Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

米国1992～94年の実質ゼロ金利政策 ： 議事録に基づく検討

地主, 敏樹

(Citation)
国民経済雑誌,182(3):77-97

(Issue Date)
2000-09

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00045094

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00045094

KOBE UNIVERSITY

米国1992～94年の実質ゼロ金利政策*

——議事録に基づく検討——

地　主　敏　樹

I 序

1987年に連邦準備理事会（FRB）議長という米国の中央銀行トップの職についた Alan Greenspan は，その柔軟かつ適切な政策運用で高い評価を受けている。就任した年に，近年では最大の株式史上暴落が発生したが，FRB の素早い流動性供給が，市場回復に役立ったとされている。その後も，メキシコ・アジア・ロシアと経済危機が繰り返されたが，状況の累積的悪化は食い止められた。アメリカ国内においては好況が続き，失業率とインフレ率はともに低下して，70年代以降では最良の状況にある。株式価格の高水準は「バブル」との懸念ももたれているが，金融機関は自己資本比率などの指標からは健全な経営状態を維持している。こうした経済状態の持続に対して，Greenspan の柔軟な金融政策が貢献してきたと考えられているのである。

Greenspan は，学界ではなくビジネス界で活動してきたエコノミストである。大学院でのトレーニング[1]が終了した後，NY のコンサルティング事務所で働き，企業向けのマクロ経済分析を始めてビジネスにした人間であるとも言われている。コンサルタントとして関わった顧客企業が，アメリカの主要諸産業を網羅しているので，アメリカ経済を隅々まで熟知しているといった神話もある。Nixon 政権以来，共和党の経済政策立案に関わってきた。

他方で，学界における金融政策の研究は，単純明快な「政策ルール」が焦点となり，人々の将来に関する予想形成や多期間の意思決定へ働きかける，「最適な政策ルール」の探求が盛んである。「政策ルール」の観点からみると，様々なデータを詳細に検討し，「予防的に」小刻みに金利をコントロールする Greenspan の政策運営は「裁量的」運営の好例と思われよう。しかし，単純な金融政策ルールの代表例である Taylor ルールを，事後的に当てはめてみると，意外なことがわかる。歴代の FRB 議長の中でも Greenspan の時期の金利政策は，Taylor

＊　本稿の研究は，神大経済学部特別研究制度を利用したアメリカ滞在時（1998年夏～99年春）に構想していた研究プログラムの一部である。多くの助力のおかげで，NY 連銀調査部，連邦準備制度理事会，NBER とハーバード大学で，それぞれにまとまった時間をもてた。本稿をまとめるに当たり，神戸経済同友会での講演（2000年４月21日）も，有益であった。記して謝意を表したい。

ルールから算出される水準に近いのである（図1参照）[2]。このことは，細かい状況にも柔軟に対応しつつも，大局を見失わない政策運営をおこなってきたのだと，高く評価することもできよう。しかし，逆に，いろんな細かなことをしても，結局のところは，単純な Taylor ルールと大して異ならなかったのだと，言うことも可能であろう。

本稿では，Greenspan の任期中でも難しい時期の一つであった1992～94年の低金利期に焦点をあてて，その金融政策運営を検討する。この時期は，図1に示すように，1年以上にわたって短期の名目金利水準を3％（実質金利はゼロ水準）に維持した，90年代末からの日本における「ゼロ金利政策」期に匹敵するほどの，特殊な金融緩和期である。さらに，前述の Taylor Rule と比較すると，実際の金融政策運営がかなり（下方に）乖離した時期でもある。この強度の金融緩和実施と，その継続に関する，連邦準備の意思決定を検討してみたい。

資料として，金融政策を決定する公開市場委員会(FOMC)の議事録(詳細版は Transcript，要約版は Minutes)[3] を，採用した。検討のアプローチは，この議事録に基づいてそのテキストを信用しながら，当時の実質ゼロ金利政策に関する FOMC の意思決定に関して，その意図・根拠などを探ろうというものである[4]。客観データや代替的な計量経済学的アプローチとの対比・参照を含めた，総合的な分析は将来の課題としたい。

II　実質ゼロ金利の採用へ：92年の緩和

(91年の推移)[5]

1990年夏より始まった景気後退が持続しており，連邦準備は一連の金融緩和を実施した。その結果，公定歩合は，年初の6.5％(1990年12月18日に7％から引き下げ)から，年末の3.5％にまで低下した。前半の景気は up-down を繰り返し，金融政策はそれに対応して，小刻みに調節された。しかし，後半に入っての全面的な景気後退と対応する金融緩和は，ともに急激である。通常の景気後退ではない危険性を認識しての行動であると，考えられる。緩和の根拠には，インフレ懸念の後退と景気の現状の悪化以外に，金融面の money and credit conditions の悪化が明示されている。貨幣量・信用量ともに，異常に低い成長を示した。通常の景気後退期よりもかなり強い credit crunch (credit slow-down) が発生していたのである[6]。

1月中にも地区連銀6行からの公定歩合引き下げ要請があったが，連邦準備理事会は，漸く2月1日に6％への引き下げを承認した。その後，湾岸戦争勝利の影響もあってか，消費者の confidence 改善と消費・住宅需要増大が生じた。

しかし，4月には景気減速が明らかになり，4月30日に公定歩合の5.5％への引き下げが決定された。この後，夏半ばまでは景気回復の兆候が見られて，金融政策は現状で維持された。ところが，再び，夏の終わりには，景気減速の兆候が観察されるようになった。8月に FF レートを引き下げるオペをした後，9月13日に公定歩合の5％への引き下げを承認した。

その後，多くのデータが景気回復の頓挫を示したので，11月6日に公定歩合の4.5%への引き下げを承認し，FFレートを引き下げるオペも実施した。さらに，12月に入っても，FFレートを低下させるオペを行い，年末の12月20日には公定歩合の3.5%への引き下げを行った（1回の引き下げ幅1%ポイントは異例）。

(92年第1四半期)

1991年12月の緩和の好影響が期待されたし，実際にも消費需要と住宅新築によって少し上向きかけた。しかし，春先になると，雇用情勢が好転しないこともあって，消費需要が伸びなくなり，住宅建設は低下した。貨幣量も少し伸びた後，伸び悩んだ。それで，4月初めの緩和が実行された。[7]

(92年4月9日の緩和)

2月4日と3月31日のFOMCにおいては，当面の政策行動としては一層の緩和が見送られて，準備市場での圧力（reserve pressure）を「現状維持（maintain）」することが，決定された。ただし，次の会合までの間（inter-meeting period）の政策反応の可能性として「緩和へ向けた非対称性（asymmetry for ease）」が採用された。[8]その後の経済情勢悪化に基づいて，この「緩和へ向けた非対称性」が，実際の緩和となったのである。

"On April 9, against a background of persistent and significant weakness in the broad monetary aggregates, along with indications of relatively meager economic expansion and abating inflationary tendencies, the Desk implemented a slight easing of reserve conditions, expecting federal funds to soften to 3-3/4 percent."[9]

(92年6月30日～7月1日)

この会合は，短期の運営方針決定に加えて，中長期的な貨幣供給量目標を決定するもの（年2回）なので，2日間にわたって開催された。第二日目，短期政策の決定に関する議論の初めにおいて，Greenspan議長は，当時の経済情勢が「19世紀型の古典的な恐慌のメカニズムに近いのではないか，少なくとも，その考え方の説明力は，現在の主流派モデルに劣らない」，という趣旨で論じている。[10]

短期的な政策決定は，Greenspanが「現状維持＋(弱)非対称(緩和)」を打ち出して，メンバーの意見を尋ねる形となった。現状維持の根拠は，行動を正当化するだけのデータが揃っていないということであるが，

"My own impression is that having eased 22 times so far [since May 1989] which has to be some sort of record, we have to be getting closer to the point where this adjustment process is beginning to come to an end. I would suspect that at the point it does come to an end this economy could all of a sudden show some significant vibrancy." (p. 67)

とも述べて，長期的累積的に緩和してきたことの認識と，民間部門の（バランスシート）調

整がそろそろ終了するのではないかという期待を示している。そして，過度の緩和に対する警戒も，次のように示している。

"If we had been injecting significant amount of liquidity in the system, it would follow that when the balance sheet adjustment is complete, the level of the liquidity is too high and we would then be required to pull back in the growth [of money] as the economy begins to gain strength……." (p. 66)

FOMC メンバーからは，さまざまな理由に基づいて「現状維持＋対称」[11]を押す意見と，現時点での「緩和」を求める意見とが，修正意見として出た。即「緩和」派の多くは，Greenspan の「現状維持＋(弱)非対称(緩和)」も受け入れられると論じている。最後に，『最近の貨幣集計諸量の動きは異常であり，それらと最終目標である「物価安定と維持可能な成長」との関係も，きわめて不確実である。』という文章を，Directive に挿入するかどうかで一悶着あり，最終的に議長に任されることとなった（結果的には挿入されなかった)。投票結果は，「現状維持＋対称」派からの反対 2 票以外は，議長案に賛成した。

なお，非対称（緩和）が，現実の緩和行動になる条件としては，「現時点でもっているものを超えた，経済情勢の弱さの情報の広範な蓄積」であるとし，「自動車販売の大幅な落ち込み」などを具体例としてあげている。また，会合間の緩和を実施する前には電話コンファレンスを開くことも約束している。この時点までに一つの地区連銀から公定歩合引き下げ案が出ていたが，理事会では保留にしてあった。

"During this period, nearly all of the Reserve banks recommended that the basic rate be maintained at its then current level, and the Board took no action on a proposed reduction of 1/2 percent point that was pending at one bank"[12]

(92年 7 月 2 日電話コンファレンス：緩和実施)

前日に「現状維持＋非対称性(緩和)」を決めたばかりなのに，この電話コンファレンスで，追加的な金融緩和の実施が決定した。その事情については，電話コンファレンスそのものの Transcript では，判りにくい。

むしろ，8 月の staff report（国内デスク）には，非常に悪い雇用データが発表されたことへの対応であったことが，明示されている。[13]

"Reserve pressures in the domestic money market were lowered on July 2, shortly after your last meeting and following a particularly glum employment report. The discount rate was cut by 50 basis points to 3 percent and the full amount of the cut was passed through to the reserve market where Fed funds were expected to trade in the area of 3-1/4 percent."[14]

コンファレンスでは，Greenspan 議長が，当日午後発表の M2 と来週発表予定の M2 (pre-

liminary 値）がともに顕著な低下を示していること（これからへの悪い予兆と解釈可能）を述べて，理事会が（シカゴ連銀からの）公定歩合0.5%引き下げを承認したことをアナウンスした。その後，この0.5%をFFレートの低下にそのままで反映させることで，ほぼ全員が一致した。

(92年8月18日)

このFOMCにおいては，7月の緩和後の経過をみるということもあって，「現状維持＋非対称性(緩和)」が選択された。反対投票は2名あり，どちらも「現状維持＋対称性」でいいという意見であった。

(92年9月4日の緩和)

再び，悪い雇用データと，貨幣集計量の鈍い伸びとを根拠として，会合間の「非対称性(緩和)」が，緩和実行に移された。この回に関しては，電話コンファレンスが開かれていない。この緩和に関しては，10月FOMCにおける国内デスクの報告，

"Domestic Desk operations were at first geared to maintaining the existing degree of reserve pressure and then to imparting an easing of those pressures on September 4 in response to weak employment data and sluggish money supply behavior. Thus, Fed funds initially were expected to continue in the 3 1/4 percent area, moving down to 3 percent in association with the September 4 easing."[15]

や，『連邦準備理事会年報』の公定歩合の節において，説明されている。

"Over the course of July and August, indicators of economic activity pointed to a continuing but quite sluggish expansion. Although growth in the broad measures of money picked up in August after declining in previous months, their expansion remained slow. Against this back ground, the FOMC implemented a slight further easing of reserve conditions in early September."[16]

(92年10月6日　FOMC意見分裂？)

市場は，再緩和期待が支配的だった。Greenspanは，古典的恐慌の可能性を否定しないままに，決定的な判断には証拠が不足しているので，今しばらく経過をみてみたいと，述べている。

"Nonetheless, it is not immediately evident that we are moving toward a cumulative deterioration. As a consequence of that, I would be reluctant to move toward further ease at this point.……We have some fairly unstable financial conditions, especially the stock market, that a number of you have alluded to." (p. 42)

さらに，市場の緩和期待を理解してはいるが，やはり即時緩和は避けたいと述べ，

"So, we have a very touchy problem, here. I am aware, as you all are, that everyone

expects us to ease and that has become a self-fulfilling activity. While the case for easing right now is quite strong, I would be far more inclined to wait for a short while—maybe a couple of weeks—to see what is developing in the financial markets, what is developing in Europe, and what is developing in the overall economy." (p. 42)
好転を示すデータが入ってこなければ緩和を実施することを前提とした，強い「非対称性（緩和）」を提案している。
"if we do not get improvement within the next couple of weeks, the odds will then be strongly favor [the hypothesis] that this "seize-up" model I mentioned at the beginning is functioning.……I myself would feel most comfortable with a hard asymmetric towards ease, reflecting the fact that we would do nothing at the moment. But, unless we begin to see some firming in particular indicators, I do think we should move lower. I say this without a great conviction." (p. 42)

「即時緩和」派と「現状維持＋対称性」派とに 2 票づつが出たが，賛成多数で「現状維持＋非対称性（緩和）」が採択された。

付随する議論として，大統領選挙前に政策行動をとることの可否（政治的な意図と誤解される危険性）について，Greenspan の次の発言をはじめ，幾人かが言及している。
"I wish we had the luxury to sit back and do nothing until after the election, as is the conventional procedure of the FOMC. I don't think we have that luxury." (p. 42)
また，市場の期待に逆らうことに関しても，FOMC がイニシアティブをもっていることを示せるのでいいという発言もあった。ただし，「非対称性」に関しては，「なりゆき任せ」的に見なされる恐れもあるので，政策変更は既定の FOMC 開催時に行うべきだとも論じられた。

（92年11月 6 日）

珍しく，長期の貨幣成長率レンジの議論と，短期の FF レートの議論とを，分けずに議論した。発案者の Lindsey が，貨幣成長率レンジの引き下げと（長期的な反インフレの堅持）と，FF レートの引き下げ（短期的な景気安定化）とを，組み合わせて論じることを主張した。貨幣成長率に関しては，M2 の伸びの低さが明確であり，いつ，どれだけ，目標値を引き下げるかが，テーマと成った。中でも，この時点での引き下げか，2 月（新政権就任後）まで待つかであった。この時点での引き下げに関しては，ニュース閑散期であることを考慮して，待機も主張された。

Greenspan のまとめは，短期に関しては，10月 FOMC の決定の回想から始まっている。強い非対称（緩和）であったこと，失業のデータが最大の懸念で，諸指標の好転が見られない限り，一段の引き下げが，想定されていた。FOMC 直後から失業保険新規申請は低下し始め，小売販売，自動車販売といったデータも好転し始めた。この結果として，追加的な緩和は見

送られた。

今回も，マクロのデータと各地区連銀からのレポートとが，ほぼ一致して，改善を示しているとし，

"The general short-term outlook strikes me as clearly [pointing to] a modest upward momentum. I don't think we have seen any evidence of this economy seizing up, ……I'm not saying that it is moving forward at an accelerating pace, but it seems to be gathering modest domestic support." (p. 25)

海外の経済状況についてまとめる中で，日本についても触れている。

"And the restrained attitudes in Japan about expanding are rather graphic. When Ted Truman and I were over there a while back, I was impressed by the extent of the optimism that pervaded in spite of all the awful numbers we were seeing. I must say that made me uncomfortable because there were no countervailing forces out there. It's always dangerous to have optimism if it doesn't work." (p. 26)

バランスシートの調整に関しては，

"we saw shortfalls in growth before, that was in a context of very severe debt repayment and debt pressures; while they're still going on, I think they are going on to a lesser extent. And the stirrings in the bank loan markets are suggestive of this particular process. Clearly, while we have great qualms about the money supply data indicating very much of anything, they are nonetheless suggesting, if not clearly, that the balance sheet adjustment process are reasonably completed at banks." (p. 27)

と，述べて，銀行を中心にかなり決着がついた模様であると，解釈している。

短期政策スタンスとしては，「現状維持＋弱い非対称性(緩和)」か「対称性」を，考えていると，意見を提示した。投票の直前に，やはり「弱い非対称性」の方がいいとして，その理由を次のように述べている。

"The only reason I would argue myself for asymmetry is that I don't like switching back and forth. If the next trend is toward expansion, if we wait until December to go to symmetric or do something else, I don't think that matters much. If however, we switch prematurely, it will look a little unstable." (p. 48)

投票結果は，反対3票で，うち，1票が「即時緩和」，2票が「現状維持＋対称性」であった（途中の議論では，半数近くが対称性支持。即時緩和の支持も結構多い)。

(92年12月22日　FOMC 意見一致)

Greenspan は，各地区連銀と理事会メンバーの経済現状報告をまとめて，

"more buoyant outlook [among the participants] in this meeting than I frankly had

expected. ……if we expunge southern California, things are really moving at a surprising pace." (p. 27)

と，予想以上に明確な好転が観察されつつあることを，認めている。しかし，政策行動に関しては，

"I do think, however, that we have to be a little more careful about these volatile moves, and that applies both directions. ……I don't think that we are about to jump on board the most recent swings until we understand what the process is." (p. 27)

として，慎重な対応を主張している。

ほとんどのメンバーも初めから，「現状維持＋symmetry」が望ましいと述べて，全員一致の採決となった。

なお，Greenspnan は，これらに続く発言の中で，当時の jobless growth に絡めて，後のニューエコノミーの議論につながる内容を述べている[17]。

III 93年：実質ゼロ金利の維持

93年は，FF レート・公定歩合ともに，1年間を通じて変更はなく，名目金利＝3％水準で据え置かれた。図で見るとかなり大きいフラットな底になっており，事後的には特殊な政策運営がなされたと言うことができるのではないだろうか。

FOMC の各会合において採択される Policy Directive（NY 連銀におかれた国内デスク向けの政策指図書）の冒頭に掲げられる，現状分析の節を見てみよう[18]。FOMC が動かなかった理由を探るのである。（中途での一頓挫を含んだ）景気回復の緩やかさと，（後半以後の）物価指数の落ち着きが，低金利継続の根拠として，呈示されている。

2月2～3日段階では，基本的に，92年末の景気回復の強さが確認されているだけである。短期政策方針としては，「現状維持＋対称性」が，全員一致で採択された。3月23日になると，漸く，93年初頭における軽い減速傾向が認識されている。ただし，賃金・物価の方は，やや高い水準で上昇していた。短期の政策としては，「現状維持＋対称性」を続けることになったが，インフレ懸念に基づく「即時引締め」派の反対票が2票でている。この間，Cleveland と Boston の2地区連銀から公定歩合の0.5％引き下げ申請が出ている[19]（残り10行の地区連銀は，現状維持）。理事会は3月29日まで決定を保留していたが，最終的に拒否（全員一致）した。

その後，5月18日になると，雇用・生産ともに3月前後に伸びが止まったことが，明らかになった。ただし，賃金・物価の方は，やや高い水準で上昇し続けていた。短期政策に関しては，インフレ懸念が優先されて，「現状維持＋非対称性(引締め)」が決定された。反対票は2票で，「即時引締め」と「現状維持＋対称性」に各1票入った。この間，物価の上昇が続い

ていることを理由に，Richmond 連銀からの公定歩合0.5%引き上げ申請が出された。しかし，理事会は，他地区連銀の現状維持策の方を承認した。

7月6日の FOMC では，5月頃から，景気回復の速度が上がってきたことが認識されている。インフレ懸念もあったので，先月の「現状維持＋非対称性(引締め)」を引き続いて，採択している。反対票は「即時引締め」に1票だけであった。8月17日，9月21日においても，同じく "moderate pace" での回復が継続していることを，確認している。物価・賃金の上昇は沈静化したので，短期政策に関しては，「現状維持＋対称性」が全員一致して，2回連続で採用された。Richmond 連銀も，0.5%引き上げ申請を撤回した。

第4四半期に入って，11月16日になると，"some strengthening in the expansion" が認識されている。消費者物価は落ち着き生産者物価は低下を示したこともあり，8月来の「現状維持＋対称性」が短期運営方針として，全員一致で決定された。さらに，12月21日になると，景気回復はさらに明確となり，"strong advance in economic activity" が認められるとまで，書いている。消費者・生産者物価指数は落ち着いている。短期政策方針は，引き続いて「現状維持＋対称性」となったが，「即時引締め」派の反対票が2票でた。

この年末の集会は，事後的に見ると翌年の引締め前に当たる。かなり強い景気回復も確認されていたのに，「即時引締め」はおろか「現状維持＋非対称性(引締め)」へも，動かなかったのはなぜだろうか。この会合の Transcript を検討してみよう。

(93年12月21日　引締め回避の Transcript)

各地区連銀は，おしなべて，担当地域の経済状況の顕著な改善を，報告している。例外は，不動産バブル崩壊や軍事予算削減などの特殊事情がある，カリフォルニア，マサチューセッツ，ニューヨークなどだけである。理事たちは，貨幣供給量重視の議論，「軍需削減・増税や job insecurity などの需要減要因」を重視する緩和派 (LaWare) の議論と，「最近30年間での最低金利水準（実質短期金利≒ゼロ）は，92年の危機的状況における緊急避難だったはずだから」と主張する引締め派 (Mullins) などに，分かれた。

Greenspan 議長も，自動車販売と住宅建設の増加を認め，バランスシート調整も漸くに終わりつつあることを認めて，引締めへの転換時期が近いことに賛成している。

"All this leads me to conclude, as a number of you have concluded, that the days of accommodation have got to be {about} over. I think we very correctly moved the rate down because of the balance sheet structural restraints that we were exposed to; it has turned out to be an exceptionally successful policy. The balance sheet adjustment have indeed occurred—not yet fully; there is still clearly some way to go, but the rate of change has slowed dramatically. ……Therefore, this recovery seems finally to be moving in a manner which, while not requiring a significant tightening by the central bank,

surely does indicate that the degree of accommodation must soon be eased. Now, I don't know when that (筆者注：引締め開始) [should occur] but I find it very difficult to believe that we can go very long into 1994 without starting the process." (p. 32)

問題は，タイミングであることを指摘し，①「即時引締め」の十分な根拠がないので「現状維持」をとること，②さらに「大きな政策転換」だから「非対称性」による自動的転換ではなくFOMCの正式投票で決定したいこと，③したがって「対称性」を採用したいことを，主張したのである。

"The only question in my judgement is: When do we begin? I don't see any material reason to begin today. — (景気加速が生じる可能性のあることも認めて) — But, if that happens, I think it would be worthwhile having a consultation of the committee rather than putting something in the directive at this time which authorizes the Desk to move [during the inter-meeting interval] . This will be a crucial move. It will begin a major policy [adjustment], in my judgement. ……I, therefore, conclude that at this stage we ought to vote formally on an unchanged policy and a symmetric directive, with the clear understanding that, unless this outlook suddenly deteriorates at a far more rapid pace than seems even remotely likely, we would consider moving to that path (筆者注：引締めのこと) fairly early in the year." (p. 32)

FOMCメンバーの半数近くが「即時引締め」選好を表明したが，その多くは議長案も受け入れられるとして，最終投票では2名の「即時引締め」派だけが反対することとなった。

IV　94年：引き締め開始

94年には，順調な景気回復にともなって，FOMCは一連の金融引締め策を実施した。2月にFFレートを0.25%引き上げたのを皮切りに，3月と4月にもFFレートを0.25%引上げ，5月には公定歩合とFFレートをともに，大きく0.5%引き上げた。8月にも，同じく両金利を引き上げ（公定歩合は0.5%），11月にも両金利の引き上げ（公定歩合0.75%）という急速な引締めを行った。年初時点では，公定歩合・FFレートともに3%水準だったのが，年末時点では，公定歩合4.75%，FFレート5.5%にまで，高められたのである。

(94年2月　引き締め開始の Transcript)

金融引締めへの転換は，この会合で実施された。第1日目に行われた，スタッフの報告内容は，①金融市場参加者が引き締めを予想していること，②財務状況の改善を反映して消費・投資が増大していること，③価格低下にともなうコンピューター投資の増大も顕著なこと，などであった。引き続くround tableの議論では，各地区連銀総裁が，担当地域の経済状況改善を報告した。カリフォルニアは依然として良くないが，ニューヨークですら良くなって

いる。理事会メンバーは，通例通り，それぞれの関心領域について発言をした。分配に関する発言もみられた（Lindsey）。

Greenspan も，FF レートの引き上げについてはかなりのコンセンサスが既に生成されていることを認めた上で，特殊な懸念を表明し，それへの対策を提案した。懸念は，「もしも FF レートを明日上げることになれば，長期間にわたる no action の後の政策行動であり，さらに久し振りの金融引締めなので，特別である。公定歩合を動かすつもりはないが，公定歩合変更と同様に考えるべきではないか。」というものである[20]。実施すべき対策としては，①行動内容の即時発表，②ただし，即時発表を前例としない，③FOMC 名ではなく議長個人名で発表する，という内容を提案した[21]。全員一致で賛同して決着した（投票なし）。

第２日目に入って，短期の引締め策の具体的内容が検討された。スタッフのレポートは，①今すぐに上げなくても手遅れにはならないこと，しかし②FF レート上げの予想は広く分け持たれていること，③引き上げしなければ意図を勘ぐられるかもしれないこと，したがって④FF レートの小幅切り上げがベストと考えられること，なお⑤民間部門の借入れ増大が観察されているようにバランスシート問題による制約は急激に緩まっていること，という内容であった。

Greenspan は議会における Humphry-Hawkins testimony で話したからと，考え方の詳細を飛ばして，FF レートの0.25%引き上げを示唆した。議論は，0.25%対0.50%という引き上げ幅の問題に集中した。最後は，市場の期待に焦点があてられ，国内デスクの Lovett が0.25%を大勢であると説明した。「0.25%引き上げ＋対称性」とするが，会合間の半ばに電話コンファレンスを開く[22]ということで，議論がまとった。さらに，Greenspan は，全員一致が欲しいと，明示的に要請した。その要請を受け入れて，投票結果は全員一致で「0.25%引き上げ＋対称性」を決定した。

結　び

本稿では，米国の90年代前半における「実質ゼロ金利政策」に関して，FOMC の議事録を中心に，連邦準備制度理事会の公刊した資料に基づいて，その状況判断や政策意図などを，検討してきた。意思決定過程が公開資料に十分記録されているという前提の下で，得ることのできたポイントを列挙して，まとめとしよう。

① 景気が順調に回復せずに，すぐに減速・頓挫してしまう事態が繰り返され，連邦準備も繰り返して景気予想を修正させられたこと。

② 80年代後半に積み上げた負債に起因するバランスシート調整の重要性を，FOMC も認識し，金融面のデータに注意を払っていたこと。

③ 92年のゼロ金利突入は，91年後半からの景気後退とその後のジョブレス成長という異

常性への対処であり，「非対称 Directive＋雇用データの悪化」による緩和が繰り返されたこと。

④ 93年の低金利維持は，前半においては第1四半期の回復頓挫とインフレ懸念とが相殺し，後半においては物価が安定したために景気回復を優先できた結果であること。

⑤ 94年の解除は，満を持しての方向転換であり，明確さを狙った工夫（アナウンスメント，全員一致の要請，非対称性 Directive でなく FOMC で決定）が凝らされたこと。

参 考 文 献

(主資料)

The Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report*, 1991～1994.,

The Board of Governors of the Federal Reserve System, *Transcript of the FOMC meeting*, 1992～94. (Staff Report to the FOMC meeting を含む。)

(その他の文献)

黒木祥弘，『金融政策の有効性』，東洋経済新報社，1999年。

Blinder, Alan,「リレー討論：ゼロ金利政策の次を読む③」，日本経済新聞社，4月16日朝刊

Taylor, John, "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in Taylor ed. *Monetary Policy Rule*, University of Chicago Press, 1999.

Federal Reserve Bank of New York, *Studies on Causes and Consequences of the 1989-1992 Credit Slow Down*, 1994.

Federal Reserve Bank of Boston, *Real Estate and Credit Crunch*, 1992.

Loan, Cara, and Ben Bernanke, "Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*,

Sicilia, David B. and Jeffrey L. Cruikshank, *The Greenspan Effect*, McGrow-Hill, 2000. (伊藤洋一訳，『グリーンスパンの魔術』日本経済新聞社，2000年。)

Romer, Christina and David Romer, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz", *NBER Macroeconomics Annal*, vol. 4, MIT Press.

補遺1　90年代初の経済状況　クレディットクランチ

1990年代初頭は，アメリカ各地で不動産バブルが崩壊した後にあたり，多数のS＆Lや商業銀行が破綻しつつあり，自己資本規制の導入ともあいまって，クレディット・クランチ（信用収縮）が顕著に見られた。商業銀行の総貸出額（リースを含む）は，1991年初から1993年半ばまで，僅かな上下動を繰り返しながら，ほぼフラット（一定）であった。企業向け貸出や消費者向け貸出の総額は，同時期（90年～93年頃）に減少している。これほど，明確にかつ持続的な減少（ともに7％前後）は，70年代のスタグレーション期にもなかった。商業銀行の資産サイドの中では，貸出が低下する一方で，有価証券投資が逆に急増している。

当時の状況に対する研究は，NY連銀調査部の論文集とボストン連銀のコンファレンス論文集にまとめられている。どちらも，クレディットの成長が著しく低下した地域を担当する連銀であった。自己資本規制導入の影響が探られたが，今一つ明確な結果は得られなかった。その後，貸出量ではなく貸出条件に注目した研究では，自己資本比率の低い銀行の顧客が，自己資本比率の高い銀行の顧客に比べて，顧客サイドは同程度の信用度であっても，より悪い条件に甘んじていることが発見

されている。

補遺2　Greespan 議長の古典的金融パニックに関する議論

この補遺では，92年6月30日～7月1日の Transcript に基づいて，Greenspan 議長の議論を紹介する。まず，当時の経済状勢を説明するモデルの一つとしての，古典的な恐慌論をスケッチしている部分を挙げよう。

"Now, that is a phenomenon we have seen many times in the past……it's called [the panics of] 1973, 1893, 1907... It's the classic balance sheet/market value crunch which induces a very significant liquidity freeze-up in the banking system and induces a tremendous shift of cash flow toward savings rather than to purchase of goods and services. And you get the classic Keynesian contraction at that time." (p. 65)

"It strikes me that what we effectively have been doing since 1989, I hope more consciously than otherwise, is to take the same adjustment process……which in the 19th century would have meant that the economy would gone down sharply, the balance sheets would have been repaired reasonably quickly, and [the economy] would have come back the usual way……and by injecting significant and continuous amounts of liquidity into the system, we in effect have prevented the liquidity freeze-up and have stretched out the adjustment process." (p. 65)

"I do think this explains, or can explain, what basically has been happening in the last two years. When we continue to inject liquidity in the system, the adjustment process takes place; and when we stop injecting liquidity, after a while the economy begins to show symptoms of weakness again. That is another way of saying that the unmedicated economy goes back to the way it used to behave in the 19th century and it begins to get the[liquidity]freeze-up until we re-inject even small amounts of liquidity and the adjustment process continues." (p. 66)

"I think it would be helpful to look not only at the economy directly but to a great extent at what is happening in the financial system for an indication as what is going on. Having come through all of this, I would conclude that we have to watch very especially the nature of what is going on in the economy. I would suspect that were we to choose to move [to ease], ……, and if this process of liquidity freezing is what is occuring, then clearly that would be helpful at that particular time. I don't feel overly comfortable with either of these two models at this stage. But I think they do capture, as best one can, the prevailing possibilities of where the economy is going." (p. 67)

このように述べた後，政策問題としては，流動性の注入をいつまで継続しないといけないのか，やめるとどうなるのかが，肝心なポイントであると指摘している。

"The question, of course, is whether there is more adjustment that has to be done this way or less. Or do we know? I suspect that at this point we really don't know." (p. 66)

"And the question that one has to ask is: if this is in fact the case, how long will it go on and what will happen if we stop moving toward supplying liquidity when the normal adjustment process is in fact to squeeze up the process and to tilt the economy toward a sharply increased propensity to save rather than to consume and go into investment good?" (p. 66)

主流派モデルとの比較に関しては，次のような示唆をしている。

"If what we are seeing now is an indication that we haven't done enough and that the last injection has petered out, then presumably we will see some weakness in activity, which is very difficult to explain in the context of our standard model." (p. 66)
なお，貯蓄率の顕著な上昇が観察されていないことも指摘した上で，所得のデータの最終版が揃えば事後的に上昇があったことが判明するかもしれないと，している。

補遺3　ニューエコノミー？

ジョブレス成長が続く中で，生産性の上昇率が，異例に高くなったことに注目し，
"There is an interesting question as to whether, in fact, we can have continued strong growth without employment growth. ……The question really gets to the issue of whether or not this productivity surge we have been looking at is abnormal or not. It is quite unprecedented in the context of how little economic growth we have had since March 1991." (p. 28)
その説明として，2つの仮説を提示している。第2の仮説が，後のニューエコノミーの議論につながる内容となっている。
"There are essentially two hypotheses about what those increases are attributable to, both of which could turn out to be true. The first is……saying that the economy was not operating at an efficient level relative to its inputs. In that case, by just tightening up, one can very readily reduce labor input and create within a certain range a rise in output per work hour." (p. 28)
"The second possibility here is that the norm of long-term productivity growth, which is implicit in this concept of a range, has tilted upward. In that case, we are not looking at 1 percent or slightly more than 1 percent [as the norm], but conceivably all of a sudden something has occurred which has changed the long-term productivity growth [trend]. Some anecdotal evidence suggest that there is at least something to that." (p. 28)

補遺4　93年の Policy Directive の現状認識

(February　92年末はかなり強く回復中)
The information reviewed at this meeting indicates that economic activity rose appreciably further in the fourth quarter. Total nonfarm payroll employment registered another small increase in December, and the civilian unemployment remained at 7.3 percent. Industrial production posted solid gains over the closing months of the year. Retail sales were up substantially in the fourth quarter, and the residential construction activity increased sharply. Indicators of business fixed investment suggest a notable gain in recent months, particularly for producer's durable equipment. The nominal U. S. merchandise trade deficit narrowed slightly in October-November from its average rate in the third quarter. Recent data on wages and prices have been mixed but they continue to suggest on balance a trend toward lower inflation.

(March　93年初は少し緩やかな回復)
The information reviewed at this meeting suggests that economic activity has increased at a moderate pace in the early months in 1993 after expanding robustly in the fourth quarter. Total nonfarm payroll employment registered a sharp increase in February following generally small advances in the previous months, and the civilian unemployment edged down fur-

ther to 7.0 percent. Industrial production continued to post solid gains in January and February. Retail sales increased somewhat further over the first two months of the year after a fourth-quarter surge. Housing starts slipped in the early 1993 after registering sizable gains late last year. Incoming data on orders and shipments of nondefence capital goods suggest a further brisk advance in outlays for business equipment, while nonresidential construction has remained soft. The nominal U. S. merchandise trade deficit was essentially unchanged in January from its average level in the fourth quarter, but exports and imports were substantially lower. Increases in wages have remained subdued, but recent advances in consumer and producer prices have been larger than those recorded in the latter part of 1992.

(May 3月頃に回復は一頓挫)

The information reviewed at this meeting suggests that economic activity has slowed in recent months. Total nonfarm payroll employment rose only slightly over March and April after registering sizable increases earlier in the year, and the civilian unemployment remained at 7.0 percent. Industrial production was little changed in March and April after posting solid gains in previous months. Retail sales increased substantially in April but were about unchanged on balance for the year to date. Housing starts picked up in April. Incoming data on orders and shipments of nondefence capital goods suggest a further brisk advance in outlays for business equipment, while nonresidential construction has remained soft. The nominal U. S. merchandise trade deficit in January-February was slightly below its average level in the fourth quarter. Increases in wages and prices have been appreciably larger in this year than in the second half of 1992.

(July 5月頃から回復再開)

The information reviewed at this meeting suggests that economic expansion has picked up somewhat in recent months from the very slow pace of the first quarter. Total nonfarm payroll employment changed little in June after registering substantial gains in April and May, and the civilian unemployment edged up to 7.0 percent in June. Industrial production has changed little on balance over the last few months. Real consumer expenditures edged higher in May after a sizable rise in April but have increased only slightly thus far this year. Housing starts turned up in April from a depressed first-quarter pace and rose somewhat further in May. Incoming data suggest a continued brisk advance in outlays for business equipment, while nonresidential construction has remained soft. The nominal U. S. merchandise trade deficit was about unchanged in April but substantially larger than its average rate in the first quarter. Consumer and producer prices were about unchanged in May, but for the year to date inflation has been more rapid than in the second half of 1992

(August まあまあのスピードの回復継続)

The information reviewed at this meeting suggests that economic expansion has picked up somewhat in recent months from the very slow pace of the first quarter. Total nonfarm payroll employment changed little in June after registering substantial gains in April and May, and the civilian unemployment edged up to 7.0 percent in June. Industrial production has

changed little on balance over the last few months. Real consumer expenditures edged higher in May after a sizable rise in April but have increased only slightly thus far this year. Housing starts turned up in April from a depressed first-quarter pace and rose somewhat further in May. Incoming data suggest a continued brisk advance in outlays for business equipment, while nonresidential construction has remained soft. The nominal U. S. merchandise trade deficit was about unchanged in April but substantially larger than its average rate in the first quarter. Consumer and producer prices were about unchanged in May, but for the year to date inflation has been more rapid than in the second half of 1992

(September まあまあの回復継続)

The information reviewed at this meeting suggests that economic activity is continuing to expand at a moderate pace. Total nonfarm payroll employment edged down in August after a sizable gain in July, but the average workweek rose to a relatively high level and the civilian unemployment declined to 6.7 percent. Industrial production has advanced moderately over recent months. Retail sales changed little in real terms in July and August after increasing appreciably in the second quarter. Housing starts were down slightly July but rose substantially in August. Available indicators suggest a slowing in the business capital spending from a robust pace earlier in the year. The nominal U. S. merchandise trade deficit was about unchanged in July from its average rate in the second quarter. After rising at an accelerated rate in the early part of the year, consumer prices have increased more slowly and producer prices have fallen in recent months.

(November 回復ペース 堅調に)

The information reviewed at this meeting suggests that some strengthening in the expansion of economic activity in recent months. Total nonfarm payroll employment rose appreciably in September and October, while the civilian unemployment edged up to 6.8 percent in October. Industrial production increased sharply in October, partly reflecting a continuing rebound in the output of motor vehicles. Retail sales were up substantially in October after changing little in September. Housing activity picked up further in the third quarter. The expansion of business capital spending has slowed from a robust pace earlier this year. The nominal U. S. merchandise trade deficit in July-August was about unchanged from its average rate in the second quarter. Consumer prices have increased moderately on balance in recent months and producer prices have fallen.

(December 景気回復全般的かつ強力に)

The information reviewed at this meeting suggests a strong advance in economic activity in recent months. Total nonfarm payroll employment rose appreciably further in November, and the civilian unemployment fell considerably to 6.4 percent. Industrial production increased sharply in October and November, partly reflecting a continuing rebound in the output of motor vehicles. Retail sales were up moderately in November after a large increase in October. Housing starts advanced substantially in November. Business equipment expenditures have been rising rapidly, and nonresidential construction has turned up from

depressed levels. The nominal U. S. merchandise trade deficit in October was about unchanged from its average rate in the third quarter. Broad indexes of consumer and producer prices suggest little change in inflation trends, although prices of some raw materials have increased recently.

注

1 彼の大学院時代のアドヴァイザーが，70年代のFRB議長であった Arthur Burns である。Burns は，コロンビア大学に籍をおいたが，ながくNBER（全米経済研究所）の所長として，景気循環を研究していた。景気の転換点について，アメリカではNBERのものが，標準的な日付となっている。研究分野としては，ビジネス・エコノミストに近く，Greenspan も Burns の系譜上のエコノミストと考えられる。

2 Taylor(1999) は，1960年代以降のアメリカ経済に Taylor ルールを当てはめて，実際の金融政策との乖離を検討している。Taylor ルールと比較したときに，高すぎる金利が採用された時期には不況が，低すぎる金利が採用された時期にはインフレが発生していたことが，インフォーマルに示されている。Greenspan 期には，ルールの値にかなり一致した金利が採用されており，深刻なインフレは生じていない。

3 Transcript は五年後，Minutes は次回 FOMC 後（ほぼ1ヶ月半）に公表されている。本稿で扱う3年間に関しては，Transcript が連邦準備理事会のホームページに掲載されており，それを使った。94年分の Transcript は，五年間の守秘期間が終わり，最近公開されたばかりである。本稿においては Transcript からの引用が圧倒的に多く，その頁番号のみを記した。

4 こうした，金融政策当局の公表資料に基づいてその政策行動を検討する narrative アプローチとしては，Romer 夫妻の一連の研究がよく知られている。日本に関しては，黒木(1999)が優れた分析を呈示している。これらと比べると，本稿の分析は，筆者にとっての「最初の試み」レベルでしかない。

5 この部分の叙述は，91年版の『連邦準備理事会年報』，理事会政策行動，1991年公定歩合の項による（p. 92～94)。91年の Transcript は，ウェブでは公開されていない。日本国内では，日本銀行に所蔵されている。

6 補遺1参照のこと。

7 連邦準備理事会年報92年版，p. 107。

8 日本の報道では，この「会合間の政策行動の可能性」について，「緩和スタンス」とか「引締めスタンス」という表現を用いているが，mis-leading である。これは，「会合間に何か変化が生じるとすれば「緩和・引締」どちらの可能性が高いか」，についての FOMC の判断を示すものである。直近の将来に関する FOMC の見通しを，市場に対して伝えるメッセージなのである。「何かが生じた」時については，国内市場 Desk がかなり裁量的に反応できる場合もあるし，逆に FOMC の臨時電話コンファレンスを開いて決定することを前もって約束している場合もある。

9 Joan E. Lovett, "Notes for FOMC Meeting", October 6, 1992.

10 補遺2参照のこと。

11 「対称性」は，「会合間の政策変化として「緩和・引締め」どちらの可能性が強いか」について，FOMC が中立であることを意味する。会合間の準備圧力の変化として，"*slightly* greater

restraint might, or *slightly* lesser restraint might be acceptable in the inter-meeting period." という表現が，使われる。非対称性の場合は，可能性の高い方の "might" が "would" に変更される。さらに強める場合には，*"slightly"* も *"somewhat"* に変更されたりしたが，微妙な表現にどれだけの意味があるかは，疑問である。むしろ，「強い (strong) 非対称性なのか，弱い (soft) 非対称性なのか」は，FOMC 内で最終投票前に論じられ，メンバー内の暗黙の了解となっている模様である。

12　『連邦準備理事会年報92年』，p. 107。

13　Sternlight, p1. 筆者が1998年夏に連邦準備理事会に滞在したときにも，この会合翌日の政策変更について，幹部エコノミストから「雇用データの発表がポイントだった」と，示唆された。

14　同 8 月の staff report (国内経済) においても，労働関係の指標が悪いので，6 月末段階に比べて経済活動のレベルの予想を低めに変更したことを，報告している。"The labor market reports of the past two months have weighted heavily in our thinking about the near-term activity. …….. Consequently, we expect to achieve our projected 1-3/4 percent increase in real GDP in the current quarter, the same way that we have every other quarter of this recovery…… with virtually no increase in hours worked and a healthy gain in productivity." (Stockton, p1) つまり，ジョブレス成長が継続していたのである。

15　Joan E. Lovett, "Notes for FOMC Meeting", October 6, 1992.

16　*Annual Report* 92, p. 107.

17　補遺 3 参照のこと。

18　補遺 4 に，各回の FOMC の Policy Directive 第 1 パラグラフを，掲載した。

19　『連邦準備理事会年報　93年』の理事会政策行動，公定歩合の節 (pp. 98～100)。

20　普通に実施してどういう問題が起きるのかは，明らかには論じられていない。

21　Staff エコノミスト や，エコノミスト系の理事は，Greenspan 提案に賛成しただけでなく，通例にすることも可能と発言した。保守派は，通例にすることに反対した。

22　2 月初めの FOMC での決定 (会合間半ばに電話コンファレンス開催) に従い，2 月28日に電話コンファレンスが開催された。新しい政策行動は，とられなかった。

表1　FOMCの決定と短期金利：1989～95年

	平均Rd	平均Rff	FOMC date	準備圧力		会合間対称－非	引締		緩和		反対		
					副詞		副詞	助動詞	副詞	助動詞		緩和派	引締派
1989. 01	6. 5	9. 12											
1989. 02	6. 59	9. 36	2月 7日	maintain		asymmetry	somewhat	would	slightly	might	2	0	2
1989. 03	7	9. 85	3月28日	maintain		asymmetry	somewhat	would	slightly	might	1	1	0
1989. 04	7	9. 84											
1989. 05	7	9. 81	5月16日	maintain		symmetry	somewhat	would	somewhat	would	1	1	0
1989. 06	7	9. 53											
1989. 07	7	9. 24	7月 5日	decrease	slightly	symmetry	somewhat	would	somewhat	would	1	1	0
1989. 08	7	8. 99	8月22日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	1	0	1
1989. 09	7	9. 02											
1989. 10	7	8. 84	10月 3日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	2	1	1
1989. 11	7	8. 55	11月14日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	1	1	0
1989. 12	7	8. 45	12月18日	decrease	slightly	symmetry	slightly	would	slightly	would	2	0	2
1990. 01	7	8. 23											
1990. 02	7	8. 24	2月 6日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	3	1	2
1990. 03	7	8. 28	3月27日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	2	0	2
1990. 04	7	8. 26											
1990. 05	7	8. 18	5月15日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	1	0	1
1990. 06	7	8. 29											
1990. 07	7	8. 15	7月 2日	maintain		asymmetry	slightly	might	somewhat	would	0	0	0
1990. 08	7	8. 13	8月22日	maintain		asymmetry	slightly	might	somewhat	would	0	0	0
1990. 09	7	8. 20											
1990. 10	7	8. 11	10月 2日	maintain		asymmetr	slightly	might	somewhat	would	4	1	3
1990. 11	7	7. 81	11月13日	decrease	slightly	asymmetr	slightly	might	somewhat	would	0	0	0
1990. 12	6. 79	7. 31	12月18日	decrease	slightly	asymmetr	slightly	might	somewhat	would	0	0	0
1991. 01	605	6. 91											
1991. 02	6	6. 25	2月 5日	maintain		asymmetry	slightly	might	somewhat	would	0	0	0
1991. 03	6	6. 12	3月26日	maintain		symmetry	somewhat	might	somewhat	might	0	0	0
1991. 04	5. 98	5. 91											
1991. 05	5. 5	5. 78	5月14日	maintain		symmetry	somewhat	might	somewhat	might	0	0	0
1991. 06	5. 5	5. 9											
1991. 07	5. 5	5. 82	7月 2日	maintain		symmetry	somewhat	would	somewhat	would	0	0	0
1991. 08	5. 5	5. 66	8月20日	maintain		asymmetry	somewhat	might	somewhat	would	0	0	0
1991. 09	5. 2	5. 45											
1991. 10	5	5. 21	10月 1日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	0	0	0
1991. 11	4. 58	4. 81	11月 5日	decrease	somewhat	asymmetry	slightly	might	slightly	would	2	0	2
1991. 12	4. 11	4. 43	12月17日 12月20日	maintain		asymmetry	slightly	might	somewhat	would	1	0	1
1992. 01	3. 5	4. 03											
1992. 02	3. 5	4. 06	2月 4日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	0	0	0
1992. 03	3. 5	3. 98	3月31日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	0	0	0
1992. 04	3. 5	3. 73											
1992. 05	3. 5	3. 82	5月 9日	maintain		symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1992. 06	3. 5	3. 76	6月30日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	2	0	2
1992. 07	3. 02	3. 25											
1992. 08	3	3. 3	8月18日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	2	0	2
1992. 09	3	3. 22											
1992. 10	3	3. 1	10月 6日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	4	2	2
1992. 11	3	3. 09	11月17日	maintain		asymmetry	slightly	might	slightly	would	3	1	2
1992. 12	3	2. 92	12月22日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	0	0	0
1993. 01	3	3. 02											
1993. 02	3	3. 03	2月 2日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	0	0	0
1993. 03	3	0. 07	3月23日	maintain		symmetry	slightly	would	slightly	would	2	0	2
1993. 04	3	2. 96											
1993. 05	3	3	5月18日	maintain		asymmetry	slightly	would	slightly	might	2	1	1
1993. 06	3	3. 04											
1993. 07	3	3. 06	7月 6日	maintain		asymmetry	slightly	would	slightly	might	1	0	1
1993. 08	3	3. 03	8月17日	maintain		symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1993. 09	3	3. 09	9月21日	maintain		symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1993. 10	3	2. 99											
1993. 11	3	3. 02	11月16日	maintain		symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1993. 12	3	2. 96	12月21日	maintain		symmetry	slightly	might	slightly	might	2	0	2
1994. 01	3	3. 05											
1994. 02	3	3. 25	2月 3日	increase	slightly	symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1994. 03	3	3. 34	3月22日	increase	slightly	symmetry	slightly	might	slightly	might	2	0	2
1994. 04	3	3. 56											
1994. 05	3. 24	4. 01	5月17日	increase	somewhat	symmetry	slightly	might	slightly	might	0	0	0
1994. 06	3. 5	4. 25	6月 5日	maintain		asymmetry	slightly	would	slightly	might			
1994. 07	3. 5	4. 26									1	0	1
1994. 08	3. 76	4. 47	8月16日	increase	somewhat	symmetry	slightly	would	slightly	would	0	0	0
1994. 09	4	4. 73	9月27日	maintain		asymmetry	somewhat	would	slightly	might	1	0	1
1994. 10	4	4. 76											
1994. 11	4. 4	5. 29	11月15日	increase	significantly	symmetry	slightly	would	slightly	would	0	0	0
1994. 12	4. 75	5. 45	12月20日	maintain		asymmetry	somewhat	would	slightly	might	1	0	1

図１　アメリカの金融政策運営*

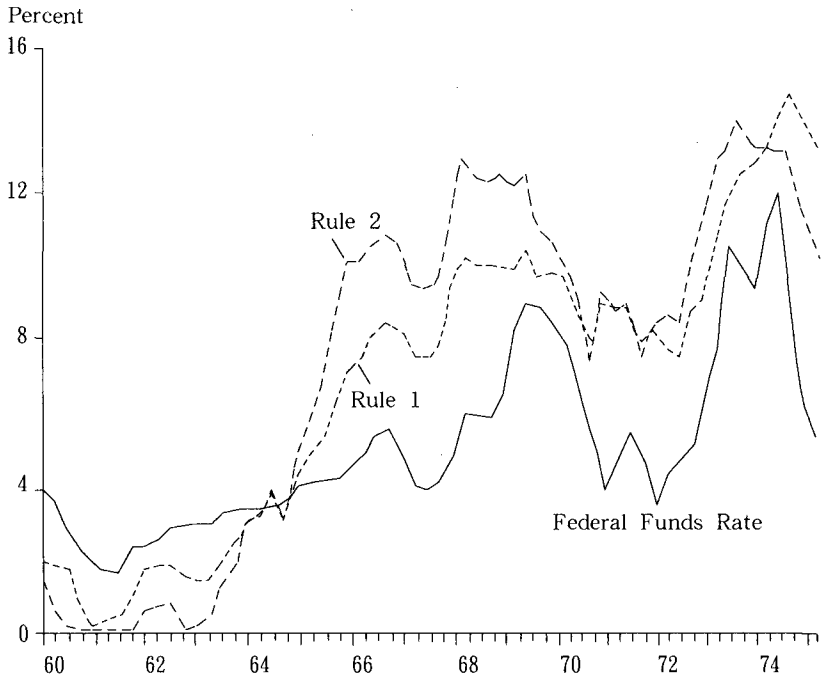


図１（ａ）

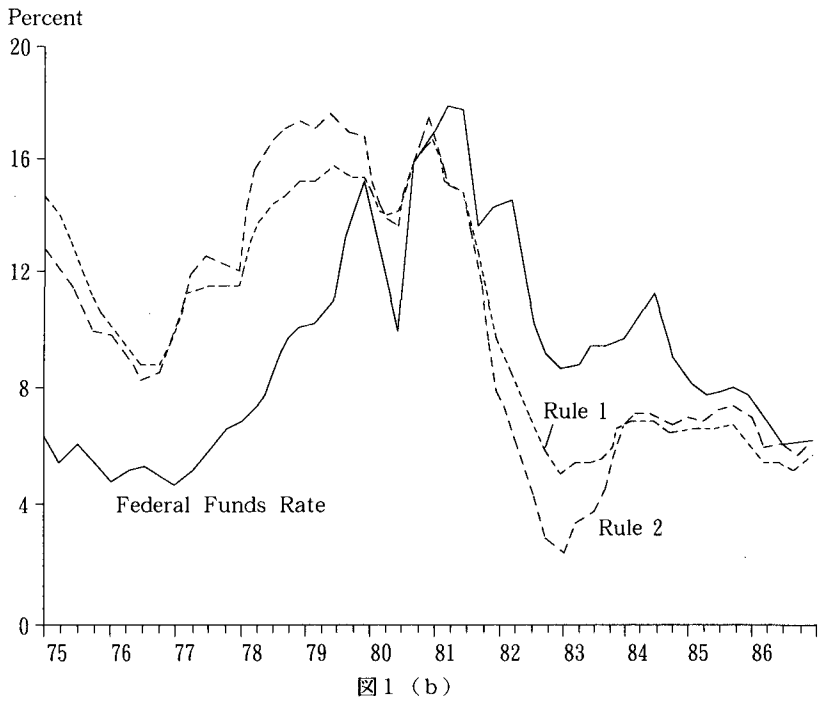


図１（ｂ）

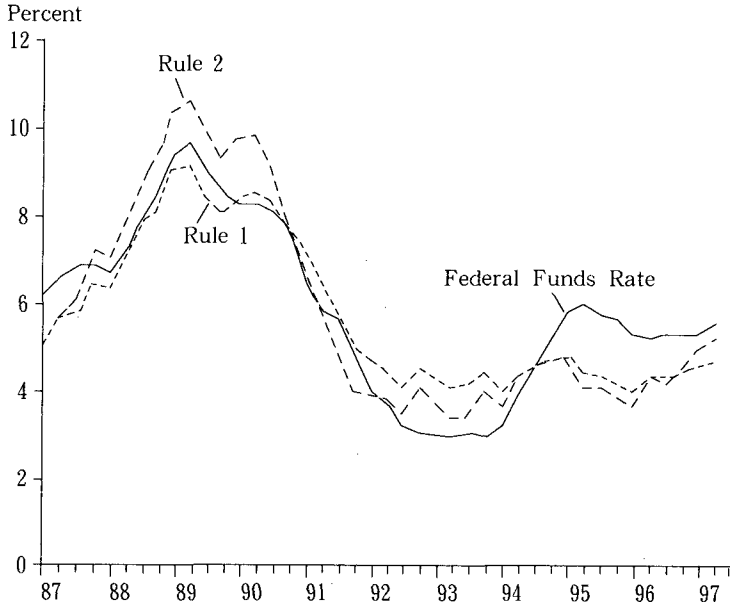


図1（c）

出処：Taylor（1999）.

＊Rule 1はTaylor Ruleを適用した値
長期平均実質金利＋インフレ率＋0.5×GDPギャップ＋0.5×インフレ率ギャップ
Rule 2はTaylor Ruleをよりaggressiveにして，GDPギャップへの反応係数を1.0にした計算値。