

米国金融行政100年の歴史

—1913年連銀法からドッド＝フランク法まで

渡 部 亮

要 旨

過去100年間における米国金融行政の歴史を振り返ると、①大きな金融危機の後には金融規制強化の動きが生まれる、②その背後では、規制強化に賛成するポピュリスト（大衆政治活動家）と、それに反対する銀行界との対立がみられる、③そうした対立を反映する形で、連邦議会内の政治勢力が分断化し、法案制定や政策運営が難渋を極める、④時の大統領政権（行政府）が、事態収拾と窮状打開のための妥協工作に乗り出す、⑤しかし収拾策や打開策自体が妥協の産物だから、後になって綻びを露呈する、こうしたことの繰り返しであった。

2007～08年の金融危機を受けて制定されたドッド＝フランク法は、システムリスクへの対応を任務とする金融安定監視評議会を設置し、金融市場の安定を脅かすような巨大銀行や非銀行金融企業（non-banks）の破綻処理に関する規定を定め、連邦準備制度（FED）の監査と情報開示も強化した。この点ではポピュリストの主張を反映しているが、同法の施行細則を制定する過程では、金融界が活発なロビー活動によって巻き返しを図った。ポピュリストの勢力増進とともに、フィナンシャル・リプレションという形での金融政策と財政政策の協調や、金融業の脱グローバル化が進展したのも、金融危機後の大きな変化である。

目 次

- I. 米国の貨幣政策
 - 1. 連邦準備制度の概要
 - 2. 1907年金融恐慌と1913年連銀法
 - 3. 銀行界とポピュリストの対立
 - 4. 特別融資制度と預金準備率
 - 5. アコードとオペレーションツイスト
- II. 住宅金融制度と金融規制緩和
 - 1. 国策としての持ち家促進政策
 - 2. 貨幣政策から信用政策へ
 - 3. サブプライムローン危機の伏線
- III. リーマンショック後の金融規制強化
 - 1. システムリスクへFEDが関与
 - 2. ドッド＝フランク法
- IV. 財政政策と金融政策の協調
 - 1. TARPと財政赤字の関係
 - 2. TARPの変質とFEDの資産膨張
 - 3. フィナンシャル・リプレション
 - 4. 脱グローバル化

I. 米国の貨幣政策¹⁾

1. 連邦準備制度の概要

貨幣政策は総需要に影響を与えることによって、経済の安定と成長に資することをねらいとする。このことは米国においても概ねあてはまるが、1913年連邦準備法に基づいて連邦準備銀行とワシントンの連邦準備局（現在の連邦準備制度理事会）が設立されてからしばらくの間混沌とした状況が続き、貨幣政策の目的や手段が整備されたのは、第二次世界大戦後である。

大きな転換点は、1930年代半、50年代初頭、80年代初頭、そして2007～08年の金融危機後の4回であった。まず1935年の連銀法改正によって、連邦準備局（Federal Reserve Board）が連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB）に改組され、連邦準備制度（FED）は、FRB、連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee: FOMC）、および12行の連邦準備銀行（Federal Reserve Banks：地区連銀）によって構成されるようになった。次いで第二次世界大戦後の1951年に、FEDと財務省との間で協定（アコード）が締結され、貨幣政策は国債管理政策と決別して独立性を確立した。そして80年代初頭には金融規制緩和によって、市場原理を重視する貨幣政策が定着したが、2000年代には金融部門の負債が膨張し金融機関の破綻が相次いだ。その結果、システムリスク抑制と信用市場全体の安定を目的とするドッド＝フランク法が、2010年7月に制定された。

FEDは米国特有の連邦制度の中で妥協の産物として生まれた、半官半民かつ分権的な統治

機構である。連邦準備制度理事会（FRB）が政府機関（government agency）であり、その理事会メンバーは大統領が指名し、連邦議会上院によって承認されるが、地区連銀の株主は連邦準備制度に加盟する民間銀行（加盟銀行）である。各地区連銀の取締役9人のうち3人（Cクラス役員）はFRBが任命するが、残り6人は加盟銀行が任命する。この6人のうち3人（Aクラス役員）は加盟銀行の代表者で、別の3人（Bクラス役員）が銀行以外の民間企業の代表者である。現在でも、たとえばニューヨーク連銀の取締役に、JPモルガンやジェネラルエレクトリックのCEOが含まれている。

「分権的な統治機構」である半面、FEDは強固な官僚組織であり、ほかの行政機関の影響を受けることも少ない。米国の貨幣政策の目的は、成文法上きわめて網羅的であり、政策運営の裁量余地も大きい。大統領が交替するたびに行政府の上層部が一新する米国において、FEDは異例ともいえるほど内部昇進者が多く、理事の任期も14年と長い。

FEDは議会への報告義務を負っているため、議長、副議長および理事の任命権を持つ大統領の庇護が必要である²⁾。このことは、貨幣政策が行政府の意向を尊重する傾向を強めるが、議会はFRB議長、副議長、理事の任命承認権を持っているので、この承認権を武器として行政府や銀行界の意向に反発することもある。

2. 1907年金融恐慌と1913年連銀法³⁾

FEDは、1907年の金融恐慌をきっかけとして、1913年連邦準備法（連銀法）に基づき創設された。この恐慌は、産銅会社ユニティッドコッパーに買取資金を融資していたニッカーボッカー・トラスト（信託会社）の破綻に始ま

り、取付け騒ぎが一般の銀行に拡大した。そこでJP モルガンを始めとする銀行家が、金融秩序維持のため、最後の貸し手としての中央銀行創設に動き出した。

この当時ワシントンの連邦議会で中央銀行法案の策定を主導したのは、保守派のネルソン・オールドリッチ上院議員であった。オールドリッチ上院議員の娘は、石油王ジョン・D・ロックフェラー Jr. 夫人であり、産業界や金融界の利益代弁者とみられていた。かれはそうした立場から、金融危機時に緊急かつ速やかな通貨発行を可能とする法案を、エドワード・ヴリーランド下院議員と共同で起草した。それが1908年に成立したオールドリッチ＝ヴリーランド法である。同法に基づき、オールドリッチを委員長とする国家貨幣委員会（National Monetary Commission）が設置され、中央銀行制度の設計に向けて検討が始まった。

同委員会の原案では、銀行家をメンバーとする国家準備協議会（National Reserve Association）を設立し、その傘下に貨幣発行と商業手形の割引を業務とする支店を設置する予定であった。しかし貨幣発行権を銀行家が独占することに対して、地方在住のポピュリスト（大衆政治活動家）たちが強硬に反対した。ポピュリストとは、1891年にネブラスカ州で設立された人民党（People's Party）の党员およびその支持者など南西部農民や住民を中心とする反中央政界、反金融、反巨大企業の集団である。ポピュリスト運動の指導者がウィリアム・ジェニングズ・ブライアン人民党党首で、1896年以来三回も大統領選挙に出馬した。ブライアンは1912年の大統領選挙でウッドロー・ウィルソン民主党候補を支持し、その功績によってウィルソン政権の国務長官を務め、連邦準備制度創設

に最後まで関与した。

中央銀行創設にあたって、ポピュリスト側は次の二点を要求した。第一は、連邦準備銀行を一般公衆ないしその代表者である政府の支配下に置くこと、第二は、紙幣を連邦政府の債務（国家債務）として発行することであった。この当時は、一般公衆ないしその代表者である政府が、民間銀行から紙幣発行権を奪回すべきだとする気運が強かった。ちなみに、連邦準備銀行が設立されるまでの米国では、国債を見合い資産として国法銀行が発行する銀行券（現金通貨）と、州法銀行の要求払い預金を見合いに発行される小切手（預金通貨）が貨幣（通貨）として流通した。しかし銀行券の発行量は国債発行額によって大きく変動し、貨幣量や信用量を調節する手段やコルレス銀行制度、クリアリング機構も不備であった。

このように中央銀行創設にあたっては、金融の中央統制機関創設を目指す北東部銀行家と、紙幣発行権奪取を目指すポピュリストとの間で対立があった。これはハミルトンとジェファソン以来の連邦政府と連邦議会（地方利益を代弁する）との間の対立、さらには南北戦争時以来の北部連合（Union）と南部同盟（Confederate）との間の対立でもあった。南西部側は、政府紙幣の増発によって、19世紀末の不況時に増加した債務を解消しようとした。米国において中央銀行創設が遅れたひとつの理由は、20世紀初頭までは地方の力が強かったからである。

3. 銀行界とポピュリストの対立

ポピュリスト運動を受け、カーター・グラス下院議員と経済学者のH.パーカー・ウィルスの二人が、1912年に中央銀行法案（グラス＝ウィルス法案）を起草した。この法案では、銀

行界の影響力を弱めるために、20行の連邦準備銀行（地区連銀）を設立し、その地区連銀が加盟銀行の預金準備を預かるとともに、商業手形や金を見合いとして紙幣を発行する予定であった。また地区連銀の役員としては、政府任用者を送り込むことを目論んだ。それに対して前述のオールドリッチ委員会案を支持した銀行界や共和党側は、連銀が民間銀行の預金準備を預かる以上、その役員会に政府任用者を送り込むというグラス＝ウィルス法案は私的財産権侵害にあたると主張し、民間銀行家が役員になるべきだと主張した。この両案の間に入って妥協工作したのが、ウィルソン大統領であった。ウィルソンは、地区連銀の調整機関として連邦準備局をワシントンに設置し、その役員として政府任用者を送り込むという妥協案を持ち込んだ。

最終的に成立した1913年連邦準備法では、民間銀行（連邦準備制度に加盟する銀行）による地区連銀への出資が実現したが、出資証券は、配当率6%の非譲渡性株式であり（連銀法5条1項）、Aクラス役員とBクラス役員の選任以外には議決権もなかった。グラス＝ウィルス法案では、連邦準備制度は20行の地区連銀によって構成されることとされたが、連銀法では最少で8行、最多で12行と規定された。その後同法に基づき組織され、財務長官、農務長官、通貨監督官によって構成される準備銀行組織委員会（Reserve Bank Organization Committee）が、12行の連邦準備地区と地区連銀を設定した。

ウィルソン大統領は、ポピュリストの主張を部分的に採用した。「部分的」という意味は、連邦準備局役員会メンバーを政府任用者にしたからだが、その一方で地区連銀の役員会には加盟銀行の代表者が送り込まれ、株主も加盟銀行となった。また紙幣を連邦準備銀行の債務（連

邦準備券）にするという点でも、民間銀行側の意見を採用したが、紙幣の表面に財務長官の署名（サイン）を記して、ポピュリストの主張にも譲歩した。この署名は名目上の意味しかないが、現在でもドル紙幣の表面右下には、紙幣発行時点の財務長官の自筆の署名が印刷されている。

連邦準備銀行および連邦準備局の創設は、ウィルソンの議会工作が奏功したという意味で、同大統領の内政上最大の業績であった。ウィルソンは、大統領選挙ではポピュリストの意見を尊重したが、1913年の設立時には、下院銀行通貨委員会（通称プジョー委員会）など金融専門家の意見を重用した。実際、ウィルソンの連邦準備局役員人事案には、有力投資銀行のパートナーや全米商工会議所会頭など産業界の首脳が多く含まれていた。このように連邦準備制度創設の背景には、中央統制機関の設立を求める米国銀行界の要請と、通貨発行権を得たいというポピュリストとの対立があった。北東部保守派エスタブリッシュメント（金融界）と中西部農民という、まったく肌合いの違う勢力の対立の中で、妥協の産物として生まれたわけであり、その分複雑な組織になった。

ともあれ連邦準備制度創設によって、従来の米国金融制度の欠陥であった、中央統制機関の不在、銀行の地方分散、銀行信用の非伸縮性、国内為替・振替決済や国庫制度の不備などが解消された。

4. 特別融資制度と預金準備率

1913年連邦準備法（連銀法）の正式名称は「連邦準備銀行の設立を用意し、伸縮性のある通貨を供給し、商業手形の再割引手段を提供し、米国銀行業のより有効な監督を確立するこ

と、およびその他の目的に関する法令」となっていた。Federal Reserve Act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.

この文言が示すように、連銀法が定める貨幣政策の目的は、通貨供給、再割引、規制監督など網羅的だが、連銀法の条文中で貨幣政策の目的に言及した条項は次の二箇所ある。第一は、第4条「健全なる信用状態の維持と商・工・農業上の融資需要を十分に考慮して、加盟銀行に対して安全で妥当な貸付・割引・融資を行う」。第二は、1933年の連銀法改正（連邦公開市場委員会の設置を決定）で挿入された12条 A (c)「(公開市場操作は) 商業 (commerce) および事業 (business) の資金需要に応じることを目的として、米国の一般的信用状態に対する影響を配慮して実行される」であった。

ここで注目されるのは、連銀法の正式名称にある「伸縮性のある通貨 (currency) を供給」という文言が、具体的に何を意味するのかは明示されなかったことである。また「商業手形の再割引」が、FEDの取引の相手方として加盟銀行を念頭に置き、実取引に裏付けられた証券の再割引を想定していたことである⁴⁾。もっとも後者の点に関しては、1932年の連銀法改正によって13条(3)項の特別融資条項が導入され、異例 (unusual) で緊急 (exigent) な状況において、加盟銀行以外の企業や個人を相手方とする特別な融資 (割引) も含む表現になった。

こうした特別融資条項の導入にもかかわらず、1930年代の大不況時には、貨幣政策の地位が低下した。この点は1935年の連銀法改正に関

係する。この改正によって改組新設されたFRBのメンバーから、財務長官と通貨監督官が除外され、さらに地区連銀の長の名称が、それまでの理事長 (governor) から総裁 (president) に改称された。またFRBの理事長 (governor) と副理事長 (vice-governor) も、議長 (chairman) と副議長 (vice-chairman) に改称され、名実ともにワシントンの理事会の権限が強化された。しかも1935年の法改正によって、従来大統領の緊急事態宣言と財務長官の同意を必要とした預金準備率の変更が、FRBの裁量に委ねられるようになった。

この新体制下で議長を務めたマリナー・エクルズが、貨幣政策の主導権を発揮しようとして、1936年と37年に預金準備率を引き上げたのだが、それがかえって災いして極度の金融逼迫が起き、大不況からようやく回復しかけていた米国経済は再び不況に陥った。その結果、FEDに対する信頼感が揺らぎ、折からの財政赤字増大もあって、貨幣政策が財政政策に従属せざるを得なくなった。すなわちFEDの公開市場操作は、民間投資家が保有することを望まない政府証券を、政治的に決められた金利で受動的に買い入れることを余儀なくされた。

5. アコードとオペレーションツイスト

その後、第二次大戦時の軍事支出増で財政赤字がさらに増大したため、戦後も貨幣政策は国債管理政策の一端を担わされた。1946年雇用法によって、経済成長や雇用にいっそう重点が置かれるようになった。雇用法は、原案が「完全雇用法」であったことから明らかなように、最大限の雇用と生産力および購買力の増進が、連邦政府の永続的な政策責任であることを定めた。そして「連邦政府」という場合、その中に

は政府機関としてのFRBも含まれた。

そこで第二次世界大戦後のFEDの課題は、国債管理政策からの独立となり、1951年に財務省との間で、貨幣政策の独立性に関する協定(アコード)締結にこぎつけた。当時のスナイダー財務長官とマッケイブFRB議長の対立を仲裁したのはトルーマン大統領であった。1953年に発足したアイゼンハワー政権がインフレ抑制を政策課題としたこともあって、貨幣政策は存在感を高めた。国債買いオペの対象を短期の財務省証券(treasury bills)に限定する、ビルズオンリー(bills only)政策が1953年以降定着した。

1960年代初頭のケネディ政権時代に、総需要管理政策が脚光を浴び、ニューエコノミクスを標榜する経済学者が、長期国債買いオペによる長期金利の引き下げを主張した。その当時、米国の経常収支が悪化し、ドル防衛の必要上、短期金利を高めに設定していたので、この主張は長短金利の逆転(金利の期間構造の変更)を意味した。連邦準備制度自身がそれを認知したわけではないが、高めの短期金利と低めの長期金利の組み合わせは、「オペレーションツイスト」と呼ばれた⁵⁾。

II. 住宅金融制度と金融規制緩和

1. 国策としての持ち家促進政策

米国の貨幣政策や金融行政を複雑なものにしているもうひとつの要因は、ユニークな住宅金融制度の存在である。1930年代の大不況時にニューディール政策の一環として「持ち家民主主義(property ownership democracy)」といった政治スローガンが提唱された。これは、

資本主義に未来を与えるという目的の米国流社会保障政策であった。ドイツのような欧州諸国では、政府が財政資金を工面して低所得者向け住宅を直接提供したが、米国では家計みずからが資金調達し、それを政府が間接的に支援した。間接支援策として、住宅抵当借入に伴う支払利子の所得控除と、1934年創設の連邦住宅局(FHA)による住宅抵当貸出の保険(保証)というふたつの制度が古くから実施された。またファニメイ(連邦住宅抵当金庫)設立によって、地域間の資金偏在解消と住宅抵当債権の流動化が促進された。

ファニメイは、FHA設立根拠法である1934年住宅法(National Housing Act)の1938年改正によって設立され、FHA保証付きの住宅抵当債権の買い入れを始めた。「持家民主主義」は、いわば米国の国策となったが、住宅の国有化を避けただけでなく、住宅金融もファニメイなど、いわゆる政府支援企業(Government Sponsored Enterprises: GSE)にアウトソースされ、GSEの勘定は政府予算の簿外の扱いにされた。当初は政府がGSEの株主(優先株主)であったが、ジョンソン政権時代の1968年に、ベトナム戦費調達の目的もあって民営化された。また一社だけでは独占の弊害があるという理由から、同年にフレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)が民間企業として設立された。両社とも、州の会社法に準拠して設立される一般の株式会社とは異なり、特別の連邦法に準拠して設立され、州市町村税を免除された。68年以降、GSEの株主は民間投資家となったが、発行する債券には実質的な政府保証が付いた。

持家促進政策は、77年地域再投資法(Community Reinvestment Act)制定によって強化され、再開発地域の低所得者向け融資が奨励さ

れた。92年にはファミメイとフレディマックが証券化する住宅抵当貸出の融資基準も緩和された。両社首脳は議会証言などで、証券化業務が再開地域での低所得者向け住宅提供に資することを誇示した。さらに1994年リーグル＝ニール州際銀行法は、1927年マクファーデン法を改廃して州際支店開設を解禁したが、州境を超える支店開設認可の条件として、申請銀行が77年法に基づく地域向け住宅融資をどの程度実行しているかが参考資料とされた。

リーグル＝ニール州際銀行法の制定過程でも、ポピュリストと銀行界の対立の構図が浮き彫りになった。ポピュリストの代弁者は、巨大銀行が少数民族や低所得者を差別してきたとして、地元での融資に特化した地方銀行の権益を守ろうとするポール・サーベンス上院議員などであり、銀行界の代弁者は、州際銀行支店設置の禁止と再開地域への融資強制は、銀行の経済的自由を奪うとして反対するフィル・グラム上院議員などであった⁶⁾。

2. 貨幣政策から信用政策へ

もっとも冷戦時代には軍需産業が金融業と農業を凌駕したので、北東部銀行家とポピュリストの対立は表面化しなかった。しかも80年代初頭における預金金利の上限規制(Regulation Q)撤廃は、銀行界とポピュリストの利害が珍しく一致するテーマであった。もともと預金金利自由化は、1966年と69年のクレジットクランチ(金融逼迫)で、預金取扱金融機関の預金吸収力が低下したことへの対応策でもあった。1966年以降、住宅貸付組合(S&L)や相互貯蓄銀行などの住宅系金融機関も、商業銀行とほぼ同様な預金金利規制を受けるようになっていたため、これらの住宅系金融機関から預金が流

出し、住宅抵当貸出も減少した。これは、低所得者の持ち家推進という国策からすれば由々しい問題であった。

それと同時にFEDの貨幣政策も大きな問題に直面した。というのは、60年代以降インフレ率が上昇し、金融引締政策の必要性が叫ばれたが、その当時、預金取扱金融機関を経由しない信用仲介が大きくなり、貨幣政策の有効性が低下したからである。そこでFEDの政策範囲を、狭義の貨幣政策に限定すべきか、それとも広義の信用政策を視野に入れるべきかという議論が起きた。これは1960年代から70年代にかけて繰り上げられた「貸付金市場」論争に関連している。

FEDは『連邦準備制度：目的と機能』(1939年以來9回にわたって発行され、現在は2005年発行の第9版)で「最大の雇用、安定した物価、穏便な長期利率を追求するなかで、貨幣および信用の条件に影響を与えることによって貨幣政策を運営する」と述べているが、この「信用」が「銀行信用」を意味するか「総信用」を意味するかに関して、すでに1961年版(第4版)と1963年版(第5版)の前後でニュアンスの変化があった。FEDとしては「総信用」の管理を念頭に置く必要性を認識していたのだが、実際に統制可能なのは「銀行信用」でしかないといったジレンマに陥っていたのである⁷⁾。

預金取扱金融機関は、預金に対する支払準備率と預金金利上限規制を適用されたため、金融引締め時(市場金利上昇時)には、預金金利上限規制が及ばない銀行外の非貨幣的信用仲介機関に資金が流出するようになった。譲渡可能定期預金証書(CD)やコマーシャルペーパーなど短期証券の市場(マネーマーケット)も発展

し、70年代にはこれらの短期証券を組み入れた MMMF が登場して、預金からの資金流出がますます加速した。こうした現象は、ディスインターメディアーションと呼ばれた。貨幣政策が、現金通貨および預金通貨（要求払い預金）を統御した時代には、FED は預金取扱銀行だけを政策対象とすれば済んだが、預金取扱銀行以外にも信用を仲介する金融機関が台頭すると、貨幣供給量よりも広い範囲の信用供給量を統御する必要が生じた。

その後80年代初頭になり、折からの二桁インフレに対応するためもあって、80年預金金融機関規制緩和・通貨管理法と、1982年ガン=セント・ジャーメイン預金金融機関法が制定され、預金金利の上限規制が段階的に撤廃された。また1978年10月に制定された完全雇用均衡成長法（ハンフリー=ホーキンス法）によって、貨幣供給量管理が FED の中心的政策手段となり、しかもこの「貨幣」の中にマネーマーケット証券など広義通貨も含まれるようになったため、貨幣と信用に関する議論はひとまず落ちついた。

3. サブプライムローン危機の伏線

預金金利自由化の結果、高い預金金利を付ければ資金が集まるようになり、金融機関相互間の預金獲得競争も激化した。すでに1961年には FNCB（1974年以降シティコープ、98年以降シティグループ）が大口 CD を導入し、73年5月からは、一口10万ドル以上で預入期間が90日を超える大口 CD の預金金利規制が停止されたので、住宅系金融機関は大々的な新聞広告により、高金利の大口 CD を売り出し始めた。また変動利付貸出も登場し、後年になり融資の証券化やサブプライムローンの伏線となった。

80年代初頭における与信面での規制緩和は、住宅系金融機関の業務範囲も拡大させ、S&L や相互貯蓄銀行の中には普通銀行に転換するものもあった⁸⁾。住宅系金融機関は、商工業貸付や消費者金融も認められたが、成長分野であった消費者金融は大手商業銀行に占有されたため、もともと得意としていた個人向けの住宅抵当貸出や商業用不動産抵当貸出に活路を見出さざるを得なかった。しかし住宅金融の分野には、モーゲージバンカーと呼ばれるノンバンクが進出して競争が激化した。初めの一定期間金利を減免する貸出（teaser loans）など、信用度の低い低所得層向けサブプライムローンも登場した。この種の貸出は借り手の返済能力が不確かであり、所得や保有資産の審査も甘かったから、それらを証券化した住宅抵当証券の質も低いものになった。

金融規制緩和は90年末以降いっそう加速した。99年にはグラム=リーチ=ブライリー法によって業際規制がほぼ完全に撤廃された。同法は、預金取扱銀行、投資銀行、保険会社などによる業界横断的な合併や買収を可能にし、コングロマリット化した巨大金融機関が出現した。

2000年には商品先物近代化法（Commodity Futures Modernization Act）が制定され、信用デリバティブズ（スワップ）取引に対して規制を加えようとしていた商品先物取引委員会（CFTC）の動きが封じられた。同法は、店頭市場のスワップ取引が先物取引でも証券取引でもないという理由で、CFTC も証券取引委員会（SEC）も管轄権を持たないとした。さらに04年には、投資銀行に対する SEC の自己資本比率規制（Net Capital Rule）が緩和され、投資銀行は連結監督事業体（Consolidated Supervised Entities）と認定されて、少ない自

己資本での業務展開が可能になった。これは、SECが欧州連合（EU）の動向を意識して打ち出した資本市場振興策でもあったが、個々の投資銀行は、自己資本利益率向上のため負債を活用したりリスク資産投資を促された。そして06年には信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act）が制定され、SECが民間の主要格付け会社を「財務統計を駆使する全米認知機関」として公認した。

こうした一連の金融規制緩和は、金融機関のロビー活動によって促進された。業際規制緩和によってコングロマリット化した巨大銀行が、国際的規模で非貨幣的信用仲介を行い、2000年代半には、金融業の利益が米国の企業利益全体の40%を占めるようになった。こうした非貨幣的信用仲介のなかには、銀行間レボや資産担保証券（ABS）、MMMFなども含まれた。

金融業者は、政府の不関与を標榜するリバタリアン（自由至上主義者）に同調してポピュリストを抑え込み、高額の報酬を得た。グリーンズパンFRB議長時代には、FEDが民間金融取引に関与しなくても市場は安定すると考えられたが、これは金融界にとっても都合の良い論理であった。

銀行本体が預金を貸出に回すという伝統的間接金融（貨幣的信用仲介）ではなく、銀行の傘下に作られた特定目的会社が融資の証券化によって証券化商品を組成し、それをまた別の銀行が保証し、さらにまた別の銀行傘下の投資ファンドが市場性負債によって調達した資金を使って投資した。2007～08年の金融危機は、巨大銀行がそうした複雑な取引（非貨幣的信用仲介）を推進し、それが行き過ぎて破綻したものである。巨大銀行の多くはFEDの資金投入によって救済された。

Ⅲ. リーマンショック後の金融規制強化

1. システミックリスクへFEDが関与

FEDは、まずベアスターンズやAIGの救済融資に出動した。ベアスターンズとAIG向け緊急融資は、ニューヨーク連銀傘下に設立された特別目的会社Maiden Lane LLC, Maiden Lane II LLC, Maiden Lane III LLCに対する同連銀の融資として実行された。2008年末に約750億ドルに達した融資残高は、その後の返済によって2012年4月末には200億ドル強に減少した。

救済融資は、連銀法13条(3)項の特別融資条項を援用したものだが、この条項は1932年の連銀法改正により接ぎ木的に挿入され、加盟銀行以外の法人や個人も特別融資の対象とされた。ただし支払い不能に陥った企業や個人を救済するのではなく、通常の信用手段が枯渇したような異例（unusual）かつ緊急（exigent）の場合に、金融システム全体に流動性を供給するのが特別融資の趣旨であった。また13条全体は、「銀行の銀行」としてのFEDの権限を定めた条項で、実取引に裏付けられた手形などの再割引による、90日以内の短期融資を想定していた。ベアスターンズやAIGなどの救済融資は、そうした趣旨を逸脱するものであった⁹⁾。

次いで2008年10月下旬には、資産担保コマーシャルペーパーの買入れを促す融資枠（ABCP MMF Liquidity Facility）と、FED傘下のコマーシャルペーパー購入目的会社（SPV）への融資枠（CP Funding Facility）が設定された。次いで11月には資産担保証券（ABS）保有者

向けの融資枠 (Term Asset Backed Securities Loan Facility: TALF) が設定され、ニューヨーク連銀がクレジットカード・ローン、自動車ローン、学生向けローンなどを担保として発行された ABS の購入者に、プライマリーディーラー経由で、総額2,000億ドルを融資 (期間1年) した。これは財務省と FED の共同計画で、貸出資金は FED が供給したが、財務省が緊急経済安定化法による7000億ドルの資金枠から200億ドルを割いて債務保証を行い、貸倒れ損失発生に備えた¹⁰⁾。

緊急の対応策の実施は、「優良資産を担保に罰則金利で特別融資する」というバジョット流「最後の貸し手原則」の放棄だけではなく、FED の貨幣政策を「影の金融市場」を含めた信用市場全体に及ぼす必要性を認知させた。こうした経験を受けて、ドッド=フランク法はタイトル I (111条と112条) で金融安定監視評議会を設置した。この評議会の目的は、①システムリスクの識別とその対応、②政府が救済するであろうという期待を払拭することによる規律向上、③そうした目的を達成するための情報収集および必要な措置の執行などである。同評議会の判断や決定に基づく実務の執行は、FED など規制監督機関が行う。注目されるのは、112条(2)項 (H) で、同評議会が FED に対して銀行外金融企業 (non-bank) の監督を明確に要請していることである。ドッド=フランク法は、法制上システムリスクを認知しただけでなく、システムリスクの管理に FED を関与させ、狭義の貨幣政策を広義の信用政策へと拡張することになった。

これは「民間取引への政府不関与」という従来の経済自由主義の大転換を意味する。80年代以降の金融規制緩和環境下では、民間の債券市

場が発行体の財政節度を監視する「見張り番 (vigilante)」の役割を担い、FED などの政府機関が民間金融取引に関与しなくても市場は安定すると考えられた。しかし90年代以降非貨幣的信用仲介が活発になり、そうした信用仲介にコングロマリット化した米英の巨大銀行が関わり、それも中央銀行の貨幣政策や規制当局の監視が及ばない「影の金融市場」で行われて、最後には金融危機の勃発によって銀行が破綻した。システムリスクが高まって経済全体に甚大な影響を与えた結果、米英の中央銀行が救済の前線に登場した。そしてドッド=フランク法制定後は、FED が公式の「見張り番」として信用市場全般の監視と総信用コントロールを政策課題とするようになった。

2. ドッド=フランク法

ドッド=フランク法 (Wall Street Reform and Consumer Protection Act) は、その冒頭で立法の趣旨を次のように定めた。

An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end 'too big to fail', to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services, and for other purposes.

同法では、システムリスクへの対応を任務とする金融安定監視評議会 (Financial Stability Oversight Council) (タイトル I) に加えて、巨大銀行の破綻によるシステムリスク吸収のための清算ファンド (Orderly Liquidation Fund) の設置 (タイトル II)、「ボルカールール」と呼ばれる銀行の自己勘定取引の制限 (タイトル VI)、「大き過ぎて潰せない」

銀行や企業を FED が救済する場合の細則（タイトル XI）などを盛り込んでいる。

またタイトル XI の1101条によって連銀法13条(3)項を改正し、システミックリスクの監視に関わる FED の責任と権限を強化すると同時に、特別融資制度（同法では「流動性供給計画ないしファシリティ」と呼ぶ）の運営原則や手続きをより明確にした。FED は、この計画への参加者（FED からの借り手）に支払い能力があることを証明し（1101条）、融資発動の実態を詳細に開示し（1103条）、会計検査院長官（Comptroller General）が FED の行動を厳しく監査する（1102条）。またこの計画は、支払い不能に陥った特定企業を救済するのではなく、金融システム全体に流動性を供給するという目的も明確にした。

もっとも同法は、信用市場全体に及ぶシステミックリスクを対象としながら、銀行間レポ市場や MMMF 市場を視野に入れていない¹¹⁾。また FED が政府機関債（GSE 債）や GSE の保証付きで発行された住宅抵当証券（パススルー MBS）を購入することも禁じていない¹²⁾。この点に、同法制定に際しての妥協の跡が見られる。同法は一方では、「大き過ぎて潰せない」ような巨大金融機関の存在とその救済を禁じるとしながらも、他方では、「大き過ぎて潰せない」政府系金融機関（GSE）の存在とその救済を黙認している。実際、GSE 債やパススルー MBS の購入のほうが、ベアスターンや AIG の救済融資よりも将来に禍根を残すであろう¹³⁾。GSE 債やパススルー MBS に関しては、不良債権処理専門機関（bad bank）と化した GSE の債務（GSE 債）を FED が引き受けることになったが、それも黙認された。

ドッド＝フランク法の1074条は、財務省が住

宅金融制度のあり方に関して研究報告書を作成すべく定めたが、GSE の規制監督問題そのものを正面から扱っていない。連邦政府は依然として GSE を連邦政府予算の簿外に位置付けて、GSE の信用リスクを FED に負担させ、財政政策の一端を担わせる形となった。このことは、民間金融機関に比べて GSE を優遇し、しかも予算措置がないまま放置して、モラルハザードを容認することにつながる。

ドッド＝フランク法の立法趣旨は、その正式名称が「ウォール街改革・消費者保護法」であることからわかるように、納税者負担の軽減や消費者保護である。また金融安定監視評議会の議長は財務長官とし、流動性供給計画の発動に際しては、FED が財務省と協議しなければならないとしている。さらにシステミックリスクを有する巨大金融機関（特に SIFIs）の救済は厳格化したが、GSE は依然として例外扱いである。こうした諸点に、同法のポピュリスト的性格があらわれている¹⁴⁾。

IV. 財政政策と金融政策の協調

1. TARP と財政赤字の関係

金融危機の影響は、貨幣政策のみならず財政政策にも及んだ。まず金融危機後の不況脱却のため、2009年2月に経済再生再投資法（American Recovery and Reinvestment Act）が制定され、総額7,870億ドル（その後8,400億ドルに増額）の拡張的財政政策が決定された。その内訳は減税、公共投資、社会保障費が各々3分の1ずつであった。同法による財政支出増加額は GDP 比で2.3%（2008～09年平均）であり、1930年代の大不況時の同比1.6%（1934～36年

図表1 米国財政赤字 (単位:兆ドル)

	2007年度 (a)	2009年度 (b)	2011年度 (c)	増減額 (b-a)	増減額 (c-a)
歳出	2.73	3.52	3.60	0.79	0.87
歳入	2.57	2.11	2.30	-0.46	-0.27
財政赤字 (△)	△0.16	△1.41	△1.30		
赤字拡大 (+)				+1.25	+1.14

〔出所〕 米国行政管理予算局 Historical Table 3-2, 'Outlays by Function and Sub-function'

平均)を上回った。

その結果、米国の財政赤字は2007年度の1,600億ドルから2009年度の1.41兆ドルへと、2年間に1.25兆ドル拡大した。(図表1参照)。1.25兆ドルのうち、支出増加による分が7,900億ドル、税収減少による分が4,600億ドルであった。支出増加額を費目別にみると、所得保障費(低所得者への食糧補助、子供手当、失業保険、傷害保険など一定所得以下の者に対する現金および現物支給)が1,670億ドル、社会保障費(所得とは関係なく、一定の受給資格を持つ者に支給される老齢年金など)が970億ドル、国防費が1,100億ドル、高齢者医療保障費など550億ドル、公共事業費などが3,340億ドルであった。しかしここに示された金額(財政赤字増加額)だけでは、金融危機の財政面への影響の全貌を把握することはできない。

金融危機が国家財政に及ぼした影響については、不良資産救済計画(Troubled Assets Relief Program: TARP)が注目される。同計画の運用細則は、2008年10月2日に制定された緊急経済安定法(Emergency Economic Stabilization Act)によって定められた。同計画の当初の目的は、不良資産化した住宅抵当証券(MBS)の買取りによる住宅抵当証券市場の修復であったが、途中から民間金融機関や非金融企業への資本投入や住宅抵当債務者の支援に変

更された。具体的にはAIG、GM、クライスラーへの出資、抵当貸出の担保資産の差し押え回避などが主要な支出費目となった。その後投融资の返済や配当収入があったため、同計画に伴うネットベースの支出は、2013年度予算ベース(2011年11月30日現在の推計値)で782億ドルにとどまっている(図表2)。最大の支出費目は、住宅抵当債務の弁済に関わる支出456億ドルである。これは、住宅債務保証計画(Housing Program)と呼ばれ、高利の住宅抵当債務に苦しむ家計のうち、一定条件を満たす(悪質でない)借り手が、低利で借り換える場合の債務保証である。なおTARPの当初の支出権限は7,000億ドルであったが、その後2010年7月に制定されたドッド=フランク法によって4,750億ドルに減額され、2010年10月3月末には終了した¹⁵⁾。

2. TARPの変質とFEDの資産膨張

TARPの構想は、2008年7月13日にポールソン財務長官が「バズーカ砲」を議会に求めた段階で浮上したが、当初のモデルは90年前後の貯蓄貸付組合(S&L)破綻時に設立された整理信託公社(Resolution Trust Corporation: RTC)のような不良債権処理専門機関(bad bank)であった。それが途中から銀行や非金融企業への資本投入や住宅抵当債務者支援に変

図表2 TARPの支出項目別の財政収支への影響(単位:10億ドル)

	TARP 予算権限総額	赤字拡大学(純計)
Capital Purchase Program (銀行への資本注入)	204.9	-6.7
AIG Investments	67.8	24.0
Targeted Investment Program (シティとBOAの優先株)	40.0	-3.6
Automotive Industry Financing Program	16.3	5.5
Direct Loan Program	83.0	19.1
Housing Program (住宅債務保証計画)	45.6	45.6
合計	470.7	78.2

(出所) OMB, Analytical Perspective, Economic and Budget Analyses, Chapter 4
 'Financial Stabilization Efforts and their Budgetary Effects' Table4-1および4-7

更されたのは、GSEの債権債務全額を政府の予算枠内で引き受けることができなかったからである。

S&Lの破綻処理では、RTCが管財(receivership)を実施したが、今回は保全管理(conservatorship)が採用された。Receivershipが連邦破産法のChapter7に相当し、破産処理(清算)を前提とするのに対して conservatorshipはChapter11に相当し、当該企業の存続を目的とする。GSE破綻の影響があまりにも大きく、予算措置も講じられなかったため、2008年7月30日に大統領の署名により発効した住宅経済復興法(Housing and Economic Recovery Act)に基づき設立された連邦住宅金融庁(Federal Housing Financing Agency)が保全管理を実施した¹⁶⁾。同法によって財務省がGSE救済のための予算枠(一社あたり1,000億ドル、計2,000億ドル)を授権し、GSEの株式79.9%分と配当率10%の優先株を取得した。GSEの一般株主は上場廃止によって損失を被ったが、政府機関債やパススルーMBSはFEDが引き受けたので、債券保有者は全額弁済された。

議会予算局(CBO)の2010年1月試算によれば、GSE関連支出を予算枠内に計上した場合の潜在的赤字増加額は、2009年度財政収支ベースで2,910億ドルに達し、後年度負担としてさらに990億ドルが発生した¹⁷⁾。財務省の持ち株比率を79.9%に抑えたのは、GSEの債権債務を連邦政府予算の簿外に置き、財政収支に反映させるのを回避するための便法であった。

FEDは、2008年11月からファニメイやフレディマックが発行する政府機関債を、また2009年1月からはパススルーMBSの購入を始め、2009年3月には買入れ枠を大幅に増額した。これが第一次量的緩和(QE1)である(図表3参照)。TARPの資金は、連邦機関債やパススルーMBSの買入れには充当できなかったため、金融企業などへの資本注入に方向転換し、代わりにFEDが2010年12月末のピーク時で1.25兆ドル相当額を購入した。FEDが3年以上に渡って1兆ドル相当の抵当証券を保有するのは異例のことであり、住宅金融制度破綻による財政的負担を一手に引き受ける結果となった。

図表3 FEDの資産構成 (単位:10億ドル)

期末	総資産	買切り証券	うち財務省証券	政府機関債	パススルー MBS	TALF
2002.12	740	629	626	0	N.A.	0
2008.10.15	1792	491	477	14	N.A.	438
2008.12 (QE1開始)	2270	496	476	20	N.A.	188
2009.3	2107	761	475	49	237	134
2009.12	2276	1846	777	160	910	88
2010.3 (QE1終了)	2346	2014	777	169	1069	82
2010.11 (QE2開始)	2377	2078	892	149	1038	46
2011.6 (QE2終了)	2903	2637	1607	118	912	13
2011.12	2981	2624	1671	105	848	9
2012.3	2933	2610	1668	97	845	7

〔出所〕 Board of Governors of the Federal Reserve System:Data Releases, Factors affecting Reserve Balances-H.4.1, Historical Data TableL.2.3 (www.federalreserve.gov/releases/h41/hist/h41hist3.pdf)

3. フィナンシャル・リプレッション

2010年11月からは、第二次量的緩和 (QE2) として、総額6,000億ドルの長期国債の買入れが始まった。これは、国債利回りをインフレ率以下に引き下げて実質金利をマイナスとし、政府債務を軽減する政策であり、「金融の圧縮 (financial repression)」と呼ばれた¹⁸⁾。2012年3月末現在、FEDの貸借対照表の資産規模2.933兆ドル、うち財務省証券が1.668兆ドル、政府機関債とパススルー MBS が0.942兆ドルとなっている (図表3 参照)。

思い切った財政金融措置 (フィナンシャル・リプレッション) が米国経済を救ったという評価とは別に、金融危機の究極的負担を FED が担ったのも事実である。元来 FED の役割は短期の流動性供給であり、巨額の中長期債券を保有することは、金利が上昇した場合に FED がキャピタルロスを抱え込むことを意味する。2008年10月から準備預金に付利を開始したの

で、FED としては GSE 債などの購入による流動性散布を回収 (不胎化) できると想定したようだが、金利が上昇すると準備預金に対する利払い負担も増加するので、貨幣政策の独立性が損なわれることになりかねない。

フィナンシャル・リプレッションは、中央銀行が率先して債券市場に介入し、市場の自動調整機能を麻痺させる政策である。米英の量的緩和やユーロ圏の3年物長期融資によって市場金利をインフレ率以下に引き下げ、実質利回りがマイナスの国債を投資家に保有させる。財政収支の悪化にもかかわらず、国債利回りが低位に固定されるので、無リスク金利とされる国債利回りが、市場参加者の価値判断を反映しなくなる。量的緩和政策に対しては、金融資本市場の基軸である国債市場の価格発見機能を歪めるとして、実施当初から反対意見が表明された。またインフレになれば、債権者 (民間部門) から債務者 (政府部門) に所得が移転するわけで、そうした政策は、選挙の洗礼を受けた立法府な

いしは立法府に対して説明責任を負う行政府が裏書きすべきであろう。

デフレが資産の実質価値増価によって債権者を利するのに対して、インフレは実質価値減価によって債務者を利する。先進工業国の政府の場合、自国通貨の交換性が低い途上国や一般の民間企業とは異なり、元利金の強制的減免やリスケジュールといった形の狭義デフォルトに陥ることは稀だが、インフレによる政府債務減免といった広義デフォルトの形で、ソブリンリスクが顕在化することは過去にもあった¹⁹⁾。第二次大戦直後の膨大な政府債務も、同様な方法で実質価値を引き下げた。

実際、FEDが現在置かれた状況は、1951年のアコード以前に似ている。2007～08年の金融危機後の財政赤字増大によって追加的財政政策の余地がなくなり、代わりに量的金融緩和政策が実施されて、貨幣政策が財政政策と協調する状況にあるからである。それだけではなく、オペレーションツイストの復活という点でも第二次世界大戦後に似ている。もっともアコード以前には、FEDが受動的に国債買入れを迫られたのに対して、現在は能動的に買入れるといった点では違いもある。ともあれフィナンシャル・リプレッションは広義のデフォルトにつながり、政府への信頼や社会的結束を損なうことにより、信用貨幣の価値を劣化させる可能性を持っている。

4. 脱グローバル化

一連の金融危機を経て、政策的には、フィナンシャル・リプレッションやFEDのシステムリスクへの関与が、また民間銀行の側では、自己勘定での投資業務や国際金融業務を縮小させる動きが出始めている。フィナンシャ

ル・リプレッションによって金利が低位に固定されれば、自己勘定のプリンシパル業務の収益率も低下する。低金利下では、巨額の資産を運用する巨大金融機関が高い利益率を達成するのはむずかしい。2012年5月に発覚したJPモルガンの60億ドル近い損失は、そうした事態を象徴するものであった。

国際的に営業する巨大銀行に対する自己資本比率規制や流動性比率規制の強化によって、レバレッジを効かした投資業務による利益追求もむずかしくなるであろう。銀行は仲介型のエージェンシー業務に力点を移すとともに、グローバル化から脱グローバル化（de-globalization）への回帰も起きるであろう。デリバティブ取引も中央決済機構（central clearing counterparty）での受渡しと決済を求められる。ドッド＝フランク法の規定によって、FEDの流動性供給計画の条件が厳しくなり、そのことも金融機関のリスク選好を弱めると予想される。

2007～08年の金融危機が「100年に一度」といわれたのは、1907年の金融恐慌が念頭にあったからだが、金融危機後、ドッド＝フランク法が制定される過程でも、FED創設時にみられたのと同様に、ウォール街占拠運動のような反金融機運が高まった。

要するに、金融危機が起きるまでの全盛期に金融業者が目論んだのは、高いレバレッジ（負債比率）によって自己資本利益率（ROE）と株価を引き上げ、その成果を株主に誇示する形で、みずからの高額報酬を正当化するという戦略があった。金融危機の発生によって金融業者は破綻しかけ、FEDおよび納税者の負担によって救済されたが、当然ながら高額報酬の存在は批判の対象になった。

実際2012年の米英主要金融企業の株主総会では、経営者の高額報酬に対して株主が反対する動きが目立った。これは「報酬の告発 (say on pay)」と呼ばれる株主積極行動で、米国ではドッド=フランク法のタイトルIXの951条で、1934年証券取引所法に14条 A 項を追加する形で法制化された。役員報酬開示書類に付帯する株主の参考意見なので強制力はないが、経営者側としても無視できない。米国では、シティグループの株主総会で54.9%の株主が、またNYSE ユーロネクストで43.3%の株主が経営者報酬議案に反対した。英国ではRBSで91.5%、AVIVAで58.0%の株主が反対した。こうした積極行動は「株主の春」とも評された。(2012年5月5日付けフィナンシャルタイムズ紙による)。

反金融の機運は、19世紀末から20世紀初頭の状況と似ている。19世紀後半には、鉄鋼、鉄道、石油といった産業で、「産業の総帥 (captain of industry)」と呼ばれる大実業家が登場して、米国産業の興隆に貢献した。しかしトラストという独占企業が續出し、経営者のなかには「泥棒男爵 (robber baron)」と呼ばれる悪徳実業家も出現して、私的利益を不正に入手した。1913年連銀法はそうした事態を受けて制定された。

現代の巨大金融機関も、金融危機発生までは規制緩和環境の中で経済の牽引役をはたしたが、寡占化が急速に進展して一種の金融トラストと化し、「影の金融市場」で不透明な取引が繰り返された。2012年6月に発覚したLIBORの不正操作は、金融トラスト共謀の徴候である。米英型市場経済システムを支えてきた自主規制のカルチャーが劣化したわけだが、劣化したカルチャーを修復するには、いっそうの金融

制度改革が不可欠である。それは、1907年の金融恐慌後にFED創設によって金融制度の正常化を試みた状況と酷似している。

注

- 1) 伝統的な金融理論は貨幣供給量とその統御方法、貨幣発行機関 (預金取扱銀行) の行動を分析対象とし、貨幣 (money)、通貨 (currency)、信用 (credit) を明確には区別しなかった。その時代には、monetary policy を金融政策と訳しても誤解は少なかったが、現代では、monetary policy は貨幣政策と訳すべきであり、金融政策 (financial policy) は、金融規制監督も含めた広義に解すべき用語である。本論では、貨幣政策と金融規制監督の双方を含めて金融行政と呼び、金融政策という言葉は可能な限り使わない。なお商業銀行 (commercial bank) も、市中銀行ないし預金取扱銀行と訳すべきであろう。
- 2) FEDの議会への報告義務は、1978年に制定された完全雇用均衡成長法 (ハンフリー=ホーキンス法) によって制度化した。さらに2000年の連銀法改正によって挿入された2条B(a)によって、貨幣政策の現状、目的、計画などに関して年2回、議会で報告することが定められた。
- 3) 本節と次節の叙述は、主として Roger T. Johnson (1981) *Historical Beginnings... The Federal Reserve* (Federal Reserve Bank of Boston), および Acharya, Cooley, Richardson, and Walter [2011] *Regulating Wall Street* (Wiley) p.p.51~71に基づくものである。
- 4) Small D. H. & Clouse J.A., [2004] *The Scope of Monetary Policy Actions Authorized under Federal Reserve Act*, Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System 参照。
- 5) 本節と前節の記述の多くは、伊東政吉 (1996) 『アメリカの金融政策』(岩波書店) に負っているが、同書の p.p.91-100では、Federal Reserve Bulletin および「連邦準備制度理事会48回年次報告 (1962)」を参照して、FEDによる長期国債の買いオペがきわめて限定的であり、金利の期間構造を変えるような努力をしなかったことを論証している。
- 6) 1864年に制定された国法銀行法 (National Banking Act) は、国法銀行の監督当局として通貨監督官を設置したが、通貨監督官は国法銀行の州際支店設置を認めなかった。次いで1927年制定のマクファーデン法では、国法銀行の州際支店設置は州法銀行のそれに従うとされ、事実上州際銀行業務が禁止された。また1956年制定の銀行持株会社法第3条(d)項 (ダグラス修正条項) では、銀行持株会社の州際支店設置が禁じられた。それが1982年制定のガン=セント・ジャーメイン預金金融機関法によって、他州銀行による救済合併にかぎって州際支店設置が認められるようになり、その後州法銀行の州際支店設置が互恵的に認可され始め、最後は1994年リーグル=ニール州際銀行法によって、国法銀行についても全面的に解禁された。(Rose, P. [1997] *Banking across State*

- Line* (Quorum Books) p.p.39~42を参照)。
- 7) 伊東政吉 (1996) 『アメリカの金融政策』(岩波書店) p.p.196-198
 - 8) 旧 S&L や相互貯蓄銀行が普通銀行に転換した例としては、カリフォルニア州のインディマックやワシントン州のワシントンミューチュアルがあるが、いずれも2007~08年の金融危機で破綻したり、大手銀行に救済買収されたりした。モーゲージバンクの大手カントリーワイド・フィナンシャルもバンクオブアメリカンに救済合併された。
 - 9) AIG の救済に関しては、当初は財務省の為替安定基金や連邦預金保険公社 (FDIC) の資金を援用する案もあったが、AIG が為替相場に関係していたわけではなく、銀行でもなかったため却下された。またリーマンブラザーズを放置し AIG を救済したことに関して、政府および FED は、リーマンの資産が投資銀行の拠店と人員に限定されていたのに対して、AIG は連銀借入れの担保となる資産を保有していたことを理由としてあげた。(D. Wessel [2009] *In FED We Trust* (Crown Business) p.p.193-198参照)
 - 10) www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2008.11.25a.htm
 - 11) Acharya, Cooley, Richardson, and Walter [2011] *Regulating Wall Street* (Wiley) p.12
 - 12) 連銀法14条3 および1934年住宅法204条 (1938年改正) によって、政府機関債は公開市場操作の対象証券となった。公開市場操作の取引相手には加盟銀行以外の機関 (たとえばプライマリー・ディーラー) も含まれるが、これは公開市場での入札取引が原則であり、しかも民間証券に関しては、実取引に基づく手形のような短期証券のみが対象とされた。第一次量的緩和政策で政府機関債やパススルー MBS を買い入れたのは、公開市場操作とは異なる相対取引であったとみなされる。
 - 13) Acharya, Richardson, van-Nieuwerburgh, and White [2011] *Guaranteed to Fail* (Princeton University Press) p.100
 - 14) Paulson Jr. H.M., [2010] *On the Brink* (Business Plus) は、ドッド上院議員とファニメイとの間には親密な関係があったことを示唆している。(同書 p.12)
 - 15) 2012年3月28日付けの議会予算局 (CBO) の報告書 (#43143) によると、TARP の7,000億ドルの支出権限のうち、実際に支出されたのは4,310億ドルであった。その後返済や償却が行われ、12年3月現在の融資残高は1,230億ドル、財務省にとっての財政上のコスト (財政赤字拡大額) は560億ドル、現在価値換算で320億ドルとされている。
 - 16) Acharya, Richardson, van-Nieuwerburgh, and White [2011] *Guaranteed to Fail* (Princeton University Press) p.p.76~77および p.p.104~108
 - 17) Acharya, Richardson, van-Nieuwerburgh, and White [2011] *Guaranteed to Fail* (Princeton University Press) p.p.90~91および 'CBO's Budgetary Treatment of Fannie Mae and Freddie Mac' (CBO Background Paper; January14, 2010)
 - 18) Reinhart, C.M. and Sbrancia, M.B. [2011] 'The Liquidation of Government Debt' National Bureau of Economic Research Working Paper 16893
 - 19) Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S., [2009] *This Time is Different* (Princeton University Press) 村井章子訳『国家は破綻する—金融危機の800年』(日経 BP 社) および土屋剛俊・森田京太郎共著 [2011] 『日本のソブリンリスク』(東洋経済新報社)を参照。
- (法政大学経済学部教授・当研究所評議員)