

「グローバル流動性」について

— BIS グローバル金融システム委員会の報告書をもとに —

金融市場局

Bank of Japan Review

2012年3月

資本移動の自由化が進み、金融市場がグローバル化した現在、資金は容易に国境を越えて移動する。このことは、グローバルにみた資金調達の利便性を高めている一方、国際資金フローの変動を増幅し、世界的な規模で金融危機を引き起こす1つの遠因になっているとも考えられる。今回の国際的な金融危機を背景に、グローバルな資金調達の容易さ — いわゆるグローバル流動性 — に関する理解を深めることの重要性が改めて認識され、G20をはじめとする国際的なフォーラムで検討作業が進められている。その1つの成果として、BIS グローバル金融システム委員会が昨年公表した報告書「グローバル流動性 — 概念、計測、政策的含意」がある。本稿ではこの報告書のエッセンスを紹介し、グローバル流動性の定義や計測方法、さらには関連する政策的な論点について整理したい。

はじめに

リーマン危機の発生以降、グローバルなレベルでみた流動性のモニタリングを強化することの重要性が意識されており、G20 (20 国財務大臣・中央銀行総裁会議) をはじめとする国際的なフォーラムでも、議論が始まっている。

しかしながら、「そもそもグローバルな流動性とは何か」という問いに対し、これまでは明確な答えを見出すことが難しい状況にあった。概念自体が捉えどころのないものであれば、それに関連した政策対応を検討することも困難となる。こうした問題意識のもとで、BIS グローバル金融システム委員会 (Committee on the Global Financial System、以下 CGFS) ¹はグローバル流動性の問題の検討に着手し、その最初の成果が昨年 11 月、「グローバル流動性 — 概念、計測、政策的含意」と題する報告書として公表された²。

本稿では、このように今日的な重要性をもったグローバル流動性の問題について、CGFS 報告書のエッセンスを紹介する。以下では、まず、グローバル流動性の概念とその決定要因について説明する。続いて、グローバル流動性の計測に関わる問題を整理し、グローバル流動性を評価する際のフレームワークとして、報告書が提案している

方法を説明する。最後に、グローバル流動性に関する政策対応について、金融不均衡が蓄積していく中で流動性が増大する局面と、流動性が枯渇して危機が顕在化している局面に分けて説明する。

グローバル流動性の概念

グローバル流動性という言葉の正確な定義は存在しないが、報告書では「グローバルな資金調達の容易さ (ease of financing)」と規定されている。ここで、グローバルな資金調達とは、具体的には、国境を越えた資金調達や、他国の通貨による資金調達を意味している。こうした観点に立って、資金調達が容易な場合と困難な場合を区別して考えてみると、前者は金融面の不均衡が蓄積する過程について、後者は実際に発生する国際的な流動性危機について、それぞれ理解が深められるといった具合に、現実の問題との関連付けが明確になる。

グローバル流動性の最も分かりやすい例は、民間金融機関による与信である。資本移動がグローバル化した現在、民間金融機関は国内の自国通貨建て与信のみならず、外貨建て与信やクロスボーダーの与信 (非居住者への与信) も活発に行っている。

民間金融機関の与信が私的なグローバル流動性と考えられるのに対し、公的主体が関与するグローバル流動性も存在する。例えば、各国の中央銀行は、平時には自国通貨建てで資金供給を行っているが、危機発生時には、中央銀行間のスワップ取極をもとに、外貨建てで流動性供給を行うことがある。また、政府や中央銀行が保有する外貨準備も公的なグローバル流動性の一例である。

グローバル流動性の決定要因

それでは、グローバル流動性の全体的な水準はどのような要因で決まるのであろうか。報告書では、マクロ経済的要因や公的当局の政策要因など、複数の要因の相互作用によって決定されるとしている。

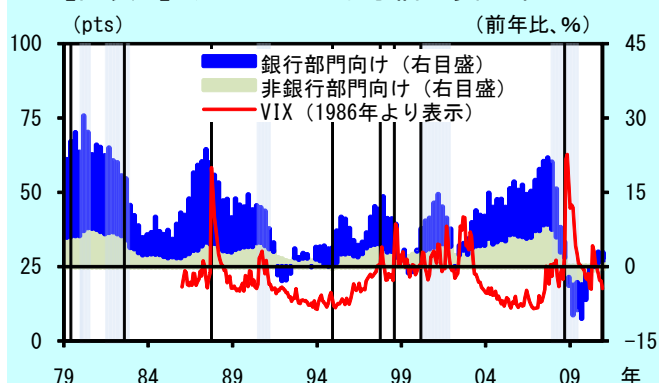
マクロ経済的要因としては、例えば金利水準がある。金利水準には資金調達コストという側面だけではなく、市場参加者の期待の変化を通じてグローバル流動性の需給に影響を与えるという面もある。例えば、低金利環境が長期間続くことで、金融機関のリスク選好度が高まり、グローバルな与信量も増えるといった可能性が指摘されている。また、各国の経済ファンダメンタルズの相違から生じる金利差は、いわゆるキャリー・トレードを誘発し、クロスボーダーの資金移動に影響を及ぼす可能性がある。

公的当局の政策も、グローバル流動性に大きな影響を与える。例えば、中銀が自らの流動性供給に関して、クロスボーダーでみた適格担保の範囲を変更すれば、これは中銀が供給する流動性のアベイラビリティや配分にも影響を及ぼす。また、民間金融機関がクロスボーダーで与信を行う能力は、金融市場や決済システムを含めた市場インフラのあり方にも依存するが、これらのインフラは各種金融規制の影響も受ける。

報告書では、こうした様々な要因のダイナミックな相互作用を認識しておくことの重要性を指摘している。例えば、リスクと流動性の関係をみると、投資家のリスク選好度は流動性のアベイラビリティから影響を受ける一方、流動性のアベイラビリティそのものが投資家のリスク選好度に依存するという双方向性がある。図表1はこの双方向性を図示したものであるが、ここでは、グロ

ーバルな与信の変化を、リスク選好度の指標としてしばしば用いられる VIX³と並べて表示している。これによると、①グローバルにみた銀行与信の変化は、金融危機の発生と平仄を合わせる形でブームと崩壊のサイクルを示していること、②特に、銀行向けのグローバルな与信が急激に増加している時期は、リスク選好度が高まっている時期と概ね一致していること、が分かる。

【図表1】グローバルな与信の変化率と VIX



(注) 1. 縦線は、第二次オイルショック (1979 年)、メキシコ危機 (82 年)、米国株式市場暴落 (87 年)、メキシコペソ切下げ (94 年)、アジア金融危機 (97 年)、ロシア危機と LTCM 破綻 (98 年)、Nasdaq 史上最高値 (2000 年)、リーマン・ブラザーズ破綻 (08 年)。シャドーは、米景気後退局面 (NBER 定義)。
2. 積上げ面は、BIS 銀行統計報告国に所在する銀行のクロスボーダー債権と報告国居住者向け外貨建て債権の合計値の前年比伸び率について、銀行部門向けと非銀行部門向けに寄与度分解したもの。銀行向け債権は、自行海外支店へのクロスボーダー与信を含む。

(出所) BIS (2011)

CGFS 報告書が提案するグローバル流動性評価のフレームワーク

「グローバルな資金調達の容易さ」と規定されるグローバル流動性は多義的な概念であり、それを計測する唯一の指標は存在しない。従って、その時々で直面する具体的な政策や課題に応じて、様々な指標を使い分けることが重要となる。

指標を使い分ける際には、いくつかの切り口がある。例えば、想定される政策対応が金融政策なのか、プルーデンス政策なのかという視点がある。金融政策の効果の波及や、グローバルにみた総需要といった政策課題を分析するうえでは、個別国のデータを集計したグローバルな実質短期金利やグローバルなマネタリーベース（ないし広義のマネー指標）が有用である。一方、金融不均衡やそれに起因する脆弱性を分析する場合は、グローバルに集計した与信量を各種のリスク指標と組

み合わせて評価することが有益と考えられる。

また、金利を含む価格指標なのか、あるいは数量指標なのかという切り口も重要である。価格指標のうち、金利指標としては、主要国の政策金利やインターバンク市場金利などがある。また、金利以外の指標としては、ビッド・アスク・スプレッドなど市場流動性を測る指標のほか、金利や価格の変動性を表わすボラティリティなども含まれる。一方、グローバル流動性の数量指標としては、バランスシートの中でも特に流動性が高く、安全性にも優れた短期資産の量に着目する考え方がある。このほか、満期構成やレバレッジなど、バランスシートの資産と負債のミスマッチに着目する方法や、与信の変化率を借入主体別にきめ細かくモニターするといった考え方もある。グローバル流動性を評価するうえでは、こうした価格指標と数量指標を組み合わせることが重要となる。

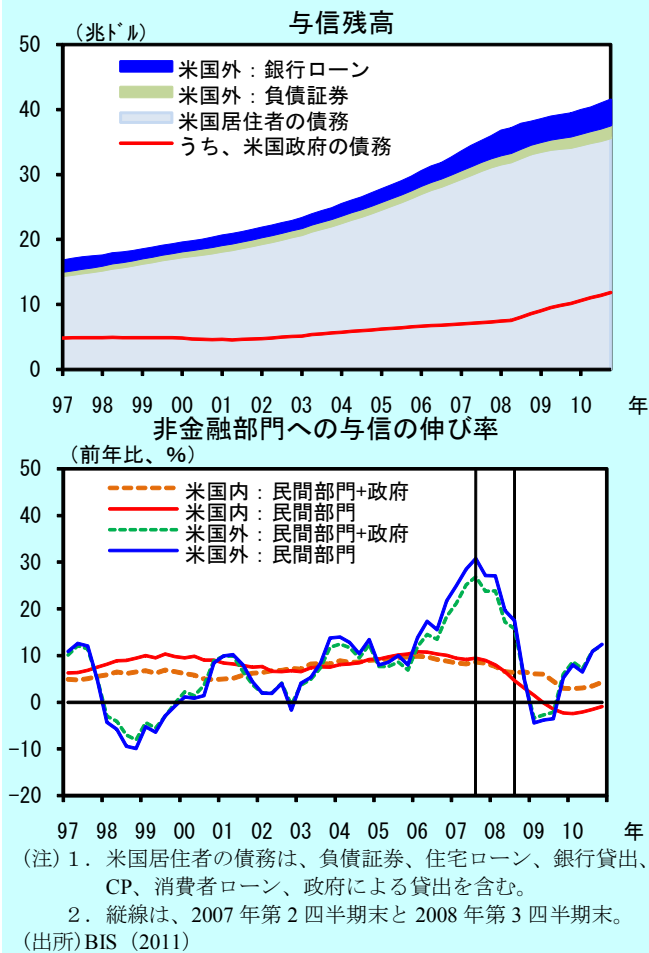
(フレームワークの適用例)

以下では、報告書が提案するグローバル流動性を評価するためのフレームワークについて、3つの方法を紹介する。いずれも BIS の国際資金取引統計や国際与信統計⁴をベースとしつつ、適宜、各国の資金循環統計などを補完的に用いるものである。

第一の方法は、取引通貨に着目し、当該通貨による非金融部門向けのグローバルな与信量の評価するものである。図表2の上図は、非金融部門の米ドル建て負債（合計値）の推移を示したものであるが、ここでは、米国居住者の負債と非居住者の負債を分けている点が重要である。90年代後半から2000年代を通じて、グローバルにみた米ドル建て負債に占める米国非居住者の米ドル建て負債の割合は上昇しており、2010年半ばにはその比率が13%（米国政府の債務<図表2上図の赤線>を控除すると17%）に達している。また、図表2下図を見ると、米国居住者と非居住者の間には、負債額の変化率にも大きな違いがみられる。すなわち、米国居住者の負債はほぼ一定の変化ペース（年率9%程度）で推移している一方、非居住者の負債は大きく変動し、ピーク時（2007年半ば）には変化率が30%を越えている。

第二の方法は、信用供与を行う主体である金融

【図表2】非金融部門に対する米ドル建ての与信

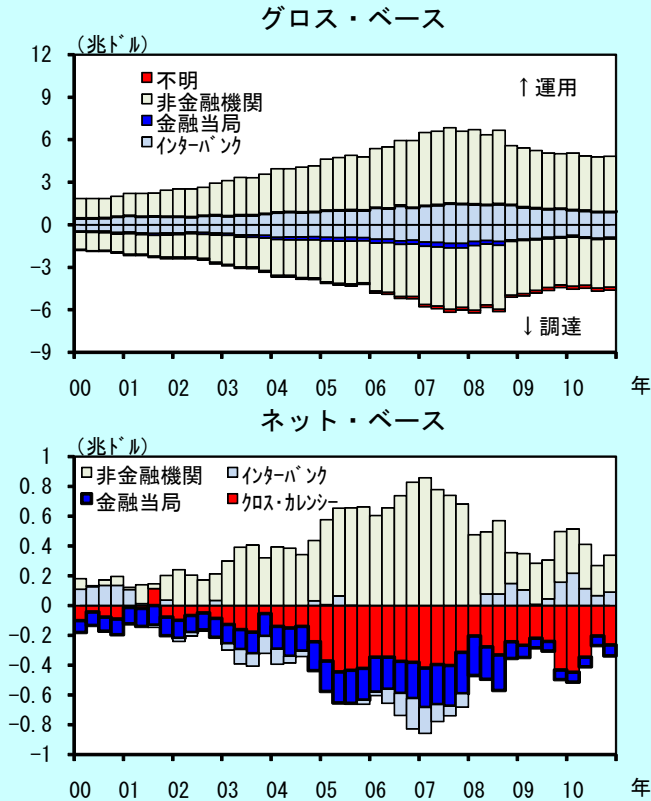


機関に着目するものである。図表3は、国際的に活動する欧州系銀行の米ドル建て債権・債務の合計値と、その取引相手ごとの内訳を時系列で示したものである。取引相手ごとの内訳は、債権・債務の残存期間の代理変数と考えることもでき、例えば、インターバンク取引や為替スワップ取引（クロス・カレンシー取引）は、非金融機関を相手とする取引に比べて残存期間が短いと考えられる。図表3の下図は債権・債務をネットしたベースであるが、今次危機に先立つ時期に、欧州系銀行は短期借入によって巨額の米ドル建て資産を積み上げていた様子が窺われる。こうした分析結果は、グローバル流動性が増嵩する局面では、短期の外貨建て調達による長期貸出という銀行行動が助長されやすいことを示唆している。

第三の方法は、資金を受け入れる国や地域に着目するものである。図表4は、国・地域ごとに、国内与信と受け入れたクロスボーダー与信の合計値、およびそれらの前年比を示したものである。国内与信に比べると、クロスボーダー与信の変化

率は振幅が大きく、多くの国・地域において、今次危機の前後でクロスボーダー与信の急増と急減が発生していることが分かる。

【図表3】欧州系銀行の米ドル建ての運用調達ポジション



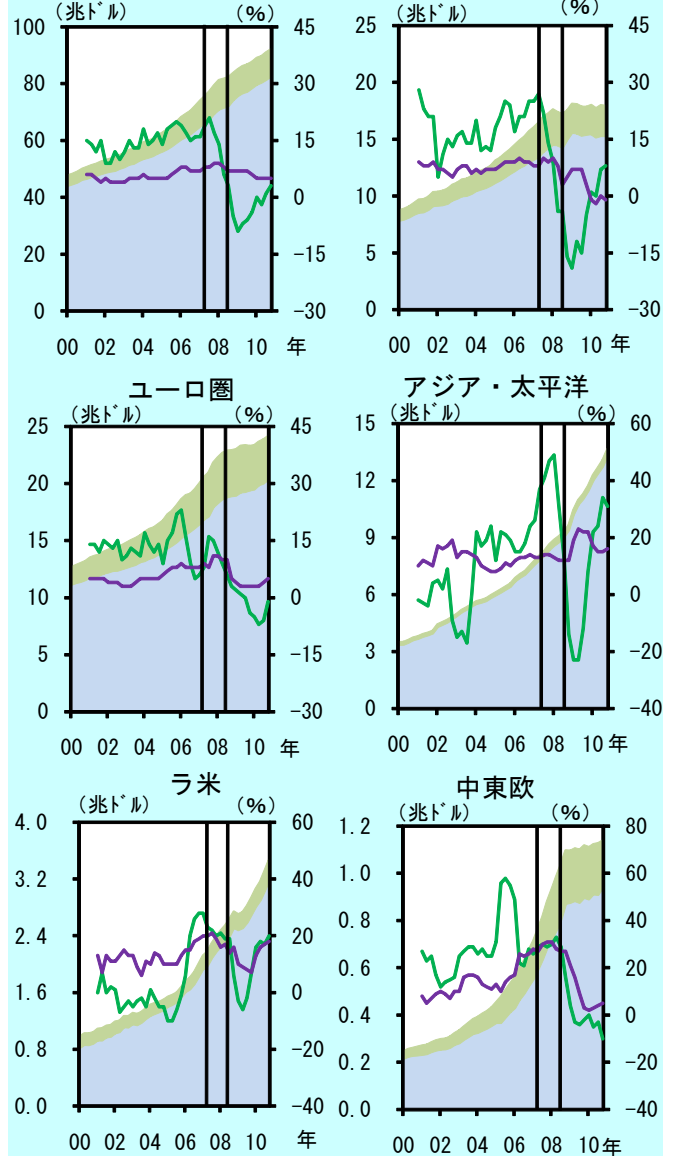
(注) 1. 独、蘭、スイス、英に本拠地を置く国際的に活動する銀行のクロスボーダー及び国内与信の合計値。
2. クロス・カレンシーについては、米ドル建て資産と負債をバランスさせる形で逆算により計算したもの。
(出所) BIS (2011)

なお、以上のような定量分析の際には、これ以外の補助的な指標を用いることも有益であり、図表5はこうした指標をカテゴリーごとに分類したものである。

グローバル流動性に関する政策対応

グローバル流動性に関する政策対応は、①民間金融部門の流動性が増大し、金融不均衡が蓄積する局面と、②民間金融部門の流動性が枯渇する危機時に、公的部門が流動性を供給する局面、に分けて検討することが有益である。前者に対応するものとしては、各種のプルーデンス規制によって、民間金融部門における過度な流動性の増大を抑制することが考えられる。後者の例としては、流動性危機に対応するための外貨準備の活用、各国

【図表4】各地域・国へのグローバルな与信



■ 対象国・地域への非銀行部門向けクロスボーダー与信残高
■ 対象国・地域への与信残高
■ 対象国・地域への非銀行部門向けクロスボーダー与信伸び率 (右目盛)
■ 対象国・地域への与信伸び率 (右目盛)

(注) 1. 縦線は、2007年第2四半期末と2008年第3四半期末。
2. 面グラフは、各年について2010年末のレートで米ドル換算した与信の合計であり、為替変動の影響は除かれている。
(出所) BIS (2011)

【図表5】補助指標

	数量	価格
金融の流動性	マネタリーベース 広義通貨集計量 外貨準備	政策金利・短期金利
資金流動性	銀行流動性比率 期間ミスマッチ指数 CP市場規模	Libor-OISスプレッド 為替スワップ・レート、CDSプレミアム 資金調達環境に関する定性的調査
市場流動性	取引高	グローバル資産のビッド・アスク・スプレッド ファンド・マネージャーへの定性的調査
リスク・テイクと評価	銀行のレバレッジ比率	VIXやその他リスク選好度指数 シャープ・レシオ、Carry-to-Risk指標 金融資産価格とスプレッド、資産価格 株価収益率 (PER)

(出所) BIS (2011)

中銀間のスワップ取極、IMF のファシリティや地域的な流動性支援アレンジメントの活用といった対応がある。

（グローバル流動性の循環的変動の抑制）

先に図表 1 でみたとおり、グローバル流動性は投資家のリスク選好度につれる形で、循環的に変動しているため、金融機関のリスクテイク行動に影響を与える政策が重要な意味をもつ。具体的には、金融機関の健全性や頑健性を高めることが必要であり、自己資本規制や流動性規制などが相当する。ただし、これらの規制を強化しても、相対的に規制の緩い主体 — 例えば、シャドー・バンキングと呼ばれるノンバンク部門 — に金融取引がシフトすれば、規制の効果は減じてしまうため、金融システム全体を俯瞰した制度設計が重要となる。

また、金融システムに内在するプロシクリシティ（景気変動に対する順循環性）を低減させ、流動性危機が発生した場合の悪影響を抑えることも必要である。バーゼルⅢにおけるカウンターシクリカル・バッファーや、LTV 比率（借入対象資産の価値に対する借入の比率）に代表されるマクロ・プルーデンス政策の手段がこの範疇に属する。

（グローバル流動性の枯渇時の対応）

民間金融部門の健全性を高めたとしても、流動性危機を完全に抑止することはできない。そこで、公的当局による流動性支援が必要となる。もっとも、自国通貨取引の場合は、中銀による最後の貸し手機能や預金保険を通じた対応が可能となるが、外貨取引の場合は当局の外貨調達能力には限界もある。いずれの場合でも、危機時の公的流動性の準備や配分については、その細部を事前に明確化するとモラル・ハザードの問題（公的支援を期待するあまり、過度なリスクテイクが助長されたり、危機後に必要とされる国内経済面の調整努力が先送りされる問題）を招く可能性がある点は留意が必要である。このため、いわゆる「建設的な曖昧さ（constructive ambiguity）」⁵の余地を残しておくことも重要である。

こうした点を踏まえて、以下では、グローバル流動性が枯渇した場合の公的当局による対応策

を整理する。

①外貨準備の活用

外貨準備は、ストレス発生時に外貨流動性を供給するバッファーとしての機能を果たす。また、外貨準備は他国や国際機関に依存することなく利用することが可能であるため、平時においても当該国の政府や銀行部門の資金調達をサポートする効果をもち得る。このため、各国には外貨準備の保有水準を高めようとする傾向がみられるが、その反面、積み上げた外貨準備の取り崩しは金融市場でネガティブに受け止められる可能性があり、実際にストレスが発生した際、外貨準備のバッファー機能は限定的にしか発揮されないという側面もある。

②外貨流動性の配分に関するアレンジメント

危機時における公的流動性の配分としては、多国間、あるいは地域的な枠組みの下で外貨準備の相互融通を行うアレンジメントが存在する。現在、アジアのチェンマイ・イニシアティブをはじめとして、6つの地域でそうした実例があるが、それらの規模はまだ相対的に小さい。

IMF（国際通貨基金）も各種の流動性ファシリティを提供している。IMF の主な役割の 1 つは、支払い能力はあるが流動性に困難を来している国に対し、一定の条件を課して支援融資を実行することである。IMF の融資ファシリティは、今回の危機を通じて FCL（Flexible Credit Line）の創設・強化や PCL（Precautionary Credit Line）の創設などによって、段階的に強化されている⁶。ただし、IMF ファシリティの利用にも前述したモラル・ハザードの問題が伴うほか、アベイラブルな資金の総量に限界があるという問題もある。このほか、IMF には SDR（Special Drawing Rights）と呼ばれる合成通貨単位を管理する役割もある。SDR 自体は直接的に流動性を創出するものではないが、公的流動性の配分や創出を促す 1 つの枠組みとして、考えることができる。

③中銀間のスワップ取極

リーマン危機後の国際金融市場の混乱に際し、中銀間のスワップ取極は国際的な協調対応として重要な役割を担った。中銀間スワップは機動的に活用され、金融市場の状況に応じて規模や参加

国も柔軟に見直された。この結果、中銀間スワップは、市場関係者から信頼に足る政策と認識され、市場動向の安定化に寄与した。

中銀間スワップに関しては、事前に運用面の細目を規定した枠組み（プリ・コミットメント型の枠組み）とすべきかどうかという問題がある。しかしながら、中銀間スワップについては、①他国に自国通貨の流動性を供給するものであること、②中銀間とはいえリスクを無視することは適当ではないこと、③国内金融政策との間で相克を生じさせる可能性が排除できないこと、といった側面があり、前述した「建設的な曖昧さ」は、ここでも有効な考え方になり得る。従って、中銀間スワップについては、プリ・コミットメント型ではなく、危機時にも円滑に機能するよう、予め実務的な障害を少なくしておく（no technical obstacles）ことが有効と考えられる。

おわりに

以上が、CGFS 報告書の主な内容の紹介である。グローバル流動性の問題は、今日的な重要性を増しているが、その正確な定義はまだ存在しない。こうした中、本報告書は、その概念と計測方法を提示し、これに関わる政策対応を検討する際の1つの視座を与えるものと評価することができる。

また、本報告書では、国際的な流動性危機が発生した際の対応のみに焦点を当てるのではなく、自己資本規制や流動性規制、あるいは各種のマクロ・プルーデンス政策などを活用して、グローバル流動性の過剰な積み上がりを事前に回避することが重要であるという考え方も提示している。こうした点については、G20をはじめとする国際的なフォーラムにおいて、今後も引き続き議論が深められていくことが期待される。

¹ BIS グローバル金融システム委員会（Committee on the Global Financial System, CGFS）は、BIS に加盟する主要国中銀の役員クラスをメンバーとする委員会であり、国際金融市場における潜在的なストレス要因の特定・評価、金融市場の構造に関わる諸問題の分析、金融市場の機能や安定性に係る改善策の提言などを行っている。

² 本報告書については、以下のサイトを参照。なお、この報告書の作成は、G20 が進めている国際通貨制度に関する検討作業も1つの背景となっている。このため、本報告書は G20 にも提出されている。

BIS, “Global liquidity – concept, measurement and policy

implications”, CGFS Papers No.45, 2011.

(<http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>)。

³ VIX (Volatility Index) は、米国株価のボラティリティを示す指標であり、米国のみならず、グローバルに活動する投資家の不安心理やリスク回避姿勢を表す指標として注目が高く、別名「恐怖指数 (fear gauge)」とも呼ばれる。VIX の詳細については、以下の日銀レビューを参照。

平木一浩・福永一郎「最近の VIX (恐怖指数) と各国金融市場のボラティリティ指標」日銀レビュー 2012-J-2、2012 年 1 月。

⁴ BIS 国際資金取引統計及び国際与信統計については、以下のサイトを参照。

<http://www.boj.or.jp/statistics/bis/ibs/index.htm/>

⁵ かつて、ジェラルド・コリガンがニューヨーク連銀の総裁であった際、中央銀行による最後の貸し手機能の発動基準に関して、「モラル・ハザードの回避のためには適度な裁量性が必要」という趣旨で用いた言葉。

⁶ 本報告書の公表後（昨年 11 月下旬）、IMF は金融危機に対する予防的ファシリティである PCL を拡張し、PLL (Precautionary and Liquidity Line) へ改組することを決定した。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局総務課市場分析グループ 小林 俊（代表 03-3279-1111 内線 2713）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。