

市場委員会報告書

「中央銀行の大規模なバランスシートと市場機能」

要旨（日本銀行仮訳）

中央銀行は、グローバル金融危機とその余波への対応として、未曾有の規模でバランスシートを拡大させた。市場の不安定化と、金利が実効下限制約に近づくもとでの政策の限界に対処するため、多くの中央銀行が、特別なレンディング・プログラムを採用し、多くの場合、追って大規模な資産買入れプログラムを導入した。

こうしたプログラムの規模の大きさは、自ずと市場機能への影響に関する懸念を生じさせ、中央銀行は、潜在的な悪影響を軽減するための対策を講じることが求められてきた。市場委員会のスタディ・グループが作成した本報告書は、これまでの経験と関連する政策含意を改めて考察するものである。報告書は、バランスシート拡大の設計と執行が市場機能、とりわけ市場参加者が効率的にポジションを調整し、資産価格が情報に迅速かつ適切に反応する能力に、どのように影響を及ぼしたかを検証している。

先行研究に対する本報告書の付加的な価値は、市場機能への影響および関連する政策オプションについて、体系的に国際比較することにある。本報告書では、中央銀行へのサーベイ、スタディ・グループによる分析、既存の学術的または政策的な先行研究といった情報を活用している。本報告書は、CGFS（グローバル金融システム委員会）のもとで並行して進められた、中央銀行による非伝統的政策手段の活用の効果とその教訓に関するより広範な再考察の作業を補完するものである。

本スタディ・グループは、中央銀行によるバランスシートの拡大は、特に初期の段階においては、市場機能に総じてポジティブな影響を及ぼすことを確認した。とりわけ、市場の流動性が大きく低下した時期には、緊急的なレンディング・プログラムが、資金調達市場の深刻な緊張の緩和に役立った。また、リスクプレミアムが大きく拡大した債券の買入れは、その拡大の要因となった流動性を改善させるのに役立った。副作用が生じることもあったが、政策当局が対策を講じたこともあって、顕著に金融環境を引き締めることは殆どなかった。副作用は多くの場合一過性であったが、政策が長期にわたり実施される場合には、持続的な影響が生じることもある。

市場機能にかかる副作用は、とりわけ中央銀行による買入れ額や証券の保有額がその発行額または残高対比特に大きい場合に、資産不足に伴うかたちで生じやすい。資産不足は、債券市場の流動性指標の悪化やレポ市場における担保の希少性の高まりを引き起こすことがあったが、その影響は多くの場合短期間であった。いくつかの市場において、特に政策の実施期間が長期にわたる場合に、マーケットメイク活動の縮小と市場参加者の減少が指摘された。それゆえ、市場機能への影響にかかる最終的な評

価は、バランスシートが正常化されるまでは、完全には明らかにならないかもしれない。

中央銀行のバランスシート拡大は、中銀当預の急増をもたらし、インターバンク市場における資金取引の大幅な減少の一因となった。しかしながら、ホールセール短期金融市場における取引はなおしっかりと維持されており、中央銀行は短期金利をコントロールする十分な能力を保持している。

本報告書では、中央銀行が、バランスシート拡大の副作用に対して多様な対応策を講じることにより、その市場機能への影響を回避または軽減することができたことを示している。こうした対応策は、多くの場合、一時的に需要の高まった証券を買入れ対象から外したり、個々の債券について中央銀行の保有額の上限を設けるなど、プログラムの設計に予め組み込まれていた。透明性や明確なコミュニケーションは、中央銀行が市場環境の変化に応じて買入れのペース、タイミングや量を柔軟に調整する余地を残しつつ、情報の非対称性を抑制し、市場の予見可能性を高めた。また、中央銀行は、資産不足の影響を緩和するため、証券貸付プログラムなどの施策を講じた。

レンディング・プログラムの終了やバランスシート縮小の経験は限られているため、その市場機能に及ぼす影響についての評価はより暫定的である。しかしながら、これまでの経験からは、例えば、ゆっくりとかつ予見可能なかたちで（レンディング・プログラムの終了やバランスシート縮小を）進めるとの原則を順守すること等により、レンディング・プログラムの終了に伴う悪影響（銀行の脆弱性など）や証券保有の減少に関連する悪影響（証券ディーラーのトレーディングや在庫保有能力の縮小等）を軽減するための対応を講じることが可能であることが示唆される。

本報告書で分析された過去の経験に基づき、本スタディ・グループは以下の一連の教訓とベストプラクティスをまとめた。もし将来大規模なバランスシート拡大の必要が生じる場合には、これらの教訓が、中央銀行が市場機能への副作用を最小化するために有用な情報として役立つことを期待する。

- 買入れ対象となる資産の供給が短期的には非弾力的な場合には、その流通量や発行額と比べて買入れペースを緩やかにとどめることで、価格やボラティリティに対する非線形的なフロー効果を抑制することができる。
- 可能であれば、市場規模対比でみた資産の保有額を抑制することで、市場の価格発見プロセスの阻害や市場参加者の退出等のリスクを低下させることができる。
- 適切に設計された証券貸付プログラムは、レポ市場における担保の過度な希少化を抑制したり、担保の流通速度を高めるなど、資産不足の影響を緩和するための重要なツールである。

- 適切なオペの透明性と予見可能性は、情報の非対称性を抑制し、中央銀行の資産買入れの政策反応関数にかかる不確実性の最小化に寄与し得る。
- 市場や流動性の環境変化に応じて柔軟にオペを運営する余地を残しておくことは、(レンディング・資産買入れ)プログラムの基となる金融政策スタンスに変更を加えることなく、市場機能に及ぼす副作用を低減するための対応余地を提供し得る。
- インターバンク市場における取引の減少は、中央銀行によるバランスシート拡大に自ずと伴う副産物である。中央銀行は、コリドーシステムに回帰し、インターバンク市場の取引が活発化する場合には、短期金利の操作に影響を及ぼし得る履歴効果に対処できるよう準備しておく必要がある。
- 国内の市場機能に対する影響が抑制されるよう適切に設計されたバランスシート拡大プログラムは、クロスボーダーでの市場機能へのスピルオーバーも抑制するよう機能するだろう。予期せぬ結果やスピルバックを避けるもしくは抑えるためには、国際的な市場機能へのスピルオーバーの可能性を注意深くモニタリングすることが重要である。
- プログラムの設計次第で、特別なレンディング・オペレーションが満期を迎えた際にも、非連続的な流動性の低下を抑制することができる。例えば、市場環境が正常化するにつれてこうした貸出が自然と減少するようプライシングすることや、満期の到来に伴い大きな段差が生じることがないように対策を講じることが考えられる。
- 予見可能かつ緩やかに資産買入れを巻き戻すことで、市場参加者は、資産の供給増への準備や調整のための時間をより多く確保することができる。この点は、特に市場参加者のエコシステムが変化している場合や、低金利環境下での利回り追求の動きなどにより、一部で取引が極端に活発化しているような状況においては、とりわけ重要である。

以 上