

研究指導 石光 真 教授

FRB の金融政策

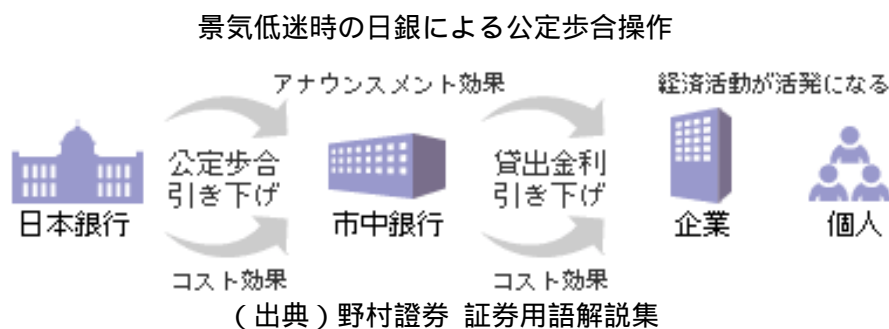
渡辺 絵理

1. 金融政策

(1) 金融政策

一般的に中央銀行が行う金融政策としては以下の3点が挙げられる。

まず一つ目は「公定歩合操作」である。これは中央銀行が公定歩合を操作することで市場のマネーサプライ¹を調節し、ひいては景気を調節する政策である。



上図は、景気が低迷している際の日銀の公定歩合操作を示したものである。景気が低迷すると、日銀は公定歩合を引き下げる。すると、お金の流動性が増加し、それを受けた市中銀行は企業への貸し出し金利を引き下げる。これにより、企業や個人は銀行から安く資金を借りることが可能になるので、結果的に経済活動が活発になる。

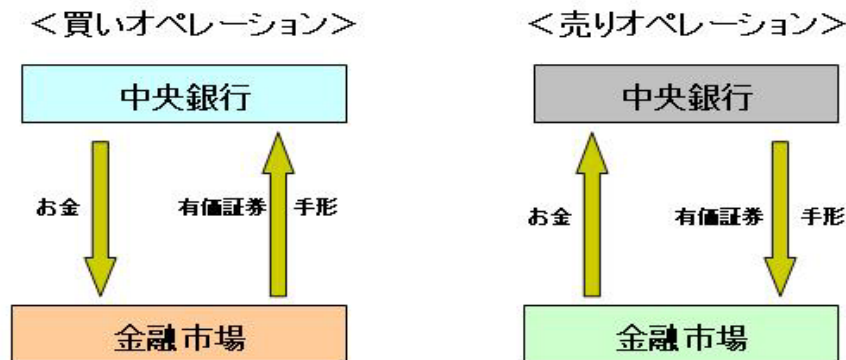
しかし今日、インターバンク市場²の発達により、民間銀行同士の貸し借りが増加したため、公定歩合操作は実際には、アナウンスメント効果³しか持たなくなっている。

二つ目は「預金準備率操作」である。金融機関は、保有している預金の残高に応じた一定の資金を中央銀行の当座預金に積んで置くことが義務付けられている。預金準備率はこの時に使う比率で、預金準備率操作はそれを中央銀行が操作することで行っている政策である。

中央銀行は、景気が過熱している際には預金準備率を引き上げ、銀行の手持ちの資金を減らす。よって、それだけ融資に回せる資金量が減少するので、銀行は企業などへの貸し出し金利を上げて、収益を得ようとする。その結果、企業などに貸し出す資金が減り、景気が抑制されるのである。逆に、景気が低迷している際には、中央銀行が預金準備率を引き下げることによって、民間銀行の預金準備に回す資金量が減り、手持ちの資金が増える。そのため、民間銀行から企業などへ貸し出すお金の量が増え、景気は活発になるのである。

三つ目は「公開市場操作」だが、そもそも公開市場（オープン市場）とは、短期金融市場のうち、金融機関に加え金融機関以外の企業も参加する市場のことを指す。そして、公開市場操作とは、中央銀行が公開市場において証券を売買することにより、市場に出回るマネーサプライや金利を操作しようとするものである。

景気が低迷していて、金利を下げたい場合、中央銀行は市場で民間銀行などが保有している証券を買い上げる。各銀行は中央銀行に、準備預金を預けている当座預金口座を持つが、当座預金口座に預けたお金は無利子であるため、各銀行は当座預金に収められている余分なお金を企業などへの貸し出しに回そうと考える。そして、銀行から企業に貸し出す量が増えるため、金利は下がり、企業活動は活発化する。中央銀行が行うこのことを、買いオペレーションという。逆に景気が過熱している場合には、中央銀行は売りオペレーション、つまり民間銀行に証券を売ることを行い、民間銀行による企業などへの貸し出しを抑制する。



(出典) All About「FRB (連邦準備銀行) ってどんな銀行？」から作成

(2) FRB が扱う金利

FRB は、公定歩合と FF (フェデラル・ファンド) 金利の二種類の金利を上げ下げすることで金融政策を行っている。

一つ目の公定歩合は、中央銀行が民間銀行に資金を貸し出す際の金利で、金融政策の大切な基準となるものである。しかし前述した通り、近年ではインターバンク市場の発達により、FRB、日銀ともに公定歩合の形骸化が目立ち、FRB では 1990 年から公表されるようになった FF 金利が、そして日銀では金融機関同士の資金の貸し借りの際の金利であるコールレートがそれぞれ主要な操作目標とされ、公定歩合の変更は実際にはアナウンスメント効果しか持っていない。

次に FF (フェデラル・ファンド) 金利だが、FF とは、アメリカの民間銀行が預金残高に応じて FRB に預ける準備預金のことである。そして、FF 金利とはその資金を短期市場で調達する際の金利のことをいう。FRB はこの FF 金利の目標を誘導することで金融市場における資金の需給調節を行っており、今日最も重要な金融操作指標である。

2. アメリカ連邦準備制度 (FRB) について

(1) 目的と機能

FRB は 金融政策、金融市場の流動性と安定性の維持、 預金金融機関の規制、 財務省および金融機関へのサービスの提供、 効率的な全国的決済メカニズムの維持、 地域開発・再開発の促進を目的としている。

また、金融政策の最終目標を「完全雇用と物価の安定の達成」とし、長期的目標として物価安定の下で通貨と信用総量の適切な供給、短期的目標としてインフレ圧力を克服するための政策調

整を行っている。

(2) 制度～3つのFRB

FRBという言葉が指す機関は、3つある。

まず一つ目の機関は、連邦準備銀行である。この機関は、12の地区連邦準備銀行（地区連銀）⁴に分割されており、9人の取締役から構成される。

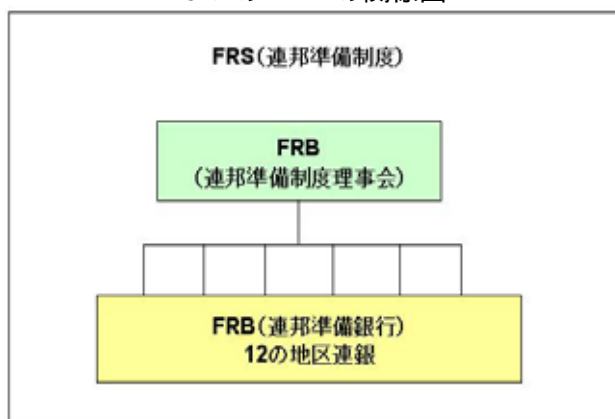
市中銀行の監督と規制など、公開市場操作以外の連邦制度の業務を行い、また連邦準備券つまりドル紙幣の発行も行っている。さらに連銀は株式を発行しており、幹部行員は民間金融機関同様の肩書きを持つ。しかし、本来の目的が株主の利権ではなく公共の利益を目指す点や、連邦準備制度理事会が一般的な監督権を持っているために、株主の権限や特典が一般の銀行よりも制限されている点では民間の銀行とは異なっている。

二つ目の機関は、連邦準備制度理事会である。この機関は連邦準備制度の統括機関で中央銀行に相当する。大統領から任命され、上院の承認を得た議長1名、副議長1名を含めた7名の理事で構成されている。

金融政策の策定と実施を実務としており、具体的には第一に、連邦準備銀行によって行われる公定歩合の設定を審議し承認を与えること、第二に、預金金融機関の法定準備率を法律に定めた一定限度内で変更する権限を持つこと、第三に、公開市場操作を行うことである。また、金融以外の分野では規制と監督の諸活動、消費者保護と地域問題と諸活動の、すべてに最終責任を負っている。

三つ目の連邦準備制度は、連邦準備銀行や連邦準備制度理事会などを全てひっくるめた制度自体のことで、Federal Reserve Systemの頭文字をとってFRSといわれることもある。アメリカの中央銀行制度全体を指している。

<3つのFRBの関係図>



(出典) All About「FRB(連邦準備銀行)ってどんな銀行?」から作成

上図は、3つのFRBの関係を図にしたものである。連邦準備制度の統括機関である連邦準備制度理事会、この下に市中銀行の監督・規制を行う12の地区連銀が位置する。そして、このアメリカの中央銀行制度全体を連邦準備制度という。

(3) その他のFRBの構成機関

・FOMC(連邦公開市場委員会)

金融政策を決める意志決定機関。FRBの中で最も大事な機能で、日本でいうと日銀の金融政策決定会合に当たる。年8回定期会合が開かれ、FRBの内国公開市場操作を指揮し、金融政策の一般的運営を管理している。またFRBの外国為替市場での操作を監督する。

連邦準備制度理事会の理事7名と12の地区連銀の総裁5名から構成されており、伝統的に連邦準備制度理事会の委員長がFOMCの議長も兼任する。また、ニューヨーク連銀の総裁は常時議決権委員であり、副議長を務めることになっている。

議論を統括するFRB議長は、金融政策に関する提案を行う際、自分の意見を優先することができる。

・加盟銀行

アメリカの商業銀行の半分弱が加盟している。国宝銀行は全て加盟しなければならず、州法銀行は、FRBが定めた加盟条件を満たしていれば任意に加盟できる。加盟することのメリットは準備銀行の取締役9人のうち6人を選挙することができ、準備銀行株式会社には年6%の配当を受けることである。その代わりに、自分の属する準備銀行の株式を買い入れなければならず、また、準備銀行によって監督され検査されるという義務も生じる。

・諮問委員会

有力な商業家で構成される連邦諮問委員会や消費者問題に関係をもつ消費者諮問委員、貯蓄貸付組合・貯蓄銀行・信用組合の代表からなる会貯蓄機構諮問委員会などがある。

(4) FRBの三大政策の重要性の比率

FRBが金融機関同士でのやりとりを望んでいるために、公定歩合操作による経済操作はFF金利を誘導するという意味では機能するが、直接経済に訴えるという効力は減少している。準備率操作によりマネーサプライを調節することで経済を操作することができるが、準備率は法律で上限を決められていることや、準備率の急上昇は銀行に混乱をもたらしてしまう点を考えるとあまり機能していない。公開市場操作は銀行がもつお金の量を直接的に操作できるので、FF金利に訴える力が大きい。そのため、市場公開操作が重要視されている。

(5) 政府との関係～一定の独立性

FRBとアメリカ政府との間には、一定の独立性という関係がある。FRBは政府の権力中枢部による濫用を防ぐために、ある程度の政治的圧力から隔離されているのである。それは、FRBの決定に対して政府の許可を受ける必要がないこと、行動を政府によって公式に承認されなくてもよく、その経費は通常の議会の予算充当課程を経ずに自らの収入で賄われること、理事の任期が14年とかなり長いことに表れている。

FRBは大統領選挙前になると、政府から利下げの圧力をかけられることが多い。しかし、歴代

の議長はその時の経済状況から冷静に判断し、圧力に屈しない金融政策を採ることに成功してきている。

3. 歴代の議長

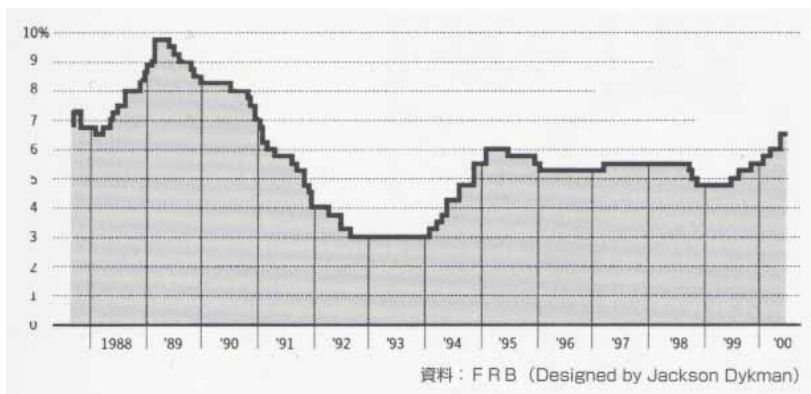
(1) 第12代議長 ポール・ボルカー (1979.8～1987.8)

ボルカーは就任中、石油危機後のインフレに積極果敢に立ち向かう。80年代には「ボルカーショック」と呼ばれる、短期金利を5%から20%近くまで引き上げる金融引き締め政策を行い、過剰だった流動性を一気に吸収。その結果、インフレ率を下げることに成功し、その後の長期的な米国景気拡大の基盤を整えたとして、ウォール街を中心に英雄と賞賛される。

しかし、レーガン政権の大統領選挙の際に、利下げをするよう圧力をかけられ、レーガン政権とボルカーの間に確執が生じる。その結果、自分の意見が通らない組織で議長を続けることに疑問を持ったボルカーは、再指名を求めることなく退任。このようにボルカーは、政府に対する独立性を大切にし、政府の圧力に屈することなく議長を勤め上げた。

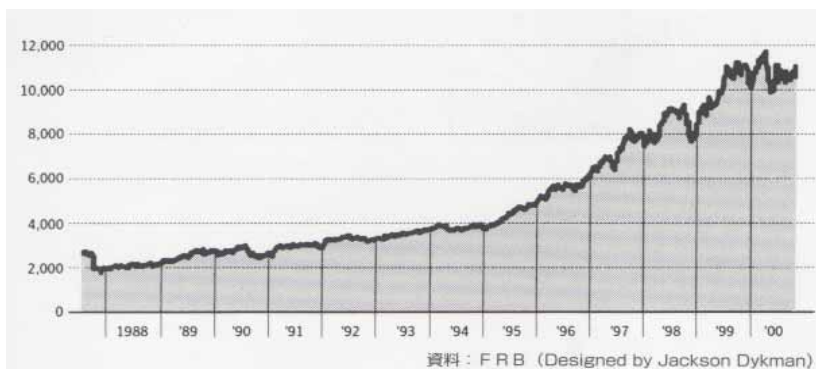
(2) 第13代議長 アラン・グリーンスパン (1987.8～2006.1)

フェデラル・ファンド金利誘導目標(FOMCが設定)



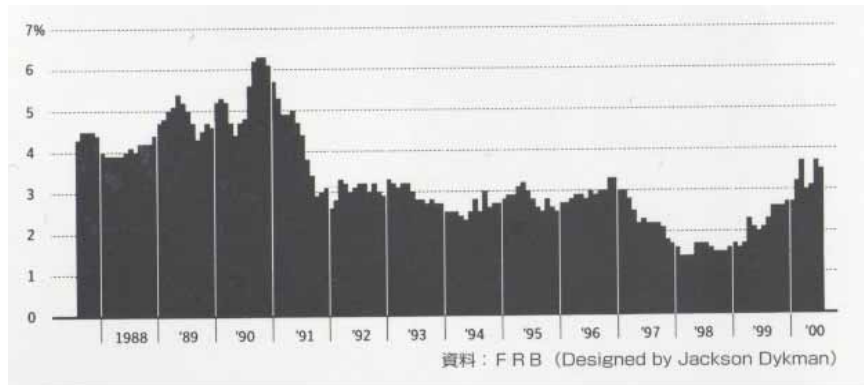
(出典) ボブ・ウッドワード『グリーンズパン』より

ダウ工業株30平均株価(1987年8月以降の毎週の終値)



(出典) ボブ・ウッドワード『グリーンズパン』より

インフレ率(消費者物価指数の前年同月比上昇率)

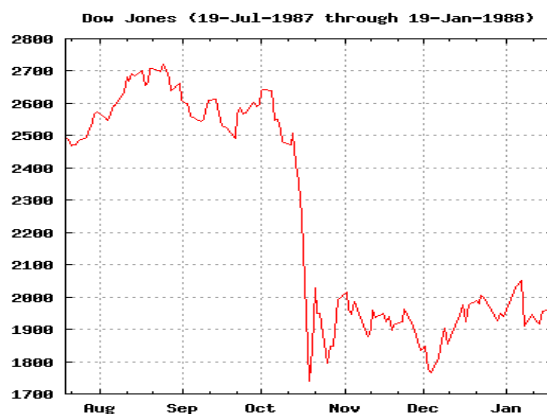


(出典) ボブ・ウッドワード『グリーンズパン』より

【実績】

- ・ブラックマンデー(1987)

ダウ平均株価の推移(1987.7.19 ~ 1988.1.19)



(出典) フリー百科事典『ウィキペディア (Wikipedia)』

1987年10月19日月曜日、ダウ平均株価が508ドル、22.6%下落し、米国金融史上最高の下げ幅を記録した事件。この22.6%という数字は1929年の大恐慌のほぼ2倍の下げ幅であった。これに対し直ちにグリーンズパンは、“市場に大量に資金を供給する”という主旨の声明文を発表し、資金の流動性を保証。この声明文によって株式市場は以前の水準を上回るほどに回復し、市場の信頼を獲得することに成功した。

この時グリーンズパンはFRB議長に就任してわずか72日目のことだった。

- ・クリントン政権の財政赤字削減策への協力(1994 ~ 1996)

1992年の大統領選挙で勝利したクリントン大統領は、最初の一般教書演説の中で、1400億ドルを目標とする大幅な財政赤字削減策を打ち出した。この1400億ドルという数字はグリーンズパンが分析に基づいて提示したものであり、多くの政治コンサルタント達から目標が高すぎると反対が相次ぐ状況の中、大統領はこの案を採用した。

これにより、グリーンズパンが大統領から信頼を寄せられていたことが窺える。

・ 予防的利上げによる軟着陸⁵ (1994 ~ 1996)

景気が急速に拡大していることをきっかけに、インフレの芽が見えないうちから予防的利上げを行うことによって景気を軟着陸させた。景気の軟着陸とは、94年の経済成長を少し抑え、加熱気味になると予想される景気の頂上部分を少し削って、その分95年と96年の景気が急落するのを防ぐものである。

継続的に7回もの、そして3%から6%へと急速な利上げを行ったことから多くの批判が起きたが、アメリカは成長を維持し続け、軟着陸は成功した。

・ 「根拠なき熱狂」 (1996)

1996年12月5日にワシントンで行われた講演で、株式市場の高騰の危険性を示すためにグリーンズパンが使用した言葉。

「いつ根拠なき熱狂が資産価値を過度に上昇させ、それが次には過去10年間の日本で起きたような予想外の、そして持続的な値下がり転ずるかなど、どうすれば分かるのだろうか。」

グリーンズパンのこの発言が報道された直後から世界の株式市場は下落しはじめ、東京では3.9%、オーストラリアでは2.9%、香港では2.9%、イギリスでは2.1%、ドイツでは4.05%の下落を記録した。アメリカでは直後一週間で3%下落した。

・ アジア通貨危機(1997 ~ 1998)

1997年にタイ、フィリピン、香港、韓国、マレーシア、インドネシア、と立て続けにアジア各国で通貨危機が勃発。その影響から、98年までの一年間はアメリカや日本を初めとした多くの国で、経済恐慌などの危機に陥らないまでも、深刻な経済ダメージを負った。

() タイ経済危機(1997)

救済はIMFに委ね、米政府はIMFの支援を行う。

() 韓国経済危機(1997)

米政府は、韓国向けに融資していた各国の銀行に返済期限を延長するように呼びかける。

米政府はタイ・韓国両方の国から直接的な救済を求められたが、上記のような間接的な救済方法を採用した。これは、モラル・ハザード⁶の恐れを指摘したグリーンズパンの意見が、政府の意思決定に大きな役割を果たした結果だといえる。

・ ロング・ターム・キャピタル・マネジメント(LTCM)の破綻危機(1998)

LTCMは数ある中でもずば抜けて運用成績がよく、世界の金融市場にとっては重要なヘッジ・ファンド⁷であった。しかし数ヶ月前に起こったロシア通貨危機の影響を受けて破綻の危機に陥り、それは世界の金融システムの危機を意味した。

そこでFRBが仲介役となり、LTCMに融資していた16社の金融機関に破綻を防ぐために必要な資金を拠出させることに成功。市場は落ち着きを取り戻す。

- ・ 9.11 事件(2001)

FRB は、欧州中央銀行(ECB)との間でスワップ協定を取り決め、欧州の銀行がドルを、米銀がユーロを中央銀行を通じて調達できるルートを確保し、市場に大量の流動性を供給する。また、先行きへの不透明感を背景に企業や消費者の支出が鈍ったため、FF 金利誘導目標を 4 回に渡り引き下げる。

その結果、当初こそ打撃を受けて混乱した市場も、2 ヶ月ほどで回復に転じた。

- ・ 米市場のデフレ危機(2003)

イラク戦争に対する不安と不透明感のため、米市場はディスインフレが長期化し、デフレの危険が出てきた。そこでグリーンズパンは、当面の経済状況から考えると不要な利下げを行った。これは、利下げによる様々なリスクを負ってでもデフレに陥る可能性を摘み取ることが目的であった。

【情報公開】

- ・ FF 金利誘導目標の公開(1990)

それまで非公開だった FF 金利誘導目標を公表することで、金利に対する関心が高まり、FRB の金融政策の重要性を認識されるようになった。

- ・ FOMC のトランスクリプト⁸の公開

FRB への関心が高まり、また議長のカムも高めることになる。

【評価】

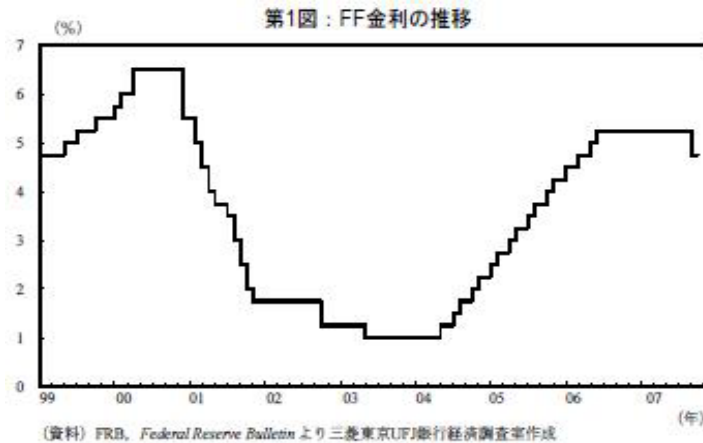
議長に就任してたった 2 ヶ月後に起きたブラックマンデーをみごとな金融政策で乗り切り、また 1990 年代にはアメリカ黄金時代を招来するなど、退任後の現在においてもその手腕は高く評価されている。

「グリーンズパンがいる時に、誰が金(ゴールド)を必要とするだろうか⁹」「グリーンズパンが発言し、世界が震撼する¹⁰」「すべての目がアラン(グリーンズパン)に集まる¹¹」「グリーンズパンの奇跡的な治癒」「グリーンズパンの黄金の言葉」等々、新聞や専門誌などで賞され、グリーンズパンは絶大な注目を集めた。また 1996 年の再任に対しては、全国の大企業の CEO の実に 96%が支持するなど、絶大な信頼を得ることに成功した。

また、前議長ボルカーと同様に政府からの利下げ圧力に屈することなく、逆に政府に対して財政赤字削減策を提示するなど、引き締め姿勢を貫いた。

(3) 第 14 代議長 ベン・バーナンキ (2006.2 ~)

FF 金利の推移(1999 ~ 2007)



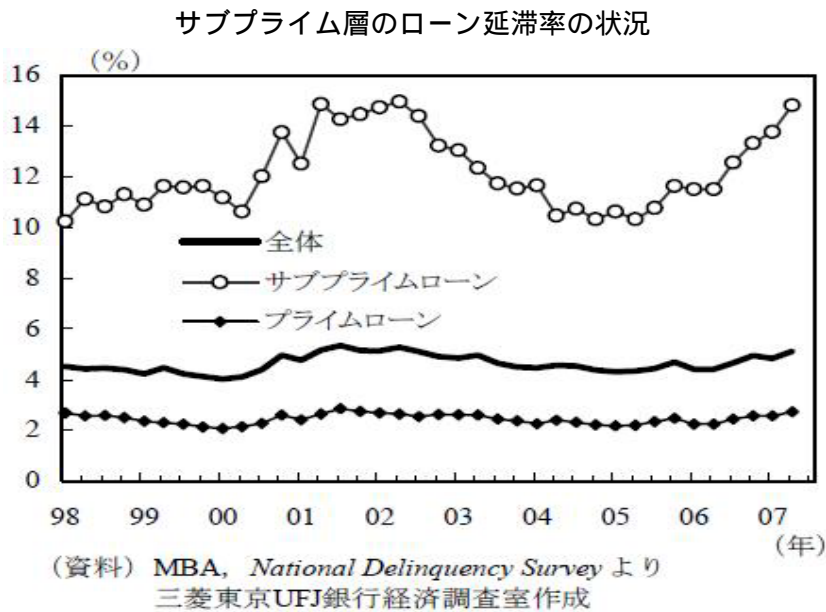
(出典) 経済レビュー「米サブプライム問題と金融・経済への影響」から

グリーンズパンから議長職を引き継いだバーナンキは、就任後すぐにサブプライム問題に直面する。この問題は 2000 年からの住宅ブームが下火になり、住宅価格上昇率が急激に鈍化したことから、一部の階層の人々が打撃を受けたものである。

住宅価格上昇率が鈍化しても、たいていの持ち家世帯では、以前の住宅価格の大幅な上昇で住宅エクイティ¹²が増えているため、それほど苦しい状況には陥らなかった。しかし、サブプライムローン¹³を利用して初めて住宅を購入した低所得者層は、住宅ブームに乗る時期が遅かったため、エクイティがそれほどないまま毎月の返済が滞るようになってしまうケースが増加した。



このグラフは米住宅価格と着工件数の推移を表したものである。このグラフからも分かるように 2006 年、住宅価格と着工件数のどちらも急激に低下している。



さらに、このグラフはサブプライム層のローン延滞率の状況を表したものである。プライムローン・ローン全体ともに延滞率は横ばいだが、サブプライムローンは2006年から急激に延滞率が増加しているのがわかる。

2006年度貸し出された住宅ローンの総額は3兆ドル近くだが、そのうちの5分の1がサブプライムであり、そしてもう5分の1がオルトAローン¹⁴である。このオルトAローンとは、プライムローンとサブプライムローンの中間レベルに位置するもので、信用実績は良好だが、所得や資産内容に問題がある人を対象に貸し出しているローンである。サブプライム問題が解決したら今度はこのオルトA問題が浮上する可能性が高いといわれている。

以上のことから、バーナンキの当面の課題はこの住宅ローン利用者問題を解決することである。また、バーナンキは議長就任以来、サブプライム問題に対する対策として利下げを続行中だが、利上げしなければならない局面になった時に前議長たちのように迅速に利上げに踏み切れるかどうかも課題だといえる。

4. FRBの成功の秘訣

以上のことから、FRBの成功の秘訣は以下の二つであると考えられる。

まず一つ目は、歴代の議長の金融政策に対するバランス感覚が良く、またFOMC会議における権限も強いいため、正しい金融政策が実行されやすいこと。そして二つ目は、FRBが政府に対して一定の独立性を持っていることから、利下げなどの圧力を回避することができることである。

5. FRBから日銀が学べること

日銀は2006年7月にゼロ金利政策を解除したばかりで、金利はまだまだ低い。そのため、利上げはできるが、利下げをする余地が非常に小さい。よって、日銀はFRBのように、景気の状況に合わせて利上げ・利下げを大幅に、頻繁に実施し、利下げする余裕をつくるのが大切だと考え

られる。

<参考文献>

- ・ ポブ・ウッドワード『グリーンスパン』日本経済新聞社 2001
- ・ アラン・グリーンスパン『波乱の時代 - わが半生とFRB - 上』日本経済新聞出版社 2007
- ・ アラン・グリーンスパン「私の履歴書」『日本経済新聞』2008年1月連載
- ・ ベン・バーナンキ『リフレと金融政策』日本経済新聞社 2004
- ・ 久保田博幸『金融の基本とカラクリがよ～くわかる本』秀和システム 2006

<参考資料>

- ・ 神々の崩壊：世界を揺るがすヘッジファンド危機 <http://tanakanews.com/981013LTCM.htm>
- ・ 慶応義塾大学総合政策学部 草野厚研究会「米国連邦準備制度について」
http://fdr.sfc.keio.ac.jp/klab/2003_spring/0624/030624_report.pdf
- ・ 高橋洋一「米の中央銀行総裁は著名な学者 バーナンキはわかりやすさがモットー」
<http://www.inose.gr.jp/mailmaga/mailshousai/2006/060511.html>
- ・ 日本銀行 <http://www.boj.or.jp/>
- ・ はてなダイアリー
<http://d.hatena.ne.jp/keyword/%C6%B1%BB%FE%C2%BF%C8%AF%A5%C6%A5%ED>
- ・ 読売新聞 <http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/yougo/000181.htm>
- ・ All about <http://allabout.co.jp/career/worldnews/closeup/CU20070905A/index.htm>
- ・ exBuzzwords
http://www.exbuzzwords.com/main/keyword.asp?main_key=3630
http://www.exbuzzwords.com/main/keyword.asp?main_key=4001

1 貨幣の総供給量。

2 1年未満の資金が取引される短期金融市場の中でも、金融機関のみが参加し資金の貸し出しを行う市場。一般の法人が自由に参加できる短期金融市場のことはオープン市場という。

3 経済政策や経済予測が発表されると、それが経済主体の心理に影響を及ぼし、実体経済が変化する前に各主体の行動が変化すること。

4 本店はそれぞれボストン、ニューヨーク、フィデルフィア、クリーブランド、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、カンザスシティ、ダラス、サンフランシスコにある。

5 ソフト・ランディングのこと。実態価値から離れて価格が上昇するバブル状態になった経済を、大きなショックを与えることなく沈静化していく。

6 リスクの高い投資を行った者を救済したために、次も助けてもらえるとの期待をうむこと。

7 100人以下の個人や法人から資金を集めて運用する金融会社。無数の人々から金を集める銀行などに比べ、はるかに公共性が低いため、金融当局による監督や規制をほとんど受けていない。

8 FOMC会議を録音しそれをもとに文書に起こしたもの。毎年のトランスクリプトをそれぞれ5年後に公開する。

9 『ニューヨーク・タイムズ』1999年5月4日。

10 『ユーロピアン』1998年7月27日。

11 『エコノミスト』1998年9月26日。

12 住宅価格と住宅ローン残高の差額。

¹³ 低所得者や過去に破産歴があるなど、信用力の低い人々（サブプライム層）に対して貸し出すアメリカ特有のローン。審査基準はゆるいが、低所得者を対象としていることから返済が滞るリスクを考慮して金利は高く設定されている。最初の数年間の金利は低いが、除々に高くなる。

¹⁴ アメリカの住宅ローンのうち、信用力の低い人向けのサブプライムローンと、信用力の高い人向けのプライムローンの中間レベルに位置するもの。サブプライムローンと比較し、信用力は高いものの、所得や資産内容に若干の問題がある人に対するローン。