

米国における金融市場調節手法について

〔要 旨〕

1. 連邦準備制度は、79年に至り第2次石油危機に端を発したインフレの高進に対処して、同年10月以降頃来の引締め政策を一段と強化すると同時に、マネーサプライのコントロールをより確実なものとするべく、日々の金融市場調節の際の操作目標の重点を従来のフェデラル・ファンド・レートから銀行準備諸指標へ移行する措置を採用した。
2. 一般に市場調節の際の操作目標として短期市場金利と銀行準備諸指標といずれに重点をおくべきかについては、理論上も画一的には論じ難く、その時々々の金融情勢等を勘案して判断すべき優れて実践的な問題といえよう。今回連邦準備制度があえて準備指標重視に踏み切った背景には、予想を上回るインフレ激化の状況下において従来の金利重視の方式では市場運営が思うに任せず、結果的にマネーサプライ目標値をオーバーシュートしがちであったという事情があり、本措置はこうした情勢変化に機敏に対応したプラグマティックな発想の転換であったとみることができよう。
3. 今次措置発動後の10ヵ月余における市場運営の成果については、この間に緊急・臨時的な信用規制措置をも含め相次いで引締めが強化されたこと等をも勘案すると、その的確な評価を下すことは必ずしも容易ではない。しかし総じてみれば、今次局面のように強いインフレ期待を背景にマネーサプライが増加を続けていた状況の下では、銀行準備を重点的に抑制することによってマネーサプライの増勢により直接的な歯止めをかけることが何よりも必要であったと考えられる。さらに銀行準備重視の市場調節は、その裏腹として市中金利の大幅な変動を惹き起し、資金コスト、ひいては金融機関の与信態度等に強いインパクトを及ぼすことによっても、マネーサプライ抑制の面で相応の機能を発揮し得たものとみられる。
4. 米国の今後の金融政策運営環境を展望する際に留意を要するのは、近年インフレが進行する中で様々なかたちで金融構造、銀行行動等の変化が生じつつあり、これがマネーサプライと銀行準備の関係不安定化等をもたらし、連邦準備制度の金融調節能力を趨勢的に低下させている点である。この点、本年3月末に制定された「金融制度改革法」では預金金利規制の段階的撤廃、支払準備制度の対象金融機関拡大等が盛り込まれており、これによって将来準備対象債務が拡大されて、当局の金融調節能力の向上に資することが期待されている。
5. 他面で、こうした金融制度改革は金融機関の競争の激化、金利波動の拡大等を通じて、信用機構の不安定化、景気の振れの拡大、為替市場へのインパクト加速等につながる可能性があるといえよう。さらに金融政策にとってのいわば外部要因である財政についても先行き収支悪化傾向が続くことも懸念されないではない。こうした展望を踏まえ、財政節度の維持や財政・金融一体となった一層機動的なポリシーミックスの推進を要請する声が強まっているが、同時に金融政策面では政策発動の在り方が一段と重要性を増し、また政策効果波及メカニズムについてもさらに研究を深めていくことが肝要になるものとみられる。

〔目 次〕

はじめに

1. 金融政策運営目標の変遷

- (1) 中間目標としてのマネーサプライ指標の重視
- (2) 操作目標の導入
(操作目標の概念)
(操作目標の選択)
(今回操作目標を準備指標に重点移行した背景)
- (3) マネーサプライ・コントロールのための市場運営方法

(マネーサプライの長短目標値の設定・公表)

(公開市場操作の運営方法)

(連銀貸出の活用)

2. インフレ高進下における金融構造変化への対応

- (1) マネーサプライ・コントローラビリティの低下
- (2) コントローラビリティ低下への対応

3. 最近における政策運営の実態と効果

- (1) 新方式下における市場操作と金融動向
- (2) 新方式に対する若干の評価

4. 今後の金融政策運営をめぐる展望

はじめに

米国連邦準備制度においては、マネーサプライ等の量的金融指標を最終政策目標達成のための中間目標(intermediate target)に据えて金融政策を運営する姿勢が70年代半以降ほぼ定着しているが、こうした目標値を実現するために金融調節を行う際の短期的な操作目標(operating target)としては、フェデラル・ファンド・レート等の金利指標を重視する考え方が主軸となってきた。

しかし、79年に至って、第2次石油危機に端を発したインフレの高進等に直面し、連邦準備制度は、公定歩合引上げ等によって金融引締めを一段と強化するとともに、金融市場調節の有効性を一層高めることをねらって、同年10月には操作目標の重点を従来の金利指標から銀行準備諸指標へ移行する旨発表した。金融政策の遂行に当たってこうした新しい方式が従来の方式に比べ、どのような利点と効果を持つものであったかは、実施後10か月余を経たのみでいまだ確たる評価を下すべき段階ではなく、その選択についてはなお議論の余地のあるところであるが、これまでのところ連邦準備制度はこの新方式を市場コントロールの軸としつつ、公定歩合の引上げ、さらには各種信用規

制措置の導入等を行って、金融引締めの実効性をそれなりに確保してきたようにうかがわれる。

その後金融引締め効果の浸透もあって景気の後退が明確になり、物価の騰勢も鈍化してきたため、5月下旬以降、連邦準備制度は公定歩合引下げ、信用規制の撤廃等に踏み切ったが、金融当局としては基本的にはインフレに対する警戒的な政策スタンスをなお崩していない。こうした状況の下で、今後の金融市場の具体的な操作については、先行きの金融・経済情勢の展開やさらにやや長期的には金融の制度的わく組みの変化等に対応して、引続きより有効な手法が模索されていくものとみられ、その動向に関心が持たれる。

そこで以下、今回の新しい市場調節方式導入の経緯、本方式導入後の政策運営状況について概観するとともに、金融政策の運営をめぐる今後の環境変化等について、若干の展望を試みることにする。

1. 金融政策運営目標の変遷

連邦準備制度理事会は、79年10月、インフレ高進に対処して金融引締め措置を一段と強化するため、79年としては4回目(77年8月以降通算13回目)の公定歩合引上げと、78年ごろから増加が目

立っていた managed liabilities(大口CD、買戻し条件付債券売却<RPs>等)に対する増加額準備率の新規設定を行ったが、これと同時に市場調節方法についても、マネーサプライの長期目標値の達成をより確実なものとするため、日々の公開市場操作に際しては「今後銀行準備の直接的なコントロールを一段と重視し、フェデラル・ファンド・レート等短期金利の短期的な変動防止については従来ほどには重視しない」という新しい方式の導入(市場調節における操作目標<後述>の重点移行措置)を発表した。

以下では、今次措置をめぐって、米国における金融政策運営方法の特徴および今回の新しい市場調節方式導入に至った経緯等についてみることにしたい。

(1) 中間目標としてのマネーサプライ指標の重視

一般的にあって中央銀行は、金融政策の諸手段(公定歩合変更、公開市場操作、準備率変更等)を通じて金融変数(市中金利、銀行準備、銀行貸出、マネーサプライ等)を動かすことによって、実体経済に影響を及ぼし、究極的に物価安定、完全雇用、適正な経済成長、国際収支の均衡を実現することを政策の最終的な目標としている。従って中央銀行としてはかかる最終目標を達成するため、政策運営の目安として戦略的にどのような金融変数を重視し、それをいかにコントロールしていくかが重要な問題となってくる。

こうした政策運営上の戦略目標は、70年代に入って漸次金融政策遂行上の「中間目標(intermediate target)」として明確に位置付けられていくことになるが、この戦略変数を大別すると、短期市

場金利等の「短期金融市場情勢(money market conditions)」とマネーサプライ等の「量的金融指標(monetary aggregates)」に分けることができよう。

米国においては、60年代の終りごろまでは主として「短期金融市場情勢」(フェデラル・ファンド・レート、連銀借入、自由準備等)が最終的な政策目標達成のための中間的な政策運営目標として重視されていた。これは、①経済活動水準と短期金融市場情勢との間にかかなり明確な相関関係があり、従って短期市場金利等を適正な水準に誘導することによりマネーサプライや銀行信用が市場メカニズムを通じて調整され、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ていたこと、②金利の頻繁かつ大幅な変動を避けることは金融市場の秩序・機能を維持するうえで不可欠と考えられていたこと、③短期市場金利等の計数は速報性、信頼性が高いうえに、金融当局が直接コントロールしやすい指標であること、などによるものであった。

しかし、60年代後半に入ると、物価上昇が進行する中でこうした当局の市場運営にもかかわらずマネーサプライ残高が急増し、これがインフレを加速する場面がしばしばみられるに至った。こうしたマネーサプライの増加は、当局が財政赤字の拡大を背景に増大をみた国債発行の順便化に配慮したという事情もあるが、それ以上に、インフレが高進している状況の下では名目金利が実体面に対する金融インパクトの強さを示す的確な指標といえなくなっている(注1)にもかかわらず、金利の大幅変動を回避しようとしてマネーサプライを過大に供給する結果になったことによる面が大き

(注1) すなわち、一般に金利が実体経済に影響を及ぼすのは、名目金利よりもむしろ実質金利(名目金利一期待インフレ率)を通じてであると考えられているが、インフレ高進下で人々の期待インフレ率が高まった場合、実質金利は名目金利ほどには上昇しないことが多く、名目金利上昇の割には人々の支出は抑制されない。こうした状況下で、名目金利の急騰を抑えるような政策が採られると、マネーサプライの過大供給を招き、この結果実質金利が低下して人々の支出行動がさらに刺激されインフレが拍車されることになりがちである。

い。

このため、金融政策運営の中間的な目標として「短期金融市場情勢」を使用することに対する反省気運が台頭し、これとともにマネーサプライと物価、生産、雇用、国際収支等実体経済面との関係を強調するマネタリストの見解が改めて注目されることとなった。こうした事情を背景に連邦準備制度はしだいにマネーサプライの適正な供給を図ることに関心を強め、70年1月には政策運営目標としてマネーサプライ、銀行信用等の「量的金融指標」をより重視する方針に転換した。さらに74年1月にはマネーサプライの短期目標値(M₁、M₂)の公表、翌75年5月には同長期目標値の公表にも踏み切るなど、70年代以降はこうした「量的金融指標」重視の姿勢がほぼ定着し今日に至っている(注2)。

この間、西ドイツ、フランス、英国等西欧諸国においても、60年代後半から70年代初めにかけてマネーサプライ、マネタリーベース、銀行準備といった量的金融指標が金融政策運営上重要な指標

として注目されるようになり、世界的な高インフレを経た74~76年にかけて、多くの国でこれらの指標について政策運営上の目標値が設定、公表されるに至った。

(2) 操作目標の導入

(操作目標の概念)

このように米国をはじめ西欧各国でマネーサプライ等量的金融指標が重視されるようになった背後には、当然のことながら中央銀行はマネーサプライをある程度正確にコントロールし得ることが前提とされている。しかし他面、中央銀行の日々の金融調節がマネーサプライの水準に影響を与えるまでには実際にはかなりのタイムラグもあり、中央銀行にとって短期間にはマネーサプライを確実にコントロールすることが困難であることは否めない。またマネーサプライ統計データの入手自体にかなりの時間を要し、さらにはマネーサプライが他の外生的攪乱要因によってもランダムな変動をするため、当局にとってはその変化が政策効果によるものかその他の要因によるものか

(注2) 米国における金融政策運営目標の推移をみると次のとおり。

50~60年代 年 月	○短期市場金利、自由準備などの短期金融市場情勢を重視。
70. 1	○金融政策運営の第2目標として初めてマネーサプライを導入。
3	○マネーサプライおよび銀行信用が第1目標、短期金融市場情勢が第2目標となる。
71. 2	○短期金融市場情勢が第1目標、マネーサプライおよび銀行信用が第2目標。
5	○再びマネーサプライおよび銀行信用が第1目標、短期金融市場情勢が第2目標。
72. 1	○マネーサプライおよび銀行信用を究極的な運営目標としながら、それらを達成するための操作目標として総準備を導入し、目標値を公表。
2	○直接的な操作目標を総準備から民間一般預金対象準備(RPD)に転換し、目標値を公表。
74. 1	○RPDのほかにも、M ₁ 、M ₂ 、フェデラル・ファンド・レートの短期目標値を公表、内部的なマネーサプライ長期目標値(向う6か月)を設定。
75. 5	○バーンズ議長は上院において、向う1年間のマネーサプライ(M ₁ ~M ₃ 、銀行信用)長期目標値を事前に初めて公表。
76. 4	○RPD目標値の設定・公表を取り止め。
78. 11	○「完全雇用と均衡成長法」(通称ハンフリー・ホーキンス法)の成立。本法案に基づき79年以降、6か月ごとに目標値を見直すように変更(同法による最初の議会報告は79年2月)。
79. 10	○マネーサプライ重視の姿勢を強化するとともに、操作目標として従来のフェデラル・ファンド・レート重視から銀行準備諸指標重視へ移行。

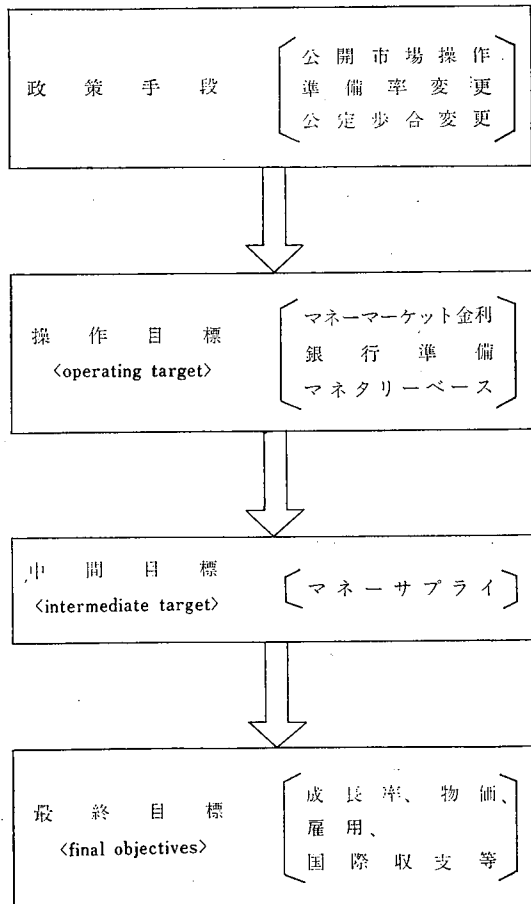
なお、金融政策の運営上マネーサプライを重視してきた経緯については、日本銀行『調査月報』昭和50年3月号「欧米主要国におけるマネーサプライ残高重視の傾向とその背景」、昭和52年3月号「最近における米国の金融政策運営について」参照。

の見極めが短期的には必ずしも容易でないなどの問題もある。

このため、連邦準備制度では、上述のように政策運営の中間指標としてのマネーサプライ重視の姿勢を強めるのと並行して、70年代初ごろから日常の市場調節においては、短期的によりコントロールしやすくかつ政策意図をより直接的に具現し得る金融指標を選び、その操作を通じてマネーサ

〔第1図〕

マネーサプライ重視の金融政策の
トランスミッション・プロセス



プライ目標値の達成を図っていくという考え方がしだいに固まってきた。こうした中間目標達成のために当局内部で設定するより直接的な政策変数がいわゆる「操作目標(operating target)」と呼ばれるものであり、このように操作目標を当局の政策手段と中間目標(マネーサプライ)との間に介在させて金融調節を図っていく方法は、第1図に示されるように最終目標達成までに2つの目標変数を経由するという意味で、一般に「二段階アプローチ(two-stage approach)」といわれている。

(操作目標の選択)

そこで、金融当局にとっては、この操作目標として具体的にいかなる金融変数を採用するかが重要な問題となるが、操作目標たり得る金融指標の適格条件としては、①情報入手のタイムラグが短かく、かつ統計が整備されていること、②当局の政策手段により確実にコントロールできること、③マネーサプライとの関係に安定性があること、の3基準が一般に指摘されており、こうした基準を満たす指標としては大別して「短期市場金利」と「銀行準備諸指標」(借入準備、非借入準備等)とが取り上げられてきた。

それでは実際に操作目標としていずれの指標を選択すべきかについては、学界等を含めこれまで数多くの議論が重ねられてきたところであり、以下両指標の優劣についてやや詳しくみることにするが、結論的に言えば、いずれの指標にも一長一短があり、現実にもそのどちらを重点的に採用するかはその時々金融情勢等にもよる「優れて実証的・実践的な問題(an empirical, not a theoretical question)」であるといえよう(注3)。

ちなみに、西欧各国においても、おおむね70年

(注3) 79年10月の準備指標への重点移行も、連邦準備制度自身が「なお learning process にある」と述べているように、確立された理論体系のもとに始められた新政策というよりも、いくつかの未解決な問題点はあるものともかく実施に移し、問題が生じれば適宜修正を加えていくという性格が強かったのではないかと推測される。これは operating target の選択をみても過去10年近くにわたり、連邦準備制度が常に理論面のみならず実際の運営上も多くの試行錯誤を繰り返してきたことからうかがい知ることができる(注2参照)。

代前半ごろから米国と同様に内部的に操作目標を設定してマネーサプライ・コントロールを図る方式が採用されており、その場合の操作目標としては例えば西ドイツが短期市場金利(コール・レート)や銀行準備(自由流動性準備)といった金融市場情勢(money market conditions)を、フランスがコール・レートと銀行貸出を、スイスがマネタリーベースをそれぞれ採用している。しかしこれらの指標のいずれを特に重視するかについては定まった考え方があるわけではなく、金融当局がその時々的情勢を判断して適宜そのウエイトを変化させているのが実態のようである。

① マネーサプライのコントロール

まずマネーサプライ・コントロールという点から短期市場金利と銀行準備諸指標のいずれが操作目標として優れているかみてみよう。例えばいま金融市場でフェデラル・ファンド・レート等の短期金利が予期せざる上昇を示した場合を想定すると、これは①期待インフレ率の急速な上昇等を背景に通貨需要が強まったこと(すなわち通貨需要面の変化)によるか、あるいは②銀行の与信活動

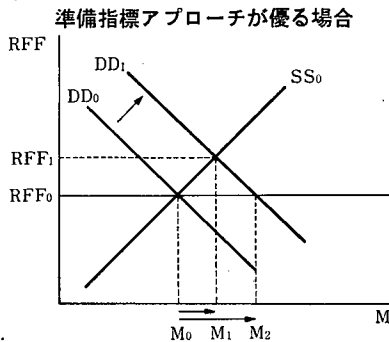
の慎重化等を映じて通貨供給量が減少したこと(すなわち通貨供給面の変化)によるものである。

金利の上昇が通貨需要の拡大による場合、連邦準備制度がフェデラル・ファンド・レートを目標値に維持しようとするれば市場操作(買オペ)によって銀行準備を供給しなければならない場合が多くなり、結果的にマネーサプライを過度に増加させインフレを加速するおそれがある。一方この場合に銀行準備諸指標を操作目標にすれば、金利上昇は放置される代わりにマネーサプライの増加はより小幅に止められよう。次に金利の上昇が通貨供給の縮小による場合、フェデラル・ファンド・レートの目標値を維持するような追加的な準備の供給は、マネーサプライの落ち込みを復元する方向に働くが、銀行準備の目標値を維持し準備の追加供給を行わなければ、金利は上昇を続ける一方でマネーサプライが減少し实体经济に必要以上の抑制効果を及ぼすおそれがある(注4)。このように両指標の優劣については、通貨需要面と供給面のいずれに変化が生じているかといったその時々

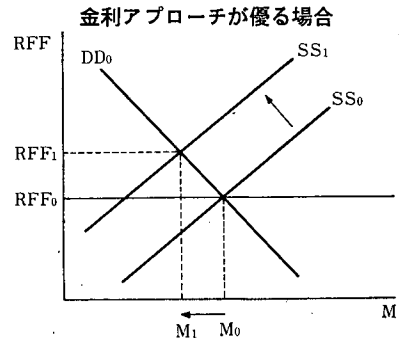
(注4) いまマネーサプライ(M)に対する需要(DD_0)・供給(SS_0)両曲線が、準備量所与の下で図のように与えられているものとする。まず①予期せぬ一時的な実体面の動きにより通貨需要面で変化(通貨需要曲線の右方シフト $\langle DD_0 \rightarrow DD_1 \rangle$)が生じた場合(ケースI)、金利を当初の水準(RFF_0)に維持すべく準備量を増やすよう市場調節を行うと、マネーサプライは $M_0 \rightarrow M_2$ まで増大することになる。これに対し準備量を動かさず金利の上昇($RFF_0 \rightarrow RFF_1$)を容認した(準備アプローチ)場合には、マネーサプライは $M_0 \rightarrow M_1$ と、金利一定の場合に比べ相対的に小幅な増加にとどまる。

他方②通貨供給面で予期せぬ状況変化(通貨供給線の左方シフト $\langle SS_0 \rightarrow SS_1 \rangle$)が生じた場合(ケースII)、これを放置(準備量不変)しておくと、金利が上昇($RFF_0 \rightarrow RFF_1$)する一方マネーサプライが減少($M_0 \rightarrow M_1$)し、総需要の意図せざる変動を引起すこととなる。これに対し準備量を増加させ金利を当初の水準(RFF_0)に維持するような調節(金利アプローチ)を行えば、マネーサプライは M_0 で不変となる筋合い。

(ケースI)



(ケースII)



融・経済情勢いかにによって決まってくる面が大きいというのが実情であろう。

② 金融市場の安定性(信用秩序)の維持

次にマネーサプライのコントロールということとを離れて金融市場の安定性維持の観点からみると、フェデラル・ファンド・レートが操作目標として優れていることは言うまでもない。すなわちフェデラル・ファンド・レート目標値を適正な水準に設定しその水準を維持することにより短期金利全般の急激かつ大幅な変動は回避され、短期金融市場の安定性が保たれるが、銀行準備を操作目標としてこれを特定の水準に維持しようとする場合には、それがしばしば短期金利の大幅変動を惹き起し、金融市場における資金の借手、貸手の行動に局面によっては攪乱的な影響を及ぼす可能性もある。

③ 金利水準への影響

また金利水準への影響度合の点からもフェデラル・ファンド・レートが操作目標として優れているといえよう。この場合、連邦準備制度の政策スタンスがフェデラル・ファンド・レートの変動ないし市場介入点の変更というはっきりしたシグナルのかたちで市場に伝えられるため、こうした当局の意図が比較的早いタイミングで他の短期金利に波及し、さらに金利裁定を通じて中長期金利をも当局にとって望ましい方向に変動させることが可能となる。これに対し銀行準備の操作による場合には、結果的に上記と同方向に作用するにしても、シグナル効果は稀薄であり、従って各種金利への効果波及もそれだけ不明確なものとなりがちであろう。

(今回操作目標を準備指標に重点移行した背景)

実際の市場運営においては、70年代初ごろから操作目標として試行錯誤的に各種指標が採用されてきた。すなわち72年1月には「総準備」が、同年2月には総準備に代えて「RPD(reserve available

to support private nonbank deposits、民間一般預金対象準備)」が操作目標として導入された。しかしその後RPD自体の変動が大きく短期予測が困難であるほか、RPDとマネーサプライとの関係も不安定であることが判明したことなどから、74年1月以降RPDと並んでフェデラル・ファンド・レートが操作目標として用いられるようになり、76年4月以降はRPD目標値の公表が取り止められ、以後79年10月までフェデラル・ファンド・レート操作中心の市場運営が続けられてきた。これは当局が主として金融市場の安定性(信用秩序)の維持を重視していたことによるものである。

こうした状況の下で、79年10月に連邦準備制度はあえて準備指標重視に踏み切ったが、これは後述のように79年に入ってからの予想を上回るインフレの高進等もあってフェデラル・ファンド・レートの適切な水準を操作目標として設定することができず、この結果マネーサプライ目標値と実績値の大幅な乖離傾向が生じてきたことによるとされており、プラグマティックな米国的発想の転換とみることができよう。そこで以下、操作目標を準備指標に重点移行した背景について若干敷衍してみることとした。

① 金利アプローチによるマネーサプライ・コントロールラビリティの低下

79年に入り、インフレ問題が一段と深刻化するに至ったが、こうした情勢の下で先行きのインフレ率予測は総じて過小となり、フェデラル・ファンド・レートの目標値も結果的にみれば低めに設定されがちであった。こうした状況下において、マネーサプライの伸びは目標値を上回る一方フェデラル・ファンド・レートも許容範囲の上限一杯に達し、当局としてはいずれの目標遵守に重点を置くべきかというジレンマにしばしば直面していたが、そうした際の操作としては結局フェデラ

ル・ファンド・レートの目標達成が優位におかれ、その結果往々にして過剰な準備の供給を余剰なくされマネーサプライの膨張を招いていた(注5)。

② 金利安定の必要性の相対的低下

またこの時期には、上述のようなインフレの高進が経済全体に重大な影響を及ぼすような事態に立ち至り、マネーサプライ・オーバーシュートへの非難も強まってきたことなどから、金融当局としては、従来の金利指標重視による金利の安定性維持を多少犠牲にしても、マネーサプライのよりの確なコントロールが可能になると考えられる準備指標の採用に踏み切る必要に迫られていたとみることができよう。さらに、こうしたインフレ高進の下では、むしろ準備指標重視による金利の変動幅拡大を通じて「金利の先行き見通し難を強め、銀行のリスク負担を増大させてその与信活動を抑制する」(79年10月6日 FOMC 議事録)といういわば副次的効果も内々強く期待されていた節がうかがわれる。

③ 政策当局のフリーハンド確保の必要性

さらに従来フェデラル・ファンド・レート目標値の変更は、連邦準備制度の政策スタンスを最も端的に示すものと受けとめられていたことから、市場介入点の変更には議会筋等からの政治的圧力が加えられることが多く、こうした状況の下では

市場の先行き期待、金融機関の与信態度に影響を与えるような思い切った目標値の変更はかなりの困難を伴っていたように見受けられる(注6)。こうした観点からみれば、操作目標を準備供給に絞り、各種金利の変動は市場の実勢に委ねていくという今回の措置は、連邦準備制度にとって上記②のような金利効果発揮のためのフリーハンドを確保するうえで極めて重要な意味合いをもっていたとみることができよう。

(3) マネーサプライ・コントロールのための市場運営方法

(マネーサプライの長短目標値の設定・公表)

連邦準備制度は現在「連邦準備制度改革法」(Federal Reserve Reform Act of 1977)および「完全雇用と均衡成長法」(The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978、いわゆるハンフリー・ホーキンス法)に基づき年2回(2月、7月)、議会の銀行委員会に対し各種マネーサプライ(M_1A 、 M_1B 、 M_2 、 M_3)と銀行信用の年間目標伸び率について報告・公表している(注7)。なお、こうした長期目標値の設定は連邦準備制度理事会事務局による GNP、物価等最終政策目標の長期経済予測(マクロ計量モデルや段階的接近法<judgemental means>により予測)に基づき FOMC で決められている。

(注5) 例えば、マネーサプライ、フェデラル・ファンド・レートの目標値が公表されるようになった74年1月以降79年9月までの69か月間に、フェデラル・ファンド・レートが目標値を逸脱したのは、わずか14回に過ぎない。一方旧 M_1 の増加率は同38回と半分以上の期間にわたって目標値を逸脱している。

(注6) 通常フェデラル・ファンド・レート目標値は許容範囲という形で示されているが、そのレンジの推移をみると、74年当時には1～1.5%ポイントの幅を持っていたのが、フェデラル・ファンド・レートの重視とともに漸次縮小し、78～79年ごろには0.5～0.75%ポイントと極めて狭いものとなっており、この面からも当局のフリーハンドは著しく低下し、市場運営は弾力性を欠くものとなっていたといえよう。

(注7) マネーサプライの長期目標値の設定・公表は75年3月の議会両院合同決議における「連邦準備制度は半年に1回、上院および下院の銀行委員会において交互に向う12か月間のマネーサプライの伸びに関する目標を報告すること」との要請を受け、75年以降実施されている(当初は四半期ごと、79年以降は半年ごと)。「連邦準備制度改革法」、「完全雇用と均衡成長法」はこうした議会への報告を改めて義務付けたものである。

なお、当初は議会報告が行われる期の直前の四半期平残を基準としてその後1年間の伸び率のレンジとして示されていたが、報告の都度基準時が変更されるため実績評価を複雑にするという欠点があった。このため、79年以降は当該年第4四半期の前年第4四半期に対する伸び率で示されることとなった。

2月の議会報告においては当該年のマネーサプライ目標値、および大統領の年次経済報告で設定された経済目標との関連が報告される。7月には上期の実績およびその目標からの乖離状況が示され、年間目標値の見直しならびに翌年の目標値が報告される。

また、FOMC はマネーサプライの長期目標値を達成するための短期目標値(M₁A、M₁B、M₂、74年以降事後的に公表)を設定している。同目標値は、通常毎月1回のFOMCの会合において長期目標値との兼ね合い、さらには短期的な経済・金融情勢の変化をも考慮して決定される。

(公開市場操作の運営方法)

新しい調節方式の下では、連邦準備制度は準備諸指標について内部的に目標値(非公表)を設定(注8)し、各種準備をその範囲内におさめることに重点を置いて公開市場操作(アウトライト、条件付オペを併用する操作の実態は従来と同様)を行うこととなった(注9)。

新方式導入に伴う具体的な市場操作手順等の変更について連邦準備制度の説明等から判明しているところを略述すると次のとおりである。

① 中間目標等の設定基準変更

従来、マネーサプライの短期目標値については「2ヵ月間にわたる増加率の目標値(レンジで表示)」という形で設定されていたが、経済安定化のためには必ずしもこうした極く短期間にマネーサプライの平準化を図る必要はないとの考え方から、80年3月には「年前半6ヵ月間の増加率目標値(単一値)」が採用された(なお、80年5月のFOMCでは、年前半の最後の2ヵ月間<5、6月>につき修正目標値が設定された)。また、フェデラル・ファンド・レートの変動許容範囲については、昨秋以降、これを大幅に拡大(上下限のひ

らきは従来の0.5~0.75%から最近では6~8%へ拡大)するとともに、レートが特定の日あるいは数日間にわたって許容範囲を逸脱することも容認することとされている(この結果、従来に比べフェデラル・ファンド・レートの水準から当局の政策スタンス変化が読み取りにくくなっている)。

② 準備指標の目標値設定

また、操作目標である準備諸指標(総準備、非借入準備、マネタリーベース)について、新たに目標値が週単位で設定されることとなった(ただし非公表)が、この策定に際しては、①流通現金(非銀行部門保有現金)、②各種準備対象債務に係る所要準備、③過剰準備、④連銀借入の額を推定し、そこからマネーサプライ目標値と整合的な非借入準備、総準備およびマネタリーベースの目標値を計測するという、第2図に示したような積み上げ方式が用いられている。なお、日々のオペレーションに際しては、準備諸指標のうち連銀貸出による調整(次項参照)との兼ね合いの深い銀行の「非借入準備(総準備-連銀借入)」の総量コントロールが最も重視されている模様である。

(連銀貸出の活用)

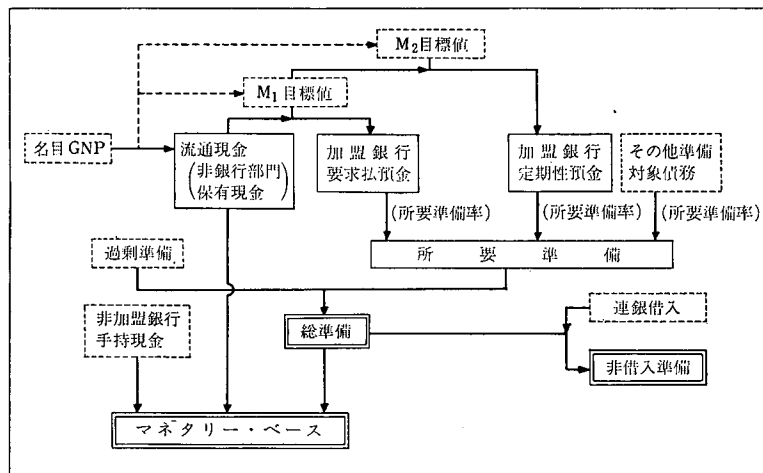
いまひとつの市場調節手段である連銀貸出は、従来から加盟銀行の主として一時的な借入需要に対し総じて受け身の形で実行されるケースが多く、少なくとも近年は金融調節ないし景気調整手段として運営されることはほとんどなかったといってもよい。しかし新しい金融調節方式の下で

(注8) 操作目標である銀行準備諸指標については、FOMCのニューヨーク連銀(公開市場操作は同連銀が実施)に対する政策指令(domestic policy directives)の中で、ある特定のマネーサプライの伸び率と「整合するような準備指標の伸びを達成すること」を指示しているだけで、具体的な目標値の公表は行われていない。セントルイス連銀によれば、準備指標の伸びに対するガイドラインの設定は、連邦準備制度理事会およびニューヨーク連銀公開市場操作担当デスクのスタッフにゆだねられている(“The FOMC in 1979: Introducing Reserve Targeting”, セントルイス連銀 ‘Review’ 1980年3月号)。

(注9) もとより今次方式の下においても、連邦準備制度の準備供給態度の変化を通じて金利コストに影響を与え、これによって銀行等の資産選択行動、マネーサプライ、ひいてはGNP、物価等の最終政策目標に効果を及ぼすという基本的な政策効果波及メカニズムは金利重視のアプローチの場合と同様であり、また金利変動の持ついわゆるシグナル効果も引き続き重要であることに変わりはないとされている。もっとも、今次方式の導入によって現実にかんがりの金利乱高下を招来した(後述)が、こうした金利の急激な変化は行過ぎれば市場参加者のリスクを過度に増大させ、マーケットの正常な機能を阻害することも事実であろう。

〔第2図〕

操作目標の作成手順



破線わく内：操作目標策定に当り独立に推計する項目。
 実線わく内：独立推計項目を基に、計算、推計される項目。
 2重線内：FRBの操作目標。
 各準備関係諸指標間の相互関連性は次のとおり。
 総準備＝所要準備＋過剰準備
 非借入準備＝総準備－借入準備(連銀借入)
 マネタリー・ベース＝総準備＋非加盟銀行手持現金＋流通現金

は、オペによる資金供給量を非借入準備の目標値実現と整合性のある範囲内にとどめ、現実生ずる市場の繁閑を連銀貸出によって調節するほか、場合によってはオペによる資金供給を意図的に絞り込むことにより銀行を連銀借入に向かわせ、その返済圧力を利用して市場調節効果を高めることがより容易になったものとみられる。連邦準備制度当局自身も、現状では少なくとも短期的には「オペによる非借入準備の調整を通じて連銀貸出の総量を容易にコントロールすることができる」(80年2月、ボルカー議長議会報告資料)として、市場調節手段としての貸出政策に改めて着目しているよううかがわれる(上記ボルカー議長報告資料では、新しい調節方式下における今後の主要

な検討課題の一つとして、「連銀窓口割引機能」の項目を特記)。

ただ、こうした連銀貸出操作をさらに一步進めて、貸出をてこに個別銀行に対するいわゆる moral suasion を強めることは、行政介入を極度にきらうなどの米国特有の諸事情(注10)を考慮するとかなり難しいのが現状であり、当局にも目下のところそうした政策意図はないようである。

2. インフレ高進下における金融構造変化への対応

(1) マネーサプライ・コントロールビリティの低下

新しい市場調節方式は、以上のような経緯と考え方の下で昨年10月以降導入されたわけであるが、こうした市場運営方法の有効性等を考えるうえで留意を要するのは、近年様々なかたちで金融構造の変化等が生じている(注11)という事実である。

すなわち、米国においては、すでに60年代後半から物価上昇が加速化し始めていたが、近年基調的なインフレ率がさらに強まり、マネーサプライ・コントロールを通ずるインフレ抑制の重要性は一段と高まっているといえよう。こうした状況の下で金融当局においても上述のように金融市場調

(注10) 連銀貸出を通ずる微調整については、①一般的に行政介入をきらう米国風土の中で moral suasion といった個別的な手法が抵抗なく受入れられるかどうか疑問なこと、②加盟銀行数が5,500行弱にのぼり、肌目細かい個別指導を行いくいうえ、マネーセンター所在の大手銀行については、従来から連銀借入依存が極めて低いこと、③連銀貸出は原則として各地区連銀にゆだねられているため、オペのような連邦準備制度理事会による中央一元管理が困難であること、等の問題点が指摘されている。

(注11) 詳細については、日本銀行『調査月報』昭和54年11月号「米国における金融構造の変化と預金金利規制問題」参照。

節手法を改善すべく努力を重ねてきたわけであるが、その一方でインフレの高進は、これを映じた金利の趨勢的な上昇等を通じて金融構造や銀行行動の変化を招来し、マネーサプライを中間目標に据えた金融調節手法(2段階アプローチ)の有効性をかえって低下させる傾向が強まっていることも見逃せない。

こうした金融構造変化等の面でも注目されるのは、近年における趨勢的な物価上昇の中で個人や企業が資金運用に際しての金利感覚を著しく高め、これが当局による金利規制対象外の新しい高利回り金融資産(例えばRPs<10万ドル未満・期間90日以上)の国債、政保債等を除く、短期金融資産投資信託<MMMF>等)、要求払預金と類似機能を持つ付利金融資産(NOW 勘定、自動振替制度<ATS>)、TBレート基準定期預金証書(MMC)等を生み出してきた点である。これらの金融資産の中には、支払準備制度の対象となっていないもの(MMMF等)や要求払預金に比べ準備率の低いもの(NOW勘定、ATS、MMC)も多いため(注12)、商業銀行(連邦準備制度加盟銀行)側も支払準備負担軽減等の見地からこれら金融資産提供を通ずる資金調達に積極的に取組んできた。またこの間、同じく準備対象外となっていたユーロ・달러やフェデラル・ファンド等(注12)も急増をみたことから、マネーサプライ全体に占める銀行準備対象債務のウエイトは急速な低下をみている(注13)(第1表)。

第2には、商業銀行の連邦準備制度離脱の動きが広がってきたことである。すなわち、金融機関

の競争激化等から収益面への圧迫が強まるにつれて、加盟銀行は支払準備制度による無利子準備預金の積立てに伴うコスト負担感や非加盟金融機関との間の不公平感を一段と強め連邦準備制度を脱退する動きが相次いだ結果、商業銀行全体に占める加盟銀行の預金量シェアはここ数年著しく低下をみている(第3図)。さらに近年は、非加盟銀行をも含めた商業銀行全体の預・貯金シェアそのものが、貯蓄金融機関との間の業務同質化に伴う競

(第1表)

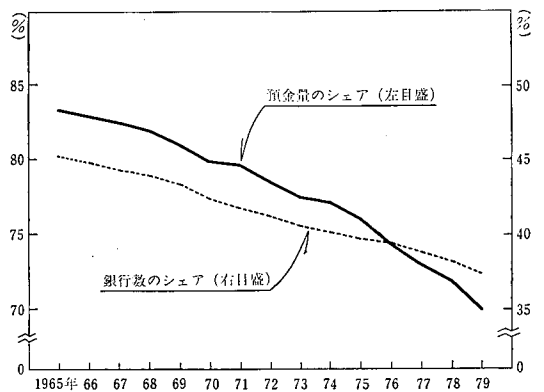
M₂に対する準備対象預金の比率

	M ₂ (A)	準備対象預金 (B)	(B)/(A)
1970~74年平均	7,502	3,805	50.7
75年	9,693	4,975	51.3
76年	10,970	5,127	46.7
77年	12,389	5,445	44.0
78年	13,491	5,968	44.2
79年	14,691	6,290	42.8

資料：連邦準備制度理事会、'Federal Reserve Bulletin'

[第3図]

連邦準備制度加盟銀行の全商業銀行に占めるシェア



資料：'Federal Reserve Bulletin'

(注12) フェデラル・ファンドについては79年10月の managed liabilities に対する増加額準備導入によって、また MMMF については80年3月の総合インフレ対策中の特別準備導入によって、初めてその増加額に対して準備が課されることとなったが、80年7月には、これらの増加額準備制度は再び撤廃されている。

また、ユーロ・달러についても、制度上は残高準備率が賦課し得ることとなっているが、現実には78年8月以降準備率が設定されておらず、わずかに上記 managed liabilities に対する増加額準備導入期間(79年10月~80年7月)中に増加額に対して準備が課されたにとどまっている。

さらに、NOW勘定やATSはもともと貯蓄預金の一種であり、またMMCは定期預金であるため、それぞれ貯蓄預金、定期預金と同率の準備率(要求払預金に比べ低率)が課されているにすぎない。

(注13) ちなみに、商業銀行の総負債額に占める当座性および定期性預金のウエイトは、76年末の81.6%から79年末には75.0%まで低下している。

争激化等を背景に低下傾向をたどっている(第2表)。こうした現象はとりもなおさず、上記のような新金融資産の増加と同様に、連邦準備制度の操作対象である銀行準備諸指標のウェイト低下(マネーサプライとの関連度合の稀薄化)を惹き起し、当局の金融調整能力を減殺してきたとみることができよう。

以上のような銀行準備諸指標の相対的なウェイト低下の実態を、銀行準備とマネーサプライの関係を表わす「信用乗数」(M_2 /銀行総準備)の推移

(第2表)

預金取扱金融機関の預・貯金シェア推移

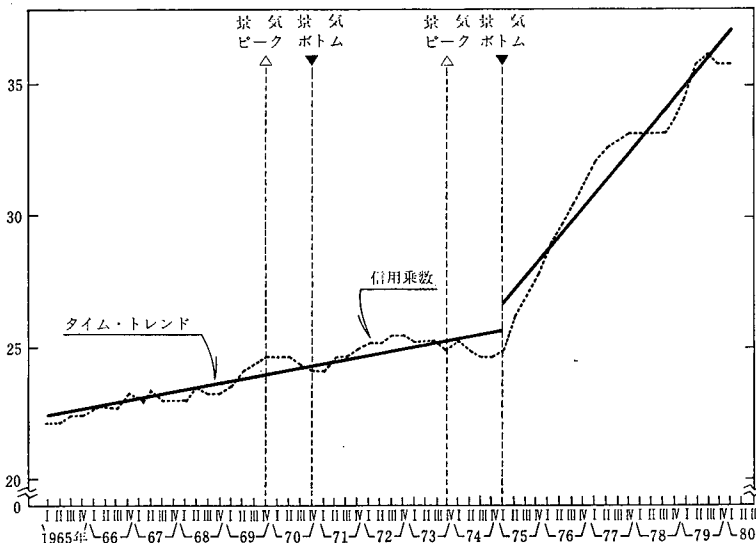
(単位・%)

	商業銀行	貯蓄貸付組合	相互貯蓄銀行	信用組合
1960年	65.6	20.7	12.1	1.6
65年	63.1	23.7	11.2	2.0
70年	63.9	22.6	11.1	2.4
75年	61.4	25.7	9.9	3.0
79年	58.5	29.0	9.0	3.5

資料：連邦準備制度理事会、'Flow of Funds'

〔第4図〕

信用乗数(M_2 /銀行総準備)の推移



(注) M_2 は新ベース、季節調整済み。総準備は準備率変動および季節調整済み。(タイムトレンド)

計測期間 65/I Q-75/I Q

信用乗数=0.0760T+22.4007

計測期間 75/I Q-80/I Q

信用乗数=0.5063T+26.1214

でみると(第4図)、74年ごろまで同乗数はおおむねトレンド線上で安定的に推移していたが、75年ごろからは①トレンド線自体が上方に大きく屈曲し(M_2 に対する総準備のウェイト低下傾向の進行)、しかも②信用乗数のトレンド線からの乖離幅(変動幅)が拡大する(M_2 と総準備の関係不安定化の進行)といった変化が現れていることが読み取れる。つまり連邦準備制度当局自身も指摘するように、銀行準備(操作目標)と通貨量(中間目標)の関係は「特に短期間においては、かなり複雑かつ多様であり、例えば銀行準備の急増が必ずしも通貨量の急増を惹き起したり、そうした動きの先兆となることを意味するとは限らない(短期的には信用乗数はかなり不安定な変動を示しがちである)」(80年2月ボルカー議長議会報告資料)点に2段階アプローチによる政策運営の難しさがあるといえよう。

さらに、上記のような新しい金融商品の開発に伴い大衆・企業等が保有する金融資産が多様化し

たことによって、従来のマネーサプライ統計のカバーする範囲が相対的に縮小し、マネーサプライと実体経済とのつながりも総じて稀薄化しつつあるほか、 M_1 、 M_2 等個々のマネーサプライ指標の持つ経済的意味合いをも変容させるなど、マネーサプライ(政策の中間目標)と最終目標との関係の安定性にも問題を招来しつつある。

(2) コントローラビリティ低下への対応

上述のように、近年におけるマネーサプライのコントローラビリティ低下等の金融政

策の非効率化現象は、米国の金融制度全般にもかかわる広範な問題に根ざしており、一朝一夕に解決し得る性格のものではないが、こうした方向に対処して、前述した政策目標の選択にみられるような市場調節方法の見直し等に加え、最近でも幾つかの改善努力が払われてきた。

まず、操作目標である銀行準備諸指標とマネーサプライとの関係不安定化を多少とも改善する方途のひとつとして、昨年10月以降本年7月にかけて managed liabilities に対する増加額準備率が賦課されることとなった^(注14)。すなわち、本措置は、もとより銀行の信用供与活動を抑制するという準備率規制本来の目的に沿った施策ではあったが、同時に、①従来全く準備の対象となっていな

かったフェデラル・ファンド等を準備対象債務に取り込んでいること、②中間目標であるマネーサプライには含まれない債務(フェデラル・ファンド等)の調達コストが高まることにより、マネーサプライの中核である「預金」のウェイト回復に間接的につながる可能性があることなどの点からみて、新方式下におけるマネーサプライ・コントロール機能をこれにより補完的に強化しようとの意図をも包含したものと解することができよう。

また、金融資産多様化傾向等をマネーサプライ指標が十分反映し得なくなりつつある事態に対処して、連邦準備制度は本年2月に至り、マネーサプライ統計の大幅改訂を実施した^(注15)。本改訂によって政策の中間目標であるマネーサプライ指標

(注14) 本措置の詳細およびその後の強化、緩和、撤廃の状況については、日本銀行『調査月報』昭和54年11月号、55年4、6月号および本号の「海外経済要録」参照。

なお過去に今回と同様の増加額準備率が設定された例としては、①69年10月～74年3月のユーロ・ダラー取入等を対象とした準備率、および②73年6月～74年12月の大口CD、銀行関連コマーシャル・ペーパーを対象とした準備率がある。

(注15) 今回の主要改訂点。

① マネーサプライ指標の区分基準の見直し……預金の取扱金融機関に基づく区分から預金等の性格に基づく区分に変更。

② 対象金融資産の範囲拡大……新統計ではユーロ・ダラー、買戻し条件付債券売却(RPs)や短期金融市場資産投資信託(MMMF)等マネー代替資産(money subsidiary)を包含。

新マネーサプライ関係諸指標の概要

区 分	内 容	記 述	
改 訂 後	M ₁ A	現金通貨+要求払預金(商業銀行、ただし外銀、外国公的機関からの受入分を除く)	
	M ₁ B	M ₁ A+要求払預金以外の決済勘定* * NOW勘定、ATS、信用組合のシェア・ドラフト勘定、要求払預金(相互貯蓄銀行)等。	
	M ₂	M ₁ B+貯蓄預金+小口定期預金+オーバーナイトRPs(商業銀行)+オーバーナイト・ユーロ・ダラー*+MMMF * 加盟銀行のCaribbean支店における非金融機関居住者保有分に限定。	
	M ₃	M ₂ +大口定期預金(CDを含む)+タームRPs(商業銀行、貯蓄貸付組合)	
改 訂 前	L	M ₃ +他の流動資産* * ターム・ユーロ・ダラー、BA、CP、TB、貯蓄国債および残存期間18か月以内の流動性をもった国債等。	
	M ₁	現金通貨+要求払預金	} 商業銀行
	M ₂	M ₁ +定期預金(大口CDを除く)+貯蓄預金	
	M ₃	M ₂ +貯蓄金融機関の預金	
	M ₄	M ₂ +大口CD	
M ₅	M ₃ +大口CD		

(注) とくに特記していない限り、対象は全預金取扱金融機関(商業銀行(外銀の支店、エージエンシー、エッジアクト法人、外国の投資会社を含む)、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合、クレジット・ユニオンの総称)。

は、従来に比べ金融取引等の実態をよりよく反映するものとなり、個別指標(M₁A、M₁B、M₂等)の持つ経済的意味合いもより明確化したため、これによって金融政策運営に際しての判断が一層的確になるものと期待されている。

さらに、やや観点を異にするが、マネーサプライ・コントローラビリティの趨勢的な低下への対応に絡んでこの際注目を要するのは、本年3月分から7月初にかけて連邦準備制度によって実施された一連の信用規制措置^(注16)である。本措置は、消費者信用に対する特別準備賦課のように、新たに資産運用サイドに着目しその中の特定の信用供与形態をいわねらい打ちする措置や、金融機関に対する画一的な信用自粛指導のような一種の信用割当てを中心に据えた直接的・選択的な規制措置であり、従来の市場メカニズムの活用に主眼を置く伝統的な金融政策手段とはかなり性格を異にするものであった。

政策当局の直接的な介入を極度にきらう米国の風土の中で、今回連邦準備制度がこうした措置をあえて発動したのは、頃来の金融引締め強化にもかかわらず、インフレ心理鎮静化の兆しが一向に現れない状況下で、①正統的な政策手段の効果浸透の遅れを多少とも取り戻すとともに、②それまでとかく住宅金融、中小企業向け融資等に集中的に現れがちであった金融引締め効果を消費者信用等にも広げ、「金融逼迫の影響を経済の各部門に公平に浸透させる」(シュルツFRB理事)ことをねらったためとみられる。もっとも当局自身も、今次規制措置について「民間の意思決定と競争市場に対する一種の恣意的な介入措置でもあり、通

常の金融政策手段のひとつとして継続使用すべきものではない」(7月22日のボルカー議長議会報告)と述べ、こうしたいわばレギュレータ的な性格の強い政策が基本的に好ましくないと認識している点は注目を要しよう。

現に今春には本措置の導入が手間取る間に、その実施を予想した市中の思惑的な借り急ぎ等により金利の急騰が誘発された側面があったとみられるほか、本措置の実施後は多くの金融機関を企業・消費者向け信用の抑制に走らせて、すでに落込みをみせ始めていた個人消費等の減勢を拍車するなど、金融・実体経済両面に心理的側面を含めやや過度の影響を及ぼしたとの批判も聞かれるところである。いずれにしても、一時的にせよこうした緊急手段を講ぜざるを得なかったところにインフレ問題の深刻さと金融政策運営の難しさを読み取ることができよう。

3. 最近における政策運営の実態と効果

(1) 新方式下における市場操作と金融動向

上述のような新しい市場調節方式の下で昨年10月以降市場運営が行われるようになってから10か月余が経過した。そこで以下では、この期間における連邦準備制度の政策運営状況、金融市場の動向等について簡単に振り返っておくこととしよう。

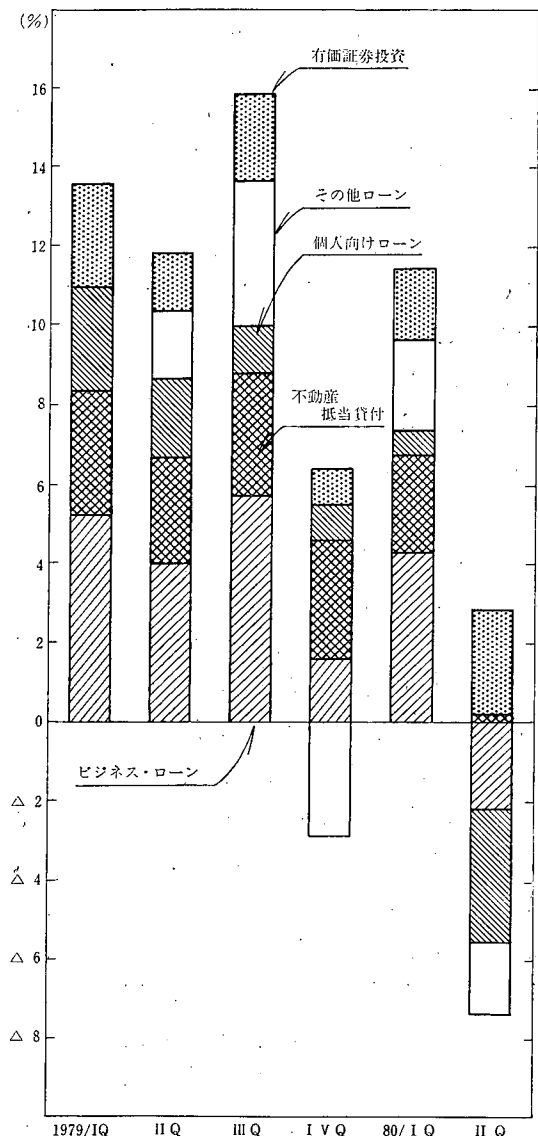
まず新方式採用直前(79年7～9月ごろ)の動きを概観すると、経済活動の活況等を背景に銀行信用、マネーサプライはそれぞれ当時の短期・長期目標値を上回る顕著な増勢を示しており(第5～8図)、銀行の非借入準備、マネタリーベース等も急速に増加しつつあった(第3表)。こうした状

(注16) 信用規制措置を中心とする総合インフレ対策の概要は以下のとおり(これらの詳細およびその後の緩和・撤廃の状況については、日本銀行『調査月報』55年4月号、6月号および本号の「海外経済要録」参照)。

①連銀借入の頻度の高い中堅・大手商業銀行に対する公定歩合の高率適用(当面3%の surcharge 賦課)制度の創設、②加盟銀行の managed liabilities に対する増加額準備率(79年10月新規導入)の引上げ(8%→10%)、③上記増加額準備率の連邦準備制度非加盟銀行への適用拡大、④銀行その他金融機関の各種消費者信用および MMMF に対する特別準備率(各増加額に対し15%)の賦課、⑤金融機関に対する信用供与自粛指導措置(80年末までに信用供与の伸びを+6～9%以内に収めるよう要請)等。

〔第5図〕

銀行信用の推移と内訳別寄与度

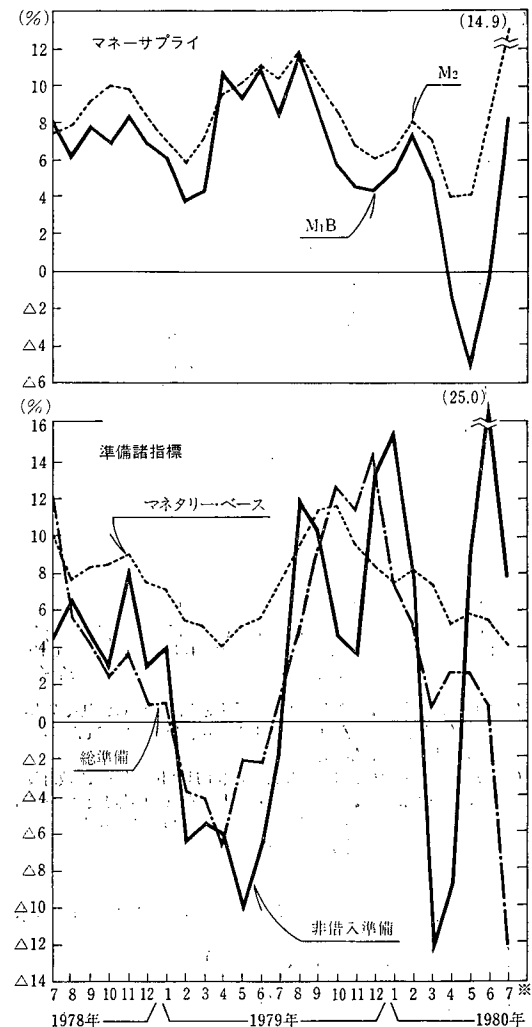


(注) 月中平残(全商業銀行ベース、季節調整済み)の期中増減率(年率)。

況に対処し、連邦準備制度は10~11月にかけて、市場がかなりの資金不足状態にあったにもかかわらず、オペによる準備供給額を相対的に小幅にとどめ非借入準備の伸びを抑制する調節方針を貫いた。こうしたオペ操作に加え、「新方式導入シミュレーションによる銀行の過剰準備積み増し意欲が高まっ

〔第6図〕

マネーサプライと準備指標の推移

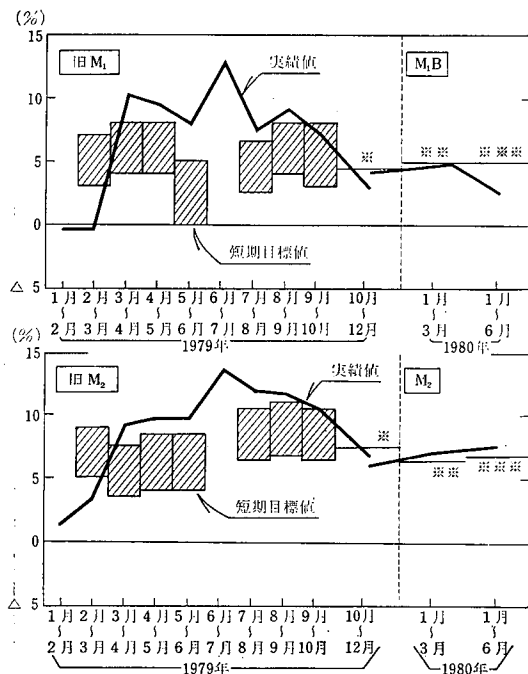


(注) 月中平残、季節調整済み、3か月前対比、年率。準備指標は準備率変動調整後。
※準備指標は過平残を基に算出した暫定計数。

た」(『Federal Reserve Bulletin』、80年2月号)こともあって、銀行の連銀借入需要も急増(同残高は10月後半の一時期約30億ドルの高水準に増す(一第3表)し、銀行の資金繰り窮屈感を強めた。こうした市場地合いの下、短期市場金利は「市場金利の短期変動の原則放置」という新方針が金利の先行きに対する思惑を呼んだことも手伝って、例えばフェデラル・ファンド・レートは1日のうちに4~5%の振れを示すとといった乱高下を伴いつ

〔第7図〕

マネーサプライの短期目標値と実績値の推移



- (注1) 短期目標値、実績値とも2ヵ月前対比、年率(ただし、79年10/12月、80年1/3月は3ヵ月前対比、年率。80年1/6月は6ヵ月前対比、年率)。
 (注2) 使用データは、旧M₁、旧M₂は80年1月の benchmark 改訂後のデータ、M₁B、M₂は80年6月の benchmark 改訂後のデータ。
 ※ 79年10月設定の目標値 ※※ 80年2月設定の目標値
 ※※※ 80年4月設定の目標値

つ急騰し、その他の市場金利やプライム・レートも軒並み急上昇をみた(第9図)。

このように10月以降の短期金融市場は当局の抑制方針をほぼそのまま反映してかなり引締まり、マネーサプライ等の増勢も年末ごろにかけてやや鈍化をみせたが、経済活動には更年後も鈍化の兆しがなおはっきり現れず、インフレ心理も一向に鎮静しない状況が続く中で、銀行信用(注17)、マネーサプライも2月ごろにかけて再び目立った増勢を示し始めた。このため、連邦準備制度は2月央

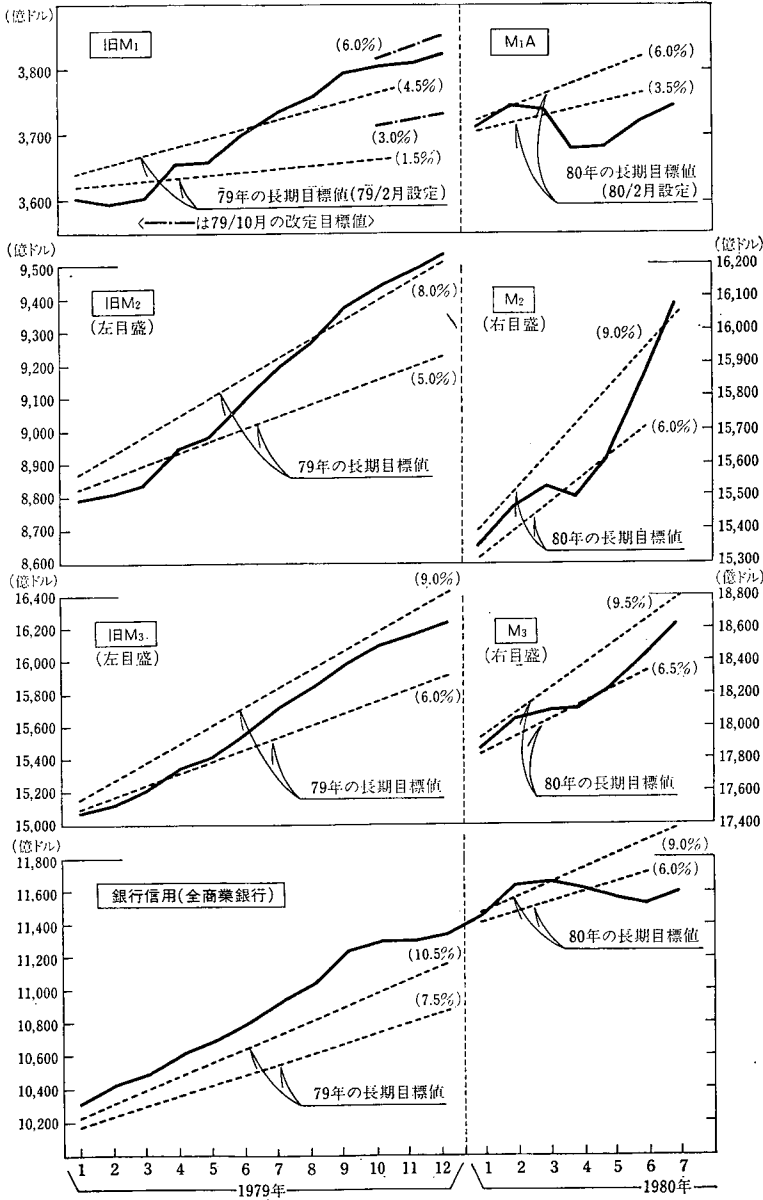
に公定歩合を再度大幅に上げるとともに、非借入準備の大幅削減、連銀借入依存度の上げを図る厳しい市場操作を実施した。こうした当局の抑制的な政策運営に加えて、当時の市場には広範な信用規制措置(前述2-(2)参照)の発動を見越した思惑的な借り急ぎ等の動きも広がったため、金融市場は2月後半ごろから急速にひっ迫感を強め、短期市場金利は3月にかけて未曾有の急騰を示した(商業銀行のプライム・レートもややラグを伴いつつ4月初には20%と史上空前の水準に達した。第9図)。

その後、こうした昨秋来の一連の金融引締め強化措置の効果が浸透する中で、3月央には政府の総合インフレ対策に呼応して各種信用規制措置が実際に発動されたことも響いて、4月ごろからは国内経済活動の落込みが金融面にも顕現し始め、ビジネス・ローン、消費者信用が急速に減退、マネーサプライも減勢をたどった(M₁A、M₁Bは4月以降7月初旬まで3ヵ月前対比伸び率でマイナスを記録)。こうした状況の下で、連邦準備制度は5月入り後信用規制措置等の一部を緩和し、7月初にはこれらを全廃するに至った。また5、6、7月にはいずれも短期市中金利の低下に追随する形で公定歩合をそれぞれ1%ずつ引下げた(7月28日以降10.0%)。この間4月ごろからは市場調節に際しても総じて甘目の準備供給を行い、連銀貸出も5月末ごろにかけて急速に減少した。こうして市場地合いが引緩む中で、フェデラル・ファンド・レートは、FOMCによる同レート目標値の下限引下げもあって、6月ごろには4月初のピークを10%ポイント強下回る水準まで急落、その他短期市場金利やプライム・レートも4月以降急

- (注17) 更年後の銀行信用の増大は、①物価先高を見越した消費者の先買的行動が予想外に根強く、消費関連需資が衰えをみせなかったこと、②起債市場においては、期待インフレ率上昇に伴う機関投資家筋の長期債購入手控えから長期金利が急騰し、これをいやがした企業が社債発行を取り止めてビジネス・ローン等短期の資金調達に走ったこと、さらには③2月後半ごろ市場筋に信用規制の実施を見越した借り急ぎの動きが広がったこと、などによるものである。

〔第8図〕

マネーサプライの長期目標値と実績値の推移



(注) 使用データについては第7図の(注2)参照。

速な低下をみた(第9図)。

しかし、6月後半以降、上記のような当局の市場運営や一部企業需資の回復(滞貨・減産資金、起債市場から短期借入への逆シフトなど)等を背景にマネーサプライは再び幾分増加気配を示している。こうした情勢の下で連邦準備制度はインフ

レの先行きに対してなお基本的な警戒姿勢を崩さず、「当面マネーサプライ(M1A、M1B)が80年の長期目標値の中心点を大幅に下回って推移することをも容認する(あえて目標レンジ内に戻そうとしない)」との慎重な政策スタンスを表明している(7月22日のボルカー議長議会報告)。また、7月29日には、81年のマネーサプライ目標値の引下げ(M2で△0.5%)を決定しており、こうした当局の慎重な姿勢等を映じて、最近の短期市場金利は6月央ごろを底に反発に転じ、その後も引き続き底固い動きを示している。なお、連邦準備制度自身も最近では、市場金利の極端な振れを回避するような肌目細かい市場運営を行っているように見受けられるが、いずれにせよ景気後退局面にあって当面金融緩和の要請が尾を引く中で、当局が慎重なマネーサプライ管理スタンスを貫き得るかどうかに関心が集まってきているのが現状である。

(2) 新方式に対する若干の評価

以上のように、昨秋来の金融政策運営を振り返ってみると、米国においては金融の量的指標コントロールに主眼を置きつつインフレ抑制に焦点をあてた慎重な政策スタンスがほぼ一貫して維持されてきたことが分る。

(第3表)

資 金 需 給 の 推 移

(単位・百万ドル)

		1979/ 7～9月	10～11月	12月～ 1980/1月	2～3月	4～6月	7月
資 金 需 給	非借入準備①	815	1,478	2,927	△ 3,405	2,642	△ 427
	〔市場要因による準備供給・吸収(△)額〕	△ 6,029	△ 434	304	△ 1,382	△ 4,566	△ 275
	〔連銀オペによる準備供給・吸収(△)額〕	6,844	1,912	2,623	△ 2,023	7,208	△ 152
	連銀貸出②	△ 52	562	△ 665	1,587	△ 2,463	11
	総準備①+②	763	2,040	2,262	△ 1,818	179	△ 416
	うち過剰準備	△ 216	150	87	203	△ 196	86
	所要準備	979	1,890	2,175	△ 2,021	375	△ 502
参 考	非借入準備*	1,001	277	1,252	△ 1,454	2,530	△ 1,216
	総準備*	924	843	587	128	86	△ 1,219
	マネタリーベース* (億ドル)	41	20	21	18	21	△ 3
	連銀貸出残高(期中平残)	1,207	1,964 (ピーク 10/31日週 3,056)	1,357 (ボトム 1/9日週 732)	2,242 (ピーク 3/12日週 3,439)	1,288 (ボトム 6/25日週 318)	376

(注1) 季節調整前、月中平残の期間中増減額。

ただし、*は季節調整済み、準備率変動調整後。

(注2) 7月の計数は、週平残を基に算出した暫定月中平残の前月比増減額。

この間、新しい市場調節方式がどの程度の効果を発揮したかを跡付けるに際しては、公定歩合の大幅引上げ(79年10月、80年2月)、さらには3月中央から7月初にかけて実施された緊急的な信用規制措置など相次ぐ引締め強化措置が打出されたことも考慮する必要があり、その評価は必ずしも容易でなく、また時期尚早であるかもしれない。特に与信活動に対する直接的な規制の実施が金利上昇の加速要因となり、景気のオーバーキルにもつながったといった批判も聞かれるところであり、こうした強化措置の影響を「それ以前の金融政策の累積的な効果等と区別して評価するのは至難」

(ウォーリックFRB理事)といえよう。

こうした事情もあり、米国内関係者の間でも新方式についてなおその評価が固まっているとはいえず、連邦準備制度自身も、リセッションと高インフレが共存するような事態の下で、明確かつ有効な金融調節の遂行を図ることの難しさを改めて認めている(注18)状況である。しかし現時点における判断としては、当局の「新方式はその導入後の数か月においてマネーサプライの増大抑制に大きく貢献した」(4月2日、ボルカー議長の上院財政委小委における報告)との発言に集約されているように、新方式の有効性をそれなりに評価す

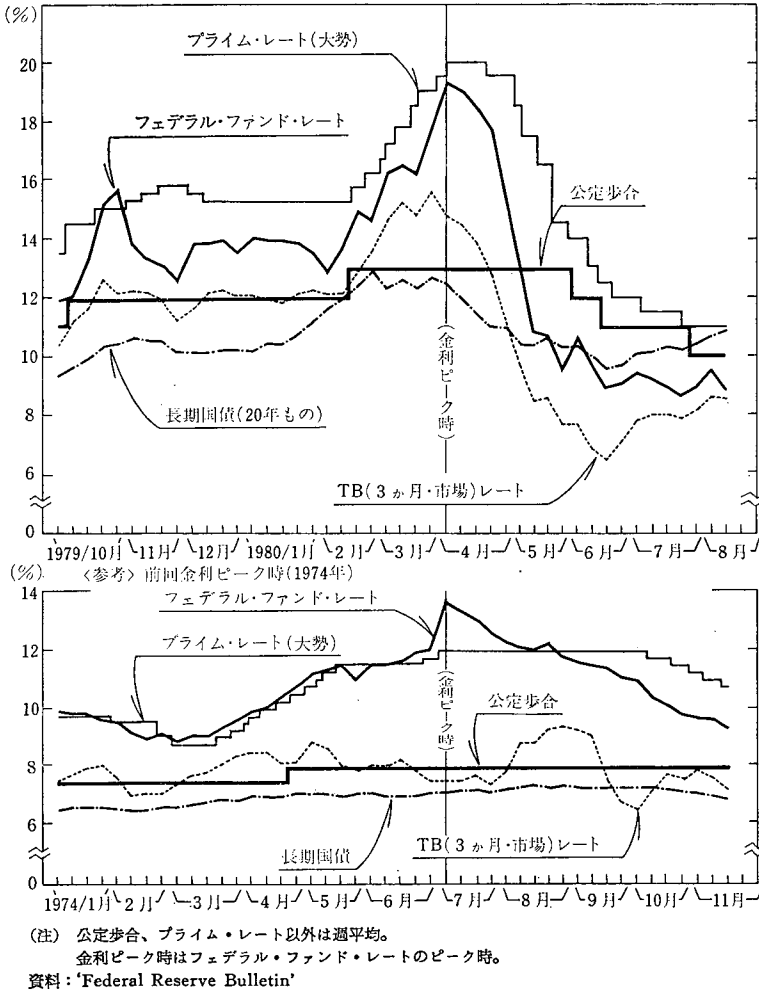
(注18) 例えば、ライス理事は、リセッションと高インフレが共存している最近の経済情勢下での金融政策決定の困難性について以下のように述べている(5月7日)。

「例えば3～4月のように、マネーサプライの伸びが突然鈍化して目標値を大きく下回る場合、準備供給を増加させてマネーサプライを目標値内に引上げることは可能だが、これによってフェデラル・ファンド・レートが必要以上に下落する可能性があり、また過度の流動性を余りにも早く生み出したり、緩和策への転換と受け止められてインフレ期待を醸成してしまったりする危険性も免れ得ない。

これに対し、準備の供給を絞る気味にして、マネーサプライが目標値を下回っているのを放置しておく、われわれは政策意図以上に引締めを強化する結果となってしまい、明らかにリセッションをより深刻化、長期化させるリスクを冒すことになってしまう。」

〔第9図〕

最近の金利の推移



ることができようし、事実新方式導入以前に比べればマネーサプライ、銀行信用等の目標値の頻繁なオーバーシュートは総じて回避し得てきたようにうかがわれる。

このように新しい調節方式に基づく市場運営が、今次局面において総じて有効に機能し得たと考えられる第1の理由は、本年初にかけて経済活動が活況を呈しインフレが高進する中、主として需要サイドの要因からマネーサプライが増勢を続けるといった状況の下では、新方式に基づいて金利水準の安定性にさほどとらわれることなく非借

入準備等の準備指標を重点的に操作する方法が奏功し、実際に銀行準備の伸び率低下を実現し得たうえ、加盟銀行の連銀貸出窓口への依存度をも相応に引上げて返済圧力をかけることに成功したことによるものであろう。

第2の理由は、フェデラル・ファンド・レート等の短期的な変動が原則として放置された結果、現実に各種短期金利が、当局の引締めスタンスの強化や市中の景況観の変化の都度、これを先取りないし増幅する形で上昇・低下両方向に極めて大きな振れをみせたことである(ちなみに前回金利ピーク時<74年7月前後>と比較しても、今回の変動幅は極めて大幅。第9図)。こうした金利の大幅変動は資金コストの不安定化等を通じて、銀行の与信態度、資金需要、ひいてはマネーサプライ

の動向に従来に比べ格段に大きな影響を及ぼしたものとみられる。

以上のように、新しい調節方式は、今回の引締め強化の過程ではおそらく従来の金利指標重視型の市場操作に比べれば、より有効に作用したのではないかと推測されるが、こうした準備指標を根幹に据えた市場調節方式の将来にわたる有効性等については、なお今後検討を要する課題も少なくないように思われる。すなわち、すでにみたように銀行準備と通貨量の関係は短期的にはかなり不安定な変動を示しがちであり、また複雑な金融取

引を包含する市場において非借入準備自体を十分にコントロールすることも必ずしも容易ではないし(注19)、連銀貸出の活用にも大手商業銀行の借入依存度が総じて低い等の事情から自ずと限界が認められるからである。

さらに、操作目標の選択の問題(フェデラル・ファンド・レートか銀行準備諸指標か)についても、連邦準備制度のウォーリック理事は、新方式導入後の市場操作実績を踏まえつつ、「特にインフレ高進期においては、新方式の方が中央銀行がこれまで伝統的に行ってきた金利操作を主眼とする金融政策(interest rate oriented monetary policy)よりも有効に作用する」点を認めながらも、「景気動向が金利によって強く影響されることも依然事実である」として、将来にわたる操作目標の選択に際しては、必ずしも準備目標のみに固執しない弾力的な姿勢を改めて示している。

いずれにせよ、新しい市場調節方式は、実体経済面の急激な変化をはさんだ一局面を経験したのみであり、今後さらに操作目標の再選択の問題をも含めて試行錯誤が続けられる中で、実践的な改善が図られていくことは十分に予想されるであろう(注20)。

4. 今後の金融政策運営をめぐる展望

最後に、以上のように新しい市場調節方式をさらに改善し、金融政策の有効性を高めていくう

で重要なポイントとなる今後の政策運営環境について若干展望しておきたい。

こうした観点から特に注目されるのは、長年にわたる議論を経て本年3月末に制定された「金融制度改革法」(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980(注21))に盛り込まれた諸制度改革の動きである。

操作目標としての銀行準備を通じてマネーサプライをコントロールすることを意図した新方式においては、銀行準備とマネーサプライの関係(いわゆる信用乗数)の安定性を高めることが重要な要件の一つとなるが、近年の相次ぐ新種金融資産の登場や、連邦準備制度加盟銀行の同制度離脱の動き等から、準備対象預金のシェアが目立って低下傾向をたどり、両者の関係はかなり不安定なものになってきていることはすでにみたとおりである(前出2—(1)参照)。今般成立した金融制度改革法ではこうした状況に対処するべく、①預金金利規制(レギュレーションQ)を向う6年間にわたって段階的に引上げ、最終的にはこれを完全に撤廃すること(預金金利の完全自由化)、②支払準備制度の対象を連邦準備制度加盟・非加盟を問わずすべての預金取扱金融機関に拡大し、同時に預金種類別の準備率格差の縮小等を図ることを定めている。

今回の立法措置によって目論みどおり預金金利の自由化が進めば、金利規制の存在に起因する新

(注19) 例えば、トービン・ユール大学教授やカンサス連銀のR.ガフェイ総裁は、「連邦準備制度理事会は、非借入準備を完全に操作可能であると考えているようであるが、日々の金融取引の中にはフロートのようにコントロールし難い要因もあるので、その完全な操作が可能かどうかは極めて疑わしい。実際問題としても、市場操作にあたっては、準備のみを目安とするのではなく、金利等を参考にしていかなければなるまい」と指摘。

(注20) 事実、連邦準備制度理事会はこの程、所要準備の計算期間と積立期間をほぼ同期間とする(現行制度では両者の間には2週間のラグが存在)ことなどを定めたレギュレーションDの改正案を発表、一般のコメントを徴求中(時間的ラグを伴う現行計算方式の下では、ある週の所要準備はすでに2週間前の預金量に基づいて決定され、連銀にとっては市場調節上所与とせざるを得ない。こうした状況の下では、当該週において銀行の総準備全体をコントロールできる余地は極めて限定されてしまうとの問題指摘がなされていたもの)。

(注21) 金融制度改革法の詳細な内容については、日本銀行『調査月報』55年5月号「海外経済要録」参照。

種金融資産の創設等の動き(特に預金からのシフト)に歯止めがかかり、銀行準備の対象範囲が拡大されることが見込まれる。さらに、支払準備制度の拡充についても、準備対象債務の拡大に加え、非加盟銀行の債務の動きを連邦準備制度がより敏速かつ明確に把握し得る道を拓くものであり、これらの措置を通じて市場調節の操作目標である銀行準備と政策の中間目標であるマネーサプライとの関係は、従来に比べかなり安定化が図られるため、新しい市場調節方式の有効性増大に寄与することが期待されよう。

他面で、今回の金融制度改革は、上記の預金金利自由化や、改革の3つ目の主眼点である商業銀行と貯蓄金融機関との業務上の垣根撤廃等を通じて、金融機関相互間の自由競争をより促進する効果をもつものとみられるが、こうした改革が進む過程では一時的にせよ多くの弱小金融機関の淘汰が重なり、信用機構全体の不安定化を招来するといった事態も懸念されないではない。こうした状況の下で、新しい調節方式の考え方に沿って短期市場金利の大幅変動が放置されるような場合には、市中の預貸金金利等もつれてかなり大きな振れを生じ、その時々的情勢いかんによっては個々の金融機関の収益基盤不安定化や競争激化を拍車することにもなりかねない。また金利波動の拡大が企業心理や家計行動に従来よりも大きい影響を及ぼし、金融環境の先行き不透明感が強まるよう

な場合には、実体経済面においても景気の振れを大きくする方向に作用する可能性も否定できず、さらに金利変動に伴う内外金利差の拡大等が為替相場に与えるインパクトも、従来以上に加速されることがあり得よう。このように、金融制度改革の進展につれて金融組織全体が従来に比べて効率化される反面で流動的要素が強まり、また金利の実体経済面等へのインパクトも加速されやすい環境が醸成されるとすれば、連邦準備制度の政策スタンスと市場運営は一段と重要性を増し、一層の機動性、弾力性を要請される可能性が大きいといえよう。

さらに、金融政策面においてマネーサプライ・コントロールを主軸とする息の長い経済安定化への努力が重ねられていく過程で、政策運営をめぐる外部要因として特に重要となってくるのは財政の動きであろう。米国の財政政策についてはここ1~2年、民間経済の拡大が続くなかでおおむね景気中立ないしやや緊縮気味の運営が心掛けられてきたようにうかがわれ、マネーサプライに占める対公共部門与信の伸びも総じて落ち着いた動きを示してきた。しかしながら、最近の財政動向をみると、景気後退に伴う税収減がはっきりする中で景気対策としての減税実施が取沙汰される一方、インフレ高進、雇用情勢の悪化を背景とする社会保障関係支出等の増すうが不可避となりつつある(ちなみに80年度は当初予算を大幅に上回る赤字

(注22) 当面の政策運営について、連邦準備制度のウォーリック理事は、「米国経済が再びインフレの波間に突入するのを防ぐためには、長期間にわたりマネーサプライの伸びを名目GNPの伸び以下にとどめ、インフレ体質が完全に払拭されるまで低めの成長を甘受する決意が必要。これを達成できるかどうかの苦渋に満ちた試練は、むしろセッション後の景気回復期に訪れることになろう」と指摘(6月10日)。

またボルカー議長も「当面とるべき道は、マネーサプライを増加させてインフレ圧力を容認することではなく、たとえ景気回復が緩やかなものになるとしてもインフレ鎮静努力を続けることである(81年のマネーサプライ長期目標値を80年よりさらに引下げる)」との意向を表明(7月22日議会報告)、7月29日には、同一目標値をM₂で0.5%ポイント引下げる旨発表している。

最近の減税論議等に関しても、米国内では「(減税等による)景気刺激策はさらに新たなインフレを招くおそれがあり、予算の均衡化等に向け厳しい努力が必要である」(6月23日、ブルメンソール前財務長官以下の元政府経済担当高官グループの記者会見発言)、「生産性を高め賃金コスト圧力を減殺するような減税は必要であるが、時期尚早な実施はインフレの再燃を招き、その効果を失わせるリスクを冒すことになりかねない」(7月22日、ボルカー議長議会報告)等の慎重論が多く聞かれている状況。

化<1月予算教書△398→7月改訂△609億ドル>が必至であり、またひとつは均衡予算が標榜された81年度についてもすでに現段階で300億ドル程度の赤字が見込まれる状況)。さらにやや中期的にも、以上のような制度的経常支出増に加え、国債費、軍事関係費の趨勢的な増大も予想されるなど歳出面での増す要因が少なくなき、財政収支の悪化傾向が続くおそれがあるとみられている。

しかし財政赤字が急拡大するような状況下において、マネーサプライ管理等を通じてインフレ抑制と安定成長を同時に達成するという政策目標の実現がそれだけ困難さを増すことは、60年代以降

再三の経験が示すところであり、このところ各方面から先行き厳しい財政節度の維持と、財政・金融政策一体となった機動的なポリシーミックスの推進に強く期待がかけられているゆえんもここにあるとみることができよう(注22)。この間金融政策面においても、以上みてきたような種々の環境変化に対応して政策発動のタイミングや市場調節をよりの確なものとするのが重要な課題となつてこようし、政策効果波及メカニズム等についてもさらに研究を深める必要が強まってくるものと思われ、今後の動向が注目されるところである。