

## 金利スワップと都長銀

はじめに

デリバティブ取引の重要性については、すでに多くのことが述べられてきた。しかしながら、その中心は、新たな商品についての解説か、リスク管理の必要性を説くものであったと言つてよいであろう。その一方で、これほど大きな市場となりながらも、デリバティブが金融市場の構造をどのように変えようとしているのか、実態に即しつつマクロ的視点から考察したものは比較的少ないように思われる。小稿では、金利スワップを取りあげ、それが都市銀行・長期信用銀行においてどのように利用されているのか、そしてそのことがどのような意味をもっているのか簡単に整理してみた。

(一)金利スワップと金融市場の関係については、多胡秀人・大久保勉「デリバティブ取引からみた債券市場」『公社債月報』一九九四年一月号、多胡秀人「デリバティブは長期金利を変質させた」『金融財政事情』一九九五年一月三日、「金融機関ALMの現状と課題」『日本銀行月報』一九九五年九月号、「邦銀のデリバティブ」『日経公社債情報』一九九四年二月二十八日、他、参照。小稿は、特に多胡・大久保論文に多くを負っている。

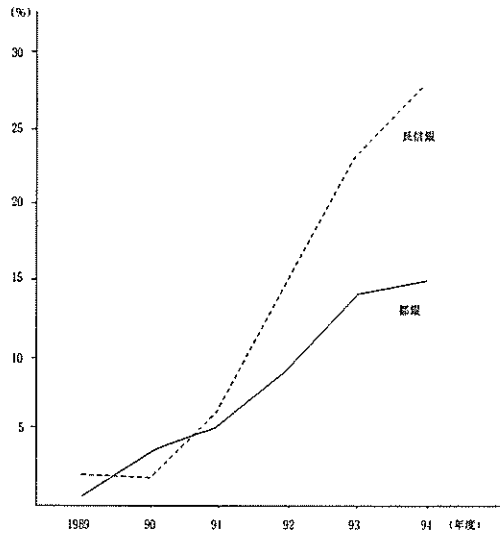
### 金利スワップ業務の拡大

まず、銀行にとつての、金利スワップ業務の大きさがどのように変化してきたか見てみよう。金利スワップ市

二七・七%にも達している。

商業態とも九〇年代に金利スワップ業務を急拡大させており、かつその伸びは長信銀のほうが大きいという特徴は、反対の支払い金利の面からも確認することができる。すなわち資金調達費用(金利スワップ関連を含めたすべての預金・債券利息等の合計)に占める金利スワップ支払い金利の比率(表1、2のF-D)も、ほぼ同じ数値・傾向を示しているのである。金利の受払いの内の、都市銀行の場合で一四ないし二二%、長期信用銀行では

図1 資金運用収益に占める金利スワップの比率<sup>(1)</sup>



(1) 表1.2の  $\frac{C}{A}$

場全体の大きさは、通常、想定元本などによって把握されているが、銀行の他の業務との関係を理解しようとする、そうした方法は適切でなく、また必要な数値も入手不可能である。そのため、ここでは損益計算書に表された受入れ金利の比率を用いることとした。

図1では、銀行の資金運用収益(金利スワップ関連を含めたすべての受入れ金利・配当等の合計)に占める金利スワップ受入れ金利の比率(表1、2のC-A)の推移を示したものである。

都銀・長信銀ともに、八九、九〇年度には、資金運用収益の一〜三%程度にすぎなかった金利スワップが、九一年ごろから急増していることがわかる。特に伸びの著しい長信銀の場合、九四年度にはその比率は

表1 都市銀行の資金利鞘と金利スワップ<sup>(1)</sup>

(100万円、年度)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
資金運用収益(A=B+C)	27,055,967	32,364,711	29,836,840	22,667,512	18,862,644	17,726,330
貸出利息等(B)	26,867,846	31,329,010	28,246,020	20,627,318	16,256,511	15,171,977
金利スワップ受入利息(C)	188,421	1,035,701	1,590,820	2,040,194	2,606,133	2,554,353
資金調達費用(D=E+F)	23,847,476	29,334,677	25,760,548	18,093,204	14,511,048	13,525,001
預金利息等(E)	23,802,067	28,517,127	24,357,481	15,875,782	11,529,807	10,582,155
金利スワップ支払利息(F)	45,409	817,550	1,403,067	2,217,422	2,981,241	2,942,846
資金利鞘(G=A-D)	3,208,491	3,030,034	4,076,292	4,574,308	4,351,596	4,201,329
貸出・債券利息等収支(H=B-E)	3,065,479	2,811,883	3,888,539	4,751,536	4,726,704	4,589,822
金利スワップ収支(I=C-F)	143,012	218,151	187,753	△177,228	△375,108	△388,493

(出所)『銀行局金融年報』各年版。

(1)都市銀行11行(ただし89年度は13行、90年は12行)の合計。

表2 長期信用銀行の資金利鞘と金利スワップ<sup>(1)</sup>

(100万円、年度)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
資金運用収益(A=B+C)	5,128,407	5,817,389	5,780,056	5,370,216	5,030,630	5,071,191
貸出利息等(B)	5,012,817	5,705,723	5,419,667	4,607,148	3,875,882	3,667,590
金利スワップ受入利息(C)	115,590	111,666	360,389	763,068	1,154,748	1,403,601
資金調達費用(D=E+F)	4,760,279	5,510,431	5,309,232	4,843,938	4,689,468	4,811,599
債券利息等(E)	4,681,946	5,349,588	4,949,352	4,208,680	3,727,318	3,582,838
金利スワップ支払利息(F)	78,333	160,843	359,880	635,258	962,150	1,228,761
資金利鞘(G=A-D)	368,128	306,858	470,824	526,278	341,162	259,592
貸出・債券利息等収支(H=B-E)	405,385	356,035	470,315	398,468	148,564	84,751
金利スワップ収支(I=C-F)	△37,257	△49,177	509	127,810	192,598	174,841

(出所)表1に同じ。

(1)長期信用銀行3行の合計。

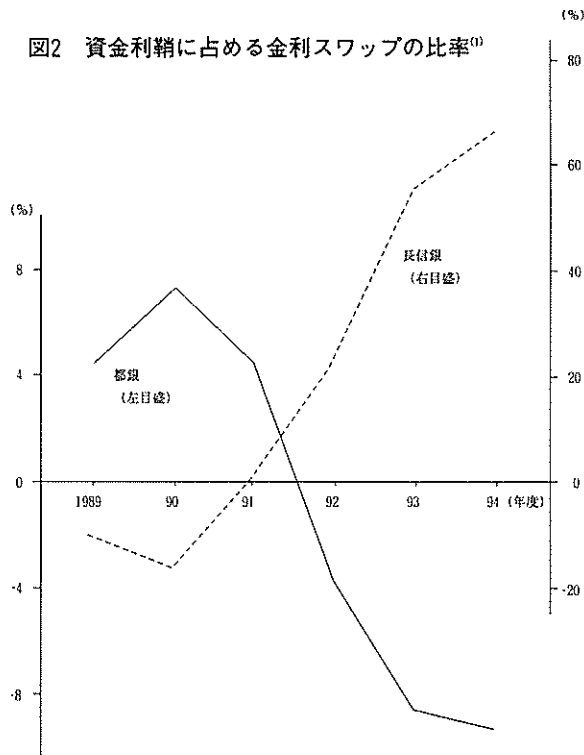
図3 金利スワップポジションと金利動向

	金利上昇期	金利下降期
レシーブ (固定金利受取り) 変動金利支払い	損失	利益
ペイ (固定金利支払い) 変動金利受取り	利益	損失

金利スワップによる収益と金利動向  
最も一般的な金利スワップは、六カ月物LIBORと一定期間の固定金利を交換するものである。固定金利で円LIBORを売買すると考えてよいであろう。すると、取引の結果生じるポジションは、固定金利の受払いから見て、「ペイ」(固定金利の支払い・変動金利の受取り)と「レシーブ」(固定金利の受取り・変動金利の支払

ワップ収支の比率(表1、2のI-G)の推移を示したものである。これを見ると、都銀の場合には、八〇年代末にはプラス、しかも上昇しているにもかかわらず、九〇年代になると大きく減少し、九二年度以降はマイナス(金利スワップの収支自体がマイナス)となり、かつその収支赤字が(相対的にも絶対額でも)大きくなっているのである。ところが、長信銀の変化は全く逆である。八九、九〇年度とマイナスだったスワップ収支は九一年度を境にプラスに転じて急増、九四年度には資金利鞘の六七・四%を占めるに至っているのである。  
収支(比率)の大きさそのものの違い(図2の二つの縦軸の目盛り違い)は、先に確認した、長信銀のほうが金利スワップにより積極的であったということを反映したものであるが、その変化のこのような鮮やかな対称性はどのような理由で生じているのであろうか。金利スワップの基本的な仕組みに立ち返って考えてみよう。

図2 資金利鞘に占める金利スワップの比率<sup>(1)</sup>



(1) 表1.2の I/G

金利スワップ収支の変化  
このように、金利スワップ取引は業態にかかわらず急速に拡大しているのであるが、しかし、その収支(金利スワップにかかる受入れ金利から支払い金利を差し引いたもの)に着目すると、都銀と長信銀では大きな違いが存在する。違いというよりも、金利スワップ収支の動向が両者でまるで正反対となっているのである。  
図2は、総資金利鞘(資金運用収益から資金調達費用を差し引いたもの)に占める金利ス

二五ないし二八%を占めるに至っているのであるから、金利スワップは、銀行業務にとってもはや特殊な業務などではなく、中核業務の一つになっていると言ってもよいであろう。

い)のどちらかとなる。

では、それぞれのポジションは、どのような状況で利益をあげるのだろうか。「ペイ」の場合、五年なら五年の間、契約時に決定された固定金利を支払い、市場に連動した変動金利(LIBOR)を受け取るのであるから(変動金利が「収益」、固定金利が「費用」、金利が上昇する過程で利益が上がり、逆に、金利が下がる局面で損失が出る)ことがわかる。固定金利を受取り、変動金利を支払う「レシーブ」の場合は逆である。「利益」は固定金利、「費用」は変動金利であるから、利益が出るのは金利が低下する時であり、金利が上昇する時には損失が大きくなるのである。スワップのポジションと金利動向の対応関係は、結局、図3のようになる。

このことを念頭に、もう一度、図2に戻ってみよう。都銀と長信銀のスワップ収支が入れ替わったのは九一年度であるが、その年は金利が上昇から下降に転じた年である。公定歩合で見ると、八九年五月の引き上げを皮切りに、計五回引き上げられ九〇年八月には六%となっていたのであるが、九一年七月から今度は、現在まで続く急激かつ大幅な引き下げが始まったのである。九一年は、ちょうど、その金利反転期にあたる。すると、都銀の場合、金利上昇期の八九、九〇年度にスワップで黒字を出していたのであるから、その時のスワップポジションの中心は「ペイ」、すなわち固定金利の支払い・変動金利の受取りという形になっていたと推測される。そして九一年以降の金利下降局面では損失を出していたのであるから、この時もやはり「ペイ」のポジションをとっていたことがわかる。

それに対して長信銀の場合、金利上昇局面で赤字、下降局面で黒字だったのであるから、都銀とは逆に、全体としては一貫して「レシーブ」(固定金利受取り・変動金利支払い)のポジションが組まれていたと推定することができるのである。

#### スワップポジションと業態

ではなぜ、金利動向が大きく変化しているにもかかわらず、都銀は「ペイ」、長信銀は「レシーブ」と、一つのポジションに固執してきたのであろうか。

それはそもそも、二つの業態を区分する資金調達方法そのものに根拠があると考えられる。すなわち、短期の預金を主たる資金調達手段とする都銀の場合、運用側も短期であれば金利リスクは存在しないのであるが、固定金利での長期貸出や債券投資がなされると、長短金利のミスマッチが発生することになる。運用金利が固定されているにもかかわらず、資金調達金利は市場金利の変化に応じて変更されるため、金利が低下する時にはコスト安となつて利益が拡大するものの、金利上昇時にはコスト高となつて利鞘が減少してしまうのである。こうした収益構造への対応策の一つが、金利スワップでの「ペイ」ポジションの構築であつたと思われる。つまり、「ペイ」のポジションにおいては、先に述べたように、金利が低下する時にはマイナスの、上昇する時にはプラスの収支が得られるのであるから、これは、都銀の預貸業務による収支とまったく逆である。すなわち、オンバランスと逆の金利ポジションをオフバランスでもつことによつて、金利リスクがヘッジされているのである。だからこそ、表1のHとIが示しているように、預貸利息等の収支が減少している時にはスワップ収支が拡大し、前者が増大している時には反対に後者が減少しているのである。

長信銀の場合も、同様のことが全く逆の形であてはまる。五年物金融債の発行によつて固定金利で調達した長期資金を、長期で運用しているのであれば、そこに金利リスクは存在しない。しかし、短期での(あるいは変動金利での)運用をおこなえば、金利上昇期には利益が、下降期には損失が発生することになるのである。しか

も、資金調達(金融債の発行)は長期金利が最高水準にある時に、資金運用(長期貸出)は長期金利がボトムにある時に集中しやすい。例えば、九〇年秋のワイドフィーバーとその後の資金運用難は、こうしたリスクを顕在化させたものであった。そこでこうしたオンバランス上の金利ポジションに対して、金利スワップで「レシーブ」のポジション(固定金利受取り・変動金利支払い)を組み合わせ、長信銀は、金利リスクをヘッジしていると考えられるのである<sup>(2)</sup>。

このように、二つの業態の銀行は、従来の主業務から生じる金利リスクをヘッジするポジションをもつために金利スワップを利用しているのである。

(1) 他の対応策としては、新短期プライムレートの導入(一九八九年一月)、新長期プライムレートの導入(一九九一年四月)、住宅ローンの短期プライムレート連動化(九四年)などの、オンバランスでの、資金運用収益の市場金利連動化がとられてきた。

(2) 一九九一年一月からの二年物金融債の発行による調達資金の短期化は、同じリスクに対するオンバランスでの対応策の一つである。

### 金利スワップと業態区分の根拠

このように、業態区分にもとづいた従来の業務による金利リスクがヘッジされるということは、リスク管理という観点からは望ましいものと言えよう。しかしながらそれは、裏返して言えば、業態の区分が意味を失っているということである。短期の預金の受入れであつても、「ペイ」(固定金利支払い・変動金利受取り)のポジションを持てば、金利リスクの観点からは長期固定債務をもっていること、すなわち金融債の発行と同じになつてしまう。しかも、自由化が進んだ今日の市場ではアベイラビリティ上の制約は限られたものであるから、実際の長

期資金の調達に限りなく近づいているのである。

長信銀の場合も同様である。金利スワップを活用することで、調達資金の期間は自在に調節することが可能である。実際、表2が示しているように、九四年度には資金利鞘の七割近くをスワップ収支が占め、従来業務の比率は三割強にすぎないのであるから、スワップの役割は、預貸業務のリスクヘッジといった限界的なものをはるかに越えていると言つてよいであらう。

しかしそうであるとするなら、運用と調達のミスマッチを生み、金利リスクを必然化するものとみなされてきた預金の受入れ・金融債の発行という業態固有の資金調達手段の存在は、これまでと異なった性格を帯びることになる。と言うのは、金利リスクの観点からは、資金調達方法はその銀行の運用方法との対応関係が問題となるが、そのミスマッチがスワップによつて解消される以上、問題は、その業態固有の調達手段の金利(資金調達コスト)と、他の、つまり市場での調達コストとの格差という点に現れざるをえないからである。例えば、金融債の利回りが市場レートである五年のスワップレート(LIBOR)と交換される五年物固定金利よりも小さいのはなぜかという問題である。

今、仮に金融債の利回りがA、五年物スワップレートがBであつたとしよう。その時、長信銀は、金融債を発行すると同時に「レシーブ」のスワップポジションをもつことにより、(LIBOR+A-B)のコストで変動金利での資金調達ができたことになる。この時、AがBよりも小さければ、そのコストは市場金利(LIBOR)よりもBとAの差額だけ小さくなるのである。つまり、長信銀は、スワップ市場に参加している一般の資金調達者のコストであるLIBORよりも低い金利で短期資金を調達できるのであるが、それは、長信銀の信用リスクが小さいというよりも、むしろ、金融債市場の「特殊性」<sup>(1)</sup>によると言つてよいであらう。すなわち、長信銀が市場

金利(LIBOR)以下で資金調達できることは、スワップ市場には「非競争的な特権」と映るのである。

同じことが預金金利についても言える。預金金利がスワップレートより低いことはどのように理解すべきなのだろうか。預金者保護によって信用リスクが存在しないためであるといった論理は、銀行破綻があいつく今日では説得力を失いつつある。そもそも、預金金利は同期間の国債利回りよりも低いのである。また、預金を集めるためには、店舗の維持等のコストが必要であった理由も、成立しがたい。事実は逆であり、金利が低かったからこそ、コストをかけてでも預金が集められたのであろう。とすれば、預金の受入れもまた、預金金利が実質的にも完全に自由化されるまでは、スワップ市場からは「非競争的な特権」と見えることになる。

そして、こうした「特権的」資金調達「市場」とスワップ市場との間で一種の裁定取引が、「特権」の享受者自身によっておこなわれ、具体的には、LIBORよりも(信用リスクの格差以上に)低いレートの資金が調達されることで、巨額の、自己責任にもとづくとは言いがたい利益が上げられているのである。その一方で、金融債購入者や預金者に対しては、「特権」の裏側において、得られる利回りは市場レート以下に抑えられるにもかかわらず、いざという時には、市場参加者として自己責任が求められるということであるなら、それは、自由化の過渡期の現象とはいえ、公正さに欠けるのではないだろうか。

- (一) 五年物利付金融債は、発行額が大きく流動性があるのみならず、①非市場であるため決算時に含み損を計上する必要がないこと、②五年物国債が発行されていないため比較可能な他の指標が存在しないこと、③資金運用部資金の運用対象に指定されていること(資金運用部資金法第七条第九号)などの制度的な「配慮」によって、信用力以上に低いレートで発行されてきた。しかし、九三年一月には五年物普通社債が解禁、九三年一月には四年物国債、翌年二月には六年物国債が発行され、今年二月には五年物国債先物取引が開始、さらに四月には中国電力の五年物社債が発行されるなど、利金債と競合する金融商品が続々と登場し

ている。とはいえ、五年物国債先物取引では、受渡適格銘柄が残存期間三年以上五年以下の利付国債とされているため、現状では実質的に三年物の市場となっており、また、中国電力債は興銀債よりも高い格付けを得ているにもかかわらず、そのレートは興銀債を上回る水準に決定されているなど、現時点では、五年物市場の「特殊性」がすべて解消されたわけではない。

(伊豆)