

## 米国における公開市場操作

### 1. 公開市場操作の地位

連邦準備銀行が金融調整を行う手段には貸付・割引（公定歩合政策を含む）、公開市場操作及び支払準備率の変更の三つが挙げられる。これ等の三手段は夫々独自の性格を有するとともに又相互に補完的に使用されている。

支払準備率の変更は連銀当局の意思によつて全加盟銀行に対し、個々の銀行の資金ポジションの如何に拘らず画一的、強制的に実施される強力な手段である。現在の米国の場合では僅か1%の準備率の変更も総支払準備額を15億ドル程度も増減するもので、且つ準備率の変更は加盟銀行の基本的運用方針を変更するものであるから、これを弾力的に常時使用することは適當ではない。支払準備率自体は長期的な信用政策の基調を確立するものであり、これが変更は米国の事例では基本的な金融政策の転換期に際してのみ行われている。

他方連銀貸出額は極めて少額であり、連銀信用供与総額のうち極めて微々たる額を占めているに過ぎない。連銀貸出が少ない事由には種々なものが挙げられる。然し重要なことは連銀貸出は少額であるのが本来の姿であるとされている点である。連銀貸出により得た資金は加盟銀行にとつて継続的な運用資金に使用されるべきではなく、一時的、臨時的資金不足尻を補填するためにのみ、従つて極く短期にのみ使用されるべき性質のものであるとするのが連銀当局の基本的考え方である。加盟銀行もまたサウンド・バンキングの伝統にたつて銀行の運用資産の拡大、金利の鞘取り、又は投機的目的のためにこれを使用している状況はみられない。

かくの如く支払準備率の変更は長期的な金融政策の変更時に際してのみ行われ、連銀貸出は一時的・臨時的な資金不足尻の補填のためにのみ使用されるものであるところから、連銀の金融調整の目的からみて最も重要な手段は公開市場操作であると言えることが出来る。公開市場操作が連銀の金融調整手段として最も重要であるというのは、第

一に公開市場操作が資金のアベイラビリティを調整し適切な通貨・信用量の維持を図るための主要手段であること、第二に公開市場操作がアクティブな手段であることの二つの事実に基づくものである。

#### (1) 資金のアベイラビリティの調整

米国の如く支払準備制度をとる金融制度の下においては、個々の銀行は自行の過剰準備額（連銀預け金のうち法定準備額を上廻る額）以上の信用供与をなすことは出来ない。従つて加盟銀行全体としての過剰準備額が多額に上るか、又は加盟銀行が容易に過剰準備を獲得し得ると予想する場合には加盟銀行は原則として信用供与に一層積極的となり、金融は引緩み、銀行信用は増大する。

米国では、資金供給者の資金供給の意欲及びその能力の程度、これを借入者の立場からみるときは資金借入者の資金借入の難易の度合を表わす言葉として資金のアベイラビリティという言葉が屢々用いられている。資金のアベイラビリティが大であるとは、具体的には貸手の貸出の意欲も旺盛でその能力もあり、金融機関の融資（乃至は証券投資）の審査基準が寛大であり、個々の借入者のクレジット・ラインも大きく、貸出の条件（期間、担保、歩積要請額）も寛大で、更に証券市場において社債・株式の新規発行も容易であり、又財務省証券等の価格も高く、これが市場への売却も容易である等、総じて必要な時期に必要な資金が比較的寛大な条件で調達出来ることをいい、アベイラビリティが小であるとは逆の状態を指す。資金のアベイラビリティが大であれば商業銀行貸出（乃至証券投資）が増大し、この結果通貨量（現金通貨、預金通貨）も増加する。又企業の借入需要との関係において金利も当然低下する。

従つて資金のアベイラビリティの程度如何により、現実の資金需要との関係において通貨量、金利水準が定まるのであつて、金融調整の基本はこの資金のアベイラビリティの度合を必要適切な程度に調整するにあるということが出来る。こ

のオペラビリティの程度を決定する重要な要因の一つが過剰準備額の大きさであることは前述した。

公開市場操作が最も重要な金融調整手段であるというのは、公開市場操作がこの過剰準備額を連銀の意思によつて調整する手段であるという事実に基づくものである。

過剰準備額に影響を与える要因には種々なるものがあげられる。然し主なものとは連銀の金（正確には金証券）保有高、連銀信用総額（政府証券保有高、連銀貸出額）及び現金通貨量（連邦準備券発行高）である。このうち現金通貨量及び金保有高は一応連銀政策とは独立な要因によつて増減する。米国では通貨の大宗は預金通貨であつて、通貨総量のうち幾何を現金通貨の形態で保有するかは一般公衆の慣習によつて定まるものとみられており、季節的に増減する。現金通貨の増大はその限りでは過剰準備額を減少させ資金のオペラビリティを減少させ、逆に現金通貨の減少は過剰準備を増大させ、資金のオペラビリティを増加させる。然し米国の場合通貨の大宗は預金通貨であり（総取引の9割は預金通貨によつて決済されている）、公衆の便宜、慣習によつて変動する現金通貨量によつて、預金通貨量を左右する根源たる過剰準備額が増減することは避けなければならない。

又金保有高は国際収支尻によつて変動するが、国際収支尻は米国の場合連銀政策とは一応独立に変動している。金保有高の増加は過剰準備額を増大する。然し連銀当局は金保有高が増加したからといって、当然に通貨・信用が膨脹して差支え無いとは考えていない。適切な通貨・信用量は、生産、雇用、物価等広く経済の動向一般を勘案して決定されるものであると考えられている。従つて金保有高、準備券等によつて増減される過剰準備額を適当と認める水準に調整することによつて資金のオペラビリティの程度を必要とする度合に調整し、これにより適切な通貨、信用量の維持を図ることが必要であり、この役割を果たすものは連銀信用総額即ち手持政府証券保有高及び貸出額である。貸出は上述の如く臨時的、一時的な性質のものであるため、過剰準備額を調整するものは結局連銀の政府証券保有高ということとなる。

連銀は長・中・短期何れの政府証券をも直接これを引受けることは法律をもつて禁ぜられている。けだしかかる直接引受の制度を認めることは不健全な財政の膨脹を齎し、インフレーションへの途をひらくこととなるからである。従つて連銀の政府証券保有高の増減は償還を除くの外総て市場にて政府証券を売買すること、即ち公開市場操作によるものである。換言すれば連銀は公開市場操作により過剰準備額を能動的に調整し、これにより資金のオペラビリティの程度を調整し、適切な信用、通貨量の維持を図っているということが出来る。公開市場操作が連銀の主要な金融調整手段であるという第一の意味はここにある。

インフレ・デフレとは無関係に経済規模が拡大するにつれ、右経済の成長に見合う適切な通貨量も当然に増加する。連銀は適当と認める通貨量の増大に見合う資金は金保有高を勘案の上公開市場操作によつてこれを供給しており、従つて通貨・信用量が適切である限り連銀貸出は増加しない。加盟銀行が連銀よりの借入を必要とする事態は、連銀が適切と認める以上の信用膨脹が行われている結果を示すものであるということが出来る。このため連銀貸出に対し課せられる公定歩合は当然罰則的利率であり、市中短期金利に対して逆鞘の関係にある。一方加盟銀行側も健全金融主義を堅持し連銀より借入をすることを好まない。従つて連銀貸出が増大する場合には加盟銀行は連銀よりの借入を返済しようと努める結果貸出・証券投資を差控え、又は積極的に資金の回収に努める等資金のオペラビリティは減少する。かくの如く連銀貸出の金融調整上の機能は、連銀貸出が増大すれば金融が引締り、それが減少すれば金融が緩和するという効果にあるのであつて、連銀貸出が僅少であるところから、資金の供給乃至は回収の機能は、連銀貸出によつてではなく公開市場操作によつて行われているということが出来る。

## (2) 能動的金融調整手段

公開市場操作が主要な金融調整手段であるという第二の理由は公開市場操作が加盟銀行側の意向如何に拘らず連銀の意思のみによつて操作し得、連銀が自主的に金融調整を行い得る手段であるという事実に基づくものである。貸出は加盟銀行より

の申込に応じてなされるものである。すなわち連銀貸出のイニシアティブをもつものは加盟銀行側にあると言える。勿論連銀は借入の申込を受けた場合無条件に貸出を行うものではない。しかし事実問題として現実に資金不足尻を生じた後で申込のあつた貸出を拒否することは必ずしも容易ではない。貸出を通ずる金融引締は結局連銀窓口において加盟銀行に対して信用膨脹を抑制するよう指導、勧告することであるが、若し加盟銀行に信用膨脹を抑制する意思がないならば連銀貸出を減少させることは困難である。また連銀貸出の無い場合には前述の如き引締措置をとること自体不可能である。逆に貸出を通じ金融を緩和しようとしても加盟銀行が借入の意思の無い限り、資金を供給することは出来ない。連銀貸出がパッシブな金融調整手段であるといわれる所以はここにある。

これに反し公開市場操作はアクティブな金融調整手段である。例えば金融を引締めようとする場合、連銀が短期資金市場において手持政府証券を売却すれば、たとえ加盟銀行が右政府証券を購入する意向がなくとも、換言すれば右政府証券の買手が加盟銀行であると否とに拘らず結果としては資金が市中より引揚げられ、加盟銀行が信用供与をなし得る資金源たる過剰準備額は売却額相当額減少し、資金のアベイラビリティは減少する。逆に連銀が短期資金市場において政府証券を買入れるときは、政府証券の売却者が加盟銀行たると否とに拘らず結果として加盟銀行全体としての過剰準備は増大する。かくの如く公開市場操作は、連銀貸出の有無・大小に拘らず、又加盟銀行側の信用供与の態度如何に拘らず、連邦準備銀行の判断に基づき自らのイニシアティブにより資金を供給又は吸収することが出来るわけである。貸出がパッシブな信用調整手段であるに対し、公開市場操作がアクティブな信用調整手段であるといわれる所以はここにある。換言すれば連銀に公開市場操作の手段がなければ、自主的な金融調整の機能を十分に営みえないということが出来る。

## 2. 公開市場操作の特色

### (1) 弾力的金融調整手段

連銀のイニシアティブをもつて行われるという点においては支払準備率変更の操作も同様である。

しかし支払準備率変更操作は弾力的に操作し得ないことは前述した通りであるが、これに反し公開市場操作は金額・時期・売操作・買操作につき弾力的に操作が可能であることを第一の特色とする。

従つて例えば 4~5 百万ドルの売買を通じ、日々の金融調整に用いられると共に、又徴税期、事業貸出の季節的増大期、クリスマス期の現金通貨の増大、年初の現金通貨の還流等季節的資金の繁閑を調整して金融の基調を維持するためにも勿論大幅に利用されている。例年年初に数億ドルの売操作を行うが、これは現金通貨還流に伴う余剰資金（過剰準備の増大）を吸収して金融の基調を不変に保つ操作であつて金融引締の措置ではない。斯の如く公開市場操作は短期的或は季節的な金融の繁閑を調整して金融の基調を不変に保つために利用される外、又より長期的な観点にたつて金融の基調を政策的に変更して、金融を緩和乃至引締める場合にも先ず第一に使用される手段である。従つて公開市場操作は短・中・長期の金融調整手段ということが出来る。

### (2) 無差別的金融調整手段

公開市場操作の第二の特色は無差別的・無特定の相手を対象とするものであることである。すなわち連銀貸出は個々の加盟銀行に対する信用供与であるに対し、公開市場操作は公開市場においてディーラー（具体的にはニューヨーク・マネー・マーケットにおける特定の政府証券取引業者 10 行）を通じ無特定の相手を対象とする売買であるから信用供与を受けるものは加盟銀行のみならず、保険会社・相互貯蓄銀行・証券取引業者・企業・個人等全ての政府証券所有者を含むこととなる。ただこの場合最終的な政府証券の売却者又は買入者が誰であろうとも、売操作の場合には何れかの加盟銀行の過剰準備が減少し、逆に買操作の場合には何れかの加盟銀行の過剰準備が増加する。しかし連銀は事前にいずれの銀行の過剰準備がこれによつて増減されるかを知ることが出来ないから、特定の銀行の過剰準備を増加又は減少させることを目的とする金融調整には公開市場操作を用いることは出来ない。従つて公開市場操作が金融調整の手段として用いられるためには、個別的な銀行を対象とする信用調整を行う必要が少なく、無差

別的に全銀行の総過剰準備額を調整することによつて必要な信用調整の実を挙げ得るという基礎条件を必要とする。

貸出が連銀と個々の特定加盟銀行との直接的取引であるに対し、公開市場操作は直接的には短期資金市場を対象とする間接的な取引である。従つて公開市場操作が可能なのは先ず第一に短期資金市場が完備していることが必要である。米国の場合政府証券市場特に短期政府証券（91日物たる財務省証券）市場は短期資金市場の中心をなしている。財務省証券は全て市中において公募され、商業銀行は勿論各種金融機関、一般企業も亦最適の流動資産として多額の財務省証券を保有している。商業銀行の短期の資金ポジションの調整は手持財務省証券を市場で売買することによつて行なわれている。連銀の公開市場操作はこの財務省証券を対象とし、市場の価格で買上げ又は売却する操作である。

### 3. 公開市場操作と他の金融調整手段との関係

#### (1) 公開市場操作と貸出との関係

公開市場買操作を行つて過剰準備を供給する場合には増加した過剰準備の一部は連銀貸出の返済に充当せられる結果連銀貸出は減少する。逆に公開市場売操作は過剰準備を減少し、加盟銀行が従来通りの信用供与を続けるならば連銀貸出は増加する。しかるに連銀貸出額の増加が資金のアベイラビリティに影響することは前述した。貸出は本来受動的なものであつて連銀の意思のみによつては直接増減させにくい、公開市場操作の権限があれば、本来受動的な連銀貸出を連邦準備銀行の意思によつてある程度増減し、必要と認める水準に調整し得るわけである。従つて例えば金融を引締めようとする場合には公開市場売操作を行つて過剰準備を吸収すると共にこれにより連銀貸出を増加せしめる操作を行つている。更に一段と引締の度を強化する必要がある場合には連銀貸出に対し課せられる公定歩合を上げる措置をとつてゐる。

#### (2) 公開市場操作と支払準備率操作の関係

公開市場操作と支払準備率の変更操作とは時には組合せて使用される場合がある。例えば1953年、54年の支払準備率引下げの際、右によつて生ずる

過剰準備が12億、15億ドルと巨額なものであつたため、不当に金融緩和をきたす恐れがあつた。このため公開市場売操作を行つてその一部を吸収する措置をとつたのはその一例である。支払準備率の変更は過剰準備を増減させる効果もあるが、その本来の狙いは一定額の過剰準備に基く商業銀行全体としての信用膨脹の可能限度を引上げ又は引下げることを目的とするものであるから、たとえ公開市場操作によつて支払準備率の変更によつて生じた過剰準備の増減額を相殺したとしても、準備率変更の本来の目的は達成されるからである。

連銀は経済情勢の変化に対応して金融引締乃至緩和政策をとる必要がある場合には、前記三手段の夫々の特色（機能、弾力性、心理的影響）を考慮して、適切な手段を単独又は組合せて使用する。通常の場合は先ず公開市場操作により過剰準備を増大又は減少させ、右により連銀貸出額を減少又は増加させる措置をとる。更に一段と引締乃至緩和の度を強化する必要がある場合には公定歩合の変更を行い、更に長期的に前記政策を継続する必要を認め、引締乃至緩和の度を強める場合には支払準備率の変更を行い、その際必要と認める場合公開市場操作を行つて相殺的措置をとるというのが、現在とられている一般的な金融政策の方式である。

### 4. 公開市場操作と金利水準との関係

公開市場操作は前述の如く加盟銀行の過剰準備の大きさを増減し、これによつて通貨・信用量を調整することを目的とする。然し公開市場操作は操作の過程において不可避免的に売買の対象となる政府証券の価格、従つて政府証券利廻即ち金利水準に影響を与える。かくの如く公開市場操作は過剰準備を増減させると共に、金利水準に影響するという二つの機能を有しているが、連銀は従来より金利水準は市中資金の需給によつて自然に決定されるべきものであり、政策的に恣意的に連銀がこれを操作すべきではないという見解を採つてきた。ただこの例外をなすものが第二次大戦勃発後1951年迄続けられた政府証券価格支持政策（政府証券金利固定化政策）時代である。この時代には公開市場操作は金利水準の維持という点に主眼を置き操作されたが、その結果は連銀が公開市場操

作のイニシアティブを失い、ためにインフレーションの昂進を防止することが出来なかった。

第二次大戦勃発後財務省は政府証券価格の下落即ち金利の高騰を防止して国債の消化を円滑ならしめること、財務省の戦費調達のコストを切下げることの二つの目的をもつて、当時の各種長・短期政府証券金利を維持する方針を定め、連銀も右政策に追従した。然し、この金利固定化政策が続けられる限り、国債価格の下落（金利の高騰）を阻止するため市場で売に出される国債は長・短期債の種類の如何に拘らず、無条件でこれを買上げるを得なかつた。換言すれば連銀は公開市場操作のイニシアティブを完全に失い、金利水準維持のために無条件に資金を供給する結果となつた。商業銀行を始め全ての政府証券保有者は常時、長・短期何れの政府証券も、これを欲する額だけ連銀に売却して資金を獲得することが出来た。1940年～45年の5年間に連銀は220億ドルに及ぶ各種政府証券を商業銀行その他より買上げ、この間現金通貨は3.6倍、預金通貨は2.5倍の増加をきたし、卸売物価は34%も騰貴した。

第二次大戦終了後も、戦時中発行された龐大な政府証券の価格の低落は金融の混乱を惹起し、又戦後毎年500億ドルに及ぶ政府証券の借換を不可能にするという事由で、政府証券価格支持政策はなお継続された。然し戦後民需物資の不足に加え、戦時中蓄積された龐大な流動資産が購買力となつて発動したため、インフレーションは著しく昂進した。この間連銀はインフレ抑制のため公定歩合の引上げ、支払準備率の法定限度を越える大幅な引上げ、消費者信用、住宅抵当金融統制の実施或は自主的信用抑制計画の実施等あらゆるインフレ抑制の諸施策を講じたが、これらいずれの政策も政府証券価格支持政策が続けられ、連銀が公開市場操作の主導性を失い、一方において資金を無条件に供給せざるを得ない限り、効果は著しく削減せられる結果となつた。この間物価は戦時中より激しい勢いで騰貴し続けたのである。

ここにインフレ阻止のため、公開市場操作の自主性を回復するため政府証券価格支持制度の廃止を主張する連銀当局と、これが継続を主張する財務省との間に激しい論争が続けられたが、朝鮮動

乱勃発に伴うインフレーションの一層の昂進に直面して1951年3月遂に両者の間に了解（アコード）が成立し、長年に亘る価格支持政策が廃止され、金利水準及び長・短期金利水準間の隔差は市場の自由なる需給関係によつて決定されるにまかせることとなつたのである。ここに連銀金融政策の独立性が恢復され連銀公開市場操作は金利水準の維持ということを目적으로することなく、連銀の自主的判断により過剰準備額を増減し適切な通貨・信用量を維持することを目的として操作されることが可能となつたわけである。世上にこれを金融政策の復活と呼んでいる。

「アコード」成立以降の公開市場操作はかくして、加盟銀行の過剰準備額を安定的経済の発展に必要な限度に調整するという、換言すたば資金のアベイラビリティの調整を目的として操作され、金利水準は市中の資金の需給状態によつて自由に変動させることとなつた。このため従来長期債に付いても売買していた方針を改め、公開市場操作が金利水準に与える影響が最も少い財務省証券（短期国債）のみを操作の対象とすることとなつた。又長期金利と短期金利の隔差は市中の夫々の資金市場の需給にまかせることとした。

政府証券価格支持政策の失敗の事実から得られる教訓は金利は市中の需給の状態を敏感に反映する如く自由に変動し得るものでなければならず、人為的に操作することは誤りであるということ、従つて公開市場操作は専ら過剰準備額の増減を通じ資金のアベイラビリティの調整を目的として操作せられるべきであつて、金利水準を操作することを主目的とするときはそれだけ連銀の金融調整力をそこねることとなり、更に金利水準を特定な水準に維持する政策をとるときは連銀の公開市場操作の本来の機能は全く失われ、通貨価値の安定を維持し、もつて健全なる経済の発展を図ることが不可能であるという事実である。「アコード」成立以降連銀は前記経験に鑑み、公開市場操作を専ら過剰準備額を増減し、資金のアベイラビリティの調整を目的として弾力的に使用し、これにより景気の変動を早期に是正し、所謂「インフレ無き経済の拡大」を文字通り達成する上に大きな貢献をしてきたことは大方の認めるところである。