

要旨（日本銀行仮訳）

マーケット・メイカーは、流動性を供給することによって市場の効率性と機能度を高めるといふ、金融市場において重要な役割を果たしている。マーケット・メイカーおよび他の流動性供給者の行動変化と、それらが債券市場の流動性に与える影響は、金融政策および金融システムの安定との関連性を踏まえると、政策立案者にとってとくに関心が高い。本報告書では、これらについて最近の動向と行動変化を決定する要因を調査し、市場の機能度と頑健性に対する含意を検証している。主な知見は以下の通りである。

市場流動性の動向

市場毎にみた流動性の動向

様々な指標や市場参加者の意見からは、ほとんどの国債市場における市場流動性は、金融危機以前の水準を回復したことが示唆される。しかしながら、取引が流動性の高い資産に集中し、社債などの流動性が相対的に低い資産の取引は不活発になるなど、流動性の二極化と脆弱化が進んでいる兆候がある。

これらの兆候は、様々な要因からマーケット・メイキングの需要と供給が変化しつつあることを映じており、市場参加者が、取引費用と市場流動性への影響を抑制する手段を模索する誘因ともなっている。

ディーラーのリスクテイキング能力・意欲の低下

マーケット・メイカーは、資本・バランスシート規模をより必要としない取引に注力しつつある。こうした動向に合わせて、多くの法域における銀行が、マーケット・メイキング活動に割り当てる資本を削減し、流動性が相対的に低い資産を中心

に在庫を減らしつつある。

選別強化とコア市場への注力

多くのマーケット・メイカーは、コアとなる顧客を厳選するなど、顧客サービスの提供についてより選択的に取り組んでいるほか、対象とする市場の範囲を狭めるなど、サービス範囲を限定している、との声が聞かれている。多くの法域において、マーケット・メイキングはよりオーダー・ドリブン型やブローカー型のモデルに移行してきている。結果として、多くのマーケット・メイカーは大きなポジションを抱えることを一層敬遠し、大口の取引の執行には、基調としてより多くの時間を要するようになっている。

銀行による自己勘定取引の減少

多くの法域——とくにユーロ圏——で、銀行の自己勘定取引は減少または重要性が低下した、との声が聞かれている。今後も、銀行の自己勘定取引は、概して更に減少するか、あるいはこれらの取引を対象とした規制改革を受けて、規制の緩い主体に移管されると考えられる。ただし、近年の金融危機による影響が相対的に小さかったアジアなどの幾つかの法域では状況が異なっている。

即時取引に対する需要の高まりと寡占化

債券発行市場の拡大は、即時取引に応じるサービス（immediacy services）を必要とする市場参加者への巨額の資金流入も相まって、マーケット・メイキングに対する需要を高めている。また、即時取引を需要する市場参加者——アセット・マネージャーなど——の寡占化が進んでいる兆候もみられる。その結果、市場流動性がごく少数の巨大機関投資家のポートフォリオ配分に更に左右される可能性がある。

また、市場参加者の中には、マーケット・メイキング・サービスの利用可能性を巡る変化の影響を強く受ける先もある。例えば、低利回り環境のもとで相対的に流

動性の低い資産へ投資するインセンティブが生じているなか、「即日の」換金を保証する債券ファンドが、過去数年で大きく拡大している。もっとも、ディーラーが即時取引に応じる余地が低下していることを踏まえると、市場のセンチメントが悪化した際には、こうした流動性の低い資産の換金は予想以上に困難かもしれない。

取引方法の見直し

ポートフォリオ・マネージャーは、即時取引の費用や利用可能性の変化を受けて、取引方法を見直している。例えば、取引の小口注文への分割や、取引を最適化する代替手段の利用といった戦略を模索している。こうした見直しは即時取引に対する需要の高まりを緩和する可能性があるが、小規模な機関投資家にとっては、IT投資などの負担は困難かもしれない。

電子取引の拡大

市場参加者がより高い価格透明性とより安価な取引執行を求めるなか、債券市場における電子取引の利用が、水準としては相対的に低いが、増えてきている。電子取引プラットフォームは、単一のディーラーをベースとするものでなければ、複数のディーラーから流動性をプールすることによって、市場機能を支援する可能性がある。もっとも、既存の電子取引プラットフォームは、往々にして標準化された小口の取引の範囲内で限定的に利用されている。また、即時取引に応じるサービスの供給については、電子取引プラットフォームの外部でも流動性を供給している主体に依存したままであることが多い。

変化の要因と含意

市場環境要因と規制要因

最近の市場流動性を巡る動向の変化は、様々な証拠から広い意味で金融危機の影

響を受けたものであることは示唆されているが、どの程度循環的なものか、あるいは構造的なものか、という点は疑問として残されている。近年の金融危機の経験を踏まえ、様々な法域における市場参加者は、ディーラーのリスク許容度の低下がマーケット・メイキングの機能低下の主因の一つであると強調している。多くの法域におけるマーケット・メイカーは、要求するリスク・プレミアムを引き上げ、リスク管理の枠組みを見直し、取引費用算定の精緻化を進めており、結果としてリスクを引き受けることの対価が上昇している。

また、金融危機の影響を受けて、金融規制改革が金融システムにおけるシステムミック・リスクの低減を目的に進められている。それには、マーケット・メイキングを担う主要な主体のバランスシートや資金調達構造の強化も含まれている。これらの改革は、銀行が流動性危機の震源地となる確率を低下させ、マーケット・メイキングの頑健性向上に貢献し得る。しかしながら、多くの市場参加者は、金融規制の変化によって平時における即時取引の費用が上昇して——資産クラスや法域ごとに程度の差はあるにせよ——最近の流動性の二極化傾向が強まる可能性があるとも予想している。

市場への含意

マーケット・メイキングの需給動向からは、取引費用の上昇圧力、流通市場における流動性低下、そして潜在的には、発行市場における資金調達費用の上昇が示唆される。ただし、金融危機以前は即時取引に応じるサービスに対して、過小評価された価格付けが観察されていた。今後は、流動性プレミアムはマーケット・メイキングの許容能力と費用に見合った形でより適正に価格付けがなされる可能性が高い。

現段階では取引費用が広範囲にわたって上昇している決定的な証拠はないが、これは多くの要因から顧客や発行体に対する価格転嫁が抑えられていることによる可能性もある。幾つかの市場では、流動性を巡る環境は一段と脆弱化しているかもしれない。前述の各主体の行動や環境の変化によって、偏った大規模で自己増殖的な

売買フローが流動性を急激に悪化させるリスクは——とくに、政策金利が低位にあり、ターム・プレミアムも抑制された現在の環境では——高まっている可能性がある。

政策への含意

こうした市場の変化に対する政策対応は、①適正に価格付けがなされた頑健な流動性環境の実現をサポートするためのイニシアティブ、②ストレス・シナリオ下で顕在化し得る脆弱性に対処するためのバックストップ、という2つの観点に分けることができる。

イニシアティブについては、第一に、市場参加者および関連当局は、流動性リスク管理の強化、および市場の透明性向上・モニタリングを通じて、市場参加者間で実際以上に流動性が存在するとの幻想（liquidity illusion）が生じるリスクの抑制に努めるべきである。また、新たに導入されつつある金融規制やその他進展している構造変化の影響が依然として不透明であるなか、政策立案者は、それらがマーケット・メイキング活動の実効性と頑健性に与える影響を注意深く見守る必要があるかもしれない。

第二に、マーケット・メイキングを担う主体およびその監督当局は、現在進行中の金融規制改革によってもたらされるショック吸収能力の改善が、流動性ストレス局面においても有効であるかどうかを、ストレステストなどを通じて検証すべきである。

第三に、国によっては、国債の発行体は、流通市場の流動性を向上させるために、マーケット・メイカーに対する新たなインセンティブ・スキームの構築、もしくは既存のスキームの見直しと拡大を行おうと思うかもしれない。また、社債の発行体は、発行に係る市場慣行の更なる標準化の可能性を検証し、これを有効活用するべきである。

バックストップについては、通常の資金流動性供給は、中央銀行による主要な対応手段であり続けると思われる。債券貸出制度の設立・拡充は、必要に応じて、ストレス下において主要な市場の流動性を改善し、関連するレポ市場の頑健性を支えるための追加的選択肢となる可能性もある。これら以外の市場機能を支援するためのより直接的な手段は——市場参加者の経済的動機を歪めるリスクなど——費用と便益の間の難しいトレード・オフの問題をもたらす。政策立案者が、先行き既存のバックストップの拡充の実施や拡充条件の変更を検討することが仮にあれば、こうしたトレード・オフを考慮する必要があるだろう。

以 上