

中央銀行と金融システム安定性

— グローバル化の下でのイギリスを中心に —

Central Banks and the Globalized Financial System: the British case

春 井 久 志

In the wake of the financial crisis after the “Lehman shock”, it is commonplace to demand that central banks must take care of the health of the financial system, not just price stability. There are plans to give them the responsibility for macro-prudential policy in many countries. Yet how much these new tasks will change the central banks’ world is less understood. The UK “tripartite” authorities announced a set of system-wide measures that addressed in size and at source perceived weakness in banks’ capital and funding structure, especially the leverage ratios of the major global banks. Banks unable to deliver sufficiently high returns on assets to meet their ROE targets resorted instead to leveraging their balance sheets. Facing ever stronger demand for higher profits by their shareholders and for their own higher remuneration, these bank managers tried to meet it by raising the ratios even higher.

Hisashi Harui

JEL : E52, E58, G21, G28

キーワード：レバレッジ、モラルハザード、建設的な曖昧さ、協調の失敗、マクロ・ブルーデンス政策、自己資本利益率、総資産利益率

Key words : Leverage, Moral hazard, Constructive ambiguity, Coordination failure, Macro-prudential policy, Return on equity, Return on asset

I はじめに

1 「ジャクソン・ホール・コンセンサス」

過去 10 年ほどの間、「ジャクソン・ホール・コンセンサス」とでも呼びうる中央銀行の運営に関する「共通理解」が支配してきた。中央銀行の運営に関する多くの問題点が毎年夏にアメリカのキャンザス・シティ連銀が開催する総会で議論され、展開されてきたからである。このようにして形成されてきた共通理解は、中央銀行の主たる任務はインフレーションを低水準に安定的に維持することである、と主張する。この理解は、中央銀行の将来の金融政策に関する国民の期待を安定化させる「アンカー」として機能する方法として「インフレ目標」方式を支持し、同時に中央銀行の金利決定に関する透明性と予測可能性をきわめて重視するものである。

しかしながら、この共通理解はかならずしも磐石のものではなかった。たとえば、アメリカの連邦準備制度理事会（FRB）は、明示的なインフレ目標を正式に採用したことは一度もない。ヨーロッパや日本の中央銀行や国際決済銀行（BIS）は金融政策が資産価格バブルに対して抑制的に対応することを主張してきた。他方、FRB はバブルの発生をその同時点で見分けることは困難であり、バブルが破裂した後に、金利を引き下げて事後処理をする方が社会的コストが小さいと主張してきた。しかしながら、FRB の誰も、より広範な金融システムの安定性に対する中央銀行の責任を重視してこなかった。また、短期金利の変更が実体経済に与える資金の流れを包括的にとらえる視点について強調してきた者もいなかった。

これは、物価安定が適切な物価指数によって計測されるのとは異なり、金融システムの安定性はそれを定義することが難しく、ましてやその安定性を計測することは不可能に近い、とこれまで考えられてきたことと無関係ではない。

2 今次のグローバル金融危機

(1) 今次のグローバル金融・経済危機は、政策当局者にも学界関係者にも多くの問題を投げかけており、金融規制・監督制度に対する抜本的な改革案が

G20 等の国際会議などですでに提案されている。

従来の伝統的な金融規制・監督政策は、銀行を金融システムの中核と位置づけ、個々の銀行の健全性を確保することにより、預金者保護を目標とした「ミクロ・プルーデンス政策」であった。すなわち、個々の銀行がその健全性を維持するように行動すれば、金融システム全体の安定性も保たれるとの期待があった。しかし今次のグローバル危機では、様々な業態の金融システムの行動が合成されて、リスクの量の拡大のみならず、リスクの質も大きく変化して、一種の外部不経済が発生した。この外部不経済が金融システム全体を不安定化し、その結果実体経済へ甚大な被害を与えた。

今次の危機では、多くの金融機関がレボ取引など「ホールセール・マーケット」からの資金調達に依存していた。この結果、いったん金融商品の市場流動性が低下し始めると、金融機関はカウンター・パーティ・リスクを回避するために「ヘアカット率」¹⁾を引き上げて担保価格の変動リスクを回避する行動に出た。このため、金融商品の価格が下落し、金融機関の流動性が急速に低下して、金融機能が瞬時に麻痺事態に陥った、とされている。危機発生後、各金融機関は危機以前の好況期に高まっていたレバレッジ²⁾を急速に低下させた。この結果、資産売却や融資抑制を通じて、実体経済にも悪影響を与えた。

(2) 以上のような金融機関の行動と伝統的なミクロ・プルーデンス政策とはどのような関係にあったのか。国際業務を展開する銀行の健全性を担保する主要な規制手段としては、従来、バーゼル銀行監督委員会の「自己資本比率規制(バーゼル I)」であったが、景気拡大期に銀行のレバレッジ拡大を抑制することはできなかった。むしろ、景気拡大期にレバレッジをいっそう拡大する「景気循環増幅効果(プロシクリカリティ)」の問題が指摘されてきた。

一方、危機が発生すると銀行は自己資本比率を維持するために、資産売却や融資抑制によって、比率の分母である総資産額の圧縮を促進する結果、景気

1) 担保の市場価格と貸し出される資金との差額。

2) レバレッジとは、自己資本に対する負債の倍率で、「ギアリング」とも呼ばれる。Pearce (1983), 171-172 および 250 ページ参照。

の落ち込みが拡大しやすくなる。そこで、この自己資本比率規制は、総資産の「信用リスク」の大きさに応じてウェイト付けされた「リスク・アセット」を分母としているため、この規制方式は今次の危機の防止どころか、反対に危機後の被害を大きくする方向に作用した。

他方、新しい「自己資本比率規制（バーゼルⅡ）」は、現在全面施行に向けて移行中である。この「バーゼルⅡ」では、「リスク・アセット」の算出の際に、信用リスクを「格付け」などで精緻にウェイト付けする。このため、信用リスク評価が、これまで以上にその時々の経済情勢をいっそう敏感に反映する可能性が高くなり、「バーゼルⅠ」の問題点を増幅させる恐れがある（表 1 を参照）。

表 1 自己資本比率規制の概要

バーゼルⅠ （リスクアセット(リスクの掛け目を乗じた資産)が分母)	
$\frac{\text{Tier I (資本の部)} + \text{Tier II (劣後ローン、有価証券含み益など)}}{\text{リスクアセット}} \geq 8\%$	
※リスクアセット＝信用リスク＋市場リスク ＝(国債など×0%)＋(銀行向け与信×20%)＋(住宅ローン×50%)＋(企業向け与信×100%)＋市場リスク	
<hr/>	
バーゼルⅡ （信用リスクを標準的手法で算出する場合）	
$\frac{\text{Tier I (資本の部)} + \text{Tier II (劣後ローン、有価証券含み益など)}}{\underbrace{\text{金融資産ごとに格付けなどに応じより精緻なリスクウェイトを乗じる}}_{\text{信用リスク}} + \text{市場リスク} + \text{オペレーショナルリスク}} \geq 8\%$	

（出所：2009 年 6 月 30 日付け『日本経済新聞』）

3 バブルと中央銀行政策：金融政策とブルーデンス政策

(1) 今次の金融危機発生以前において、バブル経済に対する従来の中央銀行政策の対応は、以下の 2 つの見解が支配的であったとされる³⁾。第 1 は「金融政策は、バブルが崩壊するまでは、資産価格変動がファンダメンタルズに基づくものであるか否かにかかわらず、将来のインフレや成長率に影響を与える限りにおいてのみ、資産価格変動に対応すべきである」というものである。この

3) 白川方明（2009）。

場合には、「金融政策がそうした範囲を超え、追加的な措置（extra operation）を採ることは不適當」ということになる。第2は「バブル崩壊後は、バブル期とは対照的に、中央銀行は能動的に行動する必要がある」というものである。金融政策は「バブル崩壊から生じる負の影響に対して積極的に対応する、事後的措置（mop-up operation）を取るべき」ということになる。この2つの見解は、「一般に、バブルの発生をリアルタイムで認識することが非常に難しいこと、さらに金融政策のみによる予防的措置では、金利の大幅な上昇を必要とし、経済活動への負の影響が極めて大きくなることを論拠」としている⁴⁾。

(2) しかしながら、このような従来の中央銀行政策の対応は米国のFRBのバブル対応においても見られた。しかし従来の対応がバブルを増幅したことの反省を踏まえると、今後の金融規制・監督制度は危機の予防と対応の両面で、「マクロ・プルーデンス政策」の視点をも併せ持つ必要がある。すなわち、金融機関同士の行動によってもたらされる金融の不均衡の状況や金融取引の相互関係などにも十分に目配りをし、それらが実体経済に及ぼす影響にも配慮して、金融システム全体の安定性を確保することが重要となる。たとえば、金融機関全体のレバレッジの状態とか、金融機関全体の短期資金調達への過度の依存状況、さらには金融部門の信用拡大と資産価格の動向などへの注視や監視などである。規制・監督にマクロ・プルーデンスの視点を加える際には、金融機関の破綻が金融市場にきわめて大きな影響を与える可能性があり、通常の形で破綻させることが難しい大規模な金融機関・グループの監視が特に必要となる。いわゆる「大きすぎて、つぶせない（Too big to fail: TBTF）」金融機関・グループの場合である。

ただし、このような大規模な金融機関等を特定すると、市場は金融当局が当該金融機関等を簡単には破綻させないとの認識を持つことになり、これにより金融機関において「モラルハザード」の問題が発生することになる。この点についての十分な留保・防止策が重要となる。また、マクロ・プルーデンス政策を実施する際には、金融市場の動向や決済システムの円滑な運営など、金融

4) 白川方明（2009）、2 ページ。

市場インフラ全体に幅広く目配りをする必要がある。言い換えれば、1990 年代初めの米国の貯蓄金融機関 (Savings & Loans Associations) の危機当時、ニューヨーク連銀総裁であったジェラルド・コリガン (Gerald Corrigan) が唱えたとされる中央銀行の最後の貸し手機能の発動に関する「建設的な曖昧さ (constructive ambiguity)」⁵⁾ を新しく制度設計される金融規制・監督制度にいかにもうまく組み込むかが問われることになる。

(3) 白川 (2009) は、金融政策の「リスクテイキング・チャネル」という政策効果波及経路が多くの中央銀行が利用する標準的なニューケインジアン・マクロ経済学では考慮されていない、と指摘する。良好な経済・金融状況の下では、経済主体のリスク認識が弛緩してリスク許容度が高まると、金融機関のリスクテイキング姿勢が変化する。具体的には貸出やレバレッジが拡大し、金融部門の不均衡を増大させる傾向が生じる。この不均衡がある閾値を越えると突然顕在化して、金融システムを不安定化させ、経済活動一般にも悪影響を及ぼすことになる。市場金利が大幅にかつ長期に低下すると、金融機関は短期借入れ・長期貸出によってポートフォリオの満期構成のミスマッチを拡大させる。このため非金融民間部門の流動性が拡大し、経済活動が刺激される。また、金融機関は証券化商品への投資を通して、オフバランスでも満期構成のミスマッチを生成する。さらに、グローバル化の下では、金融機関が国境を越えて貸出を急増させるなどクロスボーダーの満期ミスマッチを引き起こすことも、今次の金融危機に先立つ時期には多々見られた。これが第 1 のチャネルである。

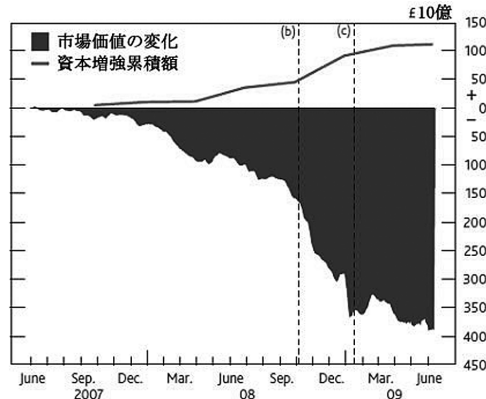
さらに、金融機関による流動性供給の急増は資産価格の上昇をもたらした。潤沢な資金供給は資産価格に直接影響するばかりではなく、当該資産の市場流動性への影響を通じて、間接的にも資産価格に影響を与える。資金調達が容易になると、市場参取引の増大により資産価格の上昇と市場流動性の増大が同時に発生する。この結果、投資家はリスク許容度をいつそう高め、資産価格をさらに押し上げる。これが経済活動を大きく拡大させる第 2 のチャネルである。そればかりではなく、この 2 つのチャネルは相互に影響を与え合う。満期構成

5) Cf. Freixas (1999).

のミスマッチは、一般にレバレッジの拡大を伴い、資産価格を高める。資産価格が高まると、満期構成のミスマッチとレバレッジの拡大を容易にするからである。

銀行は、中央銀行が実施する金融政策効果波及経路の主たる媒体としてきわめて重要な役割を果たしている。第1に、金利引下げ局面では、満期構成のミスマッチ拡大と資産価格上昇は、ともに銀行のバランスシートに反映される。良好な金融・経済状況下では、この両者の相互の増幅プロセスが進行し、金融システムにおけるリスクが顕在化することは少ない。しかしいったん良好な局面が反転すると、事態は急激に悪化する。たとえば、満期構成のミスマッチは資金流動性の不足を激しくさせ、さらに資産価格が急激に低下すれば、資本不足をもたらすとともに、市場流動性の低下と相互に作用しあって、証拠金不足による積み増しや担保資産の価値低下を通して、更なる資金流動性の不足をもたらす。これらは、最終的には、銀行のバランスシートを急速に劣化させることになる（図1参照）。

図1 イギリスの銀行の資産の市場価値損失額



出所：BoE (2009), June, p.16.

注：2008 年後半の信頼と需要の急減が世界経済を不況へと陥れ、将来の経済見通しの不確実性を増大させた。さらに、資産価格の暴落をもたらし、一部金融市場の流動性を枯渇させた。これらの展開が、銀行増資にもかかわらず、銀行の更なる損失発生への不安を高めた。これに対応して、資本を保全したい銀行はさらに信用供与の条件を厳しくした。

第 2 に、金融・経済状況の上昇局面と下降局面との間には、非対称性が存在している。すなわち、上昇局面は比較的ゆっくりとしか進行しないが、下降局面では資金流動性の不足に対して銀行は瞬時の対応を迫られるために、非対称的に早いスピードで悪影響が進展する。さらに、ひとたび市場の信頼性が喪失されると、その修復は容易ではなく、非常に長い時間を必要とすることになる。

以上のような金融機関のリスクテイキング姿勢と金融政策の効果波及経路を考えると、バブル崩壊前後における中央銀行の非対称的な対応、すなわち「FRB view」に基づく非対称的な金融政策の運営は、きわめて深刻な影響をもたらす可能性がある。たとえば、中央銀行はバブル崩壊までは「バブルを抑制するような」金融政策の対応をしないとコミットした場合、あるいはそのように市場に受け取られた場合、民間の経済主体は間違いなくこの根拠のない期待を基に行動し、満期構成のミスマッチと資産価格の上昇を加速し、その結果バブルはいつそう拡大する。いわゆる「根拠のない熱狂」⁶⁾の発生をもたらす。その反動として、バブル崩壊後の金融・経済危機は激しいものとならざるを得ない。

(4) 他方、規制資本 (regulatory capital) が経済資本 (economic capital) よりも高い水準に設定されると、金融機関に対してかかる株主からの高収益獲得への圧力が強化される恐れが生じる。このような過剰な資本は、金融の不均衡を累積させることになりうる。資産のリスク計測が不適切な場合、そのようなリスク計測に基づいた金融機関の最低所要自己資本が必要とされる以上に高く設定されると誤ったインセンティブが醸成され、個々の金融機関に対して不適切なビジネスモデルを採用させることになり、マクロ経済の不安定化をもたらす恐れが生じる。その意味では、金融機関への自己資本比率規制の適用は、個々の金融機関のビジネスモデルとの整合性が慎重に検討される必要がある。但し、規制当局が個々のビジネスモデルを適正に評価できるかがきわめて重要な課題となる。

6) かつて、グリーンズパン前 FRB 議長が「ニューエコノミー」の出現を指して、名付けた米国経済の良好な状況。

II 金融機関のビジネスモデル

1 銀行は特別か？

銀行のビジネスモデルの一つは「一部準備銀行制度」である。銀行は短期かつ流動的な資金を預金者から預かり、その一部を手許現金（現金準備）として保有して、預金の引き出しに応じる。平時では「大数の法則」が働くために、一部準備保有でも日常的な預金引き出しには、支障が生じない。他方、銀行は現金準備以外の資金を貸出や有価証券投資等で運用し、利子所得を獲得する。預金に支払う預金金利と貸出金利等との差額が、銀行の利潤となる。しかしながら、ひとたび銀行の流動性の状態に対する預金者の信頼が動揺すると、たとえ当該銀行の支払い能力に問題が生じていない（債務超過でない）場合でも、預金者は我先に銀行に対して預金の引き出しを要求する。銀行による預金の払い出しが「要求次第、先着順」に行なわれる銀行預金業務の構造的特徴を考えれば、このいわゆる「銀行取付け」は預金者にとってみれば、きわめて「合理的な行動」である。一部準備銀行制度の下では、あらゆる銀行は一斉の預金引き出しに応じるだけの手許流動性を準備していないので、一斉の預金引き出しを拒絶せざるをえなくなることは、銀行預金業務の構造上、必至である。このような銀行取り付けが流動性が健全な他の銀行にも波及して、パニックとなり、金融システム全体が不安定化することになる。すなわち、銀行と預金者との間の「協調の失敗（coordination failure）」の結果として必然的に生じたのが、金融危機の発生である。このような金融システムの不安定化は実体経済にも甚大な悪影響を与えるので、中央銀行は機動的に流動性を個々の銀行および

表 銀行のバランスシート（ビジネスモデル）

（資産）		（負債）	
手許現金	10	預金	100
貸出	60		
有価証券	40	自己資本	10
合計	110	合計	110

注：現金準備率＝10％と自己資本比率＝10％を仮定。

金融市場一般に供給して、パニックの発生を未然に抑制しようと努める⁷⁾。

2 銀行のビジネスモデル

他方、このようなビジネスモデルの銀行も、少なくとも、長期的な収益性の追求という点では、一般の事業法人となんら変わるところはない。同業者との激しい競争と株主の高収益追及の圧力のもとで、企業経営者が資本をいかに効率的に使用して、株主が重視する代表的な経営目標である「自己資本利益率 (Return on Equity: ROE)」を高く維持しようとする。この点では、銀行は一般企業と共通している。しかしながら、銀行は一般企業よりはるかに容易にリスク許容度を不当に高めて、ハイリターンを追求する「高いレバレッジ」のビジネスモデルに傾倒してゆく危険が常に存在する。この点が、銀行経営者と一般企業経営者との大きな違いであると言える。

これを考察するために、ROE を「総資産利益率 (Return on Assets: ROA)」と「レバレッジ (leverage)」との 2 つ要素に分解し、以下のような式で表現してみよう。

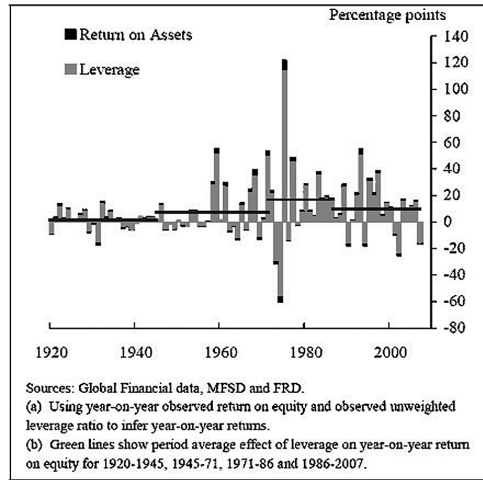
$$\text{ROE (自己資本利益率)} = \text{ROA (総資産利益率)} \times \text{レバレッジ} \quad (1)$$

(1) 式の右辺第 1 項は一連の資産群から抽出される利潤に見られる経営者の経営技術の尺度である。第二項はこれら一連の資産をギア・アップする（あるいはレバレッジをかける）投機の成功確率（幸運度）の尺度である。言い換えれば、ROE は経営技術と投機の成功率とを掛け合わせたものである。重要なのは、その 2 つの要素のうちいずれが銀行の ROE を決定する上で歴史的に、また最近年において、支配的な要素となるのかである。図 2 は、(1) 式を分解した 2 つの要素の 1920 年以降の実績である。レバレッジがこの期間の ROE の動向を決定する主たる要因であったことは明白である。Haldane (2009) によれば、2000 年以降、レバレッジ比率の動きがイギリスの銀行の ROE の動きをほぼ完全に説明している。すなわち、2007 年の約 24% の ROE の上昇と、その後の 2008 年における負の領域への下落がそのことを物語っている。

7) Goodhart (1987) 参照。

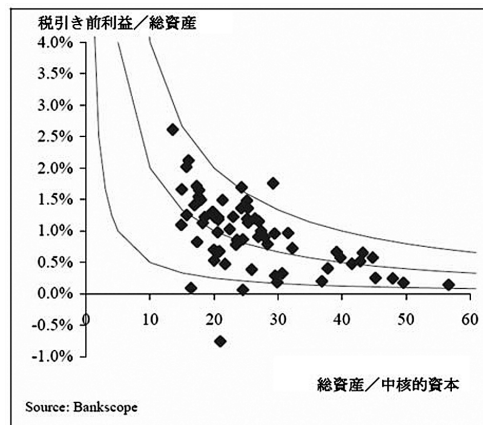
図 3 は、2007 年末における世界の主要銀行（global banks）70 行のパネルを同様の ROE を分解したものとして示している。同図の縦軸は ROA を表し、

図 2 イギリスの銀行の ROE への ROA とレバレッジの寄与度



出所：Haldane (2009), p.11.

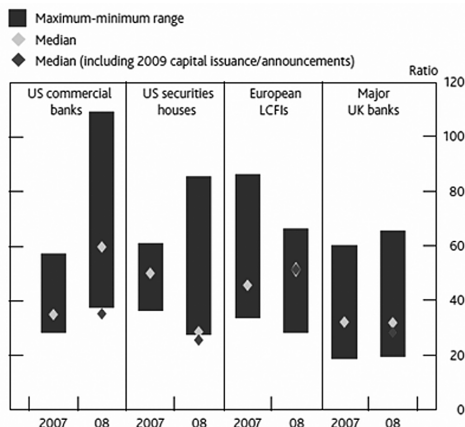
図 3 グローバル銀行の ROA とレバレッジ、2007 年末



出所：Haldane (2009), p.12.

横軸はレバレッジの程度を表している。3つの曲線は、それぞれ収益率 5%、20%および 40%の「等 ROE 曲線」である。各点の分散は右下がりの曲線を示している。ここから 2つの含意が導かれ得る。第 1 に、右下がりの等 ROE 曲線は、「同業他社と競争する」ROE を目標としてグローバルな業務展開をする銀行（以下、グローバル銀行）の行動と整合性がある。今次の金融危機に先立つ期間においては、銀行同士の「横並び意識」は、銀行の意思決定行動に影響する上で重要な文化的要素であったと考えられる。次に、図 4 は、グローバル銀行がギアリング比率を高めることによって、銀行同士の競争を維持したことを示している。同時に、グローバル銀行が、株主の求める ROE 目標を達成するために十分なだけ高い ROA を実現できなかったために、自らのバランスシートのギアリング比率を高める方法、すなわち高いレバレッジをかける方法に訴えたことを物語っている。図 4 は、イギリスの銀行のレバレッジが米欧の銀行のそれよりも比較的低かったことを示している。

図 4 レバレッジ比率



出所：BoE (2009), June, p.27.

注：イギリスの銀行資産は今世紀初め以降、急拡大し、レバレッジは歴史的な高水準にとどまっている。銀行は依然としてホールセール市場からの資金調達に依存しており、小口金融市場の苛烈な競争に直面している。

2002 年以降 2006 年までの世界的に良好な金融・経済局面では、マクロ経済的な不均衡が引き起こした危機に関する限り、その原因は貨幣的要因に起因するというよりは、むしろ実物的要因により多く起因するように思われる。特に、2002-2005 年の低い名目利子率は緩和的な金融政策よりも、低水準の実質利子率を反映していた。事実、米国では 2004-2005 年に政策金利が漸進的に引き上げられたにもかかわらず、長期金利は低水準にとどまり、予期しないイーールド・カーブの平坦化が生じた。これが前 FRB 議長のグリーンズパンが「謎 (conundrum)」と呼んだものである。世界の過剰貯蓄、特に新興国・地域の過剰貯蓄が、長期金利の上昇を抑制した。この過剰貯蓄は、慢性的な経常収支赤字に悩む米国への資本輸出として流入（「グローバル・インバランス」の醸成）するとともに、イーールド・カーブ上の長期金利を低水準に抑制する世界的な影響を与えた。このような理解からは、今次の危機の発生に関して超緩和的な金融政策にその責任の一端があるとする中央銀行に対する批判は必ずしも説得力のある批判とは評価できない。

この「グローバル・インバランス」という金融環境の下で、グローバル銀行は高い ROE 目標と低い ROA の現実との板ばさみに合って、同業他社のグローバル銀行との相互の激しい競争が各銀行のバランスシートのレバレッジを高める経営方針の採用へと誘ったといえよう。グローバル銀行の経営者はレバレッジを高めて、ハイリスク・ハイリターンの投資を行なう、いわば「ルーレット賭博」に走ったともいえる。グローバル銀行が集団行動的にレバレッジを高めたために、金融システム全体のレバレッジも上昇することになった。グローバル銀行は銀行収益の黒字化を狙って大きな賭けに出たが、その結果は期待に反して、大きな銀行収益の赤字をもたらすことになった。

今次の世界金融危機の発生とその後の経緯についての以上のような分析から、将来の危機の再発を抑制する上での 2 つの教訓が導き出される。第 1 に、グローバル銀行やその経営者を評価する際には、ROE よりも ROA により大きな焦点を当てる必要があるであろう。賭博による幸運（高いレバレッジ）と優れた経営手法（高い ROA）とは明確に区別するべきである。つまり、個々のグローバル銀行にとっても、また金融システム全体にとっても、リスクと収

益率との間に正しいバランス感覚を植え付けるためには、リスクの程度をこれまでよりも正確に反映した方法で投資家や経営者への報酬を評価するべきである。

第 2 に、金融システム全般にわたって、これまでよりも厳しいレバレッジの上限を定める必要性がある。レバレッジの上限の規制は、グローバル銀行が激しい競争のために、図 3 の右下方向への移動を防止することを目的とするべきである。レバレッジ比率そのものが、金融システム全体にわたって発生する信用の過剰感やリスク許容度の高まりによって上昇する、「状況依存的な比率」であることを意味している。その意味ではレバレッジの上限比率については、景気循環を抑制する効果を発揮する「カウンター・シクリカルな規制システム」を設定することが重要になる。

要するに、銀行は「一部準備」に基づいて満期変換等の「資産変換」を通して投資リスクを積極的に引き受ける形で、信用（企業の投資資金や家計の住宅投資資金）を社会一般に提供し、経済全体の効率化を図り、経済成長に貢献している。他方、そのような銀行業務は、「満期のミスマッチ」と「流動性のミスマッチ」というリスクテイキングの基礎の上に運営されていることも注視すべき重要な特質である⁸⁾。その意味では、銀行の流動性やその支払い能力に対する信頼性に動揺が生じる危機状態が発生したときには、唯一の流動性供給者である中央銀行は、「最後の貸し手」として個々の金融機関あるいは金融市場全体に十分な流動性を供給し、信用を供給することが金融システムの安定のために不可欠となる。ここに、銀行は「特殊な存在」であり、それゆえにこそ、「最後の貸し手」として機能する中央銀行の社会的な存在意義があると言える。

8) ロンドン大学 (London School of Economics) の W・ビュイター (Willem Buiter) によれば、「ファイナンスは、恐ろしくて、本来的に不安定であるが、必須の業務 (“finance is a scary, inherently unstable, essential activity”)」である。Cf. A special report on the future of finance, “wild-animal spirits”, <http://www.economist.com/specialreport/> *The Economist*, January 22nd, 2009.

III イギリスの金融規制・監督制度

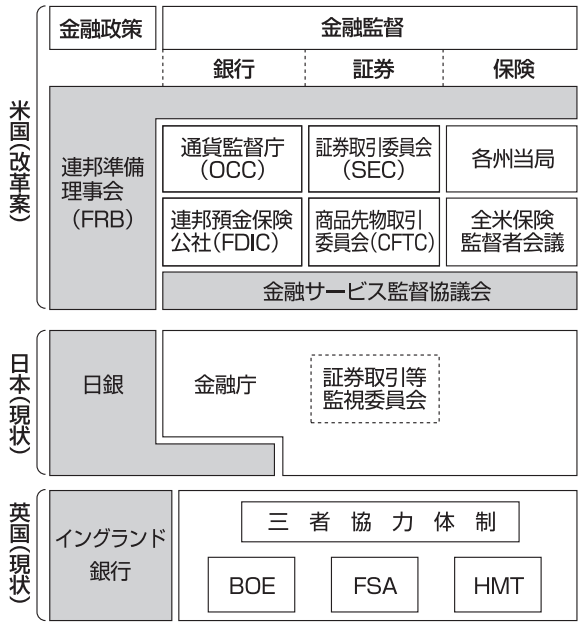
1 金融危機以前の金融規制・監督制度

1997 年の労働党政権の成立の後、トニー・ブレア首相（当時）は、大蔵大臣（当時）のゴードン・ブラウンを通じて、イングランド銀行改革を断行した。すなわち、従来業態別に金融機関を規制・監督してきた伝統的かつ重層的なシステムを抜本的に改革した。特に、永年、銀行を規制・監督してきたイングランド銀行からその権限を取り上げ、ほぼすべての業態を一元的に規制・監督する金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）を設立させた。その後、新しい「イングランド銀行法」が 1998 年に、また FSA の設置や金融商品取引に関する包括的な「金融サービス・市場法」が 2000 年に施行された。

この結果、イギリスの金融規制・監督制度は財務省・イングランド銀行・金融サービス機構（FSA）の三者からなる世界でもユニークなシステムを鼎立させた。これを「三者連合体制（tripartite）」と呼ぶ（表 2 を参照）。同時に、三者の役割分担を明記した「覚書（Memorandum of Understanding: MoU）」が締結され、毎月三者が定期的に会合を持ち、情報交換することになった。また、消費者保護の機関としては、従来業態別に設置されていた金融サービス消費者に対する損害補償を一括して担当する「金融サービス補償機構（Financial Services Compensation Scheme: FSCS）」が設立された。他方、金融商品・サービスの不正販売等による金融商品・サービス消費者の被害の対応策として、時間と費用のかかる面倒な裁判による問題解決・損害賠償の獲得に代えて、第三者的な立場から、裁判外紛争処理を行なう包括的な単一オンブズマン制度である「金融オンブズマン機構（Financial Ombudsman Service: FOS）」が導入された。

しかしながら、イギリスの預金保険制度はいわゆる「ペイオフ」を主たる目的とした小口預金の保護を主眼（「Narrow 型」）としており、金融システムの安定性の維持をも同時に目的とする日本やアメリカ型（「Broad 型」）の預金保険制度ではなかった。しかも預金保護限度が 20,000 ポンドで、最初の 2,000 ポンドは全額補償であるとはいえ、残りの 18,000 ポンドについてはその 90 パー

表 2 米日英の金融規制の仕組み



セントのみ補償するという「共同保険 (co-insurance)」制度をその特徴としていた。この根拠として、セーフティーネットが必然的に引き起こす「モラルハザード」の発生を抑制し、同時に「銀行取付け」の発生による金融システム的不安定化を未然に防止する効果があるとされた⁹⁾。

2 金融危機以後の金融規制・監督制度

(1) 危機の伝播

2007 年 8 月のアメリカのサブプライム・ローン問題に端を発する今次の金融危機は、瞬くまに世界の主要国に伝播し、金融機関の経営破綻を連鎖的に引き起こした。この点で、今次の金融危機は、これまでの危機と大きく異なっている。

9) 春井・大塚 (2003) 参照。

このアメリカの金融危機はイギリスにも波及して、サブプライム・ローンに基づいた複雑な金融証券化商品などに投資していた多くの金融機関のバランスシートを大きく毀損させた。2007 年秋に中堅の銀行であるノーザン・ロックが経営破綻した。これはイギリスの金融規制・監督制度の不備を露呈する象徴的な金融破綻であった。ノーザン・ロック銀行の破綻は、イギリスの金融規制・監督当局である「三者連合体制 (tripartite)」の三者のすべてがいかに脆弱なものであるかを露呈した。現在、イギリス政府は金融危機の再発を防止するための努力をはらっている。まず、マービン・キングをイングランド銀行の総裁に再任し、また経営破綻した銀行を公的に買取り、さらに預金者に預金の払い戻し (payouts)¹⁰⁾ を行なっているが、これらはすべて正しい方向への緊急措置であるといえる。

2009 年銀行法は、三者連合体制に破綻した銀行や住宅金融組合に対処する権限を与える恒久的な枠組みを付与する「特別救済制度 (Special Resolution Regime: SRR)」を創設した。SRR は法的な救済措置を選択することができる新しい役割をイングランド銀行に与えた。

(2) 特別救済制度 (Special Resolution Regime: SRR)

SRR の権力は、金融当局 (財務省、イングランド銀行、金融サービス機構) に以下の権限を付与した。

- ・銀行のすべてまたは一部を民間部門の買い手に移譲すること
- ・銀行のすべてまたは一部をブリッジバンク (イングランド銀行の子会社) に、将来の売却を見込んで、移譲すること
- ・銀行を一時的な公的所有の下に置くこと (財務省の決定事項)
- ・預金保険で保護された預金者に早急な支払いを受けるように FSCS に銀行を対して「銀行清算手続き (Bank Insolvency Procedure: BIP)」を適用する
- ・移譲されない銀行の一部に対処するために「銀行管理手続き (Bank

10) イギリスの大蔵省と金融サービス補償機構 (Financial Service Compensation Scheme: FSCS) は預金保険の補償限度額を 50,000 ポンドに引き上げ、2008 年 10 月 3 日に施行した。

Administration Procedure: BAP)」の利用を適用することあるいは財産管理下に置くこと

同銀行法は SRR の運用に関する明確に定義された役割を創設した。FSA は、イングランド銀行および財務省と協議の上、銀行を SRR 対象とすることを決定する。財務省は銀行を一時的な公的所有の下に置くかどうかを決定する。あるいは、イングランド銀行は、他の当局と協議の上、どのような救済措置を利用するのかを決定する。FSCS は預金者補償機構との関係で役割を果たす。

同法は、救済措置を選択する際の、5 つの主要な目的を設定する。

- ・ イギリスの金融システムの安定性を維持し、向上させること
- ・ イギリスの銀行制度の安定性についての国民の信頼性を維持し、向上させること
- ・ 預金者を保護すること
- ・ 公的資金を保全すること
- ・ 1998 年人権法に抵触しないように私有財産権の侵害を回避すること

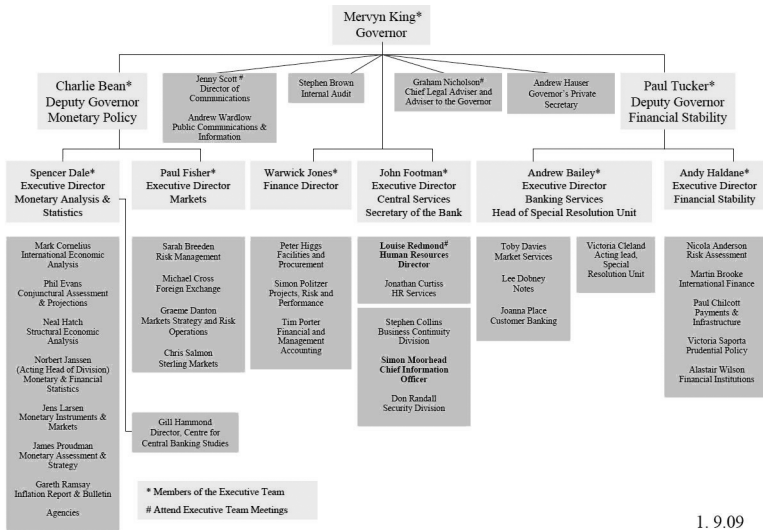
イングランド銀行は上記の新しい職責を果たすために、救済措置を選択し、実施するために必要とされる作業において主導する「特別救済ユニット (Special Resolution Unit)」を設立した¹¹⁾。

SRR の全般的な概念は正しいとしても、依然として曖昧な問題が残されている。第 1 に、銀行が「集中治療」の対象とされた場合、その決定において「三者連合体制 (tripartite)」の三者のうち、一体誰がその後の責任を取るのかが明確ではない。第 2 に、FSA がレッドカードを出すまでのグレーゾーン期間に銀行がいる間に、誰が最終的な決定権を握るのか。ちなみに、ノーザン・ロック銀行の場合には、この期間は少なくとも 1 ヶ月間継続した。

いずれにしても、イングランド銀行は破綻銀行に対して資金繰り支援のための緊急流動性を供与する圧力を受ける。中央銀行の財務の健全性を保持するためには、この種の厄介な作業は FSA および財務省が明確に SRR の責任と取

11) 図 5 「イングランド銀行の組織機構 (Bank of England: Executive Team & Divisional Structure)」を参照。

図 5 イングランド銀行の組織図（現行）



1. 9.09

出所：BoE (2009), June, p.32.

るべきであろう。同法の下では、破綻しつつある銀行を救済するイングランド銀行の「最後の貸し手」の役割とモラルハザードを防止するために短期金融市場を厳格に運営するイングランド銀行の「市場規律」の維持義務との間に、依然として矛盾が存在している。

3 イギリスの『金融安定化報告』、『ターナー報告』および『白書』

(1) 『金融安定化報告』¹²⁾

2008 年秋に世界の銀行システムは第一次世界大戦勃発以降最大の金融不安に見舞われた。この不安定性は長すぎたクレジット・ブームに発展した金融システムに内在する脆弱性にその根源を有していた。すなわち、バランスシートの急激な拡大、あまり良好でない環境下では流動性と信用の質が不安定化する資産の創出、および資金調達構造の脆弱性である。

12) Bank of England (2009, June).

2007 年 8 月の「パリバ・ショック」に続く銀行システムに走った大激震後の 1 年間、2008 年夏にかけて経済の収縮と更なる銀行損失の拡大を示す兆候が顕在化した。資産価格の更なる低下懸念、クレジット市場の引き締め、および経済成長率の低下についての不安が拡大した。世界的なインターバンク市場における資金調達ネットワークの崩壊の結果、更なる金融機関の破綻が相次いで発生した。2008 年 10 月 8 日、イギリスの金融当局は、民間銀行の資本および資金調達構造の脆弱性を把握した、世界でも例を見ないような大規模の金融システム全般を対象にした救済策をパッケージで公表した。同パッケージは銀行の強靱性を強化するための資本増強を支援し、銀行流動性ポジションを確保する政府保証を提供した。

しかしこのような未曾有の金融機関救済策の実行にも関わらず、金融システムには明らかにリスクが残っていた。経済成長率の低下を背景に、銀行はそのバランスシートと資金調達構造を再調整する必要がある、またその当時の例外的な規模の公的資金によって支えられている状況を抜け出す必要があった。銀行への資本注入はこの再調整を緩和するはずであったが、銀行貸出の増加はきわめて遅く、回復には多大の時間を要している。金融システムが安定化するに連れて、システムック・リスクにどのように対処すべきかが重要な検討課題となる。その対処策は金融機関の規制の方法を改善することによるべきなのか、またはクレジット・サイクルが拡大しないようにその規模を抑制するためのマクロ・プルーデンス政策を新しく開発することによるべきなのか、あるいはその両方が必要とされるのか。

2009 年初めに、金融システム全体に対する政府の金融支援策の第 2 陣が必要とされた。それは、世界のマクロ経済と市場の状況が急激に悪化したことに起因する、金融システムの安定性に対する不安の再燃に対処するためであった。2009 年の第 2 四半期に至り、市場の状況は改善をみせ、GDP の低下傾向も緩和する兆しが見受けられ、銀行システムの見通しも改善している。しかしながら、銀行のレバレッジと資金調達の状況を考えれば、イギリスおよび世界の銀行は、今しばらくは、さらなるショックにかなり敏感にならざるをえない。もし遅々として回復しない銀行貸出の結果、経済の回復が低迷したならば、資産

の損失が再び増加し、銀行部門の信頼性に悪影響を及ぼす恐れも消えているとはいえない。世界中の金融当局は、中期的な金融システムの強靱性を強化するために協調して作業をしている。市場規律、銀行規制・監督、金融市場インフラおよび銀行の組織構造や規模に関する政策は、個々の金融機関に関するものだけではなく、全体としての金融システムの安定性にそれらの政策が与える影響を考慮して、策定される必要がある。

2009年6月の『金融安定化報告』は、イギリスの金融システムの強靱性を高めるために以下のような変更が必要であると指摘している。

①「市場規律」は大幅に強化されるべきであること。その方策としては、銀行の情報公開の改善、金融機関の閉鎖や清算の可能性を実現性の高いものとする、および銀行のリスクに応じた可変保険料率と事前積み立て方式の預金保険制度が考えられている。

②これまで以上に、金融機関は自助努力による安全性を高めること。その方策としては、自己資本および流動性準備（バッファー）を高めること、危機時における自己資本、流動性、および自己清算のための緊急事態計画を策定すること。

③金融機関同士および実態経済との相互作用により生じるリスクの管理を改善すること。その方策としては、これまでよりも大きなシステミック・リスクを引き起こす恐れのある金融機関のバッファーを増強すること、金融のインバランスの拡大を抑制するような「カウンター・シクリカル」なプルーデンス政策を策定すること。

④国内外の金融当局は、金融システムの安定性を支援するために、金融政策システムの規模や構造にこれまで以上に積極的に働きかけたり、あるいは制限したりする必要があるか否かを検討するべきこと。

⑤自己防衛が失敗に終わったとき、金融機関の慎重な行動を促進して、注入された公的資本が毀損するリスクを制限するような「セーフティネット」が必要とされること。その方策としては、マーケット・メーカーとしてあるいは危機時における最後の貸し手としての資本供給者としての金融当局の行動を指導

する明確な指針を確立すること。

(2) 『ターナー報告』¹³⁾

2008 年 10 月にイギリスの財務大臣は FSA の会長であるターナー卿に対して、今次の金融危機の原因を調査し、将来、より頑健な銀行システムを構築するのに必要とされる規制・監督制度の変更にに関する勧告を答申するように諮問した。この報告書はその諮問の付託に応える答申であり、基本的かつ長期的な問題に焦点をしばっている。今後数年にわたるマクロ経済的管理に関する短期的な問題には触れていない。また、同報告は銀行および銀行類似の金融機関に焦点を絞っており、その他の金融サービス産業の分野には触れていない。

同報告は、4 つの章からなる。第 1 章は今次の金融危機の原因が、金融市場の自己調節的な性質に関する過去の仮定に問題があったとしている。第 2 章は銀行の規制・監督制度の変更を取り上げ、必要とされる変更の原理は明確になっているとする。さらに、FSA が導入を計画している勧告、および国際的なフォーラムで提案している勧告を提示している。第 3 章は今次の危機が提示したより広範な問題点を考察し、政策的対応は議論の必要があるとする。第 4 章では、FSA は単独で実施する勧告と国際的な合意を必要とする勧告を区別する。

次に、安定的で有効な銀行システムを創出するために必要とされる行動計画を 32 項目にわたって展開している。1～7 項は自己資本比率、会計基準および流動性；8～10 項は規制の対象機関と地理的範囲；11～12 項は預金保険；13 項は、イギリスの銀行救済；14～16 項は格付け機関；17 項は報酬；18 項は CDS 市場のインフラストラクチャー；19～20 項はマクロ・ブルーデンス分析；21～22 項は FSA の監督制度；23 項は金融機関のリスク管理とガバナンス；24 項は小口銀行業務と投資銀行業務；25～26 項はヨーロッパのクロスボーダー銀行；29～32 項は更なる議論のための公開質問、である。

2009 年 6 月のロンドンのシティにある市長公邸における晚餐会で財務大臣

13) FSA (2009, March).

アリスター・ダーリングとイングランド銀行総裁マービン・キングはそれぞれ演説をして、参会した銀行経営者たちに対して、2008年10月の金融システム崩壊の危機の再発をどのようにすれば防止できるかを伝えようとした。財務大臣とイングランド銀行総裁の間には、2つの主要な改革が必要である、とする点では大まかには合意が見られた。第1に、監督はトップ・ダウン方式とボトム・アップ方式の両方が必要とされる。最近流行の専門用語で言えば、金融システム全体をモニターする「マクロ・プルーデンス政策」と個々の金融機関を監督する「ミクロ・プルーデンス政策」である。新しい金融当局は、危険なクレジットの増大といったシステムミック・リスクが検出された場合には、それに対して、より多くの自己資本を積み増すように銀行に勧告することになる。第2に、現行のミクロ・プルーデンス政策はより優れた、厳格なものにすることである。

しかしこの新しい金融規制・監督制度の責任を誰が取るのかは政治的には難しい問題である。1997年に当時の財務大臣であったブラウン現首相が導入した金融規制・監督制度を抜本的に見直すことになるからである。12年前、ブラウン首相（当時は財務大臣）はイングランド銀行に政策金利を決定する独立性を与えたが、他方、銀行に対する規制・監督権限を取り上げて、新しく設立したFSAにその権限を付与したからである。まもなく公表する予定の金融規制・監督改革案を控えていた財務大臣は、抜本的な改革案をこの場では明らかにしなかった。

これに対して、キング総裁は金融システムの安定性を確保する役割を果たすためにはイングランド銀行はより強力な権限が必要であると主張した。彼は、中央銀行を教会になぞらえて、牧師の説教がいかにも大声で語りかけようとも、会衆はそれを聞き流すであろうとの懸念を次のように表明した。すなわち、「言葉の力によってより良い生活を促すこれまでの試みは十分な力を発揮しなかったことを経験が示している。」キング総裁が強調したのは、誰が責任を取る機関であるのかが重要であり、マクロ・プルーデンス政策の責任を取る機関は中央銀行のイングランド銀行であり、新しい政策手段が必要であるということであった。

他方、ターナー卿は FSA とイングランド銀行がマクロ・プルーデンス政策を共有することを提案している。イングランド銀行の金融政策委員会に似せて、9 人の委員からなる「金融安定化委員会」を設立する。この委員会はイングランド銀行内に設置され、キング総裁が委員長、4 名の委員をそれぞれイングランド銀行と FSA から選出する提案である。この委員会はイングランド銀行のエコノミストと現場の銀行監督官から情報を得ることになる。FSA は、イングランド銀行から指示を受ける代わりに、決定に関与することができるようになる。これにより、2 つの金融当局の間の「金融規制・監督権限の縄張り争い」を回避することができる上、危機が迫ってきたときに事前に警告を発する機会をイングランド銀行が見逃す危険を防止することもできる、とターナー卿は考えている。

1997 年に FSA が創設されて以来、イングランド銀行はシステミック・リスクを防止する責任を付与されてきた。それにも関わらず、キング氏は、総裁就任以降、イングランド銀行の金融安定性を担当する部局の部員数とその先任性をともに削減してきた。財務省の中には、キング総裁がこの責任を真剣に考えるようになったのは、2009 年 2 月に制定された銀行法によってその権限に法的基礎が付与されてからのことであると考えている。

(3) 『白書』¹⁴⁾

『白書』は財務大臣が 2009 年 7 月 8 日に公表した「金融市場改革」と題する金融市場改革のための政府の提案文書である。この提案は銀行を規制する方法を抜本的に改革することを狙いとしている。特に、金融機関が経済に与える可能性があるリスクと消費者保護の拡充に焦点を当てている。

- ・金融システムに大きなリスクを加える金融機関に対して、FSA がより高い自己資本の保有を義務付ける新しい計画、および経済に重大な影響を及ぼす恐れのある金融機関の破綻の可能性に対処する措置
- ・消費者により良い情報に基づいて投資判断を促す措置：金融機関に対

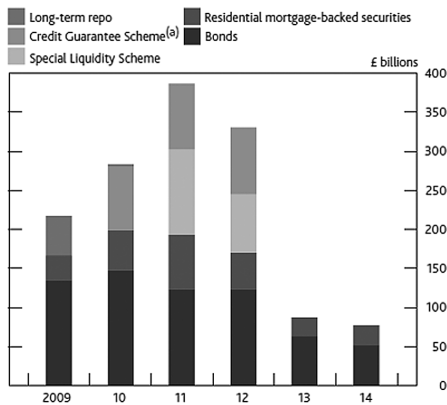
14) 財務省の『白書』は「金融市場改革」として、2009 年 7 月 8 日に公表された。

する課金による金融助言サービスの提供、および新しい独立的な消費者教育機関の設立

- ・今日の複雑化し、グローバル化した金融システム全体にわたるリスクに対処する金融安定化のための強化された制度：金融システム全体の金融安定化を監視し、イングランド銀行、FSA および財務省を結合する新しい「金融システム安定化委員会（The Council of Financial Stability）」の設置。

『フィナンシャル・タイムズ』紙によれば、イングランド銀行が差し迫った銀行危機に適切な警告を発することを怠ったとする批判に続き、大方の予想を超えて、財務省は今年秋にも、FSA の権限を強化する新しい銀行法を提案することを計画している。財務大臣は FSA に、現在イングランド銀行に付与されている機能である金融安定性を維持する法的な目的を部分的に付与しようと考えている。計画されている法案では、FSA に銀行業務に対して質問をし、あまりに寛大な条件で貸し出すことによって住宅バブルを引き起こして金融シス

図 6 イギリスの銀行：ホールセール市場での主要な資金調達形態



出所：BoE (2009), June, p.32.

注：今後の経済・金融部門の環境の悪化が銀行部門へ波及するリスクが存在しており、それが次に経済回復を遅らせる。

テムを不安定化する可能性があると思なした場合に、変更を命令する権限を与えることが考えられている。

他方、来年予定されている総選挙で勝利し、政権を奪回する可能性が高いと言われている保守党は FSA の役割を縮小し、イングランド銀行にその権限を委譲することを目論んでいる。労働党の残された政治的時間を考えれば、『白書』が提案しているイギリスの金融規制・監督システム改革は当面、大きな進展を期待することはできそうにない。

IV 結びに代えて

主要国の金融当局の国際機構であるバーゼル銀行監督委員会では、自己資本比率規制の強化を検討している。欧米が提示する強化案は大きく 3 つに分かれる。第 1 に、貸付の焦げ付きが増加する不況期に備えて、好況時に自己資本を積み増しておく案である。好況時には自然に貸出が増え、不況時には逆に自己資本比率の景気循環の増幅効果を是正しようとする試みである。同委員会事務局からは現行の比率である 8% よりも高い目標値を掲げ、それが達成できなければ、銀行の配当を制限する監督強化策が示された。第 2 は、自己資本の「質」の問題に関する案である。自己資本のうち質が高いとされる中核（コア Tier 1）を、返済義務がなく議決権のある普通株と剰余金にのみ限定する案が米国などから提案されたようである。現状では Tier 1 に含まれる優先株や優先出資証券が除かれることになる。すでにイギリスの FSA は大手銀行に「コア自己資本比率 4 パーセント」を確保するように要請した模様である。米国の FRB の大手の金融機関への「健全性審査（stress test）」で同比率 4 パーセントを目安とした¹⁵⁾。第 3 は、自己資本比率を保管する基準の問題である。資産の内容に応じてリスクを勘案する現行の自己資本比率に加えて、単純に資産を自己資本で割る「レバレッジ比率」を規制基準として導入しようとするものである。米国は資産をレバレッジ比率の 25 倍程度に自己資本を抑えようとする

15) 経営破綻に瀕した銀行への公的資本の注入でコア自己資本比率が日本の銀行よりも高くなった欧米の銀行の方が資本の「質」が高いといえるかどうかには、疑問なしとしない。今後、「コア自己資本の定義」を巡って、論争が起きるかもしれない。

る案であり、英国も導入を考えているようである。

これら 3 つの自己資本比率の改革案は、導入された場合にはいずれも銀行経営の健全性の基準と見なされるようになり、新基準をクリアするために不況期に貸し渋りが起こりかねない。また、レバレッジ比率の導入も、銀行にとっては、保有国債の売却要因として働く恐れがある。その意味では、日本の銀行にとって不利に働く可能性が高い。

中央銀行は物価安定（もしくは通貨価値の安定）の達成をマクロ経済学的目的とする一方、金融システムの安定性の維持をミクロ経済学的目的としている。イギリスや日本では、ミクロ・ブルーデンス政策は、主として FSA や金融庁が担当する、分業主義が一般的であった。今次の金融危機を経験して、いまや中央銀行に金融規制・監督権限が集中する傾向が強くなってきている。2 つの政策目標に対しては、最低限 2 つの政策手段を必要と主張する「ティンバーゲン定理」は、中央銀行政策にも妥当すると考えることができるのであろうか。

「今日の物価安定と今日の金融システムの安定の間に同時点におけるトレードオフ」ではなく、「今日の経済安定と明日の経済の安定の間の異時点間におけるトレードオフ」が存在しているので、「中央銀行は…1 つの大きな目標を達成するために 1 つの大きな道具箱を必要としていると言わなければならない」とする白川（2009）の主張は、今ひとつ説得力を感じないのは私一人であらうか。仮にマクロ・ブルーデンス政策を中央銀行が担当とした場合、ミクロ・ブルーデンス政策は誰が担当し、その 2 つのブルーデンス政策の整合性をどのようにはかることになるのか、克服すべき課題はきわめて大きいように思われる。

さらに、クレジット市場において行き過ぎた過剰感が拡大して、資産価格の「バブル状態」が発生しつつあるときに、仮に消費者物価指数などが低位水準に安定していた 1980 年代後半の日本経済のような状況下で、金融引き締め策が機動的に採用されない可能性が大きくなることが考えられる。もし金融状況を数量的に表現する複合指数のようなものが作成されれば、機動的な金融引き締め策が採用され、資産バブルを未然に防止したり、あるいはバブルの発生規模を抑制することが可能となるかもしれない。たとえば、「金融状況指数

(Financial Conditions Index: FCI)」を消費者指数のウェートを 70%、地価指数を 20%、そして株価（もしくは為替レートなどその他の資産価格指数）を 10%にそれぞれ定めて、その指数を合成することも一例をして掲げることができる。試行錯誤の一環として、組織的に新しい指数作成を試みることは、荒唐無稽なことであると考えてるのは筆者一人だけであろうか。

今次の世界金融・経済危機後の再発防止対策として、アメリカは連邦準備制度（Federal Reserve System: Fed）に経済および銀行に対する強大な監督権限を集中させようとしているように見える。同様に、イギリスでも、次の政権を獲得すると見なされている保守党は、イングランド銀行がこれまでのように金利政策によるマクロ経済の安定を維持する役割にとどまることなく、金融規制・監督の大きな 2 つの役割も同時に果たすことを望んでいる。すなわち、金融システム全体の安定性を保持する「マクロ・ブルーデンス政策」と個々の金融機関の健全性を監督する「ミクロ・ブルーデンス政策」とである。

金融規制・監督において十分な実践能力があると世間に信頼される金融当局の数が多くなく、日々、「金融調節」などを通して民間の銀行や金融機関と金融取引を行なっている中央銀行が、その他の金融当局と比べて、最も多くの実践能力を有していると見なされることが多い。この意味では、金融規制・監督権限の多くが中央銀行に集中されることは、容易に理解することができる。ひとたび金融危機が発生すると、最終的には、「最後の貸し手」機能を有する中央銀行に、危機解決の要請が集中することになる。一方で中央銀行が経営破綻を防止するために銀行に緊急に流動性を供与することと、他方で銀行の健全性（支払い能力）をテストする「ストレス・テスト」を実施することとを識別することはきわめて困難な作業である。いうまでもなく、従来からイギリスでは、ミクロ・ブルーデンス政策は金融サービス機構（FSA）の役割であった。しかしながら、金融システムが崩壊寸前の段階にまで至った状況では、イングランド銀行と FSA との役割分担に関して論じることは、「杓子定規」の議論となる。しかも、中央銀行は、この危機的状況を放置すれば、金融システム全体が修復不可能な程度にまで崩壊してしまうことを十分に理解している。この状

況下では、中央銀行としては銀行を救済すること以外の選択肢は存在しないのである。

永年にわたり、多くの中央銀行は単一の政策目標である「物価安定」を達成するために単一の政策手段である「金利操作」を利用してきた。しかしながら、多くの中央銀行は大規模な資産バブルの発生を無視し、あるいはそれを見分けることに失敗し、また銀行等が高レバレッジをかけたハイリスクな投資行動に走ることを阻止することもできなかった。いまや中央銀行にとって明白になったことは、単に物価・経済の安定だけではなく、その基礎にある金融システムの状況（金融システムの安定性）についても十分に配慮する必要があるということである。中央銀行は、自己資本比率規制や信用供与規制などを通して、「資産バブル」などの「過剰の累積」を防止することに今後全力を傾注するべきであろう。

中央銀行が金融システムの安定性に対しても責任を取るべきであるとするならば、中央銀行はその責任を全うするのに必要な権限を付与されなければならない。すなわち、強力な金融当局としての中央銀行は、金融システムの安定性を脅かし、あるいは金融システムを崩壊させる恐れのある個々の金融機関に対して強大な金融規制・監督権限を持つことになる。すなわち、中央銀行はマクロ・プルーデンス政策を実行する金融当局になることを意味する。もし今後の金融規制・監督システムが中央銀行のマクロ・プルーデンス政策に委ねられるとすれば、果たして、個々の金融機関の日々の金融規制・監督機能であるミクロ・プルーデンス政策は一体どの金融当局が責任を取るのが望ましいのか。これが重要な問題となるが、しかし難しい問題でもある。

確かに、銀行をはじめ民間の金融機関と日々金融取引業務を行なっている中央銀行はマーケットに近く、個々の金融機関に関する情報も入手しやすい。他方、マーケットに近いだけに、金融規制・監督当局が規制対象の銀行の日常業務の慣行に巻き込まれるというリスク¹⁶⁾も存在する。アメリカのように、銀

16) このような状況を「ストックホルム症候群」と呼ぶ。本来は精神医学用語の一つで、犯罪被害者が犯人と一時的に時間や場所を共有することによって、過度の同乗皿には好意等の特別な依存感情を抱くことをいう。この名称は、1973年にストックホルムでの銀行強盗人質立てこもり事件

行や金融機関の数が相当数に上る金融システムを監督するには、多大の労力と時間を必要とする。他方、これまで個々の金融機関を金融規制・監督する責任があった金融当局の FSA は、2007 年秋に経営破綻したイギリスの中堅銀行であるノーザン・ロック銀行を定期的な銀行検査から免除したり、あるいはロイヤル・バンク・オブ・スコットランドがオランダの大手金融機関のアムロ銀行 (ABN AMRO) を買収する案件を容認したりする等の問題を引き起こした。アメリカと異なり、イギリスの銀行システムは四大銀行グループに再編されており、金融規制・監督の一般的な原則と個々の金融機関の個別の規制との識別がほぼ困難な状況が出現している。以上の点を考慮すれば、保守党が提案しているように、日々の金融規制・監督政策、すなわちマイクロ・プルーデンス政策もイギリスの中央銀行であるイングランド銀行に委ねることが適切であるといえるかもしれない。但し、それは現首相であるゴードン・ブラウンが大蔵大臣であった 1997 年に銀行の規制・監督業務をイングランド銀行から取り上げて、新しく設置された現在の金融サービス機構 (FSA) にその権限を移譲した、約 20 年前の昔に「逆戻り」することを意味する。

参考文献

- Bank of England (2009), *Financial Stability Report*, June.
- Financial Services Authority (2009) *The Turner Review: A Regulatory response to the global banking crisis*, March.
- Freixas, Xavier (1999) “Optimal Bail Out Policy, Conditionality and Constructive Ambiguity”, Economics Working Papers, June.
- Goodhart, C.A.E. (1987) “Why do Banks Need a Central Bank?”, *Oxford Economic Papers*, 39.
- Haldane, A.G. (2009) “Small Lesson from A Big Crisis”, Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago, 45th Annual Conference “Reforming Financial Regulation”, 8th May 2009.

において、犯人が人質を解放後、人質が犯人をかばい警察に非協力的な証言を行なった事件から名付けられた。この事件では、解決後に人質の一人が犯人の一人と結婚までしており、症候群として認められた。 <http://ja.wikipedia.org/wiki/> (Browsed on August 2, 2009).

- H. M. Treasury (2009) 'Reforming Financial Markets', July.
- Pearce, D.W. ed. (1983) *The Dictionary of Modern Economics*, Macmillan.
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策—その機能と業務』日本経済新聞社。
- 白川方明 (2009) 「危機を未然に防止するためのミクロ・マクロ両レベルでのインセンティブを巡る考察」、第 8 回国際決済銀行年次コンファランスにおける講演の邦訳、2009 年 6 月 26 日。
- 春井久志 (1999a) 「金融政策レジームとイングランド銀行法改正」『商学論究 (関西学院大学)』、第 46 巻、第 3 号、3 月。
- 春井久志 (1999b) 「イギリスにおける金融監督システム改革— Financial Services Authority をめぐって—」『経済学論究 (関西学院)』、第 52 巻、第 4 号、3 月。
- 春井久志 (1999c) 「中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能」『経済学論究 (関西学院大学)』、第 53 巻、第 3 号、12 月。
- 春井久志・大塚茂晃 (2003) 「預金保険制度の目的と付保預金限度額」『経済学論究 (関西学院大学)』、第 57 巻、第 3 号、12 月。