



## 2015 年 10 月 国際金融安定性報告書

2015 年 9 月

## 第 2 章: 市場流動性 : その持続性を問う

## 要旨

市場関係者は、先進国でも新興市場国でも市場流動性が低下しており、その強靱性も弱まっているのではないかと懸念を抱いている。この心配は特に債券市場について顕著で、その結果、何らかのショックで流動性が損なわれた際のリスクの高まりが心配されている。高い水準の市場流動性は、大量の証券を低コストで価格に大きな影響を与えることなく迅速に売買することを可能にし、資金を貸し手から借り手に効率的に流す上で重要であり、これは高い経済成長の実現にもつながる。他方で、市場流動性の強靱性が強いことは、ショックが起きた際の流動性の急減を防ぎ、金融システムの安定性を維持する上で重要である。市場流動性の水準が低い場合にはリスクが高いことはもちろんだが、一見市場流動性が十分あるように見えても、これが急激に低下する事態も考えられる。

本章では、市場流動性の水準と強靱性に影響を与える要因をそれぞれ検討し、金融政策を含む景気サイクルの要因が両者において重要であることを指摘する。本章の分析によれば、債券の種類により動向は異なるものの、市場流動性が明らかに低下しているのは一部の市場に限定されている。しかしながら、現状、市場流動性が維持されているのは景気サイクルに負うところが大きく、他方で流動性の強靱さが構造的な要因により弱まっている。加えて、新興国市場への波及を含め、各種資産市場間の流動性ショックの波及の可能性が強まっている。

最近の規制改革の影響の完全な評価を行うのは時期尚早である。規制に伴うマーケットメイク活動の減少に伴い市場流動性の水準が低下しているようにも見られるが、この流動性の低下はマーケットメイクの減少だけでなく他の要因にもよっていると考えられる。これに対し、他の分野では規制の影響はより鮮明に見られる。例えば、デリバティブのトレーディング業務に対する規制（2012年に導入されたEU規制など）は対応する原資産の流動性を低下させている。これに対し、透明性を高めるために導入された諸規制は市場流動性の改善に寄与している。

市場構造の変化により流動性が脆弱になってきているようである。投資信託による社債保有の増加と、投資信託、年金基金、保険会社への保有の集中により、流動性の強靱さが弱まっている。同時に、発行額の小さい債券が増加したため、債券市場の流動性が低下し、投資信託における流動性ミスマッチの状況を悪化させていることはほぼ間違いない。

本章では、市場流動性の水準を改善させ、強靱性を高めるための幾つかの施策を提言している。市場流動性が突然枯渇することもしばしばあるので、当局はそうした事態への

備えが必要である。また、足下の市場流動性の状況からそうした流動性消失リスクを推し量ることも可能であり、当局は様々な資産クラスでの流動性の状況を注意深くモニターすべきである。しかしながら、本章では、市場流動性の水準や強靱性に関し、「最適」なベンチマークを設定することは目指さない。市場インフラの改革（例えば、平等なアクセスが保証された電子取引プラットフォームの構築や取引の標準化）はより透明で開放された市場の形成を通じ、流動性の改善に寄与できる。デリバティブ取引への規制は、再評価されるべきである。投資信託が流動性のコストを適切に価格に反映出来るような施策の導入を、当局も検討すべきである。米国において金融政策の正常化が円滑に行われることは、先進国、新興市場国を問わず、市場流動性の混乱を避ける上で重要である。



## 2015 年 10 月 国際金融安定性報告書

2015 年 9 月

## 第 3 章：新興市場国企業のレバレッジは懸念材料か？

## 要旨

主要な新興市場国の一般事業法人の負債は 2004 年と 2014 年の間で 4 倍に膨らんだ。同時に、債務の構成も融資から債券にウェイトがシフトしている。レバレッジを拡大させることは投資を増やし、ひいては経済成長を高めることにつながるが、多くの新興市場国の金融危機がレバレッジの急拡大の後に起こったこと考えると、最近のレバレッジの拡大が心配されるのは当然のこととも言える。

本章では、過去 10 年間の新興国におけるレバレッジ、債券発行及びスプレッドに対する個社、国、及びグローバルレベルの要因の影響を分析する。分析に当たっては大規模で詳細なデータベースを活用している。本章の分析は特定の国やセクターでレバレッジが過大となっているかについて定量的な判断を下すことを目的にはしていないが、レバレッジ拡大の要因分析を通じ、潜在的なリスクの解明に寄与できるものと考えている。

本章の主な結論は以下の三点に要約できる。第一に、新興国におけるレバレッジの拡大、債券発行量及びスプレッドの動向を説明する上での企業、国レベルの要因の重要性は相対的に低下していると見られる反面、グローバルな要因が重要性を増している。第二に、景気循環に対する感応度が高いセクターでのレバレッジの拡大がより大きく、建設業でレバレッジは最も拡大している。また、レバレッジの拡大は総じて、外貨建のエクスポージャーの拡大を伴っておきている。第三に、バランスシートの内容が悪化しているにもかかわらず、新興国企業はより有利な条件（より低い利回りとより長い満期）での債券発行を実現しており、多くの発行体はこうした好環境を利用し債務の借り換えを行っている。

例外的に良好なグローバルな金融環境のもとで、グローバル要因の役割が拡大してきたことに鑑みれば、新興国はグローバルな金融環境のタイト化の影響に備えなければならないものと考えられる。我々の主な政策提言は以下の 4 点に要約される。第一に、脆弱性を有するシステム的な観点から重要な企業及びこれら企業に密接に関連した銀行やセクターをモニターすること。第二に、このような広範なモニタリングを行う上で、外貨エクスポージャーを含む企業金融の状況に関するデータ収集を改善することが必要となる点。第三に、マクロプルーデンス及びミクロプルーデンス政策の動員により、バランスシートの外国為替エクスポージャーの一層の増加を抑制し、企業レバレッジの過度

の拡大を防ぎうること。第四に、先進国の金融政策が正常化するのに合わせ、新興国では企業倒産の増加に備え、必要に応じ破産処理制度の改善を図ること。