

# 英国の新金融監督体制と マクロプルーデンス政策手段

小林 襄 治

## 要 旨

英国では、2012年末に金融サービス法が制定され、2013年4月から正式に新たな金融監督体制がスタートした。2000年金融サービス市場法に基づき、金融機関・市場等の一元的監督をはかり、「世界をリードする規制機関」を称していたFSA（金融サービス機構）は「解体」され、マクロプルーデンス規制（金融システムの安定）を担うFPC（金融監督委員会）とミクロプルーデンスを担うPRA（健全性機構）、および独立の機関で金融業務行為等の規制を担うFCA（金融行為機構）が発足した。金融危機の反省から、マクロプルーデンスの役割が強調されての改革である。

FPCとPRAはイングランド銀行内に設置されるが、法律の規定では両者に対する財務省の役割も明示され、イングランド銀行の権限が強化されるというより、財務省ないし政府のイングランド銀行やこれら規制機関に対する監督権限が強まっている。金融システム安定の責任は中央銀行だけでなく政府の責任でもあるからであろう。

金融システム安定のための政策手段に関しては、当面はバーゼルⅢにおけるカウンターシクリカル資本バッファ（CCB）を活用した自己資本の上乗せと、特定部門に対する自己資本の上乗せの権限をFPCが有することになる。これらが、どのような効果を発揮するかはこれからの課題である。そのための判断指標が示されているが、ここには名目金利や貨幣量、為替相場、国債にかかわる指標が一切なく、貨幣政策（マネタリー・ポリシー）との関連は不明である。金融監督政策（フィナンシャル・ポリシー）も貨幣政策との協調なしには効果を発揮できないであろう。

レバレッジ、担保取引やトレーディング資産のリスクウェイトなど国際的議論が決着していない問題は多い。また、制度改革（イギリスではリテール・リン

グフェンスによる、小売商業銀行と投資銀行の「分離」も予定されている。新体制がいかに機能するか、注意深く見守る必要がある。

## 目次

- |                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| 序               | V. 判断指標           |
| II. FPC の特徴     | VI. 中央銀行の責任と歴史的経験 |
| III. PRA の構成と特徴 | VII. むすび          |
| IV. 政策手段        |                   |

## 序

2012年金融サービス法が成立し、2013年4月から英国では正式に金融監督委員会 (Financial Policy Committee: FPC)、健全性機構 (Prudential Regulation Authority: PRA)、金融行為機構 (Financial Conduct Authority: FCA) が発足した<sup>1)</sup>。2000年金融サービス市場法は金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) を設置し、独立の機関 FSA の下で各種金融機関と金融市場を一元的に規制・監督する体制であったが、今回はマクロプルーデンスの規制・監督とミクロプルーデンスの規制・監督を分け、これらはイングランド銀行内の FPC とイングランド銀行子会社の PRA が担い、業務行為については独立の FCA が担うことになる。イングランド銀行の観点からは、FSA に取り上げられた銀行の規制・監督権限を取り戻し、マクロとミクロのプルーデンス規制・監督の権限を握ることになるが、実態はそれほど単純な話でない。後述するように、イングランド銀行に対する財務省 (政府) の監督が強化されている。また、FSA の観点からは、住宅ローンの証券化で急成長したが、取り

付け騒ぎを招き破綻したノーザンロック銀行を適切に監督できなかったばかりでなく、住宅ローン供給最大手の HBOS も破綻し、さらに投資銀行化を進めて拡大を図った RBS も破綻するにいたった監督責任を問われ、二つに分割されたと見ることもできる。すなわち、個別の金融機関の健全性を規制・監督する PRA と消費者保護を含めて金融業務行為を規制・監督する FCA の二つである。しかし、PRA は独立の存在でなくなり、政府とイングランド銀行の「管理」下に置かれる。そして、労働党政権時代には金融システムの安定のために、FSA とイングランド銀行、財務省が共同で「金融安定協議会」を設置する方向も模索されたが (「2009年銀行法案」)、政権交代によって金融システムの安定についてはイングランド銀行内に新たに FPC が設置され、その任務を担当することになったのである。

いうまでもなく、リーマンショックに伴う世界金融危機の反省として、世界的にも金融の規制・監督体制の見直しが進み、中でもシステムミック・リスクへの対処、あるいは金融システムの安定が重視され、そのためのマクロプルーデンス政策への関心が高まり、そのための監督体制の問題として、今回の改革が行われたので

ある。『ターナー・レビュー』や英国財務省の『改革案』や『新アプローチ』に示されているように（『 』の文献は「参考文献」参照）、これまでの規制・監督がバーゼル委員会の定める自己資本比率を中心に個別金融機関の健全性に焦点を当てていたため、金融システム全体の状況を見通せず、個別機関の破綻が引き起こす連鎖的破綻の拡大、金融危機の広がりを抑えられなかったとするものである。とはいえ、この議論もそれほど説得的でない。多くの金融機関が同じような行動を取っていれば、ある特定の機関の破綻を契機に他の機関にも破綻が「波及」するのは不可避であろう。金融システムやシステムミック・リスクをどう定義するのも難問である。定義したとしても、これに対処する有効な政策手段は何かも見つけなければならない。

イギリスに即してみれば、1979年まで銀行法は存在せず、銀行に対する規制・監督は「自主規制」やイングランド銀行による「説得」、「要請」に依存していた。1986年金融サービス法まで、証券業者への規制は、証券取引所の「自主規制」などに依存し、1986年金融サービス法の下で設置された規制・監督機関の「証券・投資委員会：SIB」は業種別の自主規制団体 SRO に大きく依存する存在だった。そして、SRO の再編（当初は5団体が3団体に）が相次ぎ、SIB-SRO という2層構造や煩雑な規制への批判が強まっていた。1979年銀行法は、1984年 JMB 破綻などを背景に1987年に改正され、イングランド銀行の銀行に対する監督権限は強化されたが、その後も不祥事は続いた（91年 BCCI の破綻、95年ベアリングズ破綻等）。このような背景から、1997年に誕生した労働党政権が、SIB を FSA に改組するとともに、イングランド銀行の銀行に対する監督能力を疑問視

し、監督権限を FSA に移管し、FSA のもとで金融機関の一元的監督を図った。そして、創設当時の FSA は「世界をリードする規制機関」と自慢していた。加えて、1986年のビッグバン（証券取引所改革）以降に一段と顕著となった金融のグローバル化（イギリスでは証券ブローカーやマーチャント・バンクの大銀行による買収、住宅金融組合の銀行化、銀行等の再編）や金融革新の進展、グローバル化の中で新たな監督体制を構築する必要があったからでもあった。これらの動きは、「自主規制」から「法的規制」へ、また「業態別（銀行、証券、保険等）規制」から「一元的規制」へと特徴づけることも可能である。あるいは、金融革新の進展やグローバル化に伴って、新たな規制・監督体制が求められたともいえよう。しかし、FSA も10年余で「使命」を終え、新たな体制が要請されたのであり、その目玉が「マクロ・プルーデンス」や「金融システムの安定」ということになる。

このような改革の経緯には立ち入れないが、国際的な規制改革の動き、とくに EU の一員であるイギリスにとっては EU レベルでの改革とは不可分の関係にある。そして、すでにバーゼルⅢに示される資本の質と量、流動性や資金の安定調達にかかわる規制は EU レベルでの資本指令として、導入されることになっている。また破綻処理制度等に関しても2009年銀行法など制度導入が進んでいる。さらに、イギリスではリテール・リングフェンスと言われる、支払いシステムと預金・貸付を主業務とする商業銀行とトレーディングやデリバティブ取引などを主業務とする投資銀行業務を分離する案（『独立銀行委員会報告』）が進行中である。EU レベルでも、ユニバーサル銀行から「トレーディン

グ業務」を分離する案（『リーカネン報告』）が出されている。これらは、アメリカのドッド・フランク法における「ボルカー・ルール」（ヘッジ・ファンド等への出資や自己勘定取引の制限）とも関係する。金融規制改革の全貌を見る余裕はないので、ここでは新設のFPCの固有の役割とそのための方策手段について確認し、FPCが何をしようとしているのかを中央銀行としてのイングランド銀行の歴史的役割に絡めて見ることにする。

## II. FPCの特徴

イングランド銀行内にFPCが理事会の小委員会として設置され、PRAとFCAに勧告や指示を与える権限を持ち、しかもPRAはイングランド銀行の子会社となるので、イングランド銀行の権限が非常に強まったように思える。しかし、これは2012年金融サービス法を素直に読めば誤解である。むしろ、財務省の権限が大きく規定され、その範囲内でFPCやPRAが活動するのである。FSAを設置した2000年金融サービス市場法では、財務省がFSAに対して独自の権限を行使できる場合は非常に限られていた。たとえば、第12条「レビュー：FSAの経済性・効率性の検討」、第14条「独自の究明調査を行える場合：金融システムを重大なリスクにさらすケース」、および第163条「財務省の役割：競争委員会の報告に対して財務省が対応する義務」、などである。もとよりFSAの会長を任命し、解任するのは財務省であるが（「付属規定1「金融サービス機構」第2条」）、FSAの活動を財務省が規定できる構造にはなっていない。

2012年金融サービス法では、1998年イングラ

ンド銀行法を改訂し、イングランド銀行に金融安定担当の副総裁と健全性規制担当の副総裁を各1名、金融政策（マネタリー・ポリシー）担当副総裁と並べて設けることを求める。そして同法に「パート1A 金融安定」を挿入し、理事会に「金融安定戦略」の決定を求めている。しかも、この戦略を決定する前にFPCおよび財務省と草案を協議（consult）することを義務付けている（第9A条）。FPC（理事会の小委員会 sub-committee）のメンバー構成は、イングランド銀行総裁と3人の副総裁のほか、FCAのチーフ・エグゼクティブ、財務大臣と協議した後で総裁が任命する2人（イングランド銀行内で金融安定に執行責任を有する者、およびイングランド銀行内で市場分析に執行責任を有する者）、財務大臣が任命する4人、そして財務省の代表1名、である。全体で12名となり、総裁・副総裁を含めてイングランド銀行内部者が6名である。この構成からはイングランド銀行内部者が数的に「優位」にも見えるが、財務省の関与も明らかである。なお、イングランド銀行の文書の説明では、財務省の代表には議決権がない。

補足しておけば、2012年金融サービス法は、1998年イングランド銀行法を改訂し、理事会の非執行理事で構成される「監視委員会 Oversight Committee」を設置し、イングランド銀行のパフォーマンスを常に監視することを義務付けている（同法「パート1 第3条」）。いわゆるガバナンスの強化であり、FPCの活動を含めてイングランド銀行の活動に対する「監視」が強化され、「パフォーマンス・レビュー」が公表されることになっている。

FPCの目的は（2012年金融サービス法パート1A 第9C条）、イングランド銀行による

金融安定目的の達成のための職務の遂行であり、その責任は、「イギリスの金融システムの回復力 resilience を保護し向上させる観点で、システムミック・リスクを識別、監視し、その除去または減少を図る行動をとる」(第9C条(2)) ことである。そして、システムミック・リスクは金融機関間の結び付き connections など金融市場の構造にかかわるもの、金融部門内部でのリスク配分にかかわるもの、レバレッジや負債、信用の持続不可能な水準の3つが挙げられている(第9C条(3))。しかし、同時に第9C条(4)では、「中長期的に見たイギリス経済の成長に寄与する金融部門の能力に重大な悪影響を及ぼすであろうとFPCが考える方法でその職務を遂行することを要求 require したり、認可 authorise するものでない」と規定している。微妙な表現であるが、イングランド銀行の『四季報』論文<sup>2)</sup>や『政策声明草案』では、より簡明に「・・・悪影響を」及ぼしそうな方法でFPCは仕事をすべきでないとして、さらにFPCは第一義的目的(金融システムの安定)の達成に従いつつ、成長や雇用目的を含む政府の経済政策を支持しなければならない、と説明している。この点は、MPCでも同様である、とも説明されている。

なお、システムミック・リスクは第9C条(5)でイギリス金融システム全体ないしその重要な部分の安定にかかわるリスクと定義されている。

さらに第9E条は、「財務省による勧告」と題され、財務省が次の3つの点でいつでもFPCに書簡を出し、それへの対応の報告を受けられるようになっている。3つとは a) FPCによるイングランド銀行の金融安定目的の理解に従って考慮すべき問題、b) その

目的の達成に関連するFPCの責任、c) FPCがその職務遂行に際して考慮すべき問題、である。これからうかがえるのは、財務省がFPCの活動に公式に大きな影響力を及ぼすことができることである。

加えて、2012年金融サービス法は「パート4 財務省とイングランド銀行、FCA ないし PRA の協同」を定め、公的資金の投入や危機管理に関連する、各機関の役割や関係を規定している。これまでは、公的資金の投入など想定外のことであったから、法的規定も必要がなかったのであろう。1997年のFSAの発足に際しては、3者(HM Treasury, the Bank of England, FSA)の覚書(Memorandum of Understanding)が交わされ、それぞれの責任をと3者間の協力の枠組みが示され、2006年にはこれが「金融安定のための覚書」(Memorandum of Understanding for Financial Stability)として改訂されていた。今回は、公的資金が必要な場合に備えて、3者間(財務省、イングランド銀行、PRA)の「危機管理の覚書」の準備・維持を法律で定めているのである(パート4第61条)。

これらの規定からは、金融システムの安定、あるいはシステムミック・リスクへの対処に関しては、イングランド銀行に「権限」があるというより、財務省も大きく関与し、この点を法的にも明確にしていると見た方が良いであろう。金融システムの安定の責任を誰が負うのかは厄介な問題だが、中央銀行の「最後の貸し手」機能に関連すると狭く考えるより、政府と中央銀行の共同の責任と考えるべきなのであろう。この点は後に「歴史的経験」を含めて再度考察する。

### Ⅲ. PRA の構成と特徴

PRA の一般的目的は「PRA が認可する業者の安全性と健全性を促進する」ことであり、これは「認可業者のビジネスがイギリス金融システムの安定に悪影響を及ぼさない仕方で遂行され」、「認可業者の破綻がイギリス金融システムに及ぼすと予想される悪影響を最小限にする」ことで達成される（2012年金融サービス法パート1 A 第2章第2 B条）。言い換えれば、個別金融機関の安全・健全性の確保を目的とするものであり、ミクロ・プルーデンス政策を担当するものである。各業者が規制業務を行う許認可を与え、許認可条件を順守しているか否かを監視することになる。許認可条件（Threshold Conditions）は、業者が規制業務を遂行するに際して満たさねばならない最低条件を意味するが、PRA が責任を有するのは、英国で設立された業者は英国に本店を置き、業務が慎重に（prudent）に行われ、適切な財務的及び非財務的資源を維持していること、業者自身が適任・適格であり、適切なスタッフがいること、業者及びグループを効果的に監督できること、である。言い換えれば、業者が十分な量と質の資本と流動性を備え、リスクを測定・監視・管理する十分な資源を有し、適任・適格であり、慎重に業務を行っていることである。もとより、PRA の監督はすべての業者が破綻しないことを保証するものでなく、破綻の影響を評価し、それを抑えることもPRA の仕事であり、破綻に際しては破綻処理制度にのっとってイングランド銀行の他の部分と協力して作業を進めることになる。

現在、約1,400社が監督対象となり、うち約

900社が預金取扱業者（330の銀行、50の住宅金融組合、600の信用組合など）、約500社が各種保険会社、少数の投資会社（投資銀行もしくはブローカー・ディーラー）である。なお、FCA は、これらのPRA の監督対象業者に対して行為規制の監督を行うが、PRA の監督対象でないその他の業者、資産管理業者、ヘッジ・ファンド、取引所、保険ブローカー、金融アドバイザーに対しては健全性規制も担当する。FCA の監督対象業者数は2万3,000社に及ぶ。PRA は1,400社も対象を同じように監督するわけでない。イギリスの金融システムの安定性に及ぼす各企業の重要性にしたがって、監督の密度や戦略的焦点を評価することになる。各企業の規模、連関性、複雑さ、ビジネス・タイプなどによって5つのカテゴリーに分けて、監督が実施される<sup>3)</sup>。

ところで、PRA はイングランド銀行の一部（a part）とか子会社であると説明されているが、2012年金融サービス法の規定（付属規定1ZA）では、PRA は定款でイングランド銀行総裁がPRA の議長 the chair であり、健全性規制担当のイングランド銀行副総裁がPRA のチーフ・エグゼクティブであることを定め、PRA が統治機関 governing body を設置することを要求している（たんに Board とも説明される）。そして、この統治機関は議長、チーフ・エグゼクティブ、金融安定担当のイングランド銀行副総裁、FCA のチーフ・エグゼクティブ、および他の任命メンバーで構成され、任命メンバーは財務省の承認 approval を得てイングランド銀行が任命することになっている。しかも、統治機関の多数は非執行メンバーでなければならないことを定め、議長（イングランド銀行総裁）、チーフ・エグゼク

ティブ（健全性担当イングランド銀行副総裁）、金融安定担当イングランド銀行副総裁、およびイングランド銀行やPRAの従業員は非執行メンバーとみなされない、と規定している。さらに、任命メンバーの条件として、イングランド銀行の指示に従う者でないこと、他の者による指示に従って行動する者でないこと、職務の執行に重大な影響を及ぼす金融的ないしその他の利害関係を持たないことを要求している。言い換えれば、任命メンバーはイングランド銀行からは独立の存在であり、彼らが統治機関の多数を占めるのである。したがって、PRAはイングランド銀行の中の機関とはいえ、独立した外部の統治機関によって統治される存在なのである。任命メンバーには財務省の意向が反映されやすいか否かはともかく、任命メンバーは独立の有識者となるのであり、彼らが統治機関の多数を占めるPRAを単純にイングランド銀行の機関とみなすことはできないのである。

PRAの監督方法の特徴としては、判断に基づいた先見性をもった監督が強調されている<sup>4)</sup>。PRAは業者が安全で健全であるかどうか、許認可条件を満たし、将来とも満たし続けるかを判断する。しかも、現在のリスクに対してばかりでなく、将来起りそうなリスクに対しても判断し、業者を評価するのである。判断judgementや先見性forward lookingが強調されている。これは、これまでの経験の反省から、たとえば自己資本比率を維持しているか否かを基準に監督し、事後的に処罰するようなやり方でなく、金融システムに重大な影響を及ぼすリスクに対して金融監督機関が積極的に介入する方針の表明である。したがって、システムの安定に対する重大なリスクをもたらし問題や企業に焦点を当てた監督が強調されている。判

断や先見性が時として恣意的となり、企業の活動を大きく制約する恐れが考えられるが、この点は、PRAの活動自体の透明性と議会等に対する説明責任に委ねられるようである。あるいは、財務省ないし政府の監督権限の行使が必要となるのであろう。

#### IV. 政策手段

金融システムの安定あるいはシステムミック・リスクへの対処が重要だとしても、これらをどう定義するかは難問が存在し、また、対処するのに有効な政策手段は何かは確立されねばならない。金融システムの安定のために、商業銀行から投資銀行やトレーディング業務を分離することが提案されているし、金融システムあるいは金融構造のあり方がまず問題になるかもしれない。この問題には立ち入らないが、イギリスの当局が何をやろうとしているかを聞くことから始めよう。

イングランド銀行はマクロブルーデンシャル政策について2つのディスカッション・ペーパーを発表している。最初は2009年11月の『マクロブルーデンシャル政策の役割』と題されたペーパーである。ここでは、金融危機の「理論」的分析が意図されている。金融危機時の市場の失敗を、インセンティブ（有限責任やモラルハザード）問題、情報の不完全性問題frictions（ネットワークの外部性—デフォルトの伝染性は外部の者にとって不確実、リスク錯覚、資産の質を不完全情報で評価できず、情報連鎖）、コーディネーション問題（集団行動、投売りや信用逼迫の外部性、取付）に分けて考察する。そして、危機が広がる（伝染する）経路が、レバレッジと満期変換で増幅され、これ

を情報の不完全さが強めている、とみなす。さらに、リスクを総量とネットワークに分けてみることを指摘する。銀行は景気上昇過程で過度のリスクを取り、景気下降過程では過度にリスク回避を図る傾向にあり、リスク総量や企業・家計の負債、レバレッジや満期ミスマッチもプロシクリカリティを示す。個別金融機関のバランスシートを見る規制当局は全体のリスクを考えない。ネットワーク・リスクとは個々の金融機関は自社の行動の波及効果は考慮しないことによるものである。一部の機関の破綻は多くのカウンターパーティのデフォルト・リスクを高め、ある機関の破綻の情報は他の機関の破綻の可能性に伝染する。このような事態は、金融機関間取引の増大で拡大されており、流動性リスクを増幅し、流動性の退蔵と貨幣市場の麻痺、資産の投げ売り等を引き起こす。従って、システミック・リスクに対しては、その二つの源泉としてのリスク総量とネットワーク・リスクを識別し、2つの伝染経路、すなわち流動性にかかわる満期のミスマッチとソルベンシーにかかわるレバレッジに対処することが課題となる。言い換えれば、経済主体は景気循環を通して集团的（同一の）行動を取る傾向にあるが、個々の主体は自らの行動の波及効果は考慮しない。したがって、景気循環（過剰リスク）を抑制し、リスクの伝染を増幅するレバレッジと満期ミスマッチを制御することが課題とされる。筆者流の解釈かもしれないが、これがイングランド銀行によるマクロプルーデンス政策の基本的考えである。抽象的であり、リーマン危機の原因である、市場型ないし新たなシステミック・リスクを対象とする<sup>5)</sup>よりも、伝統的な預金・貸付モデルの銀行を中心とする金融システムを想定しているように思える。

2011年12月にイングランド銀行は『マクロプルーデンシャル政策の手段』と題するディスカッション・ペーパーを発表した。ここでは11の政策手段を取り上げ、それぞれのメリットとデメリット、さらには歴史的経験をまとめている。1枚の表に示されているので、翻訳して（表にするためかなり意識してある）提示しておけば、図表1のとおりである。個々の内容には立ち入らないが、このペーパーは、「マクロプルーデンシャル政策手段 toolkits について結論を下せない」として、この分析への意見を求め、それらを含めて仮FPCが政策手段をさらに分析し、2012年3月の仮FPC会議で当初の政策手段について結論を出すことを求めた。

2012年3月の仮FPCは、PRAやFCAに対する法的指示の権限に関して、反循環的資本バッファー、部門別資本要件、およびレバレッジ比率の3つについて権限を要請した。その他では、可変的流動性に関する手段も望ましいと考えたが、この分野での国際的基準をめぐる議論が合意されるまで、どのような形か具体化specifyできないので見送った。さらに、金融機関の担保取引の条件についても指示権限が望ましいと考えたが、国際的議論がさらに進展してから考えるべきと結論した。また、開示要件も望ましいが、具体化できないので見送った。なお、貸出・価値比率（LTV）や貸出・所得比率（LTI）も金融の安定性をもたらす望ましい手段と考えるが、これら手段の活用には公衆が広く受け入れる必要がある点を留意し、求めなかった。可変的部門別資本要件など、望ましい手段もあるが、現段階では求めず、さらなる分析・検討を行うことにした。そして、他の手段に関しては、勧告の権限で十分と考えた。

2012年金融サービス法では、FPCの有する

図表1 マクロプルーデンシャル政策手段の特徴

政策手段	主要賛成論	主要反対論	歴史的経験
カウンターシクリカル 資本バッファ (CCB)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・損失吸収力への直接効果が循環を穏やかにする。</li> <li>・単純でコミュニケーション容易。</li> <li>・バーゼルⅢの相互受入れで、漏出を少なくする。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・過剰が特定部門に集中の場合、粗野な手段で、リスクを増やすかもしれない。</li> <li>・リスクウェイトを間違えると、効果がないかもしれない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・危機前の資本比率は危機時のストレスを予想しなかった。</li> </ul>
部門別資本要件 (可変リスクウェイト)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・未然に防ぐ問題を標的に。</li> <li>・CCBより鋭いインセンティブ。</li> <li>・貸出残高に対するフローの調整がブーム時の貸出し抑制や減少に</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクをシステムの他の部分に(ウォーターベッド効果)。</li> <li>・実施にはバランスシート全体に一貫性のある適用が問題。</li> <li>・総計手段に比べ多大なデータ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・APRAは2004年に下位モーゲージのリスクウェイトを引上げ、市場の拡大を阻止した。</li> <li>・RBIは05~06年に商業不動産貸付けのリスクウェイトを上げ、貸付を鈍化させたが、07年の非銀行金融貸出には効果なし。</li> </ul>
最高レバレッジ比率	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクベース手段より規制回避・測定ミスの影響が少ない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスク罰則がないので、リスク増へのインセンティブ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクベース資本比率より、危機前ストレスの優れた指標</li> <li>・カナダの銀行はこの比率で抑制</li> </ul>
可変的引当金	<ul style="list-style-type: none"> <li>・信用損失見込みに早期の引当</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CCBやリスクウェイト手段と重複</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スペインの一般引当金の増加の信用供給への影響は少ない</li> </ul>
分配制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>・信用供給混乱リスクの抑制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一律上限が健全銀行に罰則</li> <li>・資本比率上限がレバレッジ引下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Fedが2011年に現金配当への30%の仮上限</li> </ul>
可変的流動性バッファ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行の流動資産・満期ミスマッチに直接作用し、回復力高める</li> <li>・信用循環を緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国際的経験が少ない</li> <li>・マクロprud基準はまだ検討中</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クロアチアでは信用が抑制</li> <li>・RBNZは2010年に中核ファンディング比率導入</li> </ul>
貸出・価値(LTV) 制限 貸出・所得(LTI) 制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクな貸出を直接に制限し、不動産リスクに対する回復力増</li> <li>・外国支店への漏出が少ない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融安定と経済活動や住宅保有の社会的選好のトレードオフ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HKMAが1994以降にLTV上限、アジア危機後に不動産価格40%下落でも、損失少ない</li> </ul>
マージン要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流動性退蔵・資産投げ売り時の、追加担保のリスクを減らす</li> <li>・ファンディング市場の回復力向上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国境、市場間、無担保貸出を通じる漏出・規制回避が生じ易い</li> <li>・資本・流動性要件が同様な効果</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Fedが株式信用取引に最低要件、1971以降は不変、価格変動に効果なく、信用取引量に影響</li> </ul>
中央カウンターパーティ(CCP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ネットワーク連関性を単純化し、伝染を減らす</li> <li>・リスク管理の中央集中</li> <li>・透明性の増大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフラの重要性の増大</li> <li>・リスクの回避(別の手段の利用や海外へ)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デリバティブの中央集中清算が、リーマン破綻の伝染を抑制</li> <li>・銀行間トライパーティ・レボ市場の危機時の崩壊にかかわらず、CCP清算レボは健在</li> </ul>
取引システムの利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流動性の急減や価格変動を緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・参加を減らし、流動性が減るかも</li> <li>・リスクの回避(海外へ)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経験は少ない</li> </ul>
開示要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・情報伝染の可能性を減らす</li> <li>・市場規律の向上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・情報開示は市場を「驚愕」させるリスクがあり、流動性バッファが役に立たなく</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・USとEUのストレステストの影響は主に銀行エクスポージャー情報の発表による</li> </ul>

〔出所〕 Bank of England, *Instruments of macroprudential policy*, Discussion Paper Dec.2011, Table 3.B より作成。

マクロプルーデンス政策措置 Macro-prudential measures は、FPC との協議の上（場合によってはイングランド銀行総裁との）財務省の省令 order で定められることになるが（同法、パート 1 A 第 9 K 条）、財務省は指示権限は具体的なものであることを要求していた。このために、具体化できるものに要求は限られた。そして、国際的な議論が展開中の問題、可変的流動性要件や担保取引の条件に関しては、議論の進展を見守ることにしたのである。

2011年末のディスカッション・ペーパー『マクロプルーデンス政策手段』の議論からどのような進展があったのか明らかではないが、当面はカウンターシクリカルな資本バッファ（CCB）と部門別資本要件（SCR）を政策手段として FPC による金融システムの安定性維持のための政策が展開されることになる。可変的レバレッジ比率に関しては、権限が与えられるが、施行は2018年以降のこととされている。バーゼル銀行監督委員会等での議論（試行期間を経て2017年に水準調整、実施は2018年から）に合わせるためであろう。これらの手段がどのような役割を果たすかは、2013年1月の『政策声明草案』で説明されている。なお、「政策声明」は法律によって要求される、FPC が定期的に発行しなければならない文書である。

CCB はバーゼルⅢに盛り込まれたものであり、これでは「資本保全バッファ」の拡張として、普通株等の Tier1 又は完全に損失吸収力のある資本で、0～2.5%の範囲で、各国当局が裁量で設定できるものである。この点で、とくに新しいものではなく、EU 指令等でも予定されている。FPC が権限を持つことになり、『政策声明草案』においてこの活用を意図している。CCB の発動は、EU レベルでのバッ

ファー比率の相違を生み出すかもしれないが、ESRB（欧州システミック・リスク委員会）が調整に当たることになり、2.5%を超える範囲でも可能となる予定である。SCR に関しては、各国当局が一定範囲まで付加することが認められるが、これを超える場合にはヨーロッパ委員会、EBA と ESRB がそれぞれ他国に与える影響を評価し、欧州理事会 Council が判断することになる予定である。EEA 以外については、バーゼル銀行監督委員会などでの調整が予定されている。

CCB は銀行の（住宅金融組合等を含む）イギリスでのエクスポージャー（貸付け等）に対して適用されるが、SCR はモーゲージを含む住宅不動産、商業不動産、金融部門へのエクスポージャーに適用される。ただし、SCR はより限定した範囲で、たとえば LTV や LTI が特定の比率を越す部分の貸出しを対象とすることなども検討されている。なお、国ごとに CCB の比率が異なるケースが想定されるが、その場合にはエクスポージャーの国別比率に基づいた加重平均として、各銀行の CCB 比率が計算される。

CCB にせよ、SCR にせよ、FPC が金融システムの安定を脅かす恐れがあると判断した時に発動されることになるが、追加資本のバッファが通常以上に予想される損失を埋めること、および過度ないし過小評価の underpriced エクスポージャーを抑制することを期待してのものである。そして、安定を損なうリスクがなくなったと判断された時に解除されることになる。SCR が設定されることは、これまでの歴史的経験から、金融危機の多くは住宅を含む不動産ブームとその崩壊の結果から生まれたとの認識に基づき、これらの部門における過大なエ

クスポージャーを抑えようとするものであろう。しかし、裏から見れば、これら部門の適切なリスクウェイトが測定できないから必要なかもしれない。一般的な CCB はカウンターシクリカルな政策手段の要請から考えられたのであろうが、基礎的な自己資本比率規制の上に付加されるものであるから、基礎的な自己資本比率自体の適切さの決定に難しさがああり、それを補完する必要があるためかもしれない。CCB や SCR が発動され、どのような効果を発揮できるかはこれからの問題であるが、政策当局としては、新たな手段を獲得した意味はあるであろう。だが、どのように判断し、どの時点でどのように（規模等）発動・解除するのか、これからの経験に依存することになる。しかも、金融システムの危機を招来するような事態が頻繁に起こるわけではないであろうから、評価できるまでには時間がかかろう。

## V. 判断指標

さまざまな経済・金融指標を基に FPC の決定が行われることになるが、『政策声明草案』が述べるように、特定の指標にしたがって機械的に決定が行われるものでない。特定の指標の動きの解釈には正反対の解釈がなされることもあるし、何よりも金融的結び付きの複雑さ、金融システムの時間的進化、リスクが顕現するまでのタイムラグ等があるからである。したがって、FPC の決定にとっては、判断の要素が重要となる。これは当然のことであろう。EU 法制では信用・GDP ギャップ（家計・企業の対 GDP 比信用額とその長期的トレンドとの差）が重視されるようだが、これも重要な指標とされるが、これに尽きるものではない。中核とな

る指標が CCB と SCR についてそれぞれ示されている。図表 2 と図表 3 のとおりである。CCR では、銀行のバランスシート指標として、中核 Tier1 資本比率、レバレッジ比率、預貸率、CDS スプレッド等。非銀行部門指標として、信用残高の対 GDP 比、信用の伸び率、対外ポジションや経常収支の対 GDP 比など。市場の条件として長期実質金利、VIX、社債と証券化商品等のスプレッド、モーゲージと企業向け国内新規貸出しのスプレッドなど、である。SCR の指標は、CCB とも重複するものも多いが、モーゲージや不動産関連融資など、特定部門の動向が重視されている。銀行のバランスシート指標では、中核 Tier1 資本比率とレバレッジ比率に加えて、モーゲージの平均リスクウェイト、バランスシートの連関性として金融機関間貸出と借入およびデリバティブ（名目）の伸び率、等を見る。非銀行部門に関しては、家計と商業用不動産貸出しの伸び率、家計負債の対所得比率、民間非金融企業負債の対利潤比率、非銀行金融機関（保険会社・年金基金を除く）負債の対 GDP 比である。市場の条件では、住宅・商業用不動産の価格指数・レント指数の動向、住宅モーゲージ貸出し条件（貸出・価値比率、貸出・所得比率）、モーゲージと企業向け新規貸出しのスプレッド、である。

『政策声明草案』は、いくつかの指標を解説しているが、これには立ち入らない。なお、表の原文では、各指標の定義・データソースが示されているが、ここでは煩雑になるので省略した。まず、示された数値の最低と最高が示すように、大きな変動を示していることを確認しておこう。これらは、トレンドなどと比較してリスクの増大や軽減を示すものとして判断を容易にするものとなるかもしれないが、逆に適切な

表2 カウンターシクリカル資本バッファ (CCB) のための中核指標

指標	1987-2006年 平均	2006年 平均	1987年以降の 最高	1987年以降の 最低	直近値	(直近時)
銀行のバランスシート						
1 コア Tier1資本比率 <sup>1)</sup>	6.6%	6.3%	10.8%	6.1%	10.8%	2012H1
2 レバレッジ比率						
単純	4.7%	4.1%	5.4%	2.9%	5.1%	2011年
バーゼルⅢ	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2%	Dec.2012
3 平均リスクウェイト	53.6%	46.2%	65.4%	35.2%	35.2%	2012H1
4 税引前資本収益率	1.0%	1.0%	1.5%	-0.2%	0.3%	2012H1
5 預貸率	114.0%	132.40%	133.4%	96.0%	106.4%	2012H1
6 海外集中指標 <sup>1)</sup>	BR, CH, CN, ES, FR, IE, IN, LU, NL (2006年)				DE, JP, NL	2012Q2
7 銀行債務指標						
CDS プレミアム	12bps	8bps	298bps	6bps	168bps	Nov.2012
劣後債スプレッド	29bps	10bps	967bps	4bps	354bps	Nov.2012
8 銀行株式指標				0.52		
価格・簿価比率 <sup>2)</sup>	2.14	1.97	2.83	0.52	0.76	Nov.2012
時価レバレッジ比率	9.6%	7.8%	14.8%	1.9%	3.9%	Nov.2012
非銀行バランスシート						
9 信用と GDP						
比率	131.8%	179.1%	198.4%	93.8%	183.7%	2012Q2
ギャップ	4.2%	13.0%	21.4%	-16.3%	-13.3%	2012Q2
10 民間非銀行部門信用伸び率	10.8%	10.1%	25.6%	-4.7%	0.4%	2012Q2
11 ネット対外資産の対 GDP 比率	-4.7%	-26.4%	21.6%	-28.8%	-22.5%	2012Q2
12 グロス対外負債の対 GDP 比率	245.2%	419.6%	513.2%	146.1%	494.8%	2012Q2
債務の対 GDP 比率 <sup>3)</sup>	205.5%	351.0%	441.2%	130.8%	416.0%	2012Q2
銀行債務の対 GDP 比率	134.6%	210.6%	285.8%	90.5%	235.4%	2012Q2
13 経常収支の GDP 比率	-2.0%	-2.9%	0.6%	-5.4%	-5.4%	2012Q2
市場の条件						
14 長期実質金利	3.09%	1.25%	5.14%	0.02%	0.04%	Nov.2012
15 VIX	19.1	12.8	65.4	10.6	16.7	Nov.2012
16 グローバル・スプレッド						
社債	115bps	87bps	486bps	52bps	139bps	Nov.2012
担保・証券化債務	50bps	46bps	257bps	15bps	63bps	Nov.2012
17 新規英国貸出スプレッド						
モーゲージ	81bps	56bps	368bps	42bps	351bps	Oct.2012
会社	103bps	98bps	389bps	93bps	332bps	2012Q3

1) 1株当たり株主本簿価に対する株価の割合

2) 英国銀行が大規模かつ急拡大のエクスポージャーを持つ国

3) 対外負債から直接投資・株式投資を除く

各指標の定義・データソースについては原文参照。ここでは煩雑なので省略。

〔出所〕 Bank of England, *The Financial Policy Committee's powers to supplement capital requirement*, A Draft Policy Statement, Jan.2013, Table C より。

判断を難しくするかもしれない。もとより、これらの指標がすべてでなく、新たな指標が追加されていくであろうが、これらの表で気になる点をいくつか指摘しておこう。まず、各指標の信頼性の問題はある。表に示された数字は1987～2006年の平均をベースとした指標である。

リーマンショックに際して100年に1度の金融危機ともいわれたが、過去20年間のデータで妥当かも検討する必要がある。というより、金融システムないし金融構造は歴史的に変化してきている。この変化を反映するような指標の工夫が必要であろう。ヨーロッパでは銀行が金融

表3 部門別資本要件 (SCR) のための中核指標

指標	1987-2006年 平均	2006年 平均	1987年以降の 最高	1987年以降の 最低	直近値	(直近時)
銀行のバランスシート						
1 コア Tier1資本比率 <sup>1)</sup>	6.6%	6.3%	10.8%	6.1%	10.8%	2012H1
2 レバレッジ比率						
単純	4.7%	4.1%	5.4%	2.9%	5.1%	2011年
バーゼルⅢ	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2%	Oct.2012
3 モーゲージ平均リスクウェイト	n.a.	n.a.	22.5%	18.9%	22.5%	2012H1
4 バランスシート連関性						
金融機関貸出伸び率 1)	13.9%	12.9%	78.7%	-15.0%	11.5%	2012H1
金融機関借入伸び率 2)	14.6%	14.0%	37.3%	-18.4%	-4.9%	2012H1
デリバティブ伸び率 (名目)	37.7%	34.2%	67.5%	-18.0%	-5.3%	2011年
5 海外指標 3)		ES, FR, IE, JP, NL(2006Q4)			なし	2012Q2
非銀行バランスシート						
6 信用伸び率						
家計	10.1%	11.6%	19.9%	0.0%	1.8%	2012Q2
商業不動産	15.3%	18.4%	59.8%	-9.7%	-4.8%	2012Q3
7 家計債務・所得比率	115.1%	160.6%	172.1%	88.0%	144.9%	2012Q2
8 民間非金融会社債務・利潤比率	285.4%	391.3%	498.6%	189.2%	456.1%	2012Q2
9 非銀行金融機関債務・GDP比率	64.2%	144.1%	186.5%	15.8%	176.0%	2012Q2
内短期	49.7%	98.6%	125.8%	14.2%	113.3%	2012Q2
市場の条件						
10 不動産価格・レント指数 4)						
住宅	100.0	151.0	161.3	66.6	120.6	2012Q3
商業	100.0	128.1	131.6	77.7	92.2	2012Q3
11 住宅モーゲージの条件						
貸出・価値比率 (LTV)	n.a.	89.4%	89.7%	80.4%	82.9%	2012Q2
貸出・所得比率 (LTI)	n.a.	3.9	4.2	3.7	4.0	2012Q2
12 新規貸出スプレッド						
モーゲージ	81bps	56bps	368bps	42bps	351bps	Oct.2012
会社	103bps	98bps	389bps	93bps	332bps	2012Q3

1) 他の銀行・金融機関への貸出

2) 銀行からの預金と非劣後証券発行による卸売り借入

3) 英国銀行が大規模かつ急拡大のエクスポージャーを持つ国

4) 住宅・不動産価格指数のレント (家賃・地代) 指数に対する比率

9の非銀行金融機関に年金基金・保険会社は含まず

各指標の定義・データソースについては原文参照

〔出所〕 前表と同じ、TableD

システムのなかで依然として大きな役割を果たしているが、証券市場ないし資本市場の拡大やシャドーバンキングの成長が金融システムを銀行中心にみることに疑問を投げかけている。シャドーバンキングなど新たなシステムが大きく成長しているとすれば、伝統的な指標がどこまで有効か疑問となるからである。リーマンショックはこのことを示しているように思え

る。預貸率は重要な比率であることは変わらないとしても、現在の銀行の多くにとって、バランスシートに占める預金や貸付の割合は小さく、担保取引やデリバティブが資産や負債に占める割合が大きくなっている。国際的議論でも担保取引の問題やトレーディング資産のリスクウェイトの問題はまだ未決着である。問題はすぐに解決できないかもしれないが、これらの指

標は伝統的な預金・貸付モデルの銀行を前提にしている感じを免れない。

次に、貸出・所得比率や、債務・利潤比率は考慮されているが、伝統的な延滞率・件数や不良債権比率、企業の倒産件数等は考慮されていない。これらの指標が必ずしも適切でないからかもしれない（住宅モーゲージの延滞率は1990年ごろの方が、今回よりはるかに高かった）し、データの取り方（減免や借換えにともなう延滞や不良債権の定義等）に問題があるからかもしれないが、当然に考慮されるべき問題であろう。

なによりも問題なのは、ここでの指標に政府の債務が不在な点である。多くの国で、政府が最大の借手である。政府借入の動向は金利変動を始めとして、金融の動向に大きな影響を与えている。これをどのように評価するかは難問だが、この動向を無視して、金融システムも評価できない。この意味で、指標から国債ないし政府借入が欠落しているのは理解できないことである。したがって、実質長期金利やスプレッドが指標として登場してくるが、長短の名目金利や政策金利は登場しない。また貨幣量にかかわる指標も登場しない。

これらは貨幣政策（マネタリー・ポリシー）の領域の問題とされるからかもしれないが、金融システムの問題が貨幣政策とまったく切り離されているのである。いうまでもなく、信用が拡大する場合には、緩和的貨幣政策が取られるのが一般的である。貨幣政策に変化がなければ、信用の拡大は金利の上昇を伴い、どこかで限界に達する。あるいは、貨幣政策が適切ならば、異常な信用の拡大とその結果としての金融システムの不安定は抑制されるはずである。金融システムの安定のための政策（フィナンシャ

ル・ポリシー）は貨幣政策（マネタリー・ポリシー）と一体化して効果を発揮できるはずだが、ここでは貨幣政策との関連が一切触れられていない。

## VI. 中央銀行の責任と歴史的経験

セイヤーズは「中央銀行業の本質は貨幣システムの裁量的管理である」とした<sup>6)</sup>。目的は物価水準の安定、経済の安定などいろいろに定義されるが、中央銀行業は数多くの目的のいずれにも奉仕できる制度的手段である。社会が目的達成のために貨幣システムを規則に基づいて動かすことを希望することが合理的な場合もあるかもしれないが、規則に基づく作用は中央銀行業とは対照的なものである。中央銀行は社会が裁量的要素を望ましいと決める場合にのみ必要なものである。中央銀行家とは、この裁量を行使用するものであり、規則に従って動く機械ではない。このセイヤーズの主張は50年以上も前のものである。その後、マネタリストのルールに基づく貨幣供給などの主張や、中央銀行の透明性や説明責任を重視する見解もあって、「裁量」を強調する見解を支持する者は少ないようである。あるいは、政府の側からすれば、政府の意図する貨幣政策を実現するのが中央銀行の使命であり、技術的な日々の運営はともかく、中央銀行の「裁量」などとんでもないことなのかもしれない。

やや回り道になるが、イングランド銀行の歴史をスケッチしておこう。金本位や固定相場時代には、兌換の維持や金準備の維持、固定為替相場の維持が中央銀行の仕事であった。いつからイングランド銀行が「中央銀行」になったのかは議論の余地があるが、これには立ち入ら

ない<sup>7)</sup>。ケインズ的な財政金融政策によって完全雇用をはかることが政策目標となるのは第二次大戦後のことであるが、実際にどこまでこの政策が取られたかは検証の必要があろう。イギリスに即してみれば、1960年代まで為替相場の維持に多大な努力が払われ、また物価の安定には直接的規制（貸出伸び率規制や特別預金）などが使用され、政府のファイナンスをめぐって、イングランド銀行と財務省が対立する（物価上昇の要因は過大な公共支出）ことが少なくなかった<sup>8)</sup>。1970年代に入ってCCC（競争と信用調節）と呼ばれる金利の自由化等を重視する政策が導入され、変動相場制になったが、激しいインフレと為替変動・ボンド相場下落を経験した。加えて、70年代前半には「セカンダリー・バンキング危機」を引き起こし、金融システムは大きく動揺し、イングランド銀行を中心とする大救済作戦が展開された。反面、国内市場との関係は希薄だったとはいえ、国際金融市場としてユーロ市場が大きく拡大する。80年代にはサッチャー政権の下で、マネーサプライ重視の貨幣政策が展開されるが、実際には目標貨幣量は次々に代わり（当初は£M3であったが、後にはMOになるなど）、時にEUとの関係をめぐり政権内の対立もあり、為替相場重視の政策が展開されたりもした。それでも物価上昇は収まり、90年代半ばからリーマンショックまで、労働党政権の下で安定的な経済成長を遂げ、この過程でインフレ目標あるいは物価安定を目指す貨幣政策運営が定着した。だが、この過程は、97年からのイングランド銀行の独立性強化ともいわれる、MPC（金融政策委員会）による政策運営の自主性が強調された時代であった。他方、86年のビッグバン改革や住宅金融組合法の改正で、金融システムは大きく変化

する（金融機関の再編が進む）ことになり、FSAの登場となるが、この過程にイングランド銀行が関与したとはいえない（国債の取引所マーケット・メイキング子会社の形成や証券決済システムには大きく関与する。また脱住宅金融組合は銀行となることであるから、旧住宅金融組合の多くは銀行として規制されることになった）。

グローバル化の進展や新興国の台頭、EU共通通貨の誕生等、重要な外部環境の変化があるが、これらの点には立ち入れない。イギリスの21世紀の金融機関に着目すれば、ノーザンロックのケースに示されるように、証券化を武器に急成長を遂げる機関が誕生した。また、住宅金融組合の銀行化はホールセール市場依存のファンディングを促し、住宅金融をめぐる競争を激化させ、預貸率を高めていった。ロイズを除く大銀行は投資銀行部門の強化を図り、そのバランスシートではトレーディング資産・負債、デリバティブが急拡大していた。これらの動きが適切にモニターされていたかは疑問である。FSAがノーザンロックを注視していなかったことは明らかであり、RBSによるAMRO買収等に多くの問題があったことは明らかにされている<sup>9)</sup>。また、86年住宅金融組合法の改正（無担保貸付の許容、ホールセール・ファンディングの容認を柱とし、脱組合で銀行になる）は、銀行化した組合はほとんどすべて破綻してしまった事実を照らして再評価する必要がある。

これらの監督責任はFSAにあり、中央銀行としてのイングランド銀行に責任がなかった、といえるかもしれない。しかし、98年のイングランド銀行法改正に際しても、97年の3者（財務省、イングランド銀行、FSA）覚書におい

でも、金融システムの安定はイングランド銀行の責任が明記されており、イングランド銀行自身もこれを強調していた。だれの責任か、法的責任の有無を問うても不毛であろう。政策手段がなかったともいえるが、今回の金融危機に際して多くの非伝統的手法が多く取られている点からみれば、なかったのは言い訳に過ぎないであろう。

伝統的に、中央銀行の役割として「最後の貸し手」機能が金融システムの安定のために重要視されてきた。「バジョット・ルール」にそくせば、パニックに際し、中央銀行は銀行の保有する優良資産を担保にして、高い罰則金利を意味する「公定歩合」で、無制限に貸し出す（ないし購入する）ことで、流動性を供給し、パニックの連鎖を抑えることができる、とするものである。この前提は、銀行が優良な流動資産を十分に保持していることであり、流動性は供給するが、ソルベンシーには立ち入らないのである。しかし、流動性とソルベンシーを危機時に区別することができるかは疑問であり、救済が引き起こすモラルハザードを考えれば、救済自体を否定されるべきこととなろう。優良な流動資産を担保とする貸付けは、通常の業務であり、救済には当たらない。

ところで、バジョットの議論においても（『ロンバード街』初版1873年）、1866年のオーバーレンド・ガーニィ社の破綻<sup>10</sup>に伴うパニックの評価は曖昧である。同社は19世紀前半に成長し、中葉には最大規模のビルブローカー（手形割引業者）として英国貨幣市場に君臨し、イングランド銀行を脅かす存在ともいわれていた。業務は銀行からコールを取り入れ、手形を売買する仕事だが、イングランド銀行は、1850年代までの経験から手形割引業者は僅かな資本

でコールを取り入れ、十分な準備を持たずに膨大な手形や証券を保有し、金融逼迫時にはイングランド銀行に手形等を持ち込むことで流動性を維持する、危険な存在と見なすようになっていた。1858年には割引業者との取引を制限するルールを導入した。これに対するオーバーレンド・ガーニィ社の「反撃」（イングランド銀行から多額の預金引き出し等）のエピソードがあるが、これはともかく、1860年代のイギリスでは有限責任の株式会社の設立ブームとなり、銀行に加えて、多くの金融会社が設立され、投融資業務を展開していた。オーバーレンド・ガーニィ商会も、世代交代の影響もあり、割引業務と区別される投融資業務に進出し、1866年には株式会社化する。しかし、すぐに同社は破綻し、連鎖的倒産が続き、1866年恐慌となる。イングランド銀行が同社の救済に乗り出さなかったのは事実だが、バジョットがこの事実を批判しているわけでない。後知恵かもしれないが、1860年代半ばは会社設立・証券発行ブームの中で、無謀な貸出し等が多かったのは事実であり、「金融恐慌」が不可避だったであろう。バジョットの議論は、パニックに際しては、金本位制の制約、あるいは金兌換の義務でイングランド銀行の流動性供給能力が制限されるのはまずい、言い換えれば、「ピール法」を停止してでも優良な流動資産に対しては無制限に資金を供給すべき、という意味なら正当であろう。しかし、それを超えて、どこまでも資金を供給すべき、というのは危険である。

1890年のベアリング事件も「最後の貸し手」機能に関連して、取り上げられることが多い。イングランド銀行が大銀行等と共同して、当時最大の手形引受・証券発行者であったベアリング・ブラザーズ社に融資し（最大でイングラ

ンド銀行の支援は750万ポンドを超した)、救済した事例がある。イングランド銀行総裁が迅速に動き、流動性不足だが、ソルベンシーはあることを見極め、政府の支援の約束(イングランド銀行が損失を出した場合の補填)を確保し、かつベアリング・ブラザーズの清算を視野に置いた救済といわれる<sup>11)</sup>。金融システムの安定というより、シティの評判の維持と仲間意識が重視された結果かもしれないが、ここでは救済事実の確認にとどめる。

1890年のベアリング救済以後、イングランド銀行による銀行の救済例がないわけでないが、金融システムの崩壊につながる事件は、1970年代前半のセカンダリー・バンキング危機までイギリスでは生じていない。もとより、ポンドの金本位離脱や戦後の為替切り下げを含むイギリス経済と金融の混乱や動揺を考えると、金融システムが「安定」していたことは驚異的である。これは、大銀行が支配的姿となり、各銀行が自行の資本比率や流動性比率を見極め、慎重に経営してきたからかもしれない。しかし、銀行等のマネタリー機関に注目すれば、新規参入や新商品の拡大を伴う大きな変化がなく、法的規制でないが、既存の制度的枠組が続いていたからでもある。セカンダリー・バンクの勃興は、新政策(「競争と信用調節 CCC」といわれる金利の自由化と貸出しの伸びの直接的規制廃止等)の下で、ホールセール貨幣市場の発展を背景とする消費者金融や不動産金融の伸びが著しく、急拡大した結果である。救済が本当に必要であったのかという議論の余地はあるが、イングランド銀行は流動性の供給にとどまらず、株式への資金投入による特定機関の救済まで行った。財務省が無縁であったわけではないが、ほとんどすべてイングランド銀行は独自に

この作戦を進めたと言える<sup>12)</sup>。

歴史的経験を単純化して述べてきたが、筆者が指摘したいのは、「裁量」を主張するセイヤーズの議論を今一度検討する必要である。予想されないショックや危機が繰り返すのが金融の歴史であり、同時に金融危機は新たな金融機関や市場の勃興と急成長、政策の変更と結びついていた。あらかじめ想定できる範囲のことであれば、危機は生じない。したがって、予期できない危機に対応できる能力をもった政策運営が望まれるのである。この意味で「裁量」が重要なのである。

## Ⅶ. むすび

イングランド銀行の歴史から見れば、19世紀末以降に「最後の貸し手」機能を意識し、そのように行動したともいわれるが、イギリスでは金融システムの崩壊に直面するような危機的状態は、1870年以降には1970年代まで生まれなかった。1973～75年のいわゆる「セカンダリー・バンキング危機」に際して、イングランド銀行が「ライフボート」(主要銀行と共同で)を使って、時には単独で、多数の救済や破綻処理に関与した。この時は銀行法も存在しない状況であり、財務省との軋轢もあったが、基本的にイングランド銀行が独自の判断で行動した。その後、いくつかの不祥事や銀行破綻が見られ、イングランド銀行の監督責任が問われたが、金融システムの安定を脅かすような事件は、ノーザンロックの破綻までなかった。この間に銀行法や金融監督体制の法的整備がはかられたが、イングランド銀行は2000年金融サービス市場法で銀行の監督権限を奪われた。そして、今回の新体制となった。金融システムの安

定や金融機関の健全性を監督する FPC と FRA はイングランド銀行（中央銀行）の機関であるが、財務省も深く関与している。政府の責任も明らかにされたとも言える。

貨幣政策や金融（監督）政策に責任を持つのは誰かは、難しい問題だが、時の政権が自由に政策を動かすと考えるより、物価と金融システムの安定のために、専門家に運営を委ねるべき事柄でなかろうか。民主主義やガバナンス、透明性、説明責任等の観点から制約が課されるのは当然である。しかし、政策当局が行えることに事前に制約を課すことになれば、無理が生じるであろう。バジョットの「最後の貸し手」も健全な「流動性の供給」の意味では限界があるし、「大きすぎて潰せない」のモラル・ハザードがつきまとう。金融システム自体が進化する存在であるから、「裁量」が不可欠である。新体制では FPC に指示の権限が与えられたのは、当面は CCB と SCR に関して、自己資本比率を必要に応じて積み増し、解除する権限だけである。一つの前進と見なせないこともないが、これらがどのような効果を発揮するかは未経験の領域である。これだけを取り出して、金融システムの安定がはかれると考えるのは無理である。まだ議論中の問題は多いし、制度改革（リテール・リングフェンスなど）が進み、異なった問題が生じるかもしれない。

#### 注

- 1) FPC は文字通りに訳せば「金融政策委員会」となるが、すでに MPC (Monetary Policy Committee) が「金融政策委員会」と訳されているので、ここでは「金融監督委員会」とした。「金融安定委員会」等も考えられるが、以下では、FPC を用いる。PRA, FPC についても他の用語もありうるが、以下では略語を用いる。
- 2) Emma Murphy and Stephen Senior, 'Changes to Bank of England', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013Q1.
- 3) 監督対象社数等については、『政策声明草案』及び注 2) の文献による。
- 4) Bank of England and FSA, *The Bank of England, Prudential Regulation Authority : The PRA's approach to banking supervision*. October 2012.
- 5) 市場型リスクについては、白川方明『現代の金融政策』第15章、日本経済新聞社 2008年。システミック・リスクについては、淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞社 2009年参照。
- 6) R.S.Sayers, *Central Banking After Bagehot*, Chap.1, Oxford 1957. 広瀬久重訳『現代の金融政策』至誠堂 1959. なお、広瀬訳『現代の金融政策』では「中央銀行政策の本質は、通貨機構を分別のある判断に基づいて管理 (discretionary control) していくことにある」。
- 7) この点に関する最近の見解として、春井久志『中央銀行の経済分析：セントラル・バンキングの歴史・理論・政策』第2章、東洋経済新報社 2013年。
- 8) Forrest Capie, *The Bank of England 1950s to 1979*, Cambridge 2010参照。
- 9) FSA, *The failure of the Royal Bank of Scotland: Financial Services Authority Board Report*, December 2011.
- 10) 同社については、鈴木俊夫『金融恐慌とイギリス銀行業：ガーニ商会の経営破綻』日本経済評論社 1998年による。
- 11) ここでの記述は Orbell による。John Orbell, *Baring Brothers & Co.Limited. A History to 1939*. Baring Brothers & Co., Limited 1985.
- 12) F.Capie, *Ibid.*, Chap.11.

## 参 考 文 献

- 小林襄治「金融サービス市場法の成立」『証券経済研究』28号 2000年11月。
- 小林襄治「英国銀行危機とシステミック・リスク」『証券経済研究』72号 2010年12月。
- 小林襄治「英国の金融構造改革—大きすぎて救えない：リングフェンスと17%の損失吸収資本」法政大学『経済志林』79巻3号 2012年1月
- 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞社 2008年
- 須藤時仁「イギリスにおける新しい規制体系案」『証券レビュー』50巻12号 2010年12月。
- 春井久志『中央銀行の経済分析』東洋経済新報社 2013年。
- 淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞社

- 2009年
- 築田優 「イギリス金融規制改革のゆくえ」『証研レポート』1675号 2012年12月
- Forrest Capie, *The Bank of England 1950s to 1979*, Cambridge 2010
- R.B.Sayers, *Central Banking After Bagehot*, Oxford 1957 (広瀬重訳『現代の金融政策』至誠堂1959)。
- 『ターナー・レビュー』 FSA, *The Turner Review: A regulatory response to global banking crises*, March 2009.
- 『改革案』 HM Treasury, *Reforming financial markets*, July 2009.
- 『新アプローチ』 HM Treasury, *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability*, July 2010.
- HM Treasury, *A new approach to financial regulation: building a stronger system*, Feb.2011
- HM Treasury, *A new approach to financial regulation: the blueprint for reform*, June 2011.
- 『独立銀行員会報告』 Independent Commission on Banking, *Interim Report*, April 2011. *Final Report*, Sep.2011.
- 『リーカネン報告』 High-Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012.
- 『政策声明草案』 Bank of England, *A Draft Policy Statement: The Financial Policy Committee's powers to supplement capital requirements*, January 2013.
- 『マクロプルーデンシャル政策の役割』 Bank of England, A Discussion Paper, *The role of macroprudential policy*, November 2009.
- 『マクロプルーデンシャル政策手段』 Bank of England, A Discussion Paper, *Instruments of macroprudential policy*, December 2011.
- Financial Policy Committee statement from its policy meeting, 16 March 2012.*
- Bank of England and FSA, *The Bank of England, Prudential Regulation Authority: Our approach to banking supervision*, May 2011.
- Bank of England and FSA, *The Bank of England, Prudential Regulation Authority: The PRA's approach to banking supervision*, October 2012.
- 『2010年金融サービス法』 *Financial Services Act 2010*. (邦訳：日本証券経済研究所『新外国証券法令集 イギリス』2011年)
- Financial Services Act 2012.*
- (当研究所評議員・客員研究員)