

米国連邦準備銀行金融政策の新方向

1. 弾力的金融政策

国債価格支持政策の廃止（1951年3月）以降、連邦準備銀行当局は弾力的金融操作をその政策の基調とし、景気変動の幅を最小限度にとどめ経済の安定的発展を図ることをその政策の目標としてきた。ここに弾力的金融政策とは、景気の上昇あるいは下降いずれの場合にも、早期に弾力的に金融引締めあるいは緩和を行い、景気の累積的上昇あるいは累積的下降を阻止することである。

連銀当局が金融政策の弾力的操作を強調したのは、国債価格支持政策によつて弾力的金融操作を行えなかつたため、戦後のインフレーションを阻止しえなかつた事実からの反省であり、その論拠は、

- (イ) 金融政策は弾力的に操作してのみ効果を有すること、
- (ロ) 金融政策が弾力的に操作されうるならば、弾力性を欠く財政政策に比し経済安定政策として、より大きな貢献をなしうること、
- (ハ) 金融政策が弾力的に操作されうるためには、連銀の独立性が確保されなければならないことの3点にあつた。

このうち前記(イ)については早期に適切な政策が打たれずに景気が累積的に上昇あるいは下降に転じた場合、とくに景気下降が深刻化した場合には、もはや金融政策のみの力をもつてしては景気の回復を図ることは著しく困難となり、ひいては安定的な経済の発展を確保するという目標を達成しえないこととなる。

連銀当局はこの点を次のように説明している。すなわち「金融政策が直接に効力を及ぼすのは借入資金による支出額（投資・消費）であり、金融政策がどの程度この種支出額に影響を及ぼしうるかは限界的資金需要額あるいは潜在的資金需要額の大きさに依存する。もしインフレ的ブーム期に増大する資金需要を適当に抑制しなければ、将来の需要まで大幅に充足される結果、引続くリセッ

ション期には、もはや金融緩和によつて顕在化する限界的・潜在的資金需要はきわめて少なくなる。したがつて景気後退期には早期かつ大幅に金融緩和を図る必要があるとともに、その効果も前段階のブーム期にいかにも早期に果敢な引締政策を行つたかにかかると。

1951年3月財務省との間に国債価格支持政策の廃止に関する了解（accord）が成立し、金融政策の自主性を回復した後は、連銀は現実はこの線に沿つて金融政策を実施してきた。52年の下期の在庫投資ブーム、55年来の投資・消費景気期にはいずれもきわめて早期に引締政策を採用し、また53～54年の景気後退期にも早期に大幅な金融緩和を行つた。

2. Active Ease Policy

連銀は1953～54年の景気後退期に、きわめて早期に積極的に資金の供給を増大させる方法により、金融を大幅に緩和するという active ease policy を採用した。

すなわち景気指標が低下しはじめたのは1953年7月であるが、これより2か月前の5月には従来の引締政策を一擲、5、6月両月で計9億ドルに及ぶ大量の買オペレーションを実行し、さらに7月には支払準備率2%の引下げを行い約20億ドルの巨額の資金を放出し、さらに10月までに6億ドルの買オペレーションを行つた。翌54年2月および4月には公定歩合の引下げ、5月には再度支払準備率の2%引下げを行つている。

これらの措置は積極的に資金需要を喚起し、景気下降の幅を最小限度にとどめることを目標としたものとみられる。マーチン連邦準備制度理事会会長の言葉をかりて言えば、これら一連の緩和措置は「景気下降期に必要な信用のアベイラビリティの積極的緩和の状態をつくりだし」、「金融界・事業界双方に対し、経済の安定と成長に資する正当な資金は常時借入れうるという確信を与え」、他方において当時比較的活況を呈していた「住宅

建築、設備投資、州・地方政府の公共事業の高水準維持のため長期資金市場の緩和を図る」ため行われたものであった。

3. Passive Ease Policy

今回の景気後退時における連銀政策は緩和政策への転換のタイミングとその度合においてきわめて慎重であり、資金の供給を積極的に増大させて金融市場を緩和させるのではなく、資金需要の減退による金融市場の緩和を側面的に援助することに重点が置かれており、前回の景気後退時の active ease policy に対し、passive ease policy と名付けることができる。

すなわち今回の景気後退が経済指標の上にも明確に現われたのは1957年8月ないしは9月であるが、連銀当局は同年8月には公定歩合の再引上げ(3%→3.5%)を行っており、金融政策が緩和に転じたのは同年11月の公定歩合の引下げ(3.5%→3%)になつてからである。さらに資金供給の面からこれをみても57年6～12月の連銀信用の増加額は11億ドルで、強度の引締政策をとつていた前年同期を4億ドル下回り、57年々末における連銀信用総額も258億ドルと前年同期を9億ドル下回っていた。この間連銀金保有高は9億ドル増加していたから、money supply のベースとなる連銀信用+連銀金保有高合計額は56年々末と同額であり、この間金利の低下をみたのは主として資金需要の減退によるとみることができる。

本年に入つて連銀は公定歩合の引下げ(3回)、支払準備率の引下げ(3回計2%)を行つている。しかし支払準備率の引下げ率は毎回0.5%と異例な小幅にとどまり、そのねらいの一つには、金流出がもたらす金融引締め効果を相殺することが挙げられている。また公開市場操作についてみても少なくとも本年3月末までは現金通貨の還流(12億ドル)による金融緩和効果を相殺するため10億ドルの売操作を行つており、例年の事例と対照しても積極的に緩和政策をとつたとはみられない。

ここに passive ease policy とは、大幅な資金の供給(追加リザーブの放出)によつてではなく、主として資金需要の減退によつて、景気後退

期に必要な金融緩和状態—資金のアベイラビリティの増大—をもたらし、金利を低下させるが、借入意欲を積極的に刺激するほど強い緩和策をとらない政策である。

これは長期金利の動向をみても知ることができる。すなわち1953～54年の active ease policy の場合には長期金利の引下げをも目標とし、事実長期金利の低下をもたらすほどの金融緩和を行つたが、今回の場合には積極的に長期金利の低下をもたらすほどの金融緩和を行わず、したがつて長期金利の低下率も小さい。昨年11月の公定歩合引下げは長期金利を低下させた。しかしこの長期金利の低下は長期資金の需給関係からの低下ではなく今後連銀が大幅な金融緩和を行うであろうとの一般の予想を生み、この心理的効果からの低下であつた。その後の連銀政策が予想外に慎重なところから本年に入り短期金利は資金需要の減退を反映して低下し続けているが、長期金利は2、3月にはむしろ強含みに転じ、その後の低下率も小さい。

		1953～54年		今次後退時	
		ピーク	最低	ピーク	最低
超一流社債		3.43	2.85	4.15	3.57
長期国債		3.19	2.45	3.76	3.13

4. Active Ease Policy の反省

連銀当局が景気後退時の金融政策を active ease policy から passive ease policy に変更した事由は過去数年間におけるインフレーションからの反省によるものであるが、これを弾力的金融政策の目標とその技術の両側面から次のごとく解することができる。

第1は連銀政策の目標である安定的経済の発展という概念の再検討である。マーチン連邦準備制度理事会会長は議会公聴会において「現在の事態は過去数年間における行過ぎの後に於ける再調整の過程であり」、景気が立ち直る前提として「金融政策の分野を越えた領域—企業の価格政策、企業の販売方法と能率、賃金交渉の態度、個人・企業・金融機関の資産の流動性、消費者の購買意欲など—における再調整が行われなければならない」。したがつて景気下降が深刻化することは望

ましくないが、このような調整を不完全なものとするような政策、すなわち「過度の刺激を与えることは長期的な経済の成長と安定とを阻害するインフレーションの種をまくこととなる」と証言している。

このような見解は、前回の景気後退時におけるマーチン会長の証言にみられるごとく、景気後退を出来るかぎり小幅にとどめることに重点を置いたそれとはかなりニュアンスを異にするものであり、景気の下降も経済の底固めに必要な再調整の過程としてある程度やむをえないとするものである。連銀政策の目標である安定的経済の成長は、単に経済変動の振幅の幅を縮小させるという短期的概念から、永続しうる経済成長の基盤をつくるという長期的観点に、より重点が置かれるに至つたとみることが出来る。

このような重点の移行をみた大きなねらいはインフレ・マインドの払拭であろう。マーチン準備制度理事会会長もしばしば指摘しているが、creeping inflation doctrine と経済界の米国経済の将来に対する過剰な自信が景気の行過ぎ、したがつてまた、その反動としてのリセッションをもたらした根本の事由である。この点は前大統領経済諮問委員会委員長バーンズが戦後のインフレーションをもたらした根本の事由として物価安定より完全雇用を優先せしめる社会的雰囲気を挙げているのと軌を一にする。最近行われた「物価と経済成長」に関する議会公聴会において、パッハ教授が「失業増大や購買力不足が生ずれば、政府は必ず救助策に乗り出すと一般に信ぜられているから、労組や企業が賃金・物価の引上げを止めようとしなさい」と証言し、安易な景気対策の採用に反対しているのも最近の米国における考え方の一端を示すものであろう。

Active ease policy から passive ease policy に転じた第2の事由は、1953年の active ease policy の経験から得た金融技術上の反省であろう。景気が下降局面に入った場合、積極的金融緩和は下降の速度の減少あるいは経済活動の高水準

を長びかせることには役立つとしても、経済内部の諸要因の再調整がある程度終了するまでは、金融緩和のみによつて投資を増大せしめて景気を回復させ、あるいはリセッションを避けることは困難であり、逆に一度過大な準備を放出すると、その後のブーム期における金融引締めを著しく困難ならしめるという事実の認識である。

1953年5月以来 active ease policy により巨額な資金を放出したが、53年秋以降の自動車の売れ行きは不振で（消費者信用の伸び悩み）、設備投資は55年春まで下降を続けている。他面、この間巨額の資金を放出したため、55年以降の景気上昇期の引締めはかなり厳しいものであり、たとえば通貨量の増加率は55年2.7%、56年0.9%とGNPの成長率8.4%、6.0%をそれぞれはるかに下回っていたにもかかわらず、54年12月から57年8月までの間に物価は8%上昇している事実がこれを示している。

5. 緩和政策の新方向

最近行われた議会公聴会においてマーチン会長は度々「金融緩和政策をとる場合にも、常にインフレの潜在力に注意し、もしこれが顕在化すれば迅速な措置をとりうるよう警戒的な態度をとらなければならない」旨発言し、「anti-inflation policy と anti-deflation policy とは不可避的に結びついている」ことを強調している。最近の連銀首脳者の発言や、現実の連銀政策の動きから判断すると、弾力的金融政策の内容自体とくに緩和政策への転換のタイミングと度合とは従来の方向とはかなり相違し、インフレ回避の強い筋金がさらに一本通されたとみることが出来る。IMF 調査局長ベルンシュタインは昨年末全米経済学界において金融政策の役割について論じ「積極的金融緩和への転換は経済の拡大が止まった徴候が現われたときに行うべきではなく、インフレーションの危険が全くなくなつてから行うべきである」と述べているが、最近の連銀政策はこの線に沿つて行われているとみることが出来る。