

## 「中央銀行の役割」第3回 「米連邦準備制度の金融政策運営」

(株)日本総合研究所調査部主席研究員  
河村 小百合

新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う金融市場の動揺は、各国当局の思い切った政策運営もあって、足許では緊張のピークは越えつつあるように見受けられる。政府の財政運営と中央銀行による危機対応の流動性供給の両面で、比類ないレベルの大規模な対応が行われたことを受け、次なる焦点は、各国当局が危機対応で抱え込んだ大きなリスクをいかにマネージしつつ、一定の時間をかけて政策運営を通常の軌道に戻していくか、という点に移りつつある。

中央銀行による金融政策運営の面をみれば、前回、2008年の金融危機以降、従前にはない金融政策手段の採用、その効果の見極め、正常化への取組等の面で、米国の中央銀行である連邦準備制度（Fed: The Federal Reserve System）は世界の先頭を走ってきた。今回はそのFedについて、その組織や仕組みがどうなっているのか、といった点から始め、金融危機前のグリーンズパンFRB（連邦準備制度理事会）議長時代から今日に至るまでの金融政策運営が、Fedという組織の中でいかなる検討を踏まえて意思決定され、さらには対外的な説明のプロセスを経て実行に移されてきたのかについて、述べていくこととしたい。

### 1. Fedの仕組み-3つの主体で構成

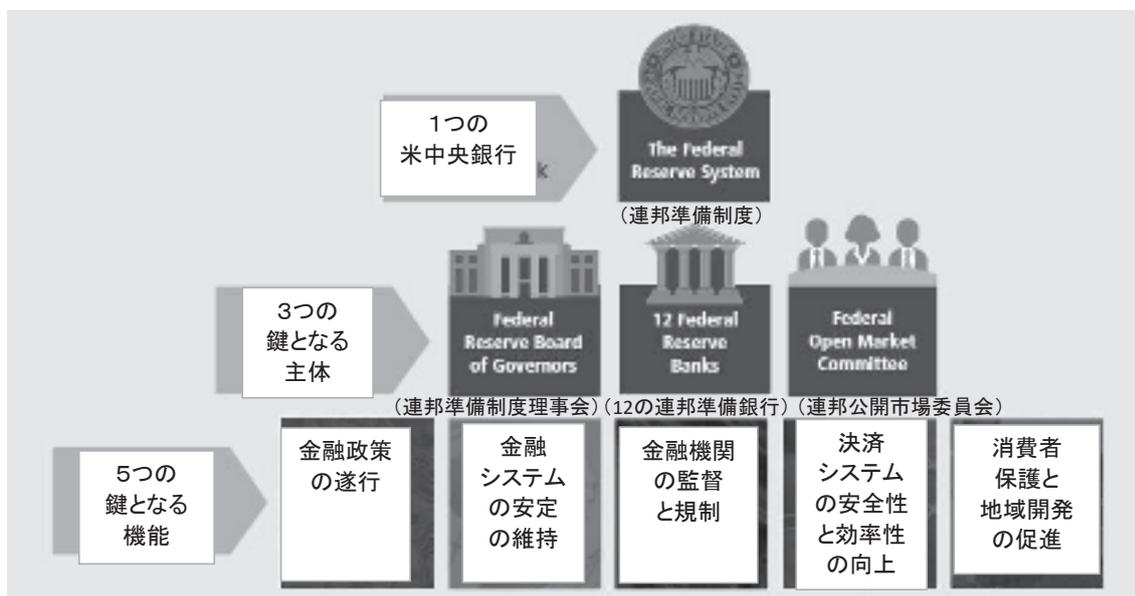
連邦準備“制度”という名称は、中央銀行のイメージになじまないように感じられる向きも多からう。米国の場合、実は一つの「中央銀行」が存在するわけではない。図表1に示すように、鍵となる3つの主体から構成される集合体が中央銀行の役割を担い、具体的には①金融政策の遂行、②金融システムの安定の維持、③金融機関の監督と規制、④決済システムの安全性と効率性の向上、⑤消費者保護と地域開発の促進、という5つの機能を果たすという、分権的な中央銀行制度となっている。

Fedの鍵となる3つの主体とは、①連邦準備制度理事会（FRB：The Federal Reserve Board of Governors）、②12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：Federal Open Market Committee）である。FRBは7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5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12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全米レベルで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。わが国のメディアにおいては、米国の中央銀行として“FRB”という呼称を用いることが多いようではあるが、Fedには鍵となる主体が3つあることからも明らかなように、FRBはFedのなかの1機関に過ぎず、金融政策運営の決定を行うわけでもなく、オペレーションを行うわけでもない。ゆえにFRBを議長の肩書として用いるのは正しいものの、中央銀行の呼称としては正確ではない。実際、海外では、当事者自身およびメディア等を通じ、連邦準備制度の呼称としては“Fed”ないし“Federal Reserve”が広く用いられている。

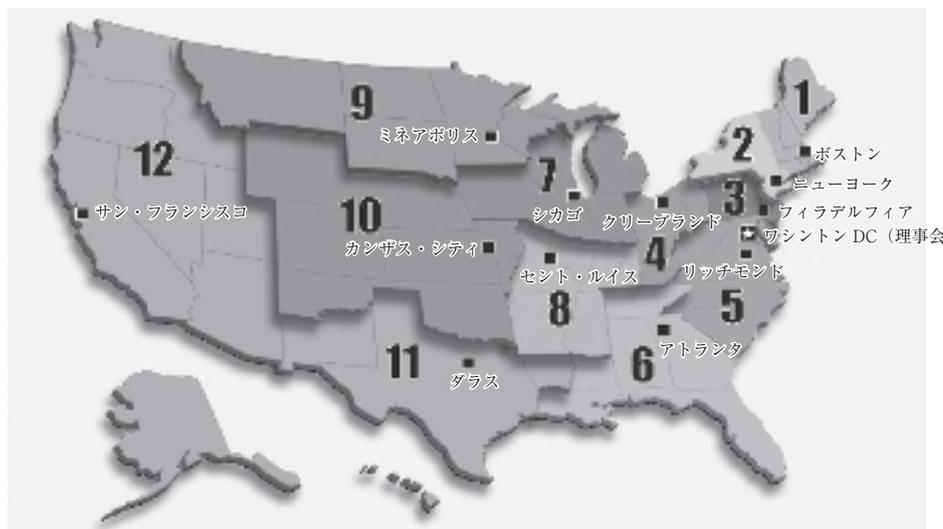
ちなみに、FOMCのメンバーをやや詳しくみると、FRBの理事7名全員と、地区連銀総裁12名から毎年5名が、2～3年サイクルでの輪番方式で加わって構成されるが、金融調節の実務を担うNY連銀総裁は常にメンバーに加わることに

(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) Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System Purposes & Functions, 10th edition, October 2016, p4 Figure 1.3を基に日本総合研究所作成.

なっている。FOMCの議長はFRB議長が務めるが、副議長はFRBの副議長ではなくNY連銀総裁が務める（現在はウィリアムズNY連銀総裁がFOMCの副議長）。その時々FRBのメンバーの顔触れにもよるが、バーナンキ元FRB議長時代やイエレン前FRB議長時代には、先行きの金融政策運営の方向性を決めるうえで、議長のみならずFRB副議長（バーナンキ議長時代のコーン副

議長やイエレン副議長、イエレン議長時代のフィッシャー副議長）やNY連銀総裁（FOMC副議長。バーナンキ議長およびイエレン議長時代のダドリーNY連銀総裁）が、いわば“3トップ”のような形で重要な役割を果たしていたように見受けられる。

なお、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。中央銀行の目的としては、多くの国々にみられるように物価安定のみを掲げるのではなく、“最大雇用の達成”も明確に掲げている点が特徴的であり、“デュアル・マンデート”と呼ばれている。

FRBの7名の理事は大統領が指名し、上院の承認を経て就任するが、自ら辞任しない限り14年という長い任期が与えられ、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い。現在、空席の状態にある2名の理事ポストについてはトランプ大統領から指名がすでに行われ、本稿を執筆している2020年8月上旬現在、米上院銀行委員会において候補者による公聴会を経て承認されるまでようやく漕ぎ付けているが（うち1名は賛否差わずか1票の僅差）、現在は本会議の承認待ちの状態にある。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4年である。

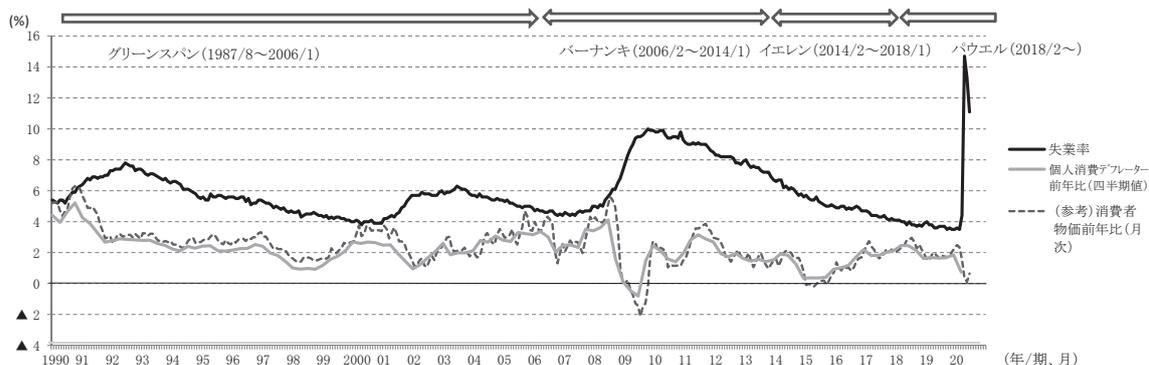
## 2. グリーンスパン議長時代の長期景気拡大から金融危機へ

FRB議長は、かつては長い任期を務めることが多かった。米国が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1980年代、インフレ・ファイターとして名高かったボルカー議長の在任期間は79年8月～87年8月までの8年間。続くグリーンスパン議長は87年8月～2006年1月まで実に約18年半という長期間にわたり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、その真意はなかなか理解し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（図表3）ことから、市場関係者の間でマエストロ（巨匠）などともはやされていた。

ちなみに、グリーンズパン時代までのFedの金融政策運営の主眼は、あくまで実体経済にあった。要するに、景気の維持が最優先で、金融緩和の結果、株式や不動産といった資産市場で多少のバブルが発生しても目をつむる、という考え方である。当時、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、またそうすべくもなく、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「中長期的な物価安定を確実にするためには、金融政策運営の面でも、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。欧州大陸では、資産市場でバブルが発生してしまえば、中長期的な意味では物価安定は達成できなくなるため、景気ばかりでなく株価や地価といった資産価格の動向にも目を配り、過熱する兆候がみられれば金融引き締めへ転じるべき、との考え方がとられていたのである。しかしながら実際には、グリーンズパン議長時代に「Fedビュー」を追求した挙句、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、その退任後にリーマン・ショックという世界的な金融危機を招く結果に至ることになった。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なくなったように見受けら

（図表3）FRBの歴代議長と米国の失業率および物価指数前年比の長期推移



（資料） Thomson Reuters Eikon を基に日本総合研究所作成。

（原資料） U.S. Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

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SPAN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  
てしまった。

### 3. 新たな金融政策手段にどう取り組むか —バーナンキ議長時代

#### (1) バーナンキ議長就任から危機の到来まで

グリーンSPAN議長時代にFRB理事を務めて  
いたバーナンキ氏がFRB議長に就任したのは  
2006年2月のこと。翌2007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6月には、米の大手証  
券会社ベア・スターン傘下のヘッジ・ファンド  
が、同年8月にはドイツのIKB産業銀行がそれ  
ぞれ経営危機に陥ったほか、仏大手銀行のBNP  
パリバが傘下の3ファンドを凍結し、国際金融市  
場に衝撃が走った(いわゆる「BNPパリバ・ショッ  
ク」)。これらの危機の原因はいずれも、2000年代  
半ばにかけて、歴史的にみれば低金利環境が長期  
化するなか、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を  
めぐる問題が一気に露呈したことによる。

国際金融市場のこうした動揺をみて、バーナン  
キ議長率いるFedは2007年9月、約6年半振りに  
金融緩和に転じ、当時5.25%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4)。  
しかし危機は収まらず、2008年3月にはベア・ス  
ターンの本体が経営危機に陥り、米大手銀行  
JPモルガン・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ごことになった。さらに、  
同年7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。そして同年9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・スターンのケースのように、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  
を選んだ結果、世界の金融市場は大混乱に陥った。  
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はさらにFFレートの引き下げを続  
け、利下げ開始後からわずか1年3カ月後の同年  
12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(0.25%)に達す  
ることとなった(いわゆる「ゼロ金利制約」)。国  
際金融市場はマヒ状態に陥り、实体经济におい  
ても、多くの米国民が職を失い、失業率が急上昇  
するなど1930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段であった「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たのである。

#### (2) 「バーナンキ論文」を基に金融政策の新たな 手段を採用

バーナンキ氏がFRB議長に就任する前のFRB  
理事時代、太平洋の向こう側では、不良債権問題  
で深刻なダメージを受け、デフレに陥った日本経

(図表4) 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) Thomson Reuters Eikonを基に日本総合研究所作成。  
(原資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters.

(図表5) 2004年のバーナンキ論文が示した、ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の手段のオプション

オプション	内容	政策の呼称の例
1	将来の短期金利予想への働きかけ	「フォワード・ガイダンス」 「時間軸政策」
2	中央銀行のバランス・シートにおける資産構成の変化	「オペレーション・ツイスト」
3	中央銀行のバランス・シートの規模の拡大	「量的緩和」 (Quantitative Easing)」

(資料) Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]. “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)”, American Economic Review, The American Economic Association, May 2004を基に日本総合研究所作成。

(注) 政策の呼称の例は、その後の各中央銀行が実際の政策運営上、用いたもの。このうち、バーナンキ論文において言及されていたのは3の「量的緩和」のみ。

済を何とか立て直そうと、日銀が苦労を重ねていた。それを目の当たりにしたバーナンキ理事は、「ゼロ金利制約」に直面した中央銀行が、もはや政策金利をそれ以上引き下げ誘導できなくても、実体経済を刺激するうえでとり得る別の選択肢がないのかを検討し、2005年に共著の形で論文を発表した。同論文においては、「ゼロ金利制約」のもとで考えられる金融政策運営の手段として3つの選択肢が挙げられていた(図表5)。

一つ目は将来の短期金利予想に働きかける政策で、社会全体としての当初の予想よりも長い期間、短期金利を低水準で維持することを中央銀行が先回りして約束してしまう、というものである。その後、各国の中央銀行はこのオプションを「フォワード・ガイダンス」(Fed)や「時間軸政策」(2000年代前半の量的緩和時の日本銀行)といった呼称で採用した。

二つ目は中央銀行のバランス・シート(以下BS)における資産構成を変化させる政策で、中央銀行の保有する資産を入れ替えることによって長短金利水準に影響を及ぼそうとするものである。例えば短期国債から長期国債に入れ替えれば、長期金利を押し下げることができると考えられた。

三つ目は中央銀行のBSの規模を拡大する政策である。バーナンキ論文では、政策金利がゼロ%近傍に達してもなお、中央銀行は民間銀行に資金(マネタリーベース)を供給することができると考え、これを「量的緩和(Quantitative Easing)」と呼称した。

この論文が発表されたわずか数年後、Fedはリーマン・ショックに直面して、「ゼロ金利制約」

のもとで、実際に非伝統的な手段による金融政策運営に踏み切ることが余儀なくされたが、この論文はその際の理論的なバックボーンになったとみられている。

### (3) 日銀の量的緩和に対するシビアな見方

リーマン・ショックで自ら「ゼロ金利制約に」直面したFedは2008年12月、金融政策運営を議論するFOMCにおいて、バーナンキ論文をベースに新たな金融政策手段の採用を検討するに際し、まず、先行した日銀の量的緩和の経験をどう評価するかを徹底的に議論している。「量的緩和」はバーナンキ論文において3つ目の手段として挙げられたものであり、バーナンキ氏も、2004年の論文執筆時点では、中央銀行が民間銀行に供給するマネタリーベースを増やせば、金利がプラスの領域にある時と同様に、民間銀行が市中(われわれ家計や企業等)に供給するマネーストックの増加につながり、それが実体経済の底上げにつながるということ为前提としていた。しかしながら日銀が2006年3月に量的緩和を解除した後、実際のマネーの動きは、こうした理論上の考え方とは異なっていることが明らかになりつつあった。本連載の前回でも述べたように、わが国における日銀の経験によれば、ゼロ金利状態のもとで、いくら中央銀行がマネタリーベースの供給を増やしても、それは、プラス金利状態にあるときのように、民間銀行から企業等に対する貸出、言い換えればマネーストックを増やすことにはまったくつながらなかったのである(連載第2回の図表4参照)。こうした新たな事実を受け止めつつ、2008年12月のFOMCにおいて、Fedの首脳時は次のように

発言している<sup>1</sup>。

#### バーナンキ議長

日本のアプローチ、量的緩和アプローチは、中央銀行のバランス・シートの負債側、特に準備預金やマネタリーベースの量に焦点を当てたものだ。その理論は、銀行に安いコストの資金を大量に配ることで、彼らが貸出を増やし、それが広範囲にマネーサプライを増加させ、物価を押し上げ、資産価格を刺激し、経済を刺激するというものである。

量的緩和政策に関する私の評決は、極めてネガティブだ。私には大きな効果が見えなかった。それゆえ、我々は量的緩和策とは異なる政策を議論したい。

#### コーン副議長

私はマネタリーベースを増やすことの効果に懐疑的だ。その増加は資産価格に影響を及ぼすと思われるようだ。しかし、マネタリーベースを増やしても短期金利がこれ以上低下しないゼロ%の状態では、どの程度の効果があるか疑問である。

私には効果が波及する経路が理解できない。準備預金やマネタリーベースの量を指示する政策に作り変えることに、私は、非常に、非常に、躊躇する。

#### イエレン連銀総裁（のちに議長）

ほとんどの証拠は、流動性の罍のときは、短期、中期には、マネタリーベースの変化は経済にほんのわずかの効果しかもたらさないと示唆している。このことは、ゼロ金利下で政策手段としてマネタリーベースを採用することは不適切であることを意味している

日本で量的緩和が行なわれた時は、銀行システムが必要とする量を超えてマネタリーベースが増額された。それは日銀がゼロ金利政策を継続するという約束と関連してはいたが、それを除くと、認識できるような効果はなかった。私の見解は議長が最初に表明されたものと同じである。

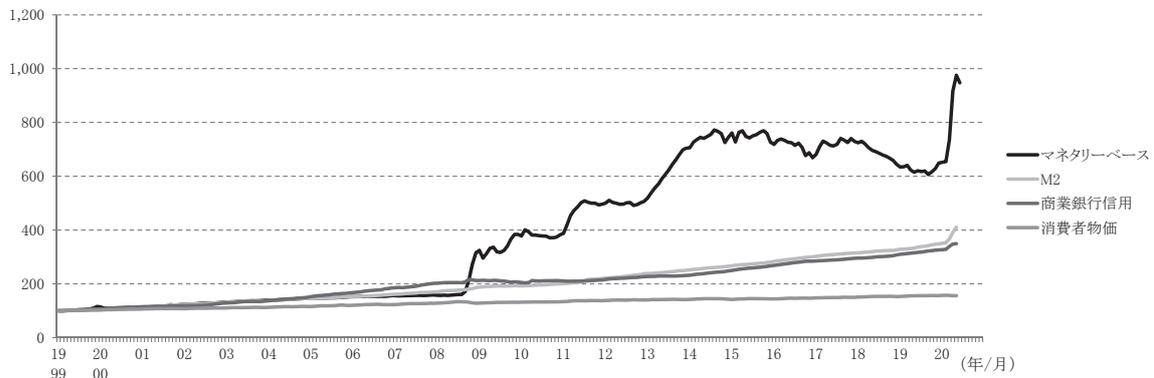
金融政策に関して机上で構築された理論は、自

然科学の分野とは異なり、事前に研究室内で実験して効果を確認できるものではない。いずれかの中央銀行が実験的に新たな手段を採用し、その効果を慎重に見極めつつ、机上の理論が現実にも妥当するの否かを確認するよりほかに術がないという性質のものである。2001年から06年の日銀の量的緩和の経験は、バーナンキ氏が、FRB理事時代の2004年に論文を執筆した時点において、中央銀行が「量的緩和」に踏み切った際に金融市場で起こると想定していた内容にそぐわないものであった。しかし、バーナンキ議長率いる2008年当時のFOMCは、日銀と日本経済が世界初の実験台となって得られたこの結果を素直に受け止めた。そのうえで、バーナンキ論文で示した政策運営上の選択肢を、現実には即して一部改めつつ、順次、慎重に実行に移していったのである。そして、同論文の③量的緩和に相当するFedの手段は、その後、決して「量的緩和」と呼称されることはなく、「大規模な資産買い入れ」(LSAP: Large Scale Assets Purchases) と呼称されるようになった。そこには、「日銀の量的緩和の経験からおおよそ効果が期待できない、単なる巨額のマネタリーベースの供給を決して金融政策運営の目標に据えることはしない」、「2001~06年の日銀と同じ金融政策運営を行うつもりは決していない」、というFed当局者の思いが込められている。この点は、その後2013年に黒田総裁就任後の日銀がとった考え方とは極めて対照的でもある。

そして2009年末からの実際のLSAPによるMBS（モーゲージ担保証券）や米国債の多額の買い入れ開始後の米国の金融指標の実際の動きをみても（図表6）、危機前には米国の市中向けの貸出やマネーストックの伸びが、中央銀行が民間銀行に供給するマネタリーベースの伸びを上回っていたものの、FedがFFレートをゼロ%近傍まで引き下げてから大規模な資産買い入れを開始したもとは、マネタリーベースが大きく増加しても、市中向けの貸出やマネーストックの伸びはそれを大きく下回っていることがみてとれる。日銀が2000年代前半に経験したのと同じ結果に帰することになったのである。

1 発言内容は、5年後に公表されたFOMCの詳細な議事録による。訳出は加藤出『日銀、「出口」なし！異次元緩和の次に来る危機』朝日新聞出版、2014年7月による。

(図表6) アメリカのマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移 (1999年1月=100)



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System データ、Thomson Reuter Eikon を基に日本総合研究所作成  
 (注) M2は市中に出回るお金の量を計測するマネーストックの指標の1つで、M1(現金通貨+要求払い預金<当座預金等>に定期預金等を加えたもの)。

(4) 新たな手段は期限付きで試行

その後Fedはバーナンキ論文で提示されていた他の手段も順次、実行に移していった。低金利状態を長期化させることを先回りして約束するフォワード・ガイダンスや、Fedの国債の保有残高はそのままに短期国債を長期国債に入れ替えるオペレーションツイストといった手段がそれである。効果がどれほど得られるかわからないこれらの新たな手段を、Fedは最初から期限を定めずに漫然と実行し続けるようなことは決してしなかった。新たな金融政策の手段は、最初から期限を切って実施し、いったん立ち止まってその効果をよく見定めてから、次の展開の在り方を検討して実行に移す、という政策運営を繰り返していったので

ある。そのように一定の期間ごとの区切りを伴うFedの金融政策運営は、世間では、「QE 1」「QE 2」「QE 3」と通称されることとなった(図表7)。こうした金融政策運営からは、未知の新たな手段を試みる際、机上の理論に過度に固執することなく、期間を限定したうえで、実験的な金融政策運営の効果を把握しつつ次の展開に歩を進めていくという、現実を謙虚に受け止め、かつ米国民や市場に対して責任あるFedの政策運営の姿勢が窺われる。

(5) 米国民や市場関係者への説明姿勢の転換

バーナンキ議長はこうした金融政策運営と並行して、Fedによる対外的な説明のスタンスをグ

(図表7) 連邦準備制度のLSAP (大規模資産買い入れ) プログラムの内容

プログラムの通称	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
QE1 (量的緩和1)	2008/12/5~ 2010/3/31	GSE エージェンシー債 (注) MBS (住宅ローン担保証券) 財務省証券 (= 米国債)	\$172 \$1,250 \$300
QE 2 (量的緩和2)	2010/11/12~ 2011/6/30	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3~ 2012/12/30	財務省証券 (短期債を売却し、 長期債を買い入れ)	+ ▲ \$667
QE3 (量的緩和3)	2012/9/14~ 2014/10/31	MBS 財務省証券	\$823 \$790

(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Table 1を基に日本総合研究所作成。

(注) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業 (GSE) が発行する社債。

リーンスパン時代とは大きく変えていった。

1987年から2006年という約18年間の長きにわたり在任したリーンスパン議長は、当時史上最長の景気拡大を実現し、米国内外の市場関係者から「マエストロ」(巨匠)、「リーンスパン・ブット」(景気後退のリスクがあっても、リーンスパン議長がいるからたぶん大事には至らず大丈夫、というような考え方)などともてはやされていた。ただ、当時は、現在のように、金融政策を決定するFOMC後に、現在のようなFRB議長による記者会見が開かれることもなく、リーンスパン議長自身が公の場で発言する機会は極めて少なかった。しかも、その数少ない発言には意味不明瞭なものが少なくなかったにもかかわらず、市場関係者はそれを神様のご託宣のようにもてはやしていた。ただ、当時、中央銀行として対外的な説明が少なかったのは、Fedに限られた話でもなかった。日銀を含む他の中銀は当時、政府からの独立性を獲得できてからまだ年数が浅かったこともあり、金融政策運営に対する政治的な干渉を避けるために、あえて、対外的な説明を少なくしていた、との指摘もある<sup>2</sup>。

しかしながら、リーンスパン氏の退任後の2008年秋には、世界はリーマン・ショックによる金融危機に陥った。リーンスパン時代には、確かに当時としては史上最長の米国の景気拡大を実現させ、一般的な物価(消費者物価)はおおむね安定的に推移していた。しかし、その一方で、欧米の投資銀行等が過剰かつ大がかりなリスク・テイクに手を染め、金融市場でバブルが生成され膨れ上がっていたのを見過ごし、世界的な金融危機の発生を未然に防ぐことができなかった。対外的な説明不足は、結果的に、取り返しのつかない危機を招来することにつながってしまったのである。

バーナンキ議長は2011年以降、FOMC開催の約半分(年8回開催中の4回)程度ではあるが、議長による記者会見を行い、Fed側から一方的に情勢判断や決定内容を説明するのみならず、記者からの質疑応答にも丁寧に応じて説明するようになった。さらに米国内で人気のニュース番組「60ミニッツ」に自ら出演したり、大衆誌『ニューヨー

カー』に議長への踏み込んだインタビューが掲載されたりするなど、さらに公開性の高い討論の場にも頻繁に参加するようになった。

バーナンキ議長は、2014年1月に退任する前月の2013年12月に開催されたFedの創立百周年記念式典で挨拶に立ち、次のように述べている(訳は筆者)。

「議長に就任して以来の私の個人的な目標は、Fedの透明性を高めることで、われわれの政策がどのように機能することを意図し、決定の背後にはどのような考え方があるのかを、よりクリアに説明することだった。」

「連邦準備(制度)は一機関として、与えられた目的と実証分析に基づき、政治的な圧力には屈せず、タフな意思決定を引き続き進んで行わなければならない。」

「しかしながら最終的には、そうした決定を行い実行するFedの能力は、究極的には、われわれの行動に対する大衆の理解と受容に依拠していることを、われわれは自覚しなければならない。この理由から、われわれは引き続き透明性と説明責任という他の2つの重要な価値を強調しなければならない。…(中略)…もちろん、われわれは、エコノミストや市場参加者にも引き続き語りかける。しかし、それでは不十分だ。究極的には、われわれの政策の正当性は、幅広いアメリカの大衆の理解と支持に依拠している。彼らの利益に奉仕すべく、われわれは働いているのだ。」

また、その2日後のFOMC後、FRB議長としての最後の記者会見で、「議会に対峙していくために、イエレン次期議長にどのようなアドバイスをするか」と記者に問われたバーナンキ議長は、次のように答えている(訳は筆者)。

「まず最初に同意しなければならないのは、議会はわれわれのボスである、ということだと私は思う。連邦準備は政府内での独立した機関ではある。短期的な政治的干渉を受けることなく意思決定が行い得るように、われわれが政策の独立性を維持することは重要だ。同時に、われわれの組織の構造やマンデート(責務)を決めるのは議会であり、それが法に則っている以上、我々は議会に赴き、自らについて説明する必要がある。」

2 モハメド・エラリアン著、久保恵美子訳『世界経済 危険な明日』、日本経済新聞出版社、2016年10月。原題は“The Only Game in Town”。

2008年秋の金融危機以降、異例の金融政策運営を展開した早い時期から、Fedはそうした政策の意図、その時々までに計量分析で確認できている効果、先行きにあり得る悪い意味での副作用やリスク、正常化への道筋や手段について、バーナンキ議長自らが先頭に立ち、議会で丁寧にかつ誠実に説明してきた（詳細後述）。米国民にとっても、金融や中央銀行の機能、BSの概念等は専門的に過ぎるもので、一般的にはあまりよく理解されておらず、それは日本と何ら変わらない。Fedではそうした一般的な国民向けに、中央銀行や金融政策のことをわかりやすく説明しようとする資料を次々と作成し、ホームページに公表するといった努力も続けられてきた。こうしたFedの広報面での政策運営の背景には、当時のリーダーたるバーナンキ議長のこのような信念があったということなのだろう。

#### 4. 早くから正常化の手法を検討し、実践

##### (1) 着手一年後から出口戦略を説明

バーナンキ議長は、Fedが危機直後の2008年末にLSAPを開始してまだわずか1年強しか経過していなかった2010年2月、結果的には約7年間にわたることとなったLSAPによる政策運営を通じてみれば、まだその初期段階といえるこの時期に、米議会の下院金融サービス委員会において、早くも「Fedの出口戦略」に関する議会証言を行っている。そのなかで同議長は、「異例の緩和がこのまま永続することは決してあり得ない」、とまず釘を刺したうえで、「現下の金融拡張策が成熟すれば、Fedは、インフレ圧力の高まりを回避するため、金融を引き締めることが必要となる」、「Fedは、然るべき時が来れば、金融を引き締めるいくつかのツールを有している」などと述べている。Fedが実際に2014年以降採用してきた「正常化戦略」で用いてきた手段を、この時点でほぼ正確に認識し、米議会という、米国民や市場に対する正式な説明の場で、具体的かつ明確に述べてもいるのである。

その後、FedはFOMCにおいて、目先の資産買い入れといった金融政策運営をどうするか、という点ばかりではなく、将来的な金融政策運営の正常化（いわゆる「出口」）の在り方を、折にふ

れて議論していった。バーナンキ議長や続くイエレン議長のリーダーシップのもと、FOMCのなかでそうした議論を行う機会が設けられ、そこで議論された内容は約3週間後に対外公表されるFOMCの議事要旨の内容を通じて、またバーナンキ議長が先頭に立って積極化させたFedの首脳陣による記者会見や講演等による積極的な対外情報発信を通じて、米国社会や世界の市場関係者に対して丁寧な説明が行われていったのである。

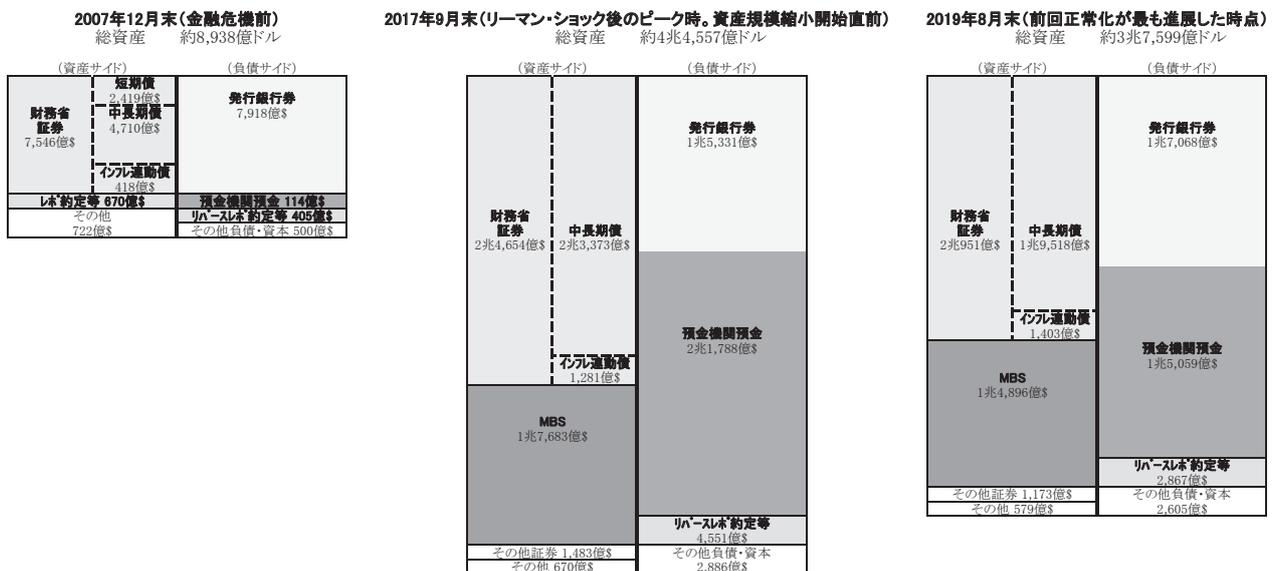
##### (2) なぜ正常化しなければならないのか

2008年末から大規模な資産買い入れを継続した結果、FedのBSは、ピーク時には危機前の約5倍という規模に膨張したうえ、資産・負債それぞれの構成内容も大きく変化したため、金融市場との関係も大きな変化を余儀なくされた（図表8）。すなわち、危機前（図表8の一番左）には、Fedの負債の大部分を銀行券が占め、民間銀行による準備預金（図表8中の「預金機関預金」）は、民間銀行相互の資金決済に必要な所要最小限の規模で維持されていたに過ぎなかった。Fedは日々の金融調節によって、インターバンク市場の資金需給を相対的にごく少額変化させれば、市場参加者のなかに資金不足先と資金余剰先とが生まれて短期金融取引が成立し、市場金利を簡単に引き上げ誘導、ないしは引き下げ誘導することが可能であった。

ところが、大規模な資産買い入れによってFedの資産規模がリーマン・ショック後の局面でピークとなった時期（図表8の真ん中の図。2017年9月末時点）をみると、Fedが財務省証券（米国債）やMBS（モーゲージ担保証券）を多額に買い入れてきた結果、民間銀行はその対価としてFedから渡された巨額の資金を持って余し、結果的にFedに預けるしかない準備預金が大きく膨張していることがわかる。市場参加者全員がこのように「巨額のカネ余り」状態にあるもとは、Fedが危機前のような少額の規模で金融調節を行い、資金需給を変化させたところで、短期金融取引は発生せず、市場金利を意図したように誘導することはできない。そのままでは永遠にゼロ金利のままとなってしまうかねない。いずれ必ず正常化しなければならない理由はここにある。

単純に考えれば、Fedが買い入れてきた財務省証券やMBSを市場に売却できれば、そうした余

(図表8) Fedのバランス・シートの大きな見取り図の比較 (2007年末と2017年9月、2019年8月末)



(資料) FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007, September 28, 2017, および August 29, 2019の計数を基に日本総合研究所作成。

(注1) インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

(注2) 2019年8月末の財務省証券には、30億ドルの短期債も含まれる。

剰資金を吸収できることになるが、債券市場で形成される長期金利への影響を考えれば、そうした売却は相応の年数をかけて行わざるを得ない。さらに、危機を脱して景気が好転したもとは、市場金利は景気回復を反映して買い入れを行った危機時よりは上昇しているのが普通である。ちなみに金融商品である国債等の債券の価格は、常に一定のものではなく、市場で取引される金利の変化と表裏一体の形で上下し、市場金利上昇時には債券の価格は下落し、市場金利の低下時には債券の価格は上昇するという関係にある。これはすなわち、危機時（市場金利は低い）時に買い入れた債券を、景気回復後（市場金利は上昇）に売却しようとするれば、価格が下落しているため、Fedが売却損を被ることを意味する。売却額が巨額になればFedとしてその損失を到底、吸収し得なくなるため、容易ではない。

そこでFedは、そうした状況下でも何とか市場金利を引き上げ誘導しつつ、正常化を進められるようにすべく、次のような手を編み出した。買い入れた財務省証券等は、10年物であれば10年といったその満期が到来するまで保有しておき、満期が到来したところで連邦財務省から元本相当額を償還してもらい手放す、という形で、売却損を

被ることなく、ゆっくりと年数をかけて自らのBSを縮小する。一方でその間は、かつては無利子が当然であった民間銀行がFedに預ける準備預金にFedが付利することとし、その付利水準を徐々に引き上げつつ、大規模な資金吸収オペレーションを併用すれば、巨額の剰資金が残るなかでも、何とか短期市場金利を引き上げ誘導できる。Fedは危機後に大規模な資産買い入れを続けているさなかから、いずれ来たる正常化の局面においても、こうやって金融政策運営の自由度を引き続き確保できることを丁寧に対外的に説明し、実際にこの手法で正常化を進めていた。

### (3) 財務運営悪化の試算を公表

しかし、こうした正常化の手法の最大の難点は、金融機関でもあるFedの財務コストが大きく嵩みかねない点にあった。

平時の金融政策運営を行っていた時代、Fedの負債は、他の中央銀行と同様、銀行券、準備預金とも無利子であったため、基本的にコストはかからなかった。民間銀行が基本的に、BSの左側（資産サイド）での企業等向けの貸し出しにつける金利と、BSの右側（負債サイド）で顧客から受け入れる預金につける金利との利ざやで稼ぐのに対

して、中央銀行は負債サイドの金利（コスト）はゼロであったため、資産サイドの金利がそのまま丸儲けになる、という構造だった。中央銀行として、金融政策を運営するうえで、財務運営上のコストがかさむことなどあり得ず、どの国でも、中央銀行がそのように通貨発行を独占しつつ金融政策運営を行うことによって得た利益（「通貨発行益」という）は国庫に毎年、納付するのが普通である。

しかしながら、危機後の異例の政策運営によって、BSをこれほどまでに大きくしてしまった以上、正常化が完了するまでの間は、Fedは準備預金に付利する形で市場金利を引き上げ誘導せざるを得ない。付利の水準が万一、BSの資産サイドで保有する財務省証券等の加重平均利回りを超えてしまうことになれば、Fedとして逆ざやに陥り、その状態が長期化すればFedの自己資本が食いつぶされ、連邦政府への国庫納付どころではなくなってしまう。

2012年12月、FOMCは初めて、FRBスタッフによる試算結果を踏まえつつ、この問題の議論を行っている。それは、正常化局面におけるFed自身の財務運営や連邦財務省への納付金がどのような形になるのかに関する議論も含むもので、試算結果をみたFOMCメンバーの多くが、かなりの衝撃を受けた様子が議事要旨からも窺われる。その前回の会合までは議論にも上っていなかった、先行きの政策運営に関する慎重論が、この12月の

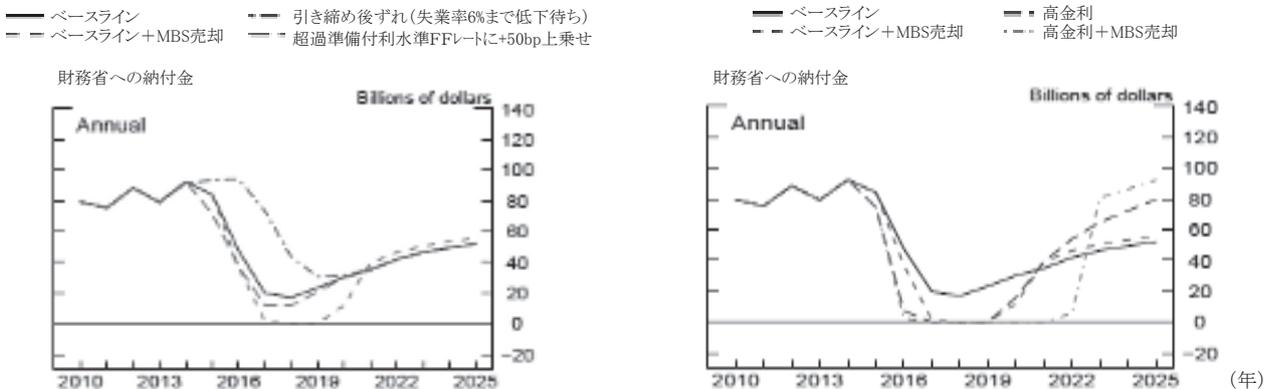
FOMCから次第に拡大している。

なお、FedはFOMCにおけるこのような議論と並行して、2013年1月、対外向けにFRBスタッフによるディスカッション・ペーパーという、いわば議論のたたき台としての扱いながら、正常化局面におけるFedの財務運営等に関する試算結果を対外公表した。そのなかでは、先行きの市場金利シナリオによっては、Fedから財務省への納付金が数年間にわたりゼロとなりかねない、という厳しい試算結果が示されていた（図表9）。こうした政策運営からは、危機後に実施してきた大規模な資産買い入れには、その実施期間中に金利が下がるといった、市場関係者が囁き立てるような都合の良いことばかりではなく、その後に都合の悪いことも起こるのだ、ということをも米国民や市場に説明しようとする、Fedの中央銀行として責任ある誠実な姿勢が窺われる。

そしてこのような流れのなか、バーナンキ議長は2013年5月、米議会の上下両院合同委で議会証言を行い、「超低金利の持続が金融の安定を阻害する可能性を深刻に受け止めている」、「副作用の監視を強化する」、「2013年中にも資産買い入れを縮小する可能性がある」などと述べた。これを機に、米国の長期金利は急騰し「バーナンキ・ショック」とも呼ばれる事態となった。

しかしFedはそれにもひるまず、その後もFOMC内で議論を詰め、2014年1月から、資産買い入れ規模の縮小（いわゆる“tapering”）を開

（図表9）Fedの正常化に伴う連邦財務省への納付金の試算結果（2013年時点）



（資料）Seth B. Carpenter et al, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure 3, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成。

（注）グラフは異なる金利シナリオごとの納付金の推移の試算結果を示す。実線はベースライン・シナリオ。点線、破線は様々なケースごとの金利上昇シナリオを示す。

始し、わずか10カ月後の同年10月をもって、資産買い入れは停止された。そして、2015年12月には、危機後初めてのFFレート引き上げ誘導（0.25%→0.50%）が実施され、その後も2018年12月に至るまで、断続的に実に8回の利上げが実施され、FFレートは2.5%の水準にまで引き上げられていたほか、資産規模の縮小も2017年10月から2019年8月まで続けられていた。ちなみに、正常化開始後のFedの実際の財務運営をみると（図表10）、財務省への納付金は、正常化の進展に伴って実際に減少傾向にはあるものの、2013年の試算時に懸念されたような「納付金ゼロ」となる事態は回避しつつ、これまでのところは推移している。

## 5. 今後の展望—中央銀行と政府の役割分担と新たな金融政策手段の検討

このように、主要中央銀行のなかで先頭を切って、正常化を進めていたFedであったが、本年春先以降は、米国も世界各国と同様、新型コロナウイルス感染症の感染拡大による次なる危機に見舞われることとなった。Fedが途中まで進めていた正常化の取組はとん挫し、リーマン・ショック時をはるかに上回る規模での危機対応策を講じることを余儀なくされる事態となっている。

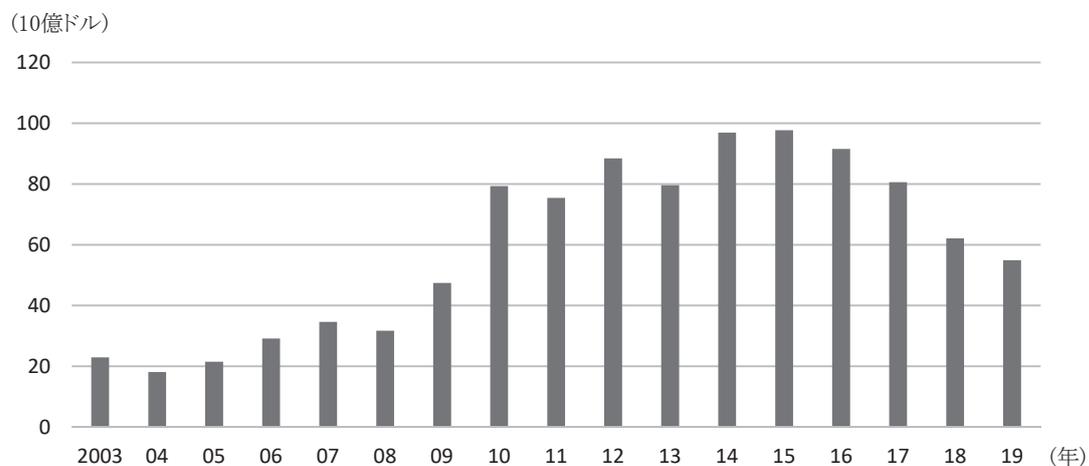
Fedは2020年3月入り後、立て続けに政策金利を引き下げ、リーマン・ショック時以来の“事実上のゼロ金利”（FFレートの誘導目標0.25%）と

したほか、3月15日には、「家計と企業の信用のフローを支援するため、フル・レンジの政策手段を投入する」と表明した。まず、米財務省証券（米国債）を少なくとも5,000億ドル、MBS（モーゲージ担保証券）を少なくとも2,000億ドル買い入れて金融市場への流動性供給を開始し、その後3月23日には、米国債とMBSの買い入れ金額のめどは撤廃され、当面、必要な金額の買い入れを行うこととされた。

そして3月17日以降は、連邦準備法13条3項を活用した資金供給ファシリティが続々と導入された。13条3項は緊急事態条項ともいわれるもので、通常の連邦準備制度銀行（地区連銀）による貸出の対象は銀行に限られるところ、銀行以外の金融機関や企業等にも融資の形を通じた流動性供給が可能になる、というもので、今回の危機のような際に5名以上のFRB理事と財務長官の賛成があれば発動できる。こうした危機対応の政策運営を受け、FedのBSは、ここへきて急激に再拡大することとなった（図表11）。

米国の危機対応策においては、他の海外主要国の危機対応策に共通することでもあるが、政府と中央銀行の役割分担が明確な形で行われている、という特徴がある。そうした対応が米国に限らず、わが国を除く各国で軒並み採られている背景には、中央銀行はあくまで政府から独立した“銀行”にほかならず、こうした危機対応の局面においても財務の健全性維持を最優先で尊重する必要がある

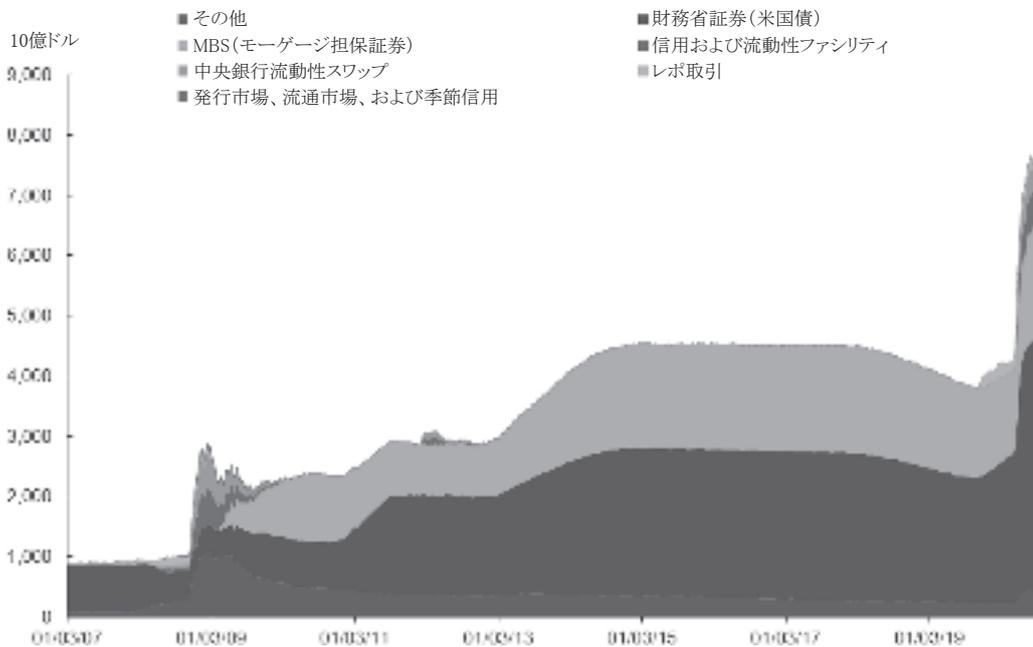
（図表10） Fedの連邦財務省への納付金の実績推移



（資料）FRB, The Federal Reserve System Purpose & Functions, 10th Ed. October 2018, p7, Figure1.4, FRB, “Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2019”, Press Release, January 10, 2020を基に日本総合研究所作成。

（注）2015年、18年の資本余剰の移転分は含まない計数。2019年は推計値。

(図表11) 2007年以降のFedの資産の内訳別推移



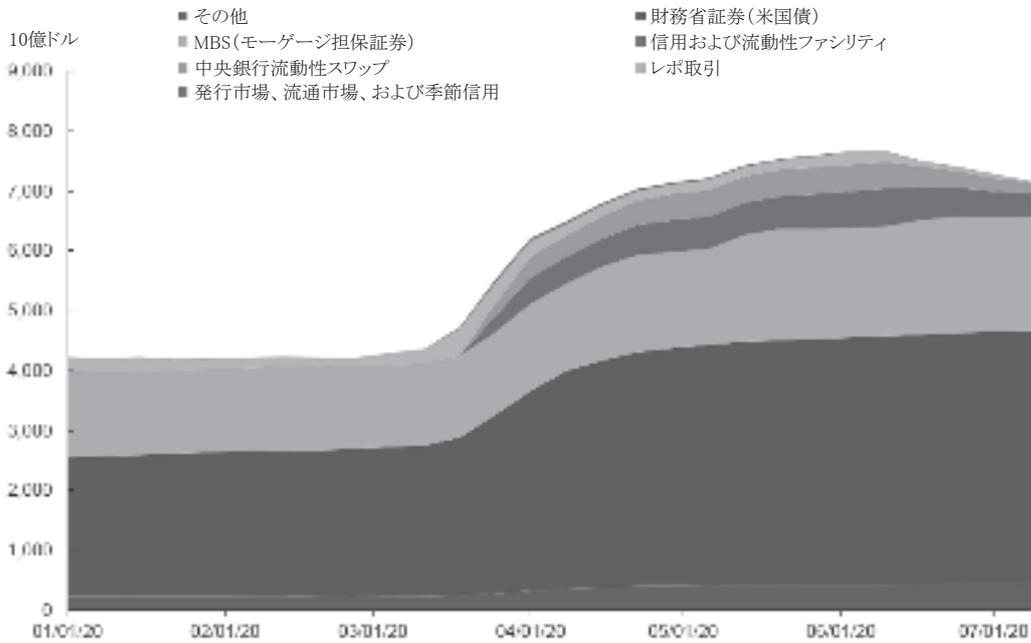
(資料) Lorie K Logan, The Federal Reserve’s Market Functioning Purchases; From Supporting to Sustaining, Remarks at SIFMA Webinar, July 15, 2020, Figure 2を基に日本総合研究所作成。  
 (原資料) FRB, H.4.1 release.

り、さもなくば中央銀行に本来必要な、機動的な金融政策運営能力が損なわれ、通貨の信認が毀損される事態を招来しかねない、という共通認識がある。ゆえに中央銀行が危機対応時に担う役割はあくまで流動性の供給で、それに伴う中央銀行の損失負担はあるとしてもごく限定的なレベルにとどめ、発生する損失の主たる部分は政府側が負担する、という設計が米国をはじめとする主要諸外国では貫かれているのである。ちなみに、パウエルFRB議長は、去る6月10日のFOMC後の記者会見で中央銀行の役割に言及し、「Fedが有しているのはお金を貸す力であり、使う力ではない」、「課税し、それを社会としてどこに振り向けるかを決定する権限を有しているのは、選挙で選ばれた議員である」、「Fedが貸す力を前例のない規模にまで拡大できているのは、その大部分が議会と財務省からの財政面での支援が得られていることによる」などと述べている。

そして、危機対応策への着手から約5カ月が経過した現在、米国でも、コロナ危機による金融市場のひっ迫は峠を越えつつあり、FedのBS拡張も一服しつつある(図表12)。パウエル議長は6月のFOMC後の記者会見の場で、「危機が過ぎた

ときには、危機対応策は工具箱にしまう」とも述べており、Fedにとっても、次なる課題は、今後、①実体経済への打撃の長期化が必至のなか、経済の回復の足取りが確実になるまで、いかにして金融緩和環境を維持するか、同時に、②中央銀行の支援策が経済の次なる成長の芽を摘みかねない過剰な関与となることをいかに回避するか、さらには、③出口問題への対応を含め機動的な金融調節能力をいかに維持するか、という点に移りつつある。実際、6月のFOMCからは、今後の金融政策運営をいかなる戦略のもとに展開していくかという検討が始められている。その議事要旨によれば、FFレートが事実上の下限(0.25%)にある現下の局面における金融政策運営の手段の在り方について、①FOMCの最大雇用と物価安定という目標の達成を支援するうえで、「フォワード・ガイダンス(以下FG)」や「資産買い入れ」はどのような役割を果たし得るか、②イールドカーブに沿った金利にキャップ(上限)やターゲットを設けるといふ、外国の経験や歴史的な経験を鑑みて、そうしたアプローチがFGを支援し、資産買い入れプログラムを補完するものとなり得るのかどうか、という2つの論点に関する突っ込んだ議

(図表12) 2020年中のFedの資産の内訳別推移



(資料) Lorie K Logan, The Federal Reserve's Market Functioning Purchases; From Supporting to Sustaining, Remarks at SIFMA Webinar, July 15, 2020, Figure 3を基に日本総合研究所作成。  
 (原資料) FRB, H.4.1 release.

論が行われていることがわかる。このFOMCにおいては、先行例の一つである日銀のイールドカーブ・コントロール (YCC) 政策が批判的に検証されていることが明らかにされており、そのうえで、日銀のYCC政策とは政策目的等が明確に異なる、YCT政策 (Yield Curve Caps or Targets Policy) の採用の是非に関する議論が行われてい

た模様である。

Fedがリーマン・ショック以降に展開してきた、将来に対する責任を伴った政策運営姿勢を鑑みれば、今回の危機後の收拾策についても、時期をみながら、パウエル議長のもと、同様の姿勢で検討が進められ、実行に移されていくものとみられる。今後の実際の展開が注目される。