

金融危機後の米国社債市場の流動性について

小林陽介氏（日本証券経済研究所）

リーマンショック以降の米国証券市場をめぐるトピックの中で注目を集めているものの一つに社債市場の流動性をめぐる議論がある。市場参加者や実務家からは、バーゼルⅢやドッド・フランク法等の金融危機後の規制強化を受けて金融機関がマーケットメイクを行う余力を低下させた結果、社債流通市場の流動性が低下したのではないかとする見解が示されている。他方、そうした指摘を受けて、グローバル金融システム委員会（CGFS）や証券監督者国際機構（IOSCO）等の公的機関において社債の流動性に関する調査が行われている。しかし、それらは、流動性低下を裏付ける結果を必ずしも示しているわけではない。

学術的な観点から社債流動性の変化を検討した研究について見ると、その中には流動性低下を指摘するものもあれば、それに懐疑的なものもあり様々である。こうした状況は、流動性という概念自体が多義的であることに加えて、ビット・アスク・スプレッドやプライス・インパクトといった価格ベースの指標の基になるデータが実際に実行され完了した取引からしか得られないという、データ上の制約にも起因していると考えられる。他方、流動性を提供する側の金融機関の行動変化に注目する研究も存在する。それらは、金融機関が証券在庫を抱えることを極力回避しようとし、売り手から社債を購入してバランスシート上に一定期間保有するプリンシパル型から、顧客の売り注文と買い注文とを事前にマッチングして在庫保有を避けるエージェンシー型にシフトしていることを指摘している。

本報告は、流動性供給側の金融機関の行動変化に注目して社債市場の流動性の変化を検討したい。特に、金融危機後の米国大手金融機関のマーケットメイク行動を個別に各種資料から追跡することを通じて、これまでの研究を補完することを試みる。