

(日本銀行抄訳)

EMEAP 短期金融市場における流動性管理: 潜在的な構造的脆弱性と中央銀行間の金融協力への展望

EMEAP金融市場ワーキング・グループ (WGFM) 特別レポート*

2010 年 11 月

本レポートは、2010 年 10 月までの EMEAP 各国の金融市場動向および政策対応を反映しており、図表は、2007 年 1 月－2009 年 9 月期の入手可能な市場データを基に作成（一部の表は 2010 年 2 月時点）されている。従って、本レポートは、リーマン・ブラザーズ破綻以降の市場評価を含んでいる。

* 本レポートは、EMEAP 金融市場ワーキング・グループが、同ワーキング・グループ議長の堀井昭成氏（前日本銀行理事）の下、編集・作成した。

要旨

1. 今次国際金融危機の EMEAP 短期金融市場への影響は当初限定的であったが、銀行のオフショア資金調達や外国銀行の活動が活発で、市場間の国際リンケージが強い国を中心に影響は急速に顕現化した。もっとも、国際市場の緊張の伝播は、十分な流動性供与や市場コンフィデンス回復を企図した EMEAP 政策当局による迅速でかつ様々な政策対応によって抑制された。さらに、EMEAP では、①欧米市場で支配的となっていた問題資産・金融商品への金融機関の直接的なエクスポージャーが限定的であったこと、②短期市場に潤沢な流動性が供給されていたこと、③市場取引における対中央銀行取引が一部では支配的で、カウンターパーティ・リスクへの懸念が限定的であったこと、などの要因も、EMEAP 金融システムの頑健性のサポート材料となった。
2. 本レポートでは、多くの EMEAP 短期金融市場に存在する資金の偏在を同市場の潜在的脆弱性とみている。市場の資金配分効率が低く、取引満期が短期に集中する背景には、特にレポ市場の未発達など、カウンターパーティ・リスクを軽減させるメカニズムが十分に発達していないことが主な要因として挙げられる。また、国際的な資金配分については、一部の EMEAP 市場は金融機関の海外借入依存度が高く、国際金融資本市場の動向の影響を受け易い構造となっている。
3. このような資金の偏在と限られた市場の資金再配分機能の組み合わせによる影響は、中央銀行がセントラル・カウンターパーティとしての役割を担うことでこれまで軽減されてきた。また、こうした中央銀行への依存は、今次金融危機のピーク時に高まった。EMEAP 金融当局は、市場の再配分機能を向上させるためにこれまでレポ市場の発展に努めてきたが、リスク・フリーな金融商品の不足等への対処等、取り組むべきその他構造的課題も多い。
4. 大方の EMEAP 中央銀行は、自らの流動性管理の枠組みは、起こり得る短期金融市場のストレスに十分対応可能であると確信しており、スタンディング・ファシリティの利用にかかるスティグマは、今次危機時においても見受けられなかったと報告している。各中央銀行の流動性管理の枠組みは、今次危機の対処のためにリーマン・ブラザーズ破綻以降に導入された施策でさらに強化されている。しかし、適格担保となる金融資産残高の不足などから、流動性供給ツールの拡張余地は限られているとみられる。為替スワップ市場を代替として利用しても、完全な問題解決にはならない。
5. EMEAP 金融市場ワーキング・グループが 2008 年 8 月に開催した特別ワークショップにおける議論では、包括的な域内のサーベイランスや情報交換強化の重要性が認識された。一方で、国際的に活動する域内の金融機関は限定的で、潤沢な外貨準備を保有する国が多いことから、当時の会合では、EMEAP 中央銀行間スワップの締結等、外貨流動性管理スキーム構築の緊要性はあまり認識されなかった。もっとも、2008 年 9 月以降、国

際金融資本市場の緊張が高まるにつれて、EMEAP 域内でも米ドル流動性管理強化の必要性の認識が高まった。複数の国は、FRB と米ドル・スワップ取極を時限的に締結することによって国内取引先に現地通貨を担保に米ドルを供給するオペを実施、一部の国では、流動性供給能力向上のためにクロスボーダー担保の導入を検討した。しかしながら、決済やリスク管理等、法的枠組みの整備や実務の運用面で依然多くの課題が残っている点に留意する必要がある。

6. 2010 年の欧州債務危機は、国際金融資本市場に新たなリスク回避の動きをもたらした。しかし、影響を受けた欧州 4 か国と EMEAP 各国との貿易・金融面でのリンケージは強くなく、EMEAP 経済への影響はこれまでのところ限定的となっている。一部の先進国中央銀行は FRB との間で時限的為替スワップ取極を再締結したが、EMEAP 中央銀行は欧州の動向に対応するため新たな流動性対策を講じる必要が基本的にはなかった。もっとも、EMEAP 中央銀行は、欧州の動向が依然としてリスクであること、また、インターバンク調達市場の潜在的脆弱性への目配りや、通貨管理と金融資本市場発展に向けての取組み強化の必要性について、認識している。

1. はじめに

国際金融資本市場では、2008 年から 2009 年にかけて、その規模と領域の両面で危機が拡大した。危機対応にあたって、短期金融市場における緊張をいかに和らげるかが中央銀行にとっての重大な課題となった。欧米の中央銀行は、短期金融市場を安定化させるとともに市場の資金再配分機能を補うため、金融調節スタンスを緩和し、非伝統的な政策手段を導入した。こうした中央銀行の政策対応には、金融調節オペのタームや種類の拡大、オペ対象先や適格担保の範囲拡大、そして特定市場で中央銀行が信用リスクをとる施策などが含まれる¹。

今次国際金融危機の EMEAP 短期金融市場への影響は、比較的限定的であった。しかし、リーマン・ブラザーズ破綻の 2008 年 9 月半ばから 2009 年 3 月までの期間は、カウンターパーティ・リスクの高まりと金融機関のデレバレッジの影響を受けて、短期金融市場、特に米ドル調達において強い緊張が続いた。このため、欧米の中央銀行の経験から教訓を引き出すとともに、EMEAP について以下の点を検討することが重要である。すなわち、① EMEAP 短期金融市場の構造に由来する潜在的脆弱性、②中央銀行の流動性管理ツールの有効性とその改善余地、③域内金融協力の可能性、の各点である。

¹ G10・グローバル金融システム委員会（CGFS）は、市場ストレス時に中央銀行がとるべき行動について教訓を得るために、2008 年春までに欧米中央銀行が行った政策対応とその評価を「Central bank operations in response to the financial turmoil」として取りまとめた。詳細については、BISホームページ（<http://bis.org/publ/cgfs31.htm>）を参照。

EMEAP 金融市場ワーキング・グループは、2008 年初めに EMEAP 短期金融市場の構造と流動性管理の枠組みに関するサーベイを開始し、同年 8 月には特別ワークショップを開催し、サーベイ結果について議論を深めた。これらの調査結果と議論の内容は、2008 年 12 月 1-2 日に韓国チェ・ジュ島で開催された EMEAP 代理者会合、金融安定会合で EMEAP 代理者に提出された。当初のレポートを取り纏めたのは、国際金融危機が進行中であり不透明感が強かった時期であった。本レポートは、2007 年 1 月から 2009 年 9 月までの市場データを織り込む形で再評価を行ったものである。

本レポートの構成は以下の通りである。まず、第 2 章では、国際金融危機が EMEAP 短期金融市場に与えた影響について暫定的な評価を行い、市場における緊張状態の更なる悪化を食い止めた要因を考察する。第 3 章では、国内短期金融市場や内外市場間の資金再配分機能に焦点をあてながら、EMEAP 短期金融市場の構造を点検し、将来のショックに対して潜在的脆弱性を内包していないか評価する。第 4 章では、市場ストレス下の EMEAP 中央銀行の流動性管理手段の有効性と、その改善余地について議論する。特に、適格担保やオペ対象金融機関の範囲や、スタンディング・ファシリティの利用にかかる潜在的なスティグマ問題について焦点をあてる。第 5 章では、金融市場危機によって国際的な資金移動の機能が阻害された場合の備えとして、通貨スワップやクロスボーダー担保取極といった、EMEAP 中央銀行間の協力体制について議論する。

2. 最近の国際金融市場危機を受けた EMEAP 短期金融市場の動向

本章では、今次国際金融危機における EMEAP 短期金融市場の動向を簡潔に点検し、同市場でみられた緊張が比較的限定的であった背景について考察する。

2.1 2007 年央以降の EMEAP の短期金融市場動向

欧米の金融危機が EMEAP 短期金融市場に与えた影響は、2007 年央から 2008 年 9 月半ばまでの期間は比較的限定的だった。目立った緊張がみられたのは、オーストラリア、日本、韓国、ニュージーランドに限られていた。しかし、2008 年秋に起きた欧米金融セクターの一連の救済・破綻を契機としたカウンターパーティ・リスクの増大から、米ドルを中心に域内の流動性は著しくタイト化した。こうした中、市場の緊張は、香港やシンガポールといった EMEAP の他の短期金融市場にも広がった。

EMEAP 域内への悪影響は、国際金融市場とのリンケージの強い市場から波及していった。市場における緊張状態の強まりは、①資金調達コストの上昇、②流動性の低下とボラティリティの増大、③金融機関の信用供与スタンスの厳格化、といった形で顕現化した。これらは全て、銀行によるクロスボーダーの資金調達行動を通じて欧米短期金融市場から伝播したものである。

オーストラリア、ニュージーランド、韓国の銀行セクターは、国内での信用供与の原資をオフショア借入に大きく依存してきた。今次危機では、こうした調達構造が、欧米市場の混乱で生じた緊張を自国市場にも呼び込む原因となった。オーストラリア、ニュージーランドでは、大幅な金融緩和が実施されたが、その効果の一部は信用リスクの増大や市場流動性のタイト化に伴うコスト増大によって相殺された。両国では、2007年8月以降、現地通貨建ての銀行のターム物調達コストは、国債利回りや政策金利と比較して上昇した。3か月物銀行手形金利と OIS（overnight indexed swap）との間のスプレッドは、2007年8月の10bps 程度から2008年9月までに40-50bps 近傍に上昇し、2008年10-11月には一時的に100bps 超にまで拡大した。同時に、為替スワップ市場の流動性が低下し、オフショア市場の借入コストが大幅に上昇した。

韓国では、3か月物 CD 等のターム物金利が上昇したほか、為替スワップを通じた資金調達コストも著しく上昇した。一方、銀行間取引の大半が集中する翌日物インターバンク市場では、銀行が準備預金を前倒して積む動きがみられたことで金利が変動する場面もみられたが、金利は概ね政策金利近傍で安定していた。

日本では、年末、年度末越えのターム物金利が急騰したほか、翌日物金利も上昇圧力に晒された。2008年末にかけて、円の3か月物 LIBOR-OIS スプレッドは50-60bp 近傍まで上昇した。これは、邦銀が、流動性管理やカウンターパーティ・リスク（特に外国銀行に対するリスク）に対して、また為替スワップを介した市場ストレスの伝播に対して、より慎重な態度を取ったことが影響している。

もっとも、これらの国々でさえ、短期金利の上昇幅は、米国や欧州主要国の上昇幅を大きく下回っていた。米国、英国では、2008年末頃の3か月物 LIBOR-OIS スプレッドは、それぞれ350bps、250bps に達していた。

この間、EMEAP の2つの国際金融センターである香港とシンガポールでは、市場の緊張は2008年9月頃まで限定的であった。危機の当初、オフショア市場と比べて国内の短期金融市場が底堅さを示したのは、銀行セクターの対外資産・負債がネット資産超であったことも一因であると考えられる。しかし、2008年9月半ば以降は、カウンターパーティ・リスクへの警戒や海外金融機関によるデレバレッジが加速したことを受けて、両市場の資金調達コストも上昇した。リーマン・ブラザーズが香港やシンガポールで個人向けに発行した証券化商品（ミニボンド）に伴う問題や、香港の地元銀行で取り付け騒ぎが起きたことも、市場センチメントの悪化を招き、カウンターパーティ・リスクに対する警戒を一層高める結果となった。

その他の ASEAN 各国および中国では、国際金融とのリンケージが小さいこともあり、国内短期金融市場における緊張状態は限定的であった。しかし、2008年9月半ばのイベント

以降は、これらの国でも米ドルやターム物を中心に調達コストが上昇した。米ドルの国際的な流動性不足は、為替スワップを通じた米ドル資金調達コストの急騰という形で顕現化した。この結果、インドネシア、フィリピン等では、為替スワップ市場を通じた自国通貨の調達金利が実質的にマイナスとなった。タイでも、パーツの調達金利が2008年9月初めに3.46%であったが、同月末には1.21%にまで大幅に低下した。

2008年終盤から2009年初めにかけて、EMEAPの金融当局は、欧米の金融当局と同様、金融市場の緊張を和らげるため、伝統的か非伝統的かを問わず、多くの一時的な措置を含む積極的な政策手段を導入していった。こうした積極的な政策対応は、域内の金融市場におけるコンフィデンスの回復に貢献し、2009年3月以降、EMEAP短期金融市場の逼迫や米ドルの流動性不足の状況が大幅に改善した。オーストラリアとニュージーランドの3か月物銀行手形金利とOISのスプレッドは、2009年9月までにそれぞれ10bps、30bpsに縮小したほか、為替スワップ市場の流動性も、スワップ・レート水準とともにリーマン・ブラザーズ破綻前の水準にまで改善した。

2.2 影響が比較的限定的に止まった背景

EMEAP短期金融市場が、欧米金融市場からもたらされる負の影響をあまり受けずにいられた背景には、複数の要因が挙げられる。

第一に、アジア・大洋州の金融機関は、欧米金融機関と異なり、サブプライム関連資産や証券化商品へのエクスポージャーが限定的であったことが指摘できる。国際決済銀行（以下「BIS」）によると、2007年6月時点で各国銀行が保有するシンセティックCDOの対総資産比率は、G10の報告銀行が40%であったのに対し、日本以外のアジア地域に拠点を持つ銀行では0.1%に過ぎなかった²。同様に、アジアの銀行の大多数は、CPコンデュイットに保証を与えることはなかったし、組成・販売型のビジネスモデルを採用しなかった。このため、ABCP市場が一時的に機能停止したことで借り換えができなくなったコンデュイットの短期債務を肩代わりするような状態に陥ることはなかった。

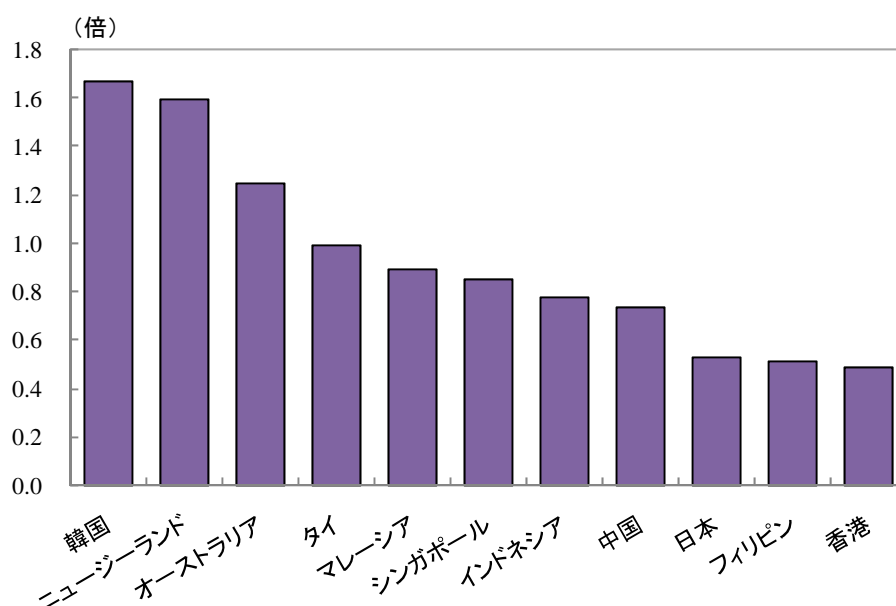
第二に、EMEAP短期金融市場の流動性が潤沢であったことが、市場の混乱の影響を軽減し、緊張状態の拡がりを抑制するのに役立った。EMEAPにおける潤沢な流動性は、多額の資本流入、累積経常黒字、貸出を上回る預金吸収の伸びなどによってもたらされた。IMF統計をみると、オーストラリア、韓国、ニュージーランド以外のEMEAP各国で、預金残高が民間向け与信残高を上回っている（グラフ1）³。このため、従来、多くのEMEAP中央銀

² BIS Quarterly Review (2008年9月)「The development of money market in Asia」(Loretan, Mico, and Philip Wooldridge)。

³ オーストラリアの銀行では、2008年9月半ばのリーマン・ブラザーズ破綻以降、市場からの短期資金調達を削減した。この結果、2009年9月の銀行の資金調達残高に占める預金（除くCD）の割合は、2007年9月より6%ポイント上昇し、43%となった。

行にとって、過剰流動性の吸収が主要な政策課題であった。

図1 EMEAP 各国における民間向け与信／預金比率（2008 年）



注) フィリピンは2007年の計数。

出所) International Financial Statistics, IMF

第三に、EMEAP 短期金融市場では、中央銀行を取引相手とする取引が大部分を占めている。このため、市場参加者にとって、カウンターパーティ・リスクは欧米市場ほど懸念要素とはならなかった。EMEAP の多くの中央銀行は、金融機関から過剰流動性を吸収し、短期資金を必要としている先に供給するなど、セントラル・カウンターパーティの役割を果たしている。こうした状況は、通常であれば未発達な市場の表れなのかもしれないが、今次危機においては、カウンターパーティ・リスクの増大に対して市場の耐性を強めることに繋がった。

最後に、EMEAP 中央銀行は、十分な流動性を市場に供給し、市場コンフィデンスを回復させるために、様々な政策対応を実施した。短期金融市場に流動性を供給するために取った措置には、①金融調節オペを通じた自国通貨および米ドル流動性の潤沢な供与、②適格担保およびオペ対象金融機関の範囲拡大、③スタンディング・ファシリティへのアクセス改善、④EMEAP 中央銀行間の協調行動や共同声明の発表などが含まれる。日本銀行（Bank of Japan、以下「BOJ」）は、金融市場の安定確保に万全を期すために、企業金融の円滑化を図る非伝統的政策の導入に踏み込んだ。これらの施策については、第 4 章でより詳しく考察する。このほかにも、政府と協調して、預金保護などの予防的な金融システム安定化策をとった中央銀行も多くみられた。こうした施策は、市場のストレスが、国際金融とのリンクageを経て EMEAP 短期金融市場に拡大していくのを防いだ。

3. EMEAP の短期金融市場の構造：潜在的脆弱性

今次国際金融危機が EMEAP 短期金融市場に与える影響は当初限定的であり、比較的短期間で沈静化した。しかし、EMEAP の中央銀行は、将来のショックに備えて慎重な政策スタンスを堅持している。例えば、海外からの資本流入が反転して外貨準備高が減少するような事態になれば、現在の潤沢な流動性によるバッファが枯渇してしまう可能性がある。2008 年 9 月半ばのリーマン・ブラザーズ破綻以降、グローバル投資家のリスク・アピタイトが減退し、特に 2008 年末頃には EMEAP 域外の投資家によるデレバレッジと資金の巻き戻しが加速した。本章では、将来起こり得る市場の機能不全に備えるため、EMEAP の短期金融市場の資金配分機能に焦点をあてながら、EMEAP 短期金融市場の潜在的脆弱性について点検する。

3.1 国内短期金融市場の資金配分

多くの EMEAP の短期金融市場では、大銀行と中小銀行との間の資金偏在がみられている。例えば、中国では、商業銀行の規模に大きな格差があり、主要銀行に資金配分が集中している。同様に、タイ、インドネシアでも、大銀行に資金が集中しているほか、シンガポールでは、国内の上位 3 行に過半の資金が集中している。

また、自国の銀行と外国銀行との間にも資金の偏在がみられる。外国銀行はインターバンク・コール市場で資金の取り手として高いシェアを示す一方、出し手としてのシェアは限定的となっている。これは、外国銀行は預金獲得基盤が弱く、資金調達を国内金融市場やオフショア市場からの借入に依存せざるを得ないからである

特に日本では、今次金融危機前の 2007 年第 1 四半期に、外国銀行のコール市場における取り手としてのシェアは 43.8%に達したが、出し手としてのシェアは僅か 0.7%に過ぎなかった。同様に、韓国およびインドネシアでも、外国銀行は資金の取り手としてそれぞれ 48.3%、34.9%を占めた一方、取り手としてはそれぞれ僅か 2.1%、8.0%に過ぎなかった。これらの事実は、外国銀行が日々の資金繰りにおいてインターバンク市場の資金再配分機能に大きく依存していることを示しており、その結果、市場の機能低下をもたらすショックに対して脆弱であることを示している。このような外国銀行の脆弱性は、国内金融市場に容易に伝播し、EMEAPの金融システムの潜在的リスクとなり得る⁴。

外国銀行が、国内短期金融市場で資金の取り手として高いプレゼンスを有していることは、必ずしも資産規模でも高いプレゼンスを有していることを意味するわけではない。外

⁴ もっとも、日本および韓国の短期金融市場では、2007 年以降金融危機が深化するに伴って外国銀行の取り手としてのプレゼンスが大きく変化した。2009 年第 3 四半期には、日本、韓国の外国銀行の取り手としてのシェアは、それぞれ 6.8%、11.9%にまで低下した。この間、出し手としてはそれぞれ 2.0%、11.9%と依然僅かであった。

国銀行とその現地法人の合計資産規模は小さく、銀行システム全体に占める割合は、オーストラリア、中国、インドネシア、日本、フィリピンおよびタイで 16%未満、韓国、マレーシアでも 24%未満となっている（別添 1）⁵。例外的に、国際金融センターである香港とシンガポールは、国際的に活動する外国銀行が銀行セクターで支配的な地位を占めている。このほか、ニュージーランドは、資産の 9 割以上がオーストラリアの銀行の現地法人が占めている。

3.2 市場参加者間の資金再配分

資金の偏在は、資金が短期金融市場内で効率的に再配分される限り、それ自体が問題となる訳ではない。しかし、EMEAP の短期金融市場の中には、市中取引が活発でなかったり、市場分断が存在することによって、市場を通じた金融仲介機能が十分ではない市場がある。資金再配分機能が十分に発達していない市場では、多くの場合、中央銀行がセントラル・カウンターパーティとして機能している。

例えば、タイの短期金融市場では、中央銀行との相対取引が大部分を占め、市場参加者間の取引は限定的であった。2009 年には市場参加者間のレポ取引やターム物取引が増加したが、取引規模はタイ中央銀行（Bank of Thailand、以下「BOT」）との相対取引と比較すると依然小さい。

同様に、フィリピンでも、2008 年の短期金融市場の全取引の 84%が中央銀行との取引で占められていた。また、インドネシアでも、金融システム上重要な銀行とそうでない銀行との間には資金の偏在がみられるが、銀行間取引は限定的で、大半はセントラル・カウンターパーティの役割を担うインドネシア中央銀行（Bank Indonesia、以下「BI」）との取引が占めている。

EMEAP 短期金融市場の構造面のもう一つの特徴としては、取引の期間が翌日物を中心とする短期に集中している点が指摘できる（表 1）。短期債務への依存は、流動性リスクに対する脆弱性を増すだけでなく、銀行の長期の資金調達にも不安を残すこととなる。

韓国では、主要な短期金融市場であるインターバンク・コール市場において、翌日物取引への依存が 90%以上と特に高い。韓国銀行（Bank of Korea、以下「BOK」）は、2008 年 3 月に、翌日物取引への過度な集中を緩和し、国内短期金融市場全体の取引を活性化させることを目的に、政策金利ターゲットを翌日物コール・レートから 7 日物レポ・レートに変更した。

⁵ マレーシアでは、銀行の対外資産負債規模は小さく、当局によってきめ細かくモニターされている。マレーシアでは、「1989 年銀行および金融機関法」により、外国銀行は、独立した資本、バランスシート、経営構造を有する現地法人として設立することが義務付けられている。支店形態は、マレーシア国際イスラム金融センター構想の下、国際イスラム銀行にだけ認可されており、外貨取引も唯一認められている。こうした取組みは、マレーシアの銀行セクターが国際金融市場の混乱から一線を画するのに役立ったと考えられている。

これまでのところ短期金融市場の期間構成に大きな変化はみられないが、こうした施策が取引の期間構成の長期化およびレポ市場の発展促進に資することが期待されている。

ニュージーランドでは、大銀行は、オフショアでの調達的大部分について、3 か月物米ドル建て CP で調達した後、同期間の為替スワップによってニュージーランド・ドルに転換している。こうした資金調達構造は、今次国際金融危機において銀行に深刻な流動性リスクをもたらす結果となった。最近、ニュージーランド準備銀行（Reserve Bank of New Zealand、以下「RBNZ」）は、銀行に対して資金調達の期間構成の長期化を課す新たなプルーデンス流動性政策を公表した。

タイでは、この数年間に過剰流動性が増加した結果、中央銀行の資金吸収オペ、特に短期の吸収オペが増加した。こうした中、BOTでは、短期金融市場の取引が翌日物取引に集中することは、銀行業務を流動性リスクに晒す可能性がある上に、長期的な市場発展を阻害すると判断した。BOTは、戦略的な観点からプライマリー・ディーラーとの間でターム物レポ取引を増加させることで、資金吸収オペの期間構成の長期化を試みた。この結果、短期金融取引で最も取引量の多い期間は、これまでの翌日物から、2 日から 1 週間のターム物にシフトした⁶。もっとも、引き続き、期間 1 か月以下の取引が、短期金融市場の 90%を占めている。この間、BOTでは、翌日物取引への過度な集中が引き金となって銀行業務を危険に晒すリスクを軽減するため、コンティンジェンシー・プランを策定した。

表 1. EMEAP 短期金融市場における主要な取引期間

オーストラリア	中国	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ
3-6か月物 (66%)	翌日物 (75%)	1か月以下 (70%)	翌日物 (78%)	翌日物 (30%)	翌日物 (91%)	翌日物 (79%)	翌日物 (55%)	2日-1週間物 (41%)

(注) 1. かつこ内は、2009年7-9月期平均のシェア。計数はEMEAP金融市場WG調べで、一部推計を含む。

このように市場参加者間の取引が活発でなく、期間構成が翌日物ないしは短期に集中している市場では、資金配分機能に変調をきたすような事態が突然生じた場合、金利は大きな変動に晒されやすい。例えば中国では、企業は IPO を行う際に指定金融機関に一定金額を預金することが義務付けられている。このため、IPO が実施されると一時的に大量の資金需要が発生するが、短期金融市場の資金再配分機能が不十分なため、市場金利が突然急騰する場面がよくみられる。

⁶ タイの民間レポとインターバンク市場における翌日物取引のシェアは、2007 年第 4 四半期の 77%をピークに、2009 年第 3 四半期には 15%に低下している。一方、2 日から 1 週間物の取引は、同期間に 3%から 41%に上昇している。

3.3 未発達なレポ市場

EMEAP 各国は、カウンターパーティ・リスクの軽減や、市場の資金再配分機能の強化のためにも、レポ市場の育成、短期取引への過度の集中の緩和に手を打つ必要がある。

EMEAP 短期金融市場では、ここ数年、レポ市場が急速に発達しているが、依然として中心的な役割を果たすには至っていない。例えば、韓国では、2009 年 9 月末のレポ市場規模は 1990 年の 22 倍に達し、CD 市場に次ぐ市場となったが、金融機関は依然としてインターバンク・コール市場で最も活発に取引を行っている。マレーシアでも、2009 年中の短期金融市場取引の 89%が、レポ市場以外のインターバンク市場——無担保インターバンク取引や中央銀行債取引——に集中していた。インドネシアでは、取引はインターバンク・コール市場に集中しており、レポ取引はインターバンク取引全体の 5%に過ぎない。

また、タイでは、2009 年第 4 四半期の民間レポ取引は、市場取引全体の 14%に過ぎず、銀行は主に為替スワップ市場で取引を行っている。フィリピンにおいても、レポ市場取引は僅かである。ニュージーランドでも、当局がインターバンク・レポ取引を奨励しているため、取引量は緩やかに増加しているものの、金融機関は専ら為替スワップ市場取引に依存している。香港においても、金融機関取引は主にインターバンク・コール市場および為替スワップ市場で行われている。シンガポールでは、為替スワップ市場が最も流動性があり、かつ取引に厚みのある市場であり、国内レポ市場の発達は遅れている。

EMEAP のレポ市場が十分に発達していない背景には、いくつかの理由がある。第一に、タイのように比較的健全な財政バランスを保っている結果、政府証券の発行残高が少なく、リスク・フリーの金融商品が不足している国がみられる⁷。さらに、機関投資家や最終投資家が政府証券のほとんどを満期まで保有することから、流通市場で取引されるリスク・フリーな金融商品が少ない国もみられる。こうした中、シンガポールでは、均衡予算が続く国債発行の必要性がないにもかかわらず、シンガポール通貨庁（Monetary Authority of Singapore、以下「MAS」）が政府に対して国債発行を呼び掛けている。これには、自国通貨建ての債券市場を育成するとともに、銀行が規制や自らの流動性管理上必要な担保を十分に供給するという狙いがある。香港では、債券市場育成のために、外国為替基金証券を発行しているが、既存のインターバンク市場および為替スワップ市場が効率的に機能していることもあって、レポ市場の発達はこれまで緩やかなものに止まっている。

第二に、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイなど、潤沢な流動性の下で長年運営されてきた市場では、市場参加者間の貸借で資金過不足を調整するニーズがほとんどなく、そのためレポ市場を育成する必要もこれまで小さかった。

⁷ もっとも、今次金融危機を契機とする世界的な金融収縮・景気後退局面で、EMEAP 各国政府は景気下支えを目的とした拡張的財政政策を 2008 年と 2009 年に実施している。このため、多くの国で政府債務の増加が見込まれている。

これは、鶏と卵の関係にあるが、インドネシア、フィリピン、タイのように中央銀行がセントラル・カウンターパーティとして機能している国においては、金融機関が相互に短期金融市場で取引する動機は小さかった。もっとも、タイでは、2008年2月、BOTがセントラル・カウンターパーティとして全市場参加者と相対で行うレポ取引を廃止し、プライマリー・ディーラーだけを取引相手にレポ取引を行う新しい流動性管理スキームに移行した。こうした取組みは、市場間取引を促し、銀行間のレポ取引は、2008年2月から2009年12月にかけて26倍に増加した。もっとも、他の市場取引の規模と比較すると依然小さい。

第三に、適切なリスク管理体制の欠如がEMEAPのレポ市場の発展を阻害している可能性がある。例えば、韓国およびタイでは、金融機関は無担保市場でレポ市場と変わらない金利で資金調達が可能であることが、レポ市場発展の阻害要因になっている。すなわち、金融機関がカウンターパーティ・リスクを特段意識していないことを示唆している。タイでは、2008年12月の短期金融市場全取引の3分の2は、マージン・コールや値洗いなどのリスク管理を必要としない無担保取引や買戻し・売戻し条件付きの取引が占めていた。一方、インドネシアでは、金融機関同士で通常のレポ取引を行っているが、貸し手はあたかも無担保取引であるかのように、取引先に対して厳格なクレジット・リミットを課している⁸。こうした状況は、一部には決済リスク上の問題が原因であるかもしれないが、債務不履行が発生した場合に担保がいずれの取引当事者に帰属するのかが、法制面、基本契約書上明確でないことにも原因がある。

第四に、証券の空売り規制の存在もレポ市場取引の制約となっている。十分に発達した市場では、金融機関が自らの金利見通しに基づき、まずレポ市場で証券を借り入れた上で当該証券を売却するポジションを構築することがよくある。空売り規制は徐々に緩和されつつあるが、アジア大洋州の多くの各国では、空売りが認められる機関が制限されていたり、現物を手当てせずに出す売り注文が禁じられている国が多い。

当局は、国債市場の育成、取引コスト削減に繋がる税制改革の実施、取引コストおよび法的リスクを軽減させるようなレポ取引の基本契約書の導入等を通じて、レポ市場の育成を強化していくことが期待される。例えば、日本では、レポ市場の導入にあたって、有価証券取引税の存在が妨げとなっていた。このため、1989年に日本で債券貸借取引が導入された際には、課税対象とならない現金担保付債券貸借取引（現担レポ）の形態をとったが、現金担保の金利制限等の規制により、1996年までレポ市場は大きく成長することはなかった。1996年に前述の規制が撤廃され、現担レポ取引の基本契約書が整備された。1997年にはBOJがレポ市場でオペレーションを開始し、1999年に有価証券取引税が廃止された。2001年に漸く売買形式のレポ取引（新現先取引）が日本で導入された。

⁸ インドネシアでは、銀行セクターではレポ取引として買戻し条件付きの売却を行っているが、ノンバンクは伝統的なレポ取引を利用している。

その他のEMEAP各国でも同様の取組みが行われている。フィリピン中央銀行（Bangko Sentral ng Pilipinas、以下「BSP」）は、2004年8月、レポ市場育成支援のため、レポの現金担保にかかる法定準備率を21%から2%に引き下げた⁹。同様にBOTでも、金融機関に対して、買戻し・売戻し条件付きの取引の代わりに、国際的な標準として用いられているレポ取引に関する基本契約書（GMRAs）の利用を奨励し、市場参加者の教育にも取り組んでいる。その結果、レポ取引に占める買戻し・売戻し条件付きの取引の割合は、2008年12月の26%から2009年12月には11%まで低下した。さらに、BOTは、タイ証券保管機構と協力して担保管理サービスを整備したことに加え、税務当局へ働きかけてレポ取引に課せられる特別取引税を2008年1月に減税させることに成功した。また、BIも金融機関の基本契約書の締結を推進している。この間、中国では、レポ市場の取引規模は、1997年の同市場創設時の1,600倍に拡大し、取引規模は全インターバンク取引の79%を占めている。

3.4 為替スワップ市場

レポ市場が未発達な国では、金融機関は為替スワップ市場で積極的に取引を行っており、同時にカウンターパーティ・リスクの軽減に役立っている。例えばフィリピンでは、為替スワップ市場は、源泉徴収税が徴収されない上に、米ドル現金で担保されているといったメリットがあることや、市場流動性が高いことから、近年急速に取引が拡大している。また、タイでは、銀行間レポ市場がまだ初期の発展段階にあり、2009年の短期金融市場の87%は為替スワップ取引で占められている。

また、ニュージーランドは、国内の債券市場の規模が小さいことから、為替スワップ市場への依存度が高い。ニュージーランドの金融機関は、通常、ターム物資金の一定比率を米ドルCP市場を中心とする海外市場で調達し、為替スワップ取引を通じて調達資金をニュージーランド・ドルに転換している。さらに、日々の流動性管理のために、為替スワップ市場で翌日物やトムネ取引を行っている。シンガポールでも、国際金融センターとしての位置付けを反映し、米ドルとシンガポール・ドルの為替スワップ市場は最も取引が活発で流動性と厚みを備えており、これにインターバンク・コール市場が続く形となっている。香港の為替スワップ市場も非常に流動性が高く、インターバンク・コール市場と並んで金融機関の取引が活発な市場となっている。

しかし、為替スワップ市場は、EMEAPにおけるレポ市場に対するニーズを完全に代替できる訳ではない。第一に、為替スワップ取引は、ペアとなる通貨によっては、外貨取引の決済において、時差の存在が大きな問題となる。現状、EMEAP域内で為替スワップ取引が決済される際、現地通貨は当該国の中央銀行口座で決済されるが、米ドルを中心とした外

⁹ もっとも、フィリピン債券取引所（PDEX）を経由しない取引の場合、現金担保にかかる法定準備率は引き続き19%となっている。さらに、レポ取引については、担保の所有権、手数料、PDEXへの信用リスク等ルール上の懸念に加え、源泉徴収税等の問題も依然残っており、改善方法について市場参加者との協議が続けられている。

国通貨の決済は、民間のクリアリング・バンクの口座を通じて PVP (payment-versus-payment) ベースで行われる。これによって、時差に伴うヘルシュタット・リスクを回避することが可能になるが、一方で民間クリアリング・バンクに対する信用リスクを新たに抱えることになる。もっとも、信用格付の低い銀行と為替スワップ取引を行う場合、信用格付のより高いクリアリング・バンクを通じた決済は信用リスクの軽減に繋がる上に、同一時間帯での決済が可能となるメリットもある。ただし、信用リスクの問題は依然として残り、そのリスクは金融ストレス時に特に高まるものである。

他の選択肢としては、CLS銀行 (Continuous Linked Settlement bank) の利用である。CLS 銀行は、異なる通貨の同時決済システムを提供するが、利用可能なアジア通貨は依然限定されているほか¹⁰、取引コストやカットオフ時間に関する問題もある。また、為替スワップ市場の規模は、国によってはまだ小さい。例えば、フィリピンでは¹¹、銀行間取引に占める為替スワップ取引のウエイトは高いが、全ての銀行が為替スワップ市場に参加するために十分な米ドルやフィリピン・ペソを有している訳ではなく、参加者が事実上限定されている。このため、為替スワップ市場を通じたペソの調達金利が不安定になる可能性がある。

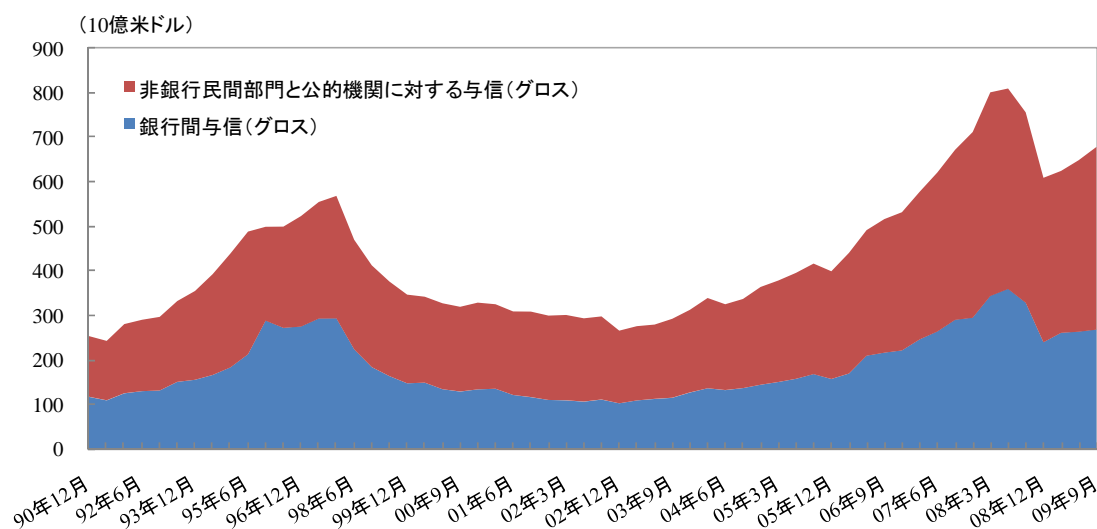
3.5 国際的な資金配分

金融機関の国際的なリンケージは、国際的な資金の再配分を可能にする一方で、市場の緊張状態を伝播させるリスクを内包している。オフショア借入れの巻き戻しは、国際リンケージを通じたストレス伝播の主要な経路である。BIS の銀行統計をみると、EMEAP 各国のオフショア借入は 2002 年以降急速に拡大し、2007 年には 1997 年のアジア金融危機以前の水準を既に上回った。2008 年の終盤に生じたオフショア借入の急速な巻き戻しの動きは、EMEAP 各国にとって深刻な影響を及ぼしたが、2009 年 3 月以降オフショア借入が再び上昇トレンドに復するなど、まもなく沈静化した (図 2)。これは、EMEAP 各国の金融システムや経済が、今次金融危機に対して頑健であったことが大きい。しかし、オフショア借入の突然の巻き戻しは、EMEAP 各国にとって潜在的なリスクであることには変わらない。

¹⁰ 対象通貨は現在、円、豪ドル、ニュージーランド・ドル、シンガポール・ドル、香港ドル、韓国ウォンに限定されている。

¹¹ 銀行間取引には、BSP との取引を含まない。

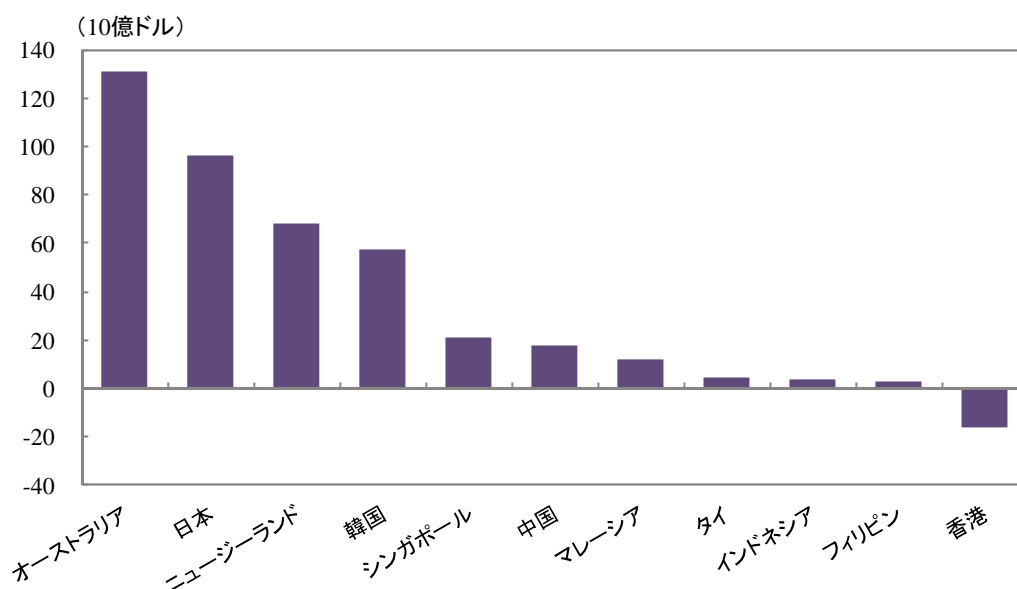
図 2. BIS 報告銀行によるアジア向け与信の推移



注) 1.対象国は中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。
2.クロスボーダー与信と外貨建て国内与信の合計。
出所) McCauley, R.E., and Jens Zunkunft: "Asian Banks and the international interbank market,"
BIS Quarterly Review (June 2008) に基づき作成。

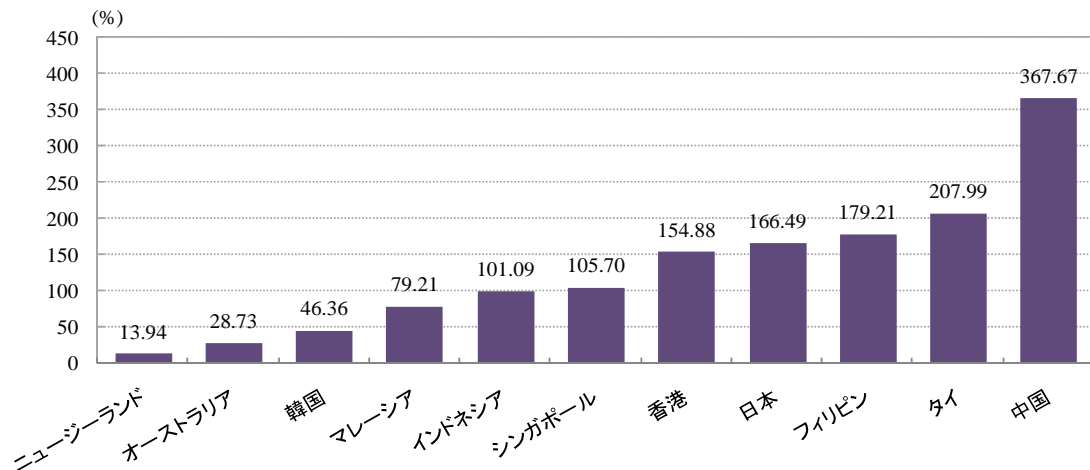
外国銀行の現地通貨建て現地向けのネット与信は、特に、オーストラリア、日本、韓国、ニュージーランド向けが大きい。このことは、外国銀行がオフショア借入に大きく依存しながら、現地向けの与信を行っていることを示している（図 3）。

図 3. BIS 報告銀行による現地通貨建て現地向けネット与信額（2008 年）



注) 外銀現地法人の現地通貨建て現地居住者向けネット与信額（与信額－負債額）。2008年平均。
出所) McCauley, R.E., and Jens Zunkunft: "Asian Banks and the international interbank market,"
BIS Quarterly Review (June 2008) に基づき作成。

図 4. 銀行セクターの対外債権／対外債務比率（2008 年）



注) 計数は銀行によるリスクヘッジを除く。2008年平均。フィリピンは2007年平均。
出所) International Financial Statistics, IMF

オーストラリア、韓国、ニュージーランドの3か国では、銀行セクターの対外債務に対する対外債権比率が、それぞれ 28.7%、46.4%、13.9%と特に低い（図 4）。一部の国では、こうしたエクスポージャーに対して、ヘッジ取引を行っている。例えば、オーストラリアでは、銀行のバランスシート上の対外債権・債務とのギャップによって生じる外貨エクスポージャーは、デリバティブ取引によって大部分を打ち消している¹²。その他の EMEAP 各国においては、銀行セクターのオフショア借入への依存度は相対的に低い。国際金融センターである香港、シンガポールが、2008 年 9 月まで相対的に国際金融危機の伝播を受けないでいられた理由はおそらくここにあるのだろう¹³。

一方、オーストラリア、韓国、ニュージーランドの銀行は、今次金融危機でオフショア市場の混乱の影響を特に受け易い資金調達構造となっていた。ニュージーランドでは、2008 年に全銀行資産の約 40%に相当する資金を主に米ドル建てで海外から調達していたほか、オーストラリアの銀行も資金調達の約 25%をオフショア市場での外貨建て債券発行に依存していた。もっとも、オーストラリアの銀行では、2008 年 12 月にオフショアでの債券発行が一時的にストップしたが、財務基盤が比較的良好であったことや一部の債券発行に政府保証が付与されたことを主因に、今次金融危機を通じてオフショアでの資金調達は概ね可能であった。一方、韓国では、国内銀行は 2007 年半ば以降、対外ポジションを圧縮し、資金調達を国内にシフトさせていたが、外国銀行の現地支店は短期オフショア借入への依存を強め続けた。これらの外銀支店は、2008 年の終盤になっても、資産の 30%程度を本国からの借入を中心とするオフショア借入に依存し続けた。これは、通貨スワップ市場と韓国

¹² <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2009/dec/1.html> 参照。

¹³ タイでは、2009 年 9 月の銀行セクター全体に占める外国銀行現地支店の資産シェアは 13%で、オフショア借入でのシェアは全負債の 9%未満に止まっている。また同時期のフィリピンでは、全 797 行中、外国銀行の支店と現地法人は 17 行で、資産規模では全体の 11%であった。

国債市場との間にリスク・フリーの収益が得られる裁定機会が存在していたことが誘因となっていた。しかし、本国における米ドルの資金繰り環境が悪化したことから、ポジションの巻き戻しが生じ、2008 年終盤に韓国で米ドル資金調達が著しく逼迫すると同時に、韓国ウォンの急落と国債利回りの上昇を招く結果となった（詳細は BOX 1 参照）。

他方、銀行がグループ内でクロスボーダー資金を融通し合うことは、緊急時のセーフティ・ネットとなり得る。例えば、ニュージーランドでは、銀行システムの大部分をオーストラリアの銀行の現地子会社が占めているが、オーストラリアの銀行のサブプライム関連資産へのエクスポージャーが小さかったことから、クロスボーダー資金を通じたストレスの伝播はみられなかった。逆に、ニュージーランド市場で流動性が逼迫した際には、親銀行からニュージーランドの子会社に流動性支援が行われた。

こうした国際的な資金の再配分は、外国為替や資本移動に規制が存在する場合には十分に機能しない可能性もある。もっとも、EMEAP のうち、中国人民銀行（People's Bank of China、以下「PBC」）、BI、BOK、BNM、BSP、BOT では、何らかの外国為替に対する規制や資本規制を維持しているが、いずれの当局も、こうした規制が緊急時の海外からの円滑な流動性支援を阻害するものではないと報告している（表 2）。

表 2 EMEAP 各国における為替・資本規制

PBC	DC	人民元建て対外借入は不可。
	FC	国内銀行の対外借入と債券発行には中国当局の規制（定量制限等）が課される。
BI	DC/FC	ルピアの対外送金はルピアの非国際化政策のため禁止。銀行は、自国通貨、他国通貨ともに、クレジットカード、国内における消費者信用、同日入手の譲渡文書証明付きの日中当座貸越、オフショア銀行によるシンジケートローン以外については貸出不可。10万米ドルを超える非居住者による対ルピアの外貨購入には、その目的等を記載した報告書が必要。もっとも、流動性不足調整目的の、主要株主からの対外借入は規制対象外。
	BOK	FC 国内銀行による外貨ローンは輸入や投資の資金調達などの実需目的に制限。月末時点の外貨流動性比率は100%以上でなければならない。
BNM	DC	居住法人によるマレーシア国内の実体経済部門への投資目的については、非居住非金融機関である親会社からのリング借入への制限なし。居住法人および個人は、国内利用目的であれば、非居住非金融機関および個人から、上限100万リングまで借り入れることができる。非居住者によるマレーシア国内の実体経済部門への投資目的については、居住者からのリング建て借入への制限なし。
	FC	国内居住の国内および外国銀行による外貨建て借入への制限なし。居住法人による非居住非金融機関の親会社、他のグループ内居住法人およびオンショア銀行からの外貨借入への制限なし。それ以外の非居住法人からの外貨借入は、企業グループ全体で1億リングに制限。個人の居住者による借入は総額1千万リングに制限。
BSP	DC	1万ペソを超えるクロスボーダーの資金移転はBSPの事前許可が必要。銀行は外貨債務を100%カバーする資産を維持しなければならない。
	FC	銀行は、BSPの事前許可なしに、通常のインターバンク取引における短期外貨ローンの利用が可能。銀行は外貨債務を100%カバーする外貨資産を維持しなければならない。個人による1万米ドルを超える外貨や外貨建て金融資産について、フィリピンからの持ち出しおよび持ち込みは、当該外貨および金融資産の調達元および送金目的についての情報提供および書面による申告が求められる。
BOT	DC	金融機関は以下の条件下で非居住者からの借入が可能。i) 貿易やタイ国内の投資目的でない場合、非居住法人グループあたり1千万バーツを超えない範囲であること、ii) 貿易やタイ国内の投資目的である場合は、当該目的の価値を超えない範囲。
	FC	金融機関は流動性調整目的であれば制限なしに外貨の持ち込みが可能。ただし、金融機関は各通貨のネットでのオープン持高について、資本の15%もしくは5百万米ドルのいずれか大きいほうの額以下を維持し、外貨総持高を資本の20%もしくは1千万米ドルいずれか大きい方の額以下に維持しなければならない。

(注) DC: 自国通貨 FC: 他国通貨

もっとも、一部の銀行監督上の規制や海外送金の使途制限等の中には、意図せざる悪影響があり得ることには注意が必要である¹⁴。例えば中国の規制当局は、ホット・マネーの流入と資産インフレの抑制を目的に、全ての国内銀行と外国銀行現地支店に対して、オフショアでの短期借入に上限を設定している¹⁵。前述のように中国の短期金融市場の資金再配分機能には改善の余地があるため、中国国内に強い預金獲得基盤を持たない外国銀行にとって海外の本店からの送金は重要な資金調達源であるが、この経路はこれらの規制により制限されている。

また 韓国では、銀行セクターの対外短期債務が急速に拡大していることを懸念し、当局は 2007 年 7 月に国内銀行の外貨借入れに対して「実需原則」を適用した。さらに、2008 年 1 月には、外国銀行による本国からの借入資金にかかる支払利息の税控除枠について、支店の割当資本の 6 倍相当から 3 倍相当に縮小する措置を実施した。しかし、後者の措置については、韓国ウォンの急落と外国銀行の米ドル資金繰りの悪化に伴い、2008 年 8 月に 6 倍に再び緩和された。しかし、同措置によって生じた国内銀行と外国銀行との間のオフショア借入れ規制のギャップが、通貨スワップ市場に歪みをもたらし、外国銀行に裁定機会を与えた面もある (Box 1 参照)。

4. EMEAP 各国における流動性管理の枠組み

EMEAP 中央銀行は、金融機関が円滑に流動性管理を行えるよう、短期金融市場の混乱の解消と市場金利の安定に努めた。既述の通り、BIS の CGFS レポートは、欧米金融市場を震源地とする今次金融危機に対して G10 中央銀行がどのように対応したか、2008 年春頃までの期間の暫定評価を行った。同レポートでは、短期金融市場の資金再配分機能が危うくなった際には、中央銀行が市場オペの適格担保やオペ対象金融機関の範囲拡大を通じて流動性供給能力を向上させ、さらに市場機能を補完することが重要であると指摘している。また、スタンディング・ファシリティの利用によって生じるスティグマは、中央銀行の流動性管理の有効性に影響を与える可能性があるとも指摘している。

本章では、まず EMEAP 中央銀行の流動性管理の枠組みについて、①流動性管理で利用される主要ツールやオペ対象資産、適格担保、②中央銀行マネーへの金融機関のアクセス、③スタンディング・ファシリティの利用にかかるスティグマの存在、の 3 点を中心に考察

¹⁴ シンガポールでは、非居住者金融機関向けのシンガポール・ドル建与信は、最大 5 百万シンガポール・ドルに制限されている。

¹⁵ 中国当局は、2008 年 8 月 5 日に外貨管理条例の改正を公布・即日実施した。同改正では、資金流入管理策として、經常取引にかかる外国為替の審査を強化したほか、資本取引における使途制限の管理を強化。資本取引に関しては、対外投資にかかる認可手続きを一部簡略化した一方、①非居住者による中国市場での資金調達、②居住者による対外証券投資とデリバティブ取引、③居住者による対外商業貸出、にかかる管理原則を明確化した。

する。さらに、ストレス時における現行の EMEAP 中央銀行の流動性管理ツールの有効性ならびにその改善余地についても考察を行う。

4.1 市場オペレーションの枠組み

多くの EMEAP 中央銀行では、短期金融市場金利を金融調節の誘導目標としている。一方、PBC は、超過準備額をターゲットとし、期間 1 年の貸出金利および預金金利を主要政策金利と位置付けている。また、HKMA と MAS は、為替レートをアンカーとしている。すなわち、HKMA はカレンシー・ボード制を採用し、MAS は通貨バスケットに対する貿易ウエイト名目実効為替レートを政策ターゲットとしている（別添 2）。

短期金融市場金利を誘導目標としている EMEAP 中央銀行の中で、BOK は唯一翌日物を目標とせず、1 週間物金利を主たる誘導目標としている。BOK は、2008 年 3 月まで翌日物を誘導目標金利として採用していたが、インターバンク市場における翌日物取引への過度な集中を緩和する目的で、目標金利を 1 週間物レポ金利へと変更した。この取組みによって、市場取引の期間構成がより長めになるとともに、レポ市場の発展に貢献することが期待されている。

BOK の動きとは逆に BI では、翌日物インターバンク金利のボラティリティを低下させるため、2008 年 6 月に政策金利を中央銀行債（SBI）の 1 か月物金利から翌日物に切り替えた。同措置によって、翌日物金利の動きが安定化したのに加え、政策金利、SBI 金利、スワップ金利、インターバンク金利の相関が高まったことで金融機関の流動性管理がより効率的になるなど、いくつかの有益な結果を既にもたらされている。

4.2 金融市場オペ手段

EMEAP 中央銀行によって採用されているオペ手段は、各市場の発展度合いが異なることから、多岐に亘っている。主要なオペ手段は、レポ、為替スワップ、中央銀行債の発行、中央銀行借入である。適格担保としては、RBA、BOJ、BOK、RBNZ が幅広い資産を受け入れている一方、その他の中央銀行は、国債あるいは国債に準ずる証券、中央銀行債に限定している（別添 3）¹⁶。

一部の EMEAP 諸国では、国債発行残高が少なく、中央銀行が金融調節を行う上でオペ対象資産を確保することが大きな制約となっている。例えば、レポ・オペは最も多くの EMEAP 中央銀行が採用しているオペ手段であるが、RBA、BOJ、BOK を除けば中核的な流動性管理手段となっていない。

¹⁶ BOK は、金融危機への時限的措置として、2008 年 11 月から 2009 年 11 月までの 1 年間、金融債、政府機関債、および韓国住宅金融公社発行 MBS を適格担保に追加した。

オーストラリアでは、1990 年代以降の財政健全化により国債市場が縮小したため、資金供給オペに必要な適格担保の確保が課題であった。こうした中、今次金融危機を受けて、**RBA** はオペの適格担保の対象範囲を信用力が政府債務より低い国内金融資産にまで拡大することとなり、銀行手形への依存を高めていった。

RBNZも、**RBA**と同様の状況にあったが、国内証券ではなく、外国通貨が担保となる為替スワップやベーク・スワップ・オペへの依存を高めた。しかし、2008 年 11 月には、銀行手形を含む広範な資産を適格担保とするリバース・レポ・オペであるターム・オークション・ファシリティ (TAF)を時限措置として導入した。TAFは、期間 12 か月を上限とするオペで、**RBNZ**は銀行の流動性支援を目的に同オペを通じて大量の資金を供給した（**RBNZ**では、TAFを通じて供給した資金の一部を吸収するために、中央銀行債の発行も同時に開始）¹⁷。為替スワップ・オペは、**EMEAP**各国で幅広く利用されており、**RBA**、**BI**、**BNM**、**BSP**、**MAS**および**BOT**では、重要な補完ツールとして利用されている^{18 19}。この間、**BOK**では、通常、為替スワップを市場調節オペとして利用しないが、金融危機ピーク時の 2008 年終盤には、銀行の米ドル資金繰り円滑化を企図した米ドル流動性供給を行うために、為替スワップ・オペを幅広く利用した。

EMEAP中央銀行の市場オペのもう一つの重要な特徴は、中央銀行債の発行残高が大きい（**PBC**、**BI**、**BOK**、**BNM**および**BOT**）点である²⁰。これは、これまで短期金融市場にある過剰流動性を吸収する必要があったためである。中央銀行債の発行は、柔軟に利用出来て非常に利便性が高い一方、過度に利用されると、利払い負担から中央銀行のバランスシートの健全性を損なう可能性がある。例えば、**BOK**では、中央銀行債の利払い負担や外貨準備の為替評価損により、2004 年から 2007 年まで赤字が続いた。**BOT**も、同様の問題に直面した。この間、**BSP**では、物価水準に異常な動きがみられる場合を除き、中央銀行債の発行は中央銀行法により禁じられている。この間、中央銀行による市場からの直接借入れも、一部の中央銀行にとって主要な資金吸収手段の一つとなっている。**BNM**が市場からの直接借入れで吸収した資金は、2009 年 1-9 月の月次平均でみた場合、全吸収資金の半分以上に及んでいる。

この間、全ての **EMEAP** 中央銀行は、金融機関が自らの意志で利用可能なスタンディン

¹⁷ TAF および中央銀行債の週次定例入札は、時限措置として導入され、2009 年 11 月にはともにその役割を終えた。

¹⁸ **BI** は流動性管理ツールとして、2005 年に期間 7 日間を上限とする為替スワップ・オペを導入した。さらに、2008 年 10 月半ばには、同オペが十分な流動性を供給できる能力を向上させるために、期間の上限は 1 か月に延長された。もっとも、これまでのところ、同オペは実行されていない。

¹⁹ フィリピンでは、為替スワップ・オペが過剰流動性を吸収するオペ手段として捉えられている。一方、リバース・レポ金利は、**BSP** が金融政策スタンスを示すための主要な政策ツールとしての役割を持つ。

²⁰ **RBNZ** は、TAF オペによって金融システムに供給された資金の一部を不胎化するために、2008 年 11 月の TAF の導入と同時に中央銀行債の週次定例入札開始を公表。

グ・ファシリティを導入している。現在多くの国で、主として一時的な流動性ニーズに応える手段として利用されている。多くの国では、スタンディング・ファシリティはそれ自体が政策シグナルを示すものではなく、短期金利が政策シグナルに沿った動きとなることを助ける補助的な役割を担うものとなっている。市場金利は、スタンディング・ファシリティの金利ないしは準備預金に付される金利で構成されるコリドーの間に誘導されるかたちとなっている（別添2、4）。一方、フィリピンを含む一部の国では、スタンディング・ファシリティの金利は、政策金利として利用されている。

4.3 中央銀行資金へのアクセスとスティグマの問題

中央銀行マネーへのアクセス

金融市場ワーキング・グループが実施したサーベイによると、外国銀行の現地支店を含むほとんどの主要金融機関は、中央銀行のオペおよびスタンディング・ファシリティを通じた中央銀行マネーへのアクセスが可能となっている（別添5）。

ほとんどの国で、中央銀行オペの対象金融機関となる適格要件は、明確に規定されている。適格要件には、①市場での十分な実績、②信用力、③全国的な決済システムへのアクセス、等を含む。通常、オペ対象先数は、事務効率性の観点から予め定められた数に限定されている。サーベイ結果からは、外国銀行に対して差別的な基準を設ける中央銀行はなく、スタンディング・ファシリティについては、ほとんどの国において、一定のプルーデンス上の要件を満たし、預け入れる適格担保を有していれば、外国銀行の現地支店を含む事実上全ての金融機関が利用可能であるという結果が示されている。

一方、中国では、外国銀行はPBCが提供するスタンディング・ファシリティに十分アクセス可能とはなっておらず、同ファシリティの利用を求める声が多くなっている²¹。特にオフショア借入れが規制され、同国の短期金融市場の資金再配分機能が相対的に十分に発達していない中であって、中央銀行のスタンディング・ファシリティにアクセス出来ないことは、金融機関の流動性管理への深刻な懸念を誘発する恐れがある。

スティグマ

スタンディング・ファシリティは、中央銀行による流動性管理のバックアップとして有効な手段だが、米国や一部の欧州ではスティグマの問題がその有効性を減じている。特に、市場がストレス下にある場合に、この問題は深刻である。従って、スティグマの問題を解決することは、金融システムの流動性リスクを縮小させるために重要である。RBA、HKMA、

²¹ 中国では、外国銀行の現地支店を含む適格要件を満たす各銀行の求めに応じて、ターム・オークション・ファシリティの利用が可能であるが、PBC オペについては、参加要件を満たす対象先として認可されている外国銀行は、香港上海銀行とスタンダードチャータード銀行の2行に限定されている。

BI、BOJ、BSP、MAS、BOTといったほとんどの EMEAP 中央銀行では、自国市場でスティグマの問題はみられないと報告しているが、BOK、RBNZ からは僅かながらスティグマの例がみられたとの報告があった。

韓国では、スティグマによる影響で翌日物金利のボラティリティが高まった。BOK は、スタンディング・ファシリティを 2008 年 3 月に導入しているが、韓国の銀行への信用・流動性リスク懸念が市場参加者間で高まった 2008 年 5 月から 2009 年初めまでの間、スティグマが認められた。これに対し、韓国の銀行は、慎重な流動性管理を行うとともに準備預金を前倒して積むことで、スタンディング・ファシリティの利用を回避する対応を行った。

一方、多くの EMEAP 各国でスティグマがみられなかった背景には、①従来から中央銀行がセントラル・カウンターパーティの役割を果たしているため、スタンディング・ファシリティの利用は「最後の貸し手」と認識されていないことや、②レポ市場でみられるように、銀行間取引が活発でないため、市場参加者はカウンターパーティ・リスクを懸念する必要がなかったこと、などの特殊な要因が一部寄与しているとの指摘が可能である²²。

なお、CGFS レポートでは、スティグマの問題の解決策として、①スタンディング・ファシリティの目的についての理解の促進、②金融機関の健全性に関するディスクロージャーの促進、③スタンディング・ファシリティの利用情報の秘匿などを挙げている。ほとんどの EMEAP 中央銀行からも、利用情報の秘匿性が重要との声が多く聞かれた。実際、BSP と MAS は、スタンディング・ファシリティを通じた貸出情報を対外秘扱いとしているほか、BOJ と RBNZ は、利用総額のみ公表し、利用機関と受入れ担保の情報は対外秘としている。

4.4 市場ストレス時の対応法

ほとんどの EMEAP 中央銀行は、自身の流動性管理の枠組みは、今後起こり得る短期金融市場のストレスに十分対応可能であると確信している。さらに、これらの枠組みは、今次国際金融危機に対応するために導入された施策によって一段と強化されている。

しかし、多くの中央銀行は、従来、過剰流動性の下でオペを実施してきたため、流動性不足への対処、中でも流動性が逼迫する下で、オペの有効性を維持させることは新たな挑戦であった。

市場オペの適格担保の拡大

既存の中央銀行の流動性供給手段が不十分と判明される場合、中央銀行に差し入れる適

²² マレーシアでスティグマが生じなかったもう一つの要因として、金融機関とのコミュニケーション戦略を挙げている。すなわち、BNM では、「スタンディング・ファシリティの利用は偶発的に生じる決済ショック（“frictional” payment shocks）への対応のために存在し、流動性管理の安全弁として機能している」という点を、金融機関に対して明確に説明し続けている。

格担保やオペ対象金融機関の範囲を拡大することが有効な対応策となる。この点、ほとんどのEMEAP中央銀行は、必要に応じて適格担保を拡大する権限を有しているため、ストレス時には迅速な対応が可能である。実際、一部の中央銀行は今次危機に際して、市場に実効的に流動性供給を行う必要から、適格担保の範囲を比較的信用力の低い金融商品にまで拡大する対応を行った²³。

2007 年央に今次危機が発生してから、6 つのEMEAP中央銀行（RBA、BI、BOJ、BOK、RBNZ、BOT）が、流動性供給能力向上のために適格担保の範囲を拡大した。RBAは、担保の適格要件を緩和して、新たにABCPとRMBSを受け入れたほか、銀行手形への依存を高めた。同時に、国債等の優良担保の利用を減少させた。こうした施策には、RBAの流動性供給能力の向上と同時に、金融機関の担保管理を円滑にする目的があった。実際、調達コストが著しく上昇していた3～6か月ゾーンの金利を安定化させるには、銀行手形の利用が最も適していた。こうしたことから、RBAがオペで利用する担保の構成は、2007年から2009年の間に大きく変化した。全担保の過半を一時期占めていた優良担保が急速に低下した一方、銀行手形とRMBSのシェアは2008年終盤にはそれぞれ70%超と20%にまで増加した後、市場の流動性環境の改善に伴い、2009年にかけて順調に低下していった（別添3）。RBAでは、こうした金融商品をアウトライト取引ではなく、適切なヘアカット率の下でレポ取引として受け入れることで、中央銀行のリスク管理としては適切だと考えている。なお、RBAの国内流動性管理を目的とした為替スワップ市場の利用は、この時期に激減した。これは、RBAに預けられている政府預金の減少が主な原因²⁴であるが、米ドル市場の流動性逼迫を背景に、RBAが資金供給の場を為替スワップ市場からレポ市場にシフトさせたことも原因となっている。

また、RBNZは、AAA格とAA格の企業、地方政府、国有会社の発行する債券、AAA格のRMBS、全ての登録銀行のCDをレポ・オペの担保として適格化し、2008年の終盤にはレポ・オペを積極的に実施するようになった。更に、2008年12月には、AAAとA1+格のABSを新たに適格担保として受入れるとともに、銀行、企業、地方政府、国有会社が発行するBBB-とA2格の長期・短期債券も適格担保として受け入れることとした。またBOKは、2008年11月初めから1年間の時限措置として、銀行債および韓国住宅金融公社が発行するMBSを含む政府機関債を適格担保として受入れることを公表した²⁵。このほか、BIは、従来のSBI（中央銀行債）に加え、政府証券を適格担保に追加した。

²³ 一部の国で自国通貨建ての優良資産が不足していたことが、適格担保の範囲拡大の理由として指摘できる。

²⁴ 詳細については RBA の年次報告書

（<http://www.rba.gov.au/publications/smp/boxes/2008/feb/a.pdf>）を参照。

²⁵ BOK では、この時限措置は、韓国の商業銀行が直面した困難への対応というよりは、公債市場の需給メカニズムを円滑にすることが目的と説明している。なお、本措置は、当初予定通り1年後の2009年11月7日をもって終了した。

この間、BOJは、既に「ゼロ金利政策」と「量的緩和政策」の時期に適格担保の範囲を拡大していたため、今次危機の初期の段階では適格担保を拡大する必要はなかった。しかし、2008年10月半ばには、BOJは国債レポ市場の流動性を改善することを目的に、現先オペの適格国債に変動利付国債、物価連動国債、30年国債を追加することとした。さらに、金融調節の一段の円滑化を企図した時限措置として、BOJは信用供与を目的とした適格担保の拡大を公表した。BOJは、不動産投資法人債、政府保証付短期債券、米・英・独・仏の国債を適格担保としたほか、公的部門向け証書貸付債権の適格担保範囲の拡大を決定した。また、取引先金融機関の保証するABCPを適格化し、ABCPの適格担保範囲を緩和した。民間企業債務については、2008年に12月に社債と企業向け証書貸付債権の適格格付け要件を、A格相当以上からBBB格相当以上に緩和した。

この間、BOTでも、緊急時のニーズに応じて適格担保を拡充することが可能となっている。BOTでは、ストレス時の流動性支援のコンティンジェンシー・プランについて取引先金融機関との話し合いを行い、金融機関側の準備に必要なガイドラインを提供するための作業を進めている。

為替スワップ・オペの利用拡大

市場に優良な金融資産の蓄積が不足している場合、中央銀行は取引が担保でカバーされる為替スワップ・オペに依存することになる。米ドル以外の通貨に対する為替スワップ・オペが提供されれば、利用範囲は拡大するかもしれない。例えば、BIは短期金融市場のタイト化に一段と柔軟に対応するため、為替スワップ・オペの期間を最長7日から最長1か月に延長した。同様に、HKMAは、2008年10月、個別銀行の香港ドル流動性の問題を解消するために、取引先からの要請によって、HKMAが必要と判断した場合には、相対で為替スワップ取引を行う時限措置を導入した。この時限措置は2009年3月31日をもって終了したが、HKMAはこの為替スワップ・オペを通常の市場オペに組み入れることを決定し、個々のケースに応じて、香港ドルの流動性支援が必要と判断された場合に実施できるようにした。

為替スワップ取引の課題としては、ヘルシュタット・リスクやクリアリング・バンクに対する信用リスクに加え、市場規模や流動性の問題が残っている。例えば、BOKは、韓国の為替スワップ市場は、韓国ウォンの流動性を供給する場として活用するには規模が十分でないとみている。BNMでも、1990年代後半のアジア危機の教訓として、国内金融機関の流動性ショックは国内通貨と米ドルで同時に起きるものとの見方から、為替スワップ市場は危機時に自国通貨建ての流動性供給の主要な手段とはなり得ないと考えている。BSPも、フィリピン国内では潤沢な米ドルを保有する金融機関は限られているため、為替スワップ・オペを通じてペソ資金を必要としている金融機関に流動性を供給することが必ずしも出来ないと言明している。

他方、為替スワップ・オペは、米ドル資金繰り逼迫に際して、米ドルを供給する手段として非常に有効であることが証明された。RBA、BOK、BOT は、短期金融市場の米ドル流動性不足を緩和するために為替スワップ・オペを今次金融危機で積極的に実施した。中でもBOK は、従来は一部の機関に限定していた為替スワップ・オペの対象先を、外貨取引を行う全ての銀行に拡大する措置を行った。韓国はさらに、銀行の米ドル資金調達の円滑化のために、銀行の外貨取引に最大 1,000 億米ドルの政府保証を付けることを発表している。また MAS でも、深刻な流動性不足の際には、スタンディング・ファシリティの範囲を柔軟に拡大し、為替スワップを組み入れることも可能となっている。

スタンディング・ファシリティへのアクセス

市場ストレス時に資金繰り難に直面した金融機関が、中央銀行から直接借入れられるよう、スタンディング・ファシリティへのアクセスを向上させておくことも非常に重要である。ほとんどの EMEAP 中央銀行は、自国市場でスティグマがほとんど見られなかったと報告している。そうした中で韓国においてスティグマがみられたのは、他の EMEAP 短期金融市場に比べて韓国市場におけるストレスが強かったことを反映している可能性がある。こうした中、一部の国では、スタンディング・ファシリティへのアクセス向上のための施策が実施された。

BI は、市場オペと同様に、スタンディング・ファシリティの適格担保として国債を新たに追加したほか、2008 年 4 月に、流動性管理の有効性を高めるためにスタンディング・レポ・ファシリティに適用する金利コリドーの幅を 800bps から 600bps に縮小した。さらに、同年 9 月には、スタンディング・ファシリティへのアクセス円滑化のため、コリドー幅をさらに 200bps まで縮小したほか、期間も従来の翌日物から最長 3 か月へと拡大した。また、BI は、最後の貸し手としての役割を高めるため、特定の社債と消費者ローンを短期資金ファシリティの適格担保として追加した。

同様に、HKMA は、2008 年 9 月末に、①スタンディング・ファシリティであるディスカウント・ウィンドウの適格担保に米国債を受入れることを決定したほか、②ディスカウント・ウィンドウの貸出期間を最長 3 か月に拡大、③金融機関が保有する外国為替基金証券の 5 割以上をスタンディング・ファシリティの担保として差し出した場合に課されていたペナルティ金利を放棄した。さらに、同年 10 月初めには、国内市場の香港ドルの流動性逼迫を受けて、スタンディング・ファシリティに適用する基準金利の計算方法を改め、銀行のスタンディング・ファシリティへのアクセス向上を図った。同基準金利は、従来「FF レート+150bps か、翌日物と 1 か月物 HIBOR のそれぞれの 5 日間移動平均金利の平均のいずれか高い方の金利」と定められていたが、「FF レート+50bps」に改定した。これらの施策は 2009 年 3 月末までの 6 か月間の時限措置であり、期限到来後、外国為替基金証券だけを適格担保に翌日物レポを行う従来の枠組みに戻された。しかし、基準金利の計算方法については、カレンシー・ボード制の下で必要な金利調整メカニズムが機能できるように「FF

レート+50bps」が維持される一方で、HIBORを含む計算(すなわち、翌日物と1か月物HIBORの5日間移動平均金利の平均)は従前の形に復活することが決定された。

BSPも、2008年10月央に、外貨建てフィリピン国債をスタンディング・レポ・ファシリティの適格担保に新たに加えることを発表した。

また、MASでも、流動性管理の枠組みの実効範囲を拡大させるため、2008年7月にスタンディング・ファシリティの対象金融機関を従前の11先のプライマリー・ディーラーから、シンガポール・ドルのRTGSシステムの全参加者に拡大した。さらに、2009年7月16日には、スタンディング・ファシリティの適格担保として、国際機関、国、政府保証機関が発行するAAA格のシンガポール・ドル建て債券に加え、MASとクロスボーダー担保取極を締結した中央銀行の通貨と当該国が発行する国債も適格担保として追加することを発表した。

EMEAP 中央銀行が行ったその他の措置

HKMAは、2008年9月末、取引先からの要請があり、かつHKMAが必要と判断した場合には、HKMAが受入可能な担保と引き換えに、最長3か月のターム貸出を行う措置を発表した。この時限措置の目的は、ターム物資金の調達圧力を緩和させるとともに、資金のアベイラビリティについて銀行を安心させることであった。適用金利は市中の有担貸出金利を参考にして決定され、ヘアカット率は担保資産の種類毎に定められた。この措置は2009年3月末に完了したが、HKMAは改めて通常の市場オペに組み入れることを決定し、香港ドルの流動性支援が必要と判断された場合に、ケース・バイ・ケースの判断で実施できるようにした。

RBNZは、市場参加者間の資金再配分を促すため、RBNZにある取引先金融機関の決済口座に階層制度(tiering regime)を導入した。この制度の下で、各取引先金融機関の口座は、決済額およびバランスシート規模に応じて、階層を当てこまれる。RBNZは、階層毎に定められた所定額までの預金残高については政策金利で付利するが、それを上回る残高については政策金利マイナス100bpsで付利する。この制度は、金融機関の資金の再配分を促す上で、これまでのところ比較的効果的に機能している。

BOJは、民間企業債務の担保価額の範囲内で金額に制限を設けずに、翌日物無担保コール・レートの誘導目標と同水準の金利でターム資金を提供する企業金融支援特別オペの導入を2008年12月に公表した²⁶。BOJは、さらに非伝統的政策に踏み込み、2009年1月にCP買入れ、同年3月に残存期間1年以内の社債の買入れを開始した²⁷。また、2009年12月に

²⁶ 同オペは、2009年2月に資金供給期間を3か月物に統一し、オペ実施頻度を引き上げる形でさらに強化され、2010年3月末まで有効とされた。

²⁷ これらの時限的措置は、2009年12月末をもって終了している。

は、翌日物無担保コール・レートの誘導目標金利による固定金利で期間 3 か月のターム資金供給を行う新たな共通担保資金供給オペを開始し、2010 年 8 月には期間 6 か月物も新たに導入した。

一部の EMEAP 中央銀行は、米ドル流動性を支援するために新たな政策を導入した。例えば、BOJ は 2008 年 9 月央に、通常のオペ手段で利用している共通担保を見合いにドル資金供給を行う米ドル資金供給オペレーションを時限的に導入した。同オペは、2010 年 2 月に終了したが、ユーロエリアを中心とする米ドル短期資金調達市場における緊張の再燃を受けて、同年 5 月に再度導入された。同様に BSP も 2008 年 10 月央に、米ドル流動性を増やし、一時的な市場のタイト化を緩和させるため、米ドル・レポ・ファシリティの導入を公表した。同ファシリティでは、外貨建てフィリピン国債を適格担保として利用することとなっている。

5. EMEAP 間協力の展望

CGFS レポートでは、国際的な資金の再配分が効率的に機能できなくなった状況下では、中央銀行間スワップ取極の締結やクロスボーダー担保の導入といった手段によって、中央銀行間協力がこの機能を補完することが出来ると指摘している。本章では、同レポートの指摘も踏まえて、EMEAP の中央銀行間の金融協力の可能性について議論する。

5.1 CGFS レポートで示された中央銀行間協力の選択肢

CGFS レポートでは、市場ストレス時に対応可能な中央銀行間協力の形態として、以下の 3 つの選択肢を示している：①中央銀行間の対話と情報共有の促進、②中央銀行間スワップ取極の締結、③クロスボーダー担保の活用。

第一に、国際的に活動している銀行の資金調達状況を、その銀行を最もよく知る当局がきめ細かくモニターし、情報共有する枠組みを確立する必要がある。当局間の正確でタイムリーな情報交換は、特定地域に発生した流動性ショックが世界に伝播することを防ぐのに役立つ。というのも、こうしたショックの伝播は、金融機関の財務状況にかかる情報の非対称性が引き起こす信用リスク懸念が原因であるからである。

第二に、中央銀行間の為替スワップ取極は、外貨資金繰りが困難化している金融機関に外貨流動性を供与するのに有効な手段であることが、今次国際金融危機で示された。中央銀行間の為替スワップに関し、問題を抱えた金融機関の親銀行に貸出を行うかどうかの判断は、借入れ銀行の調達状況について最も正確な情報を把握している母国の中央銀行に委ねることになる。

第三に、国境を越えて流動性を移動させるもう一つの選択肢は、銀行が海外拠点に保有している外貨建て資産を、適格担保として受け入れることである²⁸。これによって、国際的に活動する銀行の流動性管理を向上させることが可能と考えられる。

留意すべき点は、中央銀行間為替スワップ取極とクロスボーダー担保取極は、相互に代替的ではなく補完的であることである。中央銀行間スワップ取極が緊急事対応として役立つ一方で、クロスボーダー担保は平時でも利用できる。しかし、導入にあたっては技術的な点でより多くの議論や検討が必要と考えられる。例えば、為替スワップ取極は、第三者を巻き込む必要がなく、当事者の中央銀行間だけで締結・発動が可能である。また、大きな制度変更や施策の追加を行うことなく、導入が可能であり、比較的速やかに導入することが可能である。

一方、クロスボーダー担保取極は、中央銀行が高い信用力を有する適格担保の範囲を拡充できるというメリットがある。また、国内債券市場が相対的に十分発達していない国では、担保需要の変動が債券市場のプライシングに意図せざる影響を与える可能性があるが、クロスボーダー担保はこうした悪影響を緩和することが出来るかもしれない。もっとも、①カストディアンを含む多くの関係者間での調整、②契約や管轄権にかかる複雑な法的問題、③値洗いや掛け目の確認などリスク管理に伴う高い管理コスト、④時差によって生じる決済リスク管理の困難、など取引コストがかなり大きくなる可能性がある。従って、クロスボーダー担保の導入に際しては、担保を中央銀行・カストディアン間で迅速かつ低コストで移転させることが可能な決済システムなど、インフラストラクチャーを慎重に吟味することが必要である。また、中央銀行のオペレーションを規定する法環境についても、慎重な評価が必要である。こうした作業は、時間と人的資源の両面で非常に大きなコストを要することになる。

5.2 EMEAP 中央銀行間協力の展望

情報交換

EMEAP 金融市場ワーキング・グループが 2008 年 8 月に開催した特別ワークショップでは、包括的な域内サーベイランスや情報交換強化の重要性が認識された。ストレス時に EMEAP メンバー間でスムーズかつ率直な意見交換を保証するための人的ネットワークと相互信頼関係の構築には、日頃から定期的で頻繁な情報交換を行うことが不可欠となる。2008 年 9 月に主要な 5 中央銀行が米国連邦準備制度（以下「FRB」）と為替スワップ取極を締結したのに続き、一部の EMEAP 中央銀行も FRB と為替スワップ取極を締結したが、これは EMEAP 中央銀行と主要中央銀行との合同会合に定期的に参加しているメンバーが緊密な協力を行

²⁸ クロスボーダー担保については確立した定義がある訳ではないが、本稿では CGFS の定義に従い、①外貨建ての証券あるいは通貨、②海外で発行された証券、③海外で保有あるいは経理された証券と解釈する。

った成果と言える。

EMEAP では、メンバー間の情報交換、サーベイランス、相互協力について、EMEAP の主要な 3 つの階層（総裁会合・代理者会合・各種ワーキング・グループ会合）の各レベルで強化し続けている。EMEAP は、マクロ・モニタリングと危機管理の分野での地域における協力および提携を強化することを目的に、2007 年に金融安定委員会（Monetary and Financial Stability Committee、MFSC）を設置した。また、EMEAP 金融市場ワーキング・グループでは、タイムリーな情報交換と定期的かつより頻繁にサーベイランスを行うためのプラットフォームも設置した。さらに、今次危機では、メンバー間の情報交換、交流、協力関係を促進させる枠組みも強化した。

こうした枠組みのほかに、EMEAP は時宜にかなったテーマでサーベイを行うとともに、柔軟かつタイムリーにワークショップを開催している。リーマン・ブラザーズ破綻直前の 2008 年 8 月に開催された特別ワークショップは、EMEAP 中央銀行の流動性管理の専門家が集まる貴重な機会であった。こうした短期金融市場の専門家が直接会って話す機会を増やすことを通じてメンバー間の関係をさらに強化し、積み上げていくことは重要であると思われる。

中央銀行間スワップ

2008 年 8 月の特別ワークショップ参加者からは、メンバー中央銀行間での為替スワップ締結の緊要性は低いとの声が聞かれた。その理由として、①多くの中央銀行あるいは政府が潤沢な外貨準備を有していること、②EMEAPでは外国銀行——特に親会社が域内にある銀行——のクロスボーダー活動はどちらかという限定的で、これらを発端とする流動性問題が生じる可能性は低いとみられること²⁹、などが挙げられた。もともと、ワークショップ後に深刻化した今次金融危機において、為替スワップ取極は外貨資金繰り圧力を軽減させるのに効果的であった。

実際、リーマン・ブラザーズ破綻以降、カウンターパーティ・リスクが急速に高まり、域内でも米ドルの流動性がタイト化したため、米ドル資金調達確保のための米ドル・スワップ取極締結への需要が高まり、一部の中央銀行は実際に締結を行った。

BOJは、主要中央銀行間の協調政策の一環として、2008 年 9 月半ばにFRBと為替スワップ取極を締結することを決定し、米ドル資金供給オペを導入した。これは、高止まりしている米ドルの短期資金調達圧力の緩和を企図したものであった。その後、危機が一段と拡大するのを回避するため、BOJを含む主要中央銀行とFRBの為替スワップ取極の引出上限額は

²⁹ EMEAP では、香港、シンガポール、ニュージーランド、タイにおいて、EMEAP 各国を母国とする外国銀行のプレゼンスが 5%以上（資産ベース）を占めている。なお、EMEAP 域内での展開が比較的進んでいる銀行は、日本、シンガポール、中国、オーストラリア、香港の銀行。

撤廃され、主要中央銀行は米ドル資金を無制限に供給することが可能となった。これら施策は2010年2月に終了したが、ユーロエリアを中心とする米ドル短期調達市場における緊張の再燃を受けて、同年5月に再締結された。なお、2008年の9月末頃には、RBAも北欧3中央銀行とともにFRBとの米ドル・スワップ取極を締結、続いて10月下旬にRBNZ、BOK、MASもFRBとのスワップ取極を締結した。これらの施策は、内外金融資本市場が円滑な機能を維持する上で効果的であったと言える³⁰。

カウンターパーティ・リスクへの警戒の高まりは、外国銀行の現地通貨建ての資金繰りに悪影響をもたらした。EMEAPに本拠のある金融機関が域内でクロスボーダーに活動しているケースは限定的であるとは言え、スワップ取極の締結は一つの選択肢として考えられるだろう。その場合、海外で活動する金融機関に対して、母国の中央銀行は、海外通貨での資金繰り支援が可能となる。

また、ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会合は、①域内の国際収支や短期資金の流動性の困難への対応と②既存の国際的枠組みの補完を目的に、総額1,200億米ドル相当のファシリティであるチェンマイ・イニシアティブのマルチ化取極（Chiang Mai Initiative Multilateralization、CMIM）を発足させた。同取極の下では、米ドル流動性ニーズのある時には、通貨スワップを通じた金融支援が行われる。CMIM取極は、2009年12月24日に調印され、2010年3月24日に発効した。

クロスボーダー担保

クロスボーダー担保は、低リスクの自国通貨建て金融資産のストック残高が限られている国にとって、魅力的なオプションである。

いくつかのEMEAP中央銀行では、既に外貨建証券の担保受け入れを開始しているか、導入に向けた実務的な検討を開始している。実務的な検討の中には、時差によって生じる決済リスクの軽減方法や適切なヘアカット率の設定方法などが含まれている。HKMAは、2009年3月末までの時限措置として、ディスカウント・ウィンドウ貸出の適格担保として米国財務証券を受け入れ可能とした。香港インターバンク市場の安定化に伴い、この時限措置は予定通りに終了し、現在は従前通り外国為替基金証券のみが適格担保となっている。BSPでは、スタンディング・レポ・ファシリティと新たに導入された米ドルのレポ・ファシリティの適格担保に、外貨建フィリピン国債（ROP）を含めることを発表した。MASは、オランダ中央銀行とクロスボーダー担保取極を締結し、他の中央銀行とも同様の取極を締結する予定である。BOJは、2009年5月22日、オペの適格担保にクロスボーダー担保（適格外国債券担保）を加えることを公表、「適格外国債券担保取扱要領」の適用を2009年7月31日から開始した。適格担保として受け入れた適格外国債券は、日本銀行の当座貸越、相

³⁰ RBNZとMASでは、FRBと為替スワップ取極を締結したものの、同ファシリティを実際に利用しなかった。

対型電子貸付、共通担保資金供給オペ、代理店契約、歳入代理店契約、米ドル資金供給オペまたは企業金融支援特別オペにかかる債務を担保することとなっている。BOTでも、緊急時には、適格担保をクロスボーダー担保まで拡大させることが可能となっている。

しかしながら、クロスボーダー担保ファシリティの導入には、①決済リスク、法律問題、その他実現に伴う実務面での議論が必要なほか、②金利リスクや外国為替リスクが適切に管理されるようなリスク管理体制の構築等、慎重な準備が必要となる。

RBNZでも、過去において外貨建債券の適格担保化を議論したことがあるが、上述のような導入に伴う技術的困難さに加え、ニュージーランドの銀行が外国債券をあまり多く保有していないことから、導入を断念した。

国際的に活動する銀行の流動性管理を強化するため、EMEAP 中央銀行では今次金融危機を受け、クロスボーダー担保取極の締結に取り組んでいる。こうしたクロスボーダー担保にかかるこれまでの、また現在進行中の取組みは、他の中央銀行が参考にし得る、多くのベストプラクティスや教訓となっていくことが期待される。

6. 欧州債務危機の EMEAP 経済への影響

2010 年初頭、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドを含むいくつかの欧州諸国の財政状態への懸念が、国際金融資本市場に新たなリスク回避の動きをもたらした。EMEAP 中央銀行は、第 49 回 EMEAP 金融市場ワーキング・グループの場で欧州債務危機が EMEAP 経済に与える影響について議論した。

参加者からは、影響を受けた欧州 4 か国と EMEAP 各国との貿易・金融面でのリンケージは強くないため、EMEAP 経済への影響はこれまでのところ限定的であるとの見方が示された。危機のピークであった 2010 年 5 月には、投資家センチメントの悪化から一部の EMEAP 諸国の株式および通貨市場が軟化する局面もみられたが、域内の良好な成長見通しと政策の正常化が域内に資本を呼び戻したため、これら市場も正常化しているとの認識を参加者は共有した。GDP 成長は概ね回復軌道を維持し、銀行システムは健全である。こうしたことから、一部の先進国中央銀行では FRB との間で時限的な為替スワップ取極を再締結したが、EMEAP 中央銀行は、欧州債務危機に際して新たな流動性対策を講じる必要が基本的にはなかった。

もっとも、参加者は、欧州の動向が依然リスクであるとの認識を示した。仮に財政状況が悪化し、より広範なユーロエリアに波及することで経済成長や銀行システムの安定に影響を与えるような場合は、EMEAP 経済への悪影響はより深刻なものになるとの認識が示され

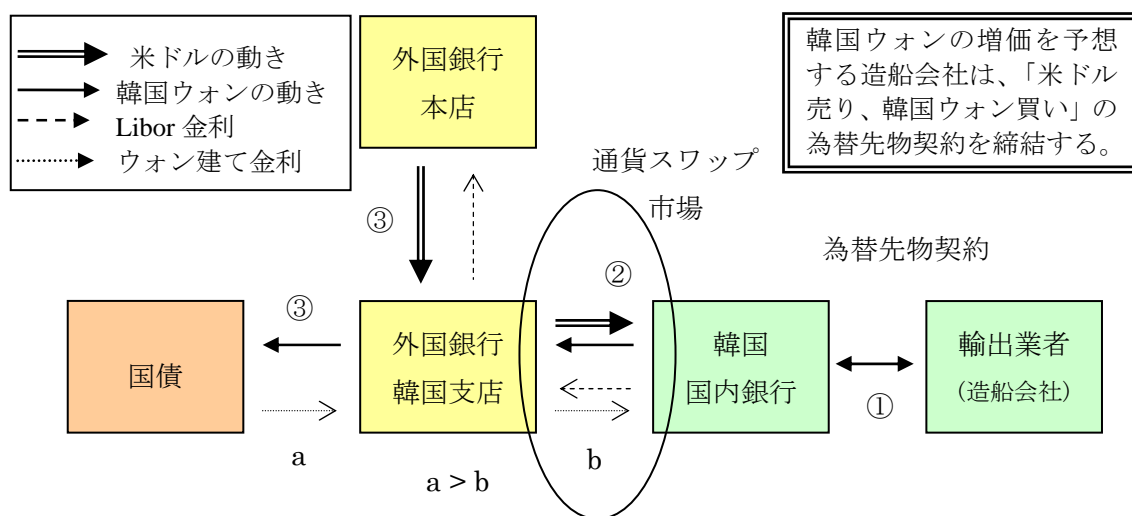
た。危機の影響を受けた4か国に止まらず広範なユーロエリアを対象とした場合、EMEAP各国にとって、貿易面でのリンケージや、ユーロエリアの投資家が保有するEMEAP域内ポートフォリオのウエイトはかなり大きい。さらに、ユーロエリアの銀行はEMEAPにとって重要な貸し手となっている。BISの国際与信統計によると、2010年3月時点のEMEAP向け対外与信のうち、全体の10%から24%はユーロエリアの銀行が占めている。ニュージーランドだけが例外で、ユーロエリアの銀行からの対外与信は全体の3.2%を占めるに過ぎない。このような観点から、EMEAP域内への銀行貸出を突然引き上げるようなことになれば、域内経済のパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性がある。

以上のように、欧州債務危機のEMEAP経済および金融資本市場への影響は比較的軽微であったが、EMEAP中央銀行は引き続き注意を怠ることなく、インターバンク資金調達市場の潜在的脆弱性への目配りや、通貨管理と金融資本市場発展に向けての取組み強化の必要性について認識している。

以 上

BOX 1. 韓国における外国銀行現地支店による裁定取引

長期に亘って続いた韓国ウォン高の期間、輸出業者や個人投資家による旺盛な外貨ヘッジ需要を背景に、通貨スワップ金利が低下し、国債利回りとの間に裁定機会が生じるようになった。外国銀行の現地支店はこの裁定機会を利用し、母国からのオフショア借入れとともに韓国国債への投資を拡大させた。しかし、米ドルの資金繰りのタイト化により、こうしたポジションの巻き戻しが発生した。



- ① 造船業者を中心とした輸出業者が、先行きのウォン高を見込んで、ドル建て輸出代金の為替変動リスク・ヘッジ目的で、国内銀行にドル先物を売却。
- ② 国内銀行は、この先物為替契約をヘッジする目的で、同じ満期でドルを売却する通貨スワップ契約を外国銀行の現地支店と締結。
 - 国内銀行は外国銀行の現地支店から、①スポットでドルを受け取り、満期にドルを返済する一方、②契約期間中、ウォンの固定金利を受け取り、ドルの変動金利 (Libor) を支払う。
 - 国内銀行による通貨スワップ需要の拡大により、外国銀行の現地支店が支払うウォン固定金利 (通貨スワップ金利) は低下し、国債の利回りを下回る状況が発生。これにより、国債への投資は外国銀行の現地支店にリスク・フリーな裁定取引機会を提供 (背景には、国内銀行と外国銀行の海外借入れにかかる規制上のギャップが、国内銀行に通貨スワップ取引への高い需要を生み、金利の歪みを発生させたとみられる)。
- ③ 外国銀行の現地支店は、通貨スワップ契約で国内銀行に提供するドルを海外の本店から Libor で借入れる一方、見返りに受領するウォンで韓国国債に投資。この裁定取引により、外国銀行の現地支店による、ドル借入れ、獲得したウォンによる国債購入が増加。

BOX 2. マレーシアにおけるイスラム銀行の流動性管理

マレーシアでは、イスラム金融セクターが毎年 20%のペースで成長しており、2009 年 9 月時点では、全銀行セクター資産の 19%、余剰流動性の 21%を占めているほか、シャリアに則したイスラム金融債（スクーク債＜所謂イスラム債＞）の発行残高は、非イスラム金融債の発行残高の約 58%に達する。

イスラム金融は、以下の 3 原則に基づいている。①無利子で資金融通がなされ、資金貸与のリターンは、売買収益、リース料、レンタル料、契約外支払に伴うサービス料として仕組まれること、②不確実な要素やギャンブルに関係した要素がないこと、③融通した資金が、ギャンブル、アルコール、環境に有害な産業といったイスラムの教義に反した事業に使われないこと。

非イスラムとイスラムの銀行では主要な目的が異なるため、直接的に両者間で資金の再配分は行われない。その代わり、BNM が各セクターにそれぞれ異なる金融調節を行い、両者を仲介する役割を果たしている。BNM は、非イスラム銀行セクターに対しては、翌日物金利を政策金利に誘導することにより流動性を管理している一方、イスラム銀行セクターに対しては、政策金利のような参照ターゲットを設けず、市場が支払や決済に必要とする流動性が確保されるように流動性管理を行っている。

また、BNM は、流動性管理のバックアップ制度としてスタンディング・ファシリティを設置している。非イスラム銀行セクターは、貸出・借入制度を介してスタンディング・ファシリティを利用できるほか、イスラム金融セクターも、シャリアに則した類似の制度を介して利用可能である。

イスラム金融の銀行間取引のリターンを示すレートは、銀行間で合意された収益シェア率（profit-sharing ratio）によって求められるが、同レートは若干のラグを伴いつつ若干低位であるが、政策金利の動きとよく連動している。これは、資金調達競争の過程で、イスラム市場の収益シェア率が非イスラム市場に対して競争力を保つために、政策金利の水準に収斂していくことが原因であると考えられている。

イスラム銀行は、イスラム金融特有のビジネスモデル（リース等による資金融通）によって保有資産の流動性が低いという構造を有するため、流動性リスクを軽減させるために厚めの流動性資産を保持する傾向にある。こうした行動も、イスラム金融の収益率が非イスラム金融の銀行セクターの収益率に連動する一因となっている。

EMEAP 銀行セクターの構造

	RBA	PBC	HKMA	BI	BOJ	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS	BOT
銀行数	58	441	200	121	208	56	57	19	797	117	32
国内銀行	23	227	65	111	149	18	55	9	783	8	17
外銀現地法人	9	n.a.	46	16	6	3	20	6	3	2	1
外銀支店	35	214	135	10	59	38	2	10	14	109	15
銀行セクターの総資産額/GDP (%)	196.1	209.3	639.5	48.2	163.3	193.8	185.6	211.6	79.1	645.7	111.4
国内銀行 (%)	174.2	184.7	361.1	43.9	156.6	170.8	185.6	184.4	71.5	199.0	96.9
外銀現地法人 (%)	8.5	n.a.	166.8	2.6	1.1	22.4	40.4	174.7	0.7	20.8	0.2
外銀支店 (%)	21.9	3.9	278.3	4.3	6.6	23.0	0.0	27.2	7.6	446.7	14.5
銀行セクターにおける外銀現地法人のシェア (資産規模ベース、%) (a)	4.3	n.a.	27.0	5.3	0.7	11.5	21.8	82.6	0.8	3.2	0.1
銀行セクターにおける外銀のシェア (資産規 模ベース、%) (b)	11.2	1.9	42.8	8.9	4.1	11.9	0.0	12.8	9.6	69.2	13.0
EMEAP域内銀行 (%)	2.0	n.a.	12.4	3.3	0.4	n.a.	0.0	9.4	3.7	17.8	6.3
(a) + (b) (%)	15.5	1.9	69.8	14.3	4.7	23.4	21.8	95.4	10.5	72.4	13.2

(注) 1. n.a.はnot available の略。

2. 銀行計数は、全て2009年9月末時点。ただし、中国は、2006年計数。

3. 銀行の基本的な定義は以下の通り。

全銀行	当該報告国に所在する、銀行の本店、支店、現地法人
国内銀行	当該報告国内に本店が所在する銀行
うち外銀現地法人	当該報告国に所在する独立法人で、他の法人(外銀など)が過半数または全ての経営権を持つ銀行
外銀	銀行が所在する当該国以外の国に銀行の本店がある銀行

4. インドネシアの外銀現地法人は、「インドネシア国民と(または)インドネシア法人」と「外国人と(または)外資法人」との合弁事業を指す。

5. マレーシアの外銀支店は、マレーシア国際イスラム金融センター(MIFC)のイニシアティブの下、国際イスラム銀行として設立され、外貨取引のみ許可されている。

EMEAP 中央銀行の金融政策の枠組み

	RBA	PBC	HKMA	BI	BOJ	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS	BOT
政策金利	無担保翌日物 インターバンク レート	1年物貸出・預 金基準金利	HKD 7.8=USD1	BI レート	無担保翌日物 コールレート	7日物レポ レート	翌日物政策金 利(無担保翌日 物インターバン クレート)	オフィシャル・キャ ッシュ・レー ト	翌日物レポ・リ バースレポレート	貿易加重為 替レート	1日物レポレー ト
オペ・ターゲット金利	無担保翌日物 インターバンク レート	超過準備額(短 期金利は参照 値)	為替スポットレ ート	翌日物コー ルレート	無担保翌日物 コールレート	7日物レポ レート	無担保翌日物 レート (± 25bps)	オフィシャル・キャ ッシュ・レー ト	公式なターゲッ トはない。BSPは 政策金利を設 定。	S\$NEER (名 目実効為替 レート)	1日物レポレー ト
スタンディング・ ファシリティ	レポ(政策金利 +25bps)	貸出・預金(超過 準備預金)	レポ(基準金利 FFレート+50bps、 または、翌日物お よび1カ月物 HIBORの5日間移 動平均の平均値 のうち、高い方に 設定)	貸出・借入 (100bpsのコリ ドー)	補完貸付・補完 預金制度 (08/11月からの 時限措置、20bps のコリドー) ¹	流動性調整 貸出・預金金 利(200bpsの コリドー)	貸出・借入 (50bpsのコリ ドー)	翌日物リ バースレポ 金利、o/n 預金金利 (50bps の コリドー)	レポ/リバースレ ポ、再割引特別 預金口座、特別 貸出オペ、緊急 融資	預金・有担保 貸出(100bps のコリドー)	流動性調整ウィ ンドウ(有担保 翌日物貸出・借 入、50bpsのコリ ドー)
準備預金制度の導入	無	有	無	有	有	有	有	無	有	有	有
所要準備に対する 付利	—	有 (1.62%)	—	無	無	無	無	—	有 (所要準備額 の40%以下に対 し4%の付利) ²	無	無
超過準備に対する 付利	—	有 (0.72%.)	—	無	有 (補完預金制 度として、0.1%)	無	無	—	無	無	無

(注) 1. 補完貸付制度の基準貸付利率は0.3%で、補完当座預金制度の利率は0.1%。

2. 流動性準備預金制度は、BSPから直接買い取られた利付国債により構成されており、同等の国債利回りより0.5%ポイント低い金利が付されていた。しかし、2006年3月から金融政策委員会は、流動性準備預金を、BSPから直接買い取られた利付国債の代わりに、BSPに保有する準備預金口座(RDA)の形で預けることを銀行に義務化。新たな流動性準備預金制度の下、国債に取って代わった準備預金口座には、一定比率を3か月定期預金として預金することが可能になった。さらに、財務局(Treasury Department)は、市場で比較可能な主要国債利回りより0.5%ポイント低い金利で、6か月間および12か月物の定期預金を提供することが可能である。なお、財務局の規定に基づき、適用金利を低く設定することでRDAを満期前に解約することも可能。

EMEAP 中央銀行の市場オペツール（2009 年 1-9 月）

	RBA	PBC	HKMA	BI	BOJ	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS ⁸	BOT
買切/売切オペ	○ (7%)		—	○ (0%)	○ (20%)	○		○ (0%)			○ (10%) ¹⁰
レポ/リバース・レポ	○ (83%)	○ (10%)	—	○ (2%)	○ (80%) ⁴	○ (10%)	○ (8%)	○ (36%)		○ (0%)	○ (25%)
中銀債の発行		○ (90%)	—	○ (81%)	○ (0%)	○ (90%)	○ (19%)	○ (16%)			○ (47%)
為替スワップ	○ (8%)		—	○ (0%)			○ (0.1%)	○ (48%) ⁷	○ (100%)	○ (59%)	○ (8%)
その他	○ (2%) ²		—	○ (18%) ³	○ ⁵		○ (73%) ⁶			○ (41%) ⁹	○ (11%) ¹¹

1. 中銀に裁量のあるオペ・ツール。かつこ内の数値は全金融市場調節残高に占める各オペ・ツールのシェアで、各国統計に基づき、入手可能な2009年1月-9月の9か月平均残高より算出。PBCの詳細は不明。青シャドウは、各国で最も用いられているオペ・ツールを示す。
2. RBA定期預金。3. Direct placement（資金余剰を銀行が1日の終わりにBIにdepositできるstanding facility）。4. 共通担保資金供給オペ（47%）、個別担保に対するレポオペ（20%）、および暫定オペである企業金融支援特別オペ（13%）を含む。5. 共通担保米ドル供給オペ。6. 無担保直接借入とイスラム金融オペ・ツール。7. ペーシス・スワップ（通常、米ドル3M LIBORに対するスワップ）を含む。
8. 2008/2009年年度計数。9. 無担保直接借入と有担保貸出。10. 公債買切オペ。他の公開市場オペとは異なり、流動性資金供給オペを指す。11. オークション・ベースの BOT debt securities window。

EMEAP 中央銀行の市場オペ対象資産（2009 年 1-9 月）

	RBA	PBC	HKMA	BI	BOJ	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS	BOT
国債	○ (7%)	○ (10%)	—	○ (1%)	○ (33%)	○	○ (8%)	○		○ (100%)	○ (19%) ¹²
エージェンシー債、準国債	○ (10%)		—			○		○			
中銀債		○ (90%)	—	○ (81%)	○ (0%) ⁴	○	○ (19%)	○			○ (72%) ¹³
銀行債/手形/CDs	○ (18%)		—			○		○			
国際機関債	○ (0.6%)		—					○			
MBS/RMBS/ABCPs	○ (55%)		—			○		○			
CPs/bills			—		○ (7%) ⁵						
社債	○ (0%)		—		○ (0.3%) ⁶			○ ⁹			
その他	○ (10%) ²		—	○ (18%) ³	○ (60%) ⁷		○ (73%) ⁸	○ ¹⁰	○ (100%) ¹¹		○ (8%) ¹⁴

1. 為替介入を除く。かつこ内の数値は、各金融資産の全金融調節残高に占めるシェアで、各国統計に基づき、入手可能な2009年1月-9月の9か月間平均残高より算出。PBCとBOKの計数は不明。青シャドウは、各国のオペで最も用いられている金融資産。2. 為替スワップ・オペとRBA定期預金。3. Direct Placement。4. 日銀振出の手形売切オペ。5. 2009年2月以降暫定措置として導入されたCP買切を含む。6. 暫定措置としてのABCPを含む。7. 共通担保資金供給オペ（貸出）（47%）、企業金融支援特別オペ（16%、暫定措置）を含む。大方の資金供給オペは、共通担保である国債、FB、TBを担保に行われる。8. 直接借入、為替スワップ、イスラム金融オペ・ツールを含む。9. ABSを含む。10. 為替スワップとペーシス・スワップを含む。11. BSPは中銀の裁量オペとして為替スワップのみを行い、レポ・オペはstanding facilitiesとして利用されている。12. 国債、エージェンシー債、準国債残高には、BOTポートフォリオに組み込まれた国債、政府企業債の買切を含むと共に、レポ・オペによって売却された同債券も含む。13. 中銀債には、レポ・オペおよび売切のBOT債・手形を含むと共に、レポ取引やBOT debt securitiesで使用されるBOT 0 eP/Nも含む。14. 米ドル為替スワップ。

EMEAP 中央銀行の為替スワップ・オペの概要

(2010 年 2 月末時点)

	RBA	BI	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS	BOT
対象通貨	USD, EUR, JPY	USD	USD	USD	主に USD、時に AUD、EUR、JPY	USD	USD	USD
上記以外の通貨との取引	可	—	可	可	可	可	可	EUR、GBP、JPY（ただし、ストレス時に限る） ¹
取引方式	相対	相対	相対	相対	相対	相対	オークション	相対およびオークション

（注）BOTでは、現在、スワップ取引の担保として米ドル以外の主要通貨は使用していない。

EMEAP 中央銀行の流動性管理における適格担保

	RBA	PBC		HKMA		BI		BOJ	BOK		BNM		RBNZ		BSP		MAS		BOT ⁵
市場オペとスタンディング・ファシリティの適格担保が共通	Yes	n.a.		No		No		Yes	Yes		No		Yes		No		No		Yes
適格担保	OMO と S.F.*	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO と S.F.	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO	S.F.	OMO と S.F.
国債	○	○	n.a.	－	×	○	○	◎	◎		○	○	○	○	×	◎	○	○	◎
地方政府債、エージェンシー債、準国債、政府保証債	○	×	n.a.	－	×	×	×	○	○		×	○	○	○	×	○	×	○	○
国際機関債、外国政府債	○	×	n.a.	－	×	×	×	○	×		×	○	○	○	×	×	×	○	×
中銀債	×	○	n.a.	－	×	◎	◎	×	○		◎	○	○	○	×	×	×	○	○
社債/手形/ CPs	○	×	n.a.	－	×	×	×	○	×		×	×	○	○	×	○	×	×	×
手形/ CDs/銀行債	◎	×	n.a.	－	×	×	×	×	× ⁴		×	×	○	○	×	×	×	×	×
ABS/RMBS/ABCPs	○	×	n.a.	－	×	×	×	○	× ⁴		×	×	○	○	×	○	×	×	×
その他	×	×	n.a.	－	◎ 外貨基金証券 ³	×	×	○ 証書貸付債券	×		×	×	×	×	×	○ 貸付債券、外貨預金	×	×	×
中銀の適格担保範囲拡大における裁量	有	n.a.		有		有		有	有		有		有		適格担保のリストは、BSP Charterで定められている。		有		適格担保のリストは、タイ中銀法によって規定されている。

(注) 1. OMOは市場オペ、S.F. はstanding facilities (スタンディング・ファシリティ) の略。n.a.はnot available の略。

2. ○は適格担保/資産、◎は最も用いられる担保/資産を表わす。

3. 2008年10月2日～2009年3月末の期間は、Discount Window の適格担保に米国債も含む。

4. 2008年11月7日～2009年11月6日の期間、市場オペの適格担保範囲は、韓国住宅金融公社債 (MBS) を含む、銀行債と一部政府エージェンシー債を含むベースに拡大。

5. 緊急時のニーズに応じて、BOTは適格担保リストを、(1) よりリスクの高い投資各付である、国有企業・法人・金融機関が発行した政府保証無しのタイ・パーツ建有価証券、(2) タイ政府および特定の外国政府 (米国、日本、英国、ドイツ、フランス) 発行の主要通貨建債券、を含むように拡大。

EMEAP 中央銀行オペ対象先金融機関の適格要件

(2010年2月末時点)

	RBA	PBC	HKMA	BI	BOJ	BOK	BNM	RBNZ	BSP	MAS	BOT
適格対象先	・適格要件を満たす全金融機関 ・54銀行	プライマリー・ディーラー	・適格要件を満たす金融機関はすべて為替介入の対象先となるが可能 ・144先の金融機関	適格要件を満たす全銀行	・適格要件に基づき選定 ・30～163 金融機関 (オペの種類により異なる)	・適格要件に基づき選定 ・レポオペ対象が33プライマリー・ディーラー、MSBオペ対象が25 プライマリー・ディーラー	・通常のBNM notesオペは12プライマリー・ディーラー、イスラム BNM notesオペではさらに6プライマリー・ディーラーが追加 ・その他のオペ対象は、適格要件を満たす全金融機関	・適格要件に基づき選定 ・登録銀行18 行中の11行と、シドニー拠点の5行	適格要件を満たす全金融機関	シンガポール財務省証券の定例オペは12 プライマリー・ディーラー	・相対レポオペ対象は11プライマリー・ディーラー、国債買切/売切オペ対象は9プライマリー・ディーラー ・その他のオペ対象は、適格要件を満たす全金融機関
適格要件	・Reserve Bank Information and Transfer System への参加。 ・Austraclearを介したRBAとの取引	注2参照	認可された銀行	BIの当座預金取引先	・日本銀行の当座預金取引先 ・日銀ネットへのアクセス ・十分な信用力 ・市場プレゼンス	・財務の健全性 ・マーケット・メイク能力	BNMの規制下にある、リングィット建業務を行うインターバンク市場参加者	・十分な信用力 ・Austraclear へのアクセス	BSPの預金取引先であること	・信用格付 ・取引量 ・スタッフ/経験	(相対レポオペ) ・マーケット・メイク能力 ・十分なリスク管理能力 (アウトライト取引) ・プライマリー市場、セカンダリー市場での活動 ・健全な財務状況 (その他のオペ) ・BOTの当座預金取引先
うち外銀オペ対象先	31外銀支店中、30先	2外銀 (HSBC および Standard Charters)	認可されている全144 行のうち、121 行が外銀支店	全外銀支店10 行	外銀および外国証券会社62先のうち、3～25先	38外銀支店中、レポオペ対象が5先、MSBオペ対象が4先	全20外銀現地法人がオペ対象先	登録銀行11行中、外銀は5先で外銀現地法人が4先。シドニー拠点の5行も外銀支店	全14外銀支店	外銀プライマリー・ディーラーは、外銀112行のうち9先	相対レポオペ対象は1 先、国債買切オペ対象は4先、その他のオペ対象は全15外銀支店

(注) 1. n.a.はnot available の略。

2. 中国のオペ対象先適格要件は下記の通り。

- (1) 政府によって認可された金融機関であり、独立性機関として認められること。 (2) 監督機関が設定する資産/負債比率管理比率および、経済金融に関する国家の法令・規制の順守。 (3) 強い資本基盤、適格な人材、質の高い営業資産、収益計上能力と共に、堅実な経営管理能力が比較的高いこと。 (4) プライマリー・ディーラーの義務を果たす意思と能力。 (5) PBCの規定するその他要件を全て 満たすこと