

松 山 大 学 論 集
第 23 卷 第 6 号 抜 刷
2 0 1 2 年 2 月 発 行

欧州金融危機とイギリスの信用秩序維持政策

松 浦 一 悦

欧州金融危機とイギリスの信用秩序維持政策

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第1章 アメリカのサブプライム・ローン問題とイギリスの金融不安

1. イギリスの国際収支金融勘定の動向
2. イギリスの金融不安の発生とロンドン金融市場の動向
3. 実体経済への影響

第2章 BOEの信用秩序維持政策の実際

1. 政府による銀行救済，銀行の国有化
2. BOEによる流動性の供給
3. BOEの担保リスク管理政策

第3章 信用秩序維持政策の評価と帰結

1. 財政赤字の拡大とBOEのバランスシートの変容
2. 銀行監督体制の刷新

結びに代えて－金融政策とバブル

は じ め に

本稿の課題は、グローバルな金融危機に影響を受けたイギリスがどのような信用秩序政策を実施し、それがどのような帰結をもたらすものかを考察することである。この課題について、少し敷衍しておこう。

アメリカのサブプライム・ローンに端を発する金融危機は、イギリスを含めた欧州の金融市場を直撃した。特にロンドンのシティは世界中の資金を集め、それを運用する世界最大の資金仲介機能を果たしている点から、国際的な資金フローの変容はシティに影響を及ぼした。そして、シティの国際的資金仲介機能の変化は、シティとの取引が深い欧州大陸の金融市場をたちまち不安定化さ

せた。したがって、イギリスの金融危機後、国際資金循環というシティの機能を取り戻すことは、欧州の金融市場に安定をもたらすためにも必要であった。リーマンショック以降、イギリス大手の銀行は巨額の不良債権を抱え込み、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドは国有化され、幾つかの金融機関が破綻したことから、金融不安は深まった。しかし、やがて政策当局の銀行救済策が功を奏し、銀行は徐々に回復し、2010年8月にイギリス大手銀行は経常利益の黒字を発表した。未曾有の金融危機と謳われながら、早急に金融機関が回復できたのは、通貨当局による危機対策によるところが大きいと思われる。イギリスの通貨当局はどのような信用秩序維持政策を実行したのか。また、政策を実施することによって、金融システムにどのような副作用をもたらしたのか。そして、金融危機後、銀行監督体制はどのように見直されたのだろうか。

このような問題意識の下で、本稿の課題について考察する。第1章で、アメリカのサブプライム・ローン問題はイギリスの金融市場にどのような影響を与え、イギリスの金融不安がどのように広がり、そして実体経済はどのように悪化したのかを概観する。第2章では、イギリスの金融危機に対するイギリスの信用秩序政策の実際を紹介し、特にBOEの流動性供給政策と国債管理政策を考察する。第3章では、信用秩序政策の実施によって生み出された帰結を述べ、政策を評価する。最後に、金融政策でバブルの抑制は可能なのかという点を述べて、全体を締めくくりたい。

第1章 アメリカのサブプライム・ローン問題とイギリスの金融不安

1. イギリスの国際収支金融勘定の動向

先ず、イギリスとアメリカとの関係から述べておこう。アメリカの巨額な経常赤字は世界中から多様な投資ファンドを通じた資金流入によって補填され、

1) ロンドンの主要な能力は、ヨーロッパ域内の取引より、むしろヨーロッパと世界のその他の地域や国との取引業務に置かれている。(Haseler, S. and Reland, J., 2000, p. 13.)

また、経常収支赤字額を補填してなお余る資金は、対外投資に充用されている。資金フロー規模の大きさから見て、アメリカは世界の国際的資金フローの重要な役割を果たしている。2003年のイラク戦争の後遺症が薄れるにつれ、景気が回復し、住宅価格の高騰が問題視されるようになった。それを受けて、2004年6月にFRBは政策金利を1%から1.25%へ引き上げ、それ以降2006年6月の5.25%になるまで断続的に引き上げた。しかしその過程で、政策金利の引き上げによる住宅価格の高騰に歯止めをかけることができず、逆に市場金利の引き上げは世界からの資金吸引力を強め、流入する資金はサブプライム・ローン関連の証券投資や不動産融資に流れて行った。このようなアメリカの国際的資金フローにイギリスは深く関わっている。

長年の歴史的背景から、ロンドンのシティは巨額なオイルマネーや欧州からのヘッジファンドマネーを吸引し、アメリカのニューヨーク金融市場へ巨額の投資資金を繰り出していた。また逆に、ニューヨーク市場からロンドン金融市場へ投資資金が流れていた。ところが、金融危機による信用収縮で、アメリカとイギリスとの相互資金交流が縮小したのである。

世界経済のグローバル化を反映して、イギリスによる対外投資とイギリスへの対内投資は1990年代半ばから劇的に増加した(図1)。1990年代初頭には、イギリスのグロスの対外資産・負債残高は1兆ポンドに満たない水準であったが、1999年には資産残高は2兆3,400億ポンド、負債残高は2兆4,900億ポンドであった²⁾。そして、対外バランスは2010年第Ⅱ四半期で資産9兆2,200億ポンド、負債は9兆4,200億ポンドへと3倍以上に増加した³⁾。

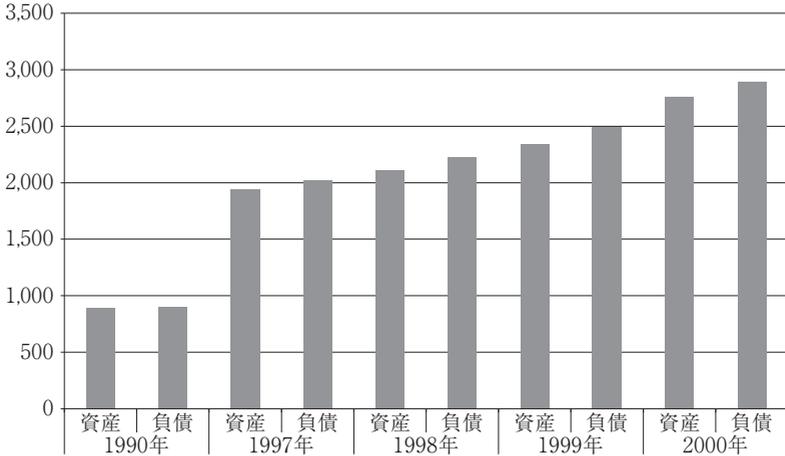
ここで、対外貸借対照表(=国際投資ポジション)と国際収支上の金融勘定

2) Bank of England[BOE], *Quarterly Bulletin*[QB], November 2000, 'The External Balance sheet of the United Kingdom: implications for financial stability', p.354. 国際投資は、直接投資、ポートフォリオ投資およびその他投資に区分されるが、1990年代において、その内で最も大きな項目は「その他投資」(国際銀行債権・債務がその大部分を占める)であり、1999年末において対外資産・負債の約半分(それぞれ1.1兆ポンドと1.4兆ポンド)を占めた。

3) *Statistical Bulletin: Balance of Payments*, 2nd quarter 2010, p.8.

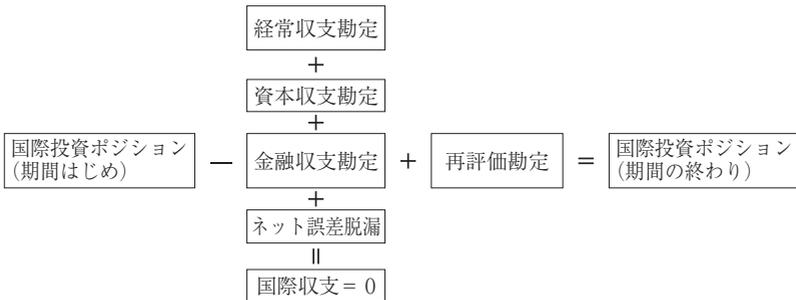
図1 イギリスの対外貸借対照表

(単位：10億ポンド)



(出所) BOE, QB, November 2000, p. 354.

図2 国際投資ポジションと国際収支



(出所) BOE, QB, Winter 2002, P. 441.

との関係を述べておこう。対外貸借対照表は国際投資ポジションのことである。図2を水平に読めば、2時点の間のネットの資産／負債ポジションの変化は、定義によって、①金融勘定において記録される資産と負債のネットフローの変化、および②プラスあるいはマイナスの再評価勘定に記録される当初株式

の評価におけるネット変化である。この表を縦に読めば、経常収支勘定と資本収支勘定の合計は、定義により、金融収支勘定と等しくなければならない。つまり、経常収支勘定と資本収支勘定の合計がプラスであれば、金融収支勘定はマイナスとなり、その場合、年度初めの国際ポジションに当該年度の金融収支勘定が加算されるので、年度末の国際投資ネットポジションは増加する。

次に、イギリスの金融勘定を述べておこう。金融勘定は、①直接投資、②証券投資、③その他投資に区分される(表1)。2000年と2007年の間において、「その他投資」はクロスボーダー投資の中核的位置を占めた。その主体の中心は銀行部門である⁴⁾。しかし、2008年にグローバル金融危機が深まるにつれ、イギリスの対外投資およびイギリスへの対内投資はネットの引き揚げを記録し、その結果、国際的融資の減少と預金の本国への引き揚げに導いた。2009年にこの投資引き揚げのパターンは、金額を低下させながらも継続した。1998年以降毎年、イギリスは持続する経常赤字を賄うために海外から借入を行ってきた⁵⁾。その結果、対外投資(イギリスの資産)を超える対内投資(イギリスの負債)を引き起こしている。

そこで、金融勘定の中心である「その他投資」の動きを、さらに述べておこう。「その他投資」を行う主体は銀行である。1999年から2007年の間において、「その他投資」は海外向け投資と対内投資の両方についてほぼ同規模で増加した。つまり、イギリスは海外へ投資する一方で、ほぼ同規模で海外からの投資を受け入れたのである。イギリスの金融機関による融資と預金は海外への「その他投資」の主要な要素を構成し、イギリスの金融機関による融資と預金は圧倒的に外貨で行われている。

4) 銀行とは、小売銀行、ロンドン手形交換銀行、スコットランド手形交換銀行、北アイルランドの銀行、引受け商社/マーチャント銀行、外国銀行、その他の預金取扱銀行を含む。もっとも、銀行制度の中心は決済システムの中核を担うクリアリング銀行ないしリテール銀行であるが、1987年銀行法によって承認銀行と許可金融機関の二元的免許制は廃止され、一元化された。

5) Pink Book : 2010 Edition, p. 88.

(単位：10 億ポンド)

表1 イギリスの金融勘定

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
イギリスの海外投資											
(イギリスの資産＝純貸方)											
海外直接投資	125,602	155,582	42,827	35,041	40,889	51,510	44,005	44,998	162,639	87,608	30,116
海外証券投資	21,389	65,563	86,553	1,010	36,268	141,014	150,955	138,838	92,015	-123,545	154,145
金融派生取引(ネット)	-2,685	-1,553	-8,417	-1,001	5,401	7,875	-9,556	-20,601	26,990	121,684	-29,104
その他投資	41,545	241,666	170,663	70,375	260,401	325,220	501,260	395,901	742,391	-599,133	-330,996
準備資産	-639	3,915	-3,085	-459	-1,559	196	656	-426	1,191	-1,338	5,763
合計	185,212	465,173	288,541	104,966	341,400	525,815	687,320	558,710	1,025,226	-514,724	-170,076
イギリスへの対内投資											
(イギリスの負債＝純借方)											
直接投資	55,066	80,566	37,348	16,782	16,776	31,208	97,845	84,889	100,344	49,767	14,759
証券投資	106,339	172,177	40,829	49,740	105,648	97,344	129,049	152,518	217,850	200,531	188,980
その他投資	53,312	235,563	237,558	62,648	241,529	426,621	489,450	363,277	731,822	-739,211	-368,218
合計	214,717	488,306	315,735	129,179	363,953	555,173	716,344	600,684	1,050,016	-488,913	-164,479
純勘定											
(純貸方マイナス純借方)											
直接投資	-70,536	-75,016	-5,479	-18,259	-24,113	-20,302	53,840	39,891	-62,295	-37,841	-15,357
証券投資	84,950	106,614	-45,724	48,730	69,380	-43,670	-21,906	13,680	125,835	324,076	34,835
金融派生取引(ネット)	2,685	1,553	8,417	1,001	-5,401	-7,875	9,556	20,601	-26,990	-121,684	29,104
その他投資	11,767	-6,103	66,895	-7,727	-18,872	101,401	-11,810	-32,624	-10,569	-140,078	-37,222
準備資産	639	-3,915	3,085	459	1,559	-196	-656	426	-1,191	1,338	-5,763
総計	29,505	23,133	27,194	24,204	22,553	29,358	29,024	41,974	24,790	25,811	5,597

(出所) The Pink Book : 2010 edition, p. 91.

ところで、2008年に、金融危機のエスカレーションによって引き起こされる信用収縮を背景に、2008年の資金の還流は、1991年以来、最初のネットの資本引き揚げであった。海外向け対外「その他投資」（イギリスにとって資産となる）は5,991億の記録的なネットの資本引き揚げを見せた。これは、イギリスから海外へ投資されていた資金がイギリスに還流していたことを意味する。2009年にも、海外からの資本還流は持続したが、3,310億ポンドへ縮小した。その縮小は、2008年にイギリスの証券ディーラーがネットで3,381億ポンドの資金を引き揚げたが、2009年にはネットで1億ポンドの預金へ資金を移転したことによってもたらされた⁶⁾

次に、イギリス向けの対内「その他投資」（イギリスにとっては負債となる）は、2008年に7,392億ポンドのネットの資金引き揚げを示し、2009年には3,682億ポンドの資本引き揚げを示した。これは、海外からイギリス向けに投資されていた資金が海外へ流出したことを意味する。この資金引き揚げの減少は、イギリスの金融機関に預金されている外貨のネット引き出しの減少とともに、2,745億ポンドのネット返済から203億ポンドのネット貸付へとイギリスの証券ディーラーへの短期融資についての転換によって、引き起こされた⁷⁾

ロンドンの銀行部門における負債は2001年末の約2億3,300万ドルから2008年6月末の7億2,000万ドルへ約3倍の増加を見せ、同時期に対外資産は約2億1,700万ドルから6億4,500万ドルへと増加した⁸⁾ところが、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発するアメリカ金融市場の不安定化と2008年9月の米国発金融危機を契機として、イギリスの対外資産負債残高は、ピーク時の2008年の第I四半期から2010年第II四半期まで低下を続けた。しかし、その後は、対外資産と負債ともに回復している。

6) Pink Book : 2010 Edition, p. 90.

7) Pink Book : 2010 Edition, p. 90.

8) BOE, External business of banks operating in the UK, Data base.

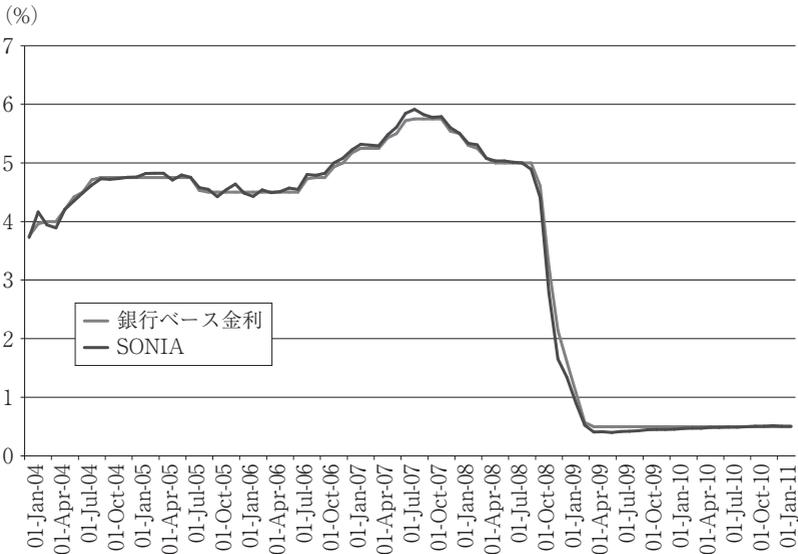
2. イギリスの金融不安の発生とロンドン金融市場の動向

(1) イギリスの金融不安

2006年夏、ロンドン短期貨幣市場において、海外からの資金流入の減少は金融逼迫を引き起こしていた。その結果、金利の高騰によって銀行間市場における資金調達が困難になったことから、2007年9月に中堅銀行ノーザン・ロックが経営破綻する。経営破綻の直接的原因は、金融市場の逼迫による資金繰りの悪化である。

金融逼迫を象徴する金利上昇の動きを記しておこう。イギリスの銀行間市場のSONIA金利は2006年2月平均の4.43%から2007年8月のピーク時の5.91%へと1.48ポイントも上昇し、それ以降高い水準を維持した(図3)。また、証券担保資産の複雑さは投資家による行動の不確実性を高め、それを背景に、金融機関は証券担保資産の価値の低下に過度に晒^{さら}されることとなった。こ

図3 イギリスのベース金利とSONIA



(出所) Bank of England.

これは、銀行間信用市場におけるカウンターパーティ・リスクの認知を高め、取引量の低下と共に銀行間貸付の費用の大幅な増加を招いたのである。その結果、3か月物ロンドン銀行間金利と3か月物オーバーナイト・インデックス・スワップ金利の格差は、2007年7月から大幅に上昇した⁹⁾

2007年9月、BOEはノーザン・ロックを救済するために、緊急融資の実施する方向で英金融サービス機構（FSA）などの関係当局と調整すると報道した¹⁰⁾。これは、ノーザン・ロックの事実上の破綻を意味した。その報道が預金者への心理不安を煽り、預金流失が加速したのである。ノーザン・ロックはサブプライム関連投資をほとんど行わなかったが、同銀行の負債に占める預金の割合はわずか2割強で、住宅ローンの証券化や金融市場での短期借入などへの依存度が圧倒的に高かった。そこに、サブプライム・ローン問題に端を発した信用収縮が始まると、流動性不足による短期金融市場の金利高騰がノーザン・ロックの負債管理を困難にしたのである¹¹⁾

サブプライム・ローンを手掛ける住宅金融会社、ビクトリア・モーゲイジは資金繰りに行き詰まり、事実上破綻した。これは、2007年8月からのアメリカの金融市場の混乱で、イギリスのサブプライム・ローンに深く関わる住宅金融会社が破綻した初めてのケースである。同社は銀行からの借り入れのほか、融資債権をまとめて住宅担保証券（MBS）として債券市場で転売して融資資金を調達していた¹²⁾。だが、米国でサブプライム・ローンの焦げ付きが増え、イギリスでもサブプライム・ローンを組み込んだMBSへの投資が急減した。

9) BOE. QB, 2009 Q3, p. 184.

10) 『日本経済新聞』, 朝刊, 2007年9月14日付け。

11) 『日経金融新聞』, 2007年10月4日, 5日, 6日付け。流動性危機が未曾有の世界的金融危機に発展していった要因の一つは、欧米金融機関の証券化ビジネスへの傾斜がもたらした金融機関自身のバランスシート構造の不安定化である。預金に代わって資金調達でのCP（約束手形）発行、短期・長期の社債発行および証券化商品の組成・販売などによる資金調達である。しかし、これらの資金調達のコストは、緩やかな動きを示す預金金利に比べて、より市場環境の影響を受けやすく変動が大きいという問題をはらんでいた（『通商白書』2009年版, 19ページ）。

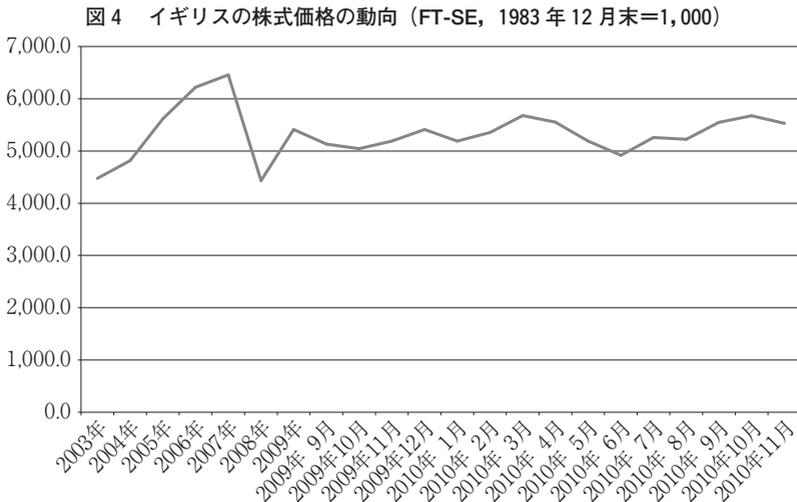
12) 『日経金融新聞』2007年9月14日付け。

銀行は市場金利の上昇で資金繰りが厳しくなったため、同社に融資をしていた銀行も資金を引き揚げた結果、同社は資金調達に行き詰まったのである。

(2) リーマンショック以降のロンドン金融市場の動向

FT-SE100 指数でみる株価（1983 年末=1,000 とする）は 2007 年末の 6,457 から 2008 年末の 4,434 へ約 31% ポイント減少した。その後、BOE の政策金利の引き下げ、緊急的流動性供給策あるいは政府の銀行への公的資本注入などによって金融市場は危機的状況を脱したことで、株価は 2009 年には 5,000 水準に回復した。その後、2010 年では 5,000 台で推移した（図 4）。

不動産価格も同様に、2008 年秋から価格の下方調整が作用した。Nationwide の住宅価格指数（1993 年平均価格を指数基準とする）は、中古住宅について 2007 年第Ⅳ四半期の 411.5% から 2009 年第Ⅰ四半期の 330.7% へと 80.8% ポイント低下した。その後、住宅価格は 09 年第Ⅱ四半期に反転したが、2010 年第Ⅱ四半期には再び下降傾向を見せるという調整局面にある。新築住宅価格に



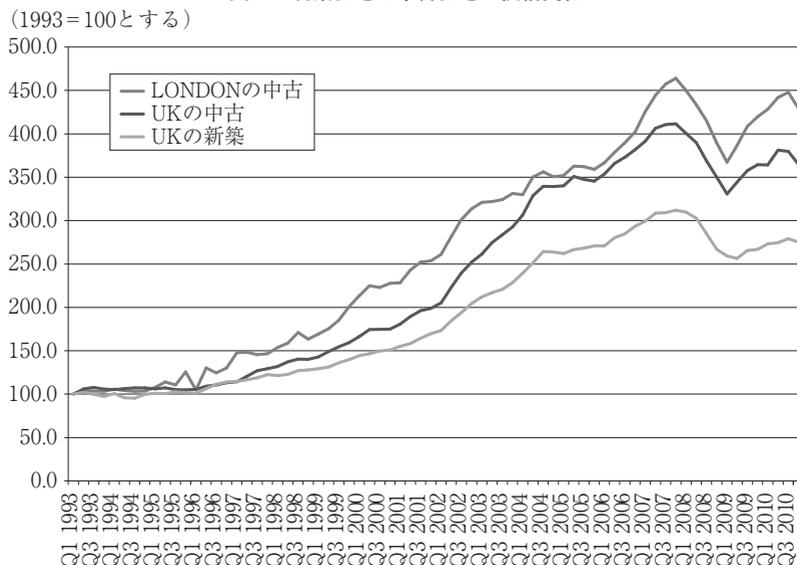
（出所）IMF ‘International Statistics’より。年次は月次計算の単純平均。

については、2007年第Ⅳ四半期をピークにして2009年第Ⅱ四半期まで下落し続け、その後少しずつ上昇している（図5）。

2000年代におけるイギリスの住宅価格の変化率は、他のEU諸国の中ではスペインに次いで大きく、また、住宅ローン残高の対GDP比率は比較的大きい。そのため、2008年秋以降、住宅価格の下落傾向は際立っていた。しかし、イギリスの住宅価格は比較的早く回復する動きがみられる。このような要因として、次のような点が考えられる。

第1に、イギリスはユーロを導入していない点から、BOEは政策金利の引き下げをECBより機動的に行い、しかもECBの政策金利以下に設定することができた。第2に、2009年3月にスタートした中長期国債や社債・CPなどの買い取りを行う量的緩和を大規模に実施した。このことが、金融市場に金融緩和への強いシグナル効果を生み出したと考えられる。第3に、イギリスではブ

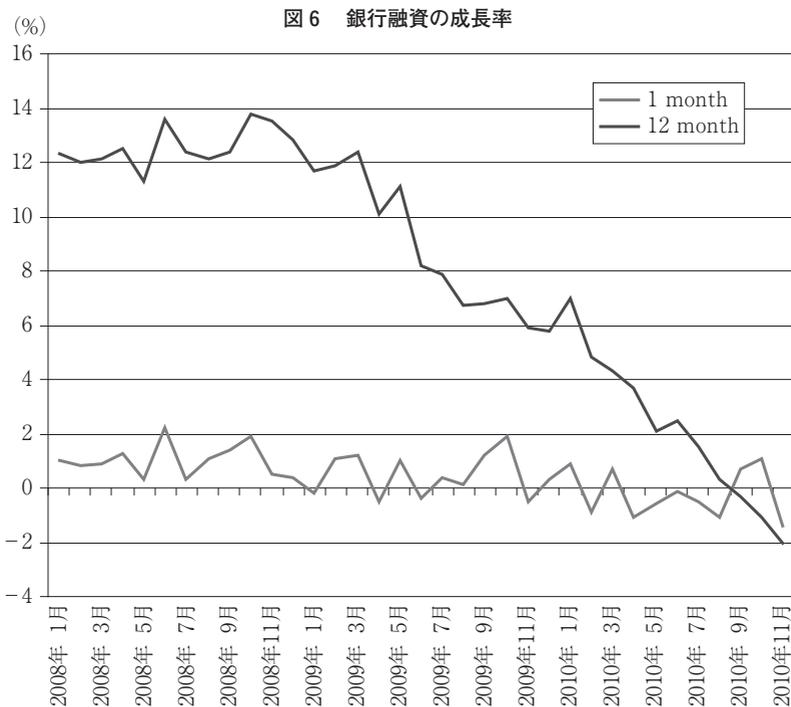
図5 新築住宅と中古住宅の価格変化



(出所) National wide.

ーム期でも住宅着工数の供給が制限されてきたため、住宅市場の供給過剰がほとんどないことである¹³⁾

ところで、株式価格と住宅価格の下落が進み始めると、それらの資産を担保とする融資もまた減少し始めた。さらに、金融機関の貸借対照表の資産の質が悪化するにつれ、金融機関によるその他の融資も減少を始めた。図6が示すように、銀行融資の成長率を示すM4（12か月物）は2007年と2008年には対前年比で10%を超えていたが、09年6月から10%を割り、以後低下を続けている。M4（1か月物）の成長率については、08年11月にマイナスを記録し、



(出所) Bank of England, Database.

13) 伊藤さゆり「欧州の不良債権問題と住宅バブルの崩壊」『Weekly エコノミスト・レター 2009-07-10』, ニッセイ基礎研究所, 5-6 ページ。

それ以降マイナスが目立つ。そして、住宅価格の上昇の背景には、住宅融資の増加による不動産市場への潤沢な流動性供給が存在したことから、住宅ローンの減少は住宅価格を引き下げる要因となった。

不動産価格の変動は、銀行の融資にも影響を及ぼす。ホームエクイティ・ローンとは所有する住宅（多くの場合、自宅）の正味価値（ホームエクイティ、住宅の市場価値から、ローンの残高など負債を差し引いた価値）を担保にし、この正味価値を融資限度にして組まれたローンである。不動産価格が上昇すれば、融資限度が引き上げられるので、融資の利用度は高まる。イギリスでは、同ローンは耐久消費財の購入の際に、しばしば利用された。実際に、ホームエクイティ・ローンは、2000年代の市場価格の高騰を背景にして急増したが、08年秋以降、住宅価格の下落によって同ローンの伸び率は大幅に低下した。そして、09年秋以降、ホームエクイティ・ローンの伸び率は殆ど増加していない。

(3) 金融機関の経営の悪化、不良債権問題

アメリカのサブプライム・ローンの焦げ付きと金融資産価格の急落に伴う銀行の不良債権の増大を背景に、金融機関の経営は悪化した。HSBCは2008年11月に同年7-9月期の業務概要を発表し、不良債権の増加に伴って貸付引当金を積み増したことを明らかにした。引当金増加の大半はアメリカの個人金融事業で、43億ドル（約4,300億円）に達した¹⁴⁾ HSBCの2008年通期決算の純利益は57億2,800万ドルと、前年同期と比べ70%減少した¹⁵⁾ 2009年1月-6月において、欧州の大手銀行の中で、英銀行の最終損益の赤字が際立った。バークレイズは黒字を計上したが、RBSは不良債権の処理のため収益が悪化し、10億4,000万ポンド（約1,660億円）の最終赤字を記録し、HSBCとロイズ・バンクも最終赤字となった¹⁶⁾

14) 『日本経済新聞』朝刊、2008年11月11日付け。

15) 『日本経済新聞』朝刊、2009年3月3日付け。

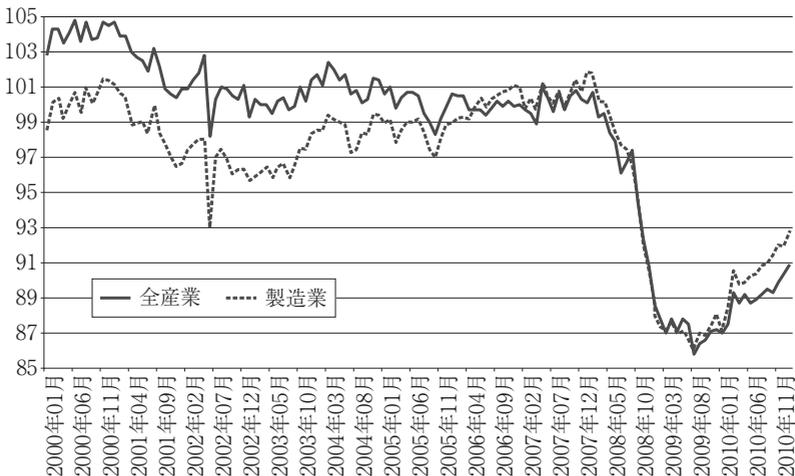
3. 実体経済への影響

先ず、実質 GDP の変化率（対前年同期比）で示すと、2007 年第Ⅳ四半期の 2% から低下し始め、リーマンショックが発生した。2008 年第Ⅲ四半期にマイナスに転じ、2011 年第Ⅰ四半期までマイナス成長が続いた。そして、同年第Ⅱ四半期からプラスに好転した。

工業生産指数は 2008 年末の 102 をピークにして、その後急激に低下して 2009 年中頃には 86 を記録した。同年後半以降、工業生産指数は回復しているが、2010 年第Ⅲ四半期の時点で 2008 年の水準に戻っていない（図 7）。

2008 年秋以降、工業生産指数の低下と民間設備投資の落ち込みは雇用環境を徐々に悪化させていった。さらに、住宅価格の大幅な価格下落に伴う不動産金融の収縮は、金融産業における従来の旺盛な雇用創出の動きを停止させ、そして縮小させた。これらの動向をデータで示せば、雇用者労働力者数は 2008

図 7 工業生産指数の変化



(出所) Office for National Statistics

年9月の2,736万人から2009年9月の2,640万人、2010年9月の2,612万人へと減少した¹⁷⁾。雇用労働者数に自営業者数を含めた雇用者総数は2008年8月にピークの3,178万人から2010年9月の3,070万人へと約100万人の雇用が喪失されたことになる。金融・保険部門については、同期間に約54,000人の雇用が失われた。

これらの雇用の縮小は、当然のことながら失業率の増加を招いた。リーマンショック以前の失業率は5%台であったが、急速に増加し続け、2010年第I四半期には7.9%に達した。

不動産価格の急激な下落は、家計部門の負の資産効果をもたらすため、消費の低下を導いた。さらに、家計部門において不動産を担保とする融資が、2008年秋以降急速に減少した。この融資は主として家計部門が耐久消費財購入を目的とするものである。この種の融資が低下したこともまた、家計の消費動向にマイナスの影響を与えるものであった。家計の消費が低下すれば、企業部門の営業収益も減少するため、企業は投資を手控え、さらに産業部門の雇用の収縮をまねくという悪循環が作用し始めたのである。

第2章 BOEの信用秩序維持政策の実際

1. 政府による銀行救済、銀行の国有化

2007年9月に中堅銀行ノーザン・ロックを救済するため、BOEは緊急融資を実施した。その後、政府はノーザン・ロックに公的資本を注入し、同社は国有化された。さらに、2008年9月に大手銀行HBOSと中堅銀行ブラッドフォード・アンド・ビングレー(B & B)が破綻した。HBOSは英政府の介入で大手銀行ロイズによる救済合併された件について、英紙フィナンシャル・タイムズは、買収総額は約120億ポンド(約2兆3,000億円)と報じた。一方、B & Bは政府による公的資本の投入によって事実上国有化されたのである。

17) Office for National Statistics, *Statistical Bulletin*, Labour market statistics December 2010, Table 5, Table 6.

2008年10月に英政府は以下のような銀行救済策の骨子を発表した。①年末までに大手8行に計250億ポンドを資本注入し、自己資本を増強する、②必要に応じてイギリス内で事業展開する銀行向けにさらなる250億ポンドの資金調達枠を用意する、③BOEは銀行間市場の流動性確保へ2,000億ポンドの特別融資枠を設定する、④BOEは市場が安定するまでの3か月物ポンド資金と1週間ドル資金の供給を継続する、⑤銀行の借換を支援するために、銀行があらたに発行する短中期債券について一定期間、2,500億ポンドを政府が保証する¹⁸⁾。この約500億ポンドの資金規模は2008年の公的借入の2倍以上に達し、未曾有の速さで広がる金融危機に対する英政府の危機感を表すものであった。

2009年に入り信用不安はより強まり、銀行と取り巻く金融環境は悪化していく。同年3月にイギリス政府による民間銀行への公的資本注入はロイヤル・バンク・オブ・スコットランドに続き、政府はロイズ・バンク・グループの株式5割超を取得し、こうして大手銀行の2行を実質的に国有化した。ロイズの場合、2008年秋の公的資本注入では株式の政府保有比率が43%に止められていたが、優先株の普通株転換で65%に上昇した。政府の不良資産の損失保証に伴い、政府の保有比率はその後拡大が予想された¹⁹⁾

政府による銀行への公的資金注入は、その後さらに強化される。2009年11月にロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(RBS)とロイズ・バンクへ追加投入が発表された。RBSへの資金投入額は255億ポンド(約3兆8,000億円)であり、累積投入額は455億ポンドを超えた²⁰⁾後に、これら2行への資本注入額は616億ポンド(約9兆円)と発表されたので、ロイズ・バンクへの公的資本注入額は361億ポンドとなる。1行だけに投入されたこの金額は、2008年秋に発表された大手8行への資本投入額を超えた。

18) *The Economist*, The Economist Newspaper Limited, Oct. 18th, 2008, p. 37.

19) *The Economist*, 'State owned Banking, 'Good Sport'', March 14th, 2009, p. 35.

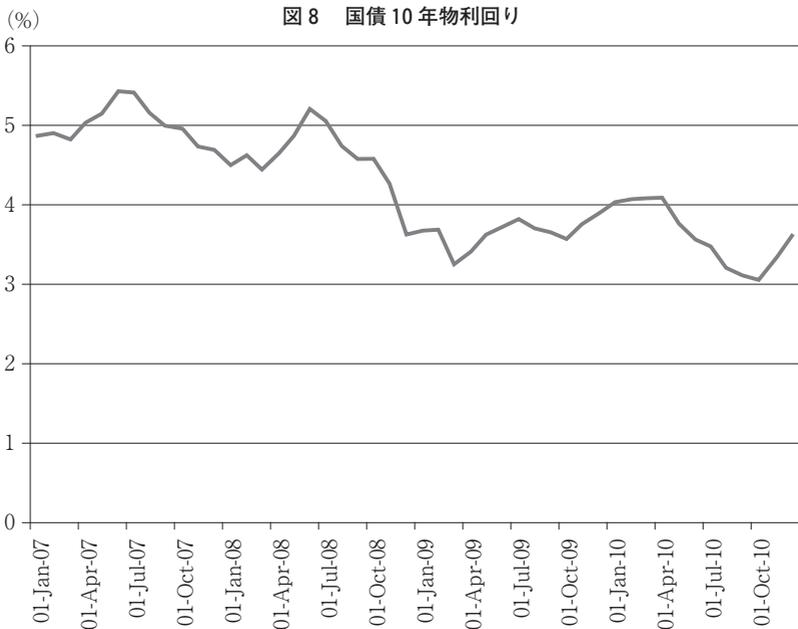
20) *The Economist*, 'New Banking measures, chipped', not broken, pp. 35-36.

2. BOE による流動性の供給

(1) 実際の運営

信用秩序の維持を目的とする金融危機対策の要は、潤沢な流動性を低金利で供給することである。BOE のベース金利は 2008 年秋以降断続的に引き下げられ、2009 年 3 月に 0.5% となり、それ以降同じ水準で推移している。

この超低金利は、2009 年 3 月から BOE が国債買い入れを中心とする量的緩和を開始したことの表れである。また、量的緩和政策の効果は長期国債利回りの低下にも表れている。図 8 に見られるように、10 年物国債名目利回りは 2009 年 3 月に大きく低下した。そして、2010 年 4 月まで上昇を続けて、再び低下するという動きを見せている。このような長期国債利回りの変動を背景にして、10 年国債利回りと、翌日金利の先行きを予想して取引する 翌日物金利



(出所) Bank of England

フップ (OIS) の10年物ポンド建てレートのスプレッド (開き) が縮小した。つまり、相対的に国債利回りが低下したと主張されている。10年物 OIS レートは、今後10年の銀行間翌日物金利の市場予測を反映したもので、そこには期間や財政プレミアムは含まれていない²¹⁾ よって、スプレッドの低下は10年国債利回りに含まれるプレミアムの低下を表していると考えられる。確かに BOE の量的緩和策開始後、同スプレッドは大幅に低下した。しかし、スプレッドは2009年11月頃から急拡大し、2010年に入り量的緩和監視前の水準に戻ったが、2010年4月から再びスプレッドは縮小するという経過を辿っている。以上の点から、BOEによる国債購入を通じた量的緩和政策は一定の成果を上げたと言えらる。

(2) BOE の流動性供給政策

① オペレーションの対象担保の拡大

2008年秋の金融危機以前では、BOEはオペレーションに際して一定の高い格付けの国債と国際機関の債務(狭義の担保といわれる)だけを担保として受け入れた。BOEの流動性保証の規定に対する最も大きな変更は、民間部門の資産を含めて受け入れる担保の幅を広げたことである²²⁾

すなわち、金融危機の中で、BOEは他の通貨当局と協力して、銀行制度における信頼を強化するために行動した。この対応の一つは、他の中央銀行と共通の既存のオペレーションの種類を拡大し、銀行制度の流動性保証を提供するための新たな手段を導入したことである。特にBOEはオペにおいて受け入れ可能な民間部門の資産を担保として、居住者住宅担保証券(RMBS)とカバー付き債券を付け加えたのである。

既に2007年末の貨幣市場の逼迫に対応するため、BOEは長期レポ操作についての変更を発表していた。3か月満期で提供される金額は拡大され、この満

21) 『日本経済新聞』朝刊、2010年7月9日付け。

22) BOE, QB, 2010 Q1, p. 37.

期で受け入れられる高品質の担保の幅は、質の高い国債からトリプル A 格付けの住宅モーゲージ証券 (MRBS) とカバー付き債券を含むものに拡大された。そして、2008 年 9 月の金融危機を契機に、適格担保の幅はさらに商業モーゲージ証券 (RMBS) とカバー付き債券に保証される証券を含むまでに拡大されたのである。2009 年 1 月の間のピーク時に、担保拡張長期レポ (ELTRs) の残高のストックは 1,800 億ポンドに達した。

② 米ドルのレポ操作

2008 年 9 月のリーマンショックを契機に、欧州ではドル不足の事態が発生した。これを受けて、BOE は他の中央銀行と協調して米ドルのオーバーナイト貸付に参加した。すなわち、BOE は FRB と共にスワップ融資の取り決めを行い、(米ドルをニューヨークの FRB から調達し、反対にポンドを貸し付けるという) これらの操作のために資金を提供したのである。当初は 400 億ポンドを提供した。さらに BOE は一夜貸し操作に沿って 1 週間物のドル貸付操作を導入した。2008 年 10 月中旬に、米ドル操作に関与している中央銀行は、流動性を広く供給するために、確定した金額の既存の変動金利入札を制限のない固定金利入札へ置き換えることを発表した²³⁾

③ オフバランス流動性保証融資

BOE は流動性を機動的に供給する工夫をオフバランスにおいても行った。それらは、特別流動性制度 (SLS) と割引窓口融資 (Discount windows Facility, DWF) と呼ばれるものである。SLS と DWF は、民間銀行の資産担保と BOE の財務省証券をスワップすることによって、民間銀行にとっては、財務証券の利用を通じて流動性を確保できる手段を意味した。それらはスワップ取引であるため、中央銀行の貸借対照表上には表れず、したがって、資金を供給する準

23) BOE, QB, 2010 Q1, pp. 37-38.

備には全く影響しないという利点を持つものである。以下、それらの2つを述べておこう。

i) 特別流動性枠組み

BOEは2008年4月に特別流動性枠組み(SLS)を導入した。この手段を通じて、市中銀行は、良質であるけれども一時的に非流動的なモーゲージ保証証券やその他の証券をイギリス財務省証券に交換することを可能にすることによって、銀行制度の流動性ポジションを改善することができた。この制度の導入のきっかけは、2007年にいくつかの資産保証証券市場が予期せぬ閉鎖に追い込まれたことである²⁴⁾。その時、市中銀行は貸借対照表上の資産項目である証券を処分すること、あるいは流動化することが困難になるという問題に直面したのである。その問題に対する解決策の一つがSLSであった。市中銀行は彼らの資産を担保にして借り入れる証券に対して、手数料を支払うことが要求された。

SLSが実施される時、利用期間は6か月とされ、そのため2008年10月には終了する予定であった。しかし、2008年9月の金融システムの混乱に直面して、BOEはSLSの利用期間の延長を発表し、SLSの利用窓口は2009年1月30日まで延長された。

SLSの利用期間の終了後、BOEは2009年2月に、およそ1,850億ポンドの額面の大蔵省証券がこの方式で貸し出されていたことを発表した²⁵⁾。

ii) 割引窓口融資

2008年9月のリーマンショックが起きると、BOEはSLSの規模を拡大させるべく、割引窓口融資(DWF)を2008年10月に実施した。DWFの下、担保の種類と借入の大きさを反映させる手数料で、市中銀行は広い範囲の資産を担

24) BOE, QB, 2010 Q1, p. 38.

25) BOE, QB, 2010 Q1, p. 38.

保にして国債を借り入れることができるようになった。その期間の設定は、商業銀行が将来により大きな流動性リスクを取るインセンティブの発生を避けることと矛盾しないように配慮された。それらはまた、中央銀行の貸借対照表に対するリスクから BOE 自身を保護することを意図していた。DWF の下での取引は通常 30 日間である。しかし、金融市場の持続的な混乱を考慮して、BOE は 2009 年 1 月に 0.25% の貨幣料金で、最大限 364 日間 DWF からの借り入れを一時的に認めることを発表した。

さらに、BOE は DWF で使用するのに適格な担保を拡大することをさらに検討している。BOE は基礎となる資産を評価すること、また関連するリスクを管理ができなければならないという基本原則にしたがうと述べている²⁶⁾

3. BOE の担保リスク管理政策

次に BOE の資産担保のリスク管理政策について紹介しておこう。以下の内容は、BOE 四季報 2010 年第 II 四半期号に掲載されている論文に依拠している²⁷⁾。ここでは、BOE は自行の貸借対照表上の資産保護を目的として、資産担保を実証的に検討するために、どのように担保リスク管理を実施しているかについて紹介する。すなわち、BOE がバランスシートを保護する際の政策と手続きを概説し、そして、リスクは非常に極端なストレスのシナリオで具体化するものであることを説明する。

(1) BOE による流動性供給の利益と費用

BOE はオペレーションを通じて資金の貸し付けを行う場合、カウンター・パーティの信用リスクに対して自行自身を保護するために担保を引き取る。すなわち、BOE はオペレーションの実施に際して、借り手が返済しないかもしれないリスクを常に引き受ける。しかし、仮にこれらの信用リスクが顕在化し

26) BOE, QB, 2010 Q1, p. 38.

27) BOE, QB, 2010 Q2, Oct. 30, 10, 'Collateral Risk Management at the Bank of England'.

て、BOE が引き受けた担保証券がデフォルトになれば、中央銀行の信用を毀損することになり、場合によってはBOEの独立性を脅かすことになろう。つまり、中央銀行の信用貨幣としての質が劣化する。そのため、BOEは貸付を行う場合に、十分な質と量の担保を取っておけば、BOEはカウンター・パーティの債務支払い不能という状況で生じる物的な損失のリスクを大幅に削減することができる。

民間銀行が流動性リスクを慎重に管理するインセンティブを低下させる費用に対して、流動性保証を提供する利益は均衡しなければならないし、またBOEの貸借対照表上に表れるリスクを最小化しようとする必要性が前提条件とならなければならない。BOEの恒常的な流動性保証ファシリティの計画、およびそれを貸し付ける期間は、次のような二つの必要条件を満たすことを目的としている²⁸⁾

第1に、民間銀行が過度な流動性リスクを取るインセンティブが生み出される費用に対してバランスを取るために、民間銀行が借入に支払う価格は、ストレスのある状態にだけ魅力的になるように設計される。このように、BOEは最初の貸し手というより最後の貸し手に留まっている。例えば、割引窓口ファシリティにおいて、賦課される金利は、市場の通常の状態において銀行にとって代替的な融資計画を見つけることが好ましい水準に設定される。民間銀行の借り入れが増加するにつれ、課される金利が上昇することは、市中銀行が流動性リスクを慎重に管理することに資するであろう、とBOEは論じている。

第2に、貸借対照表に表れるリスクを最小化するために、BOEは支払い能力もしくは経営に深刻な問題がある如何なる銀行も公共の業務から排除することを目指す。さらに、貸借対照表を保護するために、BOEは担保として効果的にリスク管理できる金融手段だけを受け入れる。後述するように、特に担保の評価とヘアカット (haircut) を通して、BOEは担保と関連のある金融リスク

28) BOE, QB, 2010 Q2, p. 96.

をカウンター・パーティに残すことを意図する。その結果、BOEは担保に対してのみ流動性を供給するだけであり、その裏にある信用リスクのための補助金を提供してはいない²⁹⁾

これらの原則は1世紀前のバジョットの命題に沿ったものである。すなわち、中央銀行はパニックを鎮静化するために、良質の担保に対し、そして高い金利で早期にかつ自由に支払い能力のある企業に貸し付けるべきである。

(2) BOEの担保リスク管理

BOEがオペレーションで取り込む担保を精査する上で、ポイントとなるのは以下の3つの基本的手段である。①適格性—何を担保にBOEは行うか、②評価—どのくらい担保は評価されるか、③額面削減率—どのくらいBOEは担保の額面に対して貸し付けるか、である。BOEは全ての操作を通じて同じ原則を使いながら担保のリスクを管理し、取引相手を公平にかつ首尾一貫して扱う。

① 適格性

適格性は最も高い水準のリスク管理手段である。リスクが容易に評価されることができない証券、あるいは評価や額面削減率によって管理されることができない証券は単純に不適格なので、BOEがそれらの証券を担保として利用することは許されない。

BOEは公開市場操作にとっての高水準の担保適格基準を公表し、それは受け入れられる担保の質にとっての基本線を設定するものとなる。一定の資産のタイプに対する適格性を制限することによって、妥当な費用で評価できる証券だけをBOEは受け入れ、また、内在するリスクを数量化し、容易に管理できる証券だけを受け入れる。例えば、BOEは、商業財産の十分に多様化したプ

29) BOE, QB, 2010 Q2, p. 96.

ールによって保証される商業モーゲージ保証証券 (Commercial Mortgage-backed Securities, CMBS) だけを受け入れた。

それゆえ、適格性を精査する過程の第一のステップは、証券が高水準の適格基準を満たすかどうかを決定することである。BOEは証券の適格基準を精査する上で、格付け機関による格付けを参考にすが、BOEは適格性をチェックするために提出された証券に関して、独自の分析を行う。

金融危機の間にBOEによって担保として受け入れられた証券のいくつかはそれまでに存在し、市場で取引されていた。これらの証券は市場で既にテストされたものであり、中央銀行は単に多くの証券保有者の一つに過ぎない。現在の格付けを含む、適格基準に現在従っているかどうか、毎日チェックされる。

しかし、受け入れられる証券の大部分は、基礎をなす資産のオリジネーターによって、BOEに担保としての利用を目的に特別に作られたものである。それゆえ、それらの証券は市場では取引されない。そのような自己宛証券は中央銀行の拡張された担保の約76% (2009年12月の使用ピーク) を占め、SLSで受け取られる担保の圧倒的多数を形成する。これらの証券は、委員会の調査処理を含めて適格性を決定するための詳細な評価を受ける。これは契約書類の徹底的な法的調査を含むもので、その目的は、仕組みが法的に健全であり、少なくとも市場で発行された同類の証券のそれと同じように健全であることを保証することである。基礎にある資産の信用の質の詳細な評価もまた行われ、資産テストの利用を通じた評価も含まれる。さらに、資格のある証券の実績は投資家報告書、格付け機関とその他の情報提供者を含めたその他の資料を通して、継続して監視される³⁰⁾。

② 評価

担保についてのBOEの評価は、カウンター・パーティの債務不履行の時の

30) BOE, QB, 2010 Q2, pp. 97-98.

損失が生じる場合に、BOEを保護する点において主要な役割を担う。適用されるヘアカット（Haircuts）と共に、証券に割り当てられる価値は、BOEが証券と引き換えにどれだけ貸し付けるかを決定する。もしカウンター・パーティが満期に債務を返済することができなければ、BOEは損失を補填するために、やがて担保を売却する予定を立てるであろう。それゆえ、BOEの証券評価は可能な限り現在の市場価格を反映することが重要である。

BOEは保有する担保が市場で売却可能であることを保証するために、日常的に担保を再評価する。もしカウンター・パーティの担保のヘアカットで調整される金額は提供される流動性の金額以下に下がるならば、カウンター・パーティはより多くの担保を提供するよう要求されるか、あるいは適切であれば借入資金の幾らかを返済することが要求されることを通じて、追加的証拠金が作られる。

BOEが証券を評価するために市場価格を利用する際に、その市場価格は公的に利用できる資料に基づくもので、証券を取引する業者から独立して形成されるべきものである。

BOEは継続的に検査可能な一連の価格データ資料を利用するが、市場価格が利用できない、あるいは利用できるデータは信頼できないと判断される場合には、BOEは証券を評価するためにモデル価格を計算する。BOEのファシリティの利用のために特別に作られた自己名宛証券で構成される担保の比率が高いという環境で、BOEが受け入れた担保の約84%はモデル価格で評価された。証券にモデル価格を付けるために、BOEは全体的な市場利子を利用する期待将来キャッシュフローを割引くための標準的債券価格モデルを使用する。

証券の評価の点で、考慮すべき別の観点は、不確実のキャッシュフローをどう評価するかである。証券化は評価されなければならない不確定なキャッシュフローを度々生じさせる。例えば、パススルー証券は、設定された融資からの元本が受け取られると、即金で支払われるが、その時期は確定したものとしては予想できない（例えば、借り手が再び抵当に入れるときは、最初の抵当は早

く返済されるかもしれない)。BOEは時系列的な情報と債券発行者によって提供される実績データに基づき、市場における類似の証券のデータと合わせてこれらのキャッシュフローを評価する。

③ ヘアカット (Haircuts)

BOEは取り入れた担保の額面の満額に相当する金額を貸し付けない。追加的保証を取るため、またBOEが取引相手の倒産の場合に損失を被るという見込みを削減するため、BOEはヘアカット³¹⁾を適用する。

ヘアカットは融資の金額に対する比率 (Loan to value ratio, LTV) と考えられ、その比率は住宅価格の低下に対して貸し手を保護するためにモーゲイジ貸付に適用されるものに共通している。例えば、名目価値が100で (これは証券が買い戻されるときに証券保有者が支払われるべきもの) 現在価格が90としよう。その証券に適用される評価削減率は22% (BOEのSLS担保に適用される加重平均の評価削減率)、すなわち、78%のLTV比率と同等なものである。BOEは証券に対し、 $90 \times (1 - 0.22) = 70.2$ まで貸し付けるだろう。ただし、モーゲイジの最大限のLTV比率はオリジネーターに対して設定されるが、結果的には貸し手の制御力を超えているので (例えば、もし住宅価格が下落すれば、LTV率は上昇するであろう)、BOEの毎日の評価と証拠金の再追加によって、持続的にこの破産のための準備金を維持することを保証する³²⁾。

先述したように、2008年4月、市場での売却が困難なモーゲイジ証券を保有する民間銀行をBOEは支援するために、モーゲイジ証券と英国債との交換を通じた流動性対策を発表したが、BOEが受け入れるモーゲイジ証券については大幅なヘアカット (担保掛け目の引き下げ) が実施された³³⁾。

BOEが受け入れた担保の価値が下落した場合に、納税者の負担が生じるの

31) いくら銀行が借り入れることができるかを決定するために適用される資産を評価する際の割引を意味する。新聞では、担保掛け目の引き下げと翻訳されている。

32) BOE, QB, Q2, 2010, p. 98.

を避けるために、BOEは民間銀行に対して提供する国債と引き換えに受け入れられる資産について、ヘアカットを実施することによって、国債を大幅に上回る価値を求めたのである。例えば、短期あるいは変動金利型の格付けがAAAのカバードボンド、住宅ローンおよびクレジットカード担保証券のヘアカット率は最低12%に設定され、銀行は時価の88%に相当する国債しか入手できないことになる。

ところで、BOEのヘアカットは市場リスクと基本的信用リスクの両方に対して、貸付債権を保護することを意図している。BOEが証券を売却できる前の一定期間において、BOEが保有しなければならないと予想される流動性の低い証券にとって、この保護は特に重要である。

仮に取引業者が債務支払い停止になり、また証券が売却できる前に市場動向の結果として担保価値が低下すれば、市場リスクは顕在化するであろう。ヘアカットは証券の額面のこの潜在的な下落を吸収することを意図している。

基本的リスクは裏付けとなる資産の信用の質が低下する結果、証券の価値が低下するというリスクである。例えば、RMBS証券にとって、多数の借り手がその裏付けとなるモーゲイジに基づき債務支払い停止となるリスクがある。その場合、そのリスクの顕在化は、証券が信用損失を引き起こし、証券保有者は十分に返済を受けられないという結果となる。ヘアカットはそのような基礎となる信用損失の潜在的な影響を吸収することを意図している。

証券に適用される総合的なヘアカットは二つの要素から構成される。一つは資産タイプにとっての標準ベースのヘアカットであり、もう一つは証券に特有かもしれないリスクを含む追加的なリスクに対して保護するための付随的ヘア

33) Reuter プレジデントロイター、2008年4月22日。銀行が自ら組成した資産を裏づけとした証券についてはさらに5%ポイントのヘアカットが上乘せられ、ボンド以外の通貨建て証券はさらに3%ポイント、市場価格が把握できない証券についてはさらに5%ポイント、担保掛け目が引き下げられる。一方、売却が容易である格付けが少なくともAAAのG10の国債に関しては、ボンド建てのヘアカット比率はわずか1%ポイント、ボンド以外の通貨建ての場合は4%に設定された。

カットである。BOE はすでに受け入れている担保に適用されるものを含めて、その裁量でヘアカットを変化させるかもしれない。

i) 基本的ヘアカット

基本的ヘアカットとは、異なるリスクの特徴を反映する異なる資産タイプに適用する比率である。基本的ヘアカットは、狭義の担保については変動金利証券および短期固定金利証券にとって0.5%から始まる。広義の担保については、変動金利 MRBS やカバー付き債券にとっての12%から変動金利 CMBS の25%まで変動する。固定金利証券について、ヘアカットは金利リスクを緩和するために満期と共に増加する。金利リスクは市場金利が上昇するというリスクであり、固定利子率を払う証券にとって価格の下落を引き起こす³⁴⁾

狭義の国の債券と国際機関の債券について、BOE は金融混乱期の歴史的価格変動幅を基本としてヘアカットを設定する。その結果、証券額面の価格低下はヘアカットの大きさをほとんど超えないであろう。99%の信頼度水準で5日間の保有期間を仮定して、VaR アプローチを使い、潜在的な価格下落を見積もることによって、BOE はヘアカットを設定する。この意味することは、金融混乱期の歴史的価格変動幅に基づいて、105日の期間に1度だけ証券額面の低下はヘアカットを超えることが予想されただけということである。BOE はそのような担保を売却できると期待するので、5日間の保有期間を活用する。

RMBS のような拡大した担保については、BOE はヘアカットを設定するために金融緊張期の VaR よりむしろ金融緊張期のシナリオ分析を用いる。これは、取引業者の銀行が破綻した場合に、民間部門の証券の価値は歴史的価格変動幅が示唆する以上に低下する見込みがあるからである。担保の市場リスクを見積もるために BOE は、特別の出来事に続く観察された歴史的価格下落、様々な適格な RMBS の間の価格差、適正な RMBS 証券に関する bid-offer スプ

34) BOE, QB, 2010, Q2, p. 99.

レッドの変化、RMBS 市場での流動性不足の評価などの指標を考える³⁵⁾

上述したように、ヘアカットは担保の基本的信用の質の悪化から生じる価格の下落に対して保護するために設定される。銀行がこれを実行する一つの方法は、証券の信用リスクにおける大きな変化の影響を評価するために、同じ発行者の AAA と低い格付けの証券の間の価格差を見ることである。ヘアカットが基本的信用リスクに対して提供する保護の適格性を BOE が評価する方法は、ストレステスト³⁶⁾の使用を通じてである。

ii) 追加的ヘアカット

基本的ヘアカットによって説明されないリスクを説明するために、BOE は追加的なヘアカットを適用する。

- ・非ポンド証券－6 パーセント・ポイントの追加は、融資の通貨に対して異なる通貨で表示される担保を取る際に発生する為替リスクに備える。
- ・モデル価格証券－モデル価格は実際の価格の過大評価かもしれないというリスクと市場価格の欠如によって暗示される低い流動性の両方を説明するもので、5 パーセント・ポイントが付けられる。
- ・自己宛証券－証券を担保として提出する取引相手は基礎となる証券のオリジネーターである場合に、証券を受け入れる際に発生するリスクを説明するもので、5 パーセント・ポイントがかけられる³⁷⁾

(3) 緊急流動性支援と担保としての融資のリスク管理

公式の手段を通じた流動性保証を提供することに加えて、例外的な環境において BOE は金融システムに信用不信が広がるのを防止するために、双務的合

35) BOE, QB, 2010, Q2, p. 100.

36) 大部分の証券の基本的信用リスクに対して十分な保護を提供することを目的としている基本的ヘアカットを把握するために、ストレステストは使われる。その場合、追加的な異質の付属物を必要とする証券も加えられる。

37) BOE, QB, 2010, Q2, p. 99.

意を通じて商業銀行に対する最後の貸し手として直接に行動できる³⁸⁾ 2008年秋に、BOEはそのような緊急流動性支援 (Emergency Liquidity Assistance, ELA) をロイヤル・バンク・オブ・スコットランド (RBS), ハリファックスおよびバンク・オブ・スコットランド (HBOS) に対して行った。

ELAはHBOSに対して2008年10月10日から2008年1月16日までの間に実施され、2008年11月13日に融資額のピークは254億ポンドに達した。ELAはRBSに対して2008年10月17日から2008年12月16日まで実施され、2008年10月17日に融資額はピークの366億ポンドに達した³⁹⁾。

この融資でBOEが引き受けた担保は様々な形態の原融資を含んでおり、モーゲイジのプール、個人融資、中小企業への融資などであった。BOEは同等水準の保護をしていることを保証するために、公的な融資で受け入れられた担保に適用される適格性、評価、ヘアカットに関する同じ原則を利用して、担保のリスク管理をした。BOEは次に述べる3つの要素によって構成される融資のそれぞれのプールに対してヘアカットを適用した。

- ・AAAヘアカット—その種類の融資に関して典型的なトリプルA格付け証券に固有の信用力を再生し、広くトリプルAレベルの証券に信用保護をもたらす。
- ・評価ヘアカット—類似した融資によって担保された証券の評価に基づき、市場価格の効果を再生する。
- ・ELTRsにおいて同等の証券に適用されるヘアカットに基づいて適用される。例えば、モーゲイジのプールはRMBSに適用されるヘアカットと同じ12%ポイントを支払う義務がある。自己名宛てリスクとモデル価格リスクに対して、追加的ヘアカットが適用され、さらに付属的なヘアカットが融資プールにおける特異なリスクを説明するために適用される。

これによって、彼らの融資担保ポートフォリオに対する総合的実効ヘアカッ

38) BOE, QB, 2001, Q2, p.100.

39) BOE, QB, 2010, Q2, p.100.

トは、RBSの49%、HBOSの48%となった。この全体的なヘアカットは、広くはBOEのその他の操作で取られる全体の保護と比べて、両方の場合において保護の重要な程度を提供する。例えば、SLSにおいて、BOEが融資をしようとする金額(1,900億ポンド)は担保の名目金額(2,870億ポンド)の約34%以下であった⁴⁰⁾

第3章 信用秩序維持政策の評価と帰結

1. 財政赤字の拡大とBOEのバランスシートの変容

銀行を救済するという目的から、BOEは最後の貸し手としての緊急融資を拡大し、また、イギリス大蔵省は経営の悪化した銀行へ公的資金を投入した。大蔵省は民間銀行へ投入すべき公的資金の調達を公債発行に求め、そして、BOEは増大する公債を担保として民間銀行へ貸付を行った。このようなイギリスの通貨当局の政策がもたらした帰結を述べておこう。

欧州金融危機の発生以降、BOEは政策金利の継続的な引き下げを行った。BOEのベース金利は、2008年9月の5%から2009年3月の0.5%になるまで引き下げられ、その後、0.5%の水準で推移している。この低金利は、市中銀行の資金調達費用を削減することによって、銀行の不良債権処理を促進し、また、銀行の営業収益の回復を早める効果を生み出した。実際に、2010年8月にはイギリスの大手銀行の営業収益は改善したことをメディアは報道したのである。

市場の超低金利を演出するためにBOEが大量の流動性を供給したことは、BOEの貸借対照表に質的变化をもたらした。2009年3月にBOEは中央銀行準備(市中銀行の預金残高)の創造によって融資される資産購入計画を実施することを発表した。これらの資産購入の目的は、中期のインフレ目標の2%を満たすために名目需要の成長率を高めることであった。2010年2月上旬までに、

40) BOE, QB, 2010, Q2, p. 102.

2,000億ポンドの資産購入がその計画の下で実施された。購入された資産の大部分は国債であった。そして、2010年2月4日に金融政策委員会は2,000億ポンドで中央銀行準備の創造によって融資される資産購入を維持することを認めたのである⁴¹⁾ この点においてBOEの資産購入ファシリティ（APF）が重要な働きをした。

2009年1月に大蔵省の権限の下で、BOEは資産購入ファシリティという子会社を設立した。その当初の目的は質の高い民間部門の資産を購入することによって、市場の流動性を改善することであった。その基金の会計は、政府の損失によって保証されているが、BOEの会計とは連結されていない。しかし、その基金はBOEからの融資によってファイナンスされている。初期の段階では、BOEの基金への融資は、公債管理局（Debt Management Office, DMO）による短期国債の発行によって融資された。2009年3月に、その権限は、金融政策委員会（MPC）が金融政策の目的のために国債を含める資産の購入をするためにAPFを利用できるようにすることを広げた。この時期の間と2010年2月のMPC会合まで、BOEの融資は中央銀行準備の創造によってファイナンスされた。資産購入を融資するために創造される追加的準備は、民間銀行が毎月設定する自発的目標を満たすために必要な準備をかなり超過したのである⁴²⁾。

以上のように、BOEは国債や優良証券を担保として、負債上は市中銀行の預金準備の増加による信用創造によって、金融市場へ積極的な通貨供給を行ったのである。これは付加価値の生産の裏付けなしに通貨発行が進行している事態に他ならない。そのような通貨発行は貨幣価値の下落に導くものである。

ところで、2008年秋以降、経済成長の低下により税収が減少する中で、民間銀行への公的資本投入の発生によって歳出は増加したため、イギリス政府は巨額の財政赤字を抱え込んだ。大蔵省の財政赤字は2009年から大幅に増加し、

41) BOE, QB, 2010 Q1, p. 39.

42) BOE, QB, 2010 Q1, p. 39.

中央政府の純借入額は対 GDP 比でみて 2006 年－2007 年の 2.4%から 2009 年－2011 年の 11.1%へと大幅に増加した。また、中央政府と地方自治体を合わせた一般政府の財政赤字は、同様に対 GDP 比で 2006 年－2007 年の 2.6%から 2009 年－2011 年の 11.3%へ増加した。次に、一般政府の財政赤字を対 GDP 比のストックベースで示せば、2006－07 年の 42.9%から 2009－10 年の 77.9%へと急増した。

財政赤字の膨張は公債の大量発行を招くが、公債市場での資金需要が増加するので、金利の上昇をもたらす。しかし、BOE はベース金利を 2009 年 3 月以降、0.5%に維持する政策を実施しており、10 年物国債金利も低下を続けている。このことは、金利の上昇を抑制するために、BOE による大規模な国債購入を通じて、通貨供給が行われていることを示すものである。実際に先に触れたとおり、2010 年 2 月 4 日に金融政策委員会は 2,000 億ポンドで中央銀行準備の発行によって融資される資産購入を維持することを認めたのであった。

2. 銀行監督体制の刷新

1997 年 5 月の労働党政権発足後、翌年 4 月にイングランド銀行法が改正された。改正のポイントは、①インフレ目標は大蔵省によって決定され、BOE はその目標値を達成するために政策金利の決定を行い、金融政策の運営を行うこと、②証券投資委員会 (SIB, Securities and Investment Board) を改組・拡充して金融サービス機構 (FSA; Financial Service Authority) を設立し、金融機関への監督を一元化することであった。

換言すれば、BOE は大蔵省によって決定されるインフレ率を目標とする金融政策に専念し、創設された FSA が金融機関の監督業務と消費者保護業務を専管事項とすることとなった。

この改正が行われる前に、BOE から銀行監督権を分離させるか否かについて活発な議論が繰り広げられていた。ロール委員会は、金融政策の運営と銀行監督権を一つの機関に委ねる場合、通貨価値の安定と信用秩序の維持の間で矛

盾が生じるおそれがある（利益相反）として、BOEから第三者機関に銀行監督権限を移行させるべきという報告を提出している⁴³⁾ 一方、その後下院の大蔵行政委員会では、「金融機関の経営破綻に伴う決済システム悪化の顕在化を回避するためにも、最後の貸し手機能を発揮し流動性を供給していく必要がある」ことから分離論に反対していた。

結論としては、政権は前者の意見を取り入れて、金融政策の主体であるBOEから銀行監督権を切り離したのである。通貨価値の安定と信用秩序の維持を矛盾したものと捉え、信用秩序の維持はFSAに委ねてしまい、BOEは一般物価水準だけで物価安定を量る金融政策を実施した。この点について、グットハートによれば、ゴードン・ブラウンはBOEに機能上の独立性を与え、BOEから銀行監督と負債管理の役割を奪ったのである⁴⁴⁾

ところで、労働党政権の発足以降も、イギリスの実体経済は実質GDP成長率と雇用の面から見て良好な状態を維持し続け、2000年に入っても持続的な経済成長を謳歌したのである。他方、企業部門のさらなる自己金融化の進展や非銀行金融機関の成長として表れる構造的な余剰資金経済の下で、銀行は不動産金融に傾斜していったため、銀行資産は不動産価格に左右される体質になり、また、アメリカのサブプライム・ローン関連の証券投資という対外的資産運用を強めていった。このような銀行の資産運用は銀行の健全性を損なうものであり、結果的にFSAには銀行行動を監督する能力が欠如したことを露呈した。

そして、2008年秋から始まる欧州金融危機を背景として、イギリスは大手銀行の実質的な経営破綻を経験した。この状況を受けて、当然のことながらFSAの銀行監督能力が問われることとなり、通貨当局による銀行監督体制の改善が求められた。この動きは、銀行の決済制度を保全するための信用秩序維持政策を通貨当局の政策目標の中にどのように位置づけるべきかという議論を

43) 植田浩文，1998年，208ページ。

44) Goodhart, C., 2009, p. 241.

生みだしたのである。先述したように、BOEは物価の安定だけを金融政策の目標にするという基本方針を採用したのであるが、2009年には、信用秩序の維持も金融政策の目標に掲げるという方針へ転換された。

そして、2010年5月に政権が労働党から保守党へ交代すると、FSAの抜本的な改革が実行された。すなわち、イギリス金融サービス機構（FSA）を分割して、個別金融機関を監督している部局はBOEの傘下に新設する健全性監督機構（PRA）に移し、FSAの消費者保護部局は独立した新組織である消費者保護・新機構（CPMA）へ移した⁴⁵⁾。これによって、BOEは通貨価値の安定と信用秩序の維持という二つの目標を一体的なものとして掲げて、金融政策を遂行できる元の体制に戻された。

通貨価値の安定と信用秩序の維持は相反する目標ではなく、それら二つは銀行制度にとって表裏一体のものとして、統合的に追求すべき目標である。なぜならば、信用秩序の維持の根幹は銀行の決済制度であり、決済制度を円滑に運営するためには、通貨価値の安定と通貨の安定的な供給が必要である。同時に、市場の需要に応じて通貨を安定的に供給するためには、決済制度の維持が必要である。つまり、物価の安定と信用秩序の維持は、相互補完の関係にあると言える。

その意味において、BOEは物価の安定を目標とする金融政策を実施しながら、決済システムの安定をもう一つの目標とする政策運営をするという本来の姿に戻された。しかし、これによって、決して再び金融危機の契機となった不動産バブルを防げる保証はない。問題は、二つの目標を同時に達成するための機関の統一というよりむしろ、金融政策の運営の在り方にある。BOEは金融政策の実施にあたり、金融政策の目標である安定した物価水準の目標値は一般物価水準であり、地価や株価などの金融資産の動向は情報変数と考えるに留まっている。そのため、地価および株式価格の上昇率が一般物価水準のそれを

45) 『日本経済新聞』朝刊、2010年7月31日付け。

大きく超える場合に、一般物価水準は基準値内に収まっていれば、銀行の信用創造による通貨供給がそのような資産価格の上昇を引き上げる要因であっても、BOEは直接資産価格の抑制を狙った政策を取ることはしない。そこで求められるのは、資産価格の変動を直接に価格水準の指標にして金融政策を運営するという手法である。

結びに代えて—金融政策とバブル

金融機関が保有する総資産に占める商業銀行の比率は他の金融機関を圧倒しており⁴⁶⁾、商業銀行の貨幣供給残高を規定する中央銀行の金融政策は金融市場と財市場の動向を強く左右する。しかし他方で、中央銀行の金融政策の有効性を制限するいくつかの要因があることも認識する必要がある。

まず、資金余剰の経済において、銀行間市場の周りにオープン市場が拡大していることは、資金の需要者と供給者にとっての選択肢を広げることになるので、政策の効果を低下させる要因となる。例えば、景気拡大の局面において不動産価格の高騰を抑制するために、中央銀行がベース金利を引き上げ、かつオペレーションによって銀行間市場の政策金利を高めに誘導するでしょう。しかし、資金需要者はオープン市場においても資金調達が可能である。つまり、資産市場への資金供給ルートとして、銀行貸付の他には投資信託、年金基金、またはヘッジファンドなどの投資家による投資ルートがある。このようなオープン市場から不動産市場への投機資金の流入が続けば、不動産価格は上昇を続けるであろう。

もちろん、政策金利の変更は金融市場へのシグナル効果をもつだけでなく、銀行の貸出市場とオープン市場との間の資金交流メカニズムによって金利裁定が働くので、両市場の金利（あるいは利回り）は平準化されていくであろう。ただし、政策金利の変更が債券市場などのオープン市場へ伝播するにはタイム

46) BOE, QB, 2010, Q4, p. 328, chart 8 を参照。

ラグが生じるため、投機資金の動きを直ぐに止めるのは容易でなく、その意味で金融引き締め効果を薄めるものである。

また、為替管理を撤廃している通貨制度の下で、海外からの自由な資金流入が国内のマネーサプライに及ぼす影響を考えると、マネーサプライのコントロールは、益々困難であると言える。国内で金融引き締め政策を実施する場合に、投機資金は海外からも銀行間市場およびオープン市場にも流入するので、加熱する投機を抑制することは容易でない。

第2に、国際資本移動が自由に起きる為替制度を採用する限り、一国の為替相場は不安定となる。しかし、国内産業の対外競争力を左右する為替相場の乱高下は産業資本の生産水準を当惑させるものであるため、マクロ政策上、安定した為替相場が望ましい。したがって、為替相場の安定化は、時に金融政策の優先目標となることがある。2000年代において、イギリスの政策金利は、ほぼアメリカのそれと同じ水準で推移しており、また政策金利の変化も同じ傾向を示している。例えば、イギリスの景気は過熱気味のとき、政策金利を引き上げることが適当である時期に、アメリカは景気後退に対応して政策金利を引き下げたとしよう。資本移動はアメリカからイギリスに生じるから、ポンド高の傾向となるが、イギリスは政策金利を引き上げれば、さらにポンド高を生みだしかねない。そうすれば、イギリスの通貨当局は政策金利を据え置くことになるので、金融引き締め政策をとることができず、イギリスの景気は過熱を継続するかもしれない。

アメリカ金融危機とイギリスの金融危機の背景にある共通する要因は、不動産融資の成長と不動産市場の活況があった。土地は一般の商品とは異なり、適正価格を有しておらず、また弾力的に供給できる商品ではなく、さらに再生産不可能な商品である。この土地の売買を盛んにするための法整備は行われ、不動産融資を促進するための金融法が作られることによって、土地は一般の商品と同じように投機の対象となった。しかし、そうした特殊な土地を市場で自由に取引可能とすると同時に市場の歪みの根本原因があるのではないだろうか。

資本制社会である限り、市場に投機は付き物であり、投機なしの市場は存在しない。しかしながら、投機は市場の自由な取引の結果だからといって、市場メカニズムに委ねてしまえば、バブルの発生と破裂を繰り返すであろう。市場の投機に対する中央銀行の取り組みとして、市場の資金需要にアコモデートするような金融政策を取り続けた結果として、不動産市場の活況をとまなうサブプライム・ローン問題が生じたが、現代の金融政策だけで投機を制御することは不可能であり、市場システム自体の修正なしには、問題は解決しないと思われる。

参 考 文 献

- 植田浩文「イングランド銀行」(三木谷良一・石垣健一『中央銀行の独立性』第10章、所収、東洋経済新報社、1998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、第50巻第12号、127-150ページ。
- Bank of England [BOE], *Quarterly Bulletin* [QB], 2010 Q2, 'Collateral Risk Management at the Bank of England', 2010, Oct. 30.
- Goodhart, C.(2009). 'Bank of England: learning to live with the Euro', edited by Dyson, K. and Marcussen, M., *Central Banks in the Age of the Euro*, Oxford University Press.
- Haseler, S. and Reland, J.(2000). *Britain & Euroland: A collection of essays*, Federal Trust.
- Office for National Statistics, *Statistical Bulletin*, Balance of Payments, 2nd Quarter 2010.
- Office for National Statistics, *United Kingdom Balance of Payments*, The Pink Book, 2010 edition.
- Office for National Statistics, *Economic & Labour Market Review*, 'Overview of UK National Accounts and Balance of Payments: Blue Book and Pink Book', Vol.2, No. 10, October 2008.
- BOE, [QB], Winter 2002.
- BOE, [QB], 'The Bank's money Market Framework', 2010 Q4.
- BOE, [QB], 'The Bank's balance sheet during the crisis', 2010 Q1.
- BOE, [QB], 'Evolution of the UK banking system', 2010 Q4.

(付記) 本稿は2011年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。