

### 米国のマクロプルーデンス政策について

#### ～資産価格の上昇は金融政策で対応するものなのか？～

高島 浩

##### 要旨

今回の金融危機において、個別の金融機関の監督のみでは金融システム全体に与える脅威に対して必ずしも十分でないとの反省から、監督の追加的なアプローチとしてマクロプルーデンス政策が注目されている。

米国においても、金融緩和政策が、資産価格の上昇等バブルの発生を引き起こす可能性はあるが、金融システムの安定化の手法として、マクロプルーデンス政策に過度な期待を置くことは危険であり、金融政策による対応も引き続き否定できないのではないかと懸念されている。

##### はじめに

10月に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）においてQE3が終了し、2008年12月から適用されたゼロ金利政策が来年にも終了するのではないかとということが投資家の間で議論されている。

実体経済については、労働参加率等の低下があり、失業率は実際に計測される状況に対して悪い可能性がある。また、一方で、低金利政策の悪影響が、資産価格等が上昇し、バブルが発生するのではないかと懸念も浮上しつつある。

後者のアセットバブルの発生の可能性については、金融危機以降の連邦制度準備委員会（FRB）による量的緩和策の副作用として発生したものと想定されるが、金融政策を正常化する中で、実体経済への影響を抑えつつ、かつ、アセットバブルの芽を摘むことにより新たな金融危機の発生を抑えることが必要で、その手法としてマクロプルーデンス政策の利用が金融当局者の間で議論となっている。

##### マクロプルーデンス政策への背景

プルーデンスとは金融規制においては監督政策を意味するものであるが、個別の金融機関の自己資本や資産の安全性について監督を行う（ミクロプルーデンス）ものに対して、金融システム全体の安定を目的として監督を行うことについてマクロプルーデンスと呼んでいる。

マクロプルーデンスという言葉自体は、1970年代より議論されているもので目新しいものではないものの、今回の金融危機において、個別の金融機関の監督のみでは金融システム全体に与える脅威に対して必ずしも十分でないとの反省から、監督の追加的なアプローチとして注目されている。

実際に、米国においては、ドッド＝フランク法に基づきマクロプルーデンスに係る政策・提言を行う組織として、米財務局の中に金融安定監視協議会（FSOC）が設立され、財務長官を議長とし、FRB議長他連邦当局の長10名が議決権を持つメンバーとなった協議の枠組みが整った。FSOCは、金融調査室（OFR）を事務

局として、金融機関、金融市場の情報や実体経済の情報等を収集。各当局が監督を通じて収集した情報と併せて、監督当局間で情報交換を行い、金融システムの安定に脅威となりうる論点について、実務的な意見交換を行い、必要に応じて監督当局に対して提言を行うこととなっている。

### マクロプルーデンス政策とは

それでは、マクロプルーデンス政策とはどのようなものか？

マクロプルーデンス政策は、金融システム全体に脅威となる可能性のある事象に対して予防的に対策するもの総称であるが、その手法には2つの種類がある。

一つ目の手法としては、時間の経過とともに一部の金融マーケットにリスクが発生するものに対応するもので、その時々々の経済情勢を踏まえて、当局の裁量で金融機関の与信規制等を指導するものである。たとえば住宅金融においてバブルが懸念される場合に導入される借入金担保比率規制（いわゆる LTV 規制）などである。また、1990年に日本当局が導入した不動産融資の総量規制もマクロプルーデンス政策と言える政策である。

もうひとつの手法としては、金融機関に蓄積するリスクが他の市場等へ波及・増幅しないように事前に対策をとるものがある。具体的な手法としては、バーゼル委員会の国際同意に基づいて、金融機関がカウンターシクリカルバッファを導入し、景気変動に応じて自己資本比率を変更するように求めることや、規模の大きな金融機関に対して自己資本の積み増し等を求める追加的な規制などがある。また、米国においては、CCAR と言われる

統一のシナリオに基づく金融機関のストレステストもマクロプルーデンス政策とされている。

いずれの場合も、リスクが発生した場合に、個別金融機関の安全性に着目してボトムアップで監督を行うのみでは対処が難しい状況に対応しようとするもので、金融監督を通じて収集した情報や実体経済の情報等を勘案し、バブルの発生やそれが市場全体に波及しないように事前に対策を行うことに力点が置かれている。

### 金融政策との関係

マクロプルーデンス政策は、金融システムの安定化を目的としていることから、金融システムを通じて物価の安定への取り組みを行う金融政策と補完的な関係にある。

イエレン議長は、本年7月の IMF の講演において、「2000年代半ばの時期には住宅価格が急上昇していることについての認識はあったが、金融政策を用いたバブルの抑制は効果的であるかもしれないが、極めて blunt（遠慮のないもの）で雇用への影響が大きくなるため、金融機関の行動に直接的な影響を与えるマクロプルーデンス政策を用いることが有効であったのであろう」と述べている。そのうえで、グローバルな金融危機を踏まえて、マクロプルーデンス政策の実効性について大きな進展があったとし、今後こうしたバブル発生の懸念に対しては、マクロプルーデンス政策を用いることを暗に示唆した。

### 有効性はどうか

上記のとおり、金融システムの安定化に係る政策上の枠組みは整い、実際の政

策についても進展がみられるものの、その有効性について疑問を投げかける向きも多い。

バーゼル委員会の金融経済部長であるポリオ氏は、金融システムの安定という原則はわかりやすいものであるが、実行は極めて難しい政策であると述べている。平常時のストレステストにより金融機関の安全性を確保したことをもって、マーケット全体が安全であるとの誤解を与え、間違ったメッセージとなってしまうことや、金融、財政政策との連携がないと十分に機能しない点等を理由に挙げて、過度の期待を持つことについて警告している。

また、イスラエル中銀で金融危機後の住宅価格上昇に対して LTV 規制等のマクロプルーデンス政策を実施したフィッシャー現 FRB 副議長は、中銀がマクロプルーデンス政策を実施する際には金融政策以上に経済界等の抵抗が強いことを認めている。金融政策が金利政策によるシンプルなものであるのに対して、マクロプルーデンス政策は、複雑でその影響力も多様であるため、今後ともその潜在能力や限界について見極めていく注意が必要であるとしている。

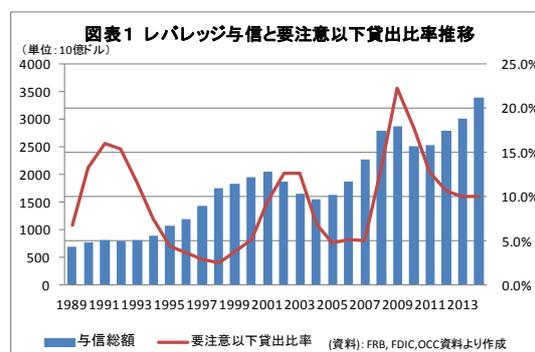
総じて、マクロプルーデンス政策は、金融危機後注目されているが、政策手段の選択やその有効性については発展段階にある。また、金融政策がインフレ率や失業率の将来の予想を行うものに対して、マクロプルーデンス政策は、その時々金融情勢に応じて、さまざまな分野について当局が裁量的に政策を打ち出すことが可能である。すなわち、マクロプルーデンス政策は、万が一に備えた取り組み、すなわち金融用語でいうところのテール

リスク対応であることから、リスクが実現した際の状況を事前に想像することが難しく、政策の影響を受ける業界、たとえば住宅業界等、からの抵抗にもさらされる政策であるといえる。

## 届かない当局の警告

主に銀行監督を行う連邦監督当局 3 局は、昨年 3 月に中小企業貸出であるレバレッジ貸出に係るガイダンスをリリースしている。これは、金融緩和の副作用として一部の投資家がイールドを求めて信用力の低い貸出を増加させることに対応するため行ったマクロプルーデンス側面からの警告である。

しかし、ガイダンスの有効性は低かったことが 11 月 7 日に公表された当局の 2014 年のレビューで明らかとなった。2014 年の当局のレビューは、こうしたレバレッジ貸出のうち 20 百万ドル以上のシンジケートローンを対象として、その 81% の貸出を当局が確認しその結果を公表したもので、図表 1 で見るようにレバレッジ貸出の残高は増加傾向をたどり、要注意債権の比率も危機前のほぼ 2 倍の状況が継続している。



また、要注意以下貸出がノンバンクセクターに集中していることも明らかになった。

この結果に銀行監督を行う 3 局はいら

だちを感じており、報道によるとガイドライに従わない場合には、業務停止等の強力な手段を用いることも示唆している。ただし、こうした貸出がノンバンクセクターにシフトした場合には効果がない。また、経済界からは米国の将来成長性を削ぐ裁量的な規制強化には反発も大きく、金融安定化の観点から FSOC が金融市場全体を網にかけた提言を行うことは想定し難いと言えるのではないか。

## おわりに

金融危機後の量的緩和の出口戦略の議論がある中、金融システムの安定化のためにマクロプルーデンス政策の役割が重要視されつつあるが、その取り組みの有効性は十分であるとは言えない。

英国においても低金利政策を継続する中、その副作用として住宅価格の上昇等の影響が出始めているため、2013年9月に住宅貸出に関する注意喚起の声明を発表し、一部政策変更を実施したが、ロンドンでの住宅価格の上昇には歯止めがかかっていない。IMF はマクロプルーデンス政策で有効な効果が上げられない場合には、利上げが必要でないかと注意喚起を行ったと報道されている。

米国の金融政策が、引き続き物価の安定や雇用の動向に着目している点には議論の余地はないが、低金利の副作用としての金融システムが脆弱となることについても十分に配慮が必要なものである。こうした意味から、金融安定化を目的とした様々な手法を研究し活用することは有意義であるといえるが、これまでの対応をみる限り、有効なマクロプルーデンス政策が実行可能と断言はできないのではないか。

FSOC の下で連邦監督当局は、マーケットの状況を引き続きモニタリングして、新たなマクロプルーデンス政策の活用を模索することとなる。イエレン議長も、金融安定性懸念に対処するために、金融政策の目的であるインフレや雇用を犠牲にすることはないと表明しているが、一方で、潜在的に想定以上の市場の変化が発生した場合には、金融政策のスタンス変更により対応することを排除していない。

来年以降のゼロ金利政策の終了がマーケットのテーマとなっているが、その間に予想外に資産価格の上昇等が発生し、それに対してマクロプルーデンス政策が有効に機能しなかった場合には、金融政策によるいわゆる Blunt な対応が必要となる可能性も排除できないことを留意すべきであろう。

## 【参考文献】

George Akerlof et al,(2014)“What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis” (Cambridge, MA The MIT Press)

Janet L. Yellen,(2014)“Monetary Policy and Financial Stability” Remark on the 2014 Michel Candesus Central Banking Lecture, IMF

井上哲也 (2014)「マクロ・プルーデンス政策に係る最近の考え方や監督規制の動向」金融庁金融研究センター

井上哲也(2014)「FRBのイエレン議長による議会証言-take off from the table」  
<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2014/20140716.html>

小立敬 (2011)「マクロプルーデンス政策の構築に向けた取り組み」金融庁金融研究センター

Bloomberg.co.jp 「英中銀は利上げ準備を、住宅値上がり抑制で必要なら - IMF  
<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-ND2W386JTSEK01.html>