

グローバル金融システム委員会報告書

「市場の混乱に対する中央銀行のオペレーション」

エグゼクティブ・サマリー（日本銀行仮訳）

米国のサブプライム・モーゲージ市場の危機によって引き起こされた 2007 年のクレジット市場の混乱は、金融機関のバランスシートに圧力を与え、資金の調達制約やカウンターパーティリスクを強く認識させる事態を引き起こした。これはかなりの期間にわたり短期金融市場に不確実性をもたらしたほか、主な通貨のタームもののスプレッドを拡大させることとなった。これに対し各国中央銀行は、短期金利の変動を鎮め、様々な資金調達圧力に対応すべく各種の施策を打ち出してきた。このレポートは、流動性危機に対する中央銀行の取った行動の有効性を検証するため、グローバル金融システム委員会（CGFS）が市場委員会と協力して 2007 年秋より開催された研究会 によって執筆されたものである。

中央銀行の施策をみると、各国市場の混乱の厳しさと中央銀行が既に保有していたオペ手段の枠組みにより、その調節運営の対応は様々なものとなっている。全体的に施策は大きく 4 つに分けられる。第 1 に中央銀行はオーバーナイト資金が安定的に調達できるよう、オペを従来よりも柔軟に実施し、政策（目標）金利の安定化に努めた。第 2 に、市場の緊張を緩和する方策として、（1）タームものオペの増加、（2）オペ先・担保の拡充、（3）証券貸出の拡充といった措置を取った。第 3 に国際協調の強化である。緊密な情報交換や市場のモニタリングに加え、より長いタームでの資金供給を各国が協調して行った。第 4 に、流動性管理をより能動的、革新的また協力的に実施したことと並行して、幾つかの中央銀行では金融政策スタンスを調整し、市場の安定化に効果を上げた。

これらの行動の結果、2008 年 4 月末まで中央銀行の施策は完全ではないものの、金融市場の緊張を和らげ、より広範な市場の混乱がもたらす経済への潜在的なダメージを軽減したと評価される。全体的に、市場の変動が激しい中でも、時に中央銀行の行動を込み入らせる常設の貸出ファシリティにつきまとう悪評（stigma）にもかかわらず、中央銀行が短期金利を政策目標に沿ったものに運営することに成功したことは明確な結果である。勿論、タームもの市場における調達圧力への対応はより困難なものであった。そうした問題への中央銀行の対応能力は、中央銀行が対応可能な流動性懸念がどれほどあり、一方で中央銀行の施策では手の届かないカウンターパーティリスクや他の懸念がいかほどか、

といったその問題の根源に依る。中央銀行の強力な介入なしには緊張はより激しくダメージは大きなものとなったであろう。最後に、中央銀行のコミュニケーションは金融政策と流動性管理のための施策とが明確に分別されたという点で、総じて成功したと判断される。しかしながら、詳細な施策の実施に当たっては幾つかの誤解を生じたケースもあり、改善の余地があった。

報告書は今次経験から引き出される結論と並び、以下の7つの提言を纏めた。

1. 金融市場におけるストレスが強まる際には、中央銀行準備に対する需要が不規則に変動する、または、中央銀行による異例の資金供給が行われる結果、政策ターゲット金利の制御が難しくなる。金融調節の枠組みはこうした事態に対応できなければならない。
2. インターバンク市場の機能が低下する際には、中央銀行準備がそれを必要とする市場参加者に十分行き渡らず、市場の緊張が一段と高まることがある。こうした状況の下で準備を市場のすみずみまで行き渡らせるためには、オペの対象先を広くし、多様な資産をオペの担保として活用できなければならない。
3. 金融市場の大きな混乱が生じ、流動性が枯渇した場合には、金融政策の効果的な伝播と金融システムの安定性が阻害される可能性。そうした状況の下で中央銀行は、単なる準備需要の増減、または、準備の偏在への対応を超えた金融仲介に乗り出す用意が必要。
4. グローバルな流動性融通機能が低下する可能性を踏まえ、中央銀行は対応を準備しておく必要。国際的に活動する金融機関の外貨調達が困難になる場合には、中央銀行間のスワップ取極を利用して母国中央銀行が外貨を調達することで、当該金融機関に外貨を供給することができる。海外にある資産を担保として中央銀行が自国通貨を貸し出すことも選択肢。
5. 金融市場のストレスが高まった状況の下では、中央銀行の行動に対する誤解は重大な結果をもたらす可能性。これを踏まえ、中央銀行にとっては一段と丁寧な市場・プレスとの対話が必要。
6. 金融市場のストレスが高まる際には、中央銀行の貸出ファシリティの利用に伴う悪評により、そうしたファシリティの有効性が低下する可能性。中央銀行は、悪評を緩和するため、関係者による制度の理解を高めるよう努力すると同時に、ファシリティのデザイン上工夫の余地がないか検討すべき。
7. 中央銀行が市場の機能不全に対して行動を取ると期待されれば、市場参加者の慎重に流動性を管理しようとするインセンティブを弱めるといったモラルハ

ザードを生む可能性がある。中央銀行は流動性を供給するに当たってはコスト・ベネフィットを推し量るべきである。

研究会が提示したこれらのリコメンデーションのうち、各国中央銀行は状況次第でその具体的な導入を選定していけばよい。いずれにしても、問題の根源や市場の混乱の影響といったものは中央銀行の行動範囲を超えたものであり、スタディ・グループはこれらのリコメンデーションをもって対処できるものではないことを承知している。

以 上