

# FOMCがマーケットに与える影響に関する考察

藤中智章

## 【目次】

- I. はじめに
- II. FOMC(連邦公開市場委員会)
- III. マーケットに与える影響
- IV. 景気と金利の関係
- V. おわりに

## I. はじめに

世界経済は1990年代に入って、2つの面で1980年代とは隔絶したと考えられる。第1に、1989年のベルリンの壁崩壊を景気とした「市場経済の地球規模への拡大」であり、第2に、IT革命と称される「デジタルネットワーク革命」である。

「市場経済の地球規模への拡大」は、「先進国」「途上国」という国家グループを溶けあわすことによって、その色分けを曖昧なものにし、各国での規制緩和の動きとともに、国の内外でさまざまな「壁」や「垣根」を突き崩している。

一方、「デジタルネットワーク革命」は、高い操作性・利便性、産業融合性、廉価性などといったデジタルのもつ特徴を、そのネットワークを通じて世界経済の構成者(国、企業、個人)共有のものとしてつつある。

この両者が同時に進行することによって、さまざまな業界でこれまでの他業界との境目が希薄になり、産業の相互参入や融合が起きている。1990年代の世界経済全体を振り返ってみると、国内で、あるいは国境を越えて、さまざまな業種で企業合併や提携が発表されている。これは、産業や企業レベルの変化にどどまらないことである。国も、さらには経済に携わる個人も、「世界経済全体のビックバン」というあたらしい環境の中でみずからの新しい位置取りを迫られているといえよう。

こうした状況のもと、1990年代では、それまで隆盛を誇った日本とドイツが凋落し、アメリカやその他アングロサクソン諸国が復権した。「資本主義の発祥国」として、資本主義の原型に近い経済運営が残っており、社会もそれを受容する土台があったアングロサクソン諸国が、変化が加速する「スピードの経済」に日本やドイツよりもすばやく対応ができたことが原因にあげられる。

1990年代アメリカ経済は、未曾有の景気拡大を経験した。アメリカの経済システムが先述した世界経済システムの転換にうまく適合したことを理由に、アメリカ経済の成長を支えたマネーアンカーとしてのグリーンズパンFRB議長の手腕を過小評価する声もある。確かに、ベルリンの壁崩壊にせめられる社会主義の崩壊と、それに伴う市場経済の拡大はグリーンズパンの功績ではない。また、インターネットの普及などに代表されるデジタル・ネットワーク革命もまた、グリーンズパンの功績ではない。グリーンズパンがFRB議長を務めたかなりの期間は、グリーンズパン以外の方がFRBの議長を務めてもアメリカ経済は活力にあふれ、インフレは低いままの状況を保った可能性は高いとして、1990年代のアメリカの成功がすべてグリーンズパンの巧みな金融政策の成果であるとするのは行き過ぎているとの見方もある。しかし、その金融政策は、こうした環境を踏まえたうえでも巧みであった。特に、常に市場にFRBを意識させ、経済を好転させる綱引きも上手かったといえる。ゆえに、市場のグリーンズパンを見る目も畏敬に満ちたものになった。確かに、アメリカ経済好回転の基本的環境が整っていたのは事実である。したがって、何もかもグリーンズパンの成果とするのは間違いではあるが、グリーン

スパンの貢献は決して過小評価できないといえる。

本稿では、アメリカの金融政策をテーマに、その最高意思決定機関であるFOMC（連邦公開市場委員会）に注目し、そこでの意思決定がマーケットに与える影響について考察する。

## II. FOMC(Federal Open Market Committee:連邦公開市場委員会)

FOMC（連邦公開市場委員会）は、アメリカの中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）の最高意思決定機関である。その会合は、短期の指標金利であるフェデラル・ファンズ（FF）金利の誘導目標と公定歩合が決定される。参加メンバーはFRB議長、副議長を含むFRB理事7人に加え、米国全体で12ある地区連銀の総裁である。このなかで議決権を持つのはFRB理事7人と地区連銀総裁のうちの5人となっている。またFOMCの議長はFRBの議長が務め、副議長は伝統的にニューヨーク連銀総裁が務めることになっている。

FOMC会合は首都ワシントンのFRBの会議室で開催され、毎年8回の定例会議を開く予定になっている（ただし2001年9月17日の会合のように臨時に開く場合もある）。会合のつど、政策の優先順位を決め、実施ガイドラインを含む指令が作成される。FRB議長はハンフリー・ホーキンス法により上下両院銀行委員会で半年ごと（2月と7月）に証言することが義務づけられているが、年8回のうち証言を控えた2回のFOMC会合では、証言内容についても決定する。そして、それら2回の会合では貨幣および信用の年間伸び率の幅を選択しなければならない、と法に定められている。またFOMCは、名目GDP、実質GDP、インフレーション、雇用についてFOMC委員と他の連銀総裁による予測の幅と中心的傾向を発表することを慣行としてきた。

FOMCは各会合において、ニューヨーク連銀によって実施されるオープン・マーケット・オペレーション（公開市場操作）を指示する政策の明細が決定される。FOMCでは、経済活動、インフレーション、金融市場の状況、貨幣および信用の集計量の見通しについて討議する。そこではさまざまな情報源からの情報を考慮され、政策の選択肢がどのような結果をもたらすかが検討されるのである。そして実際に市場に資金を供給するなどの公開市場操作はニューヨーク連銀が実施する。

### 事前の準備

FOMC会合に先立って文書が用意され、会合出席者および各地区連銀の総裁を補佐するスタッフに配布される。これらの文書は3種類あり、表紙の色により、グリーン・ブック、ブルー・ブック、ベージュ・ブックと呼ばれている。

#### 1) グリーン・ブック

FRBのスタッフによって作成され、広範囲の経済・金融指標についてスタッフの解釈が示されている。2部構成であり、第1部では、最近の動向と一連の予測が要約されている。そして、第2部では最近の経済動向について部門別に詳述している。

グリーン・ブックの第1部は、国内の経済活動、物価、金利、貨幣および信用の流れ、さらに海外部門で最近数ヶ月間あるいは四半期に起こった重要な出来事について説明している。また、予測作成上使用される向こう1,2年間に予想される金融・財政政策についての一連の主要な標準的想定が提示されている。この標準的想定とは、通常は現行の金融政策のスタンスを継続させることを前提としたものであるが、経済・物価動向が政策変更を強く求めていると考えられる場合には政策変更が含まれることがある。ここでは、標準的想定にもとづき、向こう6ないし8四半期にわたる多数の経済変数の予測が示され、そして他の選択肢シナリオ（標準的想定と比較して、ひとつはより引き締めのなものであり、もう

ひとつはより緩和的なもの)も簡潔に示されている。そして、政策選択により経済活動、失業、物価の予測がどのように変わるかを指摘している。

グリーン・ブックの第2部には、最近の動向に関する追加的情報が記述されている。具体的には、雇用、生産、物価の動向とそれらに影響を及ぼす原因について記述される。また、住宅建設、自動車生産、在庫、連邦・州政府、地方自治体の支出などについて説明した部門別分析も含まれている。そして、銀行、他の金融仲介機関、非金融企業、消費者の信用動向を含む国内金融市場の動向をふりかえる。さらに国際的な動向として、貿易統計、国際金融取引、外国為替市場、および多数の外国諸国の経済活動が説明されている。

## 2) ブルー・ブック

ブルー・ブックには、金利、銀行準備、および貨幣の最近の動向と見通しに関するFRBスタッフの見解が記述されている。

各ブルー・ブックは、当該会合の前後数ヶ月間の貨幣、金融動向についてのFRBスタッフの見解を示している。各ブックは、はじめにフェデラル・ファンズ金利、準備預金量、および貨幣集計量などといった政策変数の最近の動向を概観している。そこでは、しばしばFOMCが期待していた事柄に関連する変数の動向についてのコメントおよびみ目標からの乖離があった場合は、その説明がなされる。また、各ブルー・ブックは、次の会合までの期間のために2つ、あるいは3つの選択肢シナリオを提示する。

### 《3つの選択肢》

- ・ 選択肢A；現在のフェデラル・ファンズ金利より低い金利が予想されるケース
- ・ 選択肢B；現在のフェデラル・ファンズ金利が持続するケース
- ・ 選択肢C；現在のフェデラル・ファンズ金利より高い金利が予想されるケース

各選択肢については、主要貨幣集計量についての予測が示されていて、各ブルー・ブックにはFOMCがそれらの選択肢を採用しなければならない理由が示されている。また各選択肢に対して金利、為替相場がどのように反応するかに関する予測も示されている。そして、最近の動向からみて、FOMCがフェデラル・ファンズ金利の誘導目標を変更することはまずありえない、と考えられる場合には、選択肢Aか選択肢Cが省略されるときがある。

また、ハンフリー・ホーキンズ法にもとづくFRB議長の証言を控えているFOMC会合のブルーブックには、その証言をFOMCが用意するのに役立つための2つの節が追加されている。

第1の節では、向こう5～6年をカバーする長期シュミレーションが提示されている。そのシュミレーションでは、総合判断による標準予測と、異なる政策アプローチの想定下では標準予測からどの程度乖離するかを計算するためにFRBスタッフによる計量経済モデルが使われている。通常は少なくとも2つのシナリオが検討され、そのうちのひとつは、経済活動と雇用を想定される長期的な潜在能力水準にかなり早期に近づけようとする政策を組み込んだものであり、もう一つは、物価の安定をより早期に達成することを意図したものである。

第2の節では、貨幣集計量の年間増加幅についての選択肢が用意されている。次いで、当年と翌年についてグリーン・ブックの標準的予測と選択肢予測に基づいた貨幣集計量予測を提示している。

## 3) ベージュ・ブック

ベージュ・ブックはFOMC会合のほぼ2週間前に公表され、12連準備区の経済情勢が報告されている。報告は、地元の産業界との対談や地域の統計分析にもとづいて作成される。また、ベージュ・ブックは各連銀によって報告された経済情勢の要約から始まっている。

## FOMC会合

### 《典型的なFOMC会合の議題》

1. 前回のFOMC会合の議事録の承認
2. 外国為替と国内公開市場操作
  - A) 前回会合以降の市場動向とオペレーションについての報告
  - B) 前回会合以降の外貨取引（があった場合）の承認
  - C) 前回会合以降の国内オープン・マーケット取引の承認
3. 経済動向
  - A) 経済情勢に関するスタッフの報告
  - B) 討議
4. 貨幣および債務の集計量の長期的な幅について（2月、7月会合）
  - A) スタッフのコメント
  - B) 長期の幅についての討議および採決
    - ① 当年の幅についての見通し
    - ② 翌年についての暫定的な幅の設定（7月会合）
5. 現行の金融政策と国内政策指令
  - A) スタッフのコメント
  - B) 討議
  - C) 政策指令の決定
6. 次回会合日程の確認

（『アメリカの金融政策と金融市場』より抜粋）

### 1. 前回会合の議事録の承認

議長は通常、前回会合の議事録の承認を求めることから会議を始める。ただし、通常は年初の会合になるが、会合によっては会議の最初にFOMCの役員を選出する必要がある。

### 2. 外国為替と国内公開市場操作

国内金融市場と外国為替市場とを概観し、国内の公開市場操作と外国為替市場介入と介入の理由について報告される。国内オペレーションの議論では、公開市場操作を通じた金融政策の実施について報告される。そこでは、予想と比較して準備預金量とフェデラル・ファンズ金利がどう推移したか、または大幅に乖離した原因について説明する。

こうした報告に続いてFOMC委員は、それについて批評したり、オペレーションや市場動向について質問する機会が与えられ、将来の金融政策についての市場の期待や政策行動についての為替市場の予想される反応などが質問される。そして、最終的には前回の会合以降に実施したオペレーションを承認するように求められる。

### 3. 経済動向（経済状況の判断）

#### A) FRBスタッフのプレゼンテーション

FRBのスタッフが、経済、金融の現状および予想される動向について、グリーン・ブックの材料に焦点を当てながら説明する。国内スタッフのプレゼンテーションでは、生産、雇用、物価を含む多くの指標の予測について解説される。また、国際部門スタッフは、アメリカの経済のパフォーマンスと関連した海外の生産、物価、金利の予想について説明する。そして、それらが貿易・経常収支や主要貿易国に対するドルの為替相場に及ぼす影響について分析する。

#### B) 経済に関する討議

次にFOMC委員が経済見通しについての見解を述べる。論評の多くはFRBスタッフのグリーンブ

ック予測を基準に繰り広げられる。理事や総裁が経済活動や物価の見通しを評価する際は、スタッフと見解の一致する部分と不一致の部分に言及するのが一般的である。

#### 4. 貨幣および債務の集計量の長期的な幅について（ハンフリー・ホーキンス報告の用意）

##### A) プレゼンテーション

2月、7月の証言を控えた会合では、FOMCは長期の見通しに転じ、貨幣および信用の年間増加幅を決める用意をする。まず、FRBの上級スタッフがブルー・ブック記載の長期見通しシナリオを説明し、貨幣と債務係数の年間伸び率の幅が異なるとの見通しが、FOMCの政策目標とどう関係するかを説明する。次いで、ブルー・ブックに示されている貨幣集計量の年間伸び率の具体的な選択肢の論拠を説明する。スタッフによるプレゼンテーションに続いて、議長は関心事と選択肢を提示し、政策の優先事項についての全般的な議論を開始する。続く審議は通常、議長の発言とブルー・ブックの長期シナリオをめぐってなされる。

##### B) 貨幣集計量の年間幅の選択

政策優先事項についての広範な議論のあと、FOMCは貨幣および債務の集計量の年間の増加幅を選択しなければならない。こうした貨幣集計量と経済成果の関係は、少なくとも貨幣数量の目標が定められる1年、2年の範囲では、不確実なので特定の政策方針がただちに1組の貨幣集計量の目標幅に結びつくわけではない。したがって、FOMC委員は、スタッフによる貨幣の流通速度のもっともありそうな趨勢の測定を吟味し、政策意図を最もよく反映すると思われる増加幅を選択しなければならない。

議長はFOMC委員の投票を求め、出席委員の過半数で長期の幅が承認されると、FOMCはその選択を政策指令にどう表現するかを検討するのである。

#### 《指令のなかで年間の貨幣の幅を記述しているパラグラフ》

##### 1995年6月5日～6日に開催された会合

FOMCは、物価の安定を図り持続可能な経済成長をもたらす貨幣・金融状態を追求している。これらの目標達成のため、FOMCは本会合で、1月31日～2月1日の会合で設定した1994年第4四半期から1995年第4四半期にかけてのM2の増加率1～5%の幅を再度承認した。FOMCは国内非金融部門の総債務の増加率3～5%の監視幅についても前回決定を保持した。FOMCは1995年のM3の幅を、金融仲介パターンの変化を考慮して技術的な調整として2%から6%に引き上げた。FOMCは1996年について、1995年第4四半期から1996年第4四半期の変化ではかった貨幣集計量と債務の増加について、1995年と同じ幅を暫定的に設定した。貨幣集計量の動向は、引き続き物価水準安定の進展、貨幣の流通速度の変化、経済および金融市場の動向に徴して評価される。

##### 1996年1月30日～31日に開催された会合

FOMCは、物価の安定を図り持続可能な経済成長をもたらす貨幣・金融状態を追求している。これらの目標達成のため、FOMCは本会合で1995年第4四半期から1996年第4四半期にかけてのM2とM3の増加率の幅をそれぞれ1～5%、2～6%と設定した。国内非金融部門の総債務の年間増加率の監視幅は3～7%に設定された。貨幣集計量の動向は、引き続き物価水準の進展、貨幣の流通速度の変化、経済および金融市場の動向に徴して評価される。

（『アメリカの金融政策と金融市場』より抜粋）

#### 5. 現行の金融政策と国内政策指令（短期の政策選択）

##### A) プレゼンテーション

ここでは、FRB上級スタッフによって、まず次回のFOMC会合までの5～8週間の政策に対する選択肢についての説明がなされる。それから、ブルー・ブックに記されている2～3の政策選択肢に触

れ、それらの長所と短所を説明する。また、各政策選択肢に対して想定される市場の反応についても述べる。短期金利については、市場の反応はかなり予測できるが、長期金利の場合は、市場の反応を予測することは困難になる。市場の反応は、政策決定がどう受け止められるか、また今後の政策や経済動向にどう関連するかに依存しているのである。

#### B) 政策の選択

FOMCは2つの分野での決定を強いられている。第1に、FOMCはフェデラル・ファンズ金利（FF金利）を変更するためになんらかの行動をとるかどうかを会合で決定しなければならない。もし、金利変更が選択されるなら、変更の適切な大きさを決めなければならない。第2に、FOMCは次回会合までの間に行動を起こす可能性を政策指令の関係パラグラフで表明するかいなかを選択しなければならない。

それから、FOMCがFF金利の変更を考える際には、公定歩合も変更すべきかどうかという問題がしばしばもちあがる。ただし、FOMC自体は公定歩合を変更する権限をもっていないので、公定歩合を変更するには、12の連銀の取締役会が要請し、FRBが過半数で承認しなければならない。多くの場合、FOMCは公定歩合の変更が適切と認められる場合は、FRBがFOMC会合後変更を承認するという期待のもとに政策決定を進めている。最近では、FOMCとFRBの行動はひとつの新聞発表にまとめられている。

#### 1995年1月31日～2月1日会合後2月1日になされた発表

FRBは1995年2月1日に公定歩合の4.75%から5.25%への引き上げを承認し、同日発表した。

これと関連して、FOMCは、この引上げが準備預金市場の金利に十分に反映されるべきであるとの考えに合意した。

経済活動は、成長率がいくぶん鈍化する一時的な兆候を示しているものの、かなりのペースで拡大を続けてきた。この間、資源の利用はさらに高まった。こうした環境下、連邦準備は上記の行動はインフレーションを抑制し、それにより持続可能な経済成長を助長するのに必要な措置であると考えている。

公定歩合については、FRBは、ボストン、ニューヨーク、リッチモンド、シカゴ、セントルイス、カンザス・シティ、サンフランシスコの各連銀取締役会から提出された要請を承認した（その後、他の連銀の取締役会も要請を提出、承認された）。

（『アメリカの金融政策と金融市場』より抜粋）

#### C) 指令の準備

当面の政策内容の概要が決まると、FOMCはニューヨーク連銀が実施する公開市場操作を指示する指令の表現を検討する。

近い将来における準備ポジションに対する望ましい圧力の程度を示すときに用いられる一般的な表現は、「準備ポジションに対する現行の圧力を継続する」か、圧力を「増す」あるいは「減らす」である。また、意図する圧力の変更の程度は「わずかに」とか「いくぶん」といった修飾語とともに表現されることもある。

下の例では、経済が急速に拡大し、FOMCがインフレーションを懸念していたときに作成されたものである。したがって、下線部のように「準備ポジションに対する現行の圧力の度合いをいくぶん増加させる」という表現が選択されている。

《FOMCの国内政策指令の運営に関する記述 I》

#### 1994年8月16日の会合から

当面の金融政策の実施にあたり、FOMCは公定歩合引上げの可能性を考慮に入れ、準備ポジションに対する現行の圧力の度合いをいくぶん増加させることを求める。FOMCの長期的目標である物価の安定と持続可能な経済成長に鑑み、経済、金融、貨幣動向に十分留意しつつ、次回会合までの間に準備に対する抑制をわずかに増加させ、あるいは、わずかに減らすことがうけいられるだろう。想定している準備状況は向こう数ヶ月間のM2およびM3のわずかな増加と整合的であると予想される。

(『アメリカの金融政策と金融市場』より抜粋)

また、次の会合までの間の準備預金に対する圧力変更に関するFOMCの姿勢を表現する際には、一定のキーワードが用いられる。例えば、FOMCが緩和より引き締めに傾いている場合は、指令には、その傾向をより強い準備抑制がたぶん受け入れられる「だろう (would)」、あるいは、より弱い準備抑制が受け入れられる「かもしれない (might)」と表現されるだろう。調整の規模は「いくぶん (somewhat)」や「わずかに (slightly)」を使って表現される。

#### ＜FOMCの国内政策指令の運営に関する記述Ⅱ＞

#### 1995年3月28日の会合から

当面の金融政策の実施にあたり、FOMCは準備ポジションに対する現行程度の圧力を持続させることを求める。FOMCの長期的目標である物価の安定と持続可能な経済成長に鑑み、経済、金融、貨幣動向に十分留意しつつ、次回会合までの間に準備に対する抑制をいくぶん増すことがたぶん受け入れられるだろう (would)。あるいは、わずかに減らすことが受け入れられるかもしれない (might)。想定している準備状況は向こう数ヶ月間のM2およびM3のわずかな増加と整合的であると予想される。

(『アメリカの金融政策と金融市場』より抜粋)

#### 公開市場操作の実施

FOMCによる金融政策は先述したように指令として具体化され、主として公開市場操作を通じて日々実行される。公開市場操作では、主に米国債などの政府証券の売買を通じてマネーサプライが操作される。その伝達経路はFOMCの指示に従って、ニューヨーク連銀のトレーディング・デスクで実施される。

アメリカでは、ニューヨーク連銀と米国債トレーダーとの売買による公開市場操作が果たす役割は非常に大きい。銀行は国債などの政府証券を潤沢に保有し、その日常的な売買を行う市場は恒常的に発達している。そして、こうした市場こそが金融政策の中心な経路になっているのである。

米国債のブローカーやディーラーとして登録されているなかの一部が、ニューヨーク連銀の公開市場操作での債券売買の相手方となる。連銀とディーラーとの売買は、発行額や発行債券の満期日等が事前に通知されて、競売方式（オークション）で執り行われる。

こうしたニューヨーク連銀の米国債を操作する役割は、FRBが「政府の銀行」として機能していることを証明するものであり、財務省を始めた多様な政府機関が連銀にそれぞれ口座を設定し、公的な資金移動（支払いや振替）に利用している。

日常的な金融調節の場として公開市場操作が公定歩合操作よりも低位にある日本とは異なり、アメリカの金融市場の中心には資本市場が座る。そして、国債売買を媒介にしたニューヨーク連銀と資本市場とのやりとりを通じて、資金需給が調整されているのである。

#### Ⅲ. マーケットに与える影響

第Ⅱ節に詳述してあるように、FOMC（公開市場委員会）会合では、FF（フェデラル・ファンズ）

金利の誘導目標が決定される。

F R Bは証券市場をコントロールしていないという基本的な事実は忘れてはいけないが、F R Bは通貨供給量と一部の資金コスト（金利）を両方ともコントロールしており、それによってアメリカ経済全体の金利に影響力を及ぼしている。したがって、F O M Cでの意思決定は、経済活動全体に顕著な変化をもたらすといえるだろう。F F金利の誘導目標を上げたり下げたりすること、あるいは、上げ下げを強く示唆することは、通常のケースにおいては証券市場に直接的で、時には深甚な影響を与えるのである。

なぜ株式市場はF R Bの動向（とりわけF O M Cでの意思決定）に対してそれほどまでに注意を払うのであろうか。その問いに対する回答は、F F金利の誘導目標を引き上げたり引き下げたりすると、経済のあらゆるところで金利が同じ方向に動くからである。

そして、金利が低下すると株式市場は上昇トレンドに乗る。なぜならば、金利が低下すると企業は資金を借りやすくなるからである。すなわち、世の中のお金の回りがよくなるのである。また、預金や債券の金利も下がるので、そこから逃げたお金が株式市場に集まることが期待される（質の逃避）からである。

逆に、金利が上昇すると株式市場には下落圧力がかかる。金利の上昇によって、企業は資金を借りにくくなる、すなわち、世の中のお金の回りが悪くなるのである。また、金利が上がると、預金や債券の金利も上がり、株式市場から預金や債券へお金が逃げてしまうために株価が下がってしまうのである。

債券市場での変動はすこし複雑になる。債券の利回りと債券価格とは逆相関の関係にある。したがって、F R Bが設定する金利の低下によって、債券の利回りには低下圧力がかかり、債券価格には上昇圧力がかかる。その一方で、F R Bの金利の引き下げから生ずる株式市場の上昇は債券市場から投資資金を吸収することになるので、債券相場に対しては下げ圧力をあたえることになる。

逆に、F R Bが設定する金利の上昇によって、債券の利回りには上昇圧力がかかり、債券価格には下げ圧力がかかる。その一方で、F R Bの金利の引き上げから生じる株式市場の下落によって、投資資金は株式市場から債券市場にシフトすることになるので、債券相場に対しては上昇圧力をあたえることになる。

このような形で、F R Bの設定する金利は、失業統計、企業収益、外国為替相場、インフレ統計などと並んで、毎日の証券相場動向を左右するいくつかの重要な経済指標のひとつとなっている。しかし、F R Bの金利操作に起因する市場の動きは、F R Bが実際に金利を動かした当日だけに生ずるわけではない。投資家はつねに将来を先取りしようとするものである。すなわち、明日または来週に起こりそうなことを今日織り込んで、マーケットで競争者よりも一歩先んじようとするものである。例えば、2週間先の次回のF O M CでF R Bが金利を引き下げると予測する投資家がいたとすると、これらの投資家は株式市場の上昇を見越して株式を大量に買い、その結果、ダウ工業株30種平均は上昇するだろう。

#### IV. 景気と金利の関係

第Ⅲ節では、F O M CでのF F金利誘導目標に対する意思決定がマーケット（株式市場、債券市場）に影響を与え、そして、投資家は将来の経済動向を予測しそれを織り込んで行動することについて述べた。

それでは、投資家はいかにしてF R Bの金利変更を予測するのであろうか。一般的には、F R Bが常時モニターしている経済指標から次のF R Bの動きを予測しているのである。以下、金利変動を予測す



る方法のひとつについて述べていきたい。

金利変動を予測するためには、実物経済の動向、経済政策、外的要因の3つを考察しなければならない。なかでも外的要因は実物経済や経済政策を通じて、あるいは市場参与者の形成する期待の変化を通じて金利に影響を与える。そして、金利予測の観点から実物経済を捉えるならば、景気、物価、対外収支の3つをあげることができる。本節では、金利決定の中核となる景気と金利の関係について考察してみる。

景気と金利について考える場合には、景気をふたつの視点で捉える必要がある。それは、

①成長率の変化

②経済の需給ギャップの現状と変化の方向  
の2点である。

### 成長率の変化と金利の関係

景気分析をする際のもっとも基本的な作業が経済成長率予測である。そのうえでの重要な指標となるのがGDP成長率である。GDPとは国内総生産の略称であり、国内で生産された価値の総計である。したがって、GDP成長率とは、一定期間内に生産される価値の総計が前の期に比較して何%変化するかを示すものである。生産量の計測の方法には3つのアプローチがある。生産、分配、支出の三面である。付加価値の生産は、生産を行った要素（人、資本）に分配され、それぞれの要素の所得となる。分配を受けた経済主体は、これを支出にあてる。生産された付加価値は必ずなんらかの形でいずれかの経済主体の支出対象になっており、付加価値は必ず要素の所得に分配される。

これら3つの側面のうち、最も速報性が高く、なおかつ、予測可能性も高いのが支出面からの生産量推定である。支出項目は「民間最終消費支出」「政府最終消費支出」「国内総固定資本形成」「在庫品増加」「財貨・サービスの純輸出」に分類され、すべてを合計したものが「国内総生産（GDP）」である。

支出からのアプローチにおいては、各支出項目の伸びを予測することにより、GDP成長率の予測値が算出されるのである。GDP成長率が上昇することを「景気がよくなる」と表現する。成長率が上昇する場合には、一般的に投資の期待リターンも上昇すると考えられる。このとき、金融政策が不変である場合には、投資需要が増加し、財市場、貨幣市場の均衡をもたらすような実質金利は理論上、上昇する。

経済予測を行う最大の理由は、成長率の変化の方向を知ることであり、実質金利についての重要な判断材料となる。よりきめ細かい見方をするためには、四半期ごとの成長率（前期比成長率、前期比年率成長率）を見る必要がある。なぜならば、前年同期成長率では、景気の基調変化はとらえられるとしても、景気自体の短期的な変化を追うことはできない。ゆえに、景気の変化を的確につかむには、前期比の成長率をみるのがもっとも優れているといえよう。実際に、FRBでは政策判断を行ううえでの前期比年率のGDP成長率を重視している。しかしながら、問題点も存在する。現実の景気循環は、5～6年をひとつのサイクルとした波動を形成するのが通常である。しかし、統計に表れるGDP成長率は、四半期ごとにかなり激しい変動をすることがよく見られる。これは、経済統計の限界とでも呼ぶべきもので、現実の経済がさほど変動していない場合でも、統計上の変動が大きくなるのである。

### 経済の需給ギャップと金利

需給ギャップとは、理論上想定される「供給能力」と現実の生産水準であるGDPが示している「需要水準」とのギャップのことをいう。

供給能力とは、存在している生産資源をすべて稼働させたときに実現される生産水準である。具体的には人と生産設備を稼働させることにより、生産が行われるのであるから、「供給能力」「潜在生産力」とは、「完全雇用」「設備稼働率100」の時点での生産水準であるといえる。したがって、現実の生産水準が低ければ低いほど、失業率は高く、稼働率は低いことを意味することになる。この関係を理解するならば、「失業問題」「人手不足」「設備過剰」「不況」「好況」といったよく耳にする用語が、実はこの需給ギャップのことを別の表現であらわしたものであることがわかる。

つまり、①「需給ギャップが大きい」状態とは失業率が高く、稼働率が低く、遊休設備がいたるところに存在する「不況」の状態である。これに対し、②「需給ギャップが小さい」状態とは完全雇用で人手不足が問題となり、高設備稼働率の下で設備不足感が強く「好況」と呼ばれる状態である。

次に、この需給ギャップが縮小するか拡大するかという点が問題になる。経済の供給能力は時間の経過とともに通常拡大する。これに対し「需要」を示す現実の生産も変化する。

- |                                |
|--------------------------------|
| ①「需要」の拡大>「供給能力」の拡大→「需給ギャップ」は縮小 |
| ②「需要」の拡大<「供給能力」の拡大→「需給ギャップ」は拡大 |

ところで、経済の供給能力は、短期的には一定の速度で拡大すると考えられる。ある時点での生産可能量は、その時点で労働可能な人的資源が、すべて働いており、利用可能なすべての生産設備が稼働したときの生産量である。この生産量は

$$[\text{労働力人口}] \times [\text{一人当たりの生産量 (労働生産性)}]$$

として表現できる。ゆえに、供給能力の伸びは、近似的に

$$[\text{労働力人口の伸び率}] + [\text{労働生産性の伸び率}]$$

として表される。

5～6年といった期間を想定した場合、1年あたりの労働力人口が増加するか、生産性が上昇するかは大きな変動を示さないと考えられる。したがって、生産能力の伸びは短期的には一定値をとる。この伸び率を「自然成長率」と呼び、

$$[\text{自然成長率}] = [\text{人口成長率}] + [\text{労働生産性上昇}]$$

と表される。

自然成長率は、国によって異なる値をとる。したがって、アメリカでの3%成長と日本の3%成長とは、意味が全く異なるのである。また自然成長率は、一国の経済成長率の実力を示している。例えば、自然成長率が2%の国では3%成長は高い成長率であるのに対し、自然成長率が4%の国では、3%成長は低い成長率であるといえる。

このように、需給ギャップの変化は自然成長率と現実の成長率との差によっても決定されるといえる。

- |                          |
|--------------------------|
| ①現実成長率>自然成長率→「需給ギャップ」は縮小 |
| ②現実成長率<自然成長率→「需給ギャップ」は拡大 |

そして、先述した需給ギャップの現状と、自然成長率と現実成長率の比較の2つの視点を組み合わせると、経済の局面は、次の4つの局面に分類できる。

- |                                  |
|----------------------------------|
| i) 需給ギャップが大きく、かつ現実成長率>自然成長率の局面   |
| ii) 需給ギャップが大きく、かつ現実成長率<自然成長率の局面  |
| iii) 需給ギャップが小さく、かつ現実成長率>自然成長率の局面 |
| iv) 需給ギャップが大きく、かつ現実成長率<自然成長率の局面  |

以下この4つの局面と金利の循環との間の相互関係について考察する。

短期金利が基本的に金融政策を反映すると考えれば、上記の4つの局面で、金融政策がどのように変化するかを考えることによって、金利循環を考えることができる。

金融政策にとってもっとも重大なのは、iiiの局面である。つまり、需給ギャップが縮小し完全雇用、

フル稼働の状態に近づきながら、需要の伸びが供給能力の伸びよりも高く、需給がさらにタイトとなる状況である。どんなに需要が強くても現実の生産水準が経済の供給能力を上回ることはいないから、供給能力の伸びを上回る成長率は徐々に価格上昇圧力を生む。供給拡大という数量調整が不可能となれば、価格の上昇が需要を抑制するという価格調整へと移行するのである。したがって、iiiの局面では、物価上昇の未然防止策がとられることになる。すなわち、需要抑制策である。需要の伸びを低下させていけば、需給ギャップの縮小テンポは鈍くなっていく。需要の伸び率が供給の伸び率を下回るところまで需要抑制策が続けられれば、その後は、需給ギャップは拡大しはじめ、インフレ圧力は後退していく。つまり、需要抑制策は経済成長率が自然成長率を下回る時点まで実行されるのである。したがって、iiiの期間では金融引き締め策が採用され、金利は上昇する。

逆に、金融緩和策が採用されるのはiの局面、つまり需給ギャップが拡大し、不況の状況となり、かつ成長率が自然上昇率を下回っている局面である。金融緩和策により、需要の伸び率、経済成長率の上昇が目指されるが、現在成長率が自然成長率を上回って時点で、金融緩和策には終止符がうたれるだろう。

i～ivの局面の、物価への影響と、金融政策、金利の変化の相関関係を図によって表すと以下のようになる。

＜物価・金融政策・金利の相関関係＞

	好況	不況
成長率高い	iii) 需給ギャップ小かつ縮小 インフレ圧力上昇 需要抑制策 (=金融引き締め策) 金利上昇	ii) 需給ギャップ大だが縮小 インフレ懸念なし 需要拡大策終了 (中立の政策スタンス) 金利上昇圧力
成長率低い	iv) 需給ギャップ小だが拡大 インフレ懸念残存 需要抑制策終了 (中立の政策スタンス) 金利低下圧力	i) 需給ギャップ大かつ拡大 デフレ圧力 需要拡大策 (=金融緩和策) 金利低下

注) iii→iv→i→ii→iii→…のサイクルで循環

(植草一秀著『金利・為替・株価の政治経済学』より)

例えば、FRBのグリーンズパン議長は1999年6月17日の上下両院合同経済委員会での証言とその後の質疑において、当時でも「バブルではないか」と指摘されていたニューヨークの株価に間接的に触れて、「バブルは検知できない。問題はその後の政策だ」と述べた上で、「労働人口増加が1%、生産性の向上が2%と見て取れるなかで、実際には過去3年間にわたって4%前後の高い成長をアメリカ経済は続けている。この3%の潜在成長力(自然成長力)を上回る1%分の成長の持続ゆえに、アメリカ経済には不均衡(imbalances)が生じている。」との見方を示して、1999年6月29,30日のFOMCから控えめ(modest)で、予防的(preemptive)な利上げを実施するとほぼ明言して、実際にその後5回にわたって毎回0.25%の利上げを実施している。そして、この一連の利上げの仕上げは、2000年5月16日のFOMCにおける0.5%の引き上げ(FF金利の誘導目標は6.5%に引き上げ)であった。

＜FOMCの政策動向(1999年、2000年)＞

年	開催日	FFレート	公定歩合	政策内容・判断材料
1999年	2月2・3日	4.75%	4.50%	中立スタンス
	3月30日	4.75%	4.50%	金利据え置き

	5月18日	4.75%	4.50%	引き締めバイアス
	6月29・30日	5.00%	4.50%	中立スタンス
	8月24日	5.25%	4.75%	中立スタンス
	10月5日	5.25%	4.75%	引き締めバイアス
	11月16日	5.50%	5.00%	中立スタンス
	12月21日	5.50%	5.00%	中立スタンス
2000年	2月1・2日	5.75%	5.25%	インフレ警戒型
	3月21日	6.00%	5.50%	インフレ警戒型
	5月16日	6.50%	6.00%	インフレ警戒型
	6月28日	6.50%	6.00%	インフレ警戒型
	8月22日	6.50%	6.00%	インフレ警戒型
	10月3日	6.50%	6.00%	インフレ警戒型
	11月15日	6.50%	6.00%	インフレ警戒型
	12月19日	6.50%	6.00%	景気重視型

## V. おわりに

本稿では、まずFOMC（連邦公開市場委員会）について詳述し（第II節）、FOMCで決定したFF金利誘導目標がマーケットに与える影響を理論的に記した（第III節）。第IV節においては、投資家の立場よりFOMCによる金利動向を予測するひとつの方法論について述べてみた。しかし、現実の金利動向を予測するにあたっては、第IV節に記述してある内容だけでは十分であるとはいえない。実際には、FOMCの意思決定による影響はアメリカ国内にはとどまらず、国外のマーケットにも影響を与える。また、直接的に金利に影響を与える要因も、アメリカ国内の景気だけではない。海外経済の不振がアメリカ経済に感染するのを事前に防ぐためにも外国諸国のリセッションもまた、FRBに金利引き下げを促す場合もある。本稿では触れることはできなかったが、『FOMCがマーケットに与える影響』を十分に考察するには、アジア危機やロシア危機といった外的要因やブラックマンデーやLTCM破綻といった出来事にいかにして対応していったか、グリーンズパンの言動（市場を押し上げた言葉や市場を沈めた言葉）などについても深く考察する必要があるといえる。

## 参考文献

- 植草一秀（1992）「金利・為替・株価の政治経済学」岩波書店  
 デービット・B・シシリア他（2000）「グリーンズパンの魔術」日本経済新聞社  
 アンマリー・ミューレンダイク（2000）「アメリカの金融政策と金融市場」東洋経済新報社  
 伊藤洋一（2001）「グリーンズパンは神様か？」TBSブリタニカ  
 中谷巖（2000）「入門マクロ経済学第4版」日本評論社  
 中尾茂男（2000）「FRBドルの守護神」PHP新書