

いちからわかる中央銀行と金融政策⑦

米国の中央銀行（Fed）の金融政策① Fedの仕組みと金融危機に直面するまでの動き

河村小百合

米国の中央銀行は連邦準備制度（Fed：The Federal Reserve System）である。「制度」という名称は中央銀行のイメージになじまないような感じもするが、米国の場合、実は一つの「中央銀行」が存在するわけではない。図表

1に示すように、鍵となる三つの主体から構成される集合体が中央銀行の役割を担い、具体的には①金融政策の遂行、②金融システムの安定の維持、③金融機関の監督と規制、④決済システムの安全性と効率性の向上、⑤消費者保護と地域開発の促進、という五つの機能を果たすという、分権的な中央銀行制度となっている。

1 Fedを構成する三つの主体

鍵となる三つの主体とは、①連邦準備制度理事会（FRB）、②一二の連邦準備銀行（地区連銀とも呼ばれる）、③連邦公開市場委員会（FOMC）である。

FRBは七名の理事から構成され、Fedが担う全てのオペレーション、換言すれば五つの機能の全てを総括する役割を担う。

地区連銀は全米で一二行が存在し（図表2）、各地区における金融機関の監督や決済システムの運営を担っている。このうちニューヨーク（NY）連銀には、Fed全体として金融政策を運営

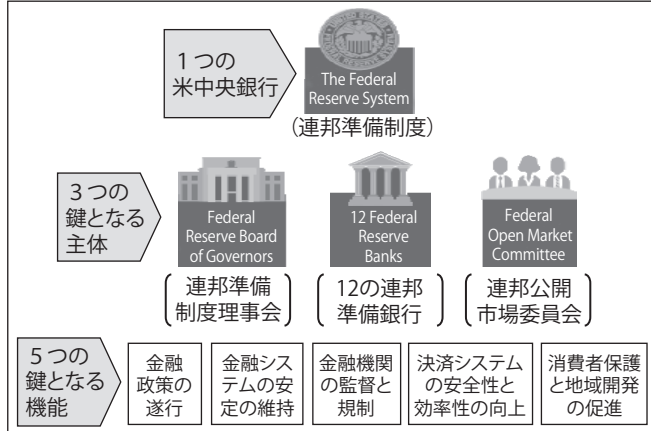
するうえでの勘定（システム公開市場勘定）が置かれ、同行は金融市場に対する日々の資金供給・吸収オペレーション等々の金融調節を一手に担うという特別な立場にある。

実際の金融政策運営はFOMCで決定され、NY連銀への金融調節の具体的な指示もFOMCから発せられる。FOMCのメンバーは、FRBの理事七名全員と、地区連銀総裁一二名から毎年五名が、二〜三年サイクルでの輪番方式で加わって構成されるが、金融調節の実務を担うNY連銀総裁は常にメンバーに加わるようになっていく。ちなみに、Fedの金融政策運営の目的は、議会が定めた連邦準備法に「最大雇用と物価安定、および適度な長期金利という目標の達成を効率的に推進すること」と明確に規定されている。

ら辞任しない限り一四年という長い任
し、上院の承認を経て就任するが、自
FRBの七名の理事は大統領が指名

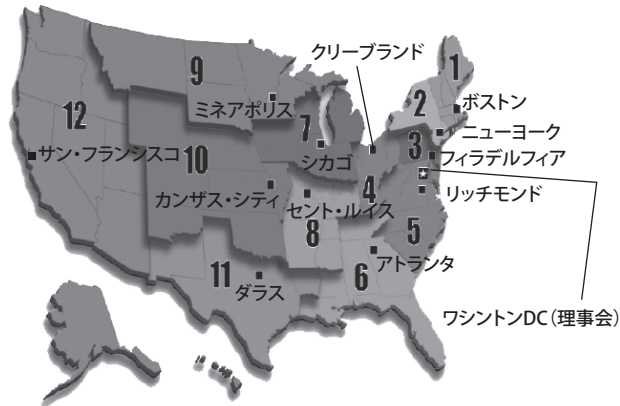
2 強い独立性の源

図表 1 米連邦準備制度(Fed)の構成と機能



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System Purposes & Functions, 10th edition, October 2016, p1 Figure 1.1を基に日本総合研究所作成

図表 2 12の地区連邦銀行



(資料) 図表 1 前掲資料 p4 Figure 1.3 を基に日本総合研究所作成

期が与えられ、政治情勢の変化に左右
されにくいFedの強い独立性を担保
している。ただし、実際の人事運営は
容易ではなく、現在も七名の理事ボス
トのうち二名分は空席の状態にある。

として名高かったボルカー議長の内
期間は七九年八月〜八七年八月まで
の八年間。続くグリーンズパン議長は
八七年八月〜二〇〇六年一月までとい
う、実に約一八年半という長期間にわ

FRBの議長と副議長
は理事のなかから大統領
が指名し、上院が承認す
るが、その任期は四年で
ある。米国の中央銀行の
トップであるFRB議長
はFOMCの議長も務め
ることになっている。

このFRB議長は、か
つては長い任期を務める
ことが多かった。米国の
経常収支赤字と財政赤字
という「双子の赤字」に
苦しんでいた一九八〇年
代、インフレ・ファイター

たりFRB議長の座にあった。同議長は、公式の場での発言が少なく、なかなか理解がたいことでも有名だったものの、当時としては史上最長の米国の景気拡大を実現したことから、市場関係者の間でマエストロ（巨匠）などともてはやされていた。

3 世界的な金融危機へ

しかしながら、バーナンキ議長にバトンタッチした翌二〇〇七年の夏前から、グローバルな金融市場の不調を示す事例が立て続けに発生するようになった。同年六月には、米の大手証券会社ベア・スターンズ傘下のヘッジ・ファンドが経営危機に陥った。同年八月にはドイツのIKB産業銀行が経営危機に陥ったほか、仏大手銀行のBNPパリバが傘下の三ファンドを凍結し、国際金融市場には衝撃が走った（「BN

Pパリバ・ショック」と呼ばれる）。これらの危機の原因はいずれも、二〇〇〇年代半ばにかけて国際金融市場で大きく膨張していた、米国の住宅ローンに基に組成された証券化商品の問題が一気に露呈したことによる。

米国では元来、持ち家の取得こそ「アメリカン・ドリーム」を体現するものと位置づけられ、国民の夢となっていた。歴代の政権もその促進を常に優先的な政策課題と位置づけてきた。歴史的にみれば低金利下にあった当時、米国では、複数の住宅ローンを複雑に分解したうえで組み合わせ、証券化商品を組成して投資家に転売する証券化ビジネスが発達したことを背景に、本来であればマイホームの取得には手が届きにくかった低所得層もが住宅ローンを組むことが可能となった。彼らが組んだ住宅ローンは、通常の「プライム・

ローン」の対象顧客を下回る信用度の顧客を対象に組まれたことから「サブプライム・ローン」と呼ばれた。ただし、このビジネスは、本来、債務の償還能力に乏しい低所得層が組んだ住宅ローンを元手にしており、米国の住宅価格が右肩上がりでも上昇し、彼らが次々と住宅を転売することによって元の住宅ローンを償還し、新しい住宅ローンに借り換えていくことが、ビジネス継続の前提となっていた。ところが実際には、二〇〇〇年代半ばの米国の不動産バブルの崩壊によって、このビジネスが成り立たなくなり、償還不能となる証券化商品が続出した。そして、これらの商品に多額の投資をしていた欧米の有力金融機関に次々と飛び火して、深刻な経営問題を引き起こす結果となった。米国のサブプライム・ローン問題を端緒とするこうした国際金融市

場の動揺は「サブ・プライム危機」と呼ばれるようになった。

4 「Fedビュー」と「BISビュー」

ちなみに、グリーンスパン時代までのFedの金融政策運営の主眼はあくまで实体经济にあった。米国の当局者の間では、「金融政策は、バブルを破裂させることはできず、またそうすべきでもなく、むしろバブルが破裂した後に精力的に用いられるべきである」という「Fedビュー」と言われる考え方が主流を占めていた。それは、欧州、とりわけ大陸各国の政策当局の「金融政策運営の面でも、中長期的な物価安定を確実にするためには、金融市場におけるバブルの発生を未然に防ぐための対応が必要」とする考え方（「BISビュー」）とは対照的であった。

しかしながら、「Fedビュー」を追

求した挙げ句、当時として史上最長の景気拡大を達成した功績とは裏腹に、その最後にこうした世界的な金融危機を招く結果に至り、その後は米国の当局者の間でもこうした考え方が語られることは少なくなっているように見受けられる。そして、一時は市場関係者の中で神様のように崇められていたグリーンスパン議長に対する評価も、金融危機後は地に落ちたも同然となっていました。

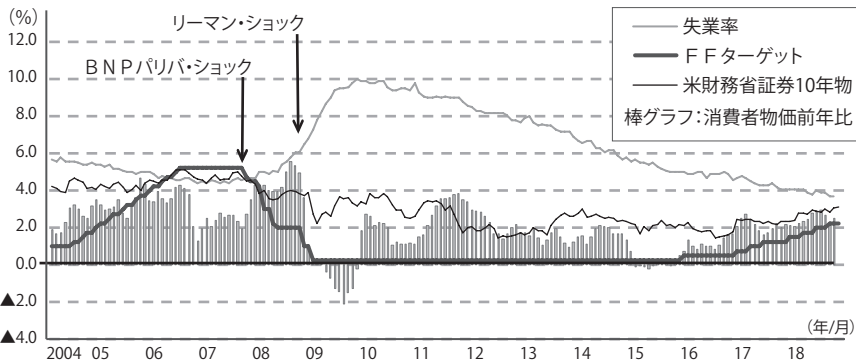
（注）各国中央銀行相互の決済を行うほか政策協調の要となる「中央銀行の中央銀行」である国際決済銀行（BIS）がスイスのバーゼルに置かれており、BISの首脳陣や欧州大陸諸国の中央銀行当局者の多くがこの考え方をとっていたことからこう呼ばれる。

5 サブ・プライム危機以降の金融政策運営

国際金融市場のこうした動揺をみて、バーナンキ議長（当時）率いるFedは二〇〇七年九月、約六年半振りに金融緩和に転じ、当時五・二五%あった、政策金利であるFFレートの引き下げを開始した（図表3）。しかし危機は収まらず、二〇〇八年三月にはベア・スターンズの本体が経営危機に陥り、米大手銀行JPMorgan・チェースが同社を買収して救済し、かろうじて急場をしのぐことになった。

さらに、同年七月には、米の政府支援機関（準政府系金融機関）である住宅金融大手のファニーメイとフレディマックが経営危機に陥った。この両社は、米国の住宅金融市場において、証券化商品に保証を付与するなどの大きな役割を果たしていたが、返済不能の住宅ローンが続出し、ついにはこれらの政府支援機関自らの経営が危うくなったのである。

図表3 米連邦準備制度の政策金利(FFレート・ターゲット)と米国の雇用・物価指標等の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
(原資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters.

6 リーマン・ショックでゼロ金利制約に直面

そして二〇〇八年九月にはついに、米証券大手リーマン・ブラザーズが破たんする事態となった。ベア・スターンズのときのように、他社による救済は成らず、米国当局は同社を破たんさせる道を選び、世界の金融市場は大混乱に陥ったのである。住宅金融大手のファニーメイとフレディマックもこれと同じ頃破たんし、米連邦政府の管理下に入った。

米国自らがこうして招いた世界的な金融危機に直面し、FedはさらなるFFレートの引き下げを続け、利下げ開始後からわずか一年三か月後の同年一二月には早くも、当時の短期金利の引き下げの限界と考えられていたゼロ%近傍(〇・二五%)に達することとなった。こうしてFedも、日銀が

九〇年代末の不良債権問題後に直面したのと同じ「ゼロ金利制約」に向き合わざるを得ないことになったのである。

国際金融市場はマヒ状態に陥り、实体经济も、多くの米国民が職を失い、失業率が急上昇するなど一九三〇年代の「大恐慌」(The Great Depression)以来の「大不況」(The Great Recession)に直面するなか、従前からの金融緩和手続であった「政策金利の引き下げ」を、Fedは危機の初期段階で早くも使い尽くしてしまっていた。

ではそのとき、Fedの首脳陣は何を考え、先行していた日銀の量的緩和からどのような教訓を得て、自らの金融政策運営を組み立てていったのか。それは現在の黒田日銀の「量的・質的金融緩和」とどのように異なるものであったのか。次回以降で詳しくみていくこととしたい。

(株)日本総合研究所調査部 主任研究員