



## ニュージーランドにおけるマクロ・プルーデンス政策の取組み

経済調査部 研究員 井上 裕介  
[inoue@iima.or.jp](mailto:inoue@iima.or.jp)

### 1. 低インフレ化のニュージーランドに潜在する金融システムの不均衡

ニュージーランドは、2012年の人口が約440万人、名目GDPが1,697億米ドルと、それぞれ日本の約29分の1、約35分の1と先進国の中でも規模の小さな国である。一方で、自国通貨であるニュージーランド・ドルは、国際決済銀行の統計によると取引シェアが2.0%（2013年4月時点、全体は合計200%）と経済規模以上の存在感を示している。またGDPにおける貿易依存度が約70%と高いこと、恒常的な経常赤字体質にあり資金調達を海外に依存していることなどから、海外資本の動向に敏感に反応する一面を持っている。

足元のニュージーランド経済は堅調に推移している一方で、国内における金融システムリスクの高まりが懸念されている。特に2012年後半以降にオークランドやクライストチャーチなどの都市部を中心とした住宅市場の貸出増を伴う過熱感が危惧されるようになっている。

ニュージーランドの住宅市況の過熱化は、住宅供給能力の制約、オークランドでは移民の増加、クライストチャーチでは大震災からの住宅再建需要など、実体的な需給の要素で上昇している面もあるが、住宅ローン金利が歴史的低水準にとどまっていることが住宅需要を助長していることも否定できない。

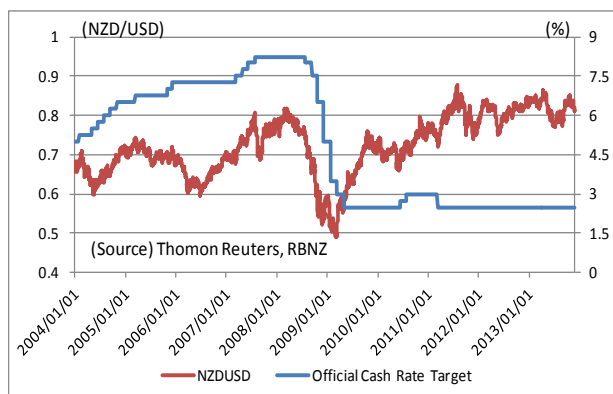
ニュージーランド準備銀行（RBNZ、中央銀行）は、金融システムの安定という視点からみれば、住宅ローン金利の上昇に直接的につながる政策金利の引き上げが望ましいが、一般の財・サービス価格はデフレーション傾向が著しいため利上げできない事情がある。

2011年2月の大震災による景気下振れに配慮して利下げが実施された同年3月以降、政策金利は過去最低水準である2.50%で維持されてきた。背景には自国通貨高の影響による貿易財価格の低下を受けたデフレーション圧力の高まりがある。特に2012年7～9月期から2013年4～6月期にまではインフレ・ターゲットの下限である前年比+1.0%を下回る水準まで消費者物価でみるインフレ率が低下したことから、さらなる自国通貨高と物価下落圧力につながりかねない利上げは見送られてきたのである。

現在の同国の金融政策は、クロスボーダー投資が活発となる中、海外の金融政策や投資環境の影響を大きく受けるようになっており、国内の経済環境だけに合わせて政策を行うことが難しくなっている。現状では政策金利の調整という伝統的な政策ツールにおいては、物価の安定と金融システムの安定は全く逆方向の結果につながる状況になって

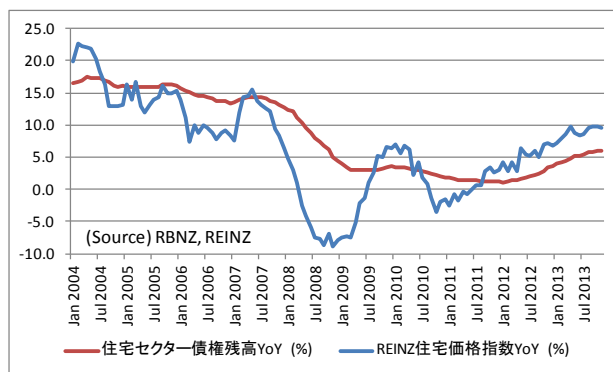
おり、ニュージーランド準備銀行は対応に悩まされてきたのである。

図表1 ニュージーランド・ドルと政策金利の推移



(出所) Thomson Reuters, RBNZ

図表2 住宅関連セクター向け債権と住宅価格指数の推移



(出所) Thomson Reuters, REINZ, RBNZ

## 2. ニュージーランド準備銀行が導入したマクロ・プルーデンス政策の枠組み

こうした中、ニュージーランド準備銀行は物価の安定と金融システムの安定を両立させるために体系的なマクロ・プルーデンス政策の枠組みの導入を決定した。2013年5月、ニュージーランド準備銀行のウィーラー総裁と財務省のイングリッシュ大臣は、「マクロ・プルーデンス政策の理解に係る覚書」<sup>1</sup>に署名し、マクロ・プルーデンス政策の定義や運用方法について合意した。また同月、マクロ・プルーデンス政策の枠組みや運営方針などを詳細に記述した「ニュージーランドの新しいマクロ・プルーデンス政策の枠組み（最終版）」<sup>2</sup>を公表した。

マクロ・プルーデンス政策とは、個別の金融機関の規制監督を通じて全体の金融システムの安定を達成するという伝統的なプルーデンス政策（マイクロ・プルーデンス政策と呼ばれる。）ではなく、金融システムにかかるシステムリスクの評価などを通じて

<sup>1</sup> Memorandum of Understanding on Macro-Prudential Policy  
[http://www.rbnz.govt.nz/financial\\_stability/macro-prudential\\_policy/5266657.html](http://www.rbnz.govt.nz/financial_stability/macro-prudential_policy/5266657.html)

<sup>2</sup> A new macro-prudential policy framework for New Zealand – final policy position  
[http://www.rbnz.govt.nz/financial\\_stability/macro-prudential\\_policy/5270425.pdf](http://www.rbnz.govt.nz/financial_stability/macro-prudential_policy/5270425.pdf)

システム全体の観点から金融システムの安定を図ることを目的とした政策である。マクロ・プルーデンス政策は 2008 年の世界金融危機以降、伝統的な金融政策とマイクロ・プルーデンス政策によって金融危機を防げなかった反省から注目が高まっており、国際通貨基金（IMF）や各国中銀および規制当局などによる調査研究が盛んに行われている。

今回のニュージーランド準備銀行のマクロ・プルーデンス政策の導入に際し、注目すべきは、政策の目的、政策ツール、政策導入までの決定プロセス、政策運営におけるガバナンスや説明責任などを一つのマクロ・プルーデンス政策の枠組みとして体系化したことである。以下に「ニュージーランドの新しいマクロ・プルーデンス政策の枠組み（最終版）」の記述をもとに、政策の詳細を紹介する。

#### ○政策の目的

ニュージーランド準備銀行は、マクロ・プルーデンス政策の目的として、国内金融システムの回復力（Resilience）を高め、信用、資産価格、流動性などのショックから生じる国内金融システムの不均衡に対処することを挙げている。

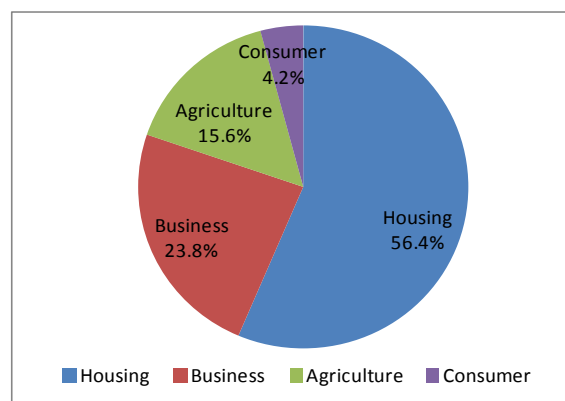
#### ○政策ツール

マクロ・プルーデンス政策に用いるツールとして次の 4 つが挙げられている（図表 4）。

- ・カウンターシクリカル資本バッファの設定
- ・コア・ファンディング・レシオの調整
- ・特定セクター向け融資に対する資本バッファの設定
- ・高 Loan-to-value ratio（資産評価額に対する融資金額の割合、以後 LVR と表記）の住宅関連セクター向け融資の比率に係る総量規制

これらのうち後の 2 つのツールについては、ニュージーランドの金融システム特有のリスクを反映したものである。特定セクターにおける追加の資本バッファの要求は、ニュージーランドの金融システムにおいてシェアの大きい住宅関連セクターと農業セクターを想定したものである。ニュージーランドの貸出に占める住宅関連セクターの占める割合は 50%を超えており、同国の金融システムにおける影響度は最も大きい。また、同国の輸出の約半分を国際商品市況の影響を受ける農業関連の 1 次産品が占めていることもあり、農業セクター向けの貸出の割合も比較的高く、同国の金融システムに対する影響度は大きいと考えられるからである。

図表 3 セクター別の貸出シェア（2013 年 11 月）



（出所）RBNZ

図表4 マクロ・プルーデンス政策における4つのツール

<ul style="list-style-type: none"><li>• The countercyclical capital Buffer (カウンターシクリカル資本バッファの設定) 民間セクターの信用拡大が金融システムのリスクにつながると判断された場合、追加の資本バッファ(0~2.5%)を要求する。平時の場合はゼロとなる。Basel IIIに含まれるものと同じであるが、RBNZが必要と認めた場合、2.5%以上の資本バッファを求めることがある。</li><li>• Adjustments to the core funding ratio (コア・ファンディング・レシオの調整) コアの資金調達(銀行預金、ホールセール市場からの長期の資金調達、自己資本など)の最低基準を75%と設定し、資金調達環境の変化に対応して調整する。具体的には、環境が良い時は、最低基準比率を引き上げ、悪化したときは引き下げる。</li><li>• Sectoral capital requirements (特定のセクター向け融資に対する資本バッファの設定) 特定のセクター向けの与信に対して追加の資本積み増しを要求する。カウンターシクリカル資本バッファのセクター限定バージョンともいえる。同国の金融システムへの影響度が大きい住宅関連セクターや農業セクターが対象として想定されている。</li><li>• Quantitative restrictions on the share of high loan-to-value ratio loans to the residential property sector (高LVRの住宅関連セクター向け融資の比率に係る総量規制) 住宅セクター向けの新規融資におけるLoan-to-value ratioの高い融資の割合を制限する。</li></ul>
--

(出所) A new macro-prudential policy framework for New Zealand – final policy position より筆者作成

#### ○政策導入までの決定プロセス

ニュージーランド準備銀行は、マクロ・プルーデンス政策導入のためのプロセスについて以下の4つのステップを挙げている。このプロセスにおいて、政策導入の決定の背景にある経済指標の不均衡の評価および分析、マクロ・プルーデンス政策導入の妥当性(他の政策ではなくマクロ・プルーデンス政策を採用する妥当性)の検証、金融機関や市場との事前のコミュニケーションの強化、マクロ・プルーデンス政策導入によるメリットとコストの評価・分析、政策導入までの十分な通知時間の設置など、政策の透明性に対するできる限りの対応が採用されている。

図表5 マクロ・プルーデンス政策実施までの4つのステップ

Step 1: Systemic risk assessment システミックリスクの評価・分析
Step 2: Case for macro-prudential intervention マクロ・プルーデンス政策の導入の検討
Step 3: Instrument Selection 政策ツールの選択
Step 4: Implementation マクロ・プルーデンス政策の実施

(出所) A new macro-prudential policy framework for New Zealand – final policy position より筆者作成

図表6 マクロ・プルーデンス政策の判断に使用する経済指標の例

指標タイプ	マクロ・プルーデンス指標	金融状況
マクロ経済	信用	レバレッジと貸出市場の状況
	家計の信用	レバレッジと貸出市場の状況
	民間企業の信用	レバレッジと貸出市場の状況
	農業セクターの信用	レバレッジと貸出市場の状況
	政府債務	レバレッジと貸出市場の状況
銀行セクター	自己資本	バランスシートの強靱性
	不良債権	資産の質
	特定セクターの要監視貸出	資産の質
	高LVRの貸出	レバレッジとリスク志向
資産市場	住宅価格	資産市場の状況
	商業不動産の価格	資産市場の状況
	農地価格	資産市場の状況
	市場における資金調達スプレッド	資金調達と信用市場の状況
定性指標	銀行の貸出基準	リスク志向

(出所) A new macro-prudential policy framework for New Zealand – final policy position より筆者作成

### ○政策運営におけるガバナンスや説明責任

ニュージーランド準備銀行はマクロ・プルーデンス政策決定前に財務省に事前に相談し、将来の変更を正当化する条件について報告し続ける。一般向けには、年2回のFinancial Stability Reportで、金融システムのリスク評価やマクロ・プルーデンス政策の決定について説明する。

### 3. 住宅関連セクター向けの新規融資の総量規制の導入

2013年8月、ニュージーランド準備銀行は、同年5月に公表したマクロ・プルーデンス政策の枠組みに基づき、同年10月より国内の住宅関連セクターの融資に係る総量規制を導入することを発表した。続いて同年12月には、国内の住宅関連セクターのうち、住宅建設投資向けの新規融資について規制の適応外とすることを発表した。

具体的な規制内容は、国内に登録する全ての銀行に対して、新規の住宅関連セクターに係る融資に占めるLVRが80%を超過する融資を全体の10%以下にとどめるというもので、住宅関連セクター向け貸出の増加スピードの抑制（貸出総量の抑制ではない）を意図したものである。

ニュージーランド準備銀行は、今回のマクロ・プルーデンス政策の実施によって、住宅関連セクターに対して30bpの利上げと同様の金融引き締め効果があると試算している。また2013年12月のMonetary Policy Reportにおいても、マクロ・プルーデンス政策に2014年の住宅価格の上昇を年率1~4%抑制する効果があると予想している。

政策導入から3カ月余りしか経過していないこともあり、経済統計における足元の住宅向けの新規貸出額や住宅価格への影響は限定的である。ただ高LVR向けの融資状況をみると、金融機関により規制は遵守されていることから、今後の新規の貸出額や住宅価格の上昇スピードの抑制への効果が期待される。

図表 7 政策導入後の高 LVR の住宅向け貸出の動向

	Total new commitments (\$ millions)	LVR 80% or below (\$ millions)	LVR above 80% (\$ millions)	Exempt above 80% LVR (\$ millions)	High-LVR share before exemptions (%)	High-LVR share after exemptions (%)
Aug 2013	4,298	3,160	1,137	..	26.5	..
Sep 2013	4,705	3,507	1,198	..	25.5	..
Oct 2013	4,470	3,899	571	53	12.8	11.7
Nov 2013	<b>4,435</b>	<b>4,124</b>	<b>311</b>	<b>57</b>	<b>7.0</b>	<b>5.8</b>

(出所) RBNZ

#### 4. ニュージーランド準備銀行の取組みが今後の世界の金融システム安定の試金石に

今回のニュージーランド準備銀行のマクロ・プルーデンス政策の取組みは、ニュージーランドのような外部環境に影響を受けやすい国にとっては、2008年の世界金融危機時の反省を踏まえた金融システム安定のための新しい枠組みとして評価できる。その一方で、マクロ・プルーデンス政策の実施例は金融政策などと比較して少なく、その政策効果はやってみなければわからない面も大きい。ニュージーランドの他にも、経済成長に対する期待の大きい新興国や、国際商品市況の影響の大きい資源国などの多くに、中央銀行の金融政策における自国通貨高と金融システム安定のジレンマがみられることから、今回のニュージーランド準備銀行の取組みは、これらの国にとってマクロ・プルーデンス政策の本格的な導入に係る試金石となることも考えられる。

ただ今後もマクロ・プルーデンス政策の議論が進んでいくことは間違いなく、実体経済や金融政策の予測、株価、債券、通貨、住宅価格などのマーケットの価格の分析について、マクロ・プルーデンス政策実施の観点からみるのも重要になってくるだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>