Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

<書評>William C. Melton, Inside the FED : Making Monetary Policy

地主, 敏樹

(Citation)
国民経済雑誌,155(1):99-103

(Issue Date)
1987-01

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00173633

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00173633

KOBE UNIVERSITY

書　　評

William C. Melton, *Inside the FED: Making Monetary Policy*,

Dow Jones — Irwin, 1985, x+226 pp.

地　主　敏　樹

I

米国連邦準備制度（ＦＥＤ）は，極めて丹念にかつ絶えず注視・観察されている政策決定—実行主体であると言われる。ＦＥＤはそれ自身で国内金融政策の決定権をもち，さらに機動的に市場へ介入する。つまり，金融市場参加者の得失を直接に左右するため，彼らは常にＦＥＤの動向を把握し予想しようと努めるのである。そのことを象徴するのが fedwatcher と呼ばれる人々の存在である。彼らはＦＥＤの金融政策の実施状況を追跡して方針の変更をチェックし，公表されるデータ（貨幣集計量等）を前もって予想し，それらの情報を市場参加者へ売ることを職業としている。こうした事情から見れば，本書の *Inside the FED* というタイトルも不自然なものではない。著者はハーバードで経済学の Ph. D. を取得し，ＮＹ連銀にスタッフ (chief of monetary analysis division) として勤務した後，民間の金融機関へ移り金融エコノミストとして活躍中の人である。

II

1章では，近年のＦＥＤがいつ，なぜ，どのような政策をとりその成果はどうであったかを，W. バジョットの「ロンバード　ストリート」を範として現実の人々の登場する現実の市場の描写を通して伝えたいとの執筆意図を述べている。

2章は制度の説明である。ＦＥＤはアメリカの地方分権の伝統を反映して十二の地区連邦準備銀行とそれらを統括するワシントンの理事会という特異な形態をもっているが，1935年銀行法以降中央集権化が進み，主要な金融政策は公開市場委員会（ＦＯＭＣ）で決定されている。各地区連銀の裁量の範囲は狭り，地域経済の情報収集と各々の研究活動に基く多様な見解の提供ぐらいが金融政策への貢献であるという。

3章以下は金融政策に関る主要なトピックを順に扱うが，ここでの叙述の特長は理論と現実との見事な融合である。三章 "federal reserve policy and monetarist challenge"

では，まず，51年の accord 以降の金融政策の理論的基礎となった R. Roosa の credit availability view が紹介される。その要点は利子率の上昇は債券価格の下落をもたらすが，銀行はキャピタルロスの実現を回避しようとする。そして信用のアヴェイラビリティが影響されるという径路で間接的にだが金融政策は企業投資へ有効に影響し得るというもので，当時の金融政策無効論や利子率釘付け政策へのＦＥＤ側から反論であった。小幅の金利変化でも実物経済へ大きな影響を与え得るから金利変動は抑えるべきであるという政策含意がこの理論から抽き出され，ＦＥＤによって実施された。しかし，61年のＣＤ導入が銀行に保有債券売却以外の資金獲得手段を与え，ＣＤ金利の上限規制という対策の結果は新たな抜け道であるユーロダラー市場の発展であった。60年代末のＣＰ市場の成長は銀行ローン以外の有力な資金調達ルートを企業に提供した。Roosa の描いた政策波及径路の有効性が低下していったのである。そして，ＦＥＤの政策は単純な金利安定化であり，好況期にマネーサプライを増加し不況期に減少して景気循環を強めてきたとのマネタリストの批判が高まった。一方，ＦＥＤは Roosa の理論の諸仮定が崩れたことは認めていたが，利子率の大きな変動が証券ディーラーに打撃を与え金融市場を攪乱することを懸念し，短期及び長期の貨幣需要関数の安定性を疑っていたという。W. Poole の議論の生成された背景であろう。さらに，金融政策にとっての状況判断の重要性やルールの採用が必ずしも政治からの自由をもたらさないこと等の理由で，ＦＥＤはマネタリズムのルール政策に反対していたのだと述べている。

4章は79年10月の金融政策の操作方式変更を扱う。70年代を通じてインフレ抑制への悲観論が高まった中，インフレ予想へのショックが求められて新方式が採用されたが，市場は新方式の実体及びその影響を把握しきれずに混乱する。折悪く時期の重なったＩＢＭ長期債券発行のシンディケート団は今まで通りのＦＥＤの金利安定化介入を予想して価格を維持したが，新方式導入によって裏切られ，解散して値崩れしてしまった。

79年操作方式に関しては，マネタリストの提唱する総準備管理による機械的ルール方式ではなく状況判断が不可欠なものであり，79年以前の方式との相異は当初信じられていた程大きくはなかったと強調されている。しかしこれは論争点であり，短期利子率変動の増大という量的変化は事実であり広く認められているが，質的変化の有無に関しては見解が分れたままである。その後，80年の信用規制の短期実施を経て，81年初にはＮＯＷ勘定が全国的に許可され大規模なポートフォリオ調整が生じた。82年10月にＦＥＤは79年方式の暫定的中止を発表し，以後再開していない。中止以降，federal funds rate の変動幅は狭り借入準備の額も安定して79年以前の状態に近づいたが，利子率の水準の高さや日々の変動の大きさが新しく異る点であると指摘されている。この79～82年の実験期には皮肉にもＭ1の成長率の変動が以前よりも増したが，インフレ抑制策を継続し

たことでＦＥＤの金融政策への信頼度 (credibility) は高まったと著者は見ている。

5章は貨幣集計量の測定と季節調整という理論的かつテクニカルな問題にあてられている。企業，消費者への credit line が即座に使える流動性であるのにデータが整えられていない上に資産保有残高としては零となるので集計量にとって大きな問題であるという指摘は正当なものである。

6章 "targets and targeting" では，マネタリストの支持する総準備コントロールと79年方式の非借入準備コントロールとの比較説明と，短期ＧＮＰ，実質利子率・信用量等の代替的な諸目標の得失が論じられる。

7章は reserve market に関して，その参加者――ＮＹ連銀公開市場デスク，銀行，証券ディーラー，ブローカー――を説明し，架空の銀行の trader の一週間の取引きを描いて実際の市場の様子を伝えている。Ｐ．ミークの『米国の金融政策と金融市場』がＮＹ連銀のデスクの一日を紹介しているので併読すれば参考になる。Melton は，ＦＥＤが種々の情報をす早く公開しないことが誤解・憶測を生んで金利変動を増しているのではないかと批判し，市場関係者が federal funds rate の動きに対して神経質過ぎるとたしなめている。

8章は fedwatching の手引きとも言うべき内容で，政策スタンスの変化をチェックするのに役立つ簡便な諸法を説明している。

9章は巨額の財政赤字という現実を背景に Barro の等価性命題の紹介と批判，crowding out，赤字国債の貨幣化 (monetization) 及び記録的高金利の原因等についての記述である。著者は，79～82年の高金利期に crowd out されたのが企業部門ではなく家計部門であったことを強調している。アメリカの景気循環において高金利期には住宅投資が減少し家計部門が crowd out されるのは通例であるが，インフレヘッジとしての実物投資が盛んで家計の資金需要が高かったかに思われることと相反するため，あえて指摘したのであろう。実質長期金利の高止りに関しては，金融引締めによる短期金利の高水準，インフレ予想の残存及び将来短期金利の予想値が高水準の財政赤字の見込みによって高いこと等をその原因とし，財政赤字が高金利に無関係とする議論には反対している。

10章 "crisis" では「多くの金融危機の核心は，様々な種類の負債に関する現実の，あるいは危まれる債務不履行を通じての信用の喪失によって特徴づけられる。」と述べ，その危機を救うべき中央銀行の「最後の貸手」機能を説明した後，近年の諸事件の原因，経過，ＦＥＤのとった対策を簡要に記している。70年の Penn Central 倒産によるＣＰ市場の混乱に対するＣＤ上限金利引上げ，74年の Franklin National 銀行と FDIC の危機に対する緊急貸出，80年の Hunt 兄弟の銀投機失敗による Comex の危機に対す

る信用規制適用除外措置，82年の Drysdale 政府証券ディーラーの投機失敗による主要証券各社及び金融市場の危機に対する RPs 介入その他の施策の四件が取り扱われている。これらの事例を通して，危機は各々特殊であって万能の対策はないし，不完全な情報下で事態の進行と対策との競争になる以上，人間の判断が極めて重要であることを強調している。

11章は金融政策の国際的な側面にあてられている。レーガン政権は外為市場への不介入を原則としてきたが，小規模介入によって市場心理へ影響し一時的なオーバーシュートを緩和することを試みるべきだと主張する人も多いという。国際債務危機の叙述は明快である。発展途上国にとり実質利子率が負値でありドル価値が低下し続けかつ米銀が大量のオイルダラーを抱えて融資先を探していた70年代後半の状況の下，途上国債務は累積した。この債務累積には，オイルダラーの還流にあたって民間銀行がリスクを負ったことと，全ての計画が高い予想価格上昇率に立脚しており世界的なインフレの終焉という危険に対しては貸付先の多様化も何らのリスクカバーとならなかったこと等の弱点があった。80～82年の先進国のインフレ率低下と不況が途上国の輸出品価格低下と輸出量減少をもたらし，アメリカの高金利がそれに index されていた融資の利払いを増して債務危機が発生したのだと説明される。貸付の主力であった米銀諸行の危機はそのままアメリカ金融市場の危機であり，ＦＥＤはＩＭＦ増資を強力に支持・推進して危機回避を助けたという。

12章は79年以降のインフレ抑制策を総括して，そのめざましい成功は大きなコストを伴ったが，他に目ぼしい代替策がなかったし，インフレ鎮静のコストは加速するインフレのコストと比較されるべきであるという議論を支持している。さらに，この成功は貨幣量のコントロールによるというよりは引締め策の継続の結果であると見，この期間の経験からの教訓は予想と実質利子率との重要性であろうと述べている。また，金利変動の金融市場への悪影響に関してはやや誇大視されてきたとして，future.・option 契約等による市場の対応を指摘している。最後に，これから解決されるべき問題として，業界再編成に伴う非銀行金融機関の成長とそれに対するＦＥＤの「最後の貸手」機能，貨幣量の測定，国内金融政策の国際的側面及び議会と金融政策との関係が挙げられている。

III

まず現実の問題が詳細に述べられ，そして対応する理論が最近の業績にいたるまで平明な言葉で説明されている点が本書の長所である。アメリカのマクロあるいは金融の理論が実際の政策課題に密接に関連して発展してきたことを，改めて痛感させられる。ただ，credit availability view と79年方式との間の時期におけるＦＥＤの政策の理論的基

礎の叙述がほとんど欠落している点が惜しまれる。また，著者自身はかなりＦＥＤ擁護かつ反マネタリストの立場をとっているが，稀な例外を除けば反対意見も紹介している。マネタリスト側からのＦＥＤ評価はM. ニュートンの『米国中央銀行』が，かなりジャーナリスティックではあるが参考になろう。両者のＦＥＤ評価の相違は大きいが，それは両者の支持する学派が異なるためだけではなく，それぞれの執筆時期における一般的ＦＥＤ評価の差を反映しているためともいえよう。インフレ抑制策の実施中と，インフレが終熄した後である。制度の詳細に関しては，前記のＰ．ミークとの併読が役立つと思われる。最後に，著者は一貫して金融政策にとっての判断（judgement）の重要性を強調しているが，評者にとってはその根拠とされている情報の不完全性の強い影響が印象的であった。この情報の不完全性の重要さから合理的期待仮説を見ると，各時点で利用可能な情報を明確に特定化し市場参加者の情報への反応を理論へ導入した点での貢献は大きいが，初期の単純化されたモデルではこの情報の不完全性への対応が不十分であったと言えよう。そのことが，かえって，一見現実離れした結果を導き無用の反撥を招いたと思われる。

関　連　文　献

ポール・ミーク著　日本銀行米国金融市場研究会訳　「米国の金融政策と金融市場」時事通信社，1984年

マクスウェル・ニュートン著　佐藤栄二訳　「米国中央銀行 The FED」東洋経済新報社，1985年

W. Poole, "Optimal Choice of Monetary Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 2, May 1970.