

## 資料

## 公定歩合と貸出政策

フィラデルフィア連邦準備銀行月報1959年1月号より訳載（要訳）

## 1. はしがき

ここに貸出政策 (discount policy) とは、連邦準備銀行の割引あるいは貸付を支配する条件をいう。それは、加盟銀行が連邦準備銀行から信用供与を受ける大枠 (framework) を定めるものである。公定歩合は、貸出政策によつて加盟銀行の連銀信用利用意欲に影響を与える手段である。

貸出政策および公定歩合は連邦準備制度の初期の歴史においては重要な役割を演じた。しかしその重要性は1930年代に、金の流入および信用に対する需要の減少によつて、銀行が巨額の過剰準備を蓄積するに及んで減退した。第2次大戦中および戦後初期には、国債価格支持政策、とくに財務省証券金利 $\frac{1}{2}\%$ 固定化政策が実施されたため、加盟銀行は必要資金をまかなうため常時これを連銀に売却した。こうして約20年の間、貸出の窓口 (discount window) はほとんど利用されなかつた。

貸出政策や公定歩合は、1951年国債価格支持政策の終結とともに再びその重要性を取り戻した。加盟銀行は支払準備の不足をカバーするための資金を得るため、連銀信用を一層よく利用するようになった。公定歩合は初期の時代の絶対的重要性とまではいえないが、金融政策の手段としての重要性を再び持つに至つた。

貸出政策および公定歩合の重要性の復活はその意義およびその使用に関する問題を生ぜしめている。この論文は次の三つの問題を取り扱う。

- (1) なぜ加盟銀行は時々連銀から借入れを受けるか。
- (2) 連銀からの借入れはどのような場合に妥当であり、またどのような場合には不適当であるか。
- (3) 公定歩合変更の効果は何か。

## 2. 加盟銀行はなぜ連銀から借入れを受けなければならないか

## (1) 銀行の支払準備ポジションに影響する諸要因

商業銀行は法律によつて、その預金に対する一定最低比率の支払準備を保有しなければならないこととなつている。連邦準備制度加盟銀行は、この最低準備額を連邦準備銀行に対する預金の形式で保有しなければならない。

銀行の支払準備ポジションおよび支払準備の保有を要する銀行の預金額にはきわめて多くの諸取引が影響を与える。たとえば手形交換の結果交換赤を生じた銀行は他銀行に資金を支払い、逆に交換黒を生じた銀行は他銀行から資金を受ける。銀行が他地域への送金を依頼されると、この送金は連銀の電信付替制度 (wire transfer facilities) を利用してなされるが、これは直ちに送金銀行の支払準備を減少させ、被仕向銀行の支払準備を増加させる。企業やその他の預金者は貸金支払やその他の目的のため預金を引き出す。財政資金の引揚げおよび支払も今日では巨額に達するが、これは絶えず銀行間に資金を移動させる。これらは、銀行の支払準備額および支払準備の保有を要する預金額を日々変動させる数多くの要因の数例にすぎない。この結果、銀行の支払準備ポジションは——法定準備額以上になるか、または以下になるかを問わず——絶えず変化している。

多くの要因が銀行の支払準備ポジションに影響するとはいえ、それにはある種の型が認められる場合が多い。第1に、大部分の銀行は単に1日ないし2～3日の突然かつ不規則な資金の移動を経験する。ある銀行の準備は、ある日には不足となり、次の日には過剰となるかもしれない。第2に、季節的な傾向があつて、ある季節には資金が流入し、またある季節には長期にわたつて資金が流出することが多い。第3に、銀行の支払準備ポジションはその銀行自身の政策から生ずる長期的傾向を反映する。もしある銀行が同地域の銀行に比し

より急速に貸出および証券投資を拡張すると、その銀行は手形交換を通じて絶えず資金を喪失することになるようである。一方他の銀行に比し信用拡大の度合の低い銀行は支払準備が増加する傾向にある。最後に、経済の拡大または成長の度合の地域差が、ある銀行の預金や支払準備を増加させ、また他の銀行のそれを減少させる。不作、洪水、その他の災害は経済活動を急激に減退させ、その地方の銀行の支払準備ポジションを著しく圧迫する。

## (2) 支払準備ポジションの推定

銀行は損益という観点から支払準備ポジションを常に注意している。法定限度を超過する支払準備額はなんらの収益をも生まず、支払準備不足額はペナルティを課せられるからである。

法定支払準備の諸規定のうちいくつかの点は、支払準備ポジションを調整するに当りとくに重要である。加盟銀行は要求払預金と定期預金との一定比率に等しい支払準備額を「毎日」維持する必要はない。法定支払準備額は所定の計算期間の全体を通じて平均的に——毎日の支払準備額および毎日の要求払預金と定期預金の残高について計算して——維持されればよいのである（支払準備の計算期間は、中央準備市と準備市所在の加盟銀行については1週間、地方所在の加盟銀行については半月）。支払準備額が1日ないし2～3日間法定最低限度を下回つても、他の日における過剰準備がその不足額を相殺しうる限り問題にはならない。

もう一つ重要な点は、要求払預金に対する法定支払準備額を計算するに当り一定の控除が認められていることである。主要控除項目は、取立中の切手手形と国内の他の銀行に対する要求払預け金の二つである。最低支払準備額は、控除を行なった後の純要求払預金に対して課せられるのであつて、総要求払預金に対してではない。

金融中心地にある大銀行は収益を生まない過剰準備を保有することのないように、自行の支払準備ポジションについて細心の注意を払っている。大銀行は当日の支払準備ポジションにつき、毎朝できるだけ早く推定を下し、これに基いて毎日の支払準備ポジションの調整を行ない、過剰資金は収益資産に投入し、不足資金はこれを補填する。

したがつて大銀行においては支払準備が所要準備を超過する割合はきわめて小さい。これに反して中小銀行の場合には、支払準備が所要準備を超過する割合ははるかに大きい。過剰準備の額そのものは普通少額である。少額の資金は多額の資金の場合と異なり、金融市場で容易かつ有利に運用することができないからである。また金融市場から遠隔の地方に所在する多くの中小銀行にとっては、自行の支払準備ポジションを毎日調整することはそれほど簡便なことではない。これらの理由により、多数の中小銀行は支払準備の赤字を避けるために過剰準備というクッションを保有するのである。

## (3) 支払準備調整のための各種の手段

銀行はその支払準備を調整するためいくつかの方法を使用することができる。銀行は過剰準備を財務省証券、商業手形、その他の証券に投資することができる。また一時的に他の銀行や証券ディーラーに貸出したり、コルレス先の銀行に預けたりすることもできる。支払準備の不足額を補填するためには、銀行は手持証券を処分したり、他の銀行の過剰準備を借り入れたり、コルレス先銀行に対する預け金を引き出したり、連銀から借入れを行なつたりすることができる。

銀行がこれらの方法のうちいずれを選択するかは多くの要因によつて影響される。財務省証券その他の短期証券や商業手形は通常第2線準備として利用される。このように投資された過剰準備は収益を生み、しかも追加資金が必要なときには最少の資本損失で容易に現金に代えることができる。短期の手形や証券は、季節的その他の長期にわたる支払準備の調整を行なうのにとくに適している。しかしこれら証券の売買は、買入証券を少なくとも2～3日保有しない限り、かせいだ金利の大部分またはその全部を吸収してしまうので、毎日の調整ないしはごく短期の調整には不適當である。

毎日の支払準備調整にはフェデラル・ファンド市場——過剰準備額の貸借を行なう市場——の利用が有利である。この取引の大部分は1日に限られ、短期証券の場合と異なつて買値と売値の間に開きはなく、かつ価格変動によるリスクもない。仕組は種々異なるけれども、フェデラル・ファン

ド取引の本質は、支払準備に不足する銀行が特定の金利を支払う旨約して他の銀行の過剰準備を借り入れることにある。

ごく短期の調整に有利であるところからフェデラル・ファンド市場は、金融中心地の大銀行によつて支払準備ポジションの日々の調整を行なうために広く利用され、毎日の取引高は約5億ドルから10億ドル以上にも達している。取引単位は通常1百万ドルであるから、準備の過不足額がごく少ない銀行にとってはフェデラル・ファンド市場を利用することは不利である。また加盟銀行は、一時的な支払準備の不足を補填するために連銀から借入れを行ない、その後生じた過剰準備でこれを返済することができる。

以上の支払準備調整手段を選択するに当り重要な影響をもつのはコストの相対関係である。銀行は当然できるだけ安い資金を得ようとする。通常、銀行は連銀借入金利の方が低い場合にはフェデラル・ファンドを借り入れない。これがフェデラル・ファンド金利が公定歩合以上に上昇することがまれな理由である。その他の要因としては借入れに対する銀行の態度や、各種の支払準備調整方法を採用する際の便宜といったものがある。

### 3. 貸出政策

中央銀行の機能の一つは、季節的その他の一時的な金融逼迫を避けるため、一国の通貨および信用状態に弾力性を付与することである。このことは、需要の増大に対しては通貨と支払準備を供給し、季節的閑散期には通貨と支払準備を吸収することを意味する。

公開市場操作は経済全体の季節的需要の変動に応じて支払準備の量を調整するために使用される。たとえば連銀は毎年下半期には、通貨流通量の増大その他の季節的要因によつて減少した支払準備を供給するために国債を買い入れるのが通例である。他方年初には、通貨の還流によつて創出される支払準備のうちながしかを吸収するために国債を売却するのである。

連銀の貸出は、特定の銀行ないしは特定の地域における季節的な支払準備の必要をまかなう点では公開市場操作よりも効果がある。季節的な変動

はすべての銀行にとつて画一的なものではない。銀行によつては、その資金需要のピークが経済全体としては季節的閑散期にあたる時期に到来することがある。貸出の窓口を通じて連銀は支払準備を必要とする加盟銀行に対し直接それを供給することができる。貸出のもう一つの利点は、支払準備を「ヒモつきで」供給する点にある。一時的な需要が一巡した後には、支払準備は加盟銀行が連銀に対する負債を返済するにつれて吸収される。

中央銀行のもう一つの重要な機能は、支払準備と信用の量、アベイラビリティおよびコストを、物価水準の安定を保持し、かつ高水準の生産、雇用のもとで経済の安定を維持するように規制することにある。これらの諸目的を達成するために、中央銀行はみずから創出する支払準備の量を効果的に管理しなければならない。このことは貸出の窓口の使用は制限されねばならないことを意味する。さもなければ支払準備の量は中央銀行のインシアティブではなく加盟銀行のインシアティブで創出されることとなるであろう。実際には、中央銀行の信用は主として次の二つの方法で制限されるのが通例であつた。

(イ) 加盟銀行が連銀から借入れを受けうる諸条件を設定すること。

(ロ) 公定歩合を変更し銀行の借入コストを増大させること。

#### (1) 現行規定

加盟銀行は現在次の方法によつて、短期間連銀から直接に信用供与を受けることができる。

(イ) 90日以内に満期となる適格商業手形の再割引（ただし農業手形の場合は9か月以内に満期となるものでよい）。

(ロ) 適格手形または国債を担保とする自行の約束手形による借入れ。

(ハ) 連銀の満足するその他の資産を担保とする自行の約束手形による借入れ、ただしこの場合金利は公定歩合の $\frac{1}{2}$ %高。

便宜上加盟銀行の連銀借入れは、ほとんどすべて国債を担保とする自行の約束手形による借入れの形で行なわれている。

健全な金融状態の維持を助けるために窓口規制を行なうことの重要性もまた認識されてきた。連

銀からの借入れは、権利ではなくて、単に特典 (Privilege) にすぎないものと明白に定められた。修正法第4条では、連銀は各加盟銀行に対し、「他の加盟銀行の権利および要求、健全な信用状態の維持、ならびに商業、工業および農業の必要資金の融資を十分に考慮して安全かつ妥当になしうる」割引および貸付を行なうことができる、と規定されている。

さらに各連銀は、銀行信用が投機的な諸目的のため、またはその他健全な信用状態の維持に反する目的のために不当に使用されているか否かを確かめるため、その加盟銀行の貸出および投資の一般的性格および金額について常に熟知しているよう命ぜられている。加盟銀行に対する融資の可否を決定するに当たっては、連銀はこのような事情を考慮しなければならない。

最後に連銀は窓口規制を行なう場合には、他の業務を運営する場合と同様に「公正・公平に、かつ加盟銀行の利益不利益を問わず無差別に」これを行なわなければならない。連銀信用が加盟銀行に与えられる場合の諸条件をより明確にするための規程を定める権限が理事会に与えられた。加盟銀行の借入れを規制する規程Aは1955年に改正されたのが最も新しい。

## (2) 適当な借入れ

多くの加盟銀行は、従来とも連銀から借入れを受けることなしにその資産および支払準備ポジションを管理することができた。連銀から借入れを行なうことが加盟銀行にとって適当であるか否かについてあらゆる事例を一々列挙することはできない。経験の教えるところの一つは、窓口規制は機械的なルールによつては適切に行なうことができない、ということである。借入れの行なわれるに至る条件と必要とはさまざまで、それぞれ独自の得失について考慮されなければならない。とはいえ、連銀の貸付および割引を規制する場合の指針となる一定の一般的諸原則があるので、これを簡単に要約すれば次の通りである。

最も慎重に運営されている銀行でさえ、時によりその平均準備残高が法定最低限度以下となるような2～3日間の準備の流出を経験することがあろう。連銀からの借入れはこのような短期の準備

不足に対処する一つの方法である。もしその不足状態がより長い期間にわたるものであることが判明したならば、この借入れはその銀行に対しその資産につき必要な調整を行なう時間的な余裕を与える。

また異常な季節の変動の生じた場合も、連銀からの借入れが適当である事例である。季節的な必要はおおむねこれを予測することができ、それが従来の経験に合致している限り準備しておくことができる。しかし預金の引出がことのほか大であるとか、貸出需要が異常に強いとか、あるいはその両者が併行して生ずるとかということがあるかもしれない。第2線準備がこのような予期しなかつた季節的需要に対処するために十分でない場合には、加盟銀行は追加資金を得るために連銀の貸出の窓口に来ることができる。

加盟銀行にとつてより長い期間借入れを行なうことが適当である場合もありうる。地方的なあるいは全国的な緊急事態が生じて銀行の流動資産に大きな圧力がかかることがあるが、この場合には必要な調整を行ない事態を乗り切るためにかなりの時日が必要とされよう。このような異例な事態においては、銀行が地域的な必要により良く応じうるためより長い期間の借入れを行なうことも適当であると認められる。

## (3) 不適当な借入れ

加盟銀行はただ最後の手段としてのみ連銀からの借入れを行なう。不適当な目的のために借入れようとするものはごく少数で、これらの事例は貸出の窓口の真の機能を誤解したことから生ずるのが普通である。借入れが不適当であるかどうかについての最終的な決定には、個々の借り手の特殊な事情を考慮しなければならないのであるが、普通不適当な部類に入るような一般的な型がある。

投機的な諸活動——証券投機、不動産投機ないし商品投機など——を融資するための借入れは連銀信用の使途としては不適当である。このような諸目的のために振り出された手形は、連銀創設の当初から再割不適格とされている。このように連銀信用を使うことは、個々の銀行にとつてもまた金融政策の立場からしても望ましくないことであり、商業銀行の幹部職員も以前からずつと、投機

的諸活動を融資するための貸出にはまゆをひそめるという態度をとつている。このような貸出が危険なものであり、かつほとんど常に金融市場を混乱に導くものであつたことは経験の示すところであつた。投機的な貸出を支えるために加盟銀行に準備を供給することは、連邦準備法の規定しているごとく、「健全な信用状態を維持」するような形で貸出の窓口を規制することと矛盾するものである。

加盟銀行自身の証券投資をまかなうために借入れを行なうことは連邦準備法に反する。投資のための資金は、銀行の経営者が当然に予測することができないような短期的、一時的な必要資金とは性質が異なる。また資本損失を伴う投資証券の処分を避けるために連銀から借り入れることも原則してはこれと同様である。余裕資金を短期証券よりもむしろ長期証券に投資しようとするときには、銀行の経営者は、貸出需要の増加その他の目的のために証券を処分しなければならないようになった場合には負担すべき資本損失がより大となる、という危険を引き受けるのである。長期債の高利回りという誘因は、引き受けるべき危険と比較考量すべきである。加盟銀行が投資証券を処分することなしに貸出需要に応じようようにするためにこれに信用を供与することは、「健全な信用状態の維持」という連銀の責務と矛盾するものである。この種の貸出政策は資金需要の強い時期にインフレを抑制しようとする努力を大幅に弱めることになる。

緊急事態ないしなんらか異常な事態にあるときは別として、継続的な借入れを行なうことも、また連邦準備法に体现された諸原則と一致しないものである。貸出の窓口の目的は、連銀信用を加盟銀行に対しその一時的な必要をまかなうために直接的に供与すると同時に、銀行に対してより長期の資金需要に応ずるために必要な資産および貸出政策上の調整を行なわせるための時間的余裕を与えることである。

連銀からの借入れが銀行自身の資力を補う追加資本源と考えられたことはこれまで一度もなかつた。連邦準備制度創設以前でさえ、コルレス先銀行から継続的な借入れを行なうことは避けられて

いたのであつて、それは経験上、巨額の負債を有する銀行は難局を克服する場合弱い立場に置かれたということが明白であつたからである。金利差を稼ぐため、ないしは租税上の利益を得るための借入れも不適當と考えられる目的の部類に属する。

#### 4. 公定歩合

貸出政策は健全な銀行業務の遂行を促進し、健全な信用状態を維持する目的で組み立てられるものであり、加盟銀行が直接に連銀信用を得る大枠を定めるものである。貸出の窓口を規制する場合の諸原則はリセッション時でもブーム時でも基本的には変りはない。

けれども、公定歩合はインフレやデフレに対処する上において重要な一手段である。公定歩合の変更が加盟銀行の支払準備の量、信用のコストおよび総支出の流れに影響を及ぼす径路には次の三つがある。

(1) 公定歩合政策の最も直接的な効果は連銀の貸出コストを変動させることである。公定歩合の引上げは連銀借入れを高価なものにし、加盟銀行の借入意欲を減殺する。公定歩合の引下げはこれと逆の効果を持つ。

公定歩合の変更のコスト面への効果は、加盟銀行借入量を左右する他の要因と切り離しては考えられない。このような要因の一つとして重要なのは、銀行が追加資金の供給を必要とするような状態にあるか否かということである。このような必要がある場合にはじめて借入コストが加盟銀行の連銀借入意欲に対して影響する要因となる。公定歩合が引き上げられるにつれて準備を補填するための連銀借入コストは上昇し、加盟銀行は連銀借入れを減らすために融資申込をより厳重に審査するようになる。公定歩合が非常に高水準にまで引き上げられた場合には、連銀借入れによつて所要準備を補填するということは非常に困難になる。他方公定歩合の引下げは、加盟銀行が追加準備を必要としている限り連銀借入れを行なう意欲を増加せしめる。

公定歩合は加盟銀行の支払準備の量を規制する上に不可欠の手段であるが、それだけで十分な手段ではない。長年にわたり英蘭銀行が採用してき

たペナルティ・レート政策は公定歩合のコスト面への効果に着目したものである。この政策の目的は、公定歩合を中央銀行信用の借り手機関の貸出および投資金利よりも高くし、それによつて中央銀行を最後の資金供給者 (lender of last resort) たるにとどめようとするものである。英国においてこの政策は、ディスカウント・ハウスの資産の大部分を占める大蔵省証券、その他の短期証券利用に比して公定歩合を高く維持することを意味する。追加資金を必要とする市中銀行は、ディスカウント・ハウスに対するコール・ローン回収し、ディスカウント・ハウスはこの結果英蘭銀行から借入れを余儀なくされる。しかし連邦準備銀行の公定歩合は、この意味ではまれにしかペナルティ・レートとして用いられたことはなかつた。真にペナルティ・レートとして作用するためには、公定歩合は加盟銀行の貸出、投資金利よりも高くなければならない。

(2) 公定歩合が加盟銀行準備に影響する第2の、そして最も重要な径路は、それが市中の金利体系に及ぼす作用である。準備銀行とマネー・マーケットは、市中銀行の現金・支払準備ポジションを調整する上において二者択一的手段であり、そのために公定歩合と市中短期金利との間には密接な関係が存在する。公定歩合が財務省証券その他の短期証券市中利回りよりも高い場合には、市中銀行は連銀借入れよりも保有短期証券の処分を選ぶであろう。短期証券の処分が進めば短期証券利回りは公定歩合の水準まで上昇する。逆に公定歩合が短期証券利回りよりも低い場合には、加盟銀行は保有証券を処分するよりも連銀借入れに頼る方が有利である。連銀の窓口を通じて低利の追加準備が供給されとなれば、短期証券の売りは減少し、短期金利は低下する。加盟銀行の支払準備が豊富で追加資金の借入れを必要としない場合には公定歩合はあまり効果をもたない。

公定歩合の変更は、短期金利や市場の予想 (expectation) に対する直接の作用を媒介として中・長期金利にも影響を及ぼす。たとえば短期金利の上昇は、短期証券投資を中・長期のそれに比して有利ならしめる。投資資金が短期証券に振り向けられるにつれて中・長期金利は上昇する。こ

のように公定歩合の変更は短期金利に対して一層直接かつ強度の作用を及ぼすのであるが、さらに金利体系全体の変化をもたらす傾向がある。また公定歩合の変更は、時には市中銀行の対顧客貸出金利に対しても同様の効果を及ぼす。

市中金利に対する以上のような効果は公定歩合が支出の動向に対して影響する最も主要な径路である。そしてその効果は運転資金借入れよりも設備資金借入れについて大きい。長期金利が比較的高く、長期債市場が軟調な時には、借り手は設備投資のために長期債を発行することをためらうであろう。このような場合市場が好転するまで新規起債を見合せる傾向が強くなる。長期金利が上昇すれば長期債は抵当証券に比して魅力あるものとなり、抵当証券市場に対する資金の流入は減少する。逆に長期金利が低下すれば設備投資や抵当証券投資に向けられる資金量は増大する傾向がある。

(3) 公定歩合の変更が支出動向や経済活動に影響する第3の径路はそれが市場の予想に対して及ぼす効果である。一般公衆は公定歩合の変更を連銀信用政策のシグナルとして受け取る傾向がある。1957年11月の公定歩合引下げはその好例であつた。当時、リセッションの進行は事業活動と金利の将来について不安な空気を作り出していた。公定歩合の引下げは、それ以後の金利が下降傾向をたどるであろうとの確信を投資家に与え、その結果投資家や投機家たちは直ちに国債その他確定利付証券の買入れを増加させた。このような予想の変化はその後における市中金利の急激な低下をもたらした重要な一因となつた。

公定歩合の支出および事業活動に対する効果をはつきりと識別することは困難である。公定歩合の引下げは金融緩和と金利低下を予想させ、その結果事業活動の拡大、支出の促進をもたらすかも知れない。しかし逆に、公定歩合の引下げは連銀当局が事業活動の停滞を予想した証拠として受け取られるかも知れず、その場合それが支出に対して与える影響は逆方向になる。公定歩合の変更に対する公衆の反応はしばしば気まぐれである。したがつてそれが予想に対して与える効果は正確には予見しがたい。

以上のような公定歩合の機能からみて、その変

更が必ずしも常に連銀信用政策の変化を意味しないゆえんが理解されるであろう。それは単なる技術的調整にすぎないかも知れず、その場合、公定歩合の上げ下げは現行の金融引締め(または緩和)の度合を維持するため公定歩合を市中金利にサヤ寄せする目的で行なわれる。もし公開市場操作の結果、資金需要に対して支払準備が不足し、市中金利が公定歩合を上回つた場合には、現行の引締めの度合を維持する上からも公定歩合の引上げが必要となるかも知れない。なんとすれば、もし公定歩合が据置かれれば、加盟銀行は高利の市場資金に頼るのをやめて連銀の貸出を求めることになり、その結果市場における引締めの圧力から部分的に免れることができるからである。

公開市場操作と公定歩合操作との間には密接な相互関係があり、そのため両者は相連繫して使用される。経済が拡大期にあつて金融政策の基調が引締めの方向にある場合には、公開市場操作は支払準備の供給を増大する資金需要以下に抑えるように運用され、その結果加盟銀行は追加準備を獲得するため借入れに頼らざるをえなくなる。多くの銀行は連銀借入れを好まないため勢い借入申込をより厳重に審査するようになる。しかしながらこの場合、最大の効果を期待しようとするれば、公定歩合を市中金利と同率、またはそれ以上に維持せねばならない。政策の目的が金融緩和にある場合には、公定歩合引下げが行なわれるが、この効果は連銀が公開市場操作を通じて十分な準備を供給し、加盟銀行の連銀借入れを大幅に減少させるならば著しく高められるであろう。

## 5. む す び

現行の貸出政策と公定歩合操作についての諸原理は、国内および海外の長年にわたる経験から導き出されてきたものである。貸出の窓口は支払準備の主要な源泉であり、公定歩合は連邦準備制度の初期においては金融政策の基本的な手段であつ

た。その後公開市場操作が支払準備の総量を規制する主要手段として発達してきたが、貸出の窓口と公定歩合とは現在なお連銀政策の中で重要な役割を果している。

無数の企業とその金融取引とは、銀行間において絶えず資金を移動させ、これは毎日・毎月市場の不均衡と緊張とを生み出しているが、連銀の加盟銀行に対する貸出はこれを緩和させる上に大きな貢献をしている。一時的な準備の必要を満たす手段として、連銀の貸出は支払準備を必要とする銀行に対して直接に、しかもヒモつきで資金を供給できるという利点がある。一時的な必要が解消すれば加盟銀行は借入れを返済し支払準備は吸収される。

貸出の窓口を無制限に緩めることは、健全な信用状態の維持、効果的な金融政策の遂行と両立しえないであろう。貸出政策は加盟銀行に対し、一時的な、また緊急な必要に対処するため支払準備を供給するものではあるが、それはインフレやデフレを招くことなしに継続的な経済成長を達成するため、支払準備や通貨量を規制するという連銀の能力を損うものであつてはならない。もし貸出政策が存在しないとすれば、資金需要の強い時期において信用の過度の膨張を防ぐため、準備のアベイラビリティを厳重に規制するには、公定歩合をはるかに高く引き上げなければならない。その結果、当然に予想できない短期的準備不足に陥つた銀行は、それをカバーするため苛酷なペナルティ・レートを支払わざるをえなくなるであろう。

公定歩合は、連邦準備制度の初期におけるように唯一の重要手段ではなくなつたとしてもなお金融政策上の重要な手段である。直接的には公定歩合はコストとして作用し、加盟銀行の連銀借入意欲にある程度の影響を及ぼす。また間接的にはそれは市中の金利体系に影響を及ぼす。公定歩合と公開市場操作とは、それぞれが他をより効果的ならしめる機能を営むので協調して使用される。