

グローバル金融システム委員会報告書  
「債券市場の流動性」

要旨（日本銀行仮訳）

## 1. 流動性の供給減少と需要増加

### 供給の減少 vs 需要の増加

前回のCGFS報告書（「マーケット・メイキングと自己勘定取引：業界動向、変化の要因、政策含意」）で指摘したトレンドの変化は、全体として続いている。多くの法域で、ディーラーのマーケット・メイク能力および意欲は低下し続けており、彼らは資本をより必要としない活動へと焦点を移している。一方で、マーケット・メイク・サービスに対する需要は、債券発行市場の拡大やディーラーが即時取引に応じることに依存している市場参加者（資産運用会社等）の債券保有が増加していることから、拡大し続けている。こうした流動性を巡る需給トレンドの変化の影響は、債券市場間で異なっている。

### ベンチマーク債券市場においても市場が脆弱化？

国債市場、特にベンチマーク銘柄の取引市場では、市場の様々な指標からみると、（通常時の）流動性に変化は殆どないように見える。しかしながら、こうした市場においても、（ストレス時に）流動性が急低下しやすくなっていることを示唆する兆候が幾つかみられる。こうした市場の脆弱性の原因を特定することは難しいが（下記参照）、最近の市場でのストレス事例は、一部の市場では、アルゴリズム取引の台頭が流動性に影響しているかもしれないことを示唆している。

## 流動性の二極化が継続

国債のオフザラン銘柄や社債等のその他の市場については——そもそも厚みに欠けている多くの市場を中心に——更に流動性が低下する二極化の兆候がみられている。これらの市場では、既存のディーラーのマーケット・メイク能力低下が、彼らが提供してきたサービスを代替する存在が限られていることから、流動性へより大きく影響したとみられる。

## 価格ではなく、主に量を通じて調整

こうしたトレンドは、潜在的には取引コストの上昇要因となるものであり、最終的には発行市場における資金調達コストを引き上げる可能性があることを意味している。しかしながら、これまでのところ価格（コスト）ベースの指標——ビッド・アスク・スプレッドや流動性プレミアム——が大幅に変化する兆しはみられない。多くの市場参加者は、この理由のひとつとして、新たな状況への調整が主に価格より量を通じてなされていることを指摘している。例えば、多くのディーラーが大きなポジションを保有することに対して消極的となっており、大規模な取引の執行には、より複雑かつ時間がかかるようになってきていると聞かれる。このほかの理由として、以下の幾つかの要因が相互に絡み合い市場流動性に影響を与えていることが挙げられる。

## 2. 市場流動性に影響を与えている諸要因

### 技術革新と競争による取引環境やビジネスモデルの変化

債券市場は新たな状態への移行過程にあり、様々な構造的・一時的な要因の影響

を受けている。こうした要因の一つとして、技術進歩とそれによる競争激化により、電子取引プラットフォームを用いた取引が増加し、取引の執行や決済の自動化が進んでいることが指摘できる。このことに、市場の透明性を向上させる規制の変化も加わって、平均的な取引コストが押し下げられているほか、既存のマーケット・メイカーによる流動性供給縮小の影響も緩和されている。同時に、こうした環境変化によって、市場価格がより強く速やかにオーダーフローの情報に反応しやすくなっている可能性や、大口取引が難しくなったり、市場の厚みが低下していたりする可能性が窺われている。

### 金融規制の厳格化が進む中でのリスク削減の継続

金融危機後を受けた、市場参加者全体の行動変化もまた最近のトレンドに影響を与えている要因の一つである。多くの法域で、銀行はトレーディング関連のエクスポージャー削減を継続したり、マーケット・メイキング活動の対象を縮小したりしている。こうした変化の背景では、市場ベースの要因と規制要因の両者が混在している。市場ベースの要因としては、そもそもディーラーのリスク許容度が低下していることに加え、各社が個々のビジネスラインにおけるリスク調整後の収益を厳密に評価する傾向を強めていることが、多くの場合、ディーラーのマーケット・メイク意欲を低下させていることが挙げられる。

また、金融システムにおけるシステムリスクを抑制するための金融規制の強化は——規制の意図として——ディーラーのリスクテイク能力を抑制している。その結果、多くのディーラーは、顧客オーダーを容易に引き合やすことができるときは流動性を供給するが、特に正式なマーケット・メイク義務がない場合には、市場変動が大きい局面ではクォート自体を見送っている、と指摘している。

## 金融政策：流動性を下支え。一方、市場を脆弱化させるリスクは増加？

現在、市場流動性へ影響を与えている重要な要因として金融政策の状況も挙げられる。フォワードガイダンスや低金利環境といった主要先進国における非伝統的な金融政策は、多くの債券市場で、価格を下支えし、ボラティリティを抑制している。

最近の金融政策は——市場（現物国債とレポ市場等）や政策の段階（資産買入れの当初公表直後と、長期に渡り買入れを続けた後等）によって度合いは異なるものの——全体として、市場流動性を下支えしていると受け止められている。同時に、モメンタム取引が増加したり、金融政策期待から一方向に取引が集中したりするリスクも懸念されているほか、市場流動性が金融政策の正常化にどのように対応していくのか疑問視する向きもある。

### 3. 新たな状態への移行

#### マーケット・メイカーの耐性強化

マーケット・メイカーによるリスクテイクは、市場の厚みを増すことを通じて、市場流動性を拡大させうる。同時に、マーケット・メイカーによるリスクテイクは、それが適切な資本や頑健性のあるリスク管理手法による裏付けがなければ、彼ら自身の耐性を損ないうる。マーケット・メイカーの耐性維持にはコストがかかるが、金融危機前に彼らが提示していた取引価格には、こうしたコストが反映されていなかったことが示唆されている。割安な流動性サービスが提供されていたのは、主要金融機関に対する公的セクターからの暗黙の支援に対する期待によるものであった。こうした状況で、主要マーケット・メイカーは流動性急低下の連鎖が生じうる源泉となっていた。

危機後の規制改革はこうした脆弱性に対して、銀行の市場、カウンターパーティおよび資金調達リスクに対する耐性を高めることで対応することを目的としている。市場が安定期にある場合はこうしたリスク（脆弱性）と市場流動性との関係は薄く見えるかもしれないが、仮にこうしたリスクが顕在化することがあれば、それは市場に極めて重要な影響を与えうる。

### 耐性のあるマーケット・メイカーと耐性のある流動性—トレードオフ？

規制によってもたらされたマーケット・メイカーの耐性強化は、市場仲介コストを上昇させている。このことによって、金融仲介機関の耐性強化と、市場流動性の耐性強化との間にトレードオフがある、との誤った印象が生じているかもしれない。現在と金融危機前の流動性コストをそのまま比較することは、市場機能の変化が進展していることを無視しており、ミスリーディングである。中期的にみれば、金融仲介機関の耐性強化によって、市場がストレス下にあってもより上手くリスクを吸収することが可能となり、市場が混乱するリスクを低下させることができるはずである。

また、技術進歩や、それに伴い現在進んでいる変化（新たなプラットフォームへの流動性の集中やオーダーマッチングの効率性向上等）も、ディーラーによる即時サービスのコスト上昇による影響を和らげる一助となるはずである。

### 新しい市場環境への政策対応

市場参加者による移行が進んでいる中で、関連するリスクを注視していくことは、政策当局にとって引き続き課題である。また、流動性供給やその頑健性の変化は、金融政策の波及経路や中銀オペレーションの有効性にも深く関係しうる。こうした

観点からは、流動性の状況を仔細に確認していくとともに、新しい流動性供給主体や取引プラットフォームが市場参加者間のリスク配分に与える影響についても評価していく必要がある。政策当局は、電子取引の普及から流動性の高い市場で重要性を高めているアルゴリズム取引の影響を更に分析するとともに、ストレス時への対応策としての市場慣行の有効性について評価を行う必要があるかもしれない（サーキットブレーカーの長短所等）。

以 上