

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

流動性規制と金融政策

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山中 崇
tyamanaka@iima.or.jp

要 旨

- ▶ グローバル金融危機の反省から、国際的に活動する銀行に対して初めて定量的な流動性規制が課されることになった。
- ▶ 国際的な流動性規制であるバーゼルⅢの「流動性カバレッジ比率 (LCR)」規制は、良質の流動性資産に対する需要増や銀行の調達行動の変化などを通して金融政策に影響を及ぼす可能性がある。
- ▶ 銀行の流動性資産保有が不足し、LCR 規制の基準達成を準備預金に大きく依存する状況では、極端な場合、金融政策の枠組み調整を迫られることも想定される。
- ▶ この点、銀行の LCR 規制への対応は全体で見れば順調に進んでいるが、基準達成に必要な流動性資産のかなりの部分を準備預金で保有していることから、今後、金融政策の正常化に伴う準備預金の減少が予期せぬ事態を招かないか注目される。
- ▶ 流動性規制の目的の一つは、中央銀行の流動性供給への依存度を下げることである。中央銀行の「最後の貸し手」機能を残しつつ依存度を下げするために、中央銀行による流動性供給枠の積極利用がバーゼル銀行監督委員会などから提案されている。
- ▶ 流動性規制導入の影響は現時点で不明な部分が多い。各国当局による十分な監視と、予期せぬ問題が生じた場合の柔軟な対応が求められる。

1. はじめに

グローバル金融危機では、多くの銀行が十分な資本を持ちながら流動性の保有が十分でないために、短期金融市場の混乱により資金繰りに困難を生じた。その反省に基づき、国際的に活動する銀行に対して初めて定量的な流動性規制が課されることになった。

流動性規制が導入されると、良質の流動性資産に対する需要が増大するだけでなく、銀行の調達行動も修正を迫られることが見込まれる。このため、流動性規制は金融政策に影響を与える可能性がある。加えて、流動性規制の段階的实施時期と、連邦準備制度理事会（FRB）などによる金融政策の正常化時期が重なると予想されることもあり、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）などの国際機関は対策チームを組むなどして研究を進めている。そこで、本稿では流動性規制と金融政策の関わりについてみたい。

2. バーゼルⅢの流動性規制

国際的な流動性規制にバーゼルⅢの「流動性カバレッジ比率（LCR）」規制がある¹。これはストレス下での流動性需要に対応できるよう、銀行に対して良質の流動性資産の保有を義務付けるものである。具体的には、危機時（30日間を想定）に想定される資金の流出見込み額から流入見込み額を差し引いた「ネット資金流出額」に対する「高品質流動資産（HQLA）」の比率（LCR）が100%を下回らないことを求めている（図表1）。LCR規制は、2015年に60%から始めて、毎年10%ずつ引き上げ、2019年から100%とする段階的实施が予定されている。

LCRの分子であるHQLAは、レベル1資産とレベル2資産から構成され、レベル2資産はさらにレベル2A資産とレベル2B資産に分かれる。レベル1資産は、現金、中央銀行準備預金、国債などで、全額（掛け目100%）を計上できる。レベル2資産は、レベル1資産に比べて流動性のやや劣る国債、社債、株式、住宅ローン担保証券などで、資産ごとに計上できる割合（掛け目85%、75%、50%）が定められている。また、レベル2資産全体でHQLAの40%まで、レベル2B資産単体でHQLAの15%までという算入制限が設けられている。

分母の資金流出見込み額は、預金など負債項目ごとの金額に、流出が見込まれる割合

¹ バーゼルⅢの流動性規制にはこのほかに「安定調達比率（NSFR）」規制があるが、現在、内容を見直し中である。本稿ではLCR規制に絞って議論を進める。

(資金流出率)を掛けることで算出される。流入見込み額も、貸出など資産項目ごとの金額に、流入が見込まれる割合(資金流入率)を掛けることで算出されるが、流出見込み額の75%が上限とされている。

図表1. 流動性カバレッジ比率(LCR)の概要

$$LCR = \frac{\text{レベル1資産} + \text{レベル2A資産} + \text{レベル2B資産}}{\text{30日間のストレス期間のネット資金流出額}} \geq 100\%$$

	レベル1資産	レベル2A資産	レベル2B資産
算入制限	制限なし	全体の40%	
			全体の15%
対象資産	<ul style="list-style-type: none"> ● 掛け目100% ・現金 ・中央銀行準備預金 ・リスクウェイトが0%の国債 ・リスクウェイトが0%でない母国国債 	<ul style="list-style-type: none"> ● 掛け目85% ・リスクウェイトが20%の国債 ・格付がAA-以上の社債、カバードボンド 	<ul style="list-style-type: none"> ● 掛け目75% ・格付けがAA以上の住宅ローン担保証券 ● 掛け目50% ・上場株式 ・格付けがA+~BBB-の間の社債

(資料) 国際決済銀行(BIS)

3. 流動性規制と金融調節

LCR 規制は、良質の流動性資産に対する需要増や銀行の調達行動の変化を通して、中央銀行の金融調節に影響を及ぼす可能性がある。

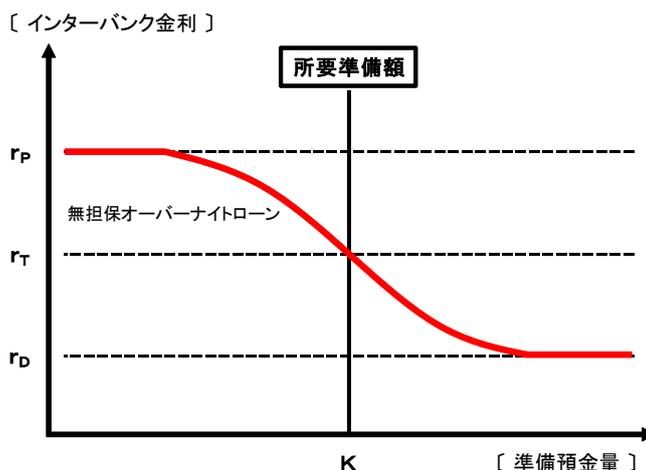
一般に、中央銀行はオーバーナイト金利を政策金利とし、インターバンク市場に供給する流動性(準備預金)の量を調整することで一定の水準に誘導する。そして、より長い金利へ影響を及ぼすことで金融政策を遂行している。

LCR規制が存在しない場合のオーバーナイト金利と準備預金量の関係を示したのが図表2の曲線である²(以下は、国際決済銀行(BIS)のワーキングペーパーによる)。準備預金量が、中央銀行が定める「所要準備額」を大幅に下回る状況では、銀行は不足分を調達するために高い上限金利(r_p)を払うことを厭わない。しかし、準備預金量

² ここでは多くの国が採用している「コリドー・システム」を基にしている。コリドー・システムでは、オーバーナイト金利は、中央銀行が銀行の申し込みにより受動的に実行する貸出の金利である「限界貸付金利(r_p)」を上限、中央銀行が超過準備預金に対して付ける金利である「準備預金付利金利(r_D)」を下限とする範囲(コリドー)内で変動する。

が増えるに伴い、銀行が積極的に支払う金利は低下し、準備預金量が所要準備額近傍の時に政策金利（ r_T ）に近づく。そして、準備預金量が所要準備額を大幅に上回ると、超過準備預金に付けられる下限金利（ r_D ）を上回る金利で調達する銀行はいなくなる。

図表 2. 流動性規制がない場合の金利と準備預金の関係

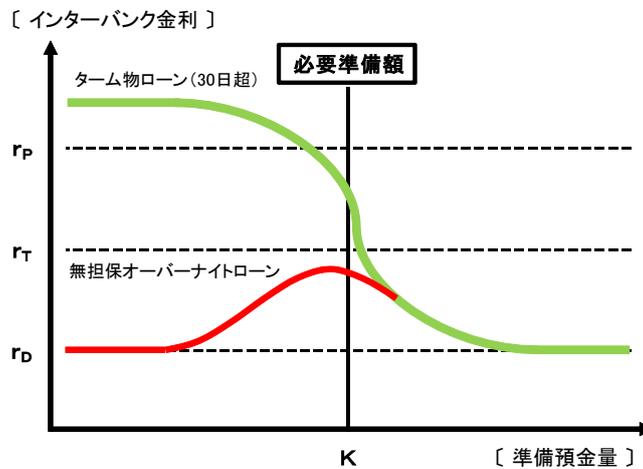


（資料）Bech and Keister (2012)

次は LCR 規制が導入された場合である。準備預金を除いても銀行が LCR 規制の基準を十分に満たせる状況では、銀行は準備預金の調達に際して LCR 規制を考慮に入れないですむため、オーバーナイト金利と準備預金量の関係は図表 2 と同じである。しかし、HQLA の保有量が足らず、基準達成を準備預金に大きく依存する状況では、銀行は所要準備に、LCR 基準達成のために必要な準備預金を加えた額（必要準備額）を市場で調達しなければならない。その際、無担保オーバーナイトローンによる調達は LCR の引き上げに役立たない。同ローンの資金流出率が 100% のため、LCR の分母が、分子（調達した準備預金）と同額増えるからである。しかし、30 日超のターム物ローンで調達した場合は資金流出率が 0% のため分母は増えず、LCR を引き上げることができる。

このため、基準達成を準備預金に大きく依存する状況では、ターム物ローンに対する選好が強まる一方、オーバーナイトローンに対する需要が減少し、オーバーナイト金利に低下圧力がかかることが予想される。極端な場合には、図表 3 のように中央銀行が準備預金量をどう調整してもオーバーナイト金利を政策目標（ r_T ）に誘導することができないケースが生じうる。この結果、中央銀行は、政策金利をオーバーナイト金利からターム物金利に変更するなど、金融政策の枠組みの調整を迫られるかもしれない。

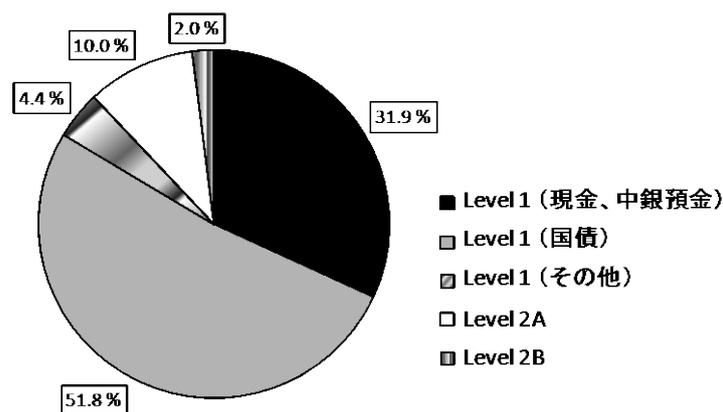
図表 3. 流動性規制が導入された場合の金利と準備預金の関係



(資料) Bech and Keister (2012)

この点、実際の銀行の対応状況を見ると、BCBSに加盟する27カ国・地域の226行のLCR（加重平均）は2013年6月末時点ですでに最終基準の100%を上回っており、全体で見ればLCR規制への対応は順調に進んでいる³。しかし、金融危機後の各国中央銀行による積極的な流動性供給の結果、HQLA保有額の3分の1近くを準備預金が占めており、基準達成を準備預金に大きく依存していることが窺われる（図表4）。

図表 4. HQLAの保有状況(2013年6月末、226行ベース)



(資料) BIS

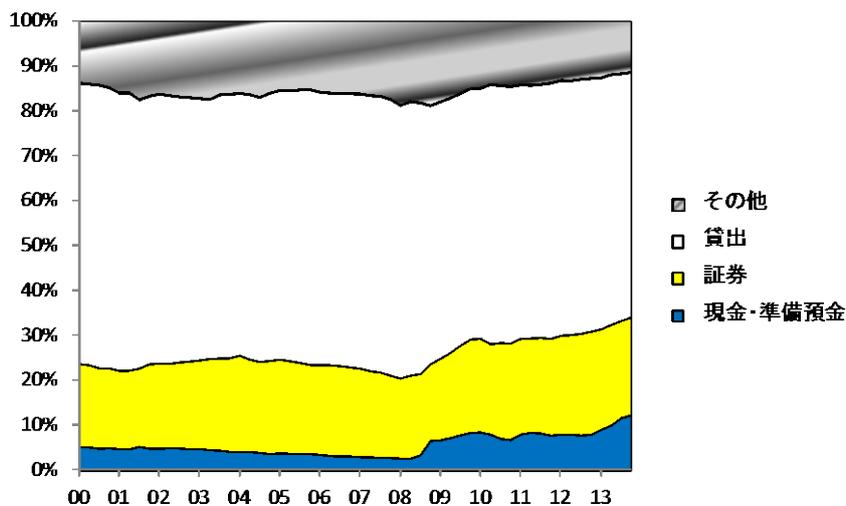
³ 中核的自己資本 (Tier 1) が30億ユーロを超える国際的に活動する102行のLCR（加重平均）は114%、それ以外の124行は132%。ただし、全226行のうち最終基準を達成しているのは72%に止まり、銀行によって対応状況には差がある。

4. 流動性規制と金融政策の正常化

このため、今後、金融政策の正常化（中央銀行のバランスシート規模の縮小）に伴う準備預金の減少が、銀行行動の変化を通して金融調節に影響を及ぼす恐れもある。

米国では、FRB の 3 次わたる量的緩和策（QE）により準備預金残高が 2.5 兆ドルを超えている。この結果、米銀も HQLA のかなりの部分を準備預金で保有しており、大手米銀（資産規模上位 25 行）の総資産に占める現金資産（現金＋準備預金）の割合は金融危機前の 3% 台から 12% 台に上昇している（図表 5）。QE の規模はすでに縮小に転じているものの、FRB による国債、政府支援機関が保証・発行する住宅ローン担保証券（エージェンシーMBS）の買い入れ自体は続いており、今後さらに準備預金の残高は増加し、米銀の資産に占める準備預金の比率も上昇する見込みである。

図表 5. 大手米銀（資産規模上位 25 行）の資産の内訳



(資料) FRB

FRB のイエレン副議長（当時）は 2013 年 10 月に行われた FRB の公開理事会で、準備預金残高が危機前の水準に戻ることに伴って米国の HQLA が不足する可能性について質問した。これに対して FRB のスタッフは、準備預金が縮小する一方で HQLA である米国債、エージェンシーMBS が同額、FRB のバランスシートから解放されるため、HQLA の不足は心配していないと回答している。しかし、FRB が大量に保有するエージェンシーMBS はレベル 2A 資産であることから購入額の 85% しか計上できず、準備預金 1 ド

ルの減少に対して 1.17 ドル強の購入が必要になることや、その他のレベル 2 資産と合わせて HQLA 全体の 40%までしか算入できないことには留意が必要である。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）が長期資金供給オペ（LTRO）を中心に流動性の供給を行った。2011 年 12 月と 2012 年 2 月に 4892 億ユーロ、5295 億ユーロの 3 年物 LTRO を実施し、ネットで合計 5230 億ドルの流動性を市場に供給したが、2013 年 10 月 1 日時点でこのうち 65%が前倒し返済されており、残高は 1850 億ユーロに減少している。

LTRO が満期を迎えた場合、ECB が主要リファイナンスオペ（MRO）などで LTRO の全額借り換えを認めれば問題はない。しかし、金融政策の正常化に向けて準備預金残高の縮小に舵を切った場合には影響が出る可能性がある。欧州銀行監督機構（EBA）によれば、LTRO の残高が多い銀行と準備預金を多く保有する銀行が同じではないことから、LTRO 残高が多い銀行は返済のために ECB に代わる調達先を見つける必要がある。その際、ECB へ差し入れていた担保の質が問題になる。担保が HQLA の場合は、LTRO の返済で担保が戻り、LCR の分子に計上できる HQLA が増えるため、LCR の上昇につながる。しかし、LTRO 残高が多い銀行の差入担保は非 HQLA の割合が高いとみられることから LCR の上昇はあまり期待しにくい。他方で、LTRO の返済に無担保オーバーナイトローンが使われれば、分母のネット資金流出額が増えて LCR は低下する。現時点で LTRO 満期時の状況を予想するのは困難であり、ECB や銀行の対応が注目される。

5. 流動性規制と「最後の貸し手」機能

流動性規制と金融政策の関わりでは、このほかに「最後の貸し手」機能の問題がある。中央銀行は、市場の流動性が不足した時に「最後の貸し手」として流動性を供給する機能を有している。しかし、中央銀行による安易な流動性供給はモラルハザードを招き、銀行に過度のリスクテイクを促す結果、中央銀行のバランスシートの健全性を悪化させる危険性がある。このため、中央銀行の流動性供給に対する過度の依存を減らすことが、流動性規制導入の目的の一つとなっている。

ところが、危機時に LCR 規制が本来の機能を果たせず、中央銀行が引き続き流動性供給の前面に立たされることを懸念する向きもある。流動性規制は危機への備えとして銀行に流動性を持たせることが目的であり、危機の際にはそれを取り崩すことが前提となっている。このため、LCR は危機時には 100%を下回ることで認められるが、当局が

認めても銀行は LCR が 100%を下回ることに抵抗するかもしれない。それが脆弱性の兆候とみられることを心配するからである。その結果、HQLA を抱え込み、流動性の低い資産を投げ売るなど、金融危機時に起こったことが再現される恐れがある。

さらに、流動性規制の導入は平時においてさえ中央銀行の流動性供給への依存を高める可能性がある。①資金流出率の違いから、銀行はインターバンク市場よりも中央銀行から流動性を調達した方が LCR の計算上有利であること⁴、②ユーロ圏などでは、中央銀行が流動性を供給する際に徴求する適格担保の範囲が LCR 規制の HQLA より広いため、銀行が非 HQLA 資産を担保に中央銀行から流動性供給を受けることで事実上、HQLA の対象資産を拡大できること、などにより銀行に対して中央銀行からの調達を増やそうとするインセンティブがはたらくためである。この結果、中央銀行が「最後の貸し手」から「最初の貸し手」になってしまう危険性が指摘されている。

このような問題への対応策として、中央銀行による「流動性供給枠 (CLF)」の積極利用が BCBS などから提案されている。CLF は、銀行が危機時の流動性需要に備えて、前もって手数料 (up-front fee) を支払うことにより中央銀行から供与される流動性供給枠で、実際に流動性の供給を受けなくても HQLA として計上することができる⁵。政府債務残高の少ないオーストラリアなど、HQLA の不足が懸念される一部の国に対して、BCBS が利用を認めており、これを他の国にも導入しようとするものである。

CLF 導入積極派によれば、中央銀行は CLF 利用のコストを調節することで、「最後の貸し手」機能を残しつつ、中央銀行の流動性供給への過度の依存を減らすことができる。すなわち、平時には CLF を提供することで中央銀行が実際に流動性を供給することなく、銀行に LCR への対応を促すことができる。その際、LCR の利用手数料を HQLA 保有の機会費用を上回る水準に設定することで、CLF の利用を最小限に止める。一方、危機時には手数料を下げ CLF の利用を促すと同時に、CLF 枠で流動性を供給する際に適用する金利を高くすることで、銀行が HQLA を取り崩しつつ LCR を 100%以上に保つことを可能にする。

なお、CLF 導入の効用として、各国間の規制負担を均し、競争条件を平等化することなども期待されている。

⁴ 中央銀行からの調達はすべて資金流出率が 0%であるのに対して、インターバンク市場からの調達はレベル 1 資産を担保にした時のみ 0%となる。

⁵ BCBS の最新の提案では、CLF 枠はレベル 2B 資産とされ、HQLA への算入制限が課されるが、CLF 枠を使用して供給された流動性はレベル 1 資産として扱われ、算入制限を受けないとされている。

6. おわりに

今後、LCR 規制に加えて、デリバティブ取引にかかる証拠金規制などにより、良質の流動性資産に対する需要増が予想される。BIS ではそれを 4 兆ドルと見込む一方、供給は 2007 年から 2012 年の間に 10.8 兆ドルとその倍以上増加していることから、オーストラリアなど一部の国・地域を除けば流動性資産の不足は生じないとしている。ただし、市場でリスク回避的な行動が強まった場合など、一時的に流動性が不足する可能性は否定できない。流動性規制は自己資本規制に比べてコスト面での不確実性が高いことが指摘されており、そのため、規制を段階的に実施するなど慎重な対応がとられている。

しかし、流動性規制導入の影響は現時点で不明な部分が多く、このため各国当局による十分な監視と、予期せぬ問題が生じた場合の柔軟な対応が求められる。

以 上

(略語一覧)

BCBS	: Basel Committee on Banking Supervision
BIS	: Bank for International Settlements
CLF	: Committed Liquidity Facilities
EBA	: European Banking Authority
ECB	: European Central Bank
FRB	: Federal Reserve Board
HQLA	: High-quality liquid assets
LCR	: Liquidity Coverage Ratio
LTRO	: Long-Term Refinancing Operations
MBS	: Mortgage-backed Securities
MRO	: Main Refinancing Operations
QE	: Quantitative Easing

(主要参考文献)

- Basel Committee on Banking Supervision (2013): Basel III Monitoring Report; BIS, September
- Bech, M. and Keister, T. (2012): On the Liquidity Coverage Ratio and Monetary Policy Implementation; BIS, Quarterly Review, December
- European Banking Authority (2013): Report on Impact Assessment for Liquidity Measures under Article 509(1) of the CRR; EBA, December
- European Central Bank (2013): Liquidity Regulation and Monetary Policy Implementation; ECB, Monthly Bulletin, April
- Stein, J.C. (2013): Liquidity Regulation and Central Banking; FRB, April

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp>