

最近における米国の金融政策の運営について

〔要 旨〕

米国連邦準備制度はインフレの高進と景気の過熱化懸念に対処して、73年1月の公定歩合引上げを端緒に漸次引締め措置を強化してきた。しかし、その引締め過程においては、財政面からの緊縮措置がほとんどとられなかったうえ、71年8月以降実施されていた所得政策も十分功を奏さないまま本年4月末をもって廃止されたので、結局、インフレとの戦いの重荷は金融政策にのみ負わされることとなり、いきおい今回の引締めは長期にわたらざるをえなくなっている。

今回の引締め期でとくに目だったことは、現象的には短期市場金利が69、70年当時をさらに上回る高騰を示したことであるが、それと同時に金融政策運営面において、連邦準備制度がその運営目標としてマネー・サプライ等量的金融指標を一段と重視する姿勢を明らかにしたことが注目される。

すなわち、60年代前半まで連邦準備制度は金融政策の運営にあたって、短期市場金利、連銀貸出、自由準備等いわゆる短期金融市場指標を重視してきた。しかし60年代後半になると、短期金融市場指標の安定化を図っている中で景気がしだいに過熱化の様相を呈し、物価は上昇を続け、これと並行してマネー・サプライの増勢も一段と強まってきた。このため、金融政策の運営目標に対する反省気運が台頭しはじめるとともに、通貨と物価との関係を強調するマネタリストの見解があらためて注目されることとなり、連邦準備制度はしだいに通貨量の適正供給ということに関心を強め、その運営目標を漸次マネー・サプライ等の量的金融指標に移行させることとなった。

マネー・サプライ等量的金融指標が、連邦準備制度の政策運営面で具体的に表面化してきたのは70年1月以降といえる。当初はマネー・サプライを直接調整する努力が払われたが、その後連邦準備制度は、それらを直接コントロールすることがむずかしいところから、運営目標を達成するための媒介手段として同制度がよりコントロールしやすい指標を求めることとなり、①マネー・サプライや銀行信用は銀行の支払準備の水準によって決定されること、②連邦準備制度は公開市場操作によって銀行の支払準備に直接影響を与えることができることなどの理由から、72年1月には総準備が、さらに2月にはそれに代えてRPD（民間一般預金対象準備）が量的金融指標の目標を達成するための操作目標として導入された。

政策運営目標の重点移行に伴う金融政策手段への影響をみると、まず第1には中央銀行が自らのイニシアチブをもって銀行の支払準備を直接弾力的に調整できる公開市場操作の重要性が一段と高まったことであり、第2には貸出政策弾力化の動きであり、第3には支払準備総額コントロールの精度を高めるための支払準備制度単一化の動きなどである。

このように、連邦準備制度は金融政策の運営にあたって、マネー・サプライ等の量的金融指標重視の態度をしだいに強めてはいるものの、マネタリストの考え方をそのまま受け入れているわけではなく、短期市場金利等にも引き続き注意を払い、総合的な見地から政策運営を行うべきであるという立場をとっている。

いずれにせよ、マネー・サプライ重視の政策運営のもとではじめての本格的引締め過程がなお続いているわけで、その政策運営面の変化が最終的に景気調整、金融市場の安定にどのような効果ないし影響を及ぼすか、今後の成り行きが注目される。

〔目 次〕

1. はしがき
2. 金融政策におけるマネー・サプライ重視の傾向
 - (1) マネー・サプライ重視の背景と経緯
 - イ. 短期金融市場指標重視に対する反省
 - ロ. 量的金融指標導入の経緯
 - ハ. 連邦準備制度のマネタリズムの受けとめ方
 - (2) 政策運営目標の重点移行に伴う金融政策手段への影響
 - イ. 公開市場政策のウエイト増大とオープン・キール政策の後退
 - ロ. 公定歩合操作および支払準備率操作上の変化
3. 公開市場操作によるマネー・サプライ・コントロールの方法とその運営方法の実証
 - (1) マネー・サプライ・コントロールのための市場運営方法
 - イ. 短期的コントロール
 - ロ. 長期的コントロール
 - (2) 量的金融指標重視による市場運営への影響等
 - イ. 金利とマネー・サプライの変動
 - ロ. マネー・サプライの変動と連邦準備制度の政策変更の関係
4. 今次引締め過程の問題点
 - (1) 金利変動激化に伴う短期金融市場の不安定化
 - (2) 金融機関の資金調達・運用の不安定化
 - (3) 資本市場の不振
 - (4) 住宅金融の梗塞
5. おわりに

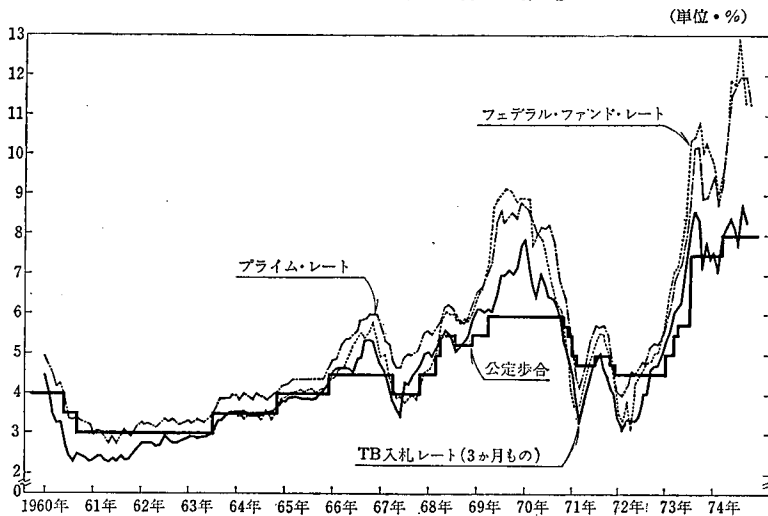
1. はしがき

米国連邦準備制度は、インフレの高進と景気の過熱化懸念に対処して73年1月、公定歩合の引上げに踏み切ったが、さらにその後も数次にわたり公定歩合を引き上げ(通算8回、4.75→8%、別図)、さらに大口CD等に対する追加準備率の新

設、要求払預金に対する支払準備率の引上げ、ないしはバーンズ連邦準備制度理事会議長による銀行貸出に対する自粛要請などの措置を実施、漸次引締めを強化してきた。

とくに今次引締め過程において特徴的とみられるのは、財政面からの抑制措置がほとんどとられず、財政はこの間むしろ赤字幅を拡大して(第1

米国の主要短期金利の推移



表参照)インフレのひとつの要因となったことである。また71年8月以降実施された賃金・価格規制も、インフレ圧力が強まった73年以降はほとんど実効があがらず、74年4月末をもって廃止された。このため、バーンズ連邦準備制度理事会議長が自ら認めるように、インフレとの戦いの重荷はあげて金融政策の肩にかかることとなり、いきおい引締めは長期にわたらざるをえ

(第1表)

連邦政府予算の推移

(単位・億ドル)

	歳入	歳出	収支じり
1965年度	1,168	1,184	△ 16
66	1,309	1,347	△ 38
67	1,496	1,583	△ 87
68	1,537	1,788	△ 251
69	1,878	1,845	+ 33
70	1,938	1,966	△ 28
71	1,884	2,114	△ 230
72	2,087	2,319	△ 232
73	2,322	2,465	△ 143
74	2,649	2,684	△ 35
75(計画)	2,940	3,054	△ 114

資料：Treasury Bulletin.

なくなっている(注1)。もっとも、このところ連邦準備制度は、マネー・サプライの伸び率鈍化や経済実体面の不振を背景に、市場運営をいくぶん弾力化してきていることも事実であるが、インフレ抑制のめどがたたないかぎり全面的な金融緩和に踏み切る可能性は少なく(注2)、当面は引締めの基本方針が維持される公算が大きい。

今回の引締め期でとくに注目されるのは、現象的には短期市場金利がみぞうの高金利時代と称された69～70年当時をさらに上回る高騰を示したことであるが、それと同時に、金融政策面において、連邦準備制度がその運営目標としてマネー・サプライ等量的金融指標を重視する態度を一段と強めたことであろう。以下このような観点から、今回の引締めの過程を通じて、連邦準備制度の政策運営目標変更の背景、金融政策運営のメカニズ

ム、運営目標変更の市場面への影響および問題点などについて概述することとする。

2. 金融政策におけるマネー・サプライ重視の傾向

(1) マネー・サプライ重視の背景と経緯

連邦準備制度は、物価安定、完全雇用、適正な経済成長率、国際収支の均衡といった金融政策の最終目標を達成するために、中間的な運営目標(monetary target)を設定している。同制度は、従来金融政策の運営目標として、短期市場金利等のいわゆる短期金融市場指標(money market conditions)を重視していたが、60年代後半以降、とくに70年代に入って、これに代えてマネー・サプライ等の量的金融指標(monetary aggregates)を重要視するようになってきた。

イ. 短期金融市場指標重視に対する反省

前述のように、60年代前半まで連邦準備制度は、金融政策の運営にあたって短期市場金利(フェデラル・ファンド・レート、3か月ものTBレート等)、連銀貸出、自由準備(注3)などのいわゆる短期金融市場指標を重視してきた。これは、①経済活動水準と短期金融市場指標との間にかなり明確な相関関係があり、したがって、短期市場金利等同目標を適正な水準に維持することにより通貨や銀行信用の量が自動的に調整され、金融市場の安定と望ましい経済活動水準がともに達成できると期待されること、②金利のひん繁かつ大幅な変動を避けることは金融市場の正常な機能を維持

(注1) 引締め期間については、明確に定義することは困難であるが、一応公定歩合の変更時を基準にすると、今回は73年1月の公定歩合引上げ以降本年11月までですでに22か月と前回(1968年12月～70年10月、22か月)、前々回(58年9月～60年5月、20か月)に匹敵する期間を経過している。なお、65年12月～67年3月(公定歩合4.0→4.5%)、67年11月～68年7月(同4.0→5.5%)にかけてミニ引締めが実施されている。

(注2) バーンズ連邦準備制度理事会議長は、10月10日の両院合同経済委員会での議会証言をはじめ機会あるごとに「インフレが高進をみている現状からして、通貨、信用の拡大を抑えるという基本政策を引き続き維持していくことが必要である」と表明。

(注3) 自由準備＝総準備－所要準備－連銀貸出
＝過剰準備－連銀貸出
総準備＝加盟銀行の連銀預け金＋手元保有現金

するうえに不可欠であると思われること、③短期市場金利等の計数は速報性があり、かつ信頼性も高いうえ、政策当局が最もコントロールしやすい指標であること、などの考えによるものであった。

事実、60年代前半までの推移をみると、短期金融市場指標の安定化を通じて、物価安定(卸売物価の年平均上昇率、60～64年横ばい)と比較的高い経済成長(実質GNP成長率60～61年+2.2%、62～64年+5.3%)を実現させることができ、この

(第2表)

マネー・サプライ(M₁)増加率の推移

(年率・%)

	増加率		増加率
1960年	0.6	1971年	6.3
61	3.1	72	8.7
62	1.5	73	6.1
63	3.7	1973年1～3月 中平均	6.9
64	4.6		
65	4.6	4～6〃	7.6
66	2.4	7～9〃	5.5
67	6.6	10～12〃	4.5
68	7.8	74年1～3〃	5.8
69	3.5	4～6〃	7.4
70	6.0	7～9〃	3.5

(注) 年次計数は12月末における前年同月比。四半期計数は、3ヵ月前比年率で求めた月中増加率の平均。

資料: Federal Reserve Bulletin.

間マネー・サプライ(注4)や銀行信用(注5)の増加もほぼ安定した推移(M₁の年平均増加率、60～64年+2.8%、第2表参照)を示していた。しかし60年代後半になると短期金融市場指標の安定化が図られている中で、景気はしだいに過熱化の様相を呈し、物価は上昇を続け(卸売物価上昇率、66年+3.1%、68年+2.5%、69年+3.9%)、これと並行してマネー・サプライの増勢も一段と強まってきた(M₁の年平均増加率、65～68年+5.3%)。このようなマネー・サプライの増加は、ベトナム戦争のエスカレーション(1965～68年)を契機に財政赤字が拡大したことが主因とみられるが、さらに連邦準備制度が政策運営にあたって名目金利の動向を重視していたため、インフレ心理が浸透している状況の下では名目金利を引き上げても資金需要にはそれほど響かず(注6)、そのうえ成長重視の政策がとられたため急激な金利の上昇を避けるよう配慮されていたので、通貨供給の増加が看過される結果になったことも見のがせない。こうしたことに加え、60年代後半に入ってから国際短期資本の移動が活発化し、金利政策がそのため制約を受けるようになったこともあって、金融政策の運営目標として短期金融市場指標を使用することに対する反省気運が台頭しはじめ、これとともに

(注4) M₁=民間流通現金+外国通貨当局の連銀預け金+商業銀行要求払預金(ただし、連邦政府預金、国内金融機関預金、取立未済切手手形、連銀フロートを除く)

M₂=M₁+定期性預金(ただし、10万ドル以上の大口CDを除く)

(注5) 銀行信用(貸出、証券、投資)の計数は各月最終水曜日での残高でしか入手できないが、加盟銀行の総預金計数は各週の平残ベースで毎週入手しうるため、加盟銀行の総預金(=要求払預金、定期性預金の総額+非預金性資金<大口CD、ユーロ取入れ、銀行関連会社発行のコマーシャル・ペーパー>)を銀行信用の代用指標(bank credit proxy)として利用している。

(注6) 実質金利を名目(市場)利子率から期待インフレ率を控除して求められると定義し、名目利子率としてはムーディー3A格社債レートを、期待インフレ率にはGNPデフレーターの変化率(年率)をとり実質利子率を算出すると、次表のようになる。今回引締め期以降インフレ高進から、名目利子率の上昇にもかかわらず実質利子率は大幅に低下していることがうかがえる。

	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年	1973年	1974年 上期
ムーディー3A格社債利回り(A)	6.2	7.0	8.1	7.4	7.2	7.4	8.1
GNPデフレーター変化率(B)	4.0	4.8	5.5	4.5	3.4	5.6	10.6
実質利子率(A-B)	2.2	2.2	2.6	2.9	3.8	1.8	-2.5

(注) 1974年上期のGNPデフレーター変化率は推定。

通貨と物価の関係を強調するマネタリストの見解があらためて注目されることとなった。そこで連邦準備制度は、しだいに通貨量の適正供給ということに関心を強め、その運営目標を漸次マネー・サプライ等の量的金融指標に移行させることとなった。

ロ. 量的金融指標導入の経緯

連邦準備制度がマネー・サプライ等量的金融指標を実際の政策運営面に採用した例としては、70年1月に公開市場委員会(Federal Open Market Committee)^(注7)が公開市場勘定支配人に与えた指令のただし書にまでさかのぼることができる。

すなわち、同年1月の公開市場委員会では、市場の運営にあたっては、短期金融市場指標を第1目標とするものの、量的金融指標の動きをこれまでよりも重視するとの結論に達し、「本委員会の次の会合までの間、短期金融市場が引き締め状態を維持するよう運営するものとする。ただし、通貨および銀行信用の動きが現在の予想からかなり乖離する場合には、操作のやり方を修正するものとする」との指令を与えた。さらに、バーンズ連邦準備制度理事会議長が就任(70年2月)した直後の同年3月には、「先行きマネー・サプライおよび銀行信用の適度の増加を期待する。次回委員会開催までの間、公開市場操作は、この目的に合致するように短期金融市場指標を維持するよう運営すべきものとする」との指令が発せられ、政策運営の第1目標をマネー・サプライおよび銀行信用に

変更、その目標に合致するよう金融市場指標が運営されることとなり、連邦準備制度の市場運営は大きく転換されることとなった^(注8)。また、マネー・サプライのうち M_1 と M_2 (M_1 +銀行の定期性預金)が必ずしも同じ動きをみせるとは限らないことにかんがみ、71年1月以降運営目標としてのマネー・サプライとしては M_1 に重点を置き、 M_2 をあわせて考慮することとなった。

しかし、その後、 M_1 、 M_2 および銀行信用を連邦準備制度が直接コントロールすることはむずかしいところから、それらの運営目標を達成するための媒介変数として同制度がよりコントロールしやすい指標が求められることとなり、その結果、①マネー・サプライや銀行信用は銀行の支払準備の水準によって決定されること、②連邦準備制度は公開市場操作によって銀行の支払準備に直接影響を与えることができること、などの理由から、72年1月には総準備(加盟銀行の連銀預け金+手元保有現金)が、2月にはそれに代えてRPD(reserve available to support private nonbank deposit、民間一般預金対象準備)が、量的金融指標の目標を達成するための操作目標(operation target)とし導入された。RPDは具体的には総準備から連邦政府預金および金融機関預金に見合う所要準備額を差し引いたものである^(注9)、総準備に代えてRPDが用いられるようになったのは、政府預金および金融機関預金は実体経済の動向と直接関係がない一方、時として予測しがたい

(注7) 米国の公開市場操作に関しては、連邦準備法(12条A)により連邦公開市場委員会がその基本方針を決定しており、実務面はニューヨーク連銀が担当している(同連銀の証券局担当副総裁が実務面の責任者として公開市場勘定支配人に任命されている)。連邦公開市場委員会は、連邦準備制度理事会の7人の理事全員と連銀総裁5人(ニューヨーク連銀は常任、その他11連銀から毎年回り持ちで4人。それぞれ代理も選任)、計12人により構成されている。

(注8) 70年12月～71年5月の時期にかけては再び短期金融市場指標が第1目標、量的金融指標が第2目標となった。これは、①70年末の自動車ストの解決により一時的に資金需要の異常な増高が予想されたこと、②同年末から71年4月にかけて短資流出防止と景気回復をねらいとしてセミ・オペレーション・ツイストが実施され長短金利水準の誘導が必要になったこと、などによるものである。

(注9) RPDとは、加盟銀行の総準備額から連邦政府預金および金融機関預金に見合う所要準備額を控除したものの=民間の一般要求預金、定期性預金にかかる所要準備額+その他支払準備制度の対象となっている非預金性資金(大口CD、ユーロ・ドル等)の所要準備額+過剰準備額。

短期的大幅変動を示すほか、技術的にも支払準備対象預金とマネー・サプライ統計の対象範囲が異なるという問題(支払準備対象預金にはマネー・サプライ統計には含まれない政府預金および金融機関預金をも含んでいるため、総準備にはこれら預金に対する所要準備も含まれる)があるため、総準備からこれら預金対象準備を除いたRPDを用いた方が、マネー・サプライをコントロールするうえで適切であるとの判断に基づくものである。

ハ. 連邦準備制度のマネタリズムの受けとめ方

このように、連邦準備制度は金融政策の運営にあたって、マネー・サプライ等の量的金融指標重視の態度をしないで強めてきてはいるものの、マネタリストの考え方をそのまま受け入れているわけではもちろんない。

すなわち、マネタリストは通貨量の変化が、GNPなど経済活動の動きを決定する支配的要因と考える。一方、経済成長は長期的にみれば、労働力、資本蓄積、技術進歩などによって左右され、しかもそれらは漸進的にしか変化しないため、本来安定的なものであると考えられる。したがって、政策当局は、通貨供給を潜在成長率に合わせて安定的に行うことが必要であるとして、自由裁量による通貨供給に反対している。

上記のようなマネタリストの主張に対して連邦準備制度は、過去の経験からしても、景気循環理論からみても、資本蓄積や技術進歩などの経済成長要因や通貨需要が、マネタリストのいうほどに安定的であるという根拠に乏しいので、究極的な

政策目標達成のためにはその時々金融経済情勢に応じて最適なマネー・サプライの増加率を決定すべきであるとして、これに反対している(注10)。さらに連邦準備制度は、技術的にも、①マネー・サプライ統計は作成に時間がかかるうえ、②マネー・サプライは民間の流動性選好の変化、政府預金の増減、国際資本移動等によって大きく変動するので、公開市場操作によってマネー・サプライを短期間で正確にコントロールすることは至難の業であるとして、硬直的なマネタリストの主張に反論している。

また、通貨量と経済活動との因果関係についても、通貨量を過度に増やせばインフレを招来することは認めつつも、通貨量の変化は経済活動の変化の原因となる一方、その結果であるという側面を見過ごすことはできず、また通貨と所得の間に高い相関関係が認められるとしても、それだけでは両者の関係を理論的に説明したことにはならないとしている。

こうしたことから、連邦準備制度ではマネー・サプライを重視しつつも、金利等にも引き続き注意を払うべきであるという立場をとっている。たとえば、バーンズ連邦準備制度理事会議長は、73年11月、「連邦準備制度はマネー・サプライの安定的供給を行うべきだ」とのプロクシマイヤー上院議員の金融政策批判にこたえて、「連邦準備制度としても金融政策の運営上 M_1 を含む量的金融指標を重視するようになってきてはいるが、同時にその他の金融変数とくに貸出金利や、金融機関

(注10) バーンズ連邦準備制度理事会議長は Federal Reserve Bulletin 73年11月で、マネー・サプライに関し次のような考えを明らかにしている。

「常にマネー・サプライの増加率をほぼ一定に維持しようとするのは金融政策として賢明ではなく、経済情勢に応じて当然変動すべきである。たとえば、総需要がきわめて弱い流動性選好がきわめて強ければ、マネー・サプライの増加率が一時的には望ましい長期トレンドを上回ることが必要であろうし、また経済が激しいコスト・プッシュ・インフレに見舞われている場合も同様であって、もしこの場合にインフレ抑制のためにマネー・サプライの増加率を厳しく抑えれば、生産、雇用面に重大な悪影響をもたらすこととなる。要するに、マネー・サプライの適正増加率は過去の単純なトレンドの延長や、なんらかの方法による先験的な基準などで決められるものではない。」

およびそれ以外の民間部門の流動性ポジションにも引き続き注意を払ってきた。これは通貨増加率の経済に対する影響は、流動性の状態、企業家、投資家、消費者の流動性に対する態度、資金のコストとアベイラビリティなどによって左右されるからである。加えて、連邦準備制度は中央銀行として金融危機や恐慌を回避するための最後の貸手としての役割を忘れるわけにはいかない」旨述べている。

(2) 政策運営目標の重点移行に伴う金融政策手段への影響

イ. 公開市場政策のウエイト増大とイーブン・キール政策の後退

(イ) 公開市場政策のウエイト増大

米国においては、証券市場が英国と並んで先進諸国中最も整備され発達していることから、金融政策手段のなかでは古くから公開市場操作が公定歩合操作、支払準備率操作に比し中心的役割を果たしてきた。とくに70年以降、量的金融指標重視の傾向が強まるとともに、中央銀行が自らのイン

(第3表)

連邦準備銀行信用の推移

(単位・億ドル)

	合計 (A)	政府 証券(B)	貸出(C)	フロ ート(D)	B	C	D
					A	A	A
1966年	447	419	6	21	%	%	%
67	481	461	2	16	93.6	1.4	4.7
68	539	513	6	19	96.0	0.4	3.4
69	598	540	11	25	95.2	1.1	3.6
70	636	582	8	29	90.3	2.0	4.1
71	700	654	4	30	91.5	1.3	4.6
72	757	710	3	33	93.5	0.6	4.3
73	816	760	17	27	93.7	0.4	4.7
74年 1~6月中	871	817	18	23	93.2	2.1	3.4
					93.8	2.1	2.6

(注) 計数は年平均残高。

資料: Federal Reserve Bulletin.

シアチブをもって銀行の準備量を直接弾力的に調整できる公開市場操作の重要性は一段と高まってきた。これは連邦準備制度の信用供与残高に占める政府証券残高が恒常的に9割台で推移しており(第3表参照)、しかも前回の引締め期(69~70年)においてはオベを通ずる信用供与が高水準ながらも低下を示し連銀貸出のウエイト上昇がみられたのに対し、今回の引締め期においては公開市場操作による信用供与のウエイト低下がみられないことから裏付けられよう。

また、公開市場操作の手段の面をみても、連邦準備制度は公開市場操作における対象債券の範囲拡大等再三にわたって操作の機動性を高める措置を講じている。すなわち、71年9月に政府関係機関(federal agency)証券を従来の売戻条件付買オベだけでなく、一定の条件の下に(注11)アウトライト取引の対象にも加えたほか、74年3月には公開市場委員会の次回会合までの連邦準備制度の政府証券および政府関係機関証券の保有増減額の幅を20億ドルから30億ドルに引き上げている。さらに連邦準備制度の銀行引受手形保有額については、従来①保有シェアが市場総残高の10%以内、②保有限度が125百万ドル以下、と両面から規制されていたが、前者は74年4月に廃止され、さらに後者についても同年7月に5億ドル、11月に10億ドルに増枠されるなど、制限緩和措置が実施された。

なお、公開市場操作の形態としては、アウトライト取引と条件付取引があるが、最近の特徴的傾向としては引締め期、緩和期を問わず条件付取引の割合(買戻条件付売オベ方式の導入は1966年7月以降)が増加していることである(第4表参照)。これは、国債の平均期間の短縮化(第5表参照)に

(注11) 買入れ時において残存期間5年以下のものについては3億ドル以上、残存期間5年超のものについては2億ドル以上の発行残高のある銘柄に限る。また連邦準備制度の保有額は当該銘柄の発行残高の10%以下とする。

(第4表)

条件付オペの推移

(買い操作)

(単位・億ドル、%)

年	合計		アウトライト		条件付 (売買条件付買入れ)	
	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比
1970年	462	100.0	(111) 124	26.7	338	73.3
71	572	100.0	(89) 125	21.9	447	78.1
72	412	100.0	(85) 101	24.6	311	75.4
73	929	100.0	(155) 181	19.5	748	80.5
74年 1~6月	446	100.0	(54) 63	14.1	383	85.9

(売り操作)

年	合計		アウトライト		条件付 (買戻条件付売り)	
	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比
1970年	174	100.0	(52) 52	29.9	(122) 122	70.1
71	198	100.0	(36) 36	18.2	(162) 162	81.8
72	298	100.0	(65) 65	21.8	(233) 233	78.2
73	507	100.0	(49) 49	9.7	(458) 458	90.3
74年 1~6月	173	100.0	(24) 24	13.9	(149) 149	86.1

(注) 1. 本計数は政府証券のみ。政府関係機関証券、BAについては gross 取引の計数は握不可能なため割愛。

2. 上段カッコ内はうちTB分(条件付買入れ分については不詳)。

資料: Federal Reserve Bulletin.

よる借換えの増加と、赤字財政を背景とした短期ものを中心とする国債発行高のすう勢的增加が、ディーラー筋に対する売却時までの一時的な証券保有つなぎ資金の必要性を増加させたこと、また一般企業のおう盛な資金需要を映じ、ニューヨーク市内銀行のディーラーズ・ローンの比率が減少し、ディーラーが一時的資金調達を連銀に頼る傾向が強まってきていることなどの要因によるものとみられる。

しかし同時に、マネー・サプライ重視の金融政策が展開されるに伴い、資金需給をきめ細かく調整しマネー・サプライの安定を図るほか、金利変動幅の拡大傾向に対処し、アウトライト取引に比べ市場金利に直接的なインパクトを与える度合いの小さい条件付取引の比重を高め、公開市場操作運用技術の面から避けられるかぎりは極力金利変動の幅を小さくし、摩擦現象の発生を回避しようとの意図が強まったことも見のがせないといえよう。

(ロ) イーブン・キール政策の後退

1951年のアコード以降、連邦準備制度は国債価格支持政策を停止したものの、国債消化を容易にするねらいから国債発行前後の期間中に引受業者にキャピタル・ロスまたはキャピタル・ゲインを与えないため、その間、国債価格に大幅な変動が

生じないように、いわゆるイーブン・キール政策を実施してきた。しかし、この政策に対してはマネタリストから、大規模な財政資金調達が行われる場合には、新規、借換えを問わず市場金利の上昇要因となるため、連邦準備制度が金利の安定化を図ろうとすれば銀行準備を追加供給せざるをえず、これが結局マネー・サ

(第5表)

国債(市場債)の満期別構成

(単位・億ドル、%)

	1960年6月末		1971年6月末		1972年6月末		1973年6月末		1974年6月末	
	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
1年以内	705	38.3	1,128	45.9	1,219	47.4	1,228	46.7	1,399	52.5
1~5年	728	39.6	891	36.3	890	34.6	882	33.6	772	29.0
5~10年	202	11.0	245	10.0	269	10.4	311	11.8	270	10.1
10~20年	126	6.9	84	3.4	93	3.6	145	5.5	174	6.5
20年以上	77	4.2	107	4.4	101	4.0	64	2.4	51	1.9
合計	1,838	100.0	2,455	100.0	2,572	100.0	2,630	100.0	2,666	100.0
平均期間	4年4か月		3年6か月		3年3か月		3年2か月		3年	

資料: Treasury Bulletin.

プライの増加をもたらす金融政策遂行上支障をきたすとの批判がなされてきた。

これに対し連邦準備制度は、イーブン・キールは財務省の資金調達期間中(通常、財務省が資金調達の条件を発表する数日前から決済日の後数日までの間)には市場関係者に当局の政策変更と受け取られるような操作はしないということにすぎず、当期間中における金利等の短期金融市場指標が常に安定しているわけではなく、事実かなり変動している場合もあるとの反論を行っている。

しかし、いずれにせよ連邦準備制度としても、金融政策の運営がイーブン・キールにより妨げられることは好ましくないとの考え方をとっており、また最近のマネー・サプライ重視の政策態度もあって、こうした動きはいくぶん後退してきている。しかもTB定例発行(3、6ヵ月ものは毎週、1年ものは毎月)、納税引当割引証券(tax anticipation bill)、外国中央銀行に対する特別証券の発行などのように、最近ではイーブン・キール操作と関係なしに資金調達が行われるものが多いに多くなっている(注12)。

さらに現在唯一のイーブン・キールの対象となっている四半期ごと(2、5、8、11月)の巨額の財政資金借換えにおいても、ノートについては72年秋、ボンドについては73年初に、入札制が全面的に導入される(従来は表面価格、クーポン・レートをあらかじめ決めたうえで募集)など、国債の発行にも市場の実勢を極力反映させるしくみがほしいにとられるようになってきているところか

ら、実際問題としてもその必要性は少なくなってきた。

ロ. 公定歩合操作および支払準備率操作上の変化

上記のように公開市場操作のウェイトが増大していることが、最近の金融政策面の特徴であるが、そうかといってこのことがただちにフリードマンなどのマネタリストが主張(注13)しているように連邦準備制度が公定歩合操作や支払準備率操作を軽視するようになったことを意味しているのはもちろんなく、むしろこれらの政策手段を組み合わせてより効果的な政策運営を意図しているものといえよう。

まず貸出政策についてみると、68年7月に提出された「連銀貸出制度改革案」(いわゆるミッチェル報告)は、連銀貸出が基本的には加盟銀行にとって限界的一時的な資金調達手段であるとしながらも、①資金不足期に一定額まで自動的に連邦準備銀行からの借入れを行いうる基礎的借入れ特権を加盟銀行に対して認める、②最低4週間以上にわたって続く季節的な資金需要圧力をこうむる加盟銀行に対して、季節的借入れ特権を認める、③加盟銀行が経営の危機に直面した場合、立ち直る見込みがあれば長期の貸出も認める(緊急貸出)、④公定歩合の変更を市場金利に連動するようにし、公定歩合変更で生ずる予見しがたいアナウンスメント・エフェクトの解消を図る、など貸出政策を弾力化するとともに、景気調整に対する基本的政策姿勢の変更と直結させないかたちで貸出の実行ないしは公定歩合の変更を行うことを提案してい

(注12) 連邦準備制度理事会のプリンマー理事(当時)の71年12月27日の全米経済学会における報告“The Political Economy of Money—Evolution and Impact of Monetarism in the Federal Reserve System”。

(注13) フリードマンはその著書“A Program for Monetary Stability”(1959年)の中で、公定歩合操作および支払準備率操作について次のように批判している。すなわち、ともに断続的にしか行われなためアナウンスメント・エフェクトが大きい、その大きさは予測できず、経済を不安定化させる懸念があるほか、公定歩合操作に関しては連銀借入れ、返済のイニシアチブが加盟銀行にあるため連銀自身が貸出量(ひいては通貨量)を決定できないという問題がある。また、準備率変更については、定期性預金と要求払預金に対する準備率が相違するなどの技術的難点がある。したがって、フリードマンは公開市場操作のみによって、マネー・サプライのコントロールを行うべきであると主張、準備制度を維持する場合は通貨量の変動を防ぐため100%準備率制度によるべきであり、また、公定歩合操作は市中金利の変動と連動させるかたちにするべきであると述べている。

る(注14)。その後の政策運営をみても、公定歩合は事実ひん繁に変更されるようになっており(たとえば70~73年の4年間にかけてはニューヨーク連邦準備銀行では、実に15回にもわたって公定歩合を変更、第6表参照)、しかも公定歩合変更の際には短期市場金利の変化を公定歩合変更の理由として明示するなど、公定歩合変更に伴う予見しがたいアナウンスメント・エフェクトが発生することを極力回避するよう配慮していた。また貸出の面でも、73年4月には地方所在の中小加盟銀行を対象に連銀の季節的貸出特権を新設するなど、ミッチェル報告の線に沿った連銀貸出の弾力化が行われている。

こうした動きはたしかに表面的にみればマネタリストの見解に合致しているといえるが、これがマネタリストの主張するような貸出政策、とくに公定歩合操作の後退につながると即断することはできない。事実、連邦準備制度は本年に入ってこのような公定歩合の弾力的な市場追隨的操作は行っていないようにうかがわれる。すなわち、前年までの公定歩合上げをプライム・レートとの乖離幅の関係でみるならば、最小で1.0%、最大で2.25%の開きが生じた場合に公定歩合の追隨引上げを行っているが、本年に入ってからはその乖離が2.75%となった4月に1度引き上げられた後(第6表)

ニューヨーク連邦準備銀行の公定歩合変更回数

	変更回数	年平均変更回数	変更域
1945~49年	2回	0.4回	1.0~1.5%
50~54	4	0.8	1.5~2.0
55~59	16	3.2	1.5~4.0
60~64	4	0.8	3.0~4.0
65~69	8	1.6	4.0~6.0
70~73	15	3.8	4.5~7.5
74年1~10月	1	1	7.5~8.0

資料：Federal Reserve Bulletin.

はまったく変更されておらず、プライム・レートがピーク時に達した当時は公定歩合との乖離幅は4.0%にも達した(第7表参照)。

このように最近になって公定歩合が市場金利の高騰に追隨して引き上げられなくなっているのは、予想外に景気後退が深刻化してきたため、公定歩合引上げが必要以上に引締め強化感を与え、企業の設備投資意欲をオーバー・キルさせることを避けたいことなどの理由によるものとみられるが、結局、公定歩合をひん繁に変更してみても、そのアナウンスメント・エフェクトを完全に払しょくすることはできなかったという過去の経験に対する反省が生じているものとみられよう。この点に関連してバーンズ連邦準備制度理事会議長は、74年8月の両院合同経済委員会において公定歩合の市中金利追隨引上げに関するプロクシマイヤー上院議員の質問に対し、「公定歩合政策は公開市場操作に比べ政策手段としてはやや劣るとはいえ、中央銀行の政策方向を表示する重要な性格をもっており、もしこれを市場追隨で調整するならば政策手段としての効力を失うことになる」と答えており、連邦準備制度として公定歩合変更のアナウ(第7表)

公定歩合とプライム・レートの乖離

	ニューヨーク連銀の公定歩合引上げ	プライム・レート	引上げ直前の公定歩合とプライム・レートとの乖離
1973年1月15日	4.5→5.0%	6.0%	1.5%
2月26日	5.0→5.5	6.0	1.0
5月4日	5.5→5.75	6.75	1.25
5月11日	5.75→6.0	7.0	1.25
6月11日	6.0→6.5	7.5	1.5
7月2日	6.5→7.0	7.75	1.25
8月14日	7.0→7.5	9.25	2.25
74年4月25日	7.5→8.0	10.25	2.75
74年ピーク時のレート	8.0%	12.0	4.0

資料：Federal Reserve Bulletin.

(注14) 本法案は、連邦準備制度非加盟の貯蓄金融機関向け連銀貸出設置をも主張する議会筋と連邦準備制度との間で意見の対立が生じたこともあって、結局事実上たな上げされたままとなっている。

ンスメント・エフェクトを依然として重視していることを明らかにしている。

また、支払準備率操作については、銀行の準備金を直接対象としているのでマネー・サプライを調整するうえでの効果は大きい、それだけに金融機関に対する影響も少なくない。この点連邦準備制度が支払準備総額を完全にコントロールできるしくみになっていることが望ましく、金融機関の所在地や業態によって支払準備率が相違することは、金融機関の間に不公平が生ずるのみでなく、預金が預け先間をシフトすることにより政策効果にも変化が生ずることを意味しており、支払準備率操作の実施自体を困難にするおそれがある。こうしたことから連邦準備制度は、72年11月には準備率の地域区分を廃止し、要求預金の規模に応じて準備率を定める方式を導入、一定規模の加盟銀行に対しては所在地のいかんにかかわらず同一の支払準備率を適用する措置を講じるなど支払準備制度の単一化に努めてきた。しかし、加盟銀行と非加盟銀行に対する適用準備制度は依然異なっており、連邦準備制度に加盟している銀行が同制度の定める支払準備率の適用を受けるのに対し、非加盟

(第8表)

加盟銀行、非加盟銀行の銀行数と預金量

	加盟銀行				非加盟銀行				計			
	銀行数	構成比	預金量	構成比	銀行数	構成比	預金量	構成比	銀行数	構成比	預金量	構成比
1945年	行	%	億ドル	%	行	%	億ドル	%	行	%	億ドル	%
12月末	6,884	49.1	1,297	86.4	7,127	50.9	205	13.6	14,011	100.0	1,502	100.0
60年12月末	6,174	45.8	1,930	84.0	7,300	54.2	368	16.0	13,472	〃	2,298	〃
70年12月末	5,767	42.1	3,846	80.0	7,919	57.9	963	20.0	13,686	〃	4,809	〃
71年12月末	5,727	41.6	4,254	79.1	8,056	58.4	1,125	20.9	13,783	〃	5,379	〃
72年12月末	5,704	41.0	4,821	78.3	8,223	59.0	1,339	21.7	13,927	〃	6,160	〃
73年12月末	5,735	40.5	5,268	77.3	8,436	59.5	1,550	22.7	14,171	〃	6,818	〃
74年6月末	5,763	40.2	5,241	77.2	8,575	59.8	1,550	22.8	14,338	〃	6,791	〃

資料：Federal Reserve Bulletin.

わち、加盟銀行が手元現金もしくは無利息の連銀預け金の形での準備保有を義務づけられているのに対し、非加盟銀行は手元現金のほかには他銀行への預け金や州によっては政府証券、フェデラル・ファンド放出分の算入などが認められている。この結果、加盟銀行が現金資産(通貨+連銀預け金)のかたちで保有する準備の総預金に対する割合は非加盟銀行に比べ著しく高く、さらに預金規模が大きいほどその程度は強まる傾向がみられる。このような相違は加盟銀行のコスト負担が大きくなり銀行相互間の公平を損うだけでなく、これをきらって連邦準備制度を脱退する銀行が増加し(注15)、1945年12月末以来、1974年6月末までの間に、全商業銀行中の加盟銀行の比率は49.1%から40.2%へ減少、預金量でもその比率は86.4%から77.2%へ低下するに至っている(第8表参照)。こうした加盟銀行のウェイトの低下は、支払準備率操作自体の有効性を一段と弱めることとなるのみならず、金融政策の効果を維持するためには加盟銀行に対して非加盟銀行分を含めた強い措置を採ることが必要となるため、金融政策の影響が一部

銀行はそれぞれの州法の規定によって一定の支払準備の保有を義務づけられることになっている。非加盟銀行に対する適用準備率の水準(州によって異なる)そのものは、総じて加盟銀行のそれと比べてとくに低くはないが、所要準備として認められる資産の内容に大きな相違がある。すな

(注15) バーンズ連邦準備制度理事会議長は73年4月の全米銀行協会総会の席上で行った講演の中で、「60年以降約700行が脱退あるいは合併により連邦準備制度を離脱し、また州法銀行のうち約100行が同制度に加入したものの、新たに認可された約1,500の州法銀行はこれに加入していない」と述べている。

にかたよるすぎる懸念が強い。こうした状況の下で、もし準備率を引き上げればそれだけ加盟銀行の競争力を弱め、結局加盟銀行の脱退を招くおそれがあるため、連邦準備制度としては思いきった準備率操作を実施できないことにもなりかねない。事実、バーンズ連邦準備制度理事会議長も、金融政策を一段と引き締める必要がある際に、準備率引上げが最善の方法と判断されたにもかかわらず、他の手段に代えなければならなかった場合があったと指摘している(注16)。また、準備率を引き上げる際にも(今次引締め期は1回のみ)、第9表にみられるように小幅引上げ(0.5%アップ)にとどめざるをえなかったのも、この間の事情を物語っているといえよう。また、大手銀行(第9表)

を主対象としたユーロ取入れ(69年10月)に対する支払準備率や大口CD等(73年6月)に対する追加準備率の設定とその機動的運用は、これら資金が銀行信用拡大の主たる原因であるとの連邦準備制度当局の認識があったことも確かであるが、一方で支払準備率操作を弾力的に行いえないための代替物であったといえよう。

なお、連邦準備制度としては、制度加盟によって生ずる不利益を軽減するため60年11月に手元現金の支払準備への算入を承認し、さらに制度加盟が中小銀行にとって魅力のあるよう73年4月には連銀の季節貸出制度を新設した。また銀行相互間の不公平を是正し、かつマネー・サプライ・コントロールの機能度を高めるために、74年1月には

最近における加盟銀行支払準備率の推移

(単位・%)

実施日	要求払預金				定期性預金		実施日	要求払預金					定期性預金					
	準備市		地方		貯蓄	その他定期預金		2 百 万 ド ル 以 下	2 10 百 万 ド ル 超 以 下	10 100 百 万 ド ル 超 以 下	100 400 百 万 ド ル 超 以 下	400 百 万 ド ル 超	貯蓄	その他定期預金				
	5 ル 百 万 ド ル 以 下	5 ド 百 万 超	5 ル 百 万 ド ル 以 下	5 ド 百 万 超										5 ル 百 万 ド ル 以 下	5 ド 百 万 超	5 ド ル 以 下	5 ド 百 万 超	
1963. 1. 1		16.5		12		4	1972. 11. 9	8	10	12	16.5	17.5	3	3	5			
1966. 7. 14, 21					4	4	11. 16*		↓	↓	13	↓		↓	↓			
9. 8, 15*					↓	↓	6	1973. 7. 19		10.5	12.5	13.5	18					
1967. 3. 2					3.5	3.5		1974. 12. 12		↓	↓	↓	↓	3	6			
3. 16					3	3			↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓			
1968. 1. 11, 18	16.5	17	12	12.5			連邦準備法によって定められた準備率の変動範囲											
1969. 4. 17	17	17.5	12.5	13		↓	要求払預金(準備市銀行)			10~22%			定期性預金			3~10%		
1970. 10. 1	↓	↓	↓	↓	↓	↓	要求払預金(地方銀行)			7~14%								

(注) 1. 要求払預金は取立未済切手形およびインターバンク預金を含まず。
 2. *印は地方銀行に対する実施日を示す。
 3. 1966年7月以降定期預金について、さらに1968年1月以降は要求払預金について、それぞれ累進準備率(一定の預金残高を超える部分に対して高率の準備率を適用)を導入。
 4. 1969年10月以降在外支店からの借入れ等対外資金の取入れに対し支払準備制度を導入、特定の基準を超える取入れ額に対して10%の準備率を適用。71年1月には20%へ引上げ。その後、73年6月には準備率を8%へ引き下げるとともに、対外取入れ額100万ドル未満の銀行を適用対象から除外。
 5. 1972年11月以降、要求払預金に対する支払準備率に関し、預金残高4億ドル超を準備市銀行、4億ドル以下を地方銀行として扱うこととし、実質的に地域区分による準備率の相違を廃止し、預金残高のみによる区分に変更。
 6. 1973年6月、1口10万ドル以上の大口CD、銀行関連CP、ファイナンス・ビル(銀行の資金調達手形)に対して基準時(73年5月10~16日)残高比増加額に対し3%の支払準備を追加(合計8%)。ただし、上記の資金調達額が10万ドル未満の銀行は適用除外。なお、同追加支払準備率は73年10月6%に引き上げられた後、12月には再び3%に引き下げられ、さらに74年9月には期間4ヵ月以上のものについて、次いで12月には期間4ヵ月未満のものについて、それぞれ追加支払準備率の廃止が行われた。
 7. 74年12月12日以降、定期預金について期間6ヵ月以上は3%、6ヵ月未満は5万ドル超3%、5万ドル以下6%に区分を変更。

資料: Federal Reserve Bulletin.

(注16) 前掲73年4月の全米銀行協会総会における講演。

要求払預金およびNOW勘定(Negotiable Order of Withdrawal, 振替可能貯蓄預金)を有するすべての金融機関(商業銀行、貯蓄相互銀行、貯蓄貸付組合等)に対し、一律に同制度の支払準備率を適用するという単一支払準備制度(Uniform Reserve Requirement)法案を議会に提出している。もっとも、支払準備率の単一化については各方面の利害がからんでいることでもあり、その実現は必ずしも容易でないと思われる。

3. 公開市場操作によるマネー・サプライ・コントロールの方法とその運営方法の実証

マネー・サプライの実際の動きは、連邦準備制度の公開市場操作や公定歩合操作などの政策運営のほか、政府預金の増減、民間の流動性選好の変化、国際資本移動などの動きによって決まるものである。したがって、連邦準備制度によるマネー・サプライのコントロールは、同制度の政策運営以外の要因による通貨変動を相殺し、望ましい水準に銀行準備金を調整することを通じて行われることとなる。同制度は、マネタリストのいうように短期間にマネー・サプライを正確にコントロ

ールすることはできないとしながらも(注17)、ある程度の期間を置けばかなりの程度まで調整は可能であるとみている。公開市場操作等の金融政策手段によって銀行の支払準備量が調整されると、これが信用のアベイラビリティ(銀行信用の供給面をコントロール)および市場金利(銀行信用に対する需要面のコントロール)に影響し、さらにある程度のタイム・ラグを経てマネー・サプライに影響を及ぼすことになるからである。連邦準備制度はマネー・サプライをコントロールするにあたって、経済成長、物価等の究極的政策目的を達成するための長期的な金融政策の運営目標を策定するほか、それに対する第1次的接近として短期の運営目標を定め、これに基づいて具体的な調節を実施している。以下では、マネー・サプライ・コントロールのための具体的な市場運営方法と、量的金融指標重視の政策態度が、金融市場にどのような結果をもたらしているかをみることにする。

(1) マネー・サプライ・コントロールのための市場運営方法

イ. 短期的コントロール

連邦準備制度の公開市場操作においては、マネー・サプライを減少(増加)させようとする場合に

(注17) マネタリストによれば、連邦準備制度はマネタリー・ベース(加盟銀行の準備金<連銀預け金+加盟銀行手元現金>+流通現金)の調整過程を通じて通貨量を短期的にコントロールすることができるとしている。

マネタリストの考えを数式で示すと次のようになる。

M_2 (広義のマネー・サプライ) = C (流通現金) + D (定期性預金および要求払預金)

H (マネタリー・ベース) = $C + R$ (加盟銀行の準備金)

$$\frac{M_2}{H} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}}$$

したがって、

$$M_2 = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \cdot H$$

なお、 $\frac{R}{D}$ は加盟銀行の準備金対預金比率、 $\frac{C}{D}$ は現金通貨対預金比率である。この両者が安定しているとすれば(マネタリストは長期的にはかなり安定していると主張)、連邦準備制度は H を動かすことによって M_2 を直接コントロールすることができるというのが、その根拠である。

これに対し連邦準備制度は、流通現金は民間の流動性選好の変化によって変動するため、マネタリー・ベース全体を短期的にコントロールすることはできないとして反論している。

は、フェデラル・ファンド市場への介入金利を引き上げ(引き下げ)、銀行の準備金の調達を困難(容易)にさせるという方法で目的の達成を図っている。その具体的方法を連邦公開市場委員会の議事録でみると、同委員会はM₁、M₂、RPD、フェデラル・ファンド・レート¹の各指標の短期目標水準²をある幅をもった計数、すなわちM₁、M₂、RPDについては当月および翌月の2ヵ月間における増加率の一定許容範囲という形で、またフェデラル・ファンド・レートについては、次の連邦公開市場委員会(通常は1ヵ月後)までの間の週平均金利の一定許容範囲という形で設定している(73年12月まではRPDのみ公表、74年1月以降は各計数を公表、第10表参照)。特定の数値でなく、一定の幅をもたせて目標値が示されているのは、後記のように週、月等の短期間に常に一定の目標値を維持することは必ずしも必要ではなく、また、技術的にも不可能であるとの考えによるものである。

これら短期目標値の許容範囲は、量的金融指標や金融市場の動向に関する長期的な政策目標の線

に沿って決定されたものであるが、かりに目標となる指標に関して不測の大幅な変動が生じたような場合には、随時連邦公開市場委員会が開催され、必要に応じて指令の修正が行われている。

短期目標として設定される量的金融指標の許容範囲は月ごとにかなり大きく振れる場合が多く、長期目標を上回ることも下回ることもありうる。このように長期目標から乖離した許容範囲の設定は、たとえば財政支出が多額にのぼり、それが他の資産に再投資されるまでの間金融機関の預金に滞留するためマネー・サプライが一時的に増加することが予想される一方、連邦公開市場委員会³が金利等金融市場諸条件に極端な変動を起こさせることを避け、一定のタイム・ラグを置いて通貨量を望ましい水準に導こうとする場合などにみられることが多い。また、これら許容範囲の幅も、金融経済情勢に応じて随時動かされている。たとえば、量的金融指標が高い伸びを続けていくことが予想され、これを抑えようとする際には、許容範囲の幅を拡大して下限を低めるような措置がとられる場合があるが、その場合には公開市場操作の

(第10表)

量的金融諸指標等の目標値と実績

(単位・%)

	M ₁		M ₂		RPD		フェデラル・ファンド・レート	
	目標値	実績	目標値	実績	目標値	実績	目標値	実績
74年1～2月中(1月FOMCで決定)	3～6	3.7	6～9	9.5	4.75～7.75	3.3	8.75～10	9.65
2～3月中(2月FOMCで決定)	6.5～9.5	10.1	9.5～12.5	10.3	3.5～6.5	5.8	8.25～9.5	8.97
3～4月中(3月FOMCで決定)	5.5～8.5	7.9	6.75～9.75	7.5	4～7	15.9	9～10.5	9.35
4～5月中(4月FOMCで決定)	3～7	5.6	5.5～8.5	6.1	6～11	20.8	9.75～10.75	10.51
5～6月中(5月FOMCで決定)	3～7	6.2	4.5～7.5	7.8	13～20	20.3	11～11.5	11.31
6～7月中(6月FOMCで決定)	3.5～7.5	4.7	5.5～8.5	8.0	10～13.5	13.6	11.25～12.25	11.93
7～8月中(7月FOMCで決定)	2～6	2.5	4.5～7.5	6.0	8.75～11.75	7.0	11.5～13	12.92
8～9月中(8月FOMCで決定)	4.75～6.75	1.9	5.5～7.5	4.4	7.75～9.75	4.5	11.5～12.5	12.01

(注) 1. 量的金融指標の実績値は Federal Reserve Bulletin から試算。

2. フェデラル・ファンド・レートの目標値については、次回連邦公開市場委員会までの間の各週の平均金利として示されている。なお、実績値は同委員会開催月の月中平均金利。

担当者は、当面量的金融指標の伸びを落とすようにとの指令を事実上受けたこととなる。

一方、フェデラル・ファンド・レートの許容範囲は、次の連邦公開市場委員会の会合までの間における公開市場操作による支払準備の供給を調整しうる範囲を定めるものであるといえるが、その許容範囲の水準および幅は、量的金融指標の場合と同様、状況に応じて公開市場委員会の会合ごとに変更されている。たとえば、公開市場委員会が長期目標の線から乖離しているマネー・サプライを迅速にもとの水準に戻そうとする場合には、フェデラル・ファンド・レートの許容範囲が拡大されることとなり、逆に資金需給関係に大きな変化が生じたり、またはそのような事態が予測され、それを放置しておく金融市場の動揺が見込まれるような場合には、フェデラル・ファンド・レートの許容範囲が狭められることとなる。このようにこれらの運営目標は公開市場委員会の会合ごとにかなり大きく変更される場合が多いが、これはあくまでも短期的諸条件の変化を織り込みつつ長期目標の達成をめざすための変更であり、必ずしも金融政策の基本的な方向変化を意味するものではない。

なお、目標許容範囲と実績値との関係については(第10表参照)、2か月程度の短期間においては M_1 、 M_2 、RPD等は予測しがたい財政資金の支払いや海外からの資金移動など一時的要因に影響され大きく変動するため、その実績値が許容範囲

を大幅に超えることもまれではない。また、RPDと M_1 、 M_2 の間の関係も大口CD、銀行関連会社発行のコマーシャル・ペーパー等の発行額の増減(いずれも M_1 、 M_2 には含まれないがRPDには含まれる)などの要因によって一方が許容範囲内にあるにもかかわらず他方が大きく乖離することがありうるし、 M_1 と M_2 の関係も一般の流動性選好のシフトを映じて異なった動きをすることがある。

ロ. 長期的コントロール

公開市場委員会は毎回、当面の経済情勢および金融政策の変更による経済成長、物価、雇用、国際収支などへの影響について計量経済分析の手法をも活用して検討し、先行き6か月程度の期間にわたる M_1 、 M_2 および銀行信用の長期的目標値を決定しているが、このなかでとくに重要視しているのは M_1 とみられている(注18)。

もっとも、長期的金融目標値については公表されていないためつまびらかでないが、基本的にはマネー・サプライの長期的増加率は潜在成長率にほぼ見合うものになると考えられており、 M_1 の目標値は年率4～6%の範囲内とみる向きが多い。この点フリードマンは、年率4%程度で固定するのが最も望ましい姿であると主張している(注19)。

なお、ニューヨーク連銀等(注20)の調査によれば、マネー・サプライ調整のためのタイム・ラグ等に関しては、①通貨量の伸びが年平均で目標水準を維持しているかぎり、各四半期で M_1 の増加

(注18) 74年2月にリオデジャネイロで開催された“金融政策と国債管理政策に関する第1回全米セミナー”におけるニューヨーク連銀のマネタリー・アドバイザー、ポール・ミックの講演“Central Banking……recent U.S. experience and coming challenge”等。

(注19) フリードマンはその著書“A Program for Monetary Stability(1959年)”において、マネー・サプライの目標増加率は、 M_2 の場合、生産のすう勢成長率3%に実質所得の増加に伴う生産単位当り通貨(M_2)需要の増加率1%を加えた約4%(年率)で固定させるべきであると主張している。またその後の著書“The Optimum Quantity of Money and other Essays(1969年)”の中でも M_2 の目標増加率を3～5%、 M_1 のそれについては M_2 を若干下回る水準(3%弱～5%弱)に維持することが望ましく、またこのような一定許容範囲内に収めるよりもある固定した水準を維持する方がより重要であると述べている。

(注20) ニューヨーク連銀の調査担当副総裁 R. G. Davis の同行月報、73年7月号論文“Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives”および(注18)参照。

率に変化しても実体経済に大きな影響を与える可能性はまずないこと、②公開市場操作が M_1 に影響を与えるまでは3～6か月間というかなり長期のタイム・ラグが存在すること、などが明らかにされている。換言すれば、6か月の期間でみれば、 M_1 をある範囲内に収めるよう調整することは技術的に可能であり、半年程度マネー・サプライが目標値から乖離していても残り半年でそれを相殺するように修正し、年間を通じて適正な増加率を表現できれば基本的な政策目標達成のうえであまり問題は生じないということである。

(2) 量的金融指標重視による市場運営への影響等

イ. 金利とマネー・サプライの変動

上記のようにマネー・サプライ等量的金融指標を重視すると、理論的にはそれだけ金利等短期金融市場指標の変動幅の拡大をもたらすことになるが、実際の計数からみてもそれが裏付けられる結果となっている。すなわち、いまマネタリズムの影響がほとんどないと考えられる65～67年、その影響が出はじめてきた68～70年、量的金融指標が短期金融市場指標に代わって重要視されてきた71年以降の3期に分け、コマーシャル・ペーパー・レート(4～6か月もの、市場レート)、TBレート(3か月もの、入札レート)等の月中平均金利の前月比変動幅および M_1 、 M_2 等通貨量指標の月平均残高の前月比増減率をとり、その標準偏差を求めて比較してみると、第11表のとおり71年以降では通貨量の変動がおおむね小幅となり、逆に金

(第11表)

金利と通貨量の変動の標準偏差

	標準偏差			
	M_1	M_2	CP	TB
1965～67年	0.67	0.67	16.16	228.07
68～70	0.28	0.36	31.14	307.50
71～74年6月	0.40	0.28	53.31	489.52

利の変動は明らかに拡大している。また68～70年の期間も71年以降ほどではないものの、65～67年と比較すると金利変動幅の拡大が読みとれる。したがって理論面だけでなく実際にも連邦準備制度は通貨量をより安定させる方向で、金融政策の運営を行ってきているものといえよう。

ロ. マネー・サプライの変動と連邦準備制度の政策変更の関係

次に、通貨量の望ましい水準の達成が連邦準備制度の政策目標として、強く意識されるようになったとすれば、通貨量に変動が生じた場合一定期間を経て連邦準備制度の調整的な政策行動を誘発するという関係が認められ、かつ量的金融指標重視の傾向が強まったとみられる最近になるほど、そのタイム・ラグが短縮しているのではないかと考えられるので、この点について確かめてみることにする。「実際の通貨増減率—望ましい通貨増減率」の動きが n 期後の政策変数にこれを調整する動きをもたらしていれば、それが確かめられたこととなるであろう。いま、望ましい M_1 の増減率を計測期間内においては一定とし、政策変数としてはフェデラル・ファンド・レート(正の相関を期待)と自由準備(負の相関を期待)をとり、通貨量の変動を先行させて時差相関分析を行ってみると、第12表にみられるように71年以降、通貨量の変動と連邦準備制度の調整的市場運営との間に強い対応関係が生じていることがわかる。すなわち、 M_1 が増加した場合、連邦準備制度は最近になるにつれてフェデラル・ファンド・レートが上

(第12表)

M_1 と政策変数の相関係数

	フェデラル・ファンド・レートと M_1			自由準備と M_1		
	$n=0$	-1	-2	$n=0$	-1	-2
1965～67年	-0.34	-0.25	-0.18	0.29	0.04	-0.04
68～70	-0.05	0.12	0.01	-0.04	-0.08	-0.18
71～74年6月	0.63	0.61	0.22	-0.46	-0.41	-0.24

昇する方向に、また自由準備不足幅が拡大する方向にその政策方針を速やかに転換してきていることが明らかとなっている。

このことは、1～2ヵ月前のマネー・サプライの変動が連邦準備制度の調整的行動を惹起するという関係が最近強まっていることの一つの証左といえることができる。

4. 今次引締め過程の問題点

このように米国においては、最近の金融政策運営においてマネー・サプライ重視の傾向が強まってきたが、このような政策運営面の変化が、景気調整、金融市場の安定に好ましい効果を与えているのか、あるいはそうでない場合よりも経済、金融を不安定化させるのかは今後さらに検討を重ねるべき問題であろう。しかし現象的にみれば、今次引締め過程においては、前回の引締め期のような全般的なクレジット・クランチは生じなかった反面、金利の高騰ないし大幅変動が生じ、金融市場等の摩擦が強まったことは否めない。もとよりこうした背景には、石油危機の発生、インフレの高進等さまざまな要因が複雑にからみ合っており、金融政策の運営目標の変化による面がどれだけあるかは即断できないが、以下では、こうした今次引締め過程において生じている摩擦現象に簡単に触れておくことにしよう。

(1) 金利変動激化に伴う短期金融市場の不安定化

マネー・サプライを重視した連邦準備制度の市場調整は、金利変動幅の拡大をもたらす傾向があるが、これは市場関係者が連銀の市場運営に対し、さまざまな憶測を行う動きによっても加速されることとなった。すなわち、連銀が市場への介入レートをいくらにするかは連邦公開市場委員会によってきめられるが、その議事録は原則として3ヵ月後にならなければ公表されないため、その

間は介入レートの変更が単なる技術的調整なのか、政策態度の変更なのか市場関係者には明らかでなく、種々憶測を生むこととなり、その結果金融市場の不安定化がもたらされることとなった。たとえば、74年1月に連邦準備制度はマネー・サプライの伸び率鈍化に加え、2月中央財務省の国債借換え操作を容易にするとの配慮もあって、市場調節態度をいくぶん弾力化する方向に転じたが、市場筋では年初の季節的資金還流期であるにもかかわらず甘めの市場運営が行われたことから、金融政策の基本方針が転換されたとの見方が台頭し、これに伴い緩和感が市場に急速に浸透して短期市場金利は大幅に低下、一部には公定歩合引下げを見込む向きさえ生じるに至った。このため連邦準備制度が意図した以上に金融が緩和し、金利低下も急テンポであったことから、連邦準備制度は再び市場運営を引締めの方向に転ずることを余儀なくされ、この結果、市場筋の先行き見通し逆転とあいまって短期金利は再び急上昇して史上最高の水準を記録した。

短期市場金利の変動は、短期金融市場指標を金融政策の運営目標としていてもある程度は避けられないであろうし、インフレ高進に伴い名目金利の水準自体が高くなっている状況下では、金利の変動幅はおのずと大きくならざるをえないが、最近におけるマネー・サプライ重視の政策運営がこうした傾向を強める方向に作用し、短期金融市場の不安定性が増してきたことは否めない。

(2) 金融機関の資金調達・運用の不安定化

連邦準備制度のマネー・サプライ重視による金利変動傾向の強まりと、インフレ高進に伴い市場性のある短期金融資産の名目金利が高騰したため、金利に上限規制のある貯蓄預金や小口の定期預金、さらには付利が禁止されている要求払預金は貯蓄ないし投資の対象としては敬遠されるに至り、その結果、大手銀行は金利面に規制のない大

口CDへの依存を高め、さらにはフェデラル・ファンドを大幅に取り入れるに至った(第13表参照)。ちなみに、大手銀行の資金調達について74年6月を71年6月と比較してみれば、要求払預金と大口CD以外の定期性預金のウェイトが74%から61%へ低下した一方、大口CDは8.5%から16.9%へ、フェデラル・ファンドは3.8%から7.5%へとそのウェイトはほぼ倍増を見た。

このように、預金者が金利面の有利性を選好するようになると、金融引締め期には短期市場金利の上昇が著しいので、貯蓄預金、一般銀行預金等から市場性資金への資金シフトがますます強まり、大手銀行の市場性資金依存度はさらに高くなる。その結果、短期市場金利の上昇が加速され、一種のスパイラル現象が生じることになる。加えて、フェデラル・ファンドがもともと超短期の性格の資金であるうえ、こうした状況下では金利の先行き見通しが困難な

ため、大口CDも3ヵ月以下、とくに60日以下の短期もののウェイトが高まるなど、資金調達の不安定化をももたらしている。また一方で、このような資金調達構成上の変化によって金融機関の資金調達コストが大幅に上昇した結果、金融機関はこれをカバーするため利回りの高い長期固定的な不動産貸出や消費者信用への運用を増やす仕振り

(第13表)

大手銀行の資金調達・運用状況

(単位・億ドル、カッコ内は構成比・%)

		1971年6月	1972年6月	1973年6月	1974年6月
調 達 面	連 銀 借 入 れ	3 (0.1)	2 (0.1)	11 (0.3)	23 (0.5)
	フェデラル・ファンド取 入れ(ネット)	127 (3.8)	184 (5.1)	258 (6.3)	351 (7.5)
	要 求 払 預 金	1,434 (42.8)	1,453 (40.1)	1,506 (36.5)	1,580 (33.6)
	定 期 性 預 金	1,314 (39.2)	1,494 (41.2)	1,797 (43.5)	2,098 (44.6)
	うち 大 口 C D	283 (8.5)	358 (9.9)	593 (14.3)	795 (16.9)
	大 口 C D 以 外	1,031 (30.7)	1,136 (31.3)	1,204 (29.2)	1,303 (27.7)
	[ユ ー ロ 取 入 れ]	[20] (0.5)	[15] (0.4)	[12] (0.3)	[28] (0.6)
そ の 他	472 (14.1)	495 (13.5)	560 (13.4)	656 (13.8)	
運 用 お よ び 調 達 合 計		3,350 (100.0)	3,628 (100.0)	4,132 (100.0)	4,708 (100.0)
運 用 面	貸 付	1,806 (53.9)	2,018 (55.6)	2,507 (60.7)	2,893 (61.4)
	うち 商 工 業 貸 付	823 (24.6)	849 (23.4)	1,044 (25.3)	1,222 (26.0)
	不 動 産 貸 付	354 (10.6)	416 (11.5)	496 (12.0)	579 (12.3)
	消 費 者 信 用	223 (6.7)	254 (7.0)	300 (7.3)	337 (7.2)
	国 債	257 (7.7)	266 (7.3)	241 (5.8)	218 (4.6)
	うち 5 年 以 上 の 長 期 国 債	35 (1.0)	28 (0.8)	31 (0.8)	40 (0.8)
	T B	39 (1.2)	39 (1.1)	37 (0.9)	23 (0.5)
	地 方 債	428 (12.8)	464 (12.8)	461 (11.2)	488 (10.4)
	社 債 ・ 株 式	69 (2.1)	79 (2.2)	95 (2.3)	141 (3.0)
	そ の 他	790 (23.5)	801 (22.1)	828 (20.0)	968 (20.6)

(注) 1. 各計数とも月平均残高。

2. 運用および調達合計の計数はフェデラル・ファンド放出分を控除。

資料: Federal Reserve Bulletin.

を強めた。このため資金の固定化、流動性の低下傾向が生じ、調達面の短期化傾向とあいまって、銀行の資金繰り繁忙化、銀行経営の不健全化などをもたらすこととなった。

さらに、こうした資金調達、運用面の変化が、全体としてみれば結局銀行の収益悪化をもたらした点も見のがせない。すなわち、貸出金利や証券

(第14表)

加盟銀行の収益推移

	受取り利子、支払利子の推移			純益	経常収支率 ($\frac{\text{経常支出}}{\text{経常収入}}$)
	受取り利子(A)	支払利子(B)	$\frac{B}{A}$		
	億ドル	億ドル	%	億ドル	%
1964年	106	35	32.9	19	71.8
68	179	76	42.4	28	75.7
70	243	100	41.1	38	79.5
71	247	107	43.3	41	81.4
72	269	122	45.4	44	81.8
73	366	198	54.1	50	84.0

資料: Federal Reserve Bulletin.

金利の上昇から銀行の利子収入は一応好調な伸び(70~73年の4年間で36.6%の増加)を示し、純益もこの利子収入を主体とする経常収入の増加に支えられ増益を続けたが、他面支払利子が調達コストの大幅上昇を映じて利子収入を大きく上回る伸び(同4年間で98.0%の増加)をみせたのに加えて、人件費等の増高もあって経常支出が増加したため、経常収支率でみると一貫して悪化傾向をたどっている(第14表参照)。

(3) 資本市場の不振

短期市場金利の高騰が資本市場に与えた影響も、また見のがすことはできない。米国では、設備投資を中心とする企業需資の強調を映じて企業の起債意欲は潜在的にはきわめて強いものがあるが、一方機関投資家がインフレ高進による先行きの金利見通し難、長短金利の格差逆転、さらにはフランクリン・ナショナル銀行の経営危機等を契機とする信用不安感に伴う流動性重視の傾向などから長期債券を買い控える動きをみせているため、74年秋ごろまで債券市場は極度の不振に陥っていた。とくに74年7~9月には、格付けの最も高い3A格新発債でもクーポン・レート2桁台をつけなければスムーズに消化されない状況となり、このため市場では、発行のとりやめないし延期、発行額の減額等発行条件の変更を図る事例がひん

発した。こうした社債市場不振のなかでも、石油価格急騰の影響をまともに受け収益の大幅悪化をみた電力会社の起債難はとくに深刻で、その結果設備投資の繰延べ、削減を余儀なくされるに至った。さらに、こうした社債市場の不振から企業のなかにその資金調達を短期の銀行借入れに依存する動きもみられ、これが企業体質をぜい弱化するとともに短期金融市場金利の高騰にさらに拍車をかける結果ともなった。

(4) 住宅金融の梗塞

商業銀行に対するレギュレーションQによる預金金利最高限度の規制は、相互貯蓄銀行(mutual savings banks)、貯蓄貸付組合(savings and loan associations)等の貯蓄金融機関のコスト上昇を防ぎ、その主要な資金運用先である住宅抵当貸付の金利を低位に維持すること、さらには銀行への預金シフトを防止することなどを主目的として運用されているが、短期市場金利急騰下においては、逆に金利規制が足かせとなって資金調達が思うにまかせず、これら貯蓄金融機関が金融引締めの影響を最もきびしく受けることとなった。

すなわち、①預金金利の上限が本来低めに抑えられていることに加え(第15表参照)、②73年の預金金利最高限度の小幅引上げの際、銀行と貯蓄金融機関の貯蓄預金金利最高限度の開きが0.5%から0.25%に縮まり相対的優位性の低下をみたこと、③さらに大口CDの金利最高限度は廃止(73年5月)されたものの貯蓄金融機関の大口CD発行は総預金残高の10%以内に制限されていること、④かたがた、銀行持株会社が個人小口資金の吸収をねらって変動利付債券を発行したこと、などを背景に、市場金利の大幅上昇をながめた一般小口投資家が、流動性が高くかつ金利面でも有利なTB等の短期市場へ資金を振り替える(financial disintermediation)とか、商業銀行の大口CDにシフトするとかいった動きをみせ、貯蓄金融

(第15表)

レギュレーションQによる預金金利最高限度の推移

(単位・%)

	1966年 7月 20日	1966年 9月 26日	1968年 4月 19日	1970年 1月 21日	1970年 6月 24日	1973年 5月 16日		1973年 7月 1日	1973年 7月 26日	1973年 11月 1日
貯蓄預金	4	4	4	4½	4½	4½	貯蓄預金	5	5	5
定期預金							定期預金			
複数満期(注1)							10万ドル未満			
30日以上90日未満	4	4	4	4½	4½	4½	30日以上90日未満	5	5	5
90日以上1年未満				5	5	5	90日以上1年未満	5½	5½	5½
1年以上2年未満	5	5	5	5½	5½	5½	1年以上2½年未満	6	6	6
2年以上				5¾	5¾	5¾	2½年以上	6½	6½	6½
単数満期							4年以上(1千ドル以上)	な規 し制	(注2)	7¼
10万ドル未満							10万ドル以上	適 用 止	適 用 止	適 用 止
30日以上1年未満				5	5	5				
1年以上2年未満	5½	5	5	5½	5½	5½				
2年以上				5¾	5¾	5¾				
10万ドル以上										
30日以上60日未満			5½	6¼	停止	適用 停止				
60日以上90日未満			5¾	6½	停止	適用 停止				
90日以上180日未満	5½	5½	6	6¾	6¾	適用 停止				
180日以上1年未満			6¼	7	7	適用 停止				
1年以上			6¼	7½	7½	適用 停止				

(注1) 複数満期定期預金は、預金者があらかじめ複数の満期日(たとえば、3月31日、6月30日、9月30日)を定めておき、預金者の選択によりそのいずれかの時点、またはその時点経過後はいつでも引出し可能な定期預金。預金者は書面で引出しを通知することを要し、通知がなければ満期日が順次次の時点まで自動的に移行する。

なお、73年7月以降、預金金利規制に関するかぎり単数満期預金と複数満期預金との区別を廃止。

(注2) 金額1千ドル以上10万ドル未満、期間4年以上の定期預金については、定期預金および貯蓄預金の合計額の5%相当額を超える部分に対して6½%の最高限度を設定。

資料：Federal Reserve Bulletin.

機関からの資金流出が激化した。

こうした状況から住宅金融機関の資金繰りはひっ迫するに至り、住宅金融のペイラビリティの低下とコスト上昇などから住宅着工は空前の大幅落込みを示現し、これに伴い住宅産業の不振が深刻化している。このため同業界では、金融引締めが一部の分野にその犠牲を負わせずぎることになっているとして政策手直しを求める声が強まっており、金融政策運営の面でも問題が生ずるに至っている。

おわりに

米国のインフレ問題は、フォード大統領が8月の就任演説において公共の敵ナンバーワンと呼ん

だように、米国経済にとって最大の課題となっているが、所得政策が結局は所期の成果をあげることができなかったため、インフレ対策としては短期的にも長期的にも再び伝統的金融財政政策に依存しなければならなくなっている。

このような状況の下、金融政策に関しては以上みてきたように、70年代に入り60年代の短期金融市場指標偏重に対する反省などから、その政策遂行の運営目標としてマネー・サプライ等量的金融指標を重視する態度が米国の金融当局内にほぼ定着化してきており、政策運営手段の面においても、マネー・サプライのコントロールをよりきめ細かく行いよう公開市場操作に一段と重点を置くようになってきている。

もとより、連邦準備制度が金融政策運営にあたってマネー・サプライ重視の方向にあるとはいえず、マネタリストの考え方をそのまま受け入れているわけではなく、前述のように短期市場金利等短期金融市場指標の動きについても引き続き注意を払っていることはいうまでもない。

通貨量はたしかに重要であり、経済の安定的発展を確保するためには、それを適切にコントロールすることがきわめて重要であることは言をまたないが、通貨増加率の経済に与える影響は流動性の状況、企業、投資家、消費者の流動性に対する態度、資金のコストとアベイラビリティなどによって異なりうるものであるし、さらには連邦準備制度は中央銀行として金融危機や恐慌を回避するための最後の貸手としての役割を忘れるわけにはいかないからである。

しかも、前述のようにマネー・サプライ重視の結果、金利の振れが以前に比べて大きくなるといった問題が生じているほか、さらにマネー・サブ

ライのコントロールといった面でも、① M_1 、 M_2 等の諸指標のうちはたしてどれを重視して行くのが最も望ましいのか、②マネー・サプライの最適増加率はどの程度なのか、といった点や、③マネー・サプライは年間を通じて適正な増加率であればよいとされているが、半年ごとにその増減が大きく変化する場合には実体経済活動になんらかの影響を与えるのではないか、④またウエイトが増大している非加盟銀行のマネー・サプライ計数を正確には握る必要があるのではないか、といった問題点などもなお多く残されている。

こうしたことから連邦準備制度は、マネー・サプライ等量的金融指標を重視しつつも、あわせて短期市場金利等短期金融市場指標の動きも注意し、試行錯誤を重ねながら現実的に政策目標の達成に努めているのが実情である。金融経済情勢が微妙なおりから、連邦準備制度の政策運営が今後どのように行われるかいつそう注目されるところである。