九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

米国連邦準備銀行による割引政策と公開市場操作 : アコード以前と以後

掛下, 達郎

https://doi.org/10.15017/3000079

出版情報：経済論究. 88, pp.37-65, 1994-03-31. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

米国連邦準備銀行による割引政策と公開市場操作

——アコード以前と以後——

掛　下　達　郎

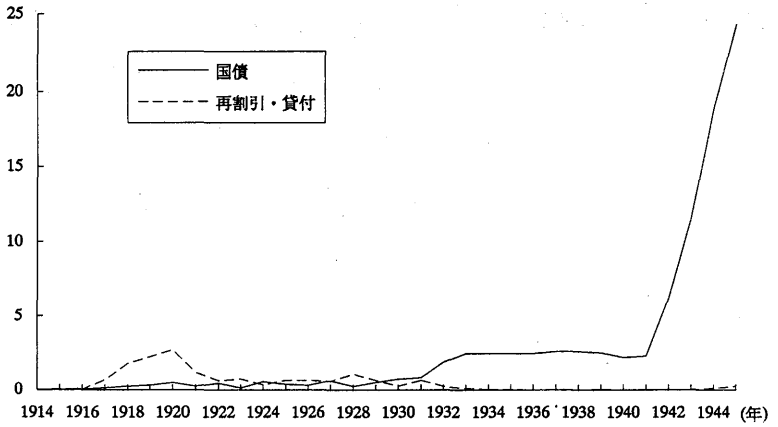
目　次

1．対象と視角
2．金本位制における金融政策
　2.1．割引政策
　2.2．公開市場操作
3．大恐慌後の制度改革
4．アコード以後の金融政策
　4.1．アコードと自由準備ターゲットの成立
　4.2．割引政策と公開市場操作の自由準備への影響
　4.3．公開市場操作と銀行流動性
5．むすびにかえて

1．対象と視角

アメリカの中央銀行である連邦準備銀行（以下連銀）は金本位制と管理通貨制において市場への信用供与構造[1)]を劇的に変化させている。金本位制において，連銀は買いオペレーション（以下買いオペ）をうわまわる再割引・貸付によって常時市中に信用を供与していた。しかし，1929年の株式恐慌をへて1933年の貨幣恐慌によって金本位制が停止されるころには，再割引・貸付は枯渇し買いオペが急増している（図1）。管理通貨制に移行して，財政スペンディングの出動と国債の大量発行にともない連銀の買いオペが急増しているのである。筆者は，こうした連銀の信用供与構造の変化は商業銀行のビヘイビアと密接に関連していると考えている。

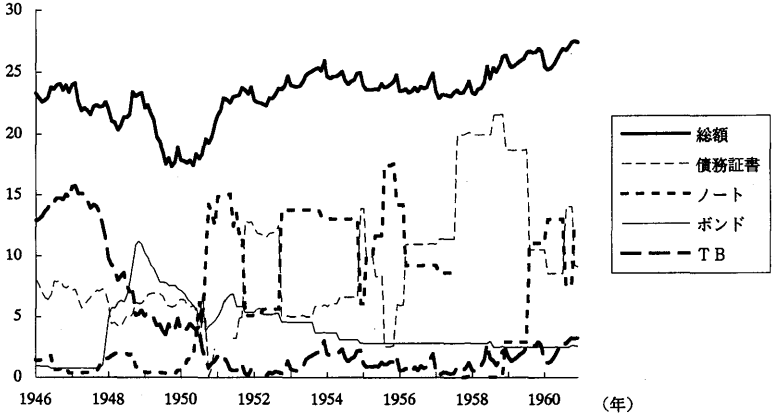
図1　連銀の信用供与　1914—1945年（年末残高　単位10億ドル）



(*Histrical Statistics of the United States,* 1975, p. 1042.)

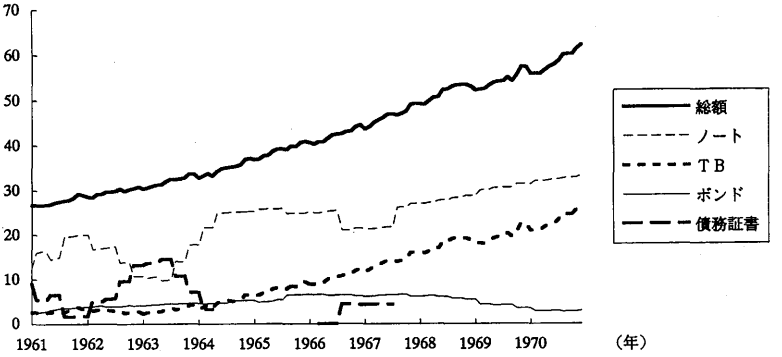
たとえば，大恐慌後に連銀の買いオペが急増した1930—1940年代始めには，加盟銀行の自由準備（過剰準備マイナス連銀貸出）が厚く堆積していた。これは中央銀行の信用供与が必ずしも商業銀行の貸出に結びつくわけではないことを示唆している。しかし，1951年の財務省と連邦準備制度のアコード（合意）以降の1950年代には，断続的に連銀の買いオペがおこなわれる中で加盟銀行の自由準備はしばしばマイナスに転じている。さらに，1960年代に大規模なケインズ政策の実験がおこなわれる中で連銀の買いオペは急増したが，加盟銀行の自由準備は1960年代の後半にはしばしばマイナスに転じている（以上図1，2，3，4)。つまり，アコード以降，中央銀行の買いオペによる信用供与は自由準備の堆積ではなく商業銀行の貸出に向けられているのである。逆にいうと，民間の貨幣需要——これが端的には商業銀行の貸出に表われる——に呼応するかたちで中央銀行の買いオペによる信用供与がおこなわれるのである。これはPollin の整理によるとポスト・ケインジアンにおける主流的な内生的貨幣供給説であるアコモデート仮説（Accommodative Endogenity Approach）といわれる考え方である[2)]。こうしたアコモデート仮説が主張するような状況がアコード以降表われているのである。つまり，アコード以前と以後において連銀の金融政策と商業銀行のビヘイビアの関係が変化しているのである。

図２　連銀の国債保有の内訳　1946—1960年（月末残高　単位10億ドル）



(*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 485–486.)

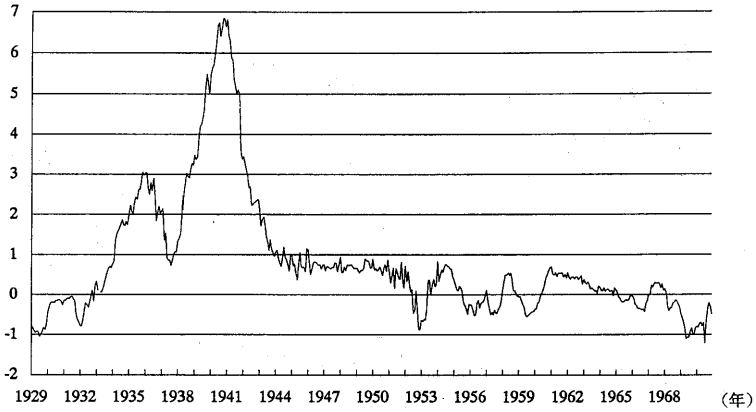
図３　連銀の国債保有の内訳　1961—1970年（月末残高　単位10億ドル）



(*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 486–487.)

マルクス信用論において，こうした管理通貨制における中央銀行と商業銀行の関係についての問題が正面から取り上げられることは比較的少なかった。信用論における管理通貨制の実証的な研究は井田啓二氏が先鞭をつけている。井田氏は，アメリカにおける1950—1960年代の国債管理の展開の中で，連銀が景気循環過程においてどのように国債市場に関与していったのかを基本的に問題にしている。いわゆる管理通貨制における「中央銀行の金融市場への『内在』

図4　加盟銀行の自由準備（月平均　単位10億ドル）

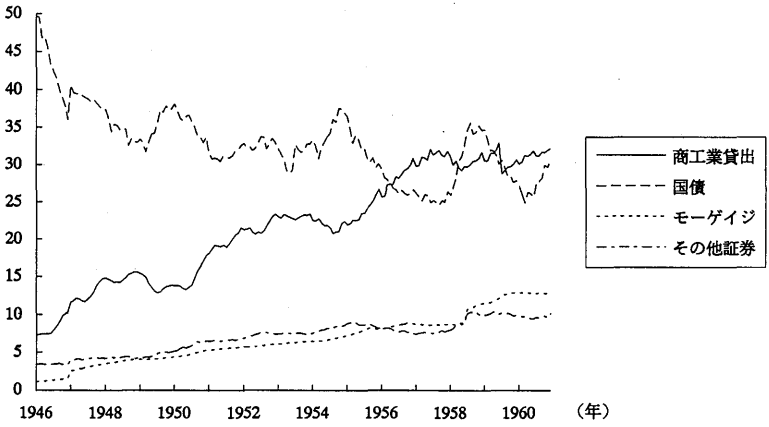


(*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 590–602.)

化」[3] を実証的に明らかにしたのである[4]。「中央銀行の金融市場への『内在』化」とは恐慌期の最後の貸し手が恐慌回避のための買いオペに変化し常態化することである。こうした買いオペによって商業銀行の過剰準備が形成され，これが財政スペンディングの原資となる[5]。つまり，商業銀行の過剰準備が TB (treasury bills；財務省証券）に代表される過剰流動性を生み出すのである[6]。こうした過剰流動性は信用制度の中核に位置する商業銀行のビヘイビアを変化させざるをえない。すなわち，商業銀行の再生産過程への貸出がその性格を変えながら拡大しているのである。この問題について井田氏はほとんどふれていない。

そこで，商業銀行のビヘイビアの変化について概説する。周知のように，アメリカの商業銀行は当初から商業貸出の比率が少なく商業貸出以外の貸付をおこなっていた。商業貸出は商業手形の割引や商品担保貸付のかたちをとり，その商品が消費者に販売されるまでの流通期間に限って貸し出される。この貸出の返済は再生産過程に直接依存しており，それゆえ商業貸出は自己流動的な (self-liquidating) 性格をもつ。これにたいして，商業貸出以外の貸付は自己流動的でなく，商業銀行はその保有する証券（株式・社債）を売却することによって流動性を維持していた。転嫁流動性 (shiftability) である[7]。連銀は，自

図5　週報告銀行の貸出と証券保有　1946—1960年（月末残高　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 180–233.）

己流動的な商業貸出にたいして再割引・貸付（適格手形担保）をおこない，転嫁流動性が発動されるその他の貸付にたいして連銀貸付（国債担保）をおこなっている。これが1910–1920年代の金本位制における商業銀行の流動性と連銀の信用供与との関係である。

ところが，管理通貨制移行後の1940年代後半から1950年代には，週報告銀行はバランスシートの資産側において国債を売却することによって商工業貸出を伸ばしている（図5）。資産管理である。この資産管理は，株式・社債ではなく，国債売却による転嫁流動性である。これは管理通貨制において国債が信用制度に定着する一方で，1933年銀行法において加盟銀行の株式・社債のディーリングが禁止されたことによるものである。1930–1940年代始めには，加盟銀行に厚い自由準備が堆積して（図4），この自由準備による貸出圧力が加盟銀行を新たな貸出に向かわせる原動力となった。しかし，1940年代後半から1950年代に，自由準備が減少してくるにつれて，加盟銀行は国債を売却することによって貸出をささえるようになってきている。これに対応して，加盟銀行の転嫁流動性をささえる連銀の信用供与が貸付（国債担保）から買いオペに変化しているのである。さらに1960年代には，商業銀行はバランスシートの負債側において短期資金の取り入れ，負債管理を導入している。すなわち，商業銀行はフェデラ

ル・ファンズやユーロダラーを取り入れたり，買戻し条件付き証券売買，譲渡可能定期預金証書，銀行関連コマーシャル・ペーパーによってフェデラル・ファンズ等の短期資金を取り入れるのである[8]。しかし，この時期にも連銀の買いオペは増加して（図3），商業銀行の貸出をささえているのである。

こうした商業銀行の流動性維持機構と連銀の信用供与の関係を考察するとき，この関係が変化していくメルクマールは，第1に管理通貨制への移行である。すでに指摘したところである。第2に1951年の財務省と連邦準備制度のアコードである。アコード以降，連銀は加盟銀行の国債の売却を最小限に抑え，その一方で連銀貸付を1953年半ばまで増加させている。これによって，加盟銀行の自由準備はしばしばマイナスに転じている。こうして，商業銀行は流動性の問題にたいして本格的に取り組まざるを得なくなったのである。そこで，本稿では，この第2の点，アコード以前と以後の金融政策と商業銀行の流動性維持機構の変化を扱うことにする。

注

1) 本稿における信用供与構造とは，中央銀行が割引政策と公開市場操作を利用して景気循環の各局面でどのように市場に信用を供与しているかを念頭においている。

2) Pollin, Robert, "Two Theories of Money Supply Endogenity : Some Empirical Evidence," *Journal of Post Keynesian Economics,* Spring 1991, Vol. 13, No. 3, pp. 366–377. Pollin は主なアコモデート仮説として以下の文献を挙げている。Kaldor, Nicholas, *The Scourge of Monetarism,* Oxford Univ. Press, 1982, "How Monetarism Failed," *Challenge,* May / June, 1985. Weintraub, Sidney, *Keynes, Keynesians, and Monetarists,* University of Pennsylvania Press, 1978, *Capitalism's Inflation and Unemployment Crises,* Reading, MA, Addison–Wesley, 1978, Moore, Basil, *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money,* Cambridge Univ. Press, 1988. 邦訳は野下氏のものを利用している。野下保利「トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート(I)——1970・80年代米国における信用創造メカニズム——」，国士館大学『政経論叢』平成4年第3号，1992年9月。

3) 井田啓二『国債管理の経済学』新評論，1978年，14，24–45ページ。

4) 同上，第5，6，7，8，9章。この功績はマルクス信用論において管理通貨制の実証的な研究が皆無であっただけに今日においても大きなものがある。

5) 同上，41–43ページ。

6) 同上，162-163, 211, 228ページ。
7) 川口慎二『銀行流動性論』千倉書房，1961年，第二編，第四，五章。
8) 拙稿「フェデラル・ファンズ市場と貨幣節約」，九州大学大学院『経済論究』第84号，1992年10月，39ページ。

2. 金本位制における金融政策

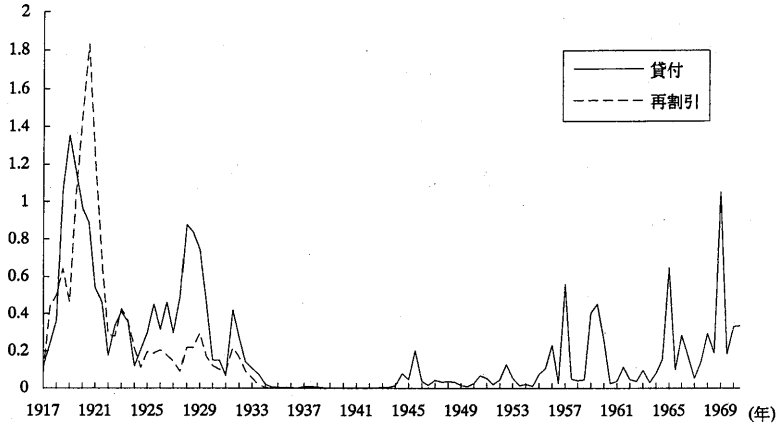
2.1. 割引政策

金本位制において連銀は常時市場に貸出をおこなっている（図6)。連銀は直接加盟銀行に再割引・貸付をおこない，金利体系はコール・マネーがもっとも高く，つぎが銀行手形，そして公定歩合がもっとも低くなっている。ニューヨークの場合，コール・マネーは株式市場へ流れ込んでいる。株式はその価格変動の激しさのためにしばしば投機の対象となる。そのため，コール・レートは銀行手形の割引率より高くなっている。したがって，商業銀行がコール・マネーを借りて一流手形を保有することは不利となる。その一方で，公定歩合が銀行手形の割引率より低く設定されている。そのため，加盟銀行は保有する銀行手形を連銀にもちこんで再割引・貸付をうけるのである[1)]。

このような連銀の割引政策はどのような過程をへて形成されたのだろうか。まず，連銀は1914年の設立当初から平常時に再割引によって加盟銀行に貸出をおこなっている。これは後発の資本主義国であるアメリカには大量の貨幣需要があったことが背景となっている。こうした貨幣需要に応えるため，再割引適格手形には商業手形以外のものも含まれていた。そして，1920年頃までは国債を購入するための再割引が5割をこえることもあった。しかし，その後は，国債購入のための再割引はほとんどなくなっている。

また，再割引にくわえて，1916年9月7日の連邦準備法（13条）の改正[2)]によって，中長期国債と適格手形を担保とした加盟銀行の約束手形にたいして，連銀貸付が始まっている。連銀貸付は，その手続きが簡単なことから[3)]，再割引を上回って大きく増加した（図6)。連銀貸付の内訳は国債を担保にしたものが圧倒的に多くなっている。

図6　連銀の割引政策（6月12月残高　単位10億ドル）

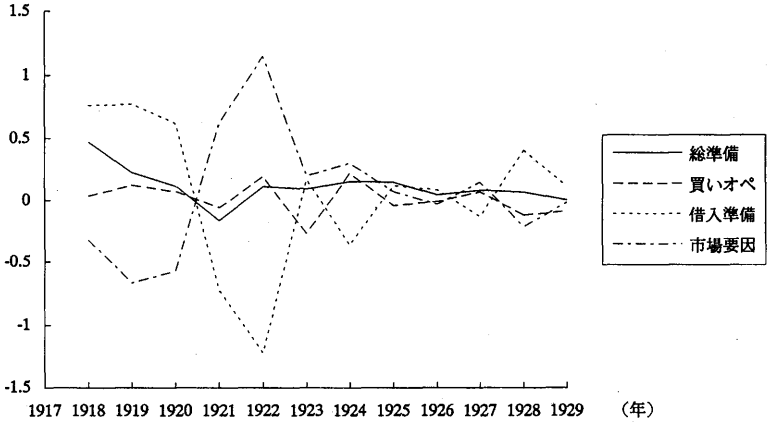


(*Banking and Monetary Statistics 1914–1941,* 1943, p. 340. *1941–1970,* 1976, pp. 482–483.)

こうした再割引・貸付は準備預金の変動にたいして大きな影響をあたえている。1918—1929年における準備預金の変動要因をみると，市場要因を相殺するように，借入準備（再割引・貸付）が変動していることがわかる（図7)。市場要因とは流通現金（加盟銀行の手持現金を含む)，金ストック，フロート，政府現金等である。このうち，1918—1929年においては，金ストックと流通現金の変動が大きいことがわかる（図8)[4]。つまり，金ストックと流通現金による準備預金の変動を相殺するように再割引・貸付がおこなわれているのである。

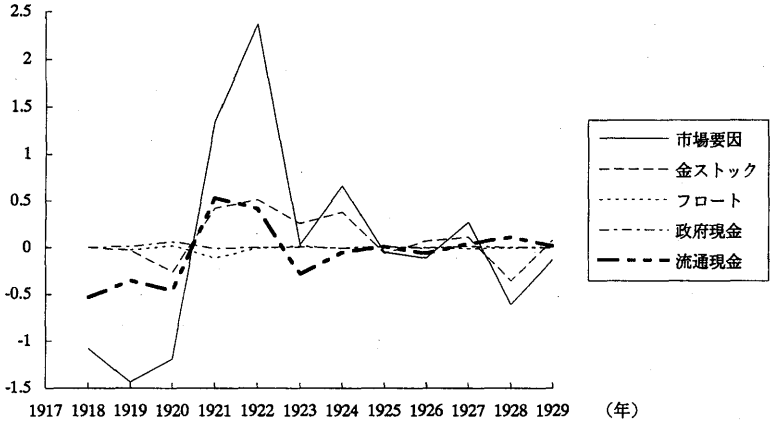
自己流動的な加盟銀行の商業貸出にたいして，連銀は再割引と適格手形担保の貸付によって流動性を供給する。しかし，アメリカの商業銀行は商業貸出だけではなく不動産担保貸付や証券担保貸付にも進出していた。そして，商業銀行は一定の比率の証券を保有し，市場で証券（株式・社債）を売却することによって流動性を維持した。転嫁流動性である。さらに，加盟銀行は民間の証券だけでなく国債を保有し，その国債を担保に連銀貸付を受けることによって流動性を維持したのである。こうした連銀貸付は国債を担保にしたものが多かったので，連銀信用においては真正手形主義（商業手形の割引）は成立していなかったといえる。つまり，国債を担保にした連銀貸付は，再割引とは異なり，商業信用，それを代位する銀行信用系譜では理解できない。国債担保の連銀貸

図７　準備預金の変動要因　1918—1929年（対前年比増減額　単位10億ドル）



(*Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, 1943, p. 368. *1941-1970*, 1976, pp. 524-525.)

図８　市場要因の内訳　1918—1929年（対前年比増減額　単位10億ドル）



(*Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, 1943, p. 368. *1941-1970*, 1976, pp. 524-525.)

付は，商業銀行の転嫁流動性をささえるものであったと理解される。つまり，自己流動的ではない商業貸出以外の貸付にたいして，加盟銀行は証券市場で証券（株式・社債）を売却し，連銀は国債担保の貸付をおこなうのである。こうして，金本位制において，連銀は割引政策によって商業銀行の貸出をささえていたのである。

注

1) Keynes, John M., *A Treatise on Money 2 The Applied Theory of Money,* 1930, reprinted 1971, *The Collective Writings of John Maynard Keynes, Vol. VI,* The Royal Economic Society edition, p. 213. 長澤惟恭訳『貨幣論Ⅱ　貨幣の応用理論』(ケインズ全集第6巻) 東洋経済新報社, 1980年, 249ページ。

2) 以下ことわりがなければ法律については U.S. Congress, *United States Statues at Large* 各年号による。

3) Beckhart, Benjamin H., *Federal Reserve, System,* Columbia Univ. Press. 1972, 矢尾次郎監訳『米国連邦準備制度』東洋経済新報社, 1978年, 105ページ。

4) Partlan, John C., Hamdani, Kausar and Camilli, Kathleen M., "Reserves Forecasting for Open Market Operations," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review,* Spring 1986. 神崎隆「短期金利の決定メカニズムについて——日米金融調整方式の比較分析——」, 日本銀行金融研究所『金融研究』第7巻第2号, 1988年8月, 14ページの第2表を参考にした。

2.2. 公開市場操作

ここでは1920年代の公開市場操作がどのようなものであったか, とくに割引政策とどのような関係にあったかを確認することにする。

そもそも連邦準備制度設立当初には国債のディーリングは国法銀行券の償還に事実上限定されていた[1)]。また, Keynes は連銀の公開市場操作の起源についてつぎのように述べている。連銀の公開市場操作は1922年の春から始まり, 組織的な政策としては1923年4月から始まった。公開市場操作は, 加盟銀行の行動を調節したり, 影響をあたえたりする目的ではなく, 連銀自身の収益資産が, ある点以下に減少しないようにする目的で始められた。つまり, 再割引・貸付が減少して連銀の収益資産が減少するときには買いオペがおこなわれることになる。

これに加盟銀行側の要因が加わるのである。加盟銀行は, 通常は連銀貸付を受けているので, 連銀貸付が必要以上に増加していることを知ったときには, 加盟銀行がその連銀貸付の一部を返済することは, 容易であり当然である。反対に, 加盟銀行が連銀貸付の必要額以下への低下を知ったとき, 連銀の公定歩合は, 加盟銀行に連銀貸付の補充を思い止まらせるほどに, 市場利率にくらべて禁止的でもなければ, 懲罰的でさえないのである[2)]。つまり, 売りオペレー

ション（以下売りオペ）にたいして加盟銀行は再割引・貸付を増加させる。買いオペにたいして加盟銀行は再割引・貸付を減少させる。そのために，1920年代には，再割引・貸付と公開市場操作が相殺しあうかたちでおこなわれている(図 1)[3]。このように割引窓口が常時利用可能なことはあきらかに問題がある。いうまでもなくこれは金融政策の有効性として重要な論点である。

しかしながら，大恐慌以降，再生産が収縮するにしたがって再割引・貸付が急減する一方で，財政スペンディングの増大に対応して買いオペによる連銀信用の供与が圧倒的に多くなっているのである（図 1)。

注

1) Harris, S. E., *Twenty Years of Federal Reserve Policy, Vol. I,* Harvard Univ. Press, 1933, p. 146.

2) Keynes, *op. cit.,* pp. 228–230. 邦訳，267，269ページ。

3) Burgess, W. Randolph, *The Reserve Banks and the Money Market,* Harper & Brothers Publisher, New York, 1927, pp. 212–213.

3. 大恐慌後の制度改革

大恐慌後には割引政策と公開市場操作の制度改革がおこなわれる。

まず，割引政策である。大恐慌期の1932年 2 月27日の連邦準備法の改正（2 条連邦準備法10条(b)の改正）によって，連銀が満足する担保付きの手形にたいして，連銀は加盟銀行に貸付ができるようになった。ただし，その利子は最も高い再割引率を 1 年につき 1%（1935年銀行法では0.5%）以上こえなければならないという条件がついていた。これを1935年銀行法（8 月23日）で永久化した。さらに，この手形の満期は 4 ケ月をこえないものに限られた（204条 連邦準備法10条(b)の改正)。不適格担保の連銀貸付の創出である。こうして，大恐慌期に連銀貸付は国債を担保としないものの比率が増加したが，1936年以降再び国債を担保とするものが大部分を占めるようになった[1]。それは，この時期に，加盟銀行のバランス・シートにおいて，商業貸出が減少し適格手形も減少する一方で国債投資が増加したからである。ただし，この時期の連銀貸付は非常に少な

く（図6），加盟銀行の流動性にはほとんど影響をあたえなかったと考えられる。

つぎに，大恐慌期からニューディール期には，制度的に公開市場操作，とくに買いオペの強化がおこなわれる。大恐慌期の1932年2月27日の連邦準備法（16条）の改正（3条）によって，発券準備に国債を認めている。買いオペは加盟銀行の準備を増加させ，連銀貸付（とくに適格手形担保）を返済させる働きを持つ。このとき，連邦準備券の担保となる連銀保有の適格手形は減少する。これにたいして，改正前は連銀保有の適格手形の減少は金または金証券で補わなければならなかった。しかし，発券準備に国債を認めると，買いオペによって自動的に発券準備に国債が補充されることになる。つまり，買いオペによって国債を大量に買い入れる制約が1つなくなったのである。その結果，この改正の成立後，数週間以内に連銀は大量の買いオペを始めている[2)]。

ニューディール期には公開市場操作の制度改革がおこなわれる。ニューディール期以前には，ニューヨーク連銀にイニシアティブがあったとはいえ，各連銀が公開市場操作の独自性を保持していた。これがニューディール期には変化する。まず，1933年銀行法（6月16日）で，連邦公開市場委員会（FOMC；Federal Open Market Committee）が創設される。構成員は12連銀から1名ずつ選ばれ任期は1年であった。この時点では，FOMCにたいして連邦準備理事会は公開市場操作の助言をするが，実際には公開市場操作に着手できなかった（8条 連邦準備法12条A.(a)，(b)の改正）。つぎに1935年銀行法ではさらなる変化が加わった。第1に，FOMCは，連邦準備制度理事会の7名と連銀からの5名で構成されるようになった（205条 連邦準備法12条A.(a)の改正）。そして，慣例により，連邦準備制度理事会議長がFOMC議長に，ニューヨーク連銀総裁がFOMC副議長になるようになった[3)]。第2に，FOMCが連銀の公開市場操作を管理するようになった（205条 連邦準備法12条A.(b)の改正）。連邦準備制度理事会がFOMCの組織に入り込み，FOMCが公開市場操作を管理する体制ができあがったのである。こうして，大恐慌以降，公開市場操作が連邦準備制度による量的な金融政策の中心的な手段となる。

ところで，1933年5月12日の農業調整法トーマス修正条項（46条 連邦準備法

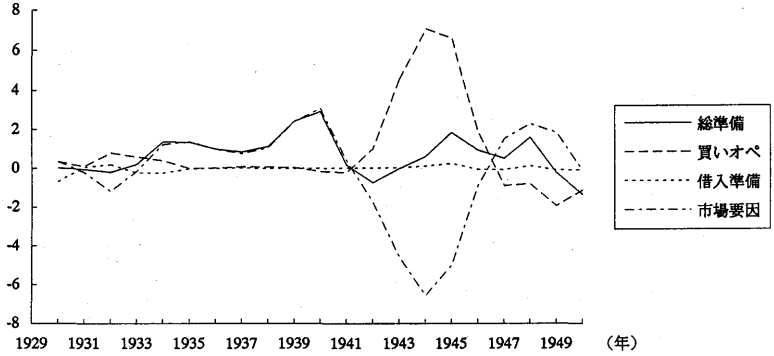
19条の改正）によって，連邦準備制度による量的な金融政策に，公開市場操作を補完する準備率操作がくわわっている。しかし，準備率の引き上げは，加盟銀行の保有国債売却によって対抗される。国債売却による国債価格の低下は，連銀の国債価格支持によって防がれる。つまり，買いオペによって国債の流動性は維持される。

こうした一連の操作は1936—1937年，1948年，1951年におこなわれた[4]。具体的には，1936年8月から1937年5月にかけて連銀準備制度は預金準備率を引き上げていき，これにたいして1937年2月から3月にかけて加盟銀行は国債（主にボンド）を売却[5]，同年3月から4月に連銀は買いオペによってボンドの価格支持をおこなった。ただし，このときにはノートの売りオペによって信用供与の増加はそれほど大きなものではなかった。1948年には，2月から9月にかけて準備率を引き上げていき，加盟銀行はこのとき一貫してボンド，ノートを売却，連銀はボンド，ノートを買いささえていた。1951年には，1月に準備率を引き上げ，加盟銀行は3月のアコードまでボンドを売却，連銀はボンドの買いオペをおこなった（図2）。このように準備率操作による引き締めは買いオペによって相殺される。そのため，準備率操作では単独で引き締めをおこなうことができず，準備率操作には明らかに限界がある。さらに，連銀の買いオペによって，引き締めのときにも，連銀の信用供与は減少しないのである。

そのため，1920年代のような連銀の信用供与構造，つまり，買いオペを上回る割引窓口を通した連銀信用の供与は2度とあらわれていない。連銀は平常時には割引窓口を通した信用供与をおこなわない型を確立していったのである。こうして，ニューディール期以降，連銀の貨幣供給のほとんどが買いオペになっている。ここで，1930—1950年における準備預金の変動要因をみると，市場要因の変動を相殺するのは，金本位制のときの借入準備（再割引・貸付）ではなく，買いオペに変化してきている（図9）。しかし，市場要因の変化は依然として金ストックと流通現金の変動が大きいことがわかる（図10）。こうして，金ストックと流通現金による準備預金の変動を相殺するように買いオペがおこなわれるようになっている。

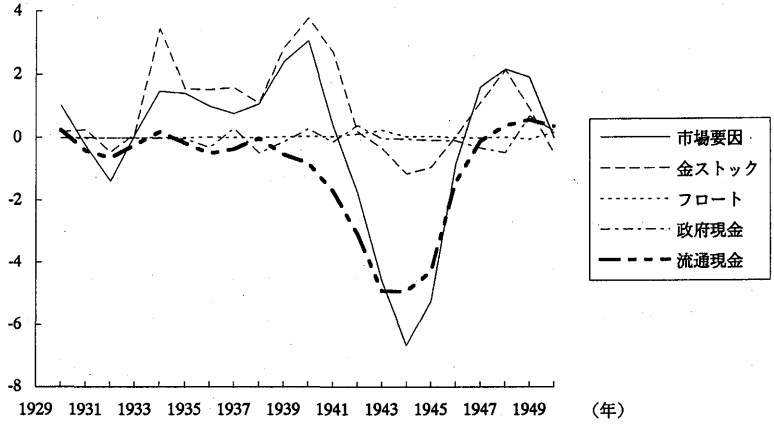
こうして先に指摘した加盟銀行の転嫁流動性をささえるものが，金本位制に

図 9　準備預金の変動要因　1930—1950年（対前年比増減額　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 524–525.）

図 10　市場要因の内訳　1930—1950年（対前年比増減額　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 524–525.）

おける連銀貸付から管理通貨制における買いオペに変わっていく。それには幾つかの原因が考えられる。第 1 に，管理通貨制において国債が大量に発行され，この国債を市場で消化するという問題が生じている。そのために，買いオペによって国債市場をささえる必要があったのである。第 2 に，こうして消化された国債が，第二次大戦以降，民間金融機関・企業によって放出されはじめたからである。連銀は加盟銀行には貸付という形で流動性を供給できるが，他の金

融機関・企業には基本的に連銀貸付はできないのである。こうして，買いオペが出動するのである。第3に，転嫁流動性は商業銀行が証券市場で証券を売却して流動性を維持するものである。しかし，1933年銀行法によって商業銀行業務と投資銀行業務が分離されて，加盟銀行は株式・社債のアンダーライティングとディーリングをできなくなくなっている（16条)。こうして加盟銀行は株式・社債の保有を減少させている。そのため，加盟銀行は国債市場を中心に流動性を維持するように変化している。こうした状況下では，連銀が貸付ではなく国債市場で買いオペをおこなうことによって，加盟銀行は円滑に転嫁流動性を維持できるようになるのである。ただし，大恐慌後の1930—1940年代始めには，第1に買いオペによる信用供与と，第2に大不況による加盟銀行の貸出の減少によって，加盟銀行に大量の自由準備が堆積していた（図4)。そのため，転嫁流動性メカニズムだけではなく自由準備の圧力によっても加盟銀行は新たな貸出に向かわざるをえなかったのである。

ところが，自由準備の厚い堆積という状況が1950年代には変化してくる。そのメルクマールは1951年の財務省と連邦準備制度の合意（アコード）である。

注

1) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics 1914–1941,* 1943, p. 34. Cook, Timothy Q. & Summers, Bruce J., *Instruments of the Money Market,* Federal Reserve Bank of Richmond, 1980. 小畑二郎・小林襄治・坂野幹夫訳『アメリカの貨幣市場——短期金融市場の実態——』日本証券経済研究所，1983年，59ページ。

2) Beckhart, *op., cit.,* 邦訳，137ページ。

3) 同上，55ページ。Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin,* February 1971, p. 79.

4) Ahearn, Daniel S., *Federal Reserve Policy Reappraised, 1951–1959,* Columbia Univ. Press, 1963, pp. 153–154.

5) Crawford, Whipple., *Monetary Management under the New Deal,* 1940, reprinted 1972, Da Capo Press edition, New York, p. 224.

4. アコード以後の金融政策

ここまで指摘したことは，連銀からみれば，第1に金本位制から管理通貨制にかけて市場への信用供与が貸付から買いオペに変化したこと，第2に1930—1940年代始めに買いオペによって自由準備が厚く堆積したことであった。加盟銀行からみれば，第1に金本位制から管理通貨移行期における転嫁流動性メカニズムの展開，第2に大恐慌を契機とした貸出の減少による自由準備の厚い堆積であった。

こうした連銀と加盟銀行のビヘイビアの変化は，金本位制から管理通貨制だけでなく，アコード以前と以後にも変化している。端的には，1930—1940年代始めに厚く堆積していた自由準備が，アコード以降，しばしばマイナスに転じたことに表われている。つまり，アコード以降，連銀の信用供与が，自由準備の堆積ではなく，加盟銀行の貸出につながっているのである。ここで，加盟銀行の貸出は民間の貨幣需要を表わし，この貨幣需要によって連銀の信用供与がおこなわれると考える。そうすると，アコード以降の状況は，ポスト・ケインジアンにおける主流的な内生的貨幣供給説であるアコモデート仮説の想定しているものに近くなる。そこで，ここではこうした状況を作り出した要因に連銀の金融政策から接近する。

4.1. アコードと自由準備ターゲットの成立

周知のように，アコード（合意）によって，国債の金利の釘付けはなくなり，連銀の金融政策は復活したといわれている。合意事項はつぎの4点である。第1に，譲渡禁止の満期29年の2.75%利付き債を譲渡可能な満期3年の国債に切り替えることである。これによって長期債の換金を抑えようとしたのである。第2に，長期債の売却にたいして，市場の状況を保つために限られた量の公開市場操作をおこなうことである。第3に，短期債の換金にたいしては，買いオペではなく加盟銀行が連銀借入を利用せざるをえないように貨幣市場を調節することである。これによって連銀の公定歩合を中心に短期金利が変動すること

を意図している。この点が金融政策，とくに金利政策の復活といわれている。第4に，国防費の新規調達には銀行資金以外にはあまりないことが認められた[1)]。

こうして，アコード以降，連邦準備制度は金融政策の復活を意図して，加盟銀行による長期国債の売却を最小限に抑え，買いオペを制限して加盟銀行にたいする国債担保の連銀貸付を増加させた[2)]。その結果，加盟銀行の自由準備はしばしばマイナスに転じた（図4)。これ以降，加盟銀行は流動性の問題にたいして本格的に取り組まざるを得なくなるのである[3)]。1950年代は1930年代の大不況期とは異なり再生産が順調に拡大していく時期である。これに対応して，週報告銀行も貸出を増加させている（図5)。このとき，商業銀行はどのように流動性を維持し，連銀はそれをどのようにささえていたかが問題となる。この問題にたいして，本稿では連銀側から接近する。

連銀の公開市場操作は，アコード以降，自由準備がマイナスに転じたことを契機に現代のものに近づいていく。すなわち，1953年以降，連銀は自由準備をターゲットに金融政策をおこなうようになっているのである[4)]。自由準備は金融逼迫または緩和を表わす指標と考えられていたのである。

一方，アコード以後の連銀貸付の増加は1953年半ばまでの一時的なものであった。それは端的には，1953年5月に，連邦準備制度理事会議長マーチンが，連銀貸付は権利ではなく特典であり，銀行は平常時には連銀貸付を量・期間ともに最小限に保つようにと述べていることに表われている[5)]。これは連銀の割引政策が1910—1920年代から180度転換していることを示唆している。すなわち，1910—1920年代には連銀は常時市場に貸出をおこなっていたが，1950年代には意図的に貸出を最小限に抑えるようになっている。また，1955年2月15日の連邦準備法（Regulation A）の改正によって，この考えが支持されている[6)]。

こうしたアコード以降の割引政策と公開市場操作が商業銀行にあたえる影響を，つぎの**4.2.**では加盟銀行の自由準備にあたえる影響として考察する。

注

1) U. S. Congress, Joint Committee on the Economic Report, Subcommittee on General Credit Control and Debt Management, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Report,* 1952. 日本銀行調査局訳『金融政策と国債管理 ―― 一般的信用調節および国債管理に関するパットマン委員会の最終報告書――』, 1957年, 58-59ページ。

2) *Ibid.*, 邦訳, 58ページ。

3) たとえば, アコード以降, アメリカの中心的な貨幣市場であるフェデラル・ファンズ市場が1960年代の負債管理に先駆けて再導入されているのである。前掲拙稿, 45ページ。

4) Meulendyke, Ann-Marie, "A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review,* Autumn 1988, p. 297.

5) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin,* May 1953, pp. 453-454. Ahearn, *op. cit.*, p. 125.

6) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin,* January 1955, pp. 8-14.

4.2. 割引政策と公開市場操作の自由準備への影響

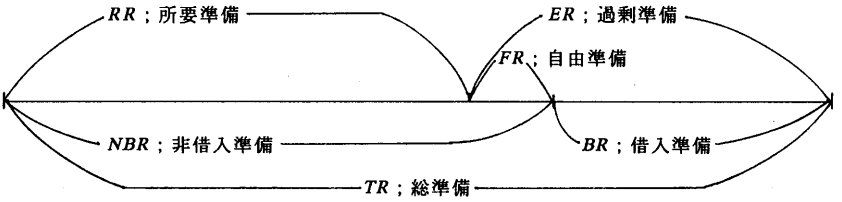
ここでは, 連銀の金融政策のターゲットになった加盟銀行の自由準備水準が連銀の割引政策と公開市場操作によってどのような影響を受けるかを考察する。これによって, アコード以後の割引政策と公開市場操作が加盟銀行にあたえる影響を視野に入れることができる。

自由準備は準備預金の一部であり, 準備預金の供給サイドは非借入準備と借入準備である。連銀は, 公開市場操作（買いオペ）によって非借入準備の供給に, 割引政策によって借入準備の供給に影響をあたえている。

そこで, 第1に, 非借入準備と自由準備の関係が問題となる。第一次的には, 非借入準備の増加→自由準備増加, 非借入準備の減少→自由準備の減少となる。これは所要準備が一定の場合といいかえることもできる（図11)。

第2に, 割引政策によって供給される借入準備と自由準備の関係が問題となる。借入準備は連銀貸出のことなので, 借入準備が過剰準備の中で比率を増やせば, 個々の銀行は新たな過剰準備を得るのが困難になり, 連銀への返済圧力

図11　準備預金の構成



が増加する[1)]。つまり，アコード以降，連銀貸出は量・期間ともに最小限に抑えられているので，加盟銀行全体の連銀借入が増加すれば，たとえ困難であっても銀行は市場からフェデラル・ファンズ等の貨幣を借り入れる他にない。このフェデラル・フェンズは準備預金の構成でいうと自由準備部分であり，加盟銀行は連銀借入を自由準備で返済することになるのである。こうして，連銀借入が増加すると自由準備が減少することになる。逆に，加盟銀行全体の連銀借入が減少したときに自由準備がどのような影響を受けるかは，他の条件が一定の場合には特定できない。

そこで，自由準備ターゲットがおこなわれた期間について，フローでみた非借入準備（ΔNBR）と借入準備（ΔBR）を説明変数，自由準備（ΔFR）を被説明変数として回帰分析をおこなう[2)]と以下の(1)式のような結果がえられる。

$$\Delta FR = -0.004 + 0.051\,\Delta NBR - 1.012\Delta BR \quad \overline{R^2} = 0.758 \qquad (1)$$

$$(-1.265) \quad (3.917)^* \quad (-26.435)^* \quad (\ \ ) \text{内は t 値}$$

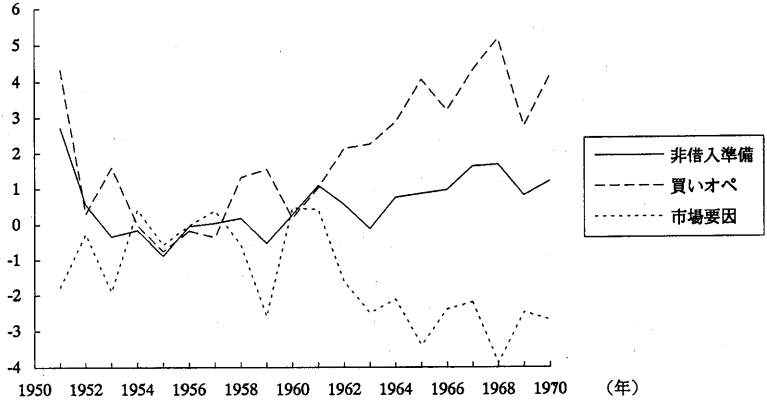
計測期間：1953年１月～1969年12月（月平均データ），単位10億ドル

誤差項については，１階の自己回帰モデル AR(1)を仮定して，系列相関を調整済み。

＊は99％の信頼水準で有意であることを示す。

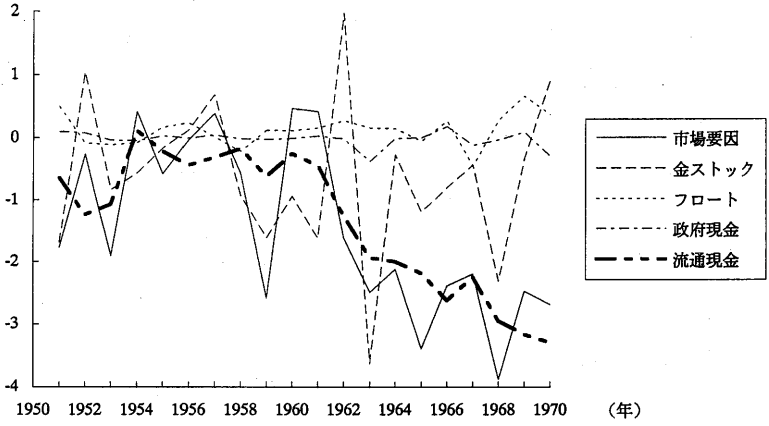
(1)式によると，非借入準備の変化は現実にはあまり自由準備に影響をあたえていないようである。ここで，非借入準備の変動を考察すると，その減少要因として市場要因があげられる（図12）。市場要因とは流通現金，金ストック，フロート，政府現金等である。このうち，1950年代後半からの金ストックの減少

図12　非借入準備の変動要因　1951—1970年（対前年比増減額　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 524–525.）

図13　市場要因の内訳　1951—1970年（対前年比増減額　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 524–525.）

を除くと，流通現金が減少要因のほとんどを占めていることになる（図13）。一方，非借入準備の増加要因としては買いオペがあげられる（図12）。こうして流通現金の増加による非借入準備の減少を相殺し，さらに非借入準備を増加させる買いオペという構造が浮かび上がってくる[3)]。

こうした構造を故川合一郎氏の信用創造論にそくして考えてみる。川合氏は

商業流通と一般的流通の区別，すなわち再生産の条件を重視する立場から，銀行の準備率を（v＋m)/(c＋v＋m)，信用創造倍率をその逆数の（c＋v＋m)/(v＋m）とされた。この川合モデルでは商業信用の連鎖における債権債務の相殺による貨幣節約にもとづいて信用創造論が展開されていた。商業信用による貨幣節約は流動資本c部分を節約し，これはいうまでもなく商業流通でおこなわれる。川合氏の信用創造はこの貨幣節約をおこなう商業信用を銀行券，さらには預金で代位する振替的信用創造論であった[4)]。

一方，可変資本v部分（賃金基金）と剰余価値m部分（単純再生産を前提するので資本家用消費基金）は，c部分と同時に商業銀行の預金設定によって貸し出されるが，現金で引き出されて一般的流通へとむかう。これが流通現金（v＋m）部分である。信用創造倍率を一定とすると，貸出による（c＋v＋m）部分の預金設定が増加すれば（v＋m）部分の流通現金も増加する。この流通現金の増加による非借入準備の減少を連銀の買いオペによって補充しているのである（図12，13)。具体的には，加盟銀行が商業信用代位の銀行信用を増加させると一般的流通に流出する現金も増加する。この現金流出にたいして加盟銀行は国債を売却する。こうして加盟銀行による商業信用代位の銀行信用の増加と国債保有の減少が生じる。資産管理である。加盟銀行の資産管理にたいして連銀は買いオペをおこなっている。つまり，商業信用代位の銀行信用の増加にアコモデートして買いオペによる信用供与がおこなわれている。

ところで，商業信用代位以外の銀行信用の場合には，振替的信用創造はおこなわれない。しかし，この場合にも貨幣節約はおこなわれる。たとえば，商業銀行のあたえる資本信用（固定資本c部分）を考えてみる。商業銀行のあたえる資本信用としてターム・ローン（満期1年以上の貸付）がある。1950—1960年代にかけてニューヨーク市中銀行の商工業貸出に占めるターム・ローンの比率は約45％から65％に上昇している[5)]。こうした商業銀行のあたえる資本信用は当座預金の設定によっておこなわれる。この預金をもとに振り出された銀行小切手は商業信用代位の銀行小切手とともに全体として「銀行間の振替・相殺メカニズム」にかけられることになる。商業銀行のあたえる消費者信用も預金設定によっておこなわれ，これをもとに振り出された銀行小切手が「銀行間の

振替・相殺メカニズム」にかけられる[6]。債権債務の相殺による貨幣節約がおこなわれるのである。

一方，小切手が振り出されたものの，債権債務の相殺がおこなわれなかった部分は，銀行間で準備金を移動させることによって決済がおこなわれる。この準備金はアメリカにおいては自由準備部分であり，これを貸借するのがフェデラル・ファンズ市場である。ここで注意したいことは，支払決済システムの発達によって，商業信用代位以外の銀行信用の場合には，銀行システムから現金が流出しないと考えていることである。ところで，預金設定によって商業銀行のバランス・シートの資産側には長期にわたって貸し付けられたままの部分がある。この貸付自体は流動化できないので，商業銀行は国債売却による転嫁流動性メカニズムを発動させる。国債を売却してフェデラル・ファンズを取り入れることによって流動性を維持するのである。こうして加盟銀行による商業信用代位以外の銀行信用の増加と国債保有の減少が生じる。典型的な資産管理である。これにたいして連銀の買いオペが出動するのである。つまり，商業信用代位以外の銀行信用の増加にたいしても買いオペによる信用供与がおこなわれる。これがアコモデート仮説が想定する内生的貨幣供給である。

ここで再び(1)式にもどって割引政策と自由準備の関係をみると，借入準備の増加・減少はほぼそれと同額の自由準備の減少・増加につながっている。借入準備の増加は金融緩和ではなく逼迫になるのである。これは，連銀借入によって，加盟銀行が貸出を増加させるのでも，貸出を減少させるのでもなく，準備金の一時的な過不足を補っていることを示唆している。いいかえると，加盟銀行全体では連銀借入を自由準備で返済していることになる。つぎに，まだ説明していない加盟銀行全体の連銀借入が減少した場合が問題となる。この場合には，借入準備の減少が直接自由準備の増加につながるわけではない。しかし，加盟銀行全体の連銀借入が減少すれば当然返済圧力も減少する。こうして，現実には連銀借入の返済に備えて蓄積しておいた自由準備が堆積することになる。この自由準備の源泉は非借入準備である。非借入準備の増加・減少は自由準備の増加・減少には直接結びつかないが，自由準備の源泉は非借入準備しかありえないのである（図11）。

割引政策は公開市場操作に比べると量的には非常に小さなものである。しかし，自由準備に影響をあたえることによって引き締めをおこなうときには大きな効果をもたらす。一方，公開市場操作は量的には非常に大きいが自由準備にはそれほど影響をあたえないかたちでおこなわれている。すなわち，民間の貨幣需要，端的には商業銀行の貸出の増加と国債保有の減少という資産管理にアコモデートするかたちでおこなわれるのである。こうした割引政策と公開市場操作の加盟銀行への影響は，アコード以後の自由準備ターゲットの時期に形成されたものである[7)]。また，自由準備ターゲットをおこなわなくなってから現代までも，基本的にここで分析した範囲においては，割引政策と公開市場操作は同様の影響を加盟銀行にあたえているのである[8)]。そこで，最後に**4.3.**では，民間の貨幣需要にアコモデートするかたちでおこなわれる公開市場操作が商業銀行のビヘイビアにあたえる影響を考察することにする。

注

1) Keir, Peter M., "The Open Market Policy Process," *Federal Reserve Bulletin,* October 1963, p. 1367.

2) Meigs と町永氏は，現実には自由準備率（自由準備／預金）は主に2つの要因によって決定されると考えている。1つは，商業銀行の自由準備にたいする需要，これは借入準備に反映される。2つは，公開市場操作が非借入準備に影響をあたえる度合いである。Meigs, A. James, *Free Reserve and the Money Supply,* The University of Chicago Press, 1962, p. 45. 町永昭五『アメリカ金融政策論』有斐閣，1971年，209ページ。

3) Partlan and others, *op. cit.,* 神崎，前掲論文，14ページの第2表を参考にした。

4) 川合一郎『管理通貨と金融資本』1974年。（『川合一郎著作集 第六巻』有斐閣，1982年，「1　管理通貨と金融資本」，第一章，第一節。）

5) Budzeika, George, *Lending to Business by New York Banks,* New York Univ., Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, *The Bulletin No. 76–77,* September 1971, pp. 66–67.

6) 深町郁彌「商業銀行のターム・ローンと金融市場」，九州大学『経済学研究』第52号第1～4号，1986年10月，209–210ページ。同「商業信用と銀行信用」，深町郁彌・浜野俊一郎編『資本論体系6　利子・信用』有斐閣，1985年，309–315ページ。

7) 自由準備ターゲット期以前の時期について同様に回帰分析をおこなうと以下のような結果が得られる。決定係数も低く，パラメータも自由準備ターゲット期とは異

なっているのがわかる。

$$\Delta FR = -0.013 + 0.244\Delta NBR - 0.845\Delta BR \quad \overline{R^2} = 0.348 \quad D.W. = 1.853 \qquad (1)'$$

(−1.178)　(6.760)*　(−7.816)*　(　) 内は t 値

計測期間：1929年 2 月〜1952年12月（月平均データ），単位10億ドル

*は99%の信頼水準で有意であることを示す。

8) 自由準備ターゲット期以降の時期について同様に回帰分析をおこなうと以下のような結果が得られる。

$$\Delta FR = 0.003 - 0.001\Delta NBR - 0.995\Delta BR \quad \overline{R^2} = 0.849 \qquad (1)''$$

(0.376)　(−0.127)　(−43.882)*　(　) 内は t 値

計測期間：1970年 1 月〜1993年 5 月（月平均データ），単位10億ドル

誤差項については，1 階の自己回帰モデル AR(1)を仮定して，系列相関を調整済み。

*は99%の信頼水準で有意であることを示す。

4.3. 公開市場操作と銀行流動性

連銀の金融政策はアコード以降の1953年から自由準備ターゲットとなる。これは，アコード以降，自由準備水準がしばしばマイナスに転じた時期と一致している。自由準備がマイナスになれば，加盟銀行は流動性の問題に正面から取り組まざるをえなくなる。こうして，アコード以降，アメリカの代表的な貨幣市場であるフェデラル・ファンズ市場が再導入されている。自由準備は過剰準備から借入準備を除いたものであり，加盟銀行間で自由準備を貸借する市場がフェデラル・ファンズ市場である。フェデラル・ファンズ市場は1950—1960年代に急速に発達し，全国の遊休貨幣がニューヨークの大商業銀行に集中するようになっている。このニューヨークの大商業銀行は政府証券プライマリー・ディーラーとの間で国債とその決済手段であるフェデラル・ファンズを活発に取引している[1)]。こうして，1960年代には，全国的な資金需給がニューヨークに集約されたかたちで表われることになる。

まず，この全国的な資金需給と連銀の公開市場操作の関係が問題となる。というのは，これが自由準備と公開市場操作との関係として表われるからである。連銀の公開市場操作は政府証券プライマリー・ディーラーとの国債売買によっておこなわれる[2)]。政府証券プライマリー・ディーラーは投資銀行とその子会社が中心だが，約 3 分の 1 が商業銀行である[3)]。この政府証券プライマ

リー・ディーラーの資金需給に全国的な資金需給が集約的に表われるのである。たとえば，政府証券プライマリー・ディーラーに加盟銀行の貨幣需要が殺到する場合を考えてみる。このとき政府証券プライマリー・ディーラーがフェデラル・ファンズを対価に加盟銀行から国債を購入すると，これに呼応して連銀の買いオペが政府証券プライマリー・ディーラーにたいしておこなわれる。この結果，加盟銀行の貨幣需要に連銀が応えて信用供与をおこなっていることになる。こうして，買いオペによって信用供与と国債の流動性維持が同時におこなわれ，商業銀行の転嫁流動性がささえられるのである。アコモデート仮説のいう内生的な貨幣供給である。こうしたメカニズムがアコード以降の景気循環過程でどのように機能しているかを検討するために，公開市場操作を中心とした金融政策をアコードから自由準備ターゲットが終わる1969年まで追跡する。これによって，アコード以後の公開市場操作と商業銀行の流動性の問題に接近できると考えている。

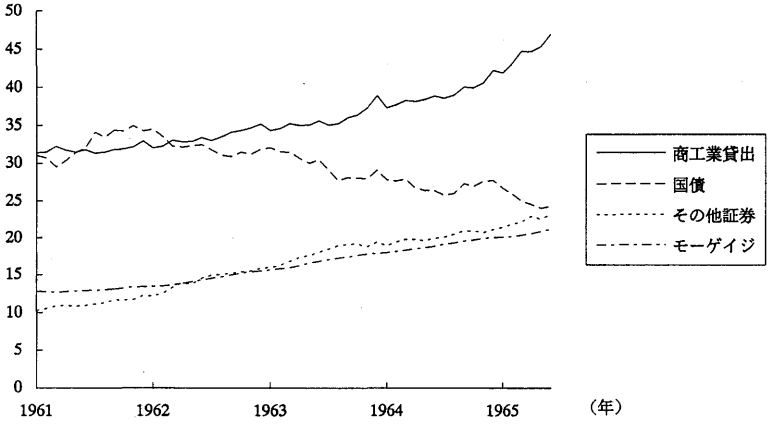
アコードから1953年までは，買いオペが基調であった（図2)。このとき，週報告銀行は，合意事項第1，3（**4.1**.参照）によって国債保有を減少させることはできなかったが，商工業貸出を順調に増加させている（図5)。アコード以後の1953年3月から1961年2月までの国債管理は，中長期債をオペの対象に入れないビルズ・オンリー政策である[4)]。まず，朝鮮戦争からリセッションにはいる1953年3月から同年末までは，買いオペが基調であった。景気の拡大期である1954年から1957年までは，売りオペが基調となる（図2)。その一方で，同じ時期に，3回にわたって準備率が引き下げられている。このときに，週報告銀行は国債保有を減少させ商工業貸出を増加させている（図5)。資産管理である。ところで，1953—1954年，1957—1958年，そして1960年始めのリセッションのときに，TBの買いオペがおこなわれている。1958年には市場の混乱を理由にノート，ボンドの買いオペもおこなっている。1958年以降のゆるやかな景気回復期には，公定歩合や証券担保貸付の証拠金率による引き締めがおこなわれた。しかし，この時期にも引き締めといいながらもTBの買いオペをおこなっている（図2)。常に，国債市場の安定がはかられているのである。週報告銀行は，景気の拡大期に国債保有を減少させ，リセッションから回復期に国債保有

を増加させている。つまり，景気循環に対応して国債保有を増減させているのである。その一方で，週報告銀行は，景気の拡大期には商工業貸出を順調に増加させ，リセッションから回復期に商工業貸出を停滞させている。また，この時期にはその他証券は国債のように景気循環に対応した変動をみせていない（図5）。

連銀の国債管理は，1961年2月以降，ツイスト・オペレーションに変わった。これは，景気を刺激し地方自治体債の発行を促進するために，連銀が中長期債を購入して長期金利を低くたもつ一方で，国際収支の不均衡を是正するために，財務省が短期債を売却するものである。これは1961年の連銀保有のノートと債務証書の動きに表われている（図3）。しかし，このツイスト・オペでは中長期債の買いオペは1—5年ものに集中しており，10年以上といった長期債の買いオペはほとんどおこなわれなかった。それは長期債市場の浅さのために連銀が長期債の買いオペをおこなうと，長期債が暴騰してしまうからであった。そのため，買いオペを市場の大きな中期債さらには短期債でおこなわざるを得なかったのである。そのため，短期債の売りオペは買いオペを下回っている[5)]。これは1962年の連銀保有の債務証書の動きに表われている（図3）。こうしてツイスト・オペは1960年代半ばに放棄された。これにたいして，週報告銀行は，1961年には国債保有を増加させたものの，1962—1965年には国債を売却して商工業貸出とモーゲイジを増加させている。資産管理といわれる動きである。このときに，一貫して連銀の買いオペがおこなわれていたのである（図3）。つまり，商業銀行の貸出に連銀の信用供与がアコモデートしていたのである。また，この時期にも，週報告銀行のその他証券はモーゲイジと同じく増加する一方であった（図14）。

ツイスト・オペにつづいて1960年代後半には，加熱気味の景気にたいして引き締めがおこなわれた。1965年12月6日に，ニューヨーク連銀は公定歩合を5.5%から6%に引き上げた。これは拡張的なツイスト・オペの放棄と理解されている。1966年のクレジット・クランチのときには，7月と9月に有期預金の必要準備率を引き上げ，同じく7月と9月に有期預金の最高支払利子規制を引き下げている。1969年のクレジット・クランチのときには，4月に公定歩合，要

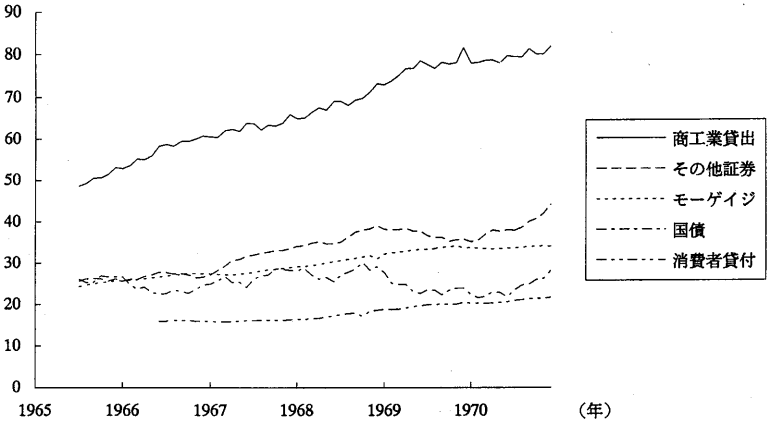
図14　週報告銀行の貸出と証券保有　1961—1965年（月末残高　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 240–257.）

求払預金の必要準備率を引き上げている。ところが，国債が累積する経済において，引き締めのときに商業銀行は国債を売却し，これにたいして連銀は買いオペによって貨幣市場をゆるめている。1966年のクレジット・クランチのときは，TBと債務証書の買いオペをおこなっている。1969年のクレジット・クランチのときは，TBとノートの買いオペをおこなっている（図3)。商業銀行をはじめとする民間金融機関は，引き締めに対抗して保有国債を売却しはじめる。そのとき，連銀は国債の価格維持のために国債を買いささえなければならないのである。週報告銀行は，1966年には国債を売却することによって，商工業貸出，モーゲイジを順調に増加させている。1969年には国債とその他証券を売却することによって，貸出の停滞を最小限に抑えている。1960年代後半には景気の拡大期ではなくクレジット・クランチの時期に，商業銀行の貸出に連銀の信用供与がアコモデートするようになってきているのである。また，1960年代後半のクレジット・クランチには，週報告銀行はその他証券（主に州・政府機関債）の保有を減少させている（図15)。国債と同様にその他証券も商業銀行の流動性メカニズムに取り入れられるようになっているのである。

図 15　週報告銀行の貸出と証券保有　1965—1970年（月末残高　単位10億ドル）



（*Banking and Monetary Statistics 1941–1970,* 1976, pp. 260–284.）

注

1）　前掲拙稿，Ⅱ，Ⅲ，Ⅳ。

2）　Friedman, Benjamin M., *Monetary Policy in the United States Design and Inplementation,* 1981, 三木谷良一訳『アメリカの金融政策』東洋経済新報社，1982年，84ページ。

3）　前掲拙稿，60–61ページ。商業銀行以外の政府証券ディーラーを対象とする公開市場操作は1954年後半に始められている。Nadler, Marcus, Heller, Sipa and Shipman, Samuel S., *The Money Market and its Institution,* The Ronald Press Company, New York, 1955.　吉野俊彦・津坂明訳『ニューヨーク金融市場』至誠堂，1962年，169ページ。

4）　ただし，1955年借替のための債務証書（certificates）の買いオペと1958年の国債市場の混乱のときの中長期債の買いオペは例外である。井田，前掲書，127，136ページ。

5）　小林清人「Ⅶ　公社債市場のダイナミズム　1.　国債管理政策」，日本証券経済研究所『アメリカの公社債市場』，1957年，468–469ページ。

5.　むすびにかえて

連銀の買いオペが再割引・貸付をこえて増加していくのは，再生産が収縮し財政スペンディングの増大する大恐慌後の管理通貨制に移行していく時期であった。こうした再割引・貸付をこえた買いオペという連銀の信用供与構造が

定着するのはアコードをへた1953年のことであった。この時期には再生産は拡大を始め財政スペンディングも戦時経済下に比べると減少していた。しかし，連銀の再割引・貸付は積極的にはおこなわれず，巨大な国債市場における買いオペが定着していくのである。こうした連銀の信用供与構造は商業銀行にたいして影響をあたえざるをえない。

金本位制において連銀は証券市場とくに国債市場を接点に商業銀行と関係をもったのではなく，再割引・貸付によって加盟銀行に信用をあたえていた。すなわち，自己流動的な加盟銀行の商業貸出には，再割引と適格手形担保の貸付によって，商業貸出の満期前に流動性を供給していたのである。商業貸出以外の貸付には，連銀は国債担保の貸付をおこなっている。これは転嫁流動性を補完するものである。

しかし，管理通貨制において，連銀は商業貸出にたいして再割引と適格手形担保の貸付を平常時にはおこなわなくなっている。商業銀行の転嫁流動性をささえた国債担保の連銀貸付も，平常時にはおこなわなくなっている。このように割引政策は量的には小さなものになったが，アコード後の1953年から自由準備の増減に強く影響をあたえて金融緩和・逼迫を造り出すようになっている。

その一方で，連銀は国債市場を接点に商業銀行に信用を供与していく。買いオペである。これは1933年銀行法以後，国債市場を中心に流動性を維持するようになった商業銀行にとって最も転嫁流動性メカニズムを円滑にする方法である。1942年からアコードまでの買いオペは国債の金利の釘付けのためであった。しかし，アコード以降，自由準備がしばしばマイナスに転じたのを契機に，買いオペのターゲットが自由準備となり，現代のものに近づいていく。すなわち，民間の貨幣需要，端的には商業銀行の資産管理にアコモデートするかたちで買いオペによる信用供与がおこなわれるようになっている。商業銀行が商業信用代位の銀行信用をあたえる場合には（v＋m）部分の流通現金が一般的流通に流出する。商業信用代位以外の銀行信用の場合には，銀行システムからの現金の漏れは少ないが，商業銀行は国債を売却して流動性を維持しなければならない。このとき，中央銀行が買いオペをおこない信用が供与されるのである。