

レポ市場の拡大メカニズムと金融不安定性—世界金融危機の分析を通じて

葛西洋平 島根大学法文学部

報告要旨

2007－09 年の世界金融危機（Global Financial Crisis : GFC）においては、レポ（repurchase agreements）市場や資産担保コマーシャル・ペーパー（Asset Backed Commercial Paper : ABCP）市場といった短期のホールセール市場の収縮が注目された。本報告では、このうちレポ市場に焦点を当て、1980 年代以降のレポ市場の拡大メカニズムが世界金融危機の際には不安定性の要因に転化したことを、世界金融危機の局面を整理することを通じて明らかにしたい。

レポ市場の拡大は、第一に市場が「安全かつ効率的」になるように整備されたこと、第二に伴いレポへの資金の出し手が多様化してきたこと、第三にその中心にいるディーラーが自らの総合力を活かし積極的にレバレッジの拡大とリスク管理にレポを用いてきたことが要因となっている。その結果、金融危機前のレポ取引は、資金と証券を効率的に取引することによって、各アクターの流動性管理とリスク管理、そしてレバレッジの拡大を容易にし、金融市場全体の流動性を高める機能を果たすようになった。特にレポは国債を主要な担保にしていることから、国債市場のマーケットメイカーを担うプライマリー・ディーラーの流動性を高めることによって、国債流通市場の流動性向上に大きく寄与している。こうしたことから、レポ取引は、金融市場の効率性を高めるための、金融市場の潤滑油として機能すると指摘されていた。

しかし、このようなレポ市場の「効率性」は、リスクと表裏一体のものであった。では、金融市場の効率性を高めるはずであったレポ市場は、いかにして金融不安定性の源泉となったのであろうか。これは、大きく 3 つの局面に整理することができる。第一に、サブプライム問題が発生し、ディーラーが流動性を喪失していくプロセスである。ここでは、担保証券の市場流動性の喪失とディーラーの資金流動性の喪失の相互増幅的な関係がシステミック・リスクにつながったことを指摘する。第二に、リーマン・ブラザーズが破綻するプロセスである。ここでは、レポの投資家層の拡大をもたらしたトライパーティ・レポ市場の構造にシステミック・リスクが内包されていたことを指摘する。第三に、リーマン・ブラザーズ破綻後の担保証券の処分のプロセスである。ここでは、破産法におけるセーフハーバー・ルールとシステミック・リスクの関係について指摘する。