

グローバル金融システム委員会／市場委員会共同報告書
「中央銀行のオペレーション枠組みと担保市場」

要旨（日本銀行仮訳）

市場の取引慣行および金融規制環境の変化を背景とした担保資産への需要増大に伴い、担保市場の重要性が増している。中央銀行のオペレーション（金融市場調節等）の方法と担保市場とは、相互に意図した（そして意図せざる）影響を及ぼし合うことから、オペレーションの設計やその実施は担保市場にとって重要になっている。近年は、大規模な資産買入やその他の非伝統的政策の実施によって、中央銀行が担保となる金融資産の市場で大きなプレゼンスを有してきたこともあり、オペレーションが担保市場に与える影響は以前にも増して大きい。

オペレーションとは、その実質において資産の交換取引であり、この結果、市場参加者にとって利用可能な資産の構成に変化をもたらす。例えば、中央銀行が金融システムに流動性を供給する場合には、担保を取得するか、資産の買入を行う。これにより、流動性が供給されることとの見合いに、市場参加者が民間同士のレポ取引等に用いることのできる担保資産の量が減少する。こうした影響が大きなものとなるかどうかは、担保市場対比でのオペレーションの規模や、市場参加者の担保資産利用に関する制約の有無、金融システムの特徴によって左右される。世界的な金融危機やその結果としての金融規制改革の影響で担保資産の稀少性が高まると、オペレーションの担保市場への潜在的影響はより重要となる。

中央銀行はオペレーションの設計を選択することができるが、その選択は、担保資産の供給や民間同士の取引における担保の利用可能性を通じて、担保市場に影響を与え得る。オペレーション設計上の選択肢としては、取引の種類およびその規模や期間の他に、適格担保基準、ヘアカット等の取引条件、そして相手先の選定基準に関するものが含まれる。多くの場合、これらの選択は、主に中央銀行のリスクマネジメントの観点から行われるが、時には担保市場の機能を支援することを意図することもある。具体的には、最近のユーロ圏におけるソブリン債務危機の際に適格担保基準が緩和されたことや、金融危機のピークに米国連邦準備制度が担保市場を下支えするために様々なプログラムを実施したことが挙げられる。

これらの点を検証するために、本稿はまず、「稀少性効果」と「構造的効果」という 2 つの主要なチャンネルを区別する包括的な概念枠組みを提示する。事例研究や市場参加者へのインタビューおよびアンケート等を利用しつつ、中央銀行のオペレーション設計上の選択が担保市場に与える影響を分析する。さらにその際、有用な分析モデルやツールも併せて提示する。

中央銀行のオペレーションが担保市場に与える影響を概念的に明確に捉えるため、本稿では、平常時と危機（ストレス）時という 2 つの政策枠組みを区別して論じている。平常時には、中央銀行はオペレーションを限定的な規模で実施し、オペレーションの設計は担保市場に対して中立的となるように行われるのが通例である。市場金利や資産価格に対するオペレーションの狙い通りの影響のほかには、担保市場への影響は小さい。もちろん、平常時にあっても、中央銀行が担保市場に影響を与えるよう特定の効果を狙った行動をとることはある。他方、危機時には、金融システムに存在する担保資産が稀少となり、市場のコンフィデンスの低下により無担保取引から有担保取引への急速なシフトが起きる。そうした状況の下で、中央銀行が大規模なオペレーションを実施することがあり、このため担保市場に意図せざる影響が生じる場合には何らかの対応が必要となる。さらに、中央銀行は、担保市場の機能に直接影響を与えようとする可能性が高い。例えば、オペレーションの相手方に対して、流動性の低い担保資産と引き換えに、民間同士の資金調達取引に転用可能な流動性の高い担保資産を供給するファシリティを導入するといったことを行う。

こうした観点から、中央銀行のオペレーションが担保市場に与える影響は、非伝統的金融政策およびそうした政策からの出口に関連して特に注意深くモニタリングする必要がある。中央銀行は、非伝統的金融政策からの正常化を進める中で、オペレーション手段の選択が担保市場に与える影響を考慮する必要がある。

本稿では、担保市場に影響を与え得る種々のオペレーション手段についても分析を行っている。こうした分析の中には、危機へ備える観点から、オペレーションの枠組みの中のいくつかの項目に関する分析の必要性を示唆するものもある。こうした項目の中には、市場のストレス状況における中央銀行の担保資産在庫やリスク管理能力が適切かといった点が含まれる。