフバランス取引であるにもかかわらず、貸出などのオンバランス取引と全く同じキャッシュフロー、リスクとリターンの組み合わせを作り出せることがあげられる。すでにこの点で、同じく簿外取引であるといっても、債務保証など従来のものは大きく異なっている。その結果、市場参加者にとつてのオンバランス取引の役割は相対的に低下することとなり、同時に、貸借対照表上の変化を中心にミクロの経済活動をとらえようとしてきた制度や監督方法は空洞化せざるをえないのである。この点は会計、情報開示、自己資本基準などに関して現在急ピッチで進められている制度改革を促した大きな要因の一つである。

しかし、デリバティブのより大きな特徴は、原資産取引にともなうさまざまなリスクの中から、マーケットリスク（とそれに伴うリターン）だけを取り出して取り引きできる点にあると思われる。しかしこれだけであれば、その機能は価格変動商品に対するヘッジないし投機的手段を提供したというにすぎない。ところが、マーケットリスク取引を原資産のオンバランスにおける従来の取引と組み合わせることによって別の範疇のリスクをも一つの独立した商品として抽出するところに、大きな意味があると言えよう。例えば、変動金利で調達した資金を固定金利で運用している場合に、金利スワップで調達金利を固定化すれば、資金運用にともなうリスクのうち金利リスクはヘッジされたわけであるから、信用リスクだけを負担することが可能となる（単純化のため、完全な裁定取引がなされ、決済リスク、流動性リスク等その他のリスクは存在しないと仮定する）。そして、このようにして抽出された各種のリスクを組み合わせるることによって、これまで存在していなかった金融商品を生み出すことが可能となると同時に、そこから翻って、従来一つの取引として認識されていた金融取引（例えば債券投資）

を、別々の経済行為（マーケットリスクの負担と信用リスクの負担）を合成したものとみなすことが可能となったのである。こうした金融商品の分解と合成は、当然に、それを扱う金融業務・業態の分解と合成に直結するものであり、そのことは、旧来の金融商品と業態との排他的固定的な対応関係を前提としてきた金融行政・金融政策に大きな課題を提起するものとなっているのである。

## 金融取引全体・マネーサプライへの影響

こうした特徴が金融政策に与える影響として、はじめに、マネーサプライを左右する金融取引・実体経済に対する影響を見てみよう。

わずかな通貨によって、（想定元本としては）大きな額の金融取引をおこなえる（「テコの原理」）という点からすれば、それは通貨の節約すなわち通貨需要の縮小をもたらすことになるであろう。しかし、デリバティブの導入によって金融取引全体が拡大すれば、金融取引の基底に位置する通貨への需要も高まるはずである。どちらの要因が強く作用するかは経験的に判断するほかないと思われるが、ではデリバティブ取引はどのようにして金融取引を拡大させるのであろうか。

デリバティブによる金融取引の拡大、さらには実物経済の成長は、一言で言うと、それまで市場の不完全性によって存在しえなかった取引が可能となることによって生じると考えられる。例えば、資金運用あるいは貸出は、デリバティブ取引「以後」の見方からすれば、信用リスクと価格（金利）リスクの双方を負担する行為だということになるが、デリバティブ取引「以前」には、貸出を二つの取引に分解することはできず、一つの取引として一つの市場参加者が担うほかなかった。逆に言えば、価格リスクと信用リスクのどちらか一方しか負えない者は、

貸出業務からは排除されていたのである。しかし、デリバティブ市場の誕生によって、誰もが自らのリスク選好とリスク負担能力に応じて融資市場の一面に参加することが可能となったのである。つまり、従来に比べて市場の参入障壁が低下したため、これまで排除されていた者がその一端を担うことで、市場は拡大すると同時により効率的になると考えられるのである。例えば、金融制度調査会基本問題検討委員会報告「金融仲介機能の新たな展開への対応」(一九九五年五月二六日)では、デリバティブ取引における、「異なるリスク選好を持つ経済主体間の取引を通じて社会全体として最適なリスクシェアリングを実現するという側面」(『金融』一九九五年六五号、四九頁)が強調され、デリバティブをゼロサムゲームとして理解することが否定されている(五七頁)。

こうしたメカニズムが実際に機能すれば、確かに、通貨需要量、マネーサプライの増大にまで至る可能性も否定できないであろう。しかしながら、以上で取り上げているのは、原資産取引におけるリスクの分散だけであって、デリバティブ取引をおこなうことによって新たに生じるリスクも考慮にいれる必要がある。つまり、原資産の取引にともなうリスクはデリバティブでヘッジされたとしても、それだけでは、そのデリバティブ取引にともなうリスクが残ってしまうのである。そのリスクは金融取引を縮小させないであろうか。

店頭デリバティブ取引における信用リスクを考へてみよう。デリバティブ取引においては、取引相手が債務(契約)不履行となっても通常の貸出等と異なつて元本の回収不能という意味での信用リスクは存在しない。しかしその場合でも、取引相手から得られるはずであったキャッシュフローが失われるため、原状を回復するためには同じ取引をデリバティブ市場でもう一度おこなう必要がある。そして、この再構築のためのコストが、デリバティブ取引における信用リスクとなるのであるが、それは再構築が必要となった時点(Ⅱ相手の倒産時点)におけるデリバティブ市場での取引価格そのものであるから、結局は、マーケットリスクの形で把握することが可能であるとされている。

しかしながら、再構築コストをもとに信用リスクを算出するカレントエクスポージャー方式の採用には、コンピュータ投資などに膨大なコストが必要となることから、実際には想定元本に一定の掛け目を掛けるという、十全とは言い難いオリジナルエクスポージャー方式の併用が内外を問わず認められている。<sup>(3)</sup>しかも、潜在的なリスクの大きさが確定されたとしても、それが顕在化する蓋然性、つまり、取引相手の破綻の可能性はどのようにして把握できるのであるか。それは、結局、相手の情報開示に依存せざるをえないのであるが、日本においては、価格の客観性を理由に店頭デリバティブは開示の対象に含められておらず、しかも海外子会社がおこなっているデリバティブの実態も連結ベースで開示されていないのである。<sup>(4)</sup>となると、疑わしいものとは取引禁止とばかりに、取引相手を高い格付けを得ている機関に限定する<sup>(4)</sup>か、あるいは逆に、信用リスクを十分把握できないまま、実際には高リスクの参加者を巻き込む形で市場が拡大していくかのどちらかとなつてしまう可能性が高い。とすれば、デリバティブ取引は、原資産市場に対してはリスクの分解によつて市場参加者を拡大し、市場の効率と規模を高めるものであつたとしても、デリバティブ取引そのものの市場構造は、きわめて非効率なものとなりにかねないのである。情報開示の拡充は、こうした点からも要請されるのであるが、このように考えると、デリバティブ取引がマネーサプライを拡大させるまでに原資産取引や実体経済を拡大させるとは必ずしも言い切れないように思われる。

(2) 取引所取引の場合には、清算機関が介入することになるため信用リスクは原則的には存在しない。

(3) 金融制度調査会金融機関のディスクロージャーに関する作業部会報告「金融機関のデリバティブ取引の情報開示について」

〔金融〕一九九五年六月号掲載。

(4) 多胡秀人「デリバティブと長期金利」『証券経済』第一九四号、一九九六年三月、六八一—七一頁。また前掲プロミセル報告も、(その主たる根拠は「規模の経済」に求められているが)デリバティブ取引を中心とした国際インターバンク市場における市場の集中化・二層化を指摘している。

### 金利政策への影響

デリバティブ取引は金利形成に対しては、どのような影響を与えるのであろうか。すぐに理解できるのは、より滑らかなイールドカーブが作り出されるであろうということである。従来、イールドカーブは債券の流通利回りを中心に把握されてきたが、長短分離規制の残存による銀行預金や各種債券の満期期間の制限や、上場・非上場による会計上の違いからの利回り格差の発生などによって、十分に連続的な曲線が描かれているとは言えなかった。しかしながら、例えば金利スワップを用いれば、そうした従来の金融商品への規制は回避できるのであって、その結果、規制から自由な利回り曲線が形成されるのである。

このことは、金融政策の観点からすれば、短期金利への調節策が、規制による市場の分断に遮られることなくただちに長期金利へと波及するようになることを意味する。逆に言えば、業態分野の区分に基づく人為的な金利体系の維持や、アベイラビリティの調節といった旧来の政策手段は、もはやその存在根拠を失ったということになる。

しかしその一方で、デリバティブの発達によって金利リスクが過度にヘッジされることになれば、金利調節はその効果を失うことになってしまう。と言うのは、確かにすべての市場参加者が同時にリスクを解消することは不可能であるが、仮に金融政策の波及媒体として重要な役割を果たしている大手金融機関が、その金利リスクを

一〇〇%ヘッジしてしまったとすれば、金利変更の効果は一時的に遮断され、一定の時間が経過した後には、リスクテイクしている先で増幅して現れることになる。金利メカニズムに基づく金融政策においては、波及媒体という概念そのものが希薄化することも事実であるが、(金利)デリバティブの浸透が金利政策に及ぼす影響も同義的なものとならざるをえないと思われる。

### 金融政策指標への影響

次に、デリバティブ取引が、指標としてのマネーサプライや金利に与える影響、つまり、マネーサプライや金利そのものへの影響ではなく、政策運営目標を示す指標としてのマネーサプライや金利とデリバティブとの関係について見てみよう。

例えば、先物で価格リスクをヘッジした国債投資は、そのリスクエクスポージャーから見れば同期間の銀行預金と同じであると言える(国債と銀行預金の信用リスクが同じだと仮定する)。しかも、ヘッジ付きの国債投資のほうが定期預金に比べてより流動性が高いのであるから、決済機能においてはむしろ前者のほうが通貨により近いと考えることもできるはずである。したがってこの場合、現在おこなわれているように、銀行預金(と市中流通現金)によってマネーサプライを把握したのでは、流通通貨量を過小評価することになるのである。また、逆の場合も考えられる。定期預金と同時に債券先物を買えば、それは現物での国債投資と同じとなる。つまりこの場合には、国債投資の一部にすぎない銀行預金が、「通貨」としてマネーサプライ(M2+CD)に算入されてしまうのである。こうした点からすれば、銀行が唯一の決済機能提供機関であるところから銀行の債務である預金を「通貨」の中心とみなして通貨量を測定するという方法は、デリバティブ取引の浸透にもなって実効性

を失う可能性も否定できないように思われる。

では、金利指標はどうであろうか。金利の場合には、デリバティブによる金融取引の要素分解機能がプラスに作用し、金利の指標性を高めることになると思われる。すなわち、(先物)金利のみを独立して取り引きすることによって、市場参加者の期待金利のありかたを金融政策当局に知らせることになるからである。従来も、現物市場のイールドカーブから特定の時点とすると期待金利を逆算することは可能であったとはいえ、債券市場の流動性が十分でなければそのような導出方法は不完全なものにとどまらざるをえない。しかし、先物や先渡し形態での金利取引が活発になれば、それは、リスクプレミアムの変化をとまなうものとはいえず、より正確な期待金利を伝えるものとなりうるのである。また、金利先物オプションにおけるオプションプレミアムの変化は、将来のボラティリティに関する市場の見方(インプライド・ボラティリティ)を示すものとして利用可能である。単純化すれば、例えばオプションの価格が上昇したとすれば、それは金利取引における保険料が上昇したということであるから、市場参加者が、オプション期間中、金利のボラティリティは上昇する、ないし金利水準については不確実であると予想していることを意味すると解釈できるからである。

このように政策指標に関しては、マネーサプライなどの量的指標に対してはその計測はより困難になると思われるが、それは、デリバティブが、金融商品の量的把握の前提となる従来の金融商品(取引)の区分を解体・再編成する機能をもつためであろう。逆にその一方で、金利などの価格指標についてはその透明性を高めると考えられるのは、金融商品の区分が一旦取り払われることで、あらゆる金融商品を含む一つの「金融商品集合」が形成され、そこでの単一の価格体系として金利が析出されるということではないだろうか。

このように、デリバティブが与える影響については、その一部だけを取り出しでも極めて多面的であり、現実の金融政策の運営においては、実際の市場動向を見ながらその時点時点の状況に応じた対応が積み重ねられるほかないと思われる。しかし、試行錯誤を繰り返すには市場規模はあまりに大きくなっており、各層で慎重かつ堅実な対応が求められていることは繰り返すまでもないであろう。

(伊豆)