Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

1954～95年のFOMC ： 議事録に基づく金融引き締めの検討

地主, 敏樹

(Citation)
国民経済雑誌,182(6):23-48

(Issue Date)
2000-12

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00045110

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00045110

1994～95年の FOMC

——議事録に基づく金融引締めの検討——

地　主　敏　樹

序

この年のアメリカにおいては，１年間を通して，一連の金融引締めが実行された。92年の一連の緩和，93年の無変更と比べて，金融政策の方向性において，好対照である。中央銀行である連邦準備（FRB）の見通しを上回る景気回復が続き，失業率も5.4％にまで低下したことへの，対応であった。この一連の引き締めの結果として，94年後半にはテイラー・ルールを当てはめた水準よりも顕著に高くなり[1]，その状態が96年まで続くことになる。92～93年の金融緩和時の金利水準は，逆にテイラー・ルールの値よりも顕著に低いので，政策手段である短期金利の水準に関しても，両時期は対照的である。

このような強い引き締めの動機としては，低金利が続いた後の金融資産価格が「バブル」水準であるという認識や，潜在産出水準と現状とのギャップが僅かしかないという評価，商品市況の上昇やドル相場の低下といった外的な要因によるインフレ懸念などが，当時の金融政策決定委員会（FOMC）における議論の中に発見できる。本稿では，FOMC の詳細な議事録（Transcript）を主資料とし，議事要録（Minutes）や年報などをも利用しながら，94年を中心とする一連の金融引締め行動を検討する。

なお，この年には，アメリカ国内において中間選挙という政治イベントがあり，対外的にはメキシコ危機への対応と，ドルの下落への市場介入という特殊要因も存在した。また，３人もの優れたマクロ経済学者が，FOMC に登場してきた年でもある。A. Blinder が FRB 理事会の副議長となり，J. Yellen も FRB 理事となったし，F. Mishkin も NY 連銀の調査部長として登場した。この年を通じて，Blinder と Yellen は，しばしば共に金融政策の効果ラグに言及して，引き締めの上に引き締めが重ねられていくことへ，警告を発した。Greespan 議長以外に，蓄積を披露できるメンバーが増えたのである。また，市場の誤解を避けることを意図して，政策変更の即時アナウンスが，定着していく[2]。

I 引き締めの4局面

94年の一連の引き締めにおいては，景気回復の加速にともなって，次第に強い引き締めが，選択された。引締めの戦術に応じて，4つの局面に分けることができる。それぞれの利上げや戦術選択の理由を，次に述べるような問題意識をもって，FOMC の Transcript に基づいて，検討していきたい。

引き締め開始当初の第1局面においては，公定歩合を据え置いたままでフェデラルファンズ・レート（Rff）のみの小刻み連続引き上げという，慎重な戦術が使われている。93年いっぱいの間，金利を据え置いて，景気回復の堅調さも確かめた後の，言わば満を持しての引き上げなのに，この戦術を採用した理由はなんだろうか。2月3日と3月22日の定例会合で，連続して引き上げた結果，Rff は3.5%となった。次の1歩は，定例集合間の4月18日に，3度目の Rff 0.25%引き上げが実施された(Rff は3.75%となったが，公定歩合はここまで3%で据え置いた)。前回3月 FOMC の Directive が定例集合間について「対称性」であったにも関わらず，定例集合間の政策変更を行った動機は何だろうか。

引締め第2局面では，より強い利上げを間欠的に実施する戦術が使われた。この戦術変更の動機は何だろうか。具体的には，定例集合において両金利（公定歩合と Rff）の0.5%引き上げを実施，次の定例集合は金利水準の「維持」と定例集合間の政策行動に関する「非対称性（引締め)」を選択，という組み合わせが，2回繰り返された。年央の5月17日と8月16日の2回の利上げで，公定歩合は4.0%，Rff は4.75%となった。より大幅（0.5%）かつより明確（両金利の同時引き上げ）な引き締め行動への変化は，どのような理由に基づいているのだろうか。

引締め第3局面は，さらに強い利上げが実施された。11月15日の定例集合において，両金利が0.75%引き上げられて，それぞれ4.75%と5.5%となったのである。この，Greenspan 期において最大級の変更幅を採用した理由は何だったのだろうか。次の12月の定例集合では，第2局面と同様に，「維持＋非対称性（引締め)」が選択された。

引締め第4局面は，この引締めシリーズの最終局面であり，第2局面と同じ戦術が採用された。翌1995年2月1日の FOMC 定例集会において，この局面最後の引き上げ（両金利の0.5%引き上げ）が実施されて，公定歩合は5.25%，Rff は6.0%となった。次の2月定例集合では，「維持＋非対称性（引締め)」が選択された。この後，ほぼ半年あいて，年央7月には，緩和に転じることとなる。この最後の利上げは，どういう状勢判断に基づく決定だったのだろうか。

また，7・9・12月と翌年2月の FOMC で，共通して，「維持＋非対称性（引締め)」が選択されていることも，注意を引く。基本的には，前月に顕著な利上げを実施したので，新た

な展開を待つ様子見ということで，金利水準は維持された。ただし，どの場合にも，up-side risk の方が大きいとして，定例集合間（inter-meeting）の政策行動の可能性として「非対称性（引き締め）」が，Directive に明記されたのである。しかし，5月以降のこの期間における金利変更は，全て，FOMC の定例集合において決定された[3]。つまり，定例集合間の「非対称性（引き締め）」が実行に移されたことはない。この点は，1991-92年における一連の緩和過程で定例集合間の「非対称性（緩和）」が次々と利下げ実施へ移されたこと[4]と，好対照をなしている。この違いが生じたのはなぜだろうか。

II 引き締めの第1局面－慎重に，だけど連続して－

89年の利下げに始まる金融緩和期，92年末よりの実質ゼロ金利期に終わりを告げた引き締め第1期は，Rff のみの小刻みな引き上げを連続して実施したという特徴をもっている。本節では，この慎重な戦術を採用した動機を検討していく。

Transricpt を検討すると，株式・債券両市場における高価格（バブル）という不安材料への懸念が主理由であることが，明らかになってくる。実体経済は高成長を始めていたし，中立的な政策スタンスの金利水準（4％半ばと想定）までに1.50％ほどの乖離があったが，バブルを破裂させてしまうリスクの方が重視された。なお，2月の第1回利上げでは，最初の転換のもつ衝撃性（アナウンスメント効果）も考慮されて，小幅利上げが決定された。4月の定例集合間における利上げは，実体経済の好調継続と金融市場の鎮静化とを背景として実施された。

① 2月3日 定例集合 Rff 0.25％引き上げ＋公定歩合3％据え置き＋対称性

各地区連銀からの経済報告もカリフォルニアを除いてほぼ全面的な好況となり，金融市場でも利上げ期待が高まっていた。この状勢を受けて，かなりの FOMC メンバーが，Rff の0.50％引き上げを主張した。Greenspan は，下記のような様々な理由を挙げて，0.25％の引き上げ幅に止めるべきだと，説得に努めている。諸理由の中心にあるのは，株式市場を中心とする金融市場の不安定さへの懸念であり，長期間にわたる緩和から引き締めへの大転換がもつアナウンスメント効果であった。

"Well, I've been around a long time watching markets behave and I will tell you that if we do 50 basis points today, we have a very high possibility of cracking these markets. I think that would be a very unwise procedure. It is far easier for us to start a process with a smaller move. And, as Dick Syron says, there's a very large announcement effect. Having stuck with unchanged policy for so long, it is going to be far easier for us to get on an accelerated path if we need to at a later time. To go

more than 25 at this point I think would be a bad mistake. It could generate surprising counter-productive responses in this market. Strangely, it is far easier to do 50 basis points in the second move." (Greenspan, p. 53)[5]

"This is a very big move, not because of the magnitude but because of the announcement effect, as Dick Syron points out. I would feel very uncomfortable if we tried to do more at this stage. I think it's the wrong pattern and I must say it would make me really uncomfortable." (p. 53)

"Look, the stock market is at an elevated level at this stage by any measure we know of. We could set off a sequence of events here that I think could make the policy path that we have been developing here a difficult one." (p. 53)

彼の主張にもかかわらず，FOMC メンバーの0.50%引き上げ支持発言が続き，Greenspan もよく似た主張を繰り返している。

Greenspan は，この当時の瞬間的な高成長は続かないだろうという予想も示している。

"You know, I rarely feel strongly about an issue, and I very rarely sort of press this committee. But, let me tell you something about what's gnawing me here. I am very sympathetic with the view that we have got to move and that we are going to have an extended period of moves, assuming the changes that are going on now continue in the direction of strength. It is very unlikely that the recent rate of economic growth will not simmer down." (p. 55)

高成長が続かない理由として，一時的に住宅と自動車の需要が急伸していることが高成長の原因だから，その2要因が減退して成長率は低下するだろう，と述べている。この見通しが正しければ，大幅な利上げを急ぐ必要はないことになる。

最後には，金融市場の利上げ期待も0.25%が大勢であるとして（スタッフ・エコノミストも確認），市場を驚かせるべき状況ではないと，主張している。中立な金融政策スタンスへ戻すのに（合計）1.50%程度の利上げが必要だとしても，最初は小刻みで始めて後により大幅な利上げをすれば，十分に早く到達可能だとも，述べている。

"I would be very concerned if this committee went 50 basis points now because I don't think the markets expect it. You want to hit a market when it needs to be hit; there are no significant evidences at this stage of imbalances that require the type of action that a number of us have discussed. Were we to go 50 basis points with the announcement effect and the shock effect, I am telling you that these markets will not hold still. ・・(中略)・・I am telling you—and I've seen these markets—this is not the time to do this. I think there will be a time; and if the staff's forecast is right, we can

get to 150 basis points pretty easily. We can do it with a couple of 1/2 point jumps later when the markets are in the position to know what we are doing and there is continuity. I really request that we not do this. I do request that we be willing to move again fairly soon, and maybe in larger increments; that depends on how things are evolving. ・・(中略)・・ If somebody asked me if I think there is an economic case for 50 basis points, my answer is "most certainly there is a case." Do I think there is a case in the full context of where the financial markets are at this stage and what the expectations in the markets are at this stage? I would say emphatically "no." It's far too risky. We don't need to take those risks. If I could see a very significant benefit from doing 50 basis points, I would say let's do it; I just don't see it." (p. 55-56)

実体経済だけを見ると0.50%の引き上げが妥当だが，金融市場その他の要因も考慮に入れて総合的に判断すれば，0.50%は望ましくないと，主張しているのである。

この後，金融政策の方向の大転換だから，全員一致が欲しいという，Greenspan の要請に応じて，全員が賛成票を投じている。定例集合間の政策変更可能性については，微妙な時期なので全員で討議すべきだから「対称性」に止めるが，次の定例集合までの期間が長い（7週間）ことと0.50%引き上げへの支持の強さへも配慮して，3月の定例集合までの中間時点に電話コンファレンスを開くことという妥協案が採用された。

また，FOMC の直後に，引き締めへ転換したことがアナウンスされた。Greenspan が，長期間の金融緩和からの転換なので，市場に対して明確なシグナルを送ることが重要であると，説いた。(FOMC ではなく）議長名で，かつ，今後の先例としない，という条件を付けて，FOMC から承認された。

② 2月28日 電話コンファレンス 政策行動なし

内外の金融市場に関する，スタッフ・エコノミストの報告の後，Greenspan は，2月の利上げが大きな効果をもった，株式市場だけでなく債券市場のバブルもつぶしたと，評価している。

"Let me say that looking back at our action, it strikes me that we had a far greater impact than we anticipated. I think we partially broke the back of an emerging speculation in equities; it's still too soon to know whether or not that's true, but the evidence to date clearly suggests that that is at least a good possibility. In retrospect, we may well have done the same thing inadvertently in the bond market because what we were getting earlier were tremendously rapid declines in long-term rates. As we look back on this, I suspect that there was a significant overshoot in the markets. We pricked that bubble as well, I think. We also have created a degree of uncertainty; if

we were looking at the emergence of speculative forces, which clearly were evident in very early stages, then I think we had a desirable effect." (p. 3)

債券価格の下落に関しては，実体経済の成長が大方の予想を上回っているので，将来の実質金利上昇が見込まれるようになった。それも織込まれて長期金利が大きく変化した結果ではないかと，示唆している。

"In that sense, even with the 25 basis points, in this context of rising expectations of higher long-term real rates, we probably have imparted or have been associated with a larger degree of restraint than we had anticipated was likely to occur in the first quarter." (p. 4)

最終的に，これからの政策動向としては一層の利上げが必要だが，ショック療法を受けた市場にはもう少し猶予を与えて落ち着かせた方がいいとして，この時点での金利維持を原案として呈示している。

"Coming off this type of operation, my own view with respect to policy is that we're going to have to move again, obviously. I don't know when that will be, but I think it would be wise for us at this particular point to allow markets, which clearly have been shocked, to settle down before we move again. I would hope that we could review the outlook much more extensively at our next meeting in a few weeks." (p. 4)

この時点での利上げをすすめる意見もあったが，大勢は原案を受け入れた。

③　3月22日　定例集合　　Rff 0.25%引き上げ＋公定歩合3%据え置き＋対称性

最初に，メキシコ通貨危機対策としての通貨スワップ協定拡大について，延々と論議が続いた。続いてのラウンドテーブルの討議では，米国のほぼ全域が好況であることが，報告された。バブルの後遺症が残っていたNEとNYも，漸くに景気回復が鮮明となり，例外は，カリフォルニアのみで依然として一進一退の状勢が続いている。

この好況を受けてのGreenspanの原案呈示は，Rffの「0.25%引き上げ＋非対称性（引締め）」だった。彼は，過去を振り返って長期的な「歴史的観点から現状を見る」として，きわめて長い議論を展開した。(p. 39)

"We have had extraordinary financial turmoil, and it's worthwhile to go back in time and see where it came from and where it's likely to go. My impression is that we are looking at the aftermath of the 1987 stock market crash."

1994年段階において，依然として87年の株式市場クラッシュの後遺症が大きいというのである。なお，87年の株式市場クラッシュそのものについては，むしろ「いい」クラッシュだったとしている。

"(87 stock market crash) is the first and perhaps the only major stock market crash

in history that actually was beneficial to the economy. In other words, it appeared to me in retrospect that the crash stripped out a high degree of overheating and sort of got right to the edge of where the overheating got into the muscle of the economy and stopped."

Greenspan が「87年クラッシュの後遺症」と考えているのは，クラッシュの後，リスク・プレミアムの低下が続いてきた点である。6ヶ月もののCPとTB，BAA社債と国債，などの間の利子率格差（プレミアム）に，言及している。

"We came out of it with a very shaken environment but one which recovered relatively quickly. As a consequence of that, from the 1987 stock market crash on, all the key risk spreads started to narrow.・・(中略)・・But there has been a general decline in those risk premiums, which has led increasingly to the view implicit in the market that there is a risk-free environment and one that incorporates, as we have noted previously, extraordinary rates of return on stocks and bonds."

この結果として，株式・債券市場で高い収益率が持続し，投資信託が急成長したと，解釈している。

"Those returns not only have been significantly higher than average but remarkably stable. There has been very little volatility in the stock market until recently. And as a consequence of that, we saw the emergence of a huge mutual funds industry, which was able to promise above average yields and stable yields. I don't know the size of the industry now－$2 trillion or something like that－but it has become the major player in the marketplace." (p. 40)

引き続いて，「異常な高収益率 abnormal high return が持続しないことだけは，判っている。」と述べて，直近の例として，90年代初頭のスウェーデン・クローネへの投資とその崩壊を，引いている。クローネは，独マルクにペグしながらも，高金利であった。ペグを過信した市場は，クローネを low risk-high return の資産であると見なして，マルクの対ドル相場変動のみをヘッジして，大量の投資がなされた。対マルク・ペグが放棄された時に，それらの投資は大きな損失を被ることとなった。

2月の利上げ前後の市場状況は，低リスク・プレミアムを過信した「夢遊病状態にあって，価格上昇圧力がかかり続けていた」ので，上述のスウェーデン投資のケースに似ていたと述べている。さらに，世界的な投機資金が関係していたことに気付いていなかったとして，

"While we all recognized at the time that the stock market was a little dicey and we were worried about the mutual funds, I don't think we were aware of the apparent underlying speculative elements involved in the markets on a worldwide basis that I

think our February move unearthed."(p. 41)

2月利上げは，市場の目を覚まさせる "wakeup call" であって，遅かれ早かれ生じるものだったのだと，述べている。ただし，その後の上昇にもかかわらず，リスク・プレミアムは依然として低水準にあるとして，各部門のポートフォリオの調整は進行中であるという，考えを示している。

そして，2月の利上げによって，株式市場のバブルを止めるつもりだったが，株式市場よりも債券市場のバブル破裂が大きかったことを，再び指摘している。

"When we moved on February 4th. I think our expectation was that we would prick the bubble in the equity markets.・・(中略)・・So what has occurred is that while this capital gains bubble in all financial assets had to come down, instead of the decline being concentrated in the stock area, it shifted over into the bond area."(p. 41)

株式市場の値下がりが小さく済んだのは，予想外の企業業績改善が始まって金利上昇と相殺したからであり，他方で，債券市場では同じ要因が長期金利上昇を大きなものとして債券価格を下落させた，と解釈している。なお，市場は異なっても，全体としてのバブル崩壊の規模は同じようなものであろうし，経済への影響も変わらないと述べている。

"But the effects are the same. These are major capital losses, which have required very dramatic changes in actions and activities on the part of individuals and institutions."(p. 41)

このように金融市場への利上げの影響を敷衍した後，実体経済は近年まれなほどに堅調なので，不安材料は金融市場のみであること，戦前に遡れば堅調な景気が金融崩壊によって突然に頓挫することも稀でなかったと，警告している。

この後の議論は，実体経済に移る。かなりの景気回復にもかかわらずインフレ上昇が全く見られないので，最近の経済は特殊な状況になっていると指摘している。そこで，金利水準をできるだけ早くニュートラルなレベルへ戻したいと，結論付けるのである。

"We have an economy which doesn't look like anything that we have experienced in the last 30 years. In the last 30 years, when we saw a tightening of slack in the system, we also saw a pickup in credit demands and we had inflation.・・(中略)・・I raise this issue because we are pretty far along in this business cycle. So why is inflation not showing its head a little more?"(p. 43)

歴史的に見れば，1920年代にも1950年代にも，同じようなことが生じていることを指摘し，

"I would submit that looking at the simple short-run Phillips curve, which is what we are doing, without a credit variable in it, may be mis-specifying the process in question."(p. 43)

と，フィリップス曲線に対して疑問をなげかけて，信用変数の導入というアイディアを呈示している。

そして，

"I must say that I find this whole process very puzzling, because it does not seem likely to me that it can continue in this way."

と，現状のメカニズムが理解できていないことを認めている。また，

"I'm sort of waiting for the credit numbers to really begin to move, for the patterns to begin to look like those I have found so familiar, being a business forecaster for a number of decades."

と，一時的な変化であることへの期待を示しつつも，そうではなくて，金融政策の波及メカニズムに関する再考を迫るものかもしれないと述べている。そこで，金利水準を中立的な水準を早く戻しておきたいと，述べるのである。

"Where this leaves me, putting the inflation issue aside for the moment, is that I think we have to restore policy to neutrality as fast as we can. What I really have in mind here is to eliminate the excess degree of accommodation, which I assume is basically feasible."

以上から，ニュートラルな金利水準に早く戻ることと，不安定な金融市場への影響との，バランスをとらねばならないと，まとめるのである。

"If we were dealing strictly with the economic outlook as it stands now, there is no doubt in my mind that this economy could absorb a very large increase in interest rates without a problem. The difficulty I have is that I don't think the financial system can take a very large increase without a break in its tensile strength-which we strained significantly the last time but did not break. It's a risk, frankly, that I think we should be quite concerned about.

So, we have the issue of, one, moving as fast as we can and two, doing it in a manner that doesn't break the markets." (p. 43)

さらに，もう一つのポイントにも留意が必要であるとして，「バブルつぶし」で驚かせた後なので，金融市場を安心させるような金利水準にもっていくことも，重要だと述べている。

"So the question is, having very consciously and purposely tried to break the bubble and upset the markets in order to sort of break the cocoon of capital gains speculation, we are now in a position—having done that and in a sense succeeded perhaps more than we had intended—to try to restore some degree of confidence in the System. And that means we have to find a way, if at all possible, to move toward

a policy stance from which we will not be perceived as about to move again in any short period of time."(p. 44)

これで漸くに，政策の具体的内容に入る。0.25%か0.50%の引き上げかに問題を絞るのである。

"That essentially leaves us, as far as I can see, with two options: moving the funds rate up 25 basis points or 50 basis points. I don't think we have an option, incidentally, of doing nothing."(p. 44)

そして，0.50%引き上げても中立水準には届かないこと，0.25%引き上げなら2月に引き続いてなのでパターンが認識されやすく予測可能性が高まることを，挙げて，後者を原案とするのである。

"I think there is a certain advantage in doing 25 basis points because the markets, having seen two moves in a row of 25 basis points at a meeting, will tend almost surely to expect that the next move will be at the next meeting—or at least I think the probability of that occurring is probably higher than 50/50. If that is the case and the markets perceive that—and they perceive we are going to 4 percent by midyear, moving only at meetings—then we have effectively removed the Damocles Sword because our action becomes predictable with respect to timing as well as with respect to dimension."(p. 44)

さらに，中期的なプログラムとして，目標の中立水準への最後の一歩は，それをシグナルするようにやや大幅な0.50%引き上げとすることを提案している。

"My own impression, if we decide to move in that direction, is that the last move we might want to make—say, for example, the funds rate was at 3-3/4 percent and we decided 4-1/4 percent might be neutrality—is that perhaps we should add 50 basis points at that point. That would ring the gong as the end and we could in effect withdraw from the race, provided that during this period rising inflationary pressures did not actually start to become real as distinct from prospective."(p. 44)

最終的な原案は，「Rff の0.25%引き上げ＋非対称性（引締め）」である。

"My own inclination at this stage—I may sound a lot surer about what I think ought to be done than I am because we know the markets are very tricky—is to do 25 basis points today, but go asymmetric because the chances of our lowering rates in the inter-meeting period ought to be zero."(p. 44)

続いて，会合間に非対称性を実現して，利上げしなければならない可能性は低いだろうと評価している。そして，会合毎に順々に利上げしていって，年央には目標の中立水準に到達で

きるという見通しを示している。

"There is the possibility that the numbers may turn out to be a lot stronger than we are projecting.・・(中略)・・My own guess is we are not going to see the economy heat up until the funds rate gets to 4 percent, meaning that I think we have enough time to move meeting by meeting, which gets us to a 4 percent federal funds rate at midyear. Then I think we will be in a far better position."(p. 44-45)

Greenspan の長々しい原案呈示を引用しまとめてきたが，金融市場の不安定性に対する慎重な配慮と，歴史上のさまざまなエピソードに学んでいるところが，印象的である。この後の討議では，利上げ幅（0.25%対0.50%）と，会合間の政策変更可能性（対称性対非対称性）が，焦点となった。後者に関しては，Greenspan も妥協して，もしも景気・インフレの上方ショックが発生すれば，「非対称性」に基づいた自動的利上げではなく，電話コンファレンスを開催して決定する方がよいかもしれないと述べて，原案を「Rff の0.25%利上げ＋対称性」に修正している。投票結果は，強い引締め派からの反対２名を除く賛成となって，修正原案が承認された[6]。

この政策決定投票の後，政策アナウンスに関して議論された。数年にわたる懸案事項であり，何回か検討されてきたが，２月の利上げに伴うアナウンスで，再度表面化した。改めて小委員会を作って検討した結果が報告されて，討議にかけられた。変更のみ即日アナウンスするというのが，小委員会案であった。慎重意見もあり，より広い情報公開のパッケージとともに最終決定をくだすということになる。今回も，議長名で政策変更をアナウンスすることになった。

④　４月18日　電話コンファレンス　　Rff 0.25%引き上げ＋公定歩合３%据え置き＋対称性

電話コンファレンスであるが，外為・国内オペの報告から国内経済の報告，代替的政策の影響評価と，通常の定例集合と同じステップが踏まれている。スタッフによる国内経済見通しでは，経済が順調に成長していることが報告されている。冬の異常な厳しさやカリフォルニア州の地震にもかかわらず，第１四半期は４%成長となると，高目の見通しが述べられている。しかし，依然として，自動車販売の高水準などは一時的とみており，景気回復の減速を予想している。ただ，信用（対企業向け貸し出し）が，初めて回復し，マネーサプライも増加していることが強調されている。

"traditional measures of money and credit have shown some strength over the last month or two. Bank credit picked up in March to a 10-1/2 percent annual rate and the first week of April, －中略－, showed another sizable jump. I think the notable aspect of the bank credit picture is strength for three months running in business

loans. This is the first quarter we've had a plus in business loans in several years." (Mr. Kohn, p. 4)

"The broad monetary aggregates have picked up considerably in the last few months, both relative to previously and relative to Bluebook expectations. －中略－. we're projecting a March/April M2 of 5-1/2 percent; that's up from less than 1 percent in January and February." (Mr. Kohn, p. 4)

このように景気回復が実体と金融の両面において堅調となってきたことを受けて，Greenspan 議長は3度目の Rff 引き上げ（0.25%）を提案している。ほぼ1ヵ月後の次回5月17日の定例 FOMC まで待たない理由として，在庫投資が増加してきていることと，金融市場における「バブル」鎮静化（利上げの安全性が上昇）とを，挙げている。

"I think the consensus of this Committee is that we eventually would like to move in excess of 4 percent on the federal funds rate. As you may recall in the last meeting, we had hoped to wait until the May 17 FOMC meeting for the next move. But there are certain events that have evolved since the March 22 meeting, which probably make it desirable to move before the next meeting.

First, with regard to the comments that Mike Prell made, I think that the issue of inventories is a very crucial question here.－中略－.

Secondly, the sharp declines in both stock and bond prices since our last meeting, I think, have defused a significant part of the bubble, which had been previously built up. We let a lot of air out of the tire, so to speak, and the dangers of breaking the surface tension of the markets clearly are less than they were at the time of the last meeting." (Greenspan, p. 6)

「バブル」に関しては，明示的な言葉が使用されていること，「破裂させずに空気を抜くこと」の重要性が指摘されている点などが，興味深い。さらに，その空気抜きの過程において，"a marked move in holdings of longer-term securities from weak to stronger hands" が生じているとして，ポートフォリオの調整を通して保有主体が変化することの重要性が，強調されている。

公定歩合と Rff の同時0.5%引き上げ案に対しては，景気情勢だけを見ると正しい反応だが，金融市場の情勢が依然として不安定性を残している点を根拠にして，時期尚早との判断を示している。

"I would note that, first of all, we moved the federal funds rate to a level right on top of the discount rate, and I think it's desirable to open up a gap. I think that we're going to have to move the discount rate, and my guess is either at or before the next

meeting, in conjunction with our next move. I'm inclined at this stage to be a little cautious on the grounds that, while we have defused a goodly part of the bubble, we have an awful lot left in there. I would agree with Ed Boehne that as far as the economy is concerned, a 1/4 point move in the funds rate will still leave us behind the curve. －中略－. At this point, were we to raise the discount rate, especially since the market does not expect us to move today, we would create more of a jolt than I think we would wish to create. A few more weeks of waiting, and moving the discount rate in conjunction with our next move, strikes me as a much more sensible and less risky approach to get to where we want to be."(Greenspan, p. 9)

より強い引き上げを選好したメンバーも，これ以上の異議を唱えなかったので，明示的な投票なしで，Rff の0.25%引き上げが決定された。

III 引き締めの第2局面－より強く，だけど間欠的に－

4月までの慎重な Rff 0.25%引き上げシリーズから，公定歩合と Rff とを同時に，かつ，より大きな幅（0.50%）で引き上げる戦術に転換した。1回引き上げては次回様子見（定例会合間の「非対称性（引締）」つき）というセットが，2回繰り返されることになる。

本節では，この戦術転換の正当化を確認しよう。さらに，2回の利上げの相違も検討しよう。

① 5月17日 「公定歩合と Rff 0.5%引き上げ＋対称性＋アナウンスメント」

この FOMC までに，全ての地区連銀が，公定歩合の引き上げ承認を要請していた。11行は0.5%，1行は1.0%の引き上げであった。Greenspan は，予想通りの原案として，「公定歩合と Rff 0.5%引き上げ＋対称性」を，呈示している。

"The sentiment of the Board of Governors, as you probably know, is to move the discount rate, as nearly all the Reserve Banks have requested, by 50 basis points today. And the implicit view of the Governors is to request of the Committee that we allow all of the increase to pass through. There is a balance of concerns as to how we should state that, but if we are going to act, I do think we should indicate that we are taking out a substantial part of the degree of accommodation that existed through the 1993 period. But I'd leave open the issue of any further moves; while we may pause for markets to interpret that, we ought to make adequate leeway to move should events require that we do so. My own impression is that we probably will not have to move before the next meeting if we do 50 basis points now."(p. 33)

この原案呈示に引き続いて，この利上げで落着する可能性は低いとしながらも，スタッフ

予想（Greenbook）通りにインフレ懸念が静まる可能性も認めている。この引き上げで Rff は4.25%となり，以前の FOMC で中立的と想定された水準にほぼ到達するからであろう。

"I find it unlikely that we are near the end of this pattern, but I do think we are now becoming more data dependent. There really are two credible economic scenarios that we have to keep in mind. One is something quite similar to the Greenbook forecast and, if that scenario evolves, the inflationary pressures on the system will cane down. If it doesn't evolve, if we still have momentum in the system, I think the pressures are going to pick up on us to move-not immediately, but sooner rather than later." (p. 33)

なお，最大の懸念は金融市場の動向であり，「バブル」が考えていたよりも大きかったのではないか，その変動可能性は依然として高い水準にあると，解釈している。

"The crucial issue as far as I'm concerned, however, even though it's not a critical matter in the forecast, is to watch what's happening to the financial system—what's happening to bank loans, to credit extensions, to the degree of financial tinder that is either not moving or moving. We need to be very careful about this very large risk premium that exists in the financial markets, which basically says that this bubble is a bigger one than we had anticipated. We've caused a good part of it to dissipate, maybe even most of it, but it's very obvious from the implied volatility numbers we're getting out of the options that these markets are not about to simmer down very quickly." (p. 33)

最後に，市場に対してまだまだ金利引き上げが続くという期待を与えないためにも，アナウンスメントが必要だということで，Greenspan は，公定歩合変更のアナウンスメントに次のような部分を付け加えることを，提案している。「この利上げで，93年を通して継続していた金融緩和の大部分が取り除かれた」という内容である。

"These actions, combined with the three adjustments initiated earlier this year by the FOMC, substantially remove the degree of monetary accommodation which prevailed throughout 1993. As always, the Federal Reserve will continue to monitor developments in the economy and financial markets to judge the appropriate stance of monetary policy." (Greenspan, p. 34)

なお，短期政策の決定にいたるまでの段階においては，この年の2月以来実行されているアナウンスメントの効果と限界に関する議論が，活発であった。

依然として短期金利の水準が低すぎる（accommodative）であるとの認識は共通していたので，全員一致で，この政策行動が決定された。0.50%の引上げ幅は，「これで4%半ばと想

定される中立水準へ戻す」というアナウンスメント効果を狙い，金融市場がある程度落ち着いたことも考慮された，結果であろう。

② 7月5－6日 定例集合 「維持＋非対称性（引き締め）」

第2四半期にも景気拡大が継続していることが確認された。消費・住宅需要の伸びは低下しているが，企業設備投資が高い。インフレは落ち着いたままであり，これまでの引き締めの効果によってか貨幣集計量は低下している。

こうした状況を受けて，Greenspan 議長は，ドル相場の下落に対しては金利を少々動かしても仕方がない上に，国内経済面では金利変更の必要がないとして，金利の現状維持を正当化している。さらに，今金利を変更することは，為替レートの防衛を意図していると誤解される恐れすらあると，述べている。

"I would be inclined at this stage to stay with "B," largely because, unless we tighten by 300 basis points, I think the effect on the exchange rate would not be all that visible. Doing 25 or 50 basis points, I fear, would be viewed as an endeavor to hit the exchange rate. Once we have done it, the markets would swallow it and say, okay, what more do we get? The more tools we use without success, the greater the danger of getting a destabilized system. I would not have any domestic concerns at this stage about moving the rate up today because I suspect we will want to move at a later time. But I am very uncomfortable about the inevitable analogy to the exchange rate, because the order of magnitude is all wrong if it were against the exchange rate." (p. 64)

原案としては，現状維持と非対称性（引締め）を呈示している。

"So I would like to stay at "B" unchanged, but I'd like to be asymmetric.・・中略・・ However, I am not sure what if anything in those data would significantly change our minds. The only thing it would do is that it would distance us from the issue of the exchange rate if we were to move, and I think that has very considerable value. I have a suspicion that if we were to do nothing until the August meeting, we might possibly want to do 50 basis points in August if the economy starts to pick up. I am biased toward the up side because of the way I read what is going on, but more importantly because of the so-called "loss function" that we have discussed on policy. If we were to move higher in the next few months and we were wrong because our tightening was more than the economy could take, I think we could adjust and move back down. There would be costs, but I think they would be containable and reversible. So if we make a mistake by being too tight, I don't think the cost is all that

significant. If we fail to act when we should and inflationary pressures take off, I think the cost of restoring our position would be much higher and conceivably irreversible." (p. 64)

非対称性の根拠としては，(上述のような) 引き締めが過剰だった場合と不足した場合との間での損失の大小比較を第１としながら，見通しとしても上方リスクが高いこと，を挙げている。また，議事要録公表時に「いつでも引締める」姿勢にあったことを示したい，とも述べている。FOMC が反インフレ的であることを，市場に印象付けたいというのである。

最終的な投票においては，即時利上げ派の１名を除いて，全員が賛成した。

③　８月16日定例集合　　公定歩合と Rff 0.5%引き上げ＋対称性

景気回復が全般に順調であり，地域的に見てもカリフォルニアを例外として，ニューイングランド地方も堅調であることが報告されている。さらに，銀行貸出が急激に増加していることにも，注意が払われている。雇用増に関しても，予想を現実が上回っている。また，データに関しては，住宅建設に関連して，建設許可件数と着工件数とに乖離が生じていることと，前者の信頼度の方が高いことなどが論じられている。この会合より，J. Yellen が登場した。

Greenspan の原案呈示は，「0.5%引き上げ＋対称性」と「維持＋非対称性 (引き締め)」との間での迷いを示す形で始まりながら，最終的には前者を支持すると述べている。まず，在庫率・雇用・GDP などの諸指標を総合すると，景気がまだ確かな減速傾向を見せていないと判断できるとして，もう一段の利上げの必要性を正当化し，

"I think one has to conclude, as far as policy is concerned, that another upward notch in rates is clearly called for at some point." (Greenspan, p. 31)

問題は，現時点でどれだけの引き上げ幅を選択するかであると焦点を絞り，

①　0.25%ポイントでは足りない。

②　0.5%ポイントで，年内は大丈夫かもしれない (主観的確率50%余)。

③　最終的には，１%ポイントの引き上げが必要かもしれない。

と論じている。

0.5%を推す理由としては，第１に金融市場のバブルがほぼ消滅したのでこの利上げ幅が安全になったことを挙げている。関連して，長期金利低下によって利回り曲線が，より普通の形に，よりフラットになったことと，それによって住宅建設が刺激されていることにも，言及している。

"(略) unlike where we were in the early stages of our tightening moves, where remember I was terribly concerned-maybe overly concerned but I doubt it—that if we did more than 25 basis points we were risking the stability of the system. With the

May move, I think we clearly demonstrated that the bubble for all practical purposes had been defused, and that we needn't worry about larger increases at this stage. With the passage of time, I think the moving of securities from weaker hands to stronger hands has now made it far less likely that a 50 basis point move at this point would shake the markets in any significant way, if at all." (p. 31)

第2に，0.25%の利上げでは次の利上げが期待されてしまうし，0.5%を超える引き上げの必要性は疑問であると，述べている。そして，この0.50%引き上げが，引き続く一層の利上げの一環であると誤解されないようにアナウンスすることの重要性を強調している。

"My own view—I'm being a little more detailed than I usually am so I hope people will excuse me in this respect—is that it's very important if we were to do 50 basis points, that we not give the impression that somehow we anticipate major accelerations and this is just the beginning of a long series of 50 basis point increases. If the markets believe that, then I think we have a very serious potential of creating a major negative market reaction. I think we have to be very careful to avoid giving that impression. The only realistic way we can avoid that is to issue some type of statement with any move that we make that implies that we are in the process of reassessing where we will go—in other words, our intention to hold for a while without tying our hands, which we cannot do." (p. 31)

最後に，理事会の大勢も，多くの地区連銀から承認申請のでている公定歩合0.50%引き上げと，その引き上げ幅の Rff への反映，および「対称性」の組み合わせを支持していることを告げた後，FOMCでの議論を通じて自らも納得したと述べている。

小刻み連続引き上げでないことの明示化するために，アナウンス文が工夫された。

"Let me read a suggestion that hopefully captures what is involved here so that nobody is blindsided on this. The potential statement would read: "The Federal Reserve will continue to monitor economic and financial developments to gauge the appropriate stance of policy. But these actions are expected to be sufficient at least for a time to meet the objective of sustained non-inflationary growth." That is as good a crafting as I think can be done to capture what it is we are trying to do and yet not tie our hands, because tying our hands would be a terrible mistake, and I don't think it's credible in any event." (Greenspan, p. 35)

Rff と公定歩合の0.5%引き上げと上記アナウンスメントとのパッケージで全員が賛成した。FOMC 直後に理事会を開催し，公定歩合引き上げを承認し，午後2時15分にアナウンスを実施した。

④　9月27日　定例集合　　維持＋非対称性（引き締め）

外為市場に関するスタッフレポートでは，日米経済摩擦に触れて，9月30日の交渉期限に向けて，市場が動きつつあることを報告している。ラウンドテーブルの地区連銀報告では，漸くにカリフォルニア経済も底入れしたのではないかと示唆されている。

こうした現状分析の議論をまとめて，Greenspan 議長は，引き締めが依然として不足しているように思われるが，貨幣と信用集計量の減速は引締めが効き始めていることを示唆しているとも解釈できる，と述べている。続いて，前回の政策決定後に「インフレなき成長という目標のためには，これらの政策行動で，少なくとも当面は（for the time being）十分である」とアナウンスしたことに触れて，今回は現状維持とする方向へ論じている。

"We have another issue here that has been raised by a number of people. Because of our statement "for the time being" in our last move on August 17－which most people interpreted to mean that we would not move at this meeting and would not move until the November 15th meeting－we have to have strong evidence to move more quickly. My suspicion is that we probably could get through to the November 15th meeting. If we do move then, I think that would probably require us to move another 50 basis points and probably move the discount rate as well." (p. 39)

原案として，「現状維持＋非対称性（引締め）」を呈示し，会合間の10月半ばに多くの新データが発表されること，会合間の間隔が長い（7週間）のでデータ次第では放置するのが好ましくないことを，その理由としてあげている。

"My own inclination at this stage is to go with "B" but be asymmetric for the reason that Don Kohn was mentioning, namely, we have a good deal of data coming in around the middle of October that could very readily indicate that our underlying view of the momentum of the economy was too soft and that this expansion is accelerating faster than we had expected. If that occurs－if the data are an undesirable surprise－there will be significant market turmoil. And if we allow it to simmer for the whole month until the next meeting－remember, this is a seven-week interval－I think it could create inflationary expectations that might be more difficult to rein in than if we moved in mid-October." (p. 39)

さらに，しばらく待ってももしも減速兆候がはっきりとしないのなら，経済の成長トレンドが想定しているよりも強く4％レベルに達していることを意味するのかもしれないと，述べている。

"What I'm saying is that at this stage we are getting close to the point where the data do matter because we've been under restraint long enough that we should begin

to see some signs of its slowing impact on the expansion. If we don't start to see that pretty soon, that will suggest that this economy is not growing at 3 percent but closer to 4 percent. It's not all that difficult to engender that type of outlook. Now, I think that's a low probability outcome, but I don't think it's one that can be readily dismissed." (p. 39)

なお,「非対称性」ではあるが, 政策変更の決定には電話コンファレンスを開催すると約束している。投票結果は, 即時引き上げ派の反対1名だけで, 原案が支持された。

IV 引き締めの第3局面－Big Push－

年末に近づいて, 金融引締めはさらに一段と強められた。Greenspan 議長の下では始めてという, 0.75%引き上げが, 両金利に対して実施されたのである。この大幅引き上げの理由を探ろう。

① 11月15日 定例集合 公定歩合と Rff 0.75%引き上げ＋対称性

始めに, 外為市場への介入に関して, 通常会合終了後に特別セッションを開くことが, 告げられている。スタッフの現状報告の中では, 銀行信用の拡大が続いており, 銀行の貸出態度が, 92-93年頃の低金利期には厳しかったのに, 金利上昇期に入ってむしろ緩められていることが指摘されている。

ラウンドテーブルに移ると, 押しなべてどの地域も好調であることが確認されている。二人のメンバー (Broadus と Stern) が, インフレ目標の導入を推薦しているが, Greenspan は「立法問題である」とかわして, 本格的な議論に入ることを回避した。

Greenspan は, 両金利の0.75%引き上げを原案として呈示した。「景気拡大の現状から0.50%では不足であり, 12月の再引き上げを市場が予測してしまう。市場は0.50%が実施されることを予測しているが, それでは足りないとも判断している。ただし, 金融市場のバブル崩壊のマイナス効果も怖いので, バランスをとって, 0.75%へ行きたい。」といった動機付けをしている。

"I think that creating a mild surprise would be of significant value; creating a very strong surprise on the up side would be more risky because the stock market, in my judgment, is still a little rich although off its price/earnings ratios of a while back. I would not want to argue that we couldn't break it down very easily. However, what bothers me about doing only 50 basis points is that even though the markets are saying that that is what we probably are going to do, I think we have to distinguish between what they are forecasting we are going to do based on our past behavior and what they think we ought to do. I suspect that while the majority think we are going

to do 50, the vast majority will think that that is not enough and they will immediately price an additional 50 more basis points in the December forward contracts. In my judgment, we would be risking—a low probability risk but a potentially very large outcome if it were to happen—a run on the dollar, a run on the bond market, and a significant decline in stock prices. This would be on top of a $750 billion paper loss as a consequence of the declines in bond and stock prices earlier this year. We would find out what a wealth effect can do to economic activity in a way that would make us really quite uncomfortable. So, I think that we have to be very careful at this stage and be certain that we are ahead of general expectations." (p. 36)

最後には強い表現も使って，原案を推している。

"I think we can do that with 75 basis points. I don't know what that will imply about what we do in December. I think it puts December somewhere between no change and 50 basis points. I'm not sure I can say at this moment that I fully buy into the Greenbook's projection of where the funds rate should be. That will depend on how the markets behave. I would argue that at this point we should give serious thought to 75 basis points. If we do that, I think we can go to a symmetric directive. If we choose to do 50, I would argue that we should at least retain an asymmetric directive, but I must tell you that 50 makes me a little nervous. No, I take that back: it makes me very nervous and I would be disinclined to go in that direction." (p. 36)

この原案に対して，Blinder や Yellen などが，通例の0.50%引き上げを主張した。理由の第1は，金融政策の効果ラグである。94年初以来一連の引き上げの効果は未だに部分的にしか出ていない。第2は，バブル退治はゆっくりとしないといけないという点で，Greenspan 自身の主張でもある。第3は，市場を驚かせることで一層の利上げ期待を誘引してしまわないかという，市場の期待に関しての Greenspan とは逆の見方である。第4は，失敗するのなら慎重気味の失敗が望ましいという点である。[7] ただし，Blinder は，全員一致の重要性も認めて，反対投票はしないと，前もって表明している。

"I thought hard about whether I should dissent on this matter, and I did not decide until last night. I finally decided that I won't, but I want to say why because it leads to a conclusion. I won't dissent because, as I said, the macroeconomic difference of doing another 25 basis points today is really quite small. Secondly, nobody really knows about market psychology. I don't pretend that I know. I said what I believe will happen—that this will be received adversely—but I certainly could be wrong. Finally, I think it is better to show a united Federal Reserve against the criticism that

we are surely going to get for this move. But I just want to say right now that unless we receive some really surprising news between now and December 20th. I am not going to be prepared to go further on December 20th."(Blinder, p. 43)

こうした討議の結果，全員一致で原案は通過した。そして，0.75% に対応する言葉が，FOMC 直後のアナウンス向けに，次のように選ばれた。

"I think it could be "increase significantly." The announcement will make it very clear what the Committee has in mind."(Mr. Kohn. p. 43)

② 12月20日 定例集合 維持＋非対称性（引き締め）

通常の内外金融市場状勢およびオペレーションの報告の後，オレンジ郡の基金破綻問題について，説明がなされている。次いで，国内経済に関するスタッフレポートとなったが，質問は，1995年の成長率減速を予想している理由に集中した。同じ計量モデルのシミュレーションが1994年半ばの減速を予想して，外れたことも問題視された。このモデルに，自然率の考え方が組み込まれていることが，基本的な原因であることが判明した。当時の失業率（5.4%）が想定自然率（約６%）よりも低かったので，インフレ率の上昇が予測された（失業率は，年初には6.7%だったのに，急速に低下して，当時，一応の最低点に達していた)。対応して，Rff の利上げ（来春には6.5～７%へ）が実施されて，景気後退が始まるというメカニズムであった。これに関して，Blinder は，未だに決定していない政策変化の影響をスタッフ経済見通し（Greenbook）に組み込むべきでないと，主張した。

恒例のラウンドテーブルの討議では，どの地区も好況であることが報告された。それを受けて，議長は，「維持＋(強い）非対称性（引き締め)」を原案として呈示している。その理由付けを見ておこう。まず，景気回復は堅調であるものの，オレンジ郡破産や年末である点なども考慮に入れて，12月の利上げには慎重な姿勢を示している。

"I think the economy's momentum is still quite strong. I do worry, however, with or without the Orange County turmoil and the usual end-of-year problems, whether we would be taking undue risks in endeavoring to tighten in this environment."(p. 32)

ただし，年明け後かなり早い段階での利上げが必要であるという見通しをも示している。

"I think that the odds that we are going to have to move shortly after the first of the year, no later than our next meeting, are quite high."(p. 32-33)

なお，92年～93年にかけて見られたように，景気回復が頓挫してしまう危険性については，無視はしないが，低いと評価している。

"However, it is conceivable that this expansion could fizzle out fairly quickly. I frankly don't expect that, but I think we can't disregard that possibility."(p. 33)

したがって，現在のところ暫時静観が可能であるとして「維持」を勧めるとともに，来年早

期の利上げの可能性に備えて，「非対称性（引締め）」が望ましいと述べている。

"Where I would come out at this stage is that I hope we will be comfortable staying where we are for a while. I believe, as Don Kohn pointed out, that we have time to make further adjustments if need be, but because of the possibility that we might find it necessary to move after the first of the year but before January 31, I think it would be preferable to have an asymmetric directive." (p. 33)

政策討議の中で，長期のインフレ目標発表を推す意見も提出されている。Greenspan 議長が「それは立法問題だ。」とかわしたので，本格的な議論とはならなかった。また，11月の0.75%引き上げは成功だったと，評価されている。

"I think the November move was extremely successful. Our decision to go 75 basis points took off the market pressure in both the foreign exchange market and the bond market. I think had we moved 50 basis points, we would be moving another 50 basis points today. So in that sense we should be patting ourselves on the back for our last move. And as a result I don't think we should move right now." (Mr. Lindsey. p. 37)

議論の焦点は，「非対称性」か「対称性」かであった。意見がほぼ半々に分かれてしまったので，Greenspan は，金利変更には電話コンファレンスを開催しての決定を確約することとして，妥協を図った。投票結果は，反対一名のみ（即時引き上げ派）で，賛成多数となった。

③　12月30日　電話コンファレンス　　メキシコ危機

メキシコのペソの減価が続き，メキシコ政府の経常収支赤字ターゲットを含む状況報告と，FRB の対応策が検討された。最終的には，メキシコに対する15億ドルの追加的なスワップ枠を設定することで，全員が一致した。国内経済情勢に関する議論は，記録されていない。

V　年越し　最後の引き締め－再びノーマルな強めに－

1995年に関しては，Transcript 公開の 5 年後ルールと，連邦準備制度理事会ホームページへの掲載を 1 年分一括して実施しているために，現時点で Transcript を日本で読むことができない。したがって，年報に公表されている Minutes（議事要録）を，主資料として，この引締め最終局面の金融政策行動を検討しよう。

95年は金融政策が再度，引き締めから緩和へ転換された年である。1 月末に公定歩合と Rff の0.50%引き上げを実施した後，3 月には「維持＋非対称性（引締め）」，5 月 5 月には「維持＋対称性」へと，次第に中立になり，7 月には緩和実施へと転換されていくのである。

①　1 月31日－2 月 1 日　定例集合　　公定歩合と Rff 0.5%引き上げ＋対称性

好景気は継続しているものの，消費と住宅需要などに減速徴候が現れていることが報告されている。ただし，生産も雇用も増大し続けている。金融市場では，年末プレミアムが終了

し，景気減速徴候が利上げ可能性低下と解釈されて，諸金利が低下気味である。ドルは，対マルクで顕著に，対円でも少し低下した。スタッフも景気減速を予測しているが，インフレ率上昇の危険性は高いままであると評価している。

FOMC での議論は，景気減速の程度がインフレ率上昇を回避できるほどに十分かどうかに集中した。一連の利上げの影響が出てくる途中であるにしても，減速傾向は弱く，低失業率・高稼働率の現状では，インフレ上昇を防ぐためにはさらなる利上げが必要であるという意見が大勢を占めた。銀行部門の信用基準が緩くなっているのではという懸念も示されている。商品市況の上昇も報告された。1月の小売業績など追加的な情報を得るために数週間まつという意見もあったが，最終的な投票では，全員が即時利上げに賛成した。この時点での利上げは，定例集合間の政策変更に関する「対称性」を伴った。

なお，この会合では，メキシコとのスワップアグリーメントの改訂（限度額の45億ドルから60億ドルへの引き上げ）や，FOMC の情報公開についての議論・決定がなされている。

情報公開についての決定は，時間をかけて練り上げられたもので，興味深い内容である。[8] 第1に，政策変更時に即日決定内容を公表するという，94年2月以来の方法が，通例として認められた。政策変更がない場合には，FOMC の終了時間を示しそれ以上の公表内容がないことを告げることとなった。例外の可能性も認められた。第2に，詳細な Minutes の次回定例集合後の公表と，僅かに修正された Transcript の5年後（1年分）一括公表も再確認された。Transcript に関しては，修正の限度や，無修正版の国立文書館への収蔵，その他のルールも明確にされた。

② 3月28日　定例集合　　維持＋非対称性（引き締め）

1995年初頭には景気減速傾向が顕著に強くなってきたことが，認識された。非農業雇用，製造業生産指数，消費需要などの諸指標が伸び率の低下を示すようになり，自動車や住宅など利子率感応的な需要は低下した。しかし，失業率は低く稼働率も高いので，インフレ率上昇の危険は高いとされた。ただし，1994年2月以来の引締めが利き始めているので，金利水準は現状維持で意見が一致した。なお，追加的な引締め措置が将来必要となる可能性が依然として高いことで，多くの意見が一致したが，定例集合間の政策変更可能性については議論が分かれた。景気の下方リスクも無視できないとして，「対称性」を推す少数派が存在した。しかし，最終的には，全員一致の投票結果となった。

③ 5月23日　定例集合　　維持＋対称性

景気の減速がさらに強まるとともに，稼働率も低下した。自動車と住宅建設関係の低下が貢献している。企業の設備投資だけは，根強く増大している。この景気減速傾向を受けて，金融市場では，中・長期の金利が低下傾向にある。株価は上昇し，金融機関の貸出態度は緩やかになりつつあり，ドルは円を始めとする主要通貨に対して低下している。この金融市場

の状況は，適度な成長に合うものであると考えられて，全員一致で現状維持が採択された。上方リスクと下方リスクとがほぼ釣り合っているとして，定例集合間の政策調整について「対称性」が，やはり全員一致で決定された。

④　７月５－６日　定例集合　　Rff 0.25%引き下げ＋非対称性（緩和）

第２四半期の景気停滞が明瞭となり，インフレ率も少し低下した。政策判断は，現状維持，小刻みな Rff 利下げ，顕著な Rff 利下げとに，分かれた。景気動向とインフレの危険性に関する見通しの違いによるものである。利下げ派が優位となり，定例集合間の政策調整に関しても下方リスクが重視されて，「非対称性（緩和）」が選択された。投票における反対表明は，現状維持派の１名のみとなった。

この後，第３四半期は景気拡大が再び始まる一方でインフレ率は鎮静化して，８月・９月・11月と「現状維持＋対称性」が続くこととなる。しかし，第４四半期にはまた減速傾向が始まり，年末の12月において，再利下げが実施された。前回の利下げと同様に，公定歩合は据え置いたままで，Rff のみの0.25%引き下げであった。

結

本稿では，米国における1994年以降の一連の金融引締め政策について，FOMC の議事録を基にして，検討をしてきた。経済情勢が，91～93年当時の銀行信用が停滞し景気拡大も堅調にならない状況から，明確な景気・信用拡大へと転換した時期における金融政策の運営である。

本稿で得られた主要なポイントは以下のようなものである。

①　２月から４月にかけての引締め第１局面では，金融市場における高水準の資産価格（バブル）に対して急激なショックを与えることを懸念して，Rff のみの小刻みな引上げが，実施された。

②　５月から９月にかけての第２局面では，金融市場におけるポートフォリオ調整が進行して安定化しつつあることと，実体経済面の状勢が通常でないこと（インフレ徴候が少ないままに GDP ギャップが低下していること），とを主動機として，強い引き締めが取られた。

③　11月の非常に強い引締めは，景気拡大に減速傾向が見られないことと，連続的な引上げ期待を断ち切るということから，市場の予想を上回る引き上げ幅が，採用された。

④　95年２月の引上げは，景気減速徴候に基づく金融市場の利下げ予想に反して，GDP ギャップの低レベルに基づいたインフレ懸念を強調しての，利上げであった。

⑤　92年の緩和局面で定例集合間の「非対称性（緩和）」が次々と実施に移されたのに，94年の引き締め局面では逆に定例集合間の「非対称性（引締め）」がほとんど実施されなか

ったのは，両局面の状勢の切迫度の違いが大きいと考えられる。92年は景気底割れの危険に直面していたのに対し，94年のインフレは懸念されたが現実化はしていなかったからであろう。

これらの政策運営の適切さを評価するには，客観的なデータに基づく検証が必要であり，次の課題としたい。また，政策のアナウンスメント，外為相場への中央銀行の関与など，興味深いポイントが，この頃の FOMC で大いに議論されているが，また稿を改めて，検討してみたい。

参 考 文 献

(主資料)

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

The Board of Governors of the Federal Reserve System, Transcript of the FOMC Meeting, 1994. (Staff Report to the FOMC Meeting を含む。
連邦準備制度理事会のホームページ (http://www.bog.frb.fed.us/) より入手した。)

(その他の文献)

地主敏樹，「米国1992～94年の実質ゼロ金利政策－議事録に基づく検討－」，『国民経済雑誌』，第182巻第3号。

Aoki, Kosuke (1999), "On the Optimal Monetary Policy Response to Noisy Indicators", Photocopy, Princeton University.

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

注

1 Taylor (1998) 参照のこと。

2 政策変更がなかった場合は，「会合が終わった」とだけアナウンスするようになった。

3 94年における唯一の定例集合間政策変更は，4月の Rff 0.25%引き上げである。この政策行動は，3月 FOMC の Directive が「対称性」であったのに，電話コンファレンスを開催して決定された。なお，Lindsey をはじめとして，かなりの FOMC メンバーが，定例集合間の金利変更を回避すべきであると，考えていたことも明瞭である。

4 1992年の緩和過程における FOMC の政策決定に関しては，地主 (2000) を参照。

5 以下では，引用の頁数は当該集合の Transcript の頁を示し，Greenspan 議長以外の発言にのみ，発言者の名前を明示することとする。

6 定例集合間の政策変更可能性については，多くの時間を費やす論争点となることが多い。しかし，一方で，その重要性を軽視する発言も多いし，この対称性―非対称性の文言を完全に削除するべきであるという主張もされている。なお，「自動的な政策変更ではなく，電話コンファレンスを開催して決定する」という，この妥協案は非対称性を残すときにも使われている。非対称性の強弱も含めて，その詳しい意味内容は，文言そのものよりも，出席者間の了解事項であることが

多いように，観察される。

7 想定している経済モデルのパラメーターが不安定な場合や，現状に関するデータにエラーが混じっている場合，金融政策の反応はより慎重であることが望ましいことが，それぞれ，(196) と Aoki (1999) によって示されている。

8 この情報公開に関する内容は，1995年の連邦準備制度理事会年報，p. 125 に基づいている。