

## 東京金融先物市場の開設と金融革新

高 英 求

### I はじめに

スーザン・ストレンジによれば、「西側世界の金融システムは急速に巨大なカジノ以外の何物でもなくなりつつあり，外国為替，政府証券，債券，株式などの市場では，「先物を売買したり，オプションあるいは他のあらゆる種類の難解な金融新商品を売ったり買ったりすることで将来に賭をできる。」<sup>1)</sup>このようなストレンジの見地からすれば，1989年6月の東京金融先物取引所の開設は，さしずめ，世界的カジノに，新しい賭場および新種のゲームをもたらしものと捉えられることとなろう。本稿は，東京金融先物取引所開設の背景とその性格を分析することを目的としているが，その際の基本視角は，とどまることを知らぬ金融における不確実性の増大を重要視するストレンジのそれを踏襲する。

なるほど，金融先物取引拡大の直接の原因は，1970年代以降の不安定性の増大，すなわち為替，金利の変動が激化し，リスク・ヘッジの必要性が高まったことにある。そして，先渡し（forward）取引とは異なり，現物の受渡しを一切必要とせず単に予想価格を売買する先物（future）取引は，確かに「賭」としての性格を色濃くもつものである。資産の保全を図るリスク・ヘッジャーに加えて，純粋に賭に勝つことを目的とするスペキュレーターへの参入が，市場規模を拡大し，賭が成立するに足るだけの厚みを市場にもたらししている。

本稿では，まず最初にII章で，このような金融不確実性の増大の過程とその

1) Susan Strange, *Casino Capitalism*, Basil Blackwell, 1986, 小林襄治訳，スーザン・ストレンジ『カジノ資本主義—国際金融恐慌の政治経済学』岩波書店，1988年，2ページ。

原因について、近年の金融革新との関連において素描する。次にⅢ章で、そのような環境下において、東京市場の開設を促した要因について分析する。続いてⅣ章では、これまでのところ、東京金融先物市場の3つの上場商品のうち、ユーロ円金利先物に圧倒的に人気が集まっていることをとりあげ、その理由を考察する。また、市場開設以後、金融先物を利用した新金融商品が相次いで開発され、先物市場と現物市場が結びつけられたことによって、どのような問題が生ずるかを検討する。

## II 金融の不確実性の増大

金融先物市場の成長を促したものが、金融の不確実性の増大であることは言うまでもない。本章では、通貨先物市場、金利先物市場が成長する原因となった、為替、金利の不安定化の軌跡を、ストレンジに依拠しつつ、簡単に振り返っておこう<sup>2)</sup>。

第二次大戦後、戦間期の金融的混乱への反省の上に立った世界は金融的安定の時代を迎えた。ブレトン・ウッズ体制下で、為替は主要通貨間で固定され、一応の安定を保っていたのである。ところが、1960年代後半に入って通貨投機が激化し、1968年には金二重価格制が採用され、金ドル単一レートは放棄された。さらに、1971年のアメリカによる金・ドル交換停止、続く73年の変動相場制移行は、マネタリストの主張に反し、為替安定の時代との本格的な訣別を意味するものであった。この事態の真の原因となったのは、1960年代後半に始まるユーロ市場の急激な成長であった。そして、このユーロ市場の成長は、それまで安定的であった金利をも攪乱的にする働きをしたと考えられる。

では、なぜユーロ市場の発達が、為替相場と金利の変動を激化させる原因となったのかを見ていこう。戦後、金融は各国の枠組みの中に閉じ込められ、金融機関の行動には当局の監視の目が行き届き、金利、貸出条件などが規制された状況で、金融機関は極めて単純な金融仲介業務を行ってきた。ところが、ユ

2) 同上書、第2章、第3章。

ーロ市場がアメリカの国内規制を回避するための市場として発達したことによって、このような安定的状況に風穴が開けられたのである。短期預金への付利を制限したアメリカのレギュレーションQは、1960年代にアメリカ国内の預金をアメリカの規制の対象外であるロンドン・シティの銀行にシフトさせる役割を果たし、その預金を追って米巨大商業銀行がロンドン支店でドルを扱う業務を積極的におこなうようになった。これが、ユーロ市場成長の最大の理由である。アメリカ国内の預金準備義務が及ばないため、銀行はユーロ市場においてアメリカ国内よりも低い金利を設定することができ、ユーロ市場に資金が引き寄せられたのである。

重要な点は、ユーロ市場が、イギリス政府の意図的放任政策もあり、きわめて自由な市場として成長を遂げたことである。為替に関して言えば、無担保取引のインター・バンク市場であるユーロ市場を利用すれば、短時間に、通貨投機のための資金を容易かつ大規模に調達することが可能である。このことは、1960年代後半から通貨投機が激化し、固定為替相場が維持され得なくなったことについて、最も大きな責任を負うものと考えられる。

金利について見ると、国内規制を回避できるユーロ市場の発達によって、アメリカの国内金融規制の有効性は著しく低下した。たとえ金利を規制したところで、自由金利のユーロ市場での調達が拡大するだけだからである。1960年代以降アメリカ国内においても、規制を回避するための様々な新商品が開発され、金融自由化がなし崩し的に進むが、アメリカ国内の金融自由化とユーロ市場の拡大は相乗的に進行していくことになる。例えば、1960年代初頭にアメリカにおいてレギュレーションQを回避しうる新商品としてシティバンクによって開発されたCD（譲渡性預金証書）は、早くも1964年にはユーロ市場で発行されている<sup>3)</sup>。自由金利商品であるCDの導入によって、金利のつかない当座預金あるいは固定金利商品からCDへの大規模な資金移動が生じたのであり、ここ

3) Michael Moffit, *The World's Money*, Deborah Rogers Ltd., 1983, 幸島祥夫・篠原典訳、マイケル・モフィット『ワールズ・マネー——迫りくる「ペーパー・エコノミー」の破局』日本経済新聞社、1985年、61～2ページ。

に自由金利時代が本格的に幕を開けたと言ってよからう。

抜け穴としてのユーロ市場および新金融商品の利用は、アメリカの金利規制をほぼ形骸化する結果となった。1979年にアメリカは、金融政策の目標を従来の金利規制から通貨供給量管理に移すというマネタリスト的金融政策への大転換を行ったが、そのような抜け穴の利用を事後追認し、以後の規制を放棄するという姿勢の表明と見なすことができよう。「アメリカの国内政策が世界の貨幣・金融システム全体に広範な影響を与えている」と主張するストレンジによれば、これは、金融的不確実性増大に関する「もっとも重要な国内決定」であり、「他の国々と世界経済に高くかつ変動の激しい金利を強制した」という。事実、以後、金利変動は一層激化していったのである。

ここで、1980年代の資金調達の特徴を整理して、そこから生ずるリスクのあり方を検討しよう。端的に言って、1970年代が「シンジケート・ローンの時代」であったのに対し、1980年代は「証券・ディーリングの時代」であったと捉えられよう<sup>4)</sup>。

1970年代には、ユーロ・シンジケート・ローンが国際銀行業の中心となったが、その基本的性格として、ユーロ市場において、銀行が短期資金を調達して中期に貸し付け、そのため負債と資産の満期構成が大きく食い違うようになったことがあげられる。これを支えたのは、ユーロ市場というインターバンク市場において、預金の借替によって短期資金をつなぎ合わせて長期化するメカニズムであった。

このユーロ・シンジケート・ローンの相当部分が、経済成長の見込める途上国へ向けられていたのであるが、1980年代に入り、世界的な景気後退とアメリカの高金利によって途上国の元利支払能力が大幅に低下し、対途上国シンジケート・ローンは、ロール・オーバーやリスケジュールなどによって実質的に長期化されていった。このことは、銀行の満期構成の違い（ミス・マッチング）を悪化させ、銀行にとって信用不安とともに金利リスクを増大させる結果とな

4) 本山美彦『国際金融と第三世界』三嶺書房、203ページ。

った。その対応策として進められたのが、中長期ローンの証券化による流動化、すなわち債務のセキュリタイゼーションである。

一方で、セキュリタイゼーションは、先進国の一流企業によっても進められた。これは、すでに見たような金利が激しく変動する環境下で、企業が資金調達を短期化し流動性を高めることを指向したためである。ここで資金調達の主流を占めたのは、変動利付債(FRN)、ユーロCPの発行であり、これらはユーロ市場において急成長を遂げた。

途上国の信用リスクの増大と大企業のローン離れが銀行のローン業務の停滞をもたらしたわけだが、これに対応して、銀行はローン以外の分野に活路を求めてゆかざるをえない<sup>5)</sup>。銀行には、2つの対応策があった。1つは、セキュリタイゼーションを、途上国債務の処理と、企業の証券発行による資金調達に際する信用供与の両面で、積極的に利用することである。いま1つは、リスク・ヘッジ業務で手数料を稼ぐことである。これらのフィー・ビジネスは、オフ・バランスシート取引を拡大する銀行戦略にも適合するものである。無担保取引のユーロ市場の成長と累積債務問題の発生によって、銀行経営の健全性に不安がもたれ、自己資本比率の強化が世界的潮流となっている中で、先物、オプション・スワップ、NIFなどのオフ・バランスシート取引は、自己資本比率規制を回避できるうえ、低コストで手数料収入が得られる収益性の高い業務なのである。

ローンの収縮は、証券形態での金融資産の拡大をもたらした。ここにおいて、金融の不確実性の増大は、膨れ上がった保有資産の価値変動リスクを高め、そのヘッジ手段の充足を要請している。また、投機的取引による収益拡大の可能性も以前とは比べものにならないほど大きくなっている。すなわち、金融のグローバル化は、ポートフォリオの国際的分散化を進め、それだけ為替リスクは増大しており為替先物の利用が拡大することとなる。また金利の変動

5) 'Global financial changes', Morgan Guarant Trust, *World Financial Markets*, December 1986, p. 3.

は、預金金利、借入金利、さらには債権価格に影響を及ぼすため、金利先物によるリスク・ヘッジが必要となる。かくして、企業および金融機関にとって金融先物市場の重要性は増す一方であり、金融先物取引は拡大の一途を辿っている。

以上で見たように、金融先物市場の拡大を促したものは、アメリカを震源地としユーロ市場を舞台として進展した為替・金利の自由化であり、これは今や西側世界全体に波及し、国ごとに設けられた金融的障壁を破壊しつつそうとしている。長期間わたって強固な金融障壁を維持してきた日本もその例外ではなく、1984年の「日米円・ドル委員会報告書」ならびに大蔵省の手になる「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」という2つのプログラムのもと、段階的に金融の自由化が進められてきた。それに伴って、アメリカに比べれば安定的であった日本の国内短期金利も、次第に変動幅を大きくしている。このような金融の不確実性の増大を背景として、1989年6月30日に東京金融先物市場が開設されたのである。

### III 先物市場の成長

#### (1) 金融先物取引の性格

ここで、金融先物取引について簡単に説明しておこう。金融先物には、通貨先物、金利先物、株価指数先物、債権先物などがあり、さらに、それらにオプションを組み合わせることができる。先物 (future) は、先渡し予約 (forward) とは異なり、現物の受渡しを必要とせず、実際には受渡しはほとんど行われない。先物取引の本質は金融指標に関する予想の売買であると言える。

現在、東京金融先物市場において活発に取引されている金利先物を例にとりて説明してみよう。金利先物取引においては、市場参加者は、100から将来のある時点での予想金利を差し引いた数字 (例えば、予想金利が5パーセントであれば95) を売買する。先物取引の特徴の一つに、その将来のある時点 (限月) が決済期限になっているということがあり、それまでに取引者は、自分が

すでに行ったのと反対方向の売買を実行して損得を確定し、清算しなければならぬ。例えば、6月に、12月が限月の3カ月物金利先物の値が95であり、実際には12月に金利が6パーセントになったとすると、あらかじめ95で売っていた者は、94で買い戻すことで金利1ポイント分の利益を得るし、逆に95で買っていた者は、94で売ることによって金利1ポイント分の損失を出すわけである<sup>6)</sup>。ここにおいて、現物の受渡しは一切必要とされない。ヘッジの場合であれば、現物市場での損失を、先物市場での予想指数の売買から利益を上げることによって、相殺することができれば成功である。現物市場とは別個に、先物市場というカジノが存在し、そこで賭を行うことによって現物世界での損失を補うとする、あるいは現物市場とは無関係に差益を狙おうとするのが先物取引である。

先物取引の主目的として、リスク・ヘッジがあげられることは言うまでもない。しかし、先物取引によっても、完全なリスク・ヘッジを達成することは不可能であるとの主張がある。ヘッジ手段としての先物取引の限界性を指摘する議論によれば、先物価格と現物価格がパラレルに変動する場合には完全なヘッジが可能であるものの、これは現実には考えられない。したがって、ヘッジの本質は両市場間の鞘取り取引であるとされ、さらに、先物取引は、ベーススの投機であって、企業の投機的利潤追求のための手段であるともされるのである<sup>7)</sup>。ベーススとは、現物価格と先物価格との開きであり、現物と先物との間に完全な相互関係が存在しない場合には、先物取引によって現物取引の損失を完全に相殺することはできず、ベーススリスクを被る危険性がある。したがって、「ヘッジャーは現物リスクをベーススリスクに変換する」にすぎないという解釈が成り立つのである<sup>8)</sup>。

先物市場のリスク・ヘッジ機能には限界があるとはいえ、金融の不確実性は

6) 本田敬吉, M. フルチャー, 清水康雄『入門金融先物取引』毎日新聞社, 1989年, 69ページ。

7) 高橋 弘『アメリカの先物市場』東洋経済新報社, 1988年, 22~3ページ。

8) Gordon Gemmill and Desmond Fitzgerald, *Hedging Techniques*, LIFFE, LIFFE 編, 新日本証券債券部訳『金融先物の活用——実戦のテクニック』東洋経済新報社, 1986年, に収録, 195ページ。

増大しており、個々のヘッジャーにとっては、現物のリスクをベースリスクに転換できるだけでも先物取引を利用する価値があるのだろう。また、前章で見たように、金融機関としては、自身が大きな金利リスクを抱えており、かつファイ・ビジネスの拡大に賭けざるをえない実情がある。

## (2) 金融先物取引の拡大とグローバリゼーション

先物市場のメッカであるシカゴに金融先物が登場したのは、そう遠くない1972年のことであり、この年、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）において通貨先物取引が開始された。しかし、表1から見て取れるように、短期間で金融先物市場は急拡大を遂げている。その最大の要因として、前章で概観した金融の不確実性の増大があげられよう。1972年は、金融不安定化が激化する起点となったニクソン声明の翌年である。

表1 先物取引状況（契約数）（単位万契約，％）

	全先物取引	非商品先物取引					金融物全先物	証券物全先物
			通貨先物	金利先物	CBOT T-Bond	株価指数		
'75	3,220	249	229	20	0	0	7.7	0
'80	9,209	1,669	422	1,247	649	0	11.1	7.0
'82	11,240	4,243	869	2,883	1,674	491	18.5	19.3
'84	14,937	7,366	1,400	4,122	2,996	1,844	16.9	32.4
'86	18,435	11,601	1,935	7,020	5,260	2,646	20.0	42.9
'87	—	*13,535	*2,023	*8,918	*6,684	*2,594	—	—

（出所）FIA, CBOT, CME.

（注）1. \*は、CBOT, CMEの数字のみ。

2. 金融物とは、通貨先物およびCBOTのT. Bond物を除いた金利金物。

3. 証券物とは株価指数およびCBOTのT. Bond物。

『金融財政事情』1989年1月16日号、17ページより転載。

このシカゴの成功を見て、他の諸国でも金融先物取引所が相次いで設立された。1982年に、ロンドン金融先物取引所（LIFFE）が設立され、1984年には、シンガポール国際金融先物取引所（SIMEX）が取引を開始している。1986年にはパリ金融先物取引所（MATIF）が設立され、瞬く間にLIFFEの売買高

を抜き去っている。そして1989年6月に、東京金融先物取引所が開設された。このような金融先物取引所の設立は、金融機関だけでなく政府の積極的な取組の結果であると考えられよう。金融の不安定性の増大はリスク・ヘッジの必要性を高めるが、国内に先物市場が存在しない場合、ヘッジャー（あるいはスペキュレーター）は外国の先物市場を使用せざるを得ない。金融機関にとっては、国内の需要を活かせないばかりか手数料を外国取引所の会員に支払わねばならない。また政府当局にすれば、外国の先物市場へ資金が流出すると、金融政策の及ぶ範囲がそれだけ狭められることとなる。ここにおいて、両者の利害は一致するのである。

新商品の登場による市場規模の拡大はまだ望めるとはいえ、現在行われているのは先物取引の国際的な争奪戦であり、特にジャパン・マネーの行方が注目されている。1989年に入って、FBIによるトレーダーの不正摘発がシカゴを揺るがせたが、『ユーロマネー』誌によれば、シカゴはむしろ東京金融先物市場の開設に「死の恐怖」を感じているという<sup>9)</sup>。シカゴは1989年現在、金融先物・オプションにおいて、世界の総取引の70～80パーセントを占め、その世界第一位のセンターであるが、日本の証券会社はその巨額の預かり資金を東京市場での自己取引に用いるだけで、市場規模が膨らみシカゴの取引が吸いよせられるのではないかという懸念がもたれているのである。特に、東京先物市場に導入されたユーロドル金利先物、通貨先物はCMEの主力商品であり、その取引をめぐる両市場は競合することになる。CMEがロイター通信と共同で開発した、オンライン端末機を利用するGLOBEXは、24時間取引を実現し東京市場との時差の問題を克服することを主たる目的としている。また、その影響はシカゴだけにとどまらない。東京金融先物市場の開設とCMEによるGLOBEXの導入は、CMEと相互決済契約を結び、やはりユーロドル金利を主力商品としているSIMEXにとって、大きな脅威となる。これまで、先物市場を利用する日本企業は、日本と時間帯が重なるSIMEXを活用してきたが、

9) Neil Osborn, 'Running scared in windy city', *Euromoney*, February 1989, p. 38.

この取引が東京市場ないしは GLOBEX に奪われかねないのである。このような波紋を投げかけている東京金融先物市場における取引の実態を、次章で見たいこう。

#### IV 東京金融先物市場の現況

##### (1) ユーロ円金利先物への取引の集中

1989年6月30日にスタートした東京金融先物市場は、ユーロドル金利先物、ユーロ円金利先物、円ドル通貨先物の3商品を取引している。取引開始から7月21日までの取引推移を、表-2で見てもこう。シカゴや SIMEX の危機

表2 金融先物取引推移表(6月30日～7月21日) (単位枚, 往復)

	日本円短期金利		米ドル短期金利		日本円・米ドル通貨		合計	
	総取引数量	建玉数量	総取引数量	建玉数量	総取引数量	建玉数量	総取引数量	建玉数量
元. 6. 30	368,518	18,106	62,880	2,218	8,330	565	439,728	20,889
7. 3	39,188	18,375	1,930	2,315	1,250	336	42,368	21,026
7. 4	33,772	23,495	4,758	2,019	344	357	38,874	25,871
7. 5	34,458	29,629	3,900	2,459	308	343	38,666	32,431
7. 6	38,694	30,629	5,184	2,254	232	319	44,110	33,202
7. 7	40,544	35,519	1,926	2,456	50	311	42,520	38,286
7. 10	35,756	40,816	1,918	2,488	10	311	37,684	43,615
7. 11	39,110	46,030	1,494	2,643	126	273	40,730	48,946
7. 12	27,596	49,021	2,572	2,864	46	277	30,214	52,162
7. 13	11,592	48,833	5,028	3,271	248	341	16,868	52,445
7. 14	33,812	48,889	4,658	3,489	82	347	38,552	52,725
7. 17	19,318	49,336	2,476	3,319	160	384	21,954	53,039
7. 18	29,018	52,367	4,340	3,289	150	425	33,508	56,081
7. 19	30,952	57,472	2,256	3,271	70	421	33,278	61,164
7. 20	25,944	61,165	2,492	3,325	20	420	28,456	64,850
7. 21	41,694	69,930	1,612	3,279	30	445	43,386	73,654
小計	849,966		109,424		11,506		970,896	

『金融財政事情』1989年7月31日号, 29ページより転載。

感とは裏腹に、ユーロ円金利先物取引が他の2者を完全に圧倒していることが明らかである。取引開始後まだ2カ月と日が浅い時点での市場のあり方をもって東京金融先物市場の基本的性格を論ずることは、性急のそしりを免れまいが、ユーロ円金利先物への取引の集中を東京市場の当面の特徴と捉えて、その理由を考えてみたい。

『ユーロマネー』誌によれば、先物・オプション取引の成功には、2つの条件がある<sup>10)</sup>。その1つは、キャッシュ・マーケット（現物市場）のある場所に先物市場がつくられることで、これは例えば、シカゴがロンドンの金縁証券先物を取引しようとしても無理だということである。もう1つは、顧客は最も流動性の高い市場での取引を望み、通常、先発市場がそのような市場であるため、すでに他の市場で行われている取引を導入するのは非常に難しい、言い換えれば新商品を導入することが望ましいということである。東京市場におけるユーロ円金利先物は、この2つの条件のどちらにも合致している。ユーロ円金利先物のキャッシュ・マーケットである円市場が日本国内にあることは言うまでもなく、またユーロ円金利は、今回世界で初めて導入された新商品である。これに対し、ユーロドル金利先物、円ドル通貨先物のいずれも、すでにシカゴ、SIMEX で取引されているのである。

ところが、『ユーロマネー』誌は、東京金融先物取引市場が、このような成功の2条件を備えない先物商品についても成功する可能性をもつという。というのは、第一の条件については、日本の機関投資家がアメリカ財務省証券に巨額の投資をしており、先物に対する需要は大きく、また、今や東京外国為替市場の取引高はロンドンとニューヨークをあわせても及ばないと言われるほど大きいため、ユーロドル金利先物、円ドル通貨先物についても東京に巨大なキャッシュ・マーケットが存在すると考えてよい。また、第二の条件については、日本の金融機関の巨額の資金をもってすれば自己取引を用いるだけで、市場規模を数字の上では膨らませることができる。これらの理由から、東京市場が他

10) *ibid.*, pp. 40~1.

市場の取引を奪う可能性があるというのである。

しかし、すでに見たように、現在のところ、ユーロ円金利先物が盛んに取引されている一方で、ユーロドル金利先物と通貨先物の取引数は微々たるものである。これには、特にキャッシュ・マーケットの問題が2つの面で関わっていると思われる。以下で検討していこう。

まず1つは、先物市場の本質にも関わる問題である。このような市場に必要とされるのは、活発な価格変動である。ある程度の値動きがないと、スペキュレーターが市場に参入せず、市場に厚みもたらされないからである。ここで、何が先物価格の変動要因となるのかという問題が生じる。先物価格は、すでに述べたように市場参加者の将来予測についてのコンセンサスと見なしうる。とすれば、先物価格の変化は、将来予測の変化によって引き起こされると考えてよい。その将来予測に変化をもたらすものは新しい情報である。この点で、先物市場の取引時間が重要になってくる。活発な価格変動のためには、先物商品に影響を及ぼす情報が伝えられる時間帯に取引が行われていることが重要なのである。例えば、ドル金利に最も強い影響を及ぼすのは主としてアメリカに関する情報であり、そのような情報は、当然のことであるが、通常、アメリカの政治・経済が活発に動く時間帯、つまりアメリカの生活時間帯にもたらされるものである<sup>11)</sup>。したがって、東京市場でのドル関連商品の取引には情報面での制約があると言えよう。それでもなおかつ日本企業がドル関連商品の取引を東京に移すだけの積極的理由は、現在のところ見当らない。これに対し、ユーロ金利先物については、取引時間帯と円金利に影響を与える情報の時間帯は完全に一致しているため、そのような問題は生じないのである。

もう1つの問題は、キャッシュ・マーケットと先物市場を結びつける商品設定、すなわち先物を利用した新商品開発である。情報の問題よりは、むしろこの問題のほうが、ユーロ円金利先物への取引集中化の理由としては重要である。

11) 「座談会 金融先物取引にいかに取り組むべきか」、『金融財政事情』1989年6月26日号、23ページ。

ユーロ円金利先物と、他の2つの商品との最も大きな違いは、国内の膨大な円預金および円資金需要を背景としている点である。市場参加者が清算会員に限られる先物取引市場において単純なブローキングからの利益は望み薄と見る金融機関は、先物取引を高付加価値商品へと加工することによる収益獲得を指向している<sup>12)</sup>。金利自由化が進展する中で、金利は確実に不安定化してきており、円金利先物を加工した商品に対する需要が見込めるのである。

## (2) 新金融商品の開発フィーバー

そのような状況では、金融先物を組みこんだ新商品の開発能力の差が金融機関の明暗を分けることにもつながりかねない。ある銀行実務家によれば東京金融先物取引所の開設は金融業の「サバイバルゲーム」の開始を意味するものである<sup>13)</sup>。ここにおいて、銀行に比して現物市場とのつながりが希薄な証券会社は、きわめて不利な立場に置かれざるをえない。東京金融先物取引所において、証券会社が金利、通貨先物取引を認められたことは、銀行・証券の恒根に大きな穴が開いたことを意味するものではあるが、現物市場とのつながりがものを言う状況では、ブローカー業務が主体の証券会社にとって、この後に控えている銀行による証券業務への進出を考え合わせれば、苦しい競争を強いられることになる。

銀行は、そのような証券会社を尻目に、次々と先物がらみの新商品を開発している。1989年8月25日の日本経済新聞（朝刊）によれば、自由金利商品のこれらは、規制金利下での貸出し・預金を第一世代とすれば、第二世代と呼びうるもので、大きく、「財テク型」と、「予約・確定型」とに分けられる<sup>14)</sup>。前者の「財テク型」は、預金期間が終わらなければ利回りが確定しないもので、例えば金利先物価格連動型預金の場合、預け入れ時に金利先物の売りか買いを決め、預金期間終了時にその反対売買で生ずる差益を預金金利に上乘せする。

12) 同上、24ページ。

13) 同上、20ページ。

14) 『日本経済新聞』1989年8月25日号、朝刊。

預金だけでなく、同じ仕組みの金利先物連動型ローンも開発されている。相場に関する予想が的中した場合は差益が得られるが、はずれた場合には差損を被るため、これらは、利用者にとってはハイリスク・ハイリターン・のギャンブル性の強い金融形態であると言える。銀行側にしてみれば、いわば金利変動リスクを完全に顧客に転嫁したうえで、さらに手数料金利を獲得できるわけである。

しかし、金利自由化の中で金利リスクに苦しむ中小企業にとって、ギャンブル的金融商品はさらにリスクを大きくするだけである。「予約・確定型」商品は、そのような顧客を対象としたものである。これには、借り入れたい月に最も近いユーロ円（ドル）金利先物の限月の金利に、銀行の取り分の利鞘を上乗せしたものが金利として確定される金利予約型ローン、さらにこれに、手数料と引き換えに予約を取り消すことができるオプションを設定するタイプなどがある。ただし、この「予約・確定型」商品にしても、金利リスクの回避は完全ではない。先物の利用が、現物リスクをベースリスクに転換するにすぎないことは、すでに見たとおりである。また、オプションによる解約は、利用者にとっては手数料を支払うだけの結果となり、きわめて非生産的である。

### (3) 先物取引拡大の影響

ところで、これらの新金融商品の導入は、実質的な金利自由化を意味すると考えられる。現在のところ購入単位が2千万から10億円と大きい先物利用商品が次第に小口化されていけば、これまで規制金利を利用せざるをえなかった中小企業ないしは個人が自由金利である先物金利を利用できるようになるわけで、そうなれば、金利規制の形骸化が進展することは避けられないだろう<sup>15)</sup>。またユーロ円金利先物取引は、円の現物金利に対して影響を及ぼすものである。すでにユーロ円金利が先物相場につられて変動する局面も見られ、日銀は先物相場に神経を尖らせていると言われる<sup>16)</sup>。

15) 同上。

16) 『日本経済新聞』1989年8月16日号、朝刊、同24日号、朝刊。

結果的には、通貨当局の金利管理能力は小さくなるばかりであろう。これまでのところ東京金融先物取引所は、市場参加者が限られ、特に少数の銀行による大口取引で市場が形成されている状態にあるが、銀行を対象とした金融調節を行ってきた通貨当局にとって、これはむしろ影響を及ぼしやすい環境であるといつてよからう<sup>17)</sup>。しかし、市場利用者が増大し、さらに様々な新金融商品が導入されるにつれ、その影響力は低下していくであろう。その結果、今後ますます、通貨当局による金利政策は事後追認的なものになっていくと思われる。

銀行による先物取引を組み込んだ新金融商品の開発が金利自由化の推進要因になることを述べたが、金利自由化は銀行の収益を悪化させかねないものである。金利自由化の先進国アメリカでは金利自由化の結果、大規模なマネーセンター・バンクは、金利収入と、オフ・バランスシート取引などから生まれる非金利収入の両方を伸ばして収支を改善しているのに対し、中小規模の銀行は収支を悪化させている。これは、中小銀行の場合、市場性資金の比率上昇が調達コストの上昇に結びつき、また従来への顧客を大手銀行に奪われ、しかもオフ・バランスシート業務への対応が遅れたことによるものである<sup>18)</sup>。日本では、アメリカに比べ金利自由化の進展は遅いが、すでに金利自由化が銀行の収益に影響を及ぼし始めている。短期金利上昇によって都市銀行の1989年9月決算の収益は悪化する見込みだが、ある都銀上位行の場合、350億円に上るコスト・アップ分のうち100億円が、金利の自由化に伴って規制金利定期預金などから市場金利連動型預金へのシフトによるものであるという<sup>19)</sup>。銀行にとって収益改善は、資金調達コストの上昇をいかに他者に転嫁できるかにかかっている。銀行は、変動金利預金の比率上昇がもたらす金利変動リスクを転嫁するため、調達コストに一定の利鞘を上乗せして貸出すスプレッド・ローンの拡

17) 「“助走段階”にある金先物市場の課題を洗う」、『金融財政事情』1989年7月31日号、28ページ。

18) 「アメリカの預金金利自由化の経験」、『東京銀行月報』1989年4月号、18～22ページ。

19) 『日本経済新聞』1989年8月24日号、朝刊。

大を指向している。スプレッド・ローンが円の総貸出額に占める割合は、1988年3月末値平均で、4パーセント程度であるが、今後これが、金利自由化の進展とともに大きく伸びることは間違いあるまい<sup>20)</sup>。ただ、スプレッド・バンキングの成否は、銀行と顧客との力関係に依存すると思われる。顧客にとっては、銀行が転嫁してきたリスクを手数料を負担してヘッジしなければならず、しかも完全なヘッジは不可能なのであるから、スプレッド・バンキングは受け入れがたいものである。他に証券発行などによる資金調達チャンネルをもつ一流企業は、銀行に対し強い交渉力を持つであろうし、したがって、銀行のスプレッド・バンキングの標的となるのは、おそらく中小企業であると考えられる。中小企業をめぐる融資競争は、アメリカの場合と同じく、中小企業に対する従来の資金供給者である中小金融機関の収益を悪化させることになるだろう。

## V お わ り に

アメリカで始まった金融自由化は、今や西側世界全体に波及しつつあり、自由化の進展に伴って金融の不確実性は世界規模で確実に増大している。ここで重要なのは、増大するリスクが必ずしも均等に負担されるのではないということである。金融的不確実性の世界では、生き残りを賭けたリスクの押しつけ合いが行われよう。すでに見たように、そのような局面においては、大金融機関、大企業が、中小金融機関、中小企業よりも優位に立つものと思われる。資金に余裕がある一流企業が、先物などを組み込んだハイリスク・ハイリターン金融商品でギャンブルを行う傍ら、中小企業は金融機関の金利リスクを転嫁され、そのリスクを（その余裕があるとして）金融機関に対し手数料を支払い、不完全なヘッジ手段である先物などによって軽減する他なく、金融安定時代には全く必要のなかったコストを負担させられるであろう。

また、今日の金融市場の特徴は、他より一瞬でも早く情報を入力し、反射的に取引を行って差益を稼ぐことに、オペレーターが努力を集中していることに

20) 「わが国の金融先物市場」、『東京銀行月報』1988年8月号、30ページ。

ある。このような「時間差攻撃（フェイント）」の市場では、政府高官などの有力者のちょっとした発言を瞬時にとらえて、瞬間的差益を獲得しようとするディーリングが、結果的に大きな流れを形成してしまう怖さがある<sup>21)</sup>。加えて、先物市場のように、「需要と供給の客観的变化よりもむしろ予想によって動く市場では、オペレーターの予想を容易に入手できる者がより良い情報をつかむ」のであり、「ゴシップ、風聞や噂が市場を動かしている。」<sup>22)</sup> 各オペレーターは、巨大金融機関のオペレーターが予想される情報にどのように反応するかについて市場の噂をかき集め、実際に情報が流れるや否や、それをもとに瞬間的に反応しているのである。

東京金融先物市場の開設は、日本がそのような金融的不確実性の世界に本格的に取り込まれていく重大な契機となろう。そこで特に重要な役割を果たすのはユーロ円金利先物であり、これが、従来安定的であった国内金利に破壊的に作用することも考えられる。冒頭にストレンジからの引用を行ったが、金融のカジノ化がもつ真の危険性を端的に表現した次の文章を引用して、本稿の締め括りとする。「自由に出入りができるふつうのカジノと、金融中枢の世界的カジノとの間の大きな違いは、後者では我々のすべてが心ならずもその日のゲームに巻き込まれていることである。」<sup>23)</sup>

(1989年9月脱稿)

21) 本山、前掲書、249ページ。

22) ストレンジ、前掲書、165ページ。

23) ストレンジ、同上書、3ページ。