

これでなっとく金融調節 第8回

2021年10月25日

全3頁

中央銀行による非伝統資産の買入れ

金融調節から非伝統的金融政策を考える③

金融調査部 研究員 中村文香

「これでなっとく金融調節」第8回は、量的緩和政策と並行して行われていた日本銀行の非伝統資産の買入れについて解説します。

金融政策の波及経路を保全するためのアプローチ

日本経済は、1990年代のバブル崩壊と金融危機によって、大きな打撃を受けました。銀行は不良債権処理に苦しみ、金融仲介機能に問題を抱えていました。企業が資金を調達する主な手段は、株式や社債の発行と、銀行からの借入の二つが挙げられます。多くの企業は借入で資金を調達していましたが、金融危機で打撃を受けた銀行は、融資に慎重になっていました。バーゼル銀行監督委員会の規制により、銀行が貸出等を行う際、自己資本の量に見合ったリスクに留めることが求められますが、金融危機に見舞われた銀行は、貸出や担保といった保有資産の評価額下落によって自己資本が毀損するおそれがあり、安全性の高そうな相手にしか貸せない状況にありました。結果、中小企業を中心に資金調達環境は厳しくなっていました。経済の停滞を受け、企業側も新たな設備投資を控えるなど資金需要は弱かったものの、銀行の慎重な貸出姿勢が企業の投資抑制を促している側面もあったと考えられます。

量的緩和による潤沢な流動性供給の効果を企業にまで波及させるためには、第一に、個々の銀行の経営を安定化させることが考えられます。第二に、銀行に過度な負担をかけない企業金融の経路を確保するといったアプローチが考えられます。第一のアプローチとして、2002年11月から2004年9月にかけて、銀行が保有する株式の買入れが行われました。株式の含み益に依存した体質を改め、銀行の主たる資産の一つである株式の価格変動リスクを日本銀行（日銀）が肩代わりすることで、不良債権問題の克服に取り組む素地を整え、金融システムの安定化を図ることが目的でした。

第二のアプローチを目指して行われたのが、資産担保証券の買入れです。2003年6月の金融政策決定会合で決定され、2006年3月末まで買入れが行われました。資産担保証券とは、ローン等の資産を裏付けにして発行される証券のことです。銀行の貸出債権を証券化することで、銀行のバランスシート上にある貸出のリスクを軽減し、自己資本比率低下の懸念なく貸出を増やすことが可能となります。資産担保証券は、裏付け資産として多くの債権をプールすることで、全ての債権が一度に不良化する可能性を下げ、リスクは相対的に低く抑えられるという特

徴があります。

中央銀行が民間の信用リスクを引き受けることの意味合い

中央銀行が金融調節を行う際に買入れる資産の条件として、流動性が高いこと、経済主体同士の資源配分に中立的であること、そして中央銀行の将来の金融政策遂行能力への信任を損なわないよう、財務の健全性を守る安全性を有することなどが挙げられます。代表的な買入資産として、国債や、信用力の高い手形などがあります。民間企業向けのローンや、株式、社債、CPといった金融資産は上記の条件を満たしておらず、伝統的な金融調節では買うことができない資産であるといえます¹。

買入れ以外に中央銀行が民間の信用リスクを引き受ける方策としては、担保としての受け入れがあります。資産担保証券等の民間債務を日銀のオペに応札する際の適格担保として認めることで、これらの資産に対する需要を増やす効果が見込めます。中央銀行が何らかの資産の引き受けを検討する場合、まず対象となるのは適格担保の範囲拡大となります。資産担保証券も、まずは担保として受け入れが開始されました。

以上のように、中央銀行が、民間企業向けのローンや株式等を買入れるということは、非常にハードルの高い行為でした。そのため、金融機関保有株式の買入れや資産担保証券の買入れは、時限措置とすること、買入れ限度額をあらかじめ定めることなどの措置が取られました。また、社債やCPのような個社の債務を引き受けることはできる限り避け、複数の債権を裏付け資産とした資産担保証券を買い入れることで、資源配分への影響を緩和することが意識されていたと考えられます。

従来日銀が行っていた資産買入れは、資産を買入れる対価として流動性を供給することを主たる目的としていましたが、金融機関保有株式の買入れと資産担保証券の買入れは、金融システム内のリスクを吸収することを目的とする全く新しい施策でした。これを「信用緩和」と呼びます。

金融機関保有株式の買入れは、上限3兆円、2002年11月から2004年9月までの累計買入額は約2兆円でした。買入れは一定の成果を上げたともみられ、銀行は不良債権処理に取り組む環境が整いました。一方、資産担保証券の買入残高は、ピーク時でも3,000億円程度と多くはありませんでしたが、組成を促す一因にはなったと考えられます。債権流動化関連商品の残高は、2003年3月末には24兆円でしたが、2006年3月末には36兆円に増加しました。

金融機関保有株式の買入れや資産担保証券の買入れは、損傷した金融仲介機能を回復し、金融政策の波及経路を拡大・安定化させるための施策でした。その後、リーマン・ショックを含む世界金融危機の際、リスク性資産買入れのノウハウを活かし、市場機能の回復を図る策を打つこととなります。

¹ 残存期間1年以内のCPを現先オペで買う事例はありましたが、市場から直接買い切りをしたことはありませんでした。

今回は、世界金融危機時の CP、社債買入れについてご説明します。

【BOX：資産担保証券の仕組み】

資産担保証券の仕組み

資産担保証券とは、債権や不動産などの資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとして発行される証券であり、ABS(Asset Backed Securities)とも呼ばれます。下図に示すように、企業や銀行等が保有する資産を特別目的発行体 (Special Purpose Vehicle; SPV) が買い集めてプールし、証券化します。

証券化のメリットは、債券や不動産といった流動性の低い資産を、流動性の高い有価証券に変換することです。オリジネーターと呼ばれる原資産保有者は、会計上、資産を売却したのと同じ効果が得られるため、リスク資産を減少させることができます。また、保有資産の価値の変動の影響を切り離すこともできます。資産担保証券を買う投資家のメリットとしては、自身のリスク許容度にあった商品を選びやすいこと、同程度の格付の社債等と比較すると、相対的に高い利回りを得られることなどが挙げられます。

日銀が資産担保証券を買入れることによって、発行が増え、揺籃期にあった資産担保証券市場の発展を促すことが期待されていきました。市場が発展することによって、信用リスクの評価がより適切に行われるようになるほか、企業の資金調達方法が多様化し、金融システムの安定性が増すことも期待されました。

【資産担保証券組成の事例】

