

資料
----

## 最近における米国の金融調節方式について

### 【目 次】

- |                                     |                              |
|-------------------------------------|------------------------------|
| (はじめに)                              | ロ. マネーサプライ短期目標値、市場調節方針等の決定   |
| 1. 金融調節方式の変遷                        | ハ. ニューヨーク連銀国内公開市場操作担当支配人への指令 |
| (1) フェデラル・ファンド・レート重視期(76年4月～79年10月) | (2) ニューヨーク連銀による日々の市場調節方法     |
| (2) 新金融調節方式期(79年10月～82年秋)           | イ. 公開市場操作(オペ)主体の調節           |
| (3) 三面アプローチ方式期(82年秋以降)              | ロ. 連銀貸出の機能                   |
| 2. 現行の金融調節方式                        | ハ. 準備指標の予測誤差の存在              |
| (1) 連邦公開市場委員会(FOMC)における政策決定         | (おわりに)                       |
| イ. マネーサプライ長期目標値等の決定                 |                              |

### (はじめに)

米国連邦準備制度理事会は、1970年代半以降、金融調節方式に関し、操作目標を中心に2度にわたり重要な変更を加えている。本稿は、こうした金融調節方式の変遷——第1期(76年4月～79年10月、フェデラル・ファンド・レート重視)、第2期(79年10月～82年秋、新金融調節方式)、第3期(82年秋以降、三面アプローチ)——について、各々の基本的枠組みおよび変更が必要とされた背景等を整理、考察したものである。

### 1. 金融調節方式の変遷

欧米主要国の中央銀行は、70年代以降、量的金融指標(monetary aggregates)を政策運営の中間目標(intermediate target)として公表することによって、物価安定を目指す政策当局に対する人々の信認を高め、インフレなき持続的成長の実現に努めてきている。こうした動きの中で米国は中心的な地位を占めてきた。すなわち、連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee、略称FOMC)は70年1月、マネーサプライを金融政策の運営目標の中心として据える旨決定し、75年5月にはM<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>の先行き1年間の長期目標値を四半期ごとに公表するこ

とに踏切った。また、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System、略称FRB) 議長は、78年以降、完全雇用・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、上・下両院銀行委員会においてFRBの金融政策目標および経済見通し等の報告を行うことを義務付けられているが、そのうちマネーサプライ目標値についての報告が最も重要な部分を占めている。

こうした70年以降のFRBのマネーサプライ重視の政策は、「中間目標」としてマネーサプライを据え、そのコントロールを通じて最終目標(物価安定、持続的成長等)を達成していこうとする考え方を背景としている。その場合、日々の金融市場調節においては、マネーサプライが必ずしも統計上速報性を持たず、かつ中央銀行にとって直接的かつ短期間にコントロールできる金融指標(Variable)ではないため、「操作目標」としては、瞬時にデータを入手でき、また中央銀行の意図をより明確に反映する金利とか銀行準備等の指標を選び、これを直接のターゲットとして市場調節を行っている(いわゆる金融政策の二段階アプローチ：金融政策手段→操作目標→中間目標→最終目標の達成)。

操作目標の選択に際しては、①中間目標をコントロールするために適切な手段であること(中間目標との関係が安定的であること)、②操作目標自体のコントロールが容易であること、が問題となるほか、さらに③操作目標の動きが市場の期待形成(金利見通しおよび準備に対する需要)の攪乱要因とならないこと等が求められる。しかしながら、実際問題としては、様々な経済的諸条件の変動に加え、連銀の市場調節自体が市場の期待形成に攪乱的にインパクトを与えることもあって、なかなか適切なターゲットを採用することは難しく、このためFRBとしても、70年代以降試行錯誤を重ねながら順次、以下の3方式を採用してきた経緯がある(第1表)。

#### (1) フェデラル・ファンド・レート重視期(76年4月～79年10月)

この時期においては、FOMCでM<sub>1</sub>～M<sub>3</sub>の長期の目標値のほか、M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>については短期の目標値を設定した。そして短期目標値を実現するため、操作目標としてフェデラル・ファンド・レート(コール・レートに相当、以下FFレート)を採用し、その変動許容範囲を週平均で0.5%から0.75%程度の狭いレンジに保つよう、オペにより市場調節を実施した。

当方式は、FFレートの変動を小幅にとどめそれを目標値通りに誘導していくという点では優れていたが、反面FFレートを一定水準に維持するために、オペ

(第1表)

## 金融調節方式の変遷

(70年代前半の操作目標)

70年1月～ 短期金融市場情勢 (money market condition &lt; FFレート、自由準備、連銀貸出 &gt;)

72年1月～ 総準備

　　2月～ RPD\* (民間一般預金対象準備 < = 総準備 - 連邦政府預金・インターバンク預金のための準備 >)

74年1月～ RPD\*、M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>、FFレート

\* reserves available to support private nonbank deposits

(70年代後半以降の金融調節方式)

	操作目標	中間目標	最終目標
FFレート重視期 (76年4月～79年10月)	FFレート	マネーサプライ (とくにM <sub>1</sub> を重視)	物価 経済成長
新金融調節方式期 (79年10月～82年秋)	非借入準備	マネーサプライ (とくにM <sub>1</sub> を重視)	
三面アプローチ期 (82年秋以降)	連銀貸出 (=借入準備)	①マネーサプライ(M <sub>1</sub> 、M <sub>2</sub> 、M <sub>3</sub> ) ②金利 ③実体経済	

により準備の供給を半ば受動的に行わざるを得ないという制約を有していた。このため、70年代後半のようにインフレ率が急速に上昇する状況下では、FFレートの目標レンジの引上げがインフレの進行に比べ後手後手となり、銀行準備が適正水準を上回って供給される傾向がある。事実、この間実質金利が低下し企業の借入れ需要が急増したが、これに対して銀行サイドも潤沢な準備を背景に積極的に貸応じたため、マネーサプライの過大な増加をもたらすこととなった(第2表)。もちろん、この場合でも、FFレートの目標値を十分高くすれば、貸出抑制効果が働きマネーサプライの急増を未然に防止しえたかもしれないが、インフレ期待が高進している場合、実質金利を測定し適切なFFレートをあらかじめ設定することは極めて困難であることに加え、操作目標であるFFレートを頻繁かつ大幅に動かすことは金融政策の基調的な変更と受取られ、政治的にも難しいというのが実情であった。

## (2) 新金融調節方式期(79年10月～82年秋)

こうした状況下、FRBはボルカー議長就任(79年8月)直後の79年10月、金融政策の自主性、機動性を強化するために、①中間目標としては実体経済との関係が安定的であり、統計上速報性の高いM<sub>1</sub>をとくに重視する、②操作目標をFFレートから非借入準備(=総準備-連銀貸出)に変更する、③FFレートについて

(第2表)

## マネーサプライ年間目標値と実績

(年率・%)

	M <sub>1</sub>		M <sub>2</sub>		M <sub>3</sub>	
		実績		実績		実績
75年	5.0~7.5 <sup>*1</sup>	4.9 <sup>*1</sup>	8.5~10.5 <sup>*1</sup>	9.7 <sup>*1</sup>	10.0~12.0 <sup>*1</sup>	13.7 <sup>*1</sup>
76 "	4.5~7.5	5.4	7.5~10.5	10.9	9.0~12.0	12.9
77 "	4.5~6.5	7.9	7.0~10.0	9.8	8.5~11.5	11.7
78 "	4.0~6.5	7.2	6.5~ 9.0	8.7	7.5~10.0	9.5
79 "	3.0~6.0	5.5	5.0~ 8.0	8.3	6.0~ 9.0	8.1
80 "	(M <sub>1</sub> A) 3.5~6.0	5.0	6.0~ 9.0	9.0	6.5~ 9.5	9.8
	(M <sub>1</sub> B) 4.0~6.5	7.7				
81 "	(M <sub>1</sub> A) 3.0~5.5	△ 8.1	6.0~ 9.0	9.4	6.5~ 9.5	11.4
	(M <sub>1</sub> B) 3.5~6.0	2.3				
82 "	2.5~5.5	8.5	6.0~ 9.0	9.9	6.5~ 9.5	10.4
83 "	4.0~8.0(2月発表)	5.5 <sup>*2</sup>	7.0~10.0 <sup>*3</sup>	7.8 <sup>*3</sup>	6.5~ 9.5	9.2
	5.0~9.0(7月発表)					
84 "	4.0~8.0	5.0	6.0~ 9.0	7.5	6.0~ 9.0	10.0
85 "	4.0~7.0(2月発表)	12.7 <sup>*2</sup>	6.0~ 9.0	8.6	6.0~ 9.5	7.4
	3.0~8.0(7月発表)					
86 "	3.0~8.0	15.3	6.0~ 9.0	9.1	6.0~ 9.0	8.9

- (注) 1. \*<sup>1</sup>翌年3月中平残の前年同月比、\*<sup>2</sup>第4四半期平残の第2四半期対比年率、\*<sup>3</sup>第4四半期平残の2、3月平残対比年率、その他は第4四半期平残の前年同期比。  
 2. シャド一部分は実績値が目標値内に収まったことを示す。  
 3. 79年までのM<sub>1</sub>およびM<sub>1</sub>A=流通現金+要求払預金、82年以降のM<sub>1</sub>およびM<sub>1</sub>B=M<sub>1</sub>A+その他決済性勘定(NOW、ATS等)。

は大幅な変動を容認する、といういわゆる新金融調節方式を導入した。

この方式が発表された当初は、操作目標がこれまでの金利(FFレート)から非借入準備という準備指標に変更された点に着目して、銀行準備の大小によって銀行の与信、ひいては通貨供給が決まるという通貨供給サイドからのアプローチ、すなわち信用乗数論に立脚した金融調節方式であるとの受止め方がなされ、一部マネタリストに歓迎された<sup>(注1)</sup>。しかしながら、実際の調節方式は、マネーサプライ目標値から信用乗数を勘案して非借入準備を定めるという信用乗数論に基づ

(注1) 一般的なマネタリストの主張は、中間目標にマネーサプライを用いるべきであるという点に力点が置かれており、その操作目標に何を用いるかまで議論されることは少ない。本論のように操作目標にまで言及し、ハイパワード・マネーを用いてマネーサプライをコントロールすべきだとする学説はいわゆる「極端なマネタリズム」に属する。

くアプローチではなかった。すなわち、①まずM<sub>1</sub>目標値と経験的に整合的なFFレートを設定し、それに見合う連銀貸出を試算する一方、②M<sub>1</sub>目標値に基づいて計算される所要準備および過剰準備の和として総準備を予測する。③このように算出された総準備と連銀貸出との「差」を「非借入準備の目標値」として設定する、という方式がとられた。そして実際の市場調節にあたっては、M<sub>1</sub>が目標値を上回る(ないし下回る)場合には、それを是正する方向にFFレートが十分変動するようオペを活用するやり方がとられ、非借入準備の目標値も頻繁に変更された。このようにみえてくると、「新金融調節方式」の実態はFFレートを間接的に操作することによりM<sub>1</sub>をコントロールしようというものであり、マネーサプライ・コントロールのメカニズム自体は79年以前の調節方式と本質的に違いはないと解すべきであろう(2(2)ロ、「連銀貸出の機能」において後述)。むしろFFレートを操作目標(それも狭いレンジ)とすることで自らの手を縛っている点(急速にインフレ圧力が高まるような時には適正水準見極めのためはかなり大幅かつ頻繁に金利を試行錯誤的に操作する必要があるがその自由度が制限される)を取除くところに主眼があったとも考えられる。こうした見方は、新金融調節方式下においても、FFレートについて一応週平均金利の変動許容範囲(4～8%程度の幅)が定められている点(完全なマネタリスト的量的アプローチであればFFレートの変動許容範囲という考え方は出てこないはず)、また本方式採用にあたってFRBが市場関係者に対して「我々は銀行準備の目標値を、固定的あるいは機械的に追求するつもりはない。このため、頑迷なマネタリストの中には新調節方式に対して失望する者が出てくるかもしれない」(ニューヨーク連銀国内公開市場操作担当支配人スターンライト氏)と述べている点、等からも裏付けられる。

### (3) 三面アプローチ方式期(82年秋以降)

このように新金融調節方式の最大のねらいは、金利を弾力的に操作する自由度を取戻し、インフレ抑制の実を挙げることにあったと思われるが、82年以降は高インフレが鎮静化に向かい、金融政策もインフレ抑制一辺倒から景気に対する配慮に重点が移っていた。しかもこの時期はドル高、高金利のもとでメキシコの累積債務危機が発生し、金利の引下げの必要性が強まっていた。しかしながら当時、M<sub>1</sub>は金融革新の影響もあって増勢を強めていたため、M<sub>1</sub>重視の新方式を前提とする限り、逆に金利引上げが必要という矛盾に直面した。こうしたジレンマを解決するため、FRBは、82年秋以降中間目標として、①M<sub>1</sub>のみならずM<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>を含めたマネーサプライ指標をみていくこととし、同時に②金利水準および

③実体経済の動向についても総合的に勘案して市場運営を行う、といういわゆる三面アプローチ(tripartite approach)を標榜した。また操作目標についても、非借入準備からより能動的にとらえられる連銀貸出(借入準備)に変更した。この方式は、基本的には新金融調節方式と同様、マネーサプライ目標値と見合った連銀貸出の水準を操作目標とし、間接的にFFレートを誘導することにより、マネーサプライをコントロールしていこうとするものである。両方式の主たる相違点は、高インフレ期とインフレ鎮静期という違いがあることは相当割引いて考えなければならないが、それでも非借入準備ターゲット方式においては、いったん操作目標値を設定したあとで総準備水準が予想外の変化を示した場合には、連銀貸出が調整項目として変動を余儀なくされたため、FFレートが乱高下を示した。これに対して、連銀貸出ターゲットにおいては、連銀貸出の水準を安定的に保つようオペで調整する方式がとられているため、FFレートも安定的な動きを示すという利点がある(連銀貸出とFFレートの関係については後述)。

## 2. 現行の金融調節方式

こうした現行の金融調節方式における政策決定のプロセスおよび実際の市場調節の方法をやや子細にみると、次のとおりである。

### (1) 連邦公開市場委員会(FOMC)における政策決定

#### イ. マネーサプライ長期目標値等の決定

米国の金融政策の基本方針は、年8回開かれるFOMCにより決定されるが(注2)、とくに2月、7月のFOMCではマネーサプライ(M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>)の年間目標値および国内非金融部門負債残高のモニタリング・レンジが設定され、FRB議長はこれをハンフリー・ホーキンス法に基づき上・下両院の銀行委員会に報告する(報告期限は2月20日までと7月20日まで)(注3)。

#### ロ. マネーサプライ短期目標値、市場調節方針等の決定

約1か月半ごとに開催されるFOMCでは、上記長期目標値を踏まえて、先行き3か月間のマネーサプライ短期目標値を決定するとともに、次回FOMCまで

---

(注2) 米国では、公定歩合や支払準備率の変更はFRBで決定されるが、主要な金融政策手段である公開市場操作の基本方針はFOMC(FRB全理事とニューヨーク連銀等5地区連銀総裁で構成)で決定される。

(注3) 年間目標値は第4四半期平残の前年同期比伸び率で示されるが、まず前年7月に翌年についての暫定目標値が設定されたあと、当年2月および7月にその見直しが検討される。

の市場調節方針やFFレートの変動許容範囲(4%程度の幅をもって設定)などが決定される。こうしたFOMCにおける討議の概要は、次項で述べるニューヨーク連銀への指令書とともに、次回FOMC開催(普通は火曜日)直後の金曜日の夕方に公表される習わしとなっている。

(第3表)

FOMCにおいて決定された市場調節  
スタンスと連銀貸出の目標値の推移

(単位・百万ドル)

FOMC開催日	市場調節スタンス	連銀貸出の 目標値
83/2/8~9	現状維持	200
3/28~29	概ね現状維持	250
5/24	ほんのわずかに引締め	350
(6/23臨時)	—	400~500
7/12~13	わずかながら引締め	600~800
8/23	現状維持	700~900
10/4	わずかながら緩和	650
11/14~15	現状維持	650
12/19~20	”	650
84/1/30~31	”	650
3/26~27	若干の引締め	1,000
5/21~22	現状維持	1,000
7/16~17	”	1,000
8/21	”	1,000
10/2	若干の緩和	750
11/7	”	575
12/17~18	”	300
85/2/12~13	現状維持	350
3/26	”	400
5/21	概ね現状維持	350
7/9~10	現状維持	350
8/20	幾分慎重なスタンス	425
10/1	わずかながら引締め	500
11/4~5	概ね現状維持	450
12/16~17	若干の緩和	350

(注) シャドー部分は引締め気味の市場運営期。

(資料) ニューヨーク連銀四季報(各春季号)。

ハ. ニューヨーク連銀国内公開市場

操作担当支配人への指令

米国においては、公開市場操作についての政策決定主体(FOMC)と実際に公開市場操作を行う主体(ニューヨーク連銀公開市場操作局)とが異なるため、前者で決定された内容を正確に後者に伝える方法として文書による具体的な指令(Directive)が出されている。

指令文では、最近の景気情勢、マネーサプライ等の長期目標値・短期目標値、FFレートの変動許容範囲なども示されるが、最も重要なのは、当面の市場調節方針およびその後客観情勢が変化した場合にニューヨーク連銀が市場調節の修正を行いうる裁量の余地、の2点である。これらの点について、指令文では、金融機関の準備ポジションに対する圧力の大きさというかたちで表現され、操作目標である連銀貸出の水準については具体的に示されないが、指令文における準備ポジションに対する圧力の加え方の表現と、実際に内部的に設定されている連銀貸出の水準(事後的にはニューヨーク連

銀春季報の中で前年中の各 FOMC で決定された連銀貸出目標値が公表されるとは一致した動きをみせており(第 3 表)、指令文における微妙な表現<sup>(注 4)</sup>が操作目標である連銀貸出の水準を示唆している。また、ニューヨーク連銀の市場調節に裁量の余地を認めている点<sup>(注 5)</sup>については、FOMC は年間 8 回しか開かれないため、次回 FOMC までの期間中に市場調節スタンスに修正を加えた方が望ましいといった客観情勢の変化が十分考えられ、そうした場合に備えてニューヨーク連銀に一定の範囲内で裁量の余地を与えておくことが合理的と考えられていることによるものである。

## (2) ニューヨーク連銀による日々の市場調節方法

### イ. 公開市場操作(オペ)主体の調節

米国では、市場調節手段として連銀貸出を能動的に用いることはせず、専ら公開市場操作(オペ)を用いている。オペの種類としては、オーバーナイトから 1 週間程度の超短期の市場調節としての条件付オペ(いわゆるレポ、RPs)、季節的資金過不足等 1 ~ 3 か月程度の短期の市場調節としての T B オペ(Bill Pass)、成長通貨の供給等比較的期間の長い市場調節としての中長期債オペ(Coupon Pass)を用いている。

こうした米国における日々の市場調節は主にレポ市場(連銀、市中銀行のほか、ノンバンクも参入)におけるオペ(債券<通常政府証券>の売戻し条件付買入<資金供給>ないし買戻し条件付売却<資金吸収>)により行われるが、その実施は毎朝作成される資金需給見通しに基づいて、原則として 1 日に 1 回決まった時刻(午前 11 時半過ぎ、intervention time と呼ばれる)に行われる。この点に関し、F F レートを操作目標としていた 79 年以前は、F F レートが目標レンジ内から逸脱しそうになると随時オペが行われたが<sup>(注 6)</sup>、79 年以降は、準備指標を操作目標とし

(注 4) 例えば、当面の市場調節方式については、「現状並み(maintain the existing degree of reserve pressures)」、「概ね現状維持(maintain generally the existing degree of reserve pressures)」、「わずかながらきつめ(increase only slightly the degree of reserve pressures)」などの表現が用いられる。

(注 5) 通例、「若干きつめの方向あるいは若干ゆるめの方向への市場調節の余地を認める(somewhat greater or lesser reserve restraint might be acceptable)」等の表現が用いられるが、きつめの方向あるいはゆるめの方向に関して would と might が巧みに使い分けられることにより、どちらかの方向にウエイトが置かれることも多い(might より would の方が強い意味)。

(注 6) 連銀がオペを行うのはレポ市場(通例 T B を利用)であるが、レポ市場と F F 市場とは超短期の貸借取引という点で近似しており、市場参加者の多くが重複しているため緊密な裁定が成立していることから、両市場の金利はパラレルな動きを示す関係にある(金利水準は、担保付きのレポ金利の方が幾分低め)。



ているために、当日の資金需給見通しに基づいて連銀の意図する量の準備を供給すればよいとの考え方から、原則として1日1回(買切りオペを除く)定刻にオペが行われている。こうした連銀のレポ市場におけるオペは、連銀の自己勘定で行うオペ(system RPs)と外国公的機関からの取引注文において連銀が相手方とならずに市場につなぐ顧客勘定によるオペ(customer RPs)の区別があり、両者の間にはオペの規模による差違のほか、自己勘定によるオペの方が連銀の政策スタンスがよく表れている、すなわちアナウンスメント効果が大きいという違いがある。

#### ロ. 連銀貸出の機能

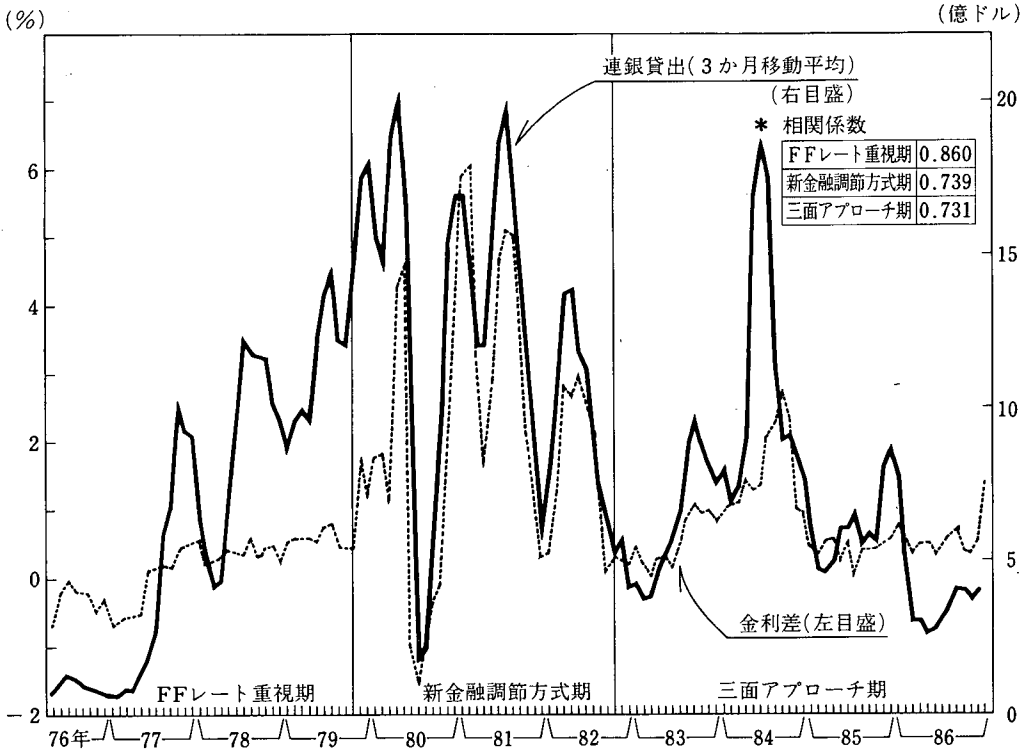
米国では、すでに述べたように現行、連銀貸出を操作目標としながら間接的にFFレートをコントロールしていくという調節方式を用いているが、こうした調節方式を用いることが可能である背景には、量的指標である連銀貸出の水準とFFレートとの間に正の比例関係があるといった米国特有の事情が挙げられる。

すなわち、米国における連銀貸出は、専ら市中銀行からの駆込み需要に対応するという受動的な性格を有しているが、ここで市中銀行が準備調整に際し連銀借入れとインターバンク市場であるフェデラル・ファンドからの借入れとの間で以下のような裁定を行っている点が重要である。金利コストという観点のみからすれば、市中銀行は連銀貸出の基準金利である公定歩合とインターバンク市場の金利であるFFレートを比較して、低い方の金利で資金を全面的に調達する方が有利であり、そうした裁定が完全に行われた場合には公定歩合とFFレートの水準はほぼ等しくなる筋合いにある。しかし、連銀貸出は受動的とはいえ実行の可否については連銀に裁量権がある<sup>(注7)</sup>(連銀貸出は借入金融機関にとって権利<right>ではなく特権<privilege>と考えられている)ほか、連銀借入れに依存すると連銀による指導強化、次回借入れの困難性など銀行行動への制約が課されることになるため、市中銀行としてはこうしたいわば暗黙のコストと連銀借入れ利用による支払利息軽減(FFレートと公定歩合との金利差)とを比較考量して、後者の方が大きいと判断した場合に連銀借入れに頼ることとなる。このような事情を背景に、公定歩合よりもFFレートの方が高い水準となるが、さらに、連銀からの返済圧力などの暗黙のコストをどのくらいに見積るかは各金融機関によって異なるため、FFレートと公定歩合との金利差が拡大していくにつれむしろ連

(注7) 連銀が貸出の実行の可否を判断するにあたっては、①当該金融機関の金融市場から資金導入することの難易度、②他の調達手段による資金調達の努力度、③当該金融機関の過去における連銀貸出利用の頻度等が重要な要因として勘案される。

〔第1図〕

## 金利差(F Fレート-公定歩合)と連銀貸出の推移



\*84年中に一時的に連銀貸出の水準が急上昇しているのは、コンチネンタル・イリノイ銀行関係の信用不安に対応したものの。

銀借入に頼った方が有利だと考える市中銀行の数が増えていき、結局、全体としてみればFFレートと公定歩合との金利差と連銀貸出との間に正の相関が生ずるものと考えられている(注8、9)。なお、実際にこの両者の関係を見ると(第1図)、FFレートマイナス公定歩合の変動幅と連銀貸出の変動幅との間の関係には期によって変化がうかがわれるが、相関係数をみると各期を通じて比較的安定的な関

(注8) これをやや理論的に整理すると、連銀借入れによる調達コストは明示のコストである公定歩合(借入金利)に加え、借入れに付随する当局の指導強化、次回借入れの困難性などの暗黙のコストが課される一方、インターバンク市場(FF市場)からの借入れによる調達コストはFFレートであるので、

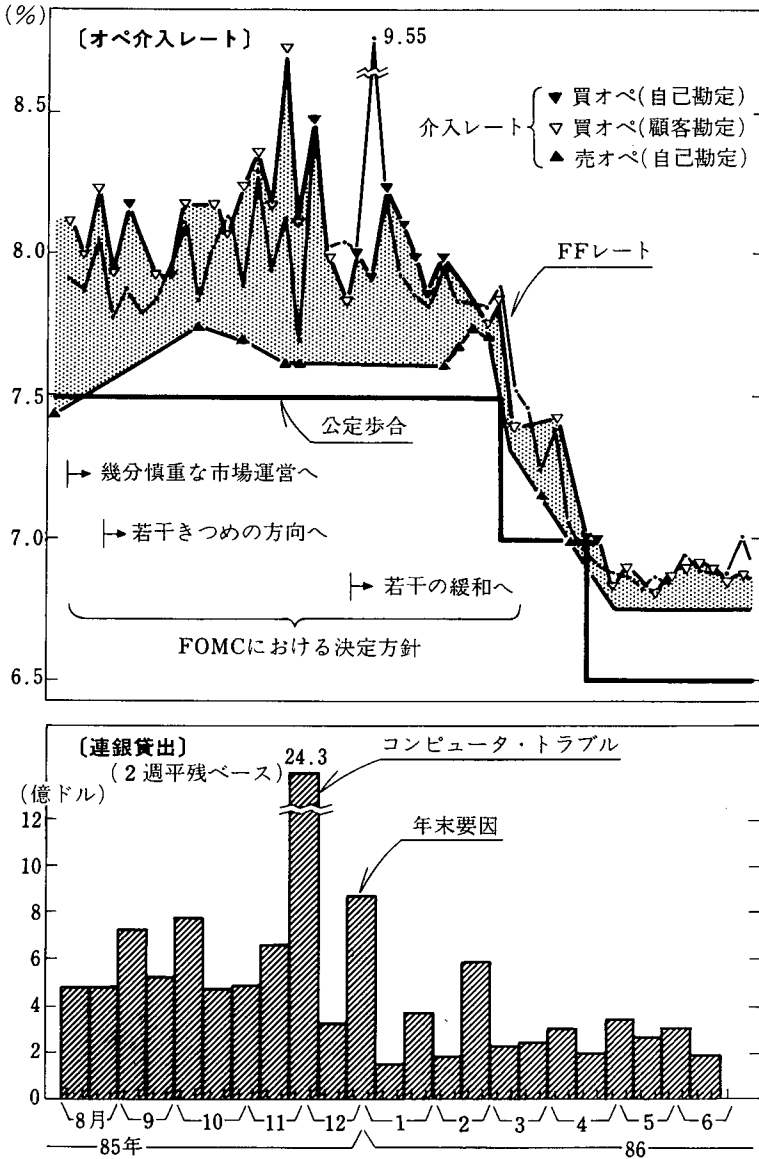
$$(\text{公定歩合}) + (\text{暗黙のコスト}) = (\text{FFレート})$$

という裁定が成立し、ここで暗黙のコストは借入額が増加するにつれ上昇するため、金利差(F Fレート-公定歩合)が連銀貸出の増加関数となる。

(注9) 前述のように連銀貸出の水準をコントロールするためのオペは原則として1日1回しか可能でないため、79年以前のように金利を厳密にコントロールすることはもちろんできないが、逆に金利の微妙な動きが必ずしも連銀のスタンスを正確に反映したものでないということは、市場に過剰反応が生じることを回避できる利点も存在する。

〔第2図〕

## オペ介入レートと連銀貸出の推移



係があることがわかる。

また、こうした関係の裏返しとして、連銀のオペ介入レートと連銀貸出の水準との間にもパラレルな関係がうかがわれる。すなわち、連銀のオペは第一次的には準備量の調整という点に着目して行われることはすでに述べたとおりであるが、準備需給の逼迫度がFFレートの動きに反映されるため、連銀がオペを実施した際のレート(オペ介入レート)により連銀が意図するFFレートの水準を推測す

ることができ、これと操作目標である連銀貸出の水準とは平行な関係を示すことが多い。例えば85年央から86年央にかけての両者の関係をみると(第2図)、85年8月以降10月頃までは若干引締め気味の政策運営が行われたのに対応して連銀の売オペレート(F Fレートの下限を画するものと考えられている)が上昇、連銀貸出も5億ドル前後の水準で推移していたが、12月頃には若干緩和気味の政策に転じたことを映じて、売オペレートが低下する一方、連銀貸出もコンピュータ・トラブル、年末要因といった特殊要因を除いてみると2～3億ドル程度に低下している。さらに、ドル安の進行を懸念して一時引締め気味の政策がとられた86年2月中旬には売オペレートが上昇する一方、連銀貸出も5～6億ドルに達したが、2月末以降はF R B内部で金融緩和論者が大勢を占めたことから急拠緩和策に転じた(オペ介入レート、公定歩合が引下げられる一方、連銀貸出も2～3億ドルに低下)様子がうかがわれる。

#### ハ. 準備指標の予測誤差の存在

以上みたように、連銀は、水曜日に終わる2週間ごとの準備預金積み期間に対応した連銀貸出の平残を操作目標としているが、その前提にはマネーサプライ目標値から推測される総準備(所要準備+過剰準備)を正確に予測する一方、連銀の公開市場操作により決定される非借入準備を完全にコントロールできることが必要である。ところが、米国には商業銀行だけで約1万5千行も存在し、銀行の預金データ、ひいては所要準備の額を正確に把握するにはかなり時間がかかるため、大規模行(毎週預金データ等を報告するのは上位168行)等のデータを用いた推計に頼らざるを得ない。また、84年2月以降は準備預金に関する同時積み方式の採用により、準備預金算定の期間と準備預金積立ての期間がほぼ一致(2日間のずれ)<sup>(注10)</sup>したため、積み期間中の預金の伸びなど与件変化により所要準備自体が増減する。さらに、非借入準備についてもフロート(未決済資金の預金歩留り)<sup>(注11)</sup>のような気象条件に左右され、コントロール不可能な要因に影響を受けるため、意図したとおりの供給が完全にはなされない事情にある。こうした予測誤差は、

(注10) 2週間ごとの月曜日までの預金残高に対する準備預金をその2日後の水曜日に終わる2週間で積上げるのが原則。

(注11) フロートとは、連銀のバランス・シート上の取立未済現金項目から支払未済現金項目を差引いたもの。つまり、連銀は加盟銀行からの小切手持込みに対し2営業日以内にその加盟銀行の準備預金口座に入金するが、悪天候による小切手郵送の遅延など何らかの理由で2営業日以内に支払地の連銀において支払銀行の準備預金口座から引落しができない場合、一時的に連銀が市場に資金供給を行ったのと同じ効果が生じ、これをフロートと称する。

(第4表)

所要準備に対する平均予測誤差  
 (同時積み方式移行(84/2月)後の1年間の平均)  
 (単位・百万ドル)

予 測 時 点	平均予測誤差
積み開始日の2週間前	383
積 み 開 始 日	224
積み期間中の中日	195
積 み 最 終 日	89
積み最終日の翌日	71

(資料) FRB論文。

積みの進捗に伴い縮小していくが(第4表)、連銀貸出を操作目標とする現行の調節方式の下では、こうした予測誤差の判明につれて非借入準備(オペ)の供給で調整し、連銀貸出の水準には予測誤差の影響が最小限になるようにしている(注12)。

(おわりに)

以上、70年央以降の各金融調節方式の特質について検討してきた。FFレートターゲット方式は、金利の変動が比較的安定するというメリットはあるが、反面環境変化の激しい時期、例えば79年のようなインフレ高進期には、機動的な対応(FFレートの目標値を迅速かつ大幅に引上げ)が不十分であり、インフレ抑止力に乏しい。一方、新金融調節方式については、マネーサプライ、とくに重視していたM<sub>1</sub>が金融革新の影響を受け実体経済の動きから離れ大きく変動したことや、操作目標として非借入準備を採用したことにより連銀貸出が調整項目として大きく変動したことなどが相まって、FFレートの大幅な変動を招くこととなった。これに対し、現行の三面アプローチ方式では、M<sub>1</sub>のみならず広義マネーサプライ、金利水準、実体経済の動向、さらには為替相場などを総合的に勘案しながら進めていくという柔軟な姿勢が明確にされている。また操作目標にFFレートとの関係が比較的安定している連銀貸出を採用することで、オペを従前にも増して弾力的に活用できるようになり、連銀の期待する水準にFFレートを安定的に誘導しうるようになった。いうまでもなくインフレの鎮静化がこうした金利変動の安定化をもたらしている面は少なくないとみらるが、そうした点を考慮に入れても、現行方式は今のところ金融市場の安定性においても最終目標の制御においても比較的良好なパフォーマンスを示しているといえよう。

(注12) 積み期間中における予測の修正にはオペによる調整で対応可能であるが、積み最終日においてもなお予測誤差が残っており、例えば連銀への要借入額が増大するとなると、銀行は連銀借入れの恩恵に頼ることを躊躇しがちなため、フェデラル・ファンドをより積極的に取入れることとなり、これが積み最終日におけるFFレートの上昇を引起こす一因となっている。もっとも、予測誤差による市場攪乱を避けるため、所要準備の2%相当分までの過不足は次の積立て期に繰越すことが認められている。

### <参考> 各種準備指標の定義

準備資産とは、支払準備として組入れることのできる資産であり、具体的には連邦準備法では、次の二つの資産のみが規定されている(その他の資産は準備とみなされない)。

- ・手持現金……預金取扱金融機関が自行の金庫等に保有している現金通貨。
- ・準備預金……預金取扱金融機関が地区連銀に保有している預け金(ただし、連銀のサービスに係る手数料を支払うために、金融機関が保有するよう求められている取引決済勘定<clearing balances>は除く)。

準備は、14日間の準備積立期間(Maintenance Period、木曜日から翌々週の水曜日まで)中に積み込まなければならない。総準備(Total Reserves)とは、連銀にある準備預金勘定残高と金融機関が実際に支払準備として用いるために保有している手持現金を合計したものである(ただし、ある準備積立期間中の準備として用いることのできる手持現金は、当該期間における手持現金保有額ではなく、それより約4週間前に終わる2週間に実際に保有していた現金である)。

また総準備は、次の二つに分けることができる。

- ・所要準備(Required Reserves)……金融機関が保有しなければならない最低限の準備額のこと、これは準備対象債務(Reservable Liabilities)と総称される金融機関の特定の債務に、支払準備率(Reserve Ratios)と呼ばれる一定の比率を乗ずることによって求められる。所要準備額を算定するにあたっては、まず計算期間(Computation Period)と呼ばれる14日間(火曜日から翌々週の月曜日まで)における準備対象債務の平残を算出する。ただ、決済性預金に係る計算期間は、当該準備積立期間の最終日の2日前に終わる14日間であるのに対し、その他の準備対象債務の計算期間は、当該準備積立期間の最終日の30日前に終わる14日間となっている。
- ・過剰準備(Excess Reserves)……総準備から所要準備を差し引いたもの。なお、総準備が所要準備を下回る場合、両者の差を不足準備(Deficient Reserves)と呼ぶ。準備不足がその前後の準備積立期間内(ただし一定の制限がある)に準備余剰分によって相殺され得ない場合には、罰金が課せられる。

総準備を供給面からみると、次のように分けられる。

- ・非借入準備(Nonborrowed Reserves)……連邦準備制度が公開市場操作を通じて金融システムに供給する準備(もっとも、フロートなど連銀の貸借対照表に影響を及ぼす様な「技術的」要因によっても非借入準備は変動するため、連邦準備制度は公開市場操作を行う際にはこれらの要因に十分留意している)。
- ・借入準備(Borrowed Reserves)……連銀による金融機関に対する貸出のことであり、連銀にある準備預金勘定に貸記するかたちで行われる。これらの貸出は、時として連銀信用または連銀借入れとも呼ばれる。