



金融危機下の金融緩和 : 1991年のFOMC

地主, 敏樹
岡本, 光技
高橋, 豊治

(Citation)

国民経済雑誌, 189(5):47-64

(Issue Date)

2004-05

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00055925>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00055925>



金融危機下の金融緩和：1991年の FOMC

地 主 敏 樹
岡 本 光 技
高 橋 豊 治

アメリカでは1980年代末～1990年代初頭にかけて、多くの金融機関が破綻したり危機的状況に陥ったりしていた。この金融危機の実体経済への悪影響は、1991年に顕在化し始めた。前年末から第1四半期にかけて景気減速した後、第2四半期には一時的な回復兆候が現れて、その後第3四半期から翌年にかけて再び減速した。この景気動向に合わせて金融緩和が調節された。本稿は、この FOMC の金融政策運営を詳細な議事録 (transcript) に基づいて検討する。さらに、日次データを用いて推定したスポットレート・イールドカーブを用いて、政策行動に対する市場の反応も調べる。FOMC も金融市場も、この年の前半には金融危機の影響を軽視していたことが、判る。また、金融政策に関わる情報開示は後に促進されることになるのだが、この年にはむしろ逆行気味であったことも興味深い。

キーワード 金融政策, 金融危機, イールドカーブ, FOMC

1 序

本稿は1991年に米国で実施された、急速な金融緩和政策に関する意思決定を、その意思決定機関 (FOMC) の議事録と米国連邦準備制度の諸公刊資料に基づいて、検討しようとするものである。当時の米国は、80年代後半の投機的行為の後遺症下であり、金融機関の体力が低下して間接金融が機能不全状態にあった。FOMC も91年半ばくらいまでは、こうした金融面から実体経済への悪影響を重大視していなかった。同年の早い段階では、連邦準備の外部でも、同じような楽観的予想がもたれていた模様である。事実、この年の第2四半期には景気が回復しかけた。しかし、この景気回復は十分なものとはならず、その後の景気低迷に伴って金融緩和が繰り返されることとなる。金利を見ると、年頭には公定歩合6.5%と FF レート7.00%だったのが、年末には公定歩合3.5%と FF レート4.00%にまで低下したのである。1年間で、3%ポイントに及ぶ、急速かつ大幅な緩和であった。

当時のアメリカの経済や金融政策の検討は、バブル崩壊後に持続的不況を体験した日本にとって、興味深いものである。91年前後は、アメリカの金融仲介機関の破綻懸念が非常に高

まった時期であった。この頃、S & L の大量破綻がほぼ終結に向かいつつあった一方で、大手商業銀行までもが危険視され、保険業界の破綻も増加していた。商業銀行に関しては、折から、自己資本比率規制が導入されつつあった。後の日本に近い状況とも言えるであろう。

FOMC 内部でも、マネーサプライの成長率低下が問題となって、その関連で金融機関経営の問題に言及されている。Greenspan 議長も、家計と企業が過大な負債をかかえ、金融仲介機関と間接金融経路が機能不全に陥った状況の異常さを、次第に明示的に言明するようになる。第2四半期の景気回復が頓挫した後は、『19世紀型の恐慌』とか、景気回復を妨げる『向かい風 (head wind)』とかいう表現を、多用するようになっていく。92年から93年にかけて、実質ゼロ金利という超緩和策を持続的に実施し、なんとか大きな破綻を回避することに成功する。結局のところ、アメリカはこの危険な局面を切り抜けることができたが、日本は同じような局面の乗り切りに失敗してしまった。

本稿の構成は、まず次節で1991年の経済状況の推移を見ながら、金融政策運営の4局面の概要を見る。その後の各節は、それぞれ、この金融政策運営の4局面について FOMC の意思決定を順に検討し、最後に運営の特徴をまとめる。金融政策行動の直接の結果を見るために、高橋 (2002) に基づいて計測したイールドカーブの変化にも注意を払う。

2 1991年の経済情勢と金融政策運営の4局面

1991年は景気下降気味に始まって、第2四半期に回復兆候が見られたが、第3四半期から再び景気後退が始まり、翌年にかけて本格化していく。この経済状況の推移に合わせて、金融政策運営も4局面に区分することができる。

多くの経済指標が前年第2四半期頃をピークとして停滞し、前年10月頃から急速に低下して、景気後退が鮮明となった。この状況へ対応しての金融緩和が、91年の金融政策の第1局面である。しかし、91年4月頃には、工業生産も急回復し、雇用も下げ止まった。消費者コンフィデンス指数も大きく上昇し、M2 も +7% 余と高い成長を示したのである。データ入手の遅れもあり、4月末にもう一段の緩和が実施されたが、その後は夏の半ばまで、金融政策は静観のポジションをとった。これが第2局面である。ところが、夏半ばから、景気回復の腰折れが懸念されはじめた。工業生産指数伸び率や M2 成長率の低下が報告されて、8月から、一連の金融緩和が実施された。これが第3局面である。さらに年末には、異例の大幅な利下げが実施された。これが第4局面と言えよう。92年初頭にはこの大型緩和の効果が期待されたが、92年中もむしろ景気の悪化は継続していくこととなった。

3 91年1月～4月 第1局面 金融緩和

前年の12月19日に公定歩合0.5%引下げをしたばかりであったが、1月8日にはFFレート

の小刻み引下げが実施された。このようにFFレートの微調整をして様子を見て、次に公定歩合0.50%カット + FFレートカットを実施するというパターンが、繰り返された。

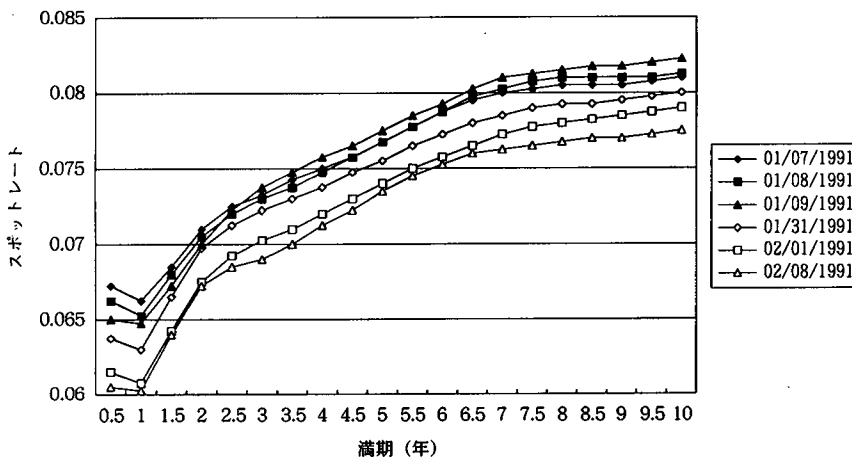
この頃の景気見通しと連邦準備の考え方について、Manuel Johnson 元 FRB 副議長は次のように述べている。『米国経済の歴史の中で、在庫／売上比率がリセッション前よりも低下したことは、今回が初めてである。そのことから、米国のエコノミストは、今回のリセッションが非常に短期間で済むのではないかと、予測している。FRB も、「在庫水準が非常に低いことから判断して、もし米国経済に対する信頼感が回復し、そして原油価格が下がってくれば、¹⁾リセッションは非常に短期間で済む。そして、今年の半ばには、また景気が拡大基調に回復する」と、考えている。だから、きわめて慎重ながら、リセッションに対応して非常に²⁾アグレッシブに緩和するというよりも、徐々に緩和する政策を取り始めたわけである。』

1月9日 電話コンファレンス 事後報告 FFレート0.25%下げ

1月8日にFFレートを0.25%下げて、目標水準を6.75%としたことが報告された。貨幣量の顕著な低下への対応であったと説明されている。オベそのものとしては、年末超えの過剰資金を吸収しなかったただけなので、市場は当初半信半疑だったが、1日たって緩和をほぼ確信している状況であるとも説明された。当時のイールドカーブを描いた図1でも、8日の短期金利低下は小幅で、9日になって0.25%ポイントの低下が明確になっている。6ヶ月よりも1年の金利が低くなっており、さらなる金融緩和が予想されていたことも判る。なお、長期金利はむしろ上昇しており、市場の景気後退予想も軽微であったことを示している。

前回の Directive の非対称性（緩和）を実施に移したわけであるが、事前に電話コンファレンスをもたなかったのが、決定方式が問題視された。「オベ時間の直前にデータを入手したので、時間がなかった結果である。この緩和は緊急措置で Tentative なものであり、この電話

図1 第1局面前半



コンファレンスで承認されて、確定することになる。」といった、言い訳がなされている。さらに、「湾岸戦争の局面が戦闘開始直前となりつつあるので、今のうちに政策行動をとっておきたい」という正当化もなされている。

なお、銀行危機が預金流出と貨幣供給低下をもたらしているから、貨幣量の情報には疑問が投げかけられた。また、関連して、Angel から、Directive の言葉の順番（貨幣量や物価安定）について疑問が呈示された。この点は、後に小委員会による検討へとつながる。

2月1日 理事会の公定歩合0.5%引下げ+電話コンファレンス FF レート0.5%引下げ

Greenspan が早朝の理事会による公定歩合引下げ（6%へ）の決定と、その（予定）アナウンス文を報告する形で開始された。雇用データの悪化が直接の契機となっている。Johnson FRB 元副議長もこの点を裏付けている。『そこへ、1月の失業率の数字が出てきた。さらに購買担当マネージャーの調査結果が出てきた。これらのデータによると、予想したほど米国経済は安定していないということが、分かった。……中略…… FRB は、その結果、緊急会議（2月1日）を開き、公定歩合、そして FF レートを0.5ポイント引き下げた³⁾』

理事会の意向として、公定歩合の利下げ幅をそのままに FF レートへ反映させて6.25%まで下げたいとも、Greenspan は述べている。FF レートの単独引下げの次は、公定歩合よりも FF レートの引下げ幅を小さくすることが通例なのに、例外的である。2月5日の定例集合の直前なのに政策行動を実施している点も、異例であると言えよう。⁴⁾ 図1のイールドカーブでも、短期金利の大幅な低下と、長期金利の顕著な低下も引き起こしている。景気への懸念が強まったことだけでなく、長期的なインフレ期待も低下したのかもしれない。

2月5-6日 FOMC 定例集合 維持+非対称性（緩和）

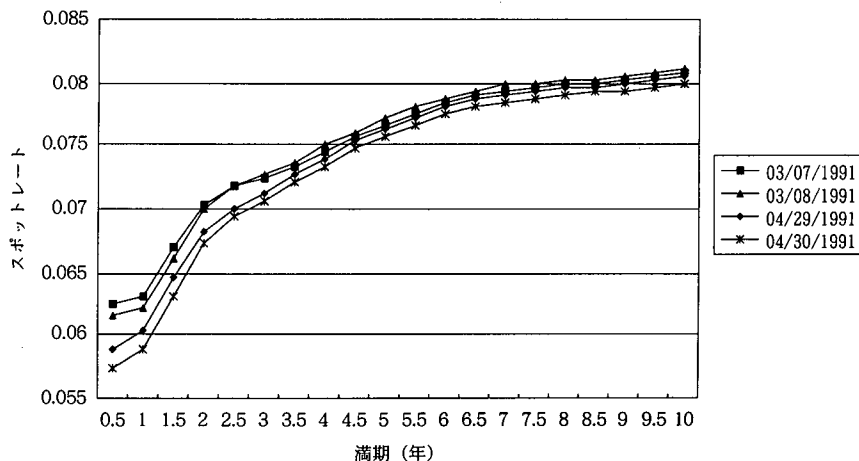
FOMC 冒頭において、Greenspan が、前回の意思決定方法（理事会先行+FOMC 追認）への不満が続出していることを認め、小委員会を作成して検討することを提案した。次回の定例集合（3月26日）に検討結果を報告して議論することになった。直前に強めの金融緩和を実施したので、短期の政策決定に関しての議論は少なく、インフレ懸念の低下が報告されたり、湾岸戦の戦闘終了間近が予想されたりしただけである。Greenspan は、将来的には短期金利をもう少し下げることが必要であること、イールドカーブをよりフラットにしたいこと、などを述べている。「維持+非対称性（緩和）」の政策方針が満票で決定された。

3月8日 FF レート0.25%下げ（6%へ）

直前の Directive が非対称性（緩和）であったこともあり、雇用データの悪化が直接の契機となって、小刻み緩和が実施された。雇用データがきっかけとなるのは、2月1日と同じであり、雇用が連続的に悪化した、この年前半の緩和に特徴的である。

“On march 8, in response to signs of continued weakening in the economy, particularly as indicated in that day's employment report for February, the desk implemented a

図2 第1局面後半



slightly easier stance, ……中略…… with an expectation that federal funds would edge down to about 6%. The move was communicated to the market by arranging over-the-weekend System RPs when funds were trading at 6 1/4 percent, and the change was quickly perceived by the market.”⁵⁾

第2図のイーールドカーブでも短期金利のみが低下している。追加緩和は予想されていない。

3月26日 維持+対称性

Greenspan は、「景気動向の可能性として、連続的な分布ではなくて、景気底入れから回復するか、再び沈降するかのどちらかではないか」と、意見を述べている。そして「回復の可能性の方が高い」として、短期の政策原案として「維持+対称性」を呈示して、全員が賛成した。事後的には、この直後の一時的な景気回復をよく見通したとも言えるし、その後の長い景気悪化を予想しそこなったとも言えよう。

この会合では、理事会と FOMC の意思決定方法が議論された。2月1日の理事会先行方式への不満に対応して設けられた小委員会のレポートが、Kohn によって報告された。まず、過去の事例を調べて、BR・NBR 目標を採用した1979年後半以後は公定歩合の変化が FF レートにほとんど反映されたが、それ以前の FF レート目標レジーム下の1970年代にはあまり反映されなかったことが、示された。次いで、Directive の表現 “pressures on reserve positions” については、変更を加えないでいいと示唆している。ただし、現実には、
 “clearly, the FOMC has in mind a specific federal funds rate level. And the Desk operates with an anticipation of that level being achieved with only secondary thought given to the borrowing objective. At the same time, the Committee has deliberately avoided explicit announced federal funds rate objective over the inter-meeting period.”⁶⁾

と、公表しないままに FF レート目標レジームへ復帰していることを認めている。

小委員会の最終結論は、“enhanced consultation”を図るという言葉に集約された。要するに、あまり勝手に理事会で決めてしまわないで、FOMC メンバーに情報を流して相談するということであるが、曖昧な表現である。次のようにも説明されている。

“this would include advanced notice to committee members of the action contemplated and an opportunity for thorough discussion of the alternatives.”⁷⁾

ただし、必ずしも FOMC で正式の投票をするわけではないことも確認されている。

“within the framework of a so-called enhanced consultation, we have to be mindful that that process could become counterproductive, if it deteriorated into people insisting upon a formal vote of the FOMC every time there was a consultation.”⁸⁾

この議論の中で、度々、政策運営方式への言及がなされている。前掲の Kohn の発言と合わせて、FF レートを目標とする政策運営になっていることは、FOMC 内で共通の理解となっていることがわかる。特に、Greenspan は、実際は FF レートターゲットで政策を運営しているのに公表していないことで、FF レートターゲットに適さない方式（理事会と FOMC との2元的意思決定）が残ってしまっていることを認めている。

“This issue arises largely because what we are doing de facto is targeting the funds rate. I am not sure that any of us believes that that is the right policy. What I think this compromise (注：この小委員会報告) does is to recognize that that is what we are doing and that it does require enhanced consultation in the form in which Don Kohn suggested. But it probably would be unwise to go to anything very specific or very detailed if for no other reason than that if we start to get very rigid in this area, we will have to publish exactly what our guidelines are, and I think that probably would restrict our capabilities somewhat.”⁹⁾

彼の FF レート目標方式の公表回避方針は、他のメンバーによっても支持されている。

“As a practical matter, we are on a federal funds targeting regime now. We have chosen not to say that to the world. I think it's bad public relations, basically, to say that that is what we are doing, and I think it's right not to; but internally we all recognize that that's what we are doing.”¹⁰⁾

また、政策運営上の他の問題点として、3月8日の利下げの結果、公定歩合とFFレートとが一致（6%）してしまったことも検討されている。

4月12日 電話コンファレンス 維持

enhanced consultation の実施なのか、電話コンファレンスが開催されて、景気状況が報告されたが、政策行動には至らなかった。インフレが低下している一方で、景気回復が頓挫し

つつあるのではとの懸念が表明されている。さらに、市場が一層の緩和を期待し始めていることも報告されている。3月26日の定例集合の Directive では対称性が採用されたわけだが、2週間余で状況認識が変わりつつある。

Greenspan 議長は、この時点での政策オプションとして「動かないか、公定歩合と FF レートの引下げか」の2つがあると述べている。電話コンファレンスの通例として投票は行われず、この議事録からは決定内容が把握できないが、結果的には行動しなかった。

4月30日 理事会の公定歩合0.5%引下げ+電話コンファレンス FF レート0.25%引下げ

Greenspan 議長より、理事会の公定歩合0.5%引下げ (5.5%へ) 決定が報告された。主な理由としては、資本財需要の弱化・ドル上昇・インフレ低下が挙げられている。FOMC へも、FF レート0.25%引き下げ (5.75%へ) の公開市場操作を実施したいと、提案している。3月8日のFFレート引下げを承けているので、公定歩合よりもFFレートの引下げ幅が小さい、通例の形である。電話コンファレンスにおいて投票は行われずに、政策行動は実施された。6ヶ月から1年物の金利も顕著に低下し、より長い金利も小幅ながら低下した (第2図)。翌5月1日には、G7の議論内容を報告するための電話コンファレンスが開催された。

4 第2局面 景気回復?にともなう静観

事後的に見ると、4月頃から景気は回復傾向にあった。生産指数は急速に回復したし、雇用も下げ止まっている。ただし、M2 成長率は急低下が始まった。

5月14日 FOMC 維持+対称性

景気の現況に関しては、「ビジネス界の緩和期待は高いが、景気の底には典型的な状況である。在庫投資は未だにマイナスだし、在庫管理方法の革新も生じているようだが、生産<需要なので、反転するはず。問題点は、その在庫投資の異常と、金融市場の弱さ (86-87年の過度な信用拡張の後遺症) によって、回復への調整が異常に遅いことである。」といった内容に、Greenspan は総括している。短期政策としては、急激な悪化の徴候も見られないとして、「維持+対称性」という原案を呈示して、全員が賛成した。

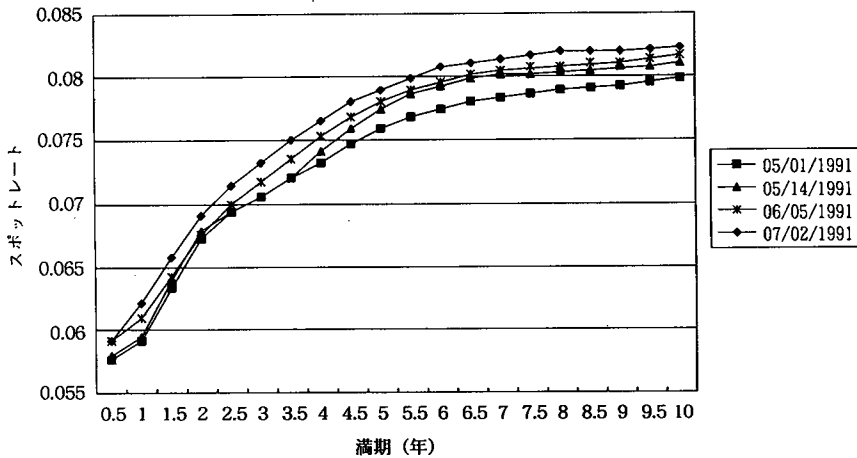
7月2日 FOMC 維持+対称性

後から見ると、景気回復はこの頃に一時ストップし、その後低下に転じているが、もちろん real time では把握できていない。M2 の成長率は、急低下が続いている。

Greenspan の景況総括はデータの入手ラグを鮮明に示している。その内容は、「銀行信用のみを例外として、ほぼ全てのデータが堅調な回復を示すようになった。」ことを確認するものである。また、直接金融経路の資金調達増加しており、GDP に対する総資金調達の比率はあまり変化していないので、間接金融が減少しているだけではないかと指摘している。

“In the last several quarters, they (net equity/GDP と net borrowings/GDP) were tend-

図3 第2局面 静観期



ing to converge, implying, if you just put them together, that the total-finds-raised ratio to GNP wasn't all that much out of line. But there is no question at this stage that we are getting credit deflation. That is not only are monetary aggregates growing more slowly but all of the intermediary expansion is softening. And part of this is clearly offset by significant increases in direct borrowing in the bond markets and increased equity issuance.¹¹⁾

短期の金融政策に関しては、金融機関経営の危うさが实体经济に顕著に影響するかを観察していく必要があるものの、次の政策行動は利上げになる可能性の方が高いと述べている。しかし、「今回は現状維持でいいし、当面は際立った問題もないので、対称性でいい」という原案を呈示して、全員が賛成した。ここまでの状況を通常の景気後退とみなしており、この回復徴候が堅調になることを予想していたことが、よくわかる。金融市場においても、第3図が示しているように、時間の経過に伴って、イールドカーブは全般的に上方シフトしており、景気回復期待が徐々に高まっていたことを示している。

5 第3局面 回復頓挫と緩和再開

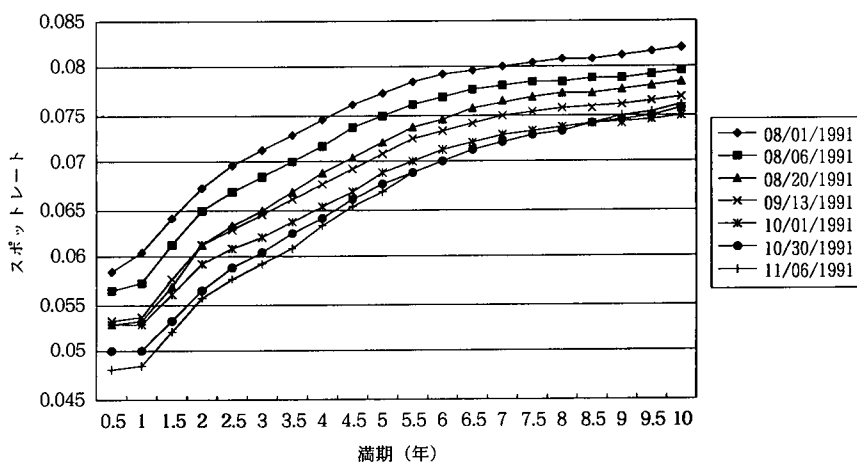
景気回復は第2四半期のみで頓挫してしまった。FOMCは、その景気予想を次第に下方修正しながら、金融緩和を実施していく。その行動パターンは、まずFFレートの小刻み(0.25%)カットを実施して、様子見をして次回で公定歩合の0.5%カット+FFレートの0.25%カットというセットが、2回繰り返された。11月の定例集合を除けば、政策行動は全て定例集合間に実施された。予想以上の景気下降にともなって、マネーサプライなどに関する悪いデータが入る度に対応したことの反映であろう。

8月6日 FF レート 0.25%引き下げ

前日（8月5日）に電話コンファレンスが開催された。そこでは、6月から7月にかけてM2の急低下発生と、その原因としてのポートフォリオのシフト（M2を構成する諸預金から、債券および投資信託へ）が報告された。また、理事会スタッフのGDP見通しも下方修正（5%から3%へ）することが示された。FOMCメンバーの議論でも、ビジネス界からの景気回復頓挫の情報しきりであることが、明瞭となった（例外地域もある）。政策変更に関して、一部の言及はあるが、明示的議論や投票は行われなかった。電話コンファレンスは短時間であり、議事録からだけでは、8月6日の政策行動への了解がなされたのかどうか、判然としない。

この小刻み利下げ（FFレート=5.5%へ）については、次の8月20日定例集合の国内デスク報告で次のように説明されている。緩和の決定要因としては、貨幣量の低下、实体经济停滞、インフレ懸念低下が、列挙されている。第4図に示されているように、イールドカーブは全般的に下方シフトしている。なお、FFレートは再び公定歩合と等しくなった。

図4 第3局面 緩和



8月20日 FOMC 維持+非対称性（緩和）

事後的なデータで見ると、金融面では、マネーサプライが低下中（M2成長率-1%）であり、準備の伸びも0%と停滞している。実体面では、生産が低下中であるが、雇用は微増傾向を示している。金融政策運営に関しては、再びFFレート=公定歩合となったことについて質問がでた。国内デスクのSternlightの返答は、今のところ政策運営にはほとんど支障がないが、FFレートを公定歩合が上回ると少し違うかもしれないというものである。

Greenspanによる経済状況の総括は、「諸需要項目、特に消費も弱いので、景気動向は在庫投資によって左右されている。その在庫管理システムがjust-in-timeへ変化しつつある（在

庫一売上比率の低下)。見通しが立てにくい異常事態である。それでも、景気回復が明確になる可能性の方が高いと思うけれど、下方リスクも無視できない」といった内容である。この景況認識に基づいて、短期政策の原案として「維持＋非対称性（緩和）」を呈示した。「定例集合間で動く時は、公定歩合も変更することになりそう」だと示唆している。金融市場では将来の金利低下を盛り込んだのであろうが、やはりイールドカーブが全般的に低下してきている（第4図）。なお、マネーサプライの成長率が著しく低いことを考慮して、Directiveの文言が一部変更された。

9月13日 理事会の公定歩合0.5%引下げ＋電話コンファレンス FF レート 0.25%引下げ

事後的に見ると実体面の生産や雇用はさほど悪くない状態だったが、金融面、特に M2 成長率は－2%で最悪の状態にあった。FOMC の電話コンファレンスは、理事会の公定歩合0.5%引き下げ（5%へ）を報告する形で開始された。インフレの鎮静化（CPI で0.3%前後）と、小売販売額がマイナスに落ち込んだことが報告されている（特に自動車）。公定歩合の引き下げに対応して、FF レートを0.25%引き下げる（5.25%へ）原案が呈示され、全員が賛意を表明した。金融面の縮小が直接的な要因となつての引下げであると考えられる。金融市場では、短期金利の低下は織り込み済みであった模様で変化は小さく、むしろ中長期の金利低下が観察された（第4図）。

2月や4月と同じパターンであり、理事会の公定歩合引き下げが先行して、FOMC は受動的にそれを FF レートへ反映させたように見えるが、以前のようには問題化しなかったようである。Enhanced consultation が、議事録には残らない形で実施されたのかもしれない。

10月1日 FOMC 定例集合 維持＋非対称性（緩和）

FOMC の冒頭では、Salomon の国債入札不正事件についての報告がなされている。処分決定が間近いという情報も伝えられており、その内容としては、プライマリー・ディーラーの資格剥奪が検討されている。剥奪してもしなくても、FRB への信認が低下する危険性があるとも、述べられている。

M2 はまだ最悪水準（－2%）近辺にあって、事後的には実体面でも雇用と生産の低下の直前にあたる。Greenspan 議長の景況総括は、やはりデータ入手のラグを反映している。「実体経済はそれほど悪くない。結局のところ、80年代の行き過ぎの修正局面なのではないか。直接金融の進展により資金調達水準はなんとかノーマルに近いけれど、間接金融弱体化のマイナスは出てしまうのではないか」という内容である。なお、彼の言葉の中で、景気回復がもたつている状況に関して、「経済が『向かい風』に逆らって進もうとしている」という表現が現れる。曖昧な言いまわしであるが、これ以後94年頃まで多用されることになる。

“what I think we are seeing, ……中略……, is that it is very much as though an economy which is picking up steam is running against a 50 mile an hour head wind. My impres-

sion is we will make it through, but it will be a struggle.”¹²⁾

短期政策に関しては、「維持でよくて、対称性と非対称性（緩和）もほぼ5分だけれど、引締めの可能性はほとんどないので非対称性（緩和）でよいのではないかと原案を呈示している。

FOMC メンバーの中では、景気が回復するはずだとの意見も強かった。経済の現状はそれほど悪くないし、コアインフレ率を低下させることが肝心と主張するのである。こうしたラインに基づいて対称性を支持する意見も無視できず、Directiveの非対称性の表現を弱める（somewhatではなくslightlyにする）ことで、全員の賛成が得られた。金融市場では景気後退予想が強まっていたのであろう、1年を超える金利がおしなべて低下している（第4図）。

10月30日 電話コンファレンス FF レート 0.25%引き下げ（5%へ）

スタッフの報告するデータは、実体面の悪化を示していた。住宅販売が低下し、失業保険申請も増大している。事後的に見ると、第4四半期の景気後退が目前だったのである。さらに、消費者や企業のコンフィデンスの低下も問題視された。前回の定例集合 Directive の弱い非対称性（緩和）を実施に移したわけだが、より強い緩和を求める意見もでた。なお、金融面のM2と準備はむしろ回復気味であった。この年、実体面と金融面との指標が相互にミックスしたシグナルを送ることが、頻繁であることが興味深い。金融市場では、短期金利がFFレートの下下げ幅通りに低下し、7年程度までの金利も低下している（第4図）。

Greenspan は、経済の現状を19世紀の恐慌に近いのではないかと論じている。この後も、景気がなかなか回復しない状況が続く中で、繰り返されることになる論点である。

“I think what we are looking at here is a nearly classic disinflation process in which economy is coming off a very substantial debt build-up and speculative binge in the '80s. In the process, our financial intermediaries have been undermined to a very considerable extent. ……中略…… it looks to me as though we have some equivalent of a 19th century kind of economic adjustment. But instead of an economy crashing after a stock market decline such as we had in October 1987 and then coming back a year or so later, it looks as though the inflationary and debt imbalances of the 1980s are being stretched out here. We are well into the adjustment process, but it's fairly evident that the fear element that is associated with the decline of property values is really quite classic in the sense that it has the same effect as those 19th century type corrections. It's apparent from the employment cost index that the disinflation process seems to be working well.”¹³⁾

11月5日 定例集合 FF レート 0.25%引下げ+理事会 公定歩合0.50%引下げ（翌日）

事後的には、実体面で雇用・生産、消費者コンフィデンスがそろって低下している。データが早く入手できる金融面ではM2と準備が回復しつつあった。スタッフの景気見通しは翌

春の景気回復を依然として予測しつつも、その水準は顕著に下方修正したことが報告された。

ラウンドテーブルの議論では、これまでの緩和の影響がこれから出てくることを認識しながらも、下方リスクへの保険としてもう一段の利下げが決定された。後述するように資産デフレの悪影響が懸念され始めた。さらに非対称性（緩和）も追加された。Greenspan は、「微妙な時期なので、6週間の集合間隔は長すぎる。途中で電話コンファレンスを開くこととしたい」とも、述べている。より強い緩和を求める声もあったが、Greenspan は「連邦準備が景気動向に対して注視して行動しているのだと示すには、0.25%でいい」と論じている。結果は反対2票。公定歩合（5%）よりもFFレートが低くなってしまう（4.75%）問題については、翌日に理事会を開いて対処することが示唆された。なお、この会合（月曜日）は、財務省証券の借換え債発行の入札とぶつかってしまったので、火曜日の市場開始時点（通常のOMOより早く）でのオペ実施となった。結果的には、公定歩合の変更（0.5%カットして4.5%へ）と同時に実施した。公定歩合変更のアナウンスで市場はFFレートの部分的カットへ即時的に反応した。短期から5年程度の金利が低下した（第4図）。

Greenspan の現状総括は、前回に続いて、19世紀型恐慌論から始めている。

“I think what we are dealing with clearly is an historical process that has very little in the way of counterparts in the post World War II period. This is an old-fashioned asset contraction. It is reflected most severely in the commercial real estate area, with obvious consequences in the financial [sector] as we discussed. ……中略…… what is happening now with the return of the realism is basically that people feel that the price of single-family residences are undergoing a fairly major decline. All of the analytical work we've done suggests that this is a major factor in household purchases, especially durable goods outlays.”¹⁴⁾

この後、「1980年代には初頭にしか景気後退がなかったもので、家計にもビジネスにも高水準の資産が蓄積されすぎた。その結果、現在のバランスシート調整が行われているのだ」と、解説している。そして、金融面に関して、「株価が将来のインフレ低下を織り込んだ低い割引率に裏付けられているように見えるのに、債券市場の長期利子率が高止まりしていることが、謎である。もしかしたら、金融仲介機関が痛んでしまって貸出を減らしていることが、長期金利の高止まりを生んでいる原因かもしれない」と、Greenspan は述べている。なお、興味深いことに、小さな金融会社の貸出が急増していることにも言及している。

この金融仲介機関の機能不全が、経済にどれほどの影響を及ぼすのが焦点となってきた。Greenspan は、この年の前半の景気回復期には小さな問題に見えたのに、認識を改めねばならないのではないかという言い方もしている。

“There is no question that the economy was coming back in July and August. It wasn't

coming back in a huge surge, but [at a pace] consistent with the proposition that this overhang of disinflationary forces was not very potent. In the last several weeks, it is beginning to appear that that conclusion may not be correct; it can be a wholly false phenomenon.”¹⁵⁾

ただし、「1976年には非常に短い景気後退があり、1977年に景気対策が打ち出された頃には、回復が急だったので、対策は撤回された。同じようなことが起きるのかもしれない」と、希望的観測をも付け加えている。

6 第4局面 12月 年末の強い緩和

実体面の景気悪化を示すデータが続き、まず上旬にFFレートの小刻み引下げが実施されて、次いで定例FOMCの数日後に、公定歩合1%カット+FFレート0.5%カットという、異例に強い金融緩和が実施された。

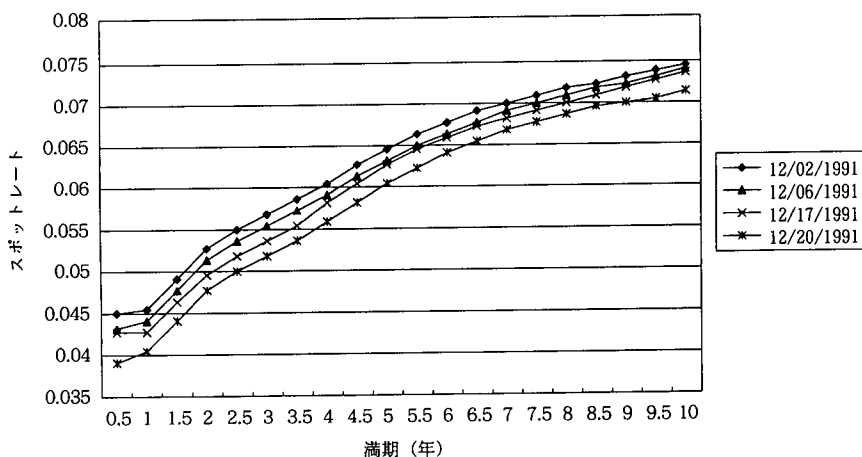
12月2日 電話コンファレンス

11月のFOMCで約束された、定例集合間の中間時点での開催である。実体面の雇用や生産などの客観的データも、ビジネス界からの諸実例もネガティブなものが集まった。なお、金融面のM2成長率は、+3~4%水準でさほど悪くなかった。明示的な政策論議はなかった。なお、金曜日発表の雇用データ悪化が予想されている。

12月6日 FFレート 0.25%カット (4.5%へ)

前回の電話コンファレンスで予想された通りに、雇用データ悪化が発表されることとなったので、対応してFFレートの小刻み引下げが実施された。市場もデータ発表後にこの利下げを織り込んだので、FFレートはOMO実施前に4.5%にまで低下した。こうした政策行動

図5 第4局面



は市場では予想されており、既に12月初旬に、6ヶ月物の金利が4.5%に低下していた。この行動後にも、6ヶ月から5年程度の金利が、小幅ながら低下している（第5図）。

12月17日 定例集合 維持+強い非対称性（緩和）

事後的には、雇用も生産も低下中であり、消費者コンフィデンスも低下していた。しかし、金融面のM2成長率は再び悪くない水準であった（+4%）。スタッフは、来年第1四半期までの停滞を織り込みながらも、依然としてその後の回復を予想している。ここまでの累積的な利下げの効果が、現れてくるはずだというのである。

Greenspan の原案呈示は、即時の緩和実施を望む意見も強い中で、極めて強い非対称性を採ることで、即時緩和を回避するものであった。

“What I would recommend today is that we vote to go asymmetric towards ease with a very strong presumption that unless improvements in the economy became evident rather quickly or unless we get significant evidence of a pick-up in M2 in the period immediately ahead, it would be expected that the Desk would be requested to move lower. So, I would recommend an asymmetric directive, which I would characterize as hard asymmetric: the balance of the evidence is going to have to be that the economy is really showing surprising signs of strength [to preclude an easing move]. There is a possibility that things that has been extremely dull could become very buoyant very quickly; were that to happen, I think we would want to stand pat. But if that doesn't happen, the meaning of what I suggest is that we would move lower.”¹⁶⁾

この後、質問に答える形で、非対称性を実施に移すときはFFレートの0.25%下げであると明言している。即時に動かないことの正当化の一つとして、インフレ鎮静化の成功を無駄にしたいと述べている。

“But it is important for us to be aware that it might be necessary to preserve what has been really an extraordinary success to date on inflation. I must say, looking back, that I think we have had some lucky things happen to us. One of them is that our policy has been able to rein in inflation at a much more rapid pace than we had contemplated earlier. And it would be a shame if we were to let that get away.”¹⁷⁾

ラウンドテーブルの議論では、これまでの政策効果の顕現化を待つ意見（対称性）と、より大きな動きを求める意見の両方が出たが、最終投票では反対1票で原案が可決された。

Directive の非対称性に関しては、この会合より、新しい文言が採用された。変更された部分は、下記の通りである。この年のFOMCで何回も議論され、小委員会も作られて検討された結果、非対称性が想定している懸念要因を明示しない形に決着した。状況に応じて、要因の順番を入れ替えたりすることを排除し、長期目標（物価安定と維持可能な成長）を掲げた

後に、経済・金融・貨幣の3要因を機械的に並べることとしたのである。このセンテンスの情報は対称性・非対称性のみ（若干の強弱はあり得るが）となり、懸念要因については情報量ゼロとなってしまった。この後進展していく情報公開とは逆行する動きである。

“In the context of the Committee’s long-run objectives for price stability and sustainable growth, and giving careful consideration to economic, financial, and monetary developments, slightly greater reserve restraint might or somewhat lesser reserve restraint would be acceptable in the inter-meeting period.”¹⁸⁾

12月20日 理事会 公定歩合1%引下げ+電話コンファレンス FF レート0.50%引下げ

定例集合から僅か2日後の19日に理事会は公定歩合の大幅引下げ（3.50%へ）を決定し、その翌日のFOMC電話コンファレンスでFFレート0.50%引下げ（4.00%へ）が諮られて、即実施された。金融市場では、6ヶ月から10年物までおしなべて金利が低下した（第5図）。

17日のDirectiveの強い非対称性があったわけだが、この年に典型的な理事会先行型の意思決定が繰り返されたのである。電話コンファレンスの議事録が入手できなかったのも、次のFOMC定例集合における国内デスクの報告を見てみよう。

“The System’s policy stance was initially held unchanged following the December 17 Committee meeting, but soon afterward—on December 20—an easing move was made in light of the weak performance of the economy, the subsidence of inflationary pressures and slow growth in the broad monetary measures. This move entailed a full percentage point reduction in the discount rate, to 3 1/2 percent, and a 1/2 percentage point cut in the expected Federal funds rate, to 4 percent, as outlined in a Committee conference call on the morning of the 20th.”¹⁹⁾

何か特定のデータの発表に応じた措置だと考えられるが、この前後には多くのデータが景気悪化を示しており、入手可能な資料からは特定できなかった。これまで悪くなかったM2成長率が、この頃から翌1月にかけて一時的な減速を示していることが重要であったのかもしれない。理事会の公定歩合引下げ決定について、年報は次のように書いている。

“These easing actions were taken on the basis of cumulating evidence, notably monetary and credit conditions as well as current economic conditions, that pointed to receding inflationary pressures.”²⁰⁾

FOMCの決定については、より曖昧な表現がなされている。

“At a telephone conference on December 20, 1991, the Committee discussed the approval by the Board of Governors of a 1 percentage point reduction in the discount rate, effective that day, and the implications of that action for the implementation of the Committee’s policy with regard to the degree of pressure to be sought in reserve

markets. It was noted during this discussion that the limited data received since the Committee's meeting on December 17 continued to point to a very sluggish economy. In keeping with the Committee's decision at its recent meeting, it was deemed appropriate to direct open market operations toward allowing part of the reduction in the discount rate to be reflected in the federal funds rate.²¹⁾"

年報には、この緩和措置の効果への FOMC メンバーの期待も、掲載されている。やはり、金融面、特にマネーサプライへの効果が、明示的に言及されている。明示されていないが、悪状況下にある金融機関の年越しを考慮したのか²²⁾もしれない。この前後の年にも、12月には大きな緩和をしている。FOMC 内部では、暗黙の了解事項であった²³⁾もしれない。

"Members commented that the substantial cut in the discount rate and the accompanying adjustment in the open market operations were likely to have a favorable effect on financial markets and the behavior of the monetary aggregates and in conjunction with the ongoing effects of earlier easing actions would provide the financial basis for a resumption of sustainable economic growth. In light of the substantial size of these actions, it would be appropriate to view the directive as symmetrical with regard to any further changes in policy over the remainder of the inter-meeting period."²³⁾

7 結 び

本稿の終わりに、1991年の金融政策運営の特徴をまとめておこう。第2四半期の一時的な景気回復によって、状況判断が大きく変化したことが特徴的である。データ入手のラグや、金融・実物両面のデータの変動方向がずれるなどの問題に直面しながらも、様子見と小刻み緩和によって、なんとか乗り切っている。後半には次第に悪化が明確化していく景気後退に対して、強めの緩和を実施していった。ただし、金融仲介機関が不良資産を抱えて間接金融経路が機能不全であったことに対して、FOMC も当初はその影響を軽視していた。銀行の危機的状況に対しては、マネーサプライの低成長に関連して言及されている程度であった。

意思決定にも興味深い特徴がある。まず、11月5日のみを例外として、全ての利下げは定例集合間に実施されている。次に、理事会による公定歩合カット先行が多く、例外は11月5日のみである。この決定方式は問題視され、FOMC メンバーへの“enhanced consultation”を図ることになった。また、Directive の非対称性が全て実施に移された点も興味深い。景気動向がうまく読めない中で、対応を続けたことの反映であろう。直接の引き金は、第一四半期には雇用データが、後半にはマネーサプライのデータが多い。なお、政策決定内容に関する情報公開は推進されるどころか、FF レート目標方式の公表回避や懸念材料の順位隠匿など、伝統的な秘密主義が依然として濃厚なままで、むしろ退行気味ですらあったのである。

補遺 spot yield の計算方法

本稿では高橋（2002）の方式に従い、財務省証券（TB）に半年毎に利払いがあるものとして、スポットレートを算出している。

・ discount factor の導出

j 時点における discount factor を $d(t_j)$ とすると、TB の cash flow (C_j) の現在割引価値 P は $C_j d(t_j)$ と表すことが出来る。これより、半年利払い満期 n 年の TB による cash flow (C_n) の現在割引価値 P は次式で表される。

$$P = \sum_{j=1}^n C_j d(t_j)$$

ここで、 j 期の discount factor $d(t_j)$ が、 j 期の spot rate (s_j ：年利) を割引率として与えられるとすると、以下の関係が成り立つ。

$$d(t_j) = \frac{1}{\left(1 + \frac{s_j}{2}\right)^j} \quad \text{ただし、} \frac{s_j}{2} \text{ は利払いが半年毎であることによる。}$$

これは近似的に $d(t_j) = e^{-\frac{s_j}{2}j}$ となるので、spot rate は次式のように書き表される。

$$s_j = -\frac{2}{j} \log d(t_j) \quad (1)$$

・ spline 補間

本稿では、0.5, 1, 2, 3, 5, 6, 7, 10年物 TB の利回り r_i を基にして、spline 補間を適用して discount factor の推計をした。discount factor が下記のような cubic spline 関数で表されると想定している。

$$d(t) = a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^k b_i \max \{(t - t_i)^3, 0\} \quad k: \text{節点の数} \quad (2)$$

現実の金利構造をできるだけ再現できるように、この spline 関数のパラメーターを、日次データを用いて推計した。具体的には、 n 年物 TB に 1 単位投資した場合、満期までの cash flow を discount factor (2) で割引いて現在価値に直して得られる下記の関係式、

$$\begin{aligned} & \frac{r_n}{2} \sum_{i=1}^{n-1} \left\{ a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^k b_i \max \{(t - t_i)^3, 0\} \right\} \\ & + \left(1 + \frac{s_n}{2}\right) \left\{ a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^k b_i \max \{(n - t_i)^2, 0\} \right\} = 1 \end{aligned}$$

を用いて discount factor を推計し、(1)により spot rate に変換した。

注

- 1) イラクのクウェート侵攻後、原油価格が上昇していた。
- 2) 『米国経済白書』, 1991年, p. 62第2段。
- 3) 『米国経済白書』, 1991年, p. 62。

- 4) 定例集合では、より広い問題と中長期的な金融政策に関して、議論したいと述べている。
- 5) 3月の Transcript 内, Sternlight, "FOMC NOTE", p. 2。下線は筆者。
- 6) 3月の Transcript 内, Kohn, p. 1。
- 7) 3月の Transcript 内, Greenspan, p. 2。
- 8) 3月の Transcript 内, Corrigan, p. 7。
- 9) 3月の Transcript 内, Greenspan, p. 2。下線は筆者。
- 10) 3月の Transcript 内, Melzer, p. 4。下線は筆者。
- 11) 7月 FOMC の Transcript 内, p. 49。
- 12) 10月 FOMC の Transcript 内, Greenspan, p. 29。下線は筆者。
- 13) 10月電話コンファレンスの Transcript 内, Greenspan, p. 1。下線は筆者。
- 14) 11月 FOMC の Transcript 内, p. 26。下線は筆者。
- 15) 11月 FOMC の Transcript 内, p. 27。
- 16) 12月 FOMC の Transcript, p. 30-p. 31。下線は筆者。
- 17) 12月 FOMC の Transcript, p. 31。下線は筆者。
- 18) 12月 FOMC の Transcript, p. 38。下線は筆者。
- 19) 1992年2月の Transcript 内, Sternlight, "Notes for FOMC Meeting", p. 1。下線は筆者。
- 20) *Annual Report*, 1991, p. 94。下線は筆者。
- 21) *Annual Report*, 1991, p. 171。下線は筆者。
- 22) 日本でも、1997年の金融危機以後、年末越えや年度末越えの資金供給が実施されてきた。
- 23) *Annual Report*, 1991, p. 171。下線は筆者。

参 考 文 献

- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report*, 78th, 1991.
- Bullard, James B., "The FOMC in 1991: An Elusive Recovery", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, 1992.
- Federal Open Market Committee, *Transcripts of the FOMC Meeting*, 1991.
- 高橋豊治, 「スワップ・マーケット市場情報を用いた債券流通市場分析」, 大野・小川・佐々木・高橋著『環太平洋地域の金融・資本市場』高千穂大学総合研究所 所収, 2002年。
- 『米国経済白書 1991年』, エコノミスト誌増刊号, 毎日新聞。