

アクセルとブレーキを同時に踏む政策 —イングランド銀行の悩み

英国では、金融政策により銀行貸出を促進してきたが、住宅市場への懸念から住宅貸出の抑制が打ち出されたことが、整合性の面から議論を呼んでいる。しかし、これは経済政策のintegrationとして先進国に共通する問題であり、その中で中央銀行が何を担うかという議論にフィードバックしうる。

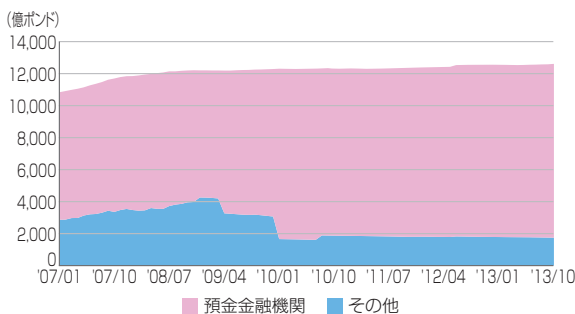
銀行貸出の促進と抑制

金融危機以降、景気回復のために金融政策を通じて銀行貸出を促進してきたイングランド銀行（BOE：英国の中央銀行）が、ここへきて住宅価格の上昇に懸念を示し、金融監督の面から銀行貸出の抑制を打ち出したことが、政策の整合性の面で議論を呼んでいる。

BOEは、2009年1月から大規模な国債買入れ（量的緩和：現在の上限は3750億ポンド）を行ったほか、2012年7月からは、毎四半期の貸出実績に応じて優良担保（政府短期証券）を貸し出すFunding for Lending Scheme（FLS）という制度を財務省と共同で実施している。これらは、銀行の資金繰りを支え、資金調達コストを抑えて、「貸し渋り」を防ぐことを目的としている。住宅貸付をみると、金融危機によって打撃を受けたノンバンクの退潮を、銀行がカバーすることで残高が維持された様子が確認できる（図表1）。

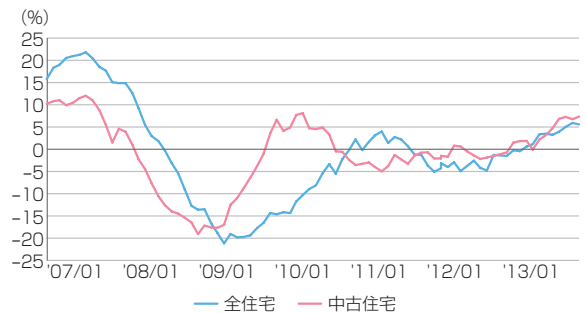
この間、住宅価格は、バブルの崩壊に伴って大きく調整した後、2010年頃から横這いで推移した。しかし、12年後半から前年比プラスに転じただけでなく、上昇率が

図表1 住宅貸付残高



(出所) イングランド銀行

図表2 ハリファックス住宅価格指数(前年比)



(出所) ロイズ・バンキング・グループ

高まり続け、直近(昨年9月)ではプラス5%に達した(図表2)。金融危機前のような資産価格インフレとは異なるが、過去数年では顕著な動きであるため、BOEで金融監督を司るFinancial Policy Committee (FPC)も、昨年9月の公表文で住宅市場に強い警戒を示した。今後は住宅貸出の状況を細かくモニターし、必要に応じて銀行監督上の指導や自己資本比率規制を発動すると表明したのである。昨年11月には、FLSについて、来年初から住宅貸付を対象から除外することを財務省と共同発表するなど、住宅貸付の抑制には拍車がかかっている。

「金融政策」と「金融システム安定策」

英国の現状は、「金融政策」と「金融システム安定策」が異なる方向を向く状況と理解できる。英国に限らず先進国の中央銀行は、大規模な資産買入れや銀行貸出を含むクレジット市場への直接介入といった「非伝統的金融政策」を共通して実施し、銀行貸出の促進を図ってきた。一方で、英国では住宅市場の過熱が金融システムの不安定化に繋がるリスクが意識され、その防止のために、銀行監督の強化を中心とする金融システム安定策が

NOTE

1) 詳細は、野村総合研究所が主宰する「金融市場パネル」第28回会合の議事概要を参照されたい (<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>)。

発動されつつある訳である。

英国で事態を複雑にしているのは、BOEが金融政策だけでなく金融システム安定策にも責務を負う体制になっている点である。保守党政権は、昨年3月に金融サービス庁 (FSA) を廃止し、個別銀行の監督をPrudential Regulation Authority (PRA) に移管した。併せて、FPCに対し、金融システム全体の安定維持 (マクロ・ブルーデンス) だけでなく、PRAへの指揮命令を通じた個別銀行への監督にも責務を与えた。この結果、BOEでは、金融政策は金融政策委員会 (MPC) で、金融システム安定策はFPCで各々議論し判断することになったが、BOEの正副総裁等幹部は双方の会合に出席している。このため、住宅市場に対し、BOEが「アクセルとブレーキを踏む」ように見えるのも、誠にもっともなことであろう。

先進国に共通の課題

しかし、BOEの課題を英国の特殊事情だけによると理解すべきではない。米国でも、いわゆる「QE3」の見直しに関する議論が本格化する以前に、金融システム安定に対する懸念が示されていたことは記憶に新しい。具体的には、高レバレッジのREITやLeveraged loanの増加に焦点が当たった¹⁾ほか、OCCやFDIC等の監督当局も低金利環境が長期化する中での銀行のリスクテイクの歪みに警告を発していた。

しかも、「ブレーキとアクセル」の問題は、中央銀行が金融システム安定策に責務を負うか否かに関わりなく生じる。実際、米国のように監督機能が分権的であるケースでも、FRBが「QE3」を通じて銀行貸出を含む与信の拡大を促し、OCCやFDICがバブルの再燃を防止するた

め監督を強化すれば、政府全体としてBOEと同じ課題に直面し、同じ批判に晒されうる。イエレン氏が上院銀行委の公聴会で述べた、金融政策は景気回復に、銀行監督は金融システム安定に各々割り当てる考え方自体が、「ブレーキとアクセル」の問題の萌芽を含んでいる。

なお、米欧を通じて、金融システムのストレスが住宅市場という同じ場に生じるケースが多いことは興味深い。様々な背景が存在するであろうが、本稿のテーマとの関連では「ブレーキ」がかかり難い領域である可能性が想起される。なぜなら、住宅政策は景気回復のために重要なだけでなく、有権者にアピールする点で政治的意味も大きいからである。英国でも、BOEと財務省がFLSの見直しを決定した後も、政府によるHelp to Buyと呼ばれる住宅取得促進策は予定通りに推進されている。

容易に想像されるように、この問題に対する簡単な処方箋はないし、景気回復と金融システム安定にア prioriに優先度を付けることもできない。ただ、景気と金融システムの変動サイクルが異なり、従って、各々の政策を異なる時間的視野から運営することは考えられる。政策目的や政策手段の割り振りを通じ、「ブレーキとアクセル」の問題を幾分か改善しうるかもしれない。

いずれにせよ、この問題のコアは経済政策のintegrationにあるが、その中で何を担うのかという議論にフィードバックすることで、金融危機後の中央銀行の機能に影響を与えることが予想される。

Writer's Profile



井上 哲也 Tetsuya Inoue

金融ITイノベーション研究部
部長
専門は中央銀行、国際金融
focus@nri.co.jp