

# ノーザンロック危機と監督機関の対応

齊藤美彦  
築田優

## 要 旨

イギリスの大手銀行（前身は住宅金融組合）のノーザンロックは2007年9月に流動性危機に陥った。これは業容の急拡大を支える資金調達を証券化（MBS）や大口の市場性資金に頼っていたため、アメリカのサブプライムローン問題の余波を受け資金調達に行き詰ったのがその原因であった。これにたいしてイギリスの金融監督当局はイングランド銀行（BOE）がノーザンロックへ流動性供給を行う一方で、政府は預金者等の動揺を抑えることを目的としてその預金等を全額保護することを決定した。結局、2008年2月にノーザンロックは一時国有化されることとなった。ノーザンロック危機は、ドメスティックな営業を行っており支払い能力にはそれほど問題はない金融機関においてもグローバリゼーションの進展している時代においては流動性危機に陥る場合があることを明らかにした。また一方で、イギリスの金融機関の監督、市場混乱時の中央銀行の資金供給のあり方、預金補償制度の妥当性等についての問題点を明らかにすることともなった。

## 目 次

はじめに

- I. ノーザンロック危機と監督機関の対応
- II. ノーザンロック危機の分析

III. ノーザンロック危機とイギリス住宅金融市場  
おわりに

## はじめに

2007年9月にイギリスから国内外に発せられたニュースに驚愕を覚えた人々は多かったかもしれない。それは経済が順調であると伝えられていたイギリスの大手金融機関（銀行）のノー

ザンロックの支店の前に長蛇の列を作って並ぶ預金者たちの映像であった。アメリカのサブプライムローン（低所得者向けの住宅ローン）の焦げ付きに端を発し、それを組み込んだMBS等の証券化商品の価格下落等が順調であると思われていた世界経済に影を落としたのが2007年夏のことであった。アメリカのサブプライム

ローン問題はアメリカのみならず世界各国の金融機関等に影響を与えることとなり、世界経済の最大の懸念要因となってきているのである。

危機（流動性危機）に陥ったノーザンロックはアメリカのサブプライムローンを組み込んだ証券化商品に多額の資金をつぎ込んでいたわけではなかった。また自身がサブプライムローンを多く提供していたわけでもなかった。非常にドメスティックな営業を行っていた金融機関がアメリカのサブプライムローン問題の余波で流動性危機に陥ったというのがいかにもグローバル化の時代らしいが、これにたいしてイギリスの金融監督当局はノーザンロックの預金の全額保護という一種の超法規的措置を発動した。これは大手の金融機関の危機の放置は金融システム全般の危機へとつながりかねないとの懸念からのものではあるが、これはこれまでの2000年金融サービス・市場法体制下の金融機関の監督体制が十分なものであったのかという問題も提起することとなった。

本稿では、以下でノーザンロック危機の発生とこれに監督機関がどのように対応したのかを検討した後、危機に陥ったノーザンロックの経営体制のどこに問題があったのかを検討し、さらにイギリス住宅金融市場の近年の動向とノーザンロック危機の関わり等について検討することとしたい。

## I. ノーザンロック危機と監督機関の対応

まず2007年9月にノーザンロックが流動性危機に陥るまでの経緯についてみることにしたい。2007年の春から夏にかけて、世界の金融市場では、アメリカのサブプライムローン問題に端

を発する信用収縮リスクが懸念されていた。このリスクはイギリス市場へも波及し、各金融機関・機関投資家等では保有サブプライムローン関連商品残高を減らすなど、ポートフォリオのリバランスが行われていた。またイギリス国内においても住宅ローンの延滞率・差押え率が上昇し、そのなかでもサブプライムローン（イギリスにおいてはノンプライムモーゲージという場合もある）のそれらの高さが認識されるようになってきていた。また近年イギリスにおいてもMBSの発行量が急激に増加してきていたが、その購入を機関投資家等は控えるようになってきていた。

このような状況下において2007年8月9日、フランスのBNPパリバ傘下の投資ファンド3つが、サブプライムローン関連で甚大な損失を計上し、ファンドを凍結すると発表した。これによりヨーロッパ諸国の短期金融市場は混乱し、短期金利は急上昇した。これに対応してヨーロッパ中央銀行（ECB）は、同日94億ユーロという大量の資金供給を行い、短期金融市場金利の上昇を防ごうとした。また、アメリカの連邦準備制度（FRB）も24億ドルの資金供給を行った。イギリスにおいても、国内の銀行においてはイングランド銀行（BOE）の資金供給を期待する向きもあったが、この日BOEは特別の資金供給は行わず、対応策は示さなかった。

8月14日、ノーザンロックのアップルガースCEO（当時）は、ノーザンロックが流動性危機に陥る可能性をBOEへ相談した。ノーザンロックの資金調達のひとつの柱であったMBSが既存のその価格の下落もあり新規発行・販売が困難となり資金調達が困難化したからである。ノーザンロックは他のホールセルの資金

調達も試みたが短期金融市場金利の高騰（プレミアム発生）、取引の超短期化により市場からの資金調達はほぼ不可能な情勢となったのであった。これを受けて2000年金融サービス・市場法体制下の統一的な金融機関の規制・監督当局である金融サービス機構（FSA）はノーザンロックの検査を行った。その結果、ノーザンロックの資産は健全で業務の継続に問題はないと判断された。このためBOEによる緊急融資は実行されなかった。しかしこれには緊急融資の担保に住宅ローン債権関連の証券化商品等が認められていなかったため、ノーザンロックは適切な担保を提供できなかったからであるとの指摘もある。いずれにしても、この時点で財務省を含むイギリスの金融機関監督当局はノーザンロックが本格的な流動性危機に陥る可能性を認識していた。

9月10日、ノーザンロックは資金繰りが本格的に悪化し、BOEに緊急支援を要請した。そして、9月13日にイギリス政府はBOEによる支援を承認し、翌9月14日に要請を受け入れる声明が発表された。声明は、BOE・FSA・財務省の連名で発表されたが、その内容はBOEがノーザンロックに流動性支援ファシリティ（有担保・プレミアム有）を提供するというものであった。

しかし、この件が発表される前日の9月13日に、イギリスBBC放送がテレビでリーク報道を行った。そのため3機関による公式声明が出される前からノーザンロックの各支店においては取付け騒ぎが発生し、翌14日にはこの騒ぎは拡大した。この様子はイギリス国内のみならず海外にも発信されたが、14日の預金引出し額はノーザンロックの全預金残高の4%にあたる10億ポンドに上った。また、インターネット専用

口座へのアクセス数も膨大なものとなり、回線は一時的にクラッシュした。さらにこの日のノーザンロックの株価も30%以上の下落となり、年初来では60%強の下落となった。この影響は他の金融機関にもおよび住宅金融組合から銀行に転換した（しばしばモーゲージバンクと呼ばれる）アライアンス&レスターやブラッドフォード&ビングレー等の株価も急落した。

FSAは9月14日には「ノーザンロックは支払い能力に問題はないため業務継続が可能である」と発表し事態の沈静化を図った。周知のとおりイギリスの金融機関の規制・監督は2000年金融サービス・市場法下においては統一的な規制・監督当局としてのFSAがこれを担当することになっている。ただし同法の成立以前の1997年10月の段階で、FSA等は新体制下での「財務省、BOE、FSAの関係についての覚書」を発表し、各機関の責任分担を明確化していた。これは金融市場の安定という共通目的を達成するための協力関係をいかにして築くかについて説明しているものであるが、そのなかで「金融システムの不安定化を生じさせる緊急事態が発生した場合の公的な金融支援」については明確に中央銀行たるイングランド銀行の責務として位置づけられていた。ノーザンロックにたいする金融支援はこの覚書に基づくものである。

しかし市場の混乱は収まらなかったこともあり9月17日にダーリング財務大臣がノーザンロックの預金の全額保護方針を明らかにし、9月19日に財務省によりノーザンロックの預金（19日深夜0時までに入預されたもの）の具体的な保護内容が発表された。この一種の超法規的措置の発表により、とりあえず店頭における個人顧客の取付け騒ぎは沈静化した。なお、こ

のノーザンロックの預金の全額保護という例外的措置についても、前記の3者の覚書においては、全般的な金融危機・経済危機につながりかねないような状況が発生した場合には財務省が例外的な対策措置を発動するという記述がある。

もっともノーザンロックの流動性危機は支店の店頭での取付け騒ぎの沈静化といったもので解決されるものではなかった。詳しくは後述するがノーザンロックの資金調達においてリテール預金はあまり重要なものではなかったからであり、流動性危機の原因は大口の資金調達が困難化したことにあった。9月19日の財務省の発表(確認文書は9月20日付)においては前日までに預入された全ての預金について保護されるとしていた(既存口座への新規入金についても保護される)。リテール預金だけではなく大口預金(預け替えされるものも含む)および無担保のホールセール債務(借換えされるものを含む)についても保護されると発表された。この時点においてはカバードボンド、Granite証券化プログラムに基づく債券、劣後債やハイブリッドの自己資本的性格を持つ債券等については保護措置から除外されていた。なお新規のノーザンロックへの預金については他銀行、住宅金融組合との競争上の権衡の観点から、この時点においては保護はされないとしていた。しかしながらこの預金の保護方針は10月9日にはリテール預金については9月19日以降に預入されたものについても全額保護されると変更された。ただしこの追加的な預金保護措置についてはノーザンロックは財務省にその適当な対価を支払うこととされた。また、これに関連してBOEはノーザンロックに追加的な貸出ファシリティを設定した。

なおサブプライムローン関連の悪影響は世界的に沈静化せず12月12日には欧米主要5中央銀行(含むBOE)は協調して国際金融市場の安定に向けた取り組みを行うこと、具体的には潤沢な年末越えの資金の供給を行うことを発表した(その後2008年3月11日にも5中央銀行は協調して資金供給等を行うことを発表した)。BOEはオペで供給する資金を28.5億ポンドから113.5億ポンドに引き上げ(うち100億ポンドは期間3か月)、その際の担保についても高格付けのMBSおよびカバードボンドについても適格とするとした。そして12月18日には財務省はノーザンロックの預金等の保護措置のさらなる拡張を発表した。その具体的な内容は、①すべての無担保および劣後後のホールセールの預金および借入(これまでの保護対象以外のもの)、②すべての無担保デリバティブ取引にかかる支払債務、③すべての有担保デリバティブ取引およびホールセール借入(カバードボンドを含む)については担保を超える支払債務、④すべてのGranite証券化プログラムに基づくモーゲージの買い戻しに関連する支払いについて保護するというものであった。

これらの措置によりノーザンロックが自力で立ち直ることが可能か、または国有化等を経て他の金融機関等に吸収されるかについて注目されたが、結局2008年2月18日に政府はノーザンロックの一時国有化を発表し、関連法案が2月21日に議会を通過した。ノーザンロックについてはヴァージングループおよびノーザンロック経営陣が買収提案を行っていたが、政府はどちらの買収提案も政府の基準を満たさなかったとしている。このノーザンロック救済劇を見るならば、それが全般的な金融システム危機へと波及しないために大衆預金者の保護だけを行うと

いう枠を超えた措置が取られざるをえなかった事情がみてとれる。

なお、今回の危機において2000年金融サービス・市場法体制下の金融サービス補償制度、特に預金補償制度の限界が改めて明らかとなった。金融サービス補償機構（FSCS）による預金保護の仕組みはペイオフのみである。その限度額は低額で、しかもそのなかで預金者にも負担を求め（具体的な補償金額は、2000ポンドまでは全額保護、それを超える33000ポンドまでは90%が支払限度—計31700ポンドが上限）、さらに支払いまでに時間を要するなど大規模預金取扱金融機関の破綻は想定していない制度であった。そして危機発生後の10月1日には預金者の動揺を少しでも抑えることを目的として預金の補償金額を35000ポンドまで全額保護とすることとした。これは大規模預金取扱金融機関の流動性危機の発現が具体化した段階で、預金補償制度において保護限度内においても預金者に一部負担を求めるということが現実的に妥当かという問題を提起している。また、イギリスの制度は基本的に預金保険基金は持たずに破綻後に賦課方式で補償費用を徴収する方式であるがこれが妥当か、さらには金融機関の破綻から補償金の支払いまでに時間を要する現在の方式が妥当かといった問題をノーザンロック危機は浮かび上がらせることとなったのであった。

ところでイングランド銀行によるノーザンロックにたいする流動性の供給とマーケット全体との関係はどのようなものであったのだろうか。2006年5月にBOEはその金融調節方式を変更した。その枠組みにおける大きな変更点は完全後積み方式の準備預金制度の新規導入であった。その準備預金には付利され、準備額も対象金融機関が任意で設定できるというのが特

徴である。そして各金融機関は積み期間（約1か月）毎に設定した準備額の上下1%の範囲に当該機関の準備平残を維持することが求められ、これから乖離した場合には未達の場合だけでなく超過準備を保有した場合においても政策金利によるペナルティが課せられる制度となっていた<sup>1)</sup>。この制度の下では超過準備保有にもペナルティが課されることから、個別の金融機関に超過準備保有のインセンティブを与えない制度設計となっている。

BOEのノーザンロックへの流動性供給は結局はマーケット全体への資金供給となってしまふ。しかしながら危機対応においてはノーザンロックへの個別の流動性供給だけでなく、通常のオープン・マーケット・オペレーション（OMO）においても潤沢な資金供給をしなければならない。他方、個別金融機関はペナルティを払ってまで超過準備を保有しようとはしない。このジレンマを解消するためにBOEは2007年9月から10月にかけての積み期間（07.9.6-10.3）において、上下1%の準備預金のターゲットレンジを拡大した。これはリザーブ・ターゲットから上下に実際の準備額が離れたとしてもペナルティが発生しない、すなわち当該準備には付利されるということを意味する。BOEは9月13日には期間1週間の短期レポオペ（1週間に1度実施される中核的な資金供給手段）により383.9億ポンドの多めの資金供給を行ったが、これはリザーブ・ターゲット対比で25%多めの資金供給（積み期間28日中の21日分の所要額対比）を行ったことを意味していた。そしてこの段階で準備預金のターゲットレンジは上下37.5%拡大された。さらに9月18日には通常では行われない期間2日のファインチューニングレポオペが行われ約44億ポンドが

図表1 BOEによる金融調節の実際

(単位100万ポンド, 平残ベース)

| 積み期間 | BOE資産        |        |      |        |     | BOE負債 |      |        | 準備預金ターゲット |        |        | 金利(%) |      |      |
|------|--------------|--------|------|--------|-----|-------|------|--------|-----------|--------|--------|-------|------|------|
|      | 短期レポ         | FTレポ   | 長期レポ | 英国国債   | 貸出F | 預金F   | FTレポ | 準備預金   | ターゲット     | 上限     | 下限     | 政策金利  | 貸出F  | 預金F  |
| ①    | 06.5.18-6.7  | 36,890 | —    | 15,000 | —   | —     | —    | 23,002 | 22,970    | 23,200 | 22,740 | 4.50  | 5.50 | 3.50 |
| ②    | 6.8-7.5      | 33,310 | —    | 15,214 | —   | 4     | —    | 19,564 | 19,570    | 19,766 | 19,374 | 4.50  | 5.50 | 3.50 |
| ③    | 7.6-8.2      | 32,447 | 26   | 15,212 | —   | 1     | —    | 18,397 | 18,400    | 18,584 | 18,216 | 4.50  | 5.50 | 3.50 |
| ④    | 8.3-9.6      | 32,802 | 3    | 14,830 | —   | —     | —    | 17,823 | 17,780    | 17,958 | 17,602 | 4.75  | 5.75 | 3.75 |
| ⑤    | 9.7-10.4     | 31,090 | 166  | 14,968 | —   | 10    | 92   | 16,740 | 16,640    | 16,806 | 16,474 | 4.75  | 5.75 | 3.75 |
| ⑥    | 10.5-11.8    | 30,498 | 68   | 15,137 | —   | 147   | —    | 16,300 | 16,290    | 16,453 | 16,127 | 4.75  | 5.75 | 3.75 |
| ⑦    | 11.9-12.6    | 31,292 | 53   | 15,021 | —   | 2     | —    | 17,121 | 17,120    | 17,291 | 16,949 | 5.00  | 6.00 | 4.00 |
| ⑧    | 12.7-07.1.10 | 35,534 | 40   | 14,937 | —   | 20    | —    | 18,606 | 18,600    | 18,786 | 18,414 | 5.00  | 6.00 | 4.00 |
| ⑨    | 07.1.11-2.7  | 30,703 | 30   | 14,979 | —   | —     | —    | 16,669 | 16,660    | 16,827 | 16,493 | 5.25  | 6.25 | 4.25 |
| ⑩    | 2.8-3.7      | 30,335 | 68   | 14,963 | —   | 45    | —    | 16,466 | 16,460    | 16,625 | 16,295 | 5.25  | 6.25 | 4.25 |
| ⑪    | 3.8-4.4      | 31,430 | 28   | 14,950 | —   | —     | —    | 16,723 | 16,750    | 16,918 | 16,583 | 5.25  | 6.25 | 4.25 |
| ⑫    | 4.3-5.9      | 31,888 | —    | 15,000 | —   | 21    | 29   | 16,334 | 16,330    | 16,493 | 16,167 | 5.25  | 6.25 | 4.25 |
| ⑬    | 5.10-6.6     | 31,588 | —    | 15,000 | —   | 47    | —    | 16,071 | 16,130    | 16,291 | 15,969 | 5.50  | 6.50 | 4.50 |
| ⑭    | 6.7-7.4      | 30,665 | 870  | 15,000 | —   | 496   | 13   | 16,421 | 16,430    | 16,594 | 16,266 | 5.50  | 6.50 | 4.50 |
| ⑮    | 7.5-8.1      | 32,141 | 25   | 15,000 | —   | 4     | —    | 16,134 | 16,130    | 16,291 | 15,969 | 5.75  | 6.75 | 4.75 |
| ⑯    | 8.2-9.5      | 33,108 | 65   | 15,000 | —   | 53    | 43   | 16,565 | 16,560    | 16,726 | 16,394 | 5.75  | 6.75 | 4.75 |
| ⑰    | 9.6-10.3     | 36,867 | 315  | 15,000 | —   | —     | —    | 23,183 | 17,630    | 28,208 | 7,052  | 5.75  | 6.75 | 4.75 |
| ⑱    | 10.4-11.7    | 24,364 | —    | 14,937 | —   | —     | —    | 20,051 | 19,970    | 25,961 | 13,979 | 5.75  | 6.75 | 4.75 |
| ⑲    | 11.8-12.5    | 19,512 | —    | 14,904 | —   | —     | —    | 21,209 | 21,200    | 27,560 | 14,840 | 5.75  | 6.75 | 4.75 |
| ⑳    | 12.6-08.1.9  | 15,502 | 37   | 19,941 | —   | —     | —    | 22,733 | 22,690    | 29,497 | 15,883 | 5.50  | 6.50 | 4.50 |
| ㉑    | 1.10-2.6     | 4,167  | 71   | 29,636 | 128 | —     | —    | 20,631 | 20,840    | 27,092 | 14,588 | 5.50  | 6.50 | 4.50 |

(注) 1. FTレポ, 貸出F, 預金Fはそれぞれファインチューニングレポ, 貸出ファシリティ, 預金ファシリティ。  
 2. 積み期間の最終日において貸出ファシリティ, 預金ファシリティの金利はそれぞれ政策金利の+0.25%, -0.25%。

(出所) Bank of England

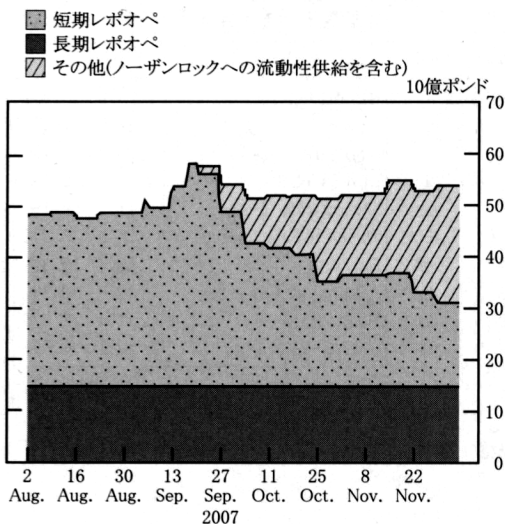
供給された。これもリザーブ・ターゲット対比で25%多めの資金供給(積み期間28日中の16日分の所要額対比)を行ったことを意味していた。この時点でターゲットレンジは上下60%にまで拡大されることになった。実際の、当該積み期間における準備預金平残は231.83億ポンドであり、リザーブ・ターゲット(176.3億ポンド)対比では31.5%多めに資金が供給されたことになる(図表1)。

これに続く10-11月(07.10.4-11.7), 11-12月(07.11.8-12.5)の積み期間においては各金融機関はリザーブ・ターゲットを引き上げる動きに出た。このような場合、通常時と同様にBOEは必要とされる準備を供給する。この2積み期間においてはBOEはターゲットレンジを上下30%としたが、実際の準備預金平残は上下1%の通常時の枠内に収まっている(図表1)。

ただしこの間ノーザンロックへBOEの流動性供給は拡大した。このためBOEの短期レポオベによる資金供給額はこの間減少している(図表2-1:「その他」のほとんどはノーザンロックへの流動性供給とみなすことができる)。当然のことではあるがこのようにノーザンロックへの流動性供給はマクロ的な資金供給システムのなかに位置づけられているのである。

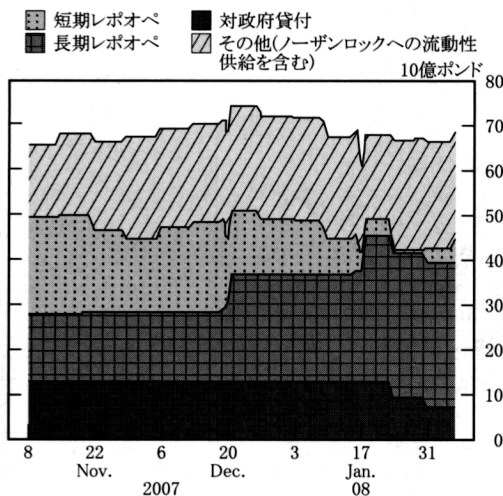
さらにその後の資金供給をみるならば特徴的なのは、ノーザンロックへの流動性供給の増加傾向および長期資金の供給増加である。しかしながらこの間においても準備預金残高はターゲット額とほぼ同水準となっている(図表1)。その意味では所要準備(ターゲット)対比で多めの資金供給がなされているわけではないのである。このためイングランド銀行では短期オベによる資金供給を減らすとともに対政府貸付を

図表 2-1 BOE の資金供給の内訳



〔出所〕 Bank of England [2007b] P. 506.

図表 2-2 BOE の資金供給の内訳



〔出所〕 Bank of England [2008] P. 19.

減額してきている (図表 2-2)<sup>2)</sup>。

## II. ノーザンロック危機の分析

それではイギリスの金融機関の中でなぜノーザンロックが経営危機・流動性危機に陥ったのかについて以下で検討することとしたい。ノー

ザンロックはイングランド北部のニューキャッスルに本拠を置く銀行であるが、前身は住宅金融組合である。1965年にノーザン・カウンティーズ・パーマメント住宅金融組合 (1850年設立) とロック住宅金融組合 (1865年設立) が合併してノーザンロック住宅金融組合となった。

住宅金融組合はイギリスの代表的な貯蓄金融機関で1970年代まで住宅ローンをほぼ独占的に供給してきた。そのためもあり資金調達面においても個人のリテール預金 (出資金) を順調に吸収できていた。この状態が大きく変化したのは1980年代のことであり商業銀行が住宅ローン業務に本格進出し、同業務および個人資金の調達面においても両者の競争は激化した。このような状況下において住宅金融組合の業法は1986年に改正され、住宅金融組合には住宅ローン以外の貸出業務等、大口の市場性資金の調達等が新たに認められた。また同法においては相互組織としての住宅金融組合が株式会社 (銀行) に転換することを可能とする規定が盛り込まれていた。この規定を利用した住宅金融組合の銀行転換ブームが起きたのが1997年秋のことであり、ノーザンロックもハリファックス (当時業界第1位) 等とほぼ同時期の1997年10月に銀行に転換した<sup>3)</sup>。

ノーザンロックは住宅金融組合時代にも中小住宅金融組合を吸収合併することにより規模拡大を図っていたが、銀行転換後はその規模拡大には拍車がかげられた。しかしながらその貸出面は基本的に住宅ローン中心であり、他の住宅金融組合から転換した銀行と同様に商工業貸出等に進出してきているわけではない。2006年末時点の住宅ローン融資残高では第5位 (シェア7.2%)、年間融資額では第3位 (シェア8.4%)

図表3 住宅ローン供給大手10社

年末残高ランキング

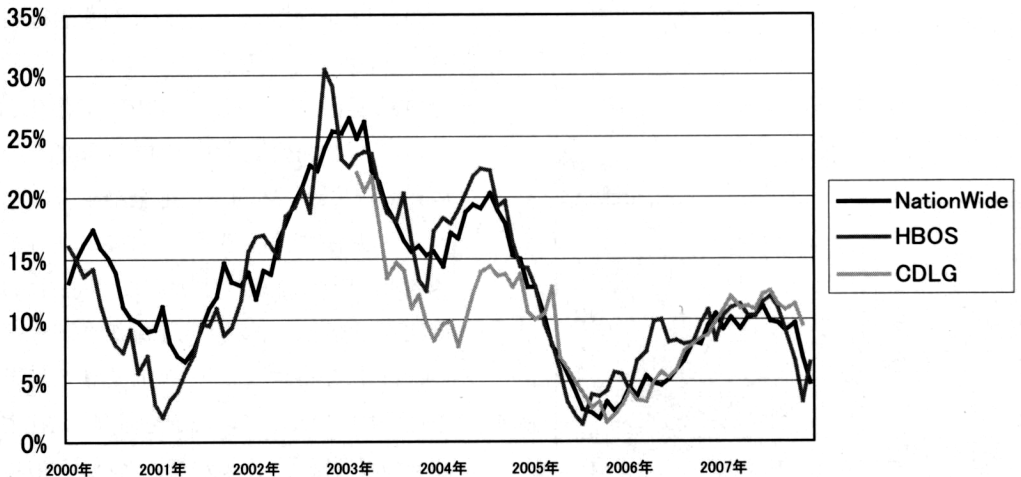
年間融資額ランキング

| 年末残高ランキング |        |                            |       |       | 年間融資額ランキング |        |                            |      |       |
|-----------|--------|----------------------------|-------|-------|------------|--------|----------------------------|------|-------|
| 2006      | (2005) | 金融機関名                      | £ bn  | シェア   | 2006       | (2005) | 金融機関名                      | £ bn | シェア   |
| 1         | (1)    | HBOS                       | 220.0 | 20.4% | 1          | (1)    | HBOS                       | 73.2 | 21.2% |
| 2         | (3)    | Abbey                      | 101.7 | 9.4%  | 2          | (2)    | Abbey                      | 32.6 | 9.4%  |
| 3         | (2)    | Lloyds TSB                 | 95.3  | 8.8%  | 3          | (4)    | Northern Rock              | 29.0 | 8.4%  |
| 4         | (4)    | Nationwide BS              | 89.6  | 8.3%  | 4          | (3)    | Lloyds TSB                 | 27.6 | 8.0%  |
| 5         | (5)    | Northern Rock              | 77.3  | 7.2%  | 5          | (5)    | Nationwide BS              | 21.1 | 6.1%  |
| 6         | (6)    | The Royal Bank of Scotland | 67.4  | 6.2%  | 6          | (6)    | The Royal Bank of Scotland | 20.0 | 5.8%  |
| 7         | (7)    | Barclays                   | 61.6  | 5.7%  | 7          | (8)    | Barclays                   | 18.4 | 5.3%  |
| 8         | (8)    | HSBC Bank                  | 39.1  | 3.6%  | 8          | (9)    | Alliance & Leicester       | 12.6 | 3.7%  |
| 9         | (9)    | Alliance & Leicester       | 38.0  | 3.5%  | 9          | (7)    | HSBC Bank                  | 12.4 | 3.6%  |
| 10        | (10)   | Bradford & Bingley         | 31.1  | 2.9%  | 10         | (11)   | GMAC-RFC                   | 12.1 | 3.5%  |

〔出所〕 Council of Mortgage Lenders [2007] p.6.

図表4 住宅価格指数

前年同月比(%)



〔注〕 1) : CDLG は <http://www.communities.gov.uk/corporate/> より

2) : CDLG のデータは2003年2月から2007年12月まで

〔出所〕 Nation Wide, HSBC, CDLG より

となっているが、銀行転換時の1997年の残高シェアが2.1%であったことを考えると、その伸びがいかに急速であったかがわかるであろう(図表3)。そしてそのなかで証券化住宅ローンが多くその割合が年々増加してきているのがノーザンロックの特徴となっており、これがすぐ後に見る負債構成の特徴とも関連してくることとなる。

この急拡大したノーザンロックの住宅ローン

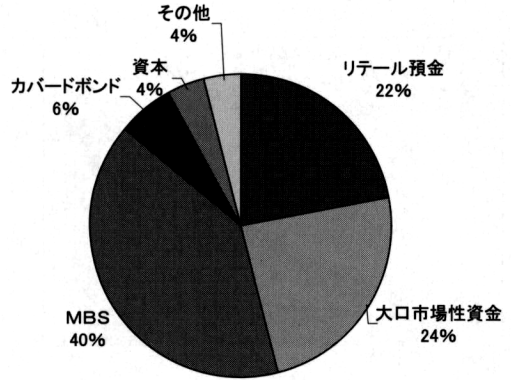
であるが、それは他の銀行・住宅金融組合よりも低利のローンを提供することにより達成された。しかしながらその資産の質はそれほど悪いものではない。イギリスの住宅価格はアメリカと異なり2007年においても前年同月比でプラスであり、特に前半においては高い伸びを示していた(図表4)。さらに住宅ローン全体の延滞・差押えの比率も2006年以降上昇基調にはあるが、その水準は高くはない。ノーザンロック

のアンニュアルレポートや監督当局の検査においてもその資産の質が悪いとは認められていないのである。

もちろんイギリスにおいてもサブプライムローンはあり、その延滞・差押えの比率は通常の住宅ローンより高いが<sup>4)</sup>、その割合はイギリスにおいては低くこれまでそれが問題とされてはこなかった。ノーザンロックのサブプライムローンについては、2006年にリーマン・ブラザーズとの提携により取扱いを開始した。住宅ローン自体はノーザンロックの名前で商品化されているものの、リスクはリーマン・ブラザーズが負う形となっている。さらに、その取扱残高は2006年末において総資産の0.24%であり規模としては大きくはない。貸出面でノーザンロックが非常に質の悪い顧客にも貸し出すことを通じて無理に業容を拡大させたという証拠はこれまでのところ見出されてはいないのである。

ただし積極的な業容拡大方針は採られたわけではあり、それは資金調達面で支えられなければならないものであった。この面すなわち資金調達面からノーザンロックをみるならばそこには他の銀行・住宅金融組合とは異なる大きな特徴をみてとることができる。その特徴とは図表5を見ればすぐにはわかるとおりリテール預金の割合が極端に低く、ホールセール預金等、証券化による調達等の割合が高いということである。1986年住宅金融組合法で住宅金融組合に認められた市場性資金の調達比率の上限は20%であった。現在では住宅金融組合に認められている市場性資金の調達比率の上限は50%であるが実際の業態全体のその比率は30%を若干上回る程度である。これにたいしノーザンロックの資金調達構造(2006年)をみるならば、リテール

図表5 ノーザンロックの資金調達 (2006年末)



〔出所〕 Northern Rock plc. [2007] p.36.

図表6 ノーザンロックのリテール預金の内訳

(単位 100万ポンド)

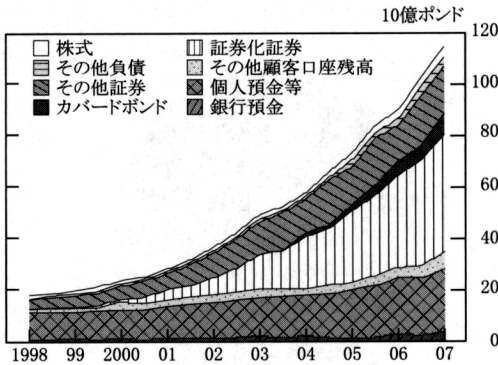
|                 | 2006   |        | 2005   |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 支店              | 5,573  | 24.6%  | 5,115  | 25.4%  |
| 郵便              | 10,201 | 45.1%  | 8,714  | 43.3%  |
| インターネット         | 2,225  | 9.8%   | 2,048  | 10.2%  |
| オフショア           | 3,614  | 16.0%  | 2,965  | 14.7%  |
| 電話              | 527    | 2.3%   | 699    | 3.5%   |
| Legal & General | 491    | 2.2%   | 563    | 2.8%   |
| 計               | 22,631 | 100.0% | 20,104 | 100.0% |

〔出所〕 Northern Rock plc. [2007] p.41.

預金の比率は22%にすぎないことがわかる。一方、多いのは証券化による資金調達であり、これが全体の40%を占め、資産側の特徴とも符合する。その他ではホールセール資金調達が24%、カバードボンドが6%となっている。そしてさらにノーザンロックのリテール預金の割合を見たのが図表6であるが、支店経由のものは約4分の1にすぎず、全資金調達に占める割合は10%以下となっているのである。このような低コストの市場性資金の調達に頼ることがノーザンロックの低利住宅ローン提供の根拠、その急拡大の根拠となっていたのである。

これを時系列的に見るならば(図表7)1999年後半以降から市場性資金調達による業容拡大方針がとられ、証券化による資金調達が最も重要なものとなっていった経過がみてとれる。旧住

図表7 ノーザンロックの資金調達構造



(出所) Bank of England [2007a] p.10.

住宅金融組合であるノーザンロックの資金調達構造が短期間にこのようなものに変化していたことは驚きであるが、それはともかくとしてリテール預金の割合は2001年には資金調達の42%程度を占めていた。その後の急成長の過程でノーザンロックは資金調達においてリテール預金（特に支店における調達）には頼らず市場性資金の取入れをメインとするようになっていった。このためノーザンロックの支店数は72（2006年末：うち16は住宅ローン関連業務のもの。ただし2007年2月からは一部預金業務も行っている）とその住宅ローン残高・資金調達額から考えて、また他の大手銀行・住宅金融組合と比べて非常に少ないものとなっている。住宅金融組合最大手のネーションワイド住宅金融組合は415支店であり、ビッグフォーは支店数を年々減少させてきているとはいえこれよりはるかに多い支店数であり、HBOSも1000以上の支店を有している。

ノーザンロックはもちろん銀行ではあるが、そのバランスシートの構造等を見るならば、それはモーゲージ・カンパニーに近いものとみなすことも可能である。ノーザンロックの経営危機・流動性危機はこのようなバランスシート構

造を追求してきた営業方針が、アメリカのサブプライムローン問題の影響を受け混乱した市場状況に対応できなくなったためであるといえそうである。さらにノーザンロックはこのような負債構成でありながら、流動性危機に対応する保険（与信枠）を有してはいなかったのである。ノーザンロックの約2週間前に経営危機が深刻化したアメリカのカントリーワイド・フィナンシャルはこのような保険（与信枠）を用意していたのであった。

それではノーザンロックが危機に至った経緯をより具体的にみてみることにしよう。2003年11月以降、イギリスの政策金利は引き上げられてきており、2007年5月10日には0.25%引き上げられ5.5%とされた。従来2週間の短期レポオベ金利であった政策金利は前述の2006年5月のBOEの金融市場調節方式の変更により新たに制定された準備預金への付利金利とされた。そしてこの政策金利が新たに資金供給の中心として位置づけられることになった期間1週間の短期レポオベ金利に適用されることから、それは実質的にBOEが政策的に決定する1週間物金利ということになっている。またこの体制下においては預金ファシリティおよび貸付ファシリティがBOEよりそれぞれ政策金利-1%、+1%の水準（通常日、積み最終日は±0.25%）で提供されることから、これが実質的にオーバーナイト金利の上下限を画するという制度設計とされてきている。6月29日には前日にアメリカのベアースターズ住宅ローン投資基金が破綻したあおりを受けて、オーバーナイト金利は、前日の5.68%から6.5%に急上昇した。しかしながらオーバーナイト金利は新調節方式下において政策金利比1%高以内に収まってはおり、その状況は基本的に以後も同様であった。

もっともこの政策金利比1%高（日によってはそれを若干上回る場合もあった）という水準自体については当然議論の対象とはなる。

そして7月15日は2007年になって3度目の政策金利の引上げが行われ、その水準は5.75%とされた。そして8月9日のBNPパリバ傘下の投資ファンドの凍結発表があり各国の短期金融市場等では金利が急上昇し、取引の期間は急速に短期化した。さらに8月中旬にアメリカのモーゲージレンダーのカントリーワイド・フィナンシャルの危機が報道されると各国の短期金融市場等はさらに混乱した。そして金融機関の選別傾向が強まり、信用リスクの取引であるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）においてノーザンロックのプレミアムは急上昇した。

前述のとおりノーザンロックはその資金調達のかなりの部分を住宅ローン証券化およびカバードボンドに頼るようになってきていた。2007年の前半においてノーザンロックは107億ポンドのMBSをその中心的な証券化プログラムであるGraniteを通じ発行しており、これは同期のイギリスのRMBSの17%以上にも上るものであった。また、同時期にカバードボンドも22億ポンド発行していた<sup>5)</sup>。2007年後半においてもノーザンロックはこうした資金調達を予定していたわけであるが、世界的にMBSやCLO等が販売不振となるなかでノーザンロック関連の証券化商品の販売が急速に落ち込むこととなった。資金繰りに窮したノーザンロックは金利が急上昇した短期金融市場における市場性資金調達も不可能となり、結局BOEに流動性支援を要請せざるをえなかったのである。

### Ⅲ. ノーザンロック危機とイギリス住宅金融市場

それでは次にノーザンロック危機がイギリス住宅金融市場にどのような影響を与えるかについて考察してみたい。ノーザンロック危機に至る前のイギリス住宅金融市場は基本的に好調を維持してきていた。1990年代末以降イギリスにおける住宅ローンの貸付額は急増してきていた。年間の貸付額（グロスベース）は1999年には初めて1000億ポンドを超えたが、2002年には2000億ポンドを超え、2006年には3500億ポンドにまで増加した。近年の住宅ローンの増加率が高かった理由としては、ひとつには借換需要が大きかったということが挙げられる。借換の増勢の理由としてまず挙げられるのが少し前までの低金利および新しい住宅ローン商品の影響である。イギリスにおいては変動金利住宅ローンが一般的であったが1990年代半ば以降、種々の新種の住宅ローン商品が登場してきている。そのなかには短期のものが多いが固定金利のものであり、これらは通常の変動金利ローンよりも金利は低い。また変動金利ではありながら借入れ当初の貸付金利を種々の形態で優遇するものや金利キャップを付けるようなもの、さらには返済について非常にフレキシブルに行うようなタイプ（オフセット・モーゲージ）のものもある。金利感応度を高めた借入者は住宅ローンの借換を活発に行うようになってきており、これがグロスベースでみた住宅ローンの急増の大きな理由となってきている。これにはイギリスにおいて戦後一貫して上昇してきた持家比率が最近70%にまでなり、そろそろ頭打ち感が出てきたことから、貸し手が借換需要の開拓を重

視したということが挙げられる。そしてイギリスにおいて従来から住宅の買い替えが非常に活発であることもこの流れに適合的であった。

この間住宅価格は一貫して上昇してきている。特にロンドンおよびイングランド南東部においてはその上昇率は高いものがあつた。これが住宅ローンが好調であつた理由のひとつではあるが、それがイギリスの場合必ずしも住宅ローンの質の悪化に結びついたとはいえない。イギリスにおいては1990年代初めに住宅ローンの延滞率等が高まつた時期はあつたが、その後は低下傾向にあつた。さすがに2006年以降はその上昇が懸念されるようにはなっており、2008年にはその上昇が予想されてはいるが、貸し手にとってコントロール可能な範囲に収まる可能性が高い。もちろんノーザンロック危機の影響が住宅価格等に非常に大きな影響を与え、そこから延滞率等が急上昇するといった事態もまったく予想できないわけではないが、2008年初時点においてはそのような予想は一般的ではない。それはイギリスにおいてサブプライムローンの残高がそれほどではないことおよび住宅価格が上昇してきたとはいえ金融機関の側が住宅価格対比のローン供与額 (LTV) を安易に引き上げなかったこともそのひとつの理由である。しかしながら金融機関の融資姿勢は2007年末以降急速に消極化してきており、それが住宅市場に悪影響を与え、さらにそこから事態が悪化するということも予想されている。

ところでイギリスの住宅金融において近年進展している事態として特徴的なのは、そのアンバンドリング化の進展である。かつてのオリジネーションから貸金の回収まで一貫して住宅金融組合ないし銀行が行うという姿は急激に変化してきている。それが著しいのは入口段階での

変化であり、従来金融機関の窓口で行われていた住宅ローンの申し込み等が急速にモーゲージ・ブローカーにとって代わられるようになってきたのである。これには、住宅ローン商品が多様化し一般消費者がその選択にたいしてのアドバイスを求めるようになったことや銀行・住宅金融組合が近年急速に店舗数を減少させてきていることも影響している。近年では件数ベースで見ても50%以上の住宅ローンがモーゲージ・ブローカー経由となっている。店舗数の少ないノーザンロックが住宅ローン残高を急速に増加することが可能であつたのも、入口段階でのモーゲージ・ブローカーの利用が大きく貢献しているといえよう。

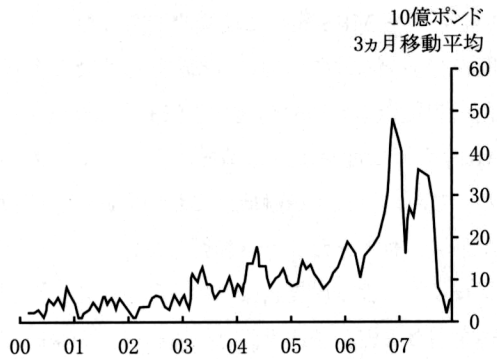
イギリスでは2000年金融サービス・市場法により金融サービス業全体を規制・監督するものとして金融サービス機構 (FSA) が設立されたが、このFSAは2004年10月31日以降、住宅ローン (モーゲージ) を業界の自主規制 (モーゲージ・コード) によらずに直接的に規制・監督することとした。その理由のひとつがモーゲージ・ブローカーのプレゼンスの急上昇であり、FSAは住宅ローンの融資にかかわる業者だけでなくモーゲージ・ブローカーについても同機構による認可を求めることとしたのである<sup>6)</sup>。さらに同日以降においてはFSA体制下の統一的な金融商品補償機構である金融サービス補償機構 (FSCS) の補償対象として、これまでの①預金等、②保険、③投資関連のサブスキームに加えて新たに④住宅ローンアレンジ・アドバイスがサブスキームとして加えられた。これはモーゲージ・ブローカー等による住宅ローンに関するアドバイスが適当ではなかったことにより顧客が損失を負ったり、そのような業者が顧客から預かり金をしていた場合で、当

該業者が破綻したようなケースにたいする補償のためのサブスキームである。これもモーゲージ・ブローカーの重要度の高まりを示す事態であるといえるであろう<sup>7)</sup>。

一方、アンバンドリング化においてより重要ともいえる住宅ローン債権の流動化、すなわちMBS等については、アメリカのような形では進展してこなかった。イギリスにおけるMBS市場はまず1980年代に登場したモーゲージ・カンパニーによる発行から始まった。これらのモーゲージ・カンパニーはリテール預金という資金調達手段を持たなかったことから証券化により資金調達を行ったわけであるが、1990年代初めの住宅価格の下落時にこれらが経営危機に陥ったことおよびその発行コストが相対的に割高化したことからMBS市場もしばらく低迷を余儀なくされた。その後住宅金融組合の銀行転換が相次いだ1997年頃から大手の金融機関のMBSの発行が始まり、以後徐々に発行額は増加していったが、その発行額は2000年以降急増した。2005年末時点において住宅ローン（グロス）のうち証券化されているのは8%程度までになってきていた。さらに2006年にはその発行額は倍増以上となっており、個別金融機関としてはノーザンロックのように資金調達のかなりの部分をこれに依存しているものもでてきていた。しかしながらノーザンロック危機前後から市場は機能不全に陥り、2007年末から2008年の初めにおいては壊滅状態となっている（図表8）。

2007年中頃までのイギリスの状況はドイツやフランス等のヨーロッパ大陸諸国に比べれば住宅ローン債権の流動化が進んでいるといっ

図表8 イギリス居住者発行のRMBS



〔出所〕 Gieve [2008] p.10.

たな立法措置を必要とせず、それが必要となる大陸法体系の諸国と異なり証券化に適合的であるということがよく指摘されている。しかしながら今後の予想は現時点では難しいものがあるといっ

てよい。なおドイツ等においては証券化ではないものの住宅ローン債権等を担保としたカバードボンド（ファンドブリーフ債）の発行額が大きくなってきている。イギリスにおいては2003年8月にHBOSが初めてカバードボンドを発行したが、この段階ではカバードボンドの発行に関する法律は存在せず、発行体に関する特別な監督規定もなかった。それでもその発行が可能であるというのがイギリスの法制度のフレキシビリティであろう。ノーザンロックも2004年4月以来カバードボンドの発行を行い、前にみたように2006年末時点では全資金調達の6%を占めるまでになってきていた。ノーザンロックへの金融支援が発表された2007年9月には、イギリスだけでなくヨーロッパ大陸諸国のカバードボンド市場は混乱し、取引停止等の事態が発生した。

それはともかくとして、イギリスにおいては新規参入者の増加により住宅ローン市場の競争圧力は増加してきている。これらの新規参入業

者はリテール預金という資金調達手段を持たないことからMBS発行に積極的であった。また既存の業者においても、資金調達手段の多様化、自己資本比率の向上、ALM等の観点からMBS発行に従来よりは積極的となってきた。これには大手金融機関において近年支店数が削減されてきたことも影響している。ノーザンロックのように支店におけるリテール預金調達を主たる資金調達手段と位置づけられない金融機関にとっては、必然的にMBS発行は重要な資金調達手段として位置づけられることとなる。

しかしながらアメリカと比べて住宅ローン債権の証券が進んでいるとはいえない理由としては、ひとつにはイギリス政府・監督当局は、アメリカと異なり住宅ローンに公的保証をつけたり、そこからさらにMBSについて公的保証をするといった証券化を促進するような対応はとってこなかったということが挙げられる。

またイギリスの住宅ローン市場で大きなシェアを占めている大手金融機関は店舗削減を進めてきたとはいいながら広範な店舗網を有しており（ノーザンロックは例外）、リテール預金という資金調達手段があることから、かつては証券化にそれほど熱心とはいえなかった。

そしてイギリスにおいて住宅ローン債権の証券化が進展しなかったもうひとつの理由としては、従来イギリスの住宅ローンは変動金利がほとんどであったということが挙げられる。アメリカの貯蓄貸付組合(S&L)等の貯蓄金融機関は長期固定金利ローンがほとんどであり、かつての金利急上昇時に短期の調達金利が上昇する一方で、それ以前の低利の長期固定住宅ローンを多く抱えていたために逆鞘に陥ることとなった。イギリスの金融機関の場合は、金利変動リスクを顧客の側が負担してきたこともあ

り、そのような危機は発生せず、したがって証券化の進展も遅れることとなった。

なお、住宅金融組合の預金(出資金)補償機構は、1986年住宅金融組合法に基づき設立されたが一度も発動事例のないままFSCSへと統合された。またFSCSはあらかじめ基金を持つことはせず補償事例が発生した以降に賦課方式で拠出金を徴収するという預金保険制度としては世界的にめずらしい制度を採用しているが、これは住宅金融組合の預金(出資金)補償機構がそのような方式であったのを継承したものとみなすことができる。FSCS後も住宅金融組合の破綻事例はなく、住宅金融組合からの転換組においてもノーザンロックが初めての破綻に結びつきかねない危機に陥った例となった。このようにリテール預金という調達手段を持つモーゲージ・レンダー(銀行・住宅金融組合)の経営は、これまで危機に陥ることはあまりなかったのである。

それはともかくとしてMBSの組成に当たっては長期固定金利住宅ローンの方がより適合的であるが、イギリスにおいて長期固定金利の住宅ローンが一般的でないのはなぜかということについてはイギリス政府においても検討課題とされることとなった。

2003年6月にイギリスが欧州統一通貨ユーロへの参加の見送りを決定した際の検討事項は、①景気循環の収斂、②資本市場、労働市場等の弾力性、③投資、④金融サービス、⑤成長・安定・雇用(経済的メリット)の5項目であった。とくに①の景気循環の収斂においては、住宅市場の問題が重視され、イギリスにおいては住宅価格の変動が大きいことは重要であり、また住宅ローンが変動金利が多いために金融政策の変更の影響が大きいことも重要であるとの認

識が示された。住宅市場・住宅金融の問題はイギリス経済において決してマイナーな問題ではないのである。

そして、この決定に先立つ2003年4月においては、ブラウン財務大臣（当時）が予算演説において「イギリスの住宅ローンにおいて固定金利商品が一般的でないのはどうしてかおよびその改善策について」のレポートをロンドン大学（インペリアル・カレッジ）のデビッド・マイルズ教授に求めた。その問題意識としては固定金利の方が金融政策の影響が緩和されるし顧客の側の金利リスクが軽減される。さらには住宅ローンの証券化の進展のためには固定金利商品の方が好ましいといったこともあったのである。マイルズ教授は、ブラウン財務大臣の要望どおりに2003年12月に中間報告を、そして2004年3月に最終報告を発表した。本稿においてはマイルズ・レポートの内容については詳しく立ち入らないが<sup>9)</sup>、同報告においてはイギリス住宅金融市場に重大な問題があるとの結論は下さなかった。そしてFSA等に長期固定金利住宅ローンが提供可能となるような環境整備等を勧告したにとどまったわけである。その後現在までイギリスにおいて固定金利住宅ローンの割合は増えてきてはいるが、そのほとんどは期間5年以内のものであり、長期固定金利住宅ローンは一般化してはいない。

しかしながら前述のとおりMBS市場は2006年には急拡大した。そして9月のノーザンロック危機前後からその発行額は急減少し、市場は低迷状態にある。発行額のかんりのシェアを占めていたノーザンロックがその販売不振により流動性危機に陥ったわけであるから、それは当然のことであろう。大口の市場性資金の調達には各モーゲージ・レンダーは苦慮している模様

である。

ただしノーザンロック危機があり年末にかけて住宅ローン貸付額が月次ベースでみて減少したものの、2007年中の住宅ローンの貸付額は前年を上回る3620億ポンドとなった模様である。2008年の状況を本稿執筆時点（2008年3月）で予測することは難しいが、住宅取引数の減少、住宅価格の上昇があまり望めないこと（場合によっては下落）により住宅ローン市場は伸びることは難しいであろう。ただ急激な縮小は、世界経済の全体的な状況の影響を受けるではあるが、BOEの政策対応（政策金利の引下げ等）により回避することは可能であろう。

## おわりに

以上、ノーザンロック危機と監督機関の対応、さらにはイギリス住宅金融市場の全般的状況等について検討してきたわけであるが、アメリカのサブプライムローン問題がMBS等の仕組債市場等の混乱（アメリカ外も含む）へと波及し、そのあおりを受けて必ずしも支払い能力に問題があるとはいえなかった貯蓄金融機関（住宅金融組合）から転換した銀行（ノーザンロック）の流動性危機へと結びついたわけである。従来ドメスティックな性格を持っていた住宅金融もグローバル化の影響を受けざるをえなくなったということであろうか。ノーザンロックが危機に陥ったのはやはり業容の無理な急拡大という金融機関危機に一般的な要因があった。ただしノーザンロックの場合新規分野への進出や資産の質の急激な悪化ということではなく、業容の急拡大を支える資金調達面が不安定さを抱えざるをえなくなり、アメリカ発の市場の混乱に対応できなかったということ

あろう。

今回のノーザンロック危機にたいしてイギリスの金融監督当局（財務省・FSA・BOE）は、当初の長期の資金供給に遅れがあったという批判はあろうが、危機の表面化後は連携して素早く対応したとあってよいであろう。これは2000年金融サービス・市場法体制下において、重大な危機が発生したときに3機関がどのように対処するかという覚書の趣旨に則った対応である。これはノーザンロック危機がひとつの金融機関の破綻に留まらず全般的なシステム危機へと結びつきかねないと金融監督当局が認識していたからであろう。他の大手銀行、住宅金融組合に比べて少ないとはいえ70店舗以上を有し、ペイメントシステムの中核に位置する銀行の破綻を放置はできなかったのである。

一方、ノーザンロック危機に関連して多くの問題点も明らかとなった。そのひとつは預金補償制度の位置づけである。イギリスの預金補償制度は、ペイオフのみの制度であり、補償額の上限も低く、しかも補償限度内であっても預金者に一部負担を求めるなど極めて限定的な制度として設計されてきていた。これは制度には大規模金融機関も抛出はするもの（賦課方式ではあるが）、破綻を想定しているのはごく小規模の預金ベースもほとんどないような金融機関であったからであった<sup>10)</sup>。しかしながら今回の危機において、その体制がそれでよいのかという問題点が浮上することとなった。まず預金者の動揺を抑えることを意図してFSCSは補償限度内でも預金者に一部負担を求めるという制度を見直し、限度内は100%保護とした。

また2007年10月には財務省・FSA・BOEは預金者保護に関するディスカッションペーパーを発表した<sup>11)</sup>。ここにおいてはイギリスの預金

補償制度について保護の水準が現行のままでよいのか、支払いまでの期間が長すぎないか、あらかじめ基金を保有するような制度とすることは適当か等の多くの問題点が提起され、パブリック・コメントが求められた。これは今回のノーザンロックの預金全額保護措置が一種の超法規的措置であることから、預金取扱金融機関の危機対応措置をより透明なものとする必要性が認識されたことの影響であると思われる。

この他、2006年5月に変更されたBOEの金融調節方式の原則が今回は破られたということも注目される。すなわち新たに導入された準備預金制度においては対象金融機関は準備額（平残）を自らが決定できるが、それが達成されない場合においてはペナルティ（政策金利）が課されることになっていた。さらにこのペナルティは上方に外れた場合（上下とも1%のアローアンス有り）においても政策金利によるペナルティが課されることとなっていた。したがって対象金融機関は超過準備を保有するインセンティブがない制度設計であったわけであるが、今回は1%のアローアンスを大きく拡大することにより超過準備保有を可能とした。これは今後の流動性（超過準備）供給が必要とされる際のモデルケースとなろう。

またBOEのキング総裁は2007年10月9日に北アイルランドのベルファストで講演しノーザンロック危機について解説するとともに、そこからえられた教訓として、①銀行の自己資本だけでなく流動性が規制の中心とならねばならないこと、②早期是正措置が必要であること、③中央銀行は最後の貸し手として優良資産であれば流動性が低い資産を担保にとっても資金を貸し出すべき（ペナルティレートで）等を挙げた。これは今回危機についてBOEに種々の

批判があったことを意識したものであろう。ノーザンロックは一時国有化されたが、それが最終的にどの時点でどのように処理されるかは本稿執筆時点では不明であるが、この危機はイギリスの金融機関の規制・監督体制のあり方に大きな問題を提起することとなった。その改革の推移およびイギリスの住宅金融市場等の金融市場の動向が注目される。

#### 注

- 1) 2006年5月のBOEの金融調節方式の変更について詳しくは齊藤 [2007b] を参照されたい。
- 2) BOEは2006年5月の金融調節の変更時に従来行っていなかった英国国債(ギルト債)等のアウトライトオペを行うという計画を明らかにし、ほぼ同時期に債務管理庁(DMO)と共同ステートメントを発表した。その時点においては以後3年間で年間40億ポンド程度のそれを行うとしていた。しかしながらBOEの実際の運用は慎重であり、2008年1月28日に初めてのギルト債のアウトライトオペ(4億ポンド)を行った。
- 3) 1980年代における銀行・住宅金融組合間の競争激化、住宅金融組合の業法改正等については齊藤 [1994] を、1990年代の住宅金融組合の銀行転換の動き等については齊藤 [1997] を参照されたい。
- 4) Stephens and Quilgars [2007] によれば2005年におけるサブプライムローンの延滞率は11.3%であり、通常の住宅ローンの2.9%よりもかなり高いものとなっている。また差押さえについても同様で2004・05年でそれぞれ0.51%、0.05%となっている。
- 5) Bank of England [2007a] p.10.
- 6) イギリスにおける住宅ローン業務のアンバンドリング化傾向およびモーゲージ・ブローカー等について詳しくは齊藤 [2007a] を参照されたい。
- 7) FSCSには2005年1月14日以降、損害保険仲介が新たにサブスキームとして加わった。
- 8) ヨーロッパ大陸諸国においてはオランダが住宅ローン債権の証券化が進展している国である。(倉橋 [2007])
- 9) マイルズ・レポートについて詳しくは齊藤 [2005b] を参照されたい。
- 10) イギリスの金融サービス補償制度について詳しくは齊藤 [2002], [2003], [2006] を参照されたい。
- 11) HM Treasury, FSA and BOE [2007].

## 参考文献

- 倉橋徹 [2007] 「イギリス、オーストラリアにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状 (上)」『季報住宅金融』2007秋号。
- 齊藤美彦 [1994] 『リーテイル・バンキング—イギリスの経験』時潮社。
- [1997] 「近年の英国住宅金融組合の動向」『証券経済研究』第6号。
- [1999a] 『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』日本経済評論社。
- [1999b] 「イギリスの金融サービス法制について」『地銀協月報』第472号。
- [2000a] 「英国金融サービス・市場法について」『金融』第644号。
- [2000b] 「1990年代のイギリス四大銀行」『証券経済研究』第28号。
- [2001] 「英国リテール金融機関の再編(上)(下)」『月刊消費者信用』第19巻第10・11号。
- [2002] 「英国の金融サービス補償機構について—預金補償制度を中心に—」『金融』第667号。
- [2003] 「イギリスにおける金融サービス補償制度の統合について」『証券経済研究』第42号。
- [2005a] 「イギリスにおける住宅金融市場の動向」『住宅金融月報』第639号。
- [2005b] 「イギリス住宅金融とマイルズ・レポート」『証券経済研究』第50号。
- [2006] 「FSA体制下の補償制度とオンブズマン制度」, イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制』, 日本証券経済研究所, 第6章。
- [2007a] 「イギリスにおける住宅金融業務のアンバンドリング傾向について—モーゲージ・ブローカーを中心に—」『住宅金融月報』

第662号。

—— [2007b] 「イングランド銀行の金融調節方式の変更 (2006年) について」『証券経済研究』第58号。

—— [2007c] 「イギリスの住宅金融市場の動向と金融機関」『季刊 個人金融』Vol.2 No.4。

Bank of England [2007a] *Financial Stability Report* No.22.

—— [2007b] “Markets and operations” *Bank of England Quarterly Bulletin [B.E.Q.B]* 2007Q4.

—— [2008] “Markets and operations” *Bank of England Quarterly Bulletin [B.E.Q.B]* 2008Q1.

Council of Mortgage Lenders [2007a] *News & Views* No.13-07.

—— [2007b] *CML Market Commentary* Nov -07.

Gieve, J. [2008] *The impact of the financial market disruption on the UK economy.* (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech332.pdf>)

HM Treasury, FSA and BOE [2007] *Banking reform-protecting depositors: a discussion paper.*

Northern Rock plc. [2007] *Annual Report and Accounts 2006.*

Stephens, M. and Quilgars, D. [2007] “Managing arrears and possessions”, *CML Housing Finance* Issue 05-07.

齊藤美彦 獨協大学経済学部教授  
・当研究所客員研究員  
築田優 獨協大学大学院経済学研究科  
博士後期課程