

米国における国債管理と金融政策の協調

当面の米国経済の課題は国内景気の振興と国際収支の改善を同時に達成せんとするきわめて困難なものである。この目標達成のため金融政策は国債管理政策の緊密な協力を必要としており、最近両政策の協調体制は一段と強化される方向にある。しかしその協調体制の内容はチェック・アンド・バランスの原則にしたがって両者がそれぞれの独自性を保ちながら、相互に補完的な協力関係を強めるというものであり、アコード以前の状態(国債価格支持政策)への逆行といった性質のものではない。

また今後の問題としては、ケネディ大統領の減税政策に伴う財政赤字をいかにファイナンスするかについて、金融政策と国債管理政策のいっそうの協調が要請されている事情にあるが、その場合金融政策は国家政策の基本方向にそいながらも、ドルの対内対外価値安定のため、あくまで自主性をもってその責任を果たそうとしている。

以下はこのような事情を最近における米国の政策方向のなかに探ろうとするものである。

1. 最近における国債管理

と金融政策の発展

(1) 経済政策の重点目標の変化

米国の金融政策は長期間にわたって国際収支問題に煩わされることなく、通貨価値の安定と経済成長という国内目的の達成に奉仕してきた。ところが、1960年秋には、米ドル不安を中心にロンドン市場における金価格の暴騰と大規模な金および短期資金の海外流出が発生し、ドル防衛は米国経済政策の緊急課題となるに至った。その結果米国においても「連邦準備制度は金融政策の決定に当たって、国内問題と同様に国際金融問題を無視することはできない」(マーチン連邦準備制度理事会会長)ことになった。ところが当時国内景気は戦後4度目の景気後退局面に当たっていたために、金融政策は一方において国内景気の振興をはかりながら、他方において国際収支の改善に資す

るという困難な問題に直面した。さらに翌61年初の、ケネディ政権の発足を契機に、経済成長率の引上げが経済政策の中心課題に掲げられることとなり、国内景気の振興と国際収支の改善(ドル防衛)は、いよいよ緊要な課題となってきた。したがって米国政府は財政・租税政策を通じて国内景気の振興をはかる一方、海外軍事経済援助の削減、バイ・アメリカン政策の推進などを強力に展開し、さらに連邦準備制度と財務省は1930年代以降とだえていた外国為替操作を再開するとともに、西欧諸国との国際金融協力を進めるなど、多角的なドル防衛策を展開している。本稿で取り上げる国債管理と金融政策の前進、とくに両政策の協調の問題も、そうした緊急な政策的要請から生まれたものである。以下新しい政策環境の下で両政策の技術と運用がいかに改善されてきたかをみよう。

(2) 新政策の展開

【ビルズ・オンリー政策の修正】

金融政策上の新機軸の第一歩は、ビルズ・オンリー政策の修正であった。米国では1953年春以降、公開市場操作の対象を市場における最短期の証券(事実上財務省証券)に限定する政策がとられ、長らくビルズ・オンリー政策の名で親しまれてきた。これはアコード以前の国債価格くぎ付け政策(後述)に対する強い反省から、金利水準ないし金利体系の決定は市場における資金の自由な需給関係にゆだねることが望ましいとの考え方に基づくものであった。したがって、公開市場操作の対象証券を、市場における残高が巨額でかつ取引高の多い財務省証券に限定することによって、金利に対するオペレーションの直接的な影響を最少限度にとどめ、公開市場操作はもっぱら商業銀行の準備金の増減をはかることに主眼をおいて運営されてきたのである。しかし1960年秋以降、前述のとおり国際収支危機が表面化するに及んで、従来のオペレーション方式は再検討を余儀なくされた。すなわち、国内のリセッションの深化を阻止するためには準備金の供給をふやさなければならない。ところが、そのために連邦準備制度が財務省証券の買入れを増加すれば、国際的な資金移動に最も関係の深い一連の短期市場金利の低下をもたらし、その結果米国からの短資の流出を促進することにならざるを得ない。

このジレンマを回避するには、短期金利をむしろ高目に保ちつつ銀行準備の供給をふやさなければならない。まず連邦準備制度は1960年末に加盟銀行の手元現金を全額所要準備に算入する措置を認めた。これは支払準備制度の合理化をはかるための措置ではあったが、同時に短期金利に対する

直接の下降圧力を避けつつ銀行の自由に使える準備金を増加させる措置でもあった。しかしこの方法には当然のことながら限度がある。連邦準備制度は1960年秋にまず財務省証券以外の短期証券をオペレーションの対象に加えることによってビルズ・オンリー政策の修正に踏み出し、ついで1961年2月からこれを本格化し、あらゆる期限の証券が公開市場操作の対象に加えられることになった。この結果連邦準備制度は公開市場操作で売買する証券の期限を自由に選択し、これによって市場における長短各種の金利構造にかなり積極的な影響を与えることができるようになった。もとより国債管理政策も借換え操作や新規資金調達における発行債券の条件を色々と組み合わせることによって同じような効果を収めることができる。しかし財務省の操作では証券の発行ないし償還時にしか金融市場に対し影響を与えることができない。これにひきかえ、連邦準備制度は常時公開市場操作を通じてこれを弾力的に実施することができるという強味がある。つまり公開市場操作を通じて銀行の日々の準備金ポジションの調節を行なう連邦準備制度の金融政策は、ここにおいて市場金利への影響力を強め、かつ市中準備調節の面でもその機動性を高めることになったのである。

たとえば連邦準備制度は長期債の買入れをふやし、短期債で売オペを行なう(いわゆる長短債のスワップ・オペレーション)ことにより、長期金利を低く、短期金利を高目に保つことがかなりの程度可能となったわけである。

ただこのような二重金利政策が無制限に効果をあげるわけではない。長短期市場の間には金利裁定を目ざしてかなり自由な資金交流が行なわれている。したがってそうした市場の実勢にさから

った人為的な金利操作には当然限界がある。新たなオペレーションは、そのような限界を十分わきまえたうえで、可及的に必要な政策金利を実現しようとするものであるが、その限られた効果をあげるためにも、金融政策単独では多くの限界にぶつかりやすい。たとえば中央銀行が広く長短期両市場にわたって多様なオペレーションを行なおうとする場合、それは市場における証券存在量や取引状況によって制約され、また中央銀行の手持ポジションによっても制約される場合がある。国債の供給を直接左右することのできる国債管理政策の協力が必要となるのはこの点である。さらにビルズ・オンリー政策修正後とくに重視されるようになったのは、長期国債市場の強化という問題である。事実米国における長期政府証券市場は比較的狭隘で、取引量も少ない。1961年を例にとれば1年以内に満期のくる政府証券の売買合計額は約2,000億ドル——ディーラー間取引を除く——であったのに対し、5年以上のものはわずかに100億ドルにすぎなかった。この原因は、元来長期債は投資資産として保有されることが多く、保有者の多くは活発な市場取引を行なわないためである。このように長期市場の取引は短期部門よりも不活発なため、売り手と買い手の双方に満足のいく取引条件が成立しにくいという事情もある。長期市場の育成強化が簡単なことでないことは明らかであるが、中央銀行の長期債市場への積極的な介入と国債管理面からの適切な証券供給政策の協力が、その基本前提であることはいうまでもない。

【国債管理政策の前進】

国債管理の面においても、前記政策目標にそって大きな前進がみられた。すなわち、財務省は連

邦準備制度のビルズ・オンリー政策の修正に対応して、第1に現金調達を大部分を短期証券で実施する方針を打ち出した。第2に通常の満期到来債の借換えに伴う新債の発行を、主として10年までの期限の短期および中期の証券に集中する政策をとった（第1表参照）。このような国債管理操作の変更に伴って、次のような各種の効果が生み出された。第1に市場における政府短期証券の供給がふえたため短期金利の上昇がもたらされ、連邦準備制度は従来ほど国際収支の制約を受けることなく金融緩和に専念できるようになった。第2に財務省の短期証券供給がふえた結果、経済の流動性を増大させ、それだけ経済活動は刺激された。第3に長期債の追加発行が抑制された結果、民間の長期投資との競合が回避され、それだけ民間投資資金の確保が容易となった。

しかし、財務省の操作を短期に集中した最大の理由が、国際収支の改善のため金利の構造に影響を与える点にあったことは既述のとおりである。こうした両当局の政策協調の成果にはかなりみるべきものがあつた。たとえば、商業銀行の自由準備は1960年6月を境に従来の赤字基調から黒字基調に転じ、11月から1961年1月までは6億ドルの（第1表）

1962年財務省資金操作（1～11月）

（単位・10億ドル）

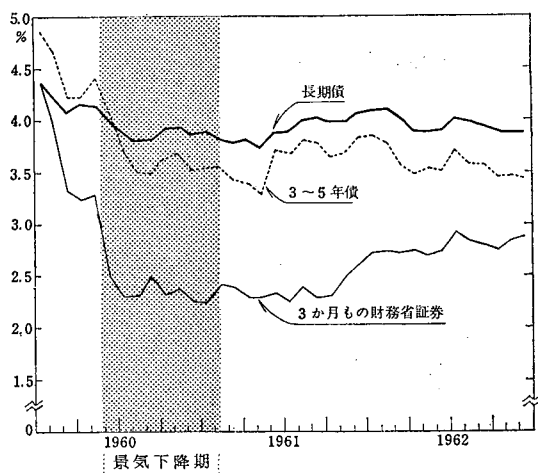
	市場性のある新証券(期限別)				市場性のある証券の発行総額
	1年以内	1～5年	5～10年	10年以上	
現金発行	12.2	—	3.8	0.4	16.4
借換え発行					
満期借換え					
毎週発行	29.9	—	—	—	29.9
その他	29.0	17.8	4.1	—	50.9
期限前借換え	—	5.3	5.4	2.4	13.1
合 計	71.1	23.1	13.3	2.8	110.3

（注） シカゴ連銀月報、1962年12月号から引用。

高水準を維持した。2月以降年末までは5億ドル平均、1962年には11月まで毎月4.3億ドル平均で維持されている。とくに注目されることは、1961年3月以降は景気上昇期にもかかわらず、引き続き自由準備がかなり高目に維持されたことである。そしてこの間の金利についてみると、1961年初以降短期金利はほぼ一貫して上昇傾向をたどっている。他方、長期金利は安定ないしは下降を示した。たとえば、3ヵ月ものの財務省証券の利回りは2¼%から、最近では2¾~3%に上昇している。他方社債利回りは景気後退の底に近かった1961年1月当時とはほぼ同一水準にある。また市債および抵当証券はそのころよりも下がった。

(第1図)

政府証券利回り推移



もっとも以上のような金利の動きが果たしてどの程度まで金融および国債管理政策の効果に帰せられるべきであるか、また、もしこのような政策がとられなかった場合には果たして金利動向はどのような傾向をたどったであろうか、という点については厳密な評価はむずかしい。長期金利、とくに市債および抵当証券の低下の要因としては、1962年初より実施された定期預金金利引上げに伴

い商業銀行の貯蓄性預金が急増し、これが市債、抵当債に投資されたこと、またこの反面、この間民間の設備投資意欲の低調を反映して起債が不活発であったという需給事情も考慮しなければならない。しかしいずれにせよ新政策が相当の効果をあげたということは間違いのないところであろう。

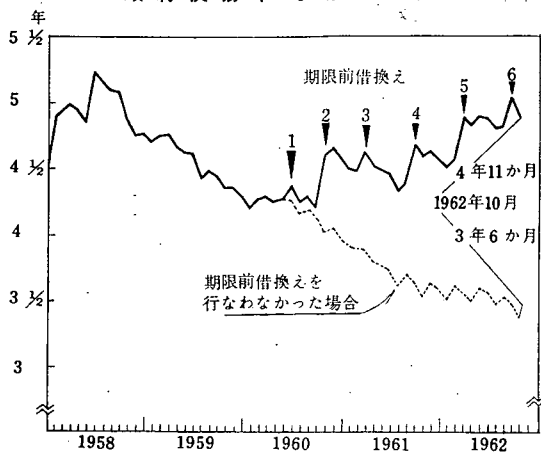
【国債期限長期化への努力】

しかしながら経済政策目的への国債管理政策の協力といっても、それが将来の政策運営を阻害するようではいけない。既述のように、経済政策上の要請から意識的に短期証券の発行を増加した結果、流動性の高い「通貨近似物」の供給が当然に増加した。そのこと自体がこの期間における国債管理政策の目標の一つでもあったわけであるが、他方において政府証券の期限構成は絶えず時間の経過に伴って短縮化されるので、積極的に中・長期債を発行する努力が平行的に行なわれないう限り、国債期限の短期化傾向は避けられない。しかも短期債の供給が過剰に行なわれた場合、経済に対し次のようにさまざまな困難をひき起こす原因となる。まず第1に短期債の増加は市場において財務省の頻繁かつ大規模な借換え操作を必要とし、金融政策の円滑な遂行を妨げる。第2にそれはインフレを醸成する懸念があることである。政府短期証券は「通貨近似物」で、ほとんど損失の心配なく市場で直ちに換金できる。最近の米国経済のように過剰設備と高率の失業が存在する経済環境においては適度の流動資産の増加はむしろ望ましいにしても、今後景気局面が変化し、ブーム状態で引締めを要するような事態においては、それが金融引締めの効果を減殺するおそれがある。

1960年の半ばから開始された期限前借換え操

(第2図)

政府債務平均期限推移



作は、このような要請に答えるための国債管理技術の最も注目すべき発展であった。財務省はこの方法によって既発の長期債で、残存期限が中期ないし短期化したものに対して、満期到来前に長期債をもって借換え、国債期限の短期化を回避するというのがそのねらいである。期限前借換えは今日まで前後6回行なわれた。

この結果、国債の期限構成は大幅に長期化され、1960年6月の平均4年3か月から1962年10月末には平均4年11か月となった。期限前借換え操作の成果は、第2図から明らかである。

(第2表)

国民総生産と国債比率推移

(単位・10億ドル)

	国民総生産 (A) (恒常ドル)	国債 (B)	(B) (A) %
1910年	33.7	1.1	3.1
1920〃	91.9	24.3	26.4
1929〃	104.4	16.9	16.2
1930〃	91.1	16.2	17.8
1940〃	100.6	43.9	43.6
1946〃	210.7	269.4	127.9
1950〃	284.6	257.4	90.4
1960〃	503.4	286.3	56.9
1961〃	518.7	289.0	55.7
1962〃	※ 555.3	299.5	53.9

※ 第3四半期末

2. 金融政策と国債管理政策との基本的な関係

(1) 国債管理操作と金融政策の協調の必要性

現在の米国の国債残高は総額3,000億ドルを上回り、対G N P比率は1946年以降漸減をみたもののいまなお54%と高い比重を占めている。また公私債総額における国債残高の比率をみても26%という高率を占めている。つまり政府債務は金融資金蓄積構造の重要な部分を占めるに至っている。しかも国債残高のうち1/3弱は1年以内に満期の到来する流動証券であって、それは銀行以外の民間部門で保有されている現金通貨、貯蓄性預金、貯蓄債券など広義の流動資産総額のほぼ1割に当たっている。国債残高の動向やその借換え操作が、民間流動性に大きな影響を与えることは明らかである。

しかも財務省は市場における単一の、最大かつもっとも頻繁な資金需要者として活発に新規資金調達および借換え操作を行なっている。すなわち3か月ものおよび6か月ものの財務省証券は国債残高の恒久的な「底だまり」の部分を構成し、14～21億ドルの規模で毎週入札発行され、4半期ごと(1月、4月、7月、10月)に定期的に発行される1年ものの財務省証券の起債規模は約25億ドルに達している。また、元来は中・長期債であっても時間の経過とともに満期となり、借換えを必要とするものも毎年相当額に上っている。さらに新たに財政赤字が発生する場合は新規に資金調達が必要となる。その規模は財政赤字の大きさいかんによって決まるわけであるが、たとえば1961年の現金予算は68億ドルの赤字、1962年もこれに劣らない赤字が出たものと推定され、これらの赤字は

結局において国債の発行によってまかなわれざるを得ない。このほか歳入歳出の均衡がとられている場合でも、通常下半期には季節的な収支不足を補てんするために資金調達を必要とし、この額は最近では約100億ドルに達している。ちなみに昨年中(1～11月)の財務省の資金操作(前掲第1表参照)は総額1,100億ドルを上回る大きなものであった。

したがって財務省の国債管理操作はその規模からみても、頻度からみても、短期長期の両市場の資金需給に影響し、他のいっさいの借り手、すなわち消費者、企業、地方政府当局などの資金調達や調達条件に大きな影響を及ぼす。さらに国債管理政策はさきに述べたとおり、発行債券の長短期別組み合わせ方いかんによって市場金利の体系に影響を及ぼし、市場の流動性に対する影響力を増大させた結果、それは中央銀行の金融政策と当然密接な関係をもってくる。いうまでもなく金融政策の直接の任務は経済の安定と発展を目的として銀行信用と通貨の総量を調節することである。これは銀行組織の現金準備の量とコストを調整することによって達成され、このために日常もっとも頻繁に用いられるのは市場証券の売買、すなわち公開市場操作である。しかし公開市場操作が円滑に行なわれるためには、整備された長・短期国債市場の存在が前提である。また金融政策が企図した引締め緩和の影響が、金利、流動性、資金のアベイラビリティの変化の形で経済全般に浸透する過程では、長・短期国債市場における金利や需給機能が敏速にこれに反応するという国債市場の円滑な機能がきわめて重要な役割を果たす。それみずからが大きな資金の借手であると同時に国債市場の需給や流動性を大きく左右し、さらに国債市

場の発展に重大な関係をもつ国債管理政策が、金融政策と密接な関係をもたないはずはないのである。

(2) 金融政策と国債管理政策の協調の発展

上記のとおり、国債管理政策と金融政策とは本来の技術的性格からいっても協調関係にあるべきものであるが、戦後の経済情勢の推移に応じ、その協調関係には多くの変遷があった。戦後両者の間に正しい協調関係を打ち立てる契機となったのは、1951年に連邦準備制度と財務省の間に成立した和解(accord)であることは周知のところである。このアコードに先立つ11年間(1940～51年)はいわば異常時であって、巨大な軍事支出および戦後経営のために発行された膨大な国債の消化と低利安定をはかるために、国債金利は低位にきづけられ、連邦準備制度はその価格で無制限に市場から国債の買入れを行なう必要があった。この結果国債市場は安定したが、膨大な国債はいつでも安定価格で換金できるという意味で「国債の現金化」すなわち過剰流動性が招来され、一方連邦準備制度は市場に対して買入資金を全く受動的に放出することになり、金融統制力はほとんど失われる結果を招いた。加えて朝鮮動乱を契機とした軍需インフレは、このような不自然な国債価格支持政策の存在を許さなくした。前記のアコードは連邦準備制度の国債価格支持政策の廃止を決めたものであって、上記のような諸情勢を背景とするものであるが、これによって金融政策が本来の市場調節力を回復し、「金融政策の復活」をもたらした意味において、きわめて重要な正常化措置でもあった。

国債価格支持政策の廃止によって、国債金利は市場の実勢に応じて変動し、連邦準備制度は本来

の金融政策目的に専念できることになったのであるが、だからといって金融当局が国債管理操作にまったく背を向けたのではない。事実むしろ逆であった。

マーチン会長は「財務省の国債管理操作を支援することは今日まで引き続き連邦準備制度の任務である」と述べているように、金融政策の目的に矛盾しない限り政府の財政活動を技術的に支援するのは、いかなる中央銀行にとっても当然の任務であろう。さらに国債管理操作が金融、資本市場に不安と混乱を与えることなく円滑に遂行されることは、金融政策の目的達成上も必要である。事実連邦準備制度は財務省の借換え操作に際しては発行日取引が行なわれる期間中、証券ディーラーに対する売戻し条件付の買オペを行ったり、新規資金調達に際しては商業銀行の「租税国債勘定」への証券代金の払込日の直前に、証券購入に伴う所要準備金の不足を補うために一時的な追加準備の供給を行なうなど、きめの細かい協力操作を実施することによって、国債管理操作が金融市場に与える衝撃を極小化することに努力してきた。

しかしながらこうした支援操作の結果、連邦準備制度本来の政策活動が、かなり制約されたことも事実であった。連邦準備制度は財務省の国債管理上の操作が行なわれるたびにしばしば必要な政策の実施をさし控えたり、あるいはその実施を遅らせたりしなければならなかったからである。とくに1955、1956、1959年の金融引き締め時にはこのような傾向が顕著にあらわれた。

このような連邦準備制度の困難に直面して、財務省は1958年以降国債管理技術の改善に本腰を入れるようになった。まず短期債の発行時期を適切に配分することによって金融市場への障害をでき

るだけ小さくすることに成功したのをはじめ、満期債の借換えに当たっては従来の交換発行方式のほかに現金借換え方式を導入したり、額面発行方式に加えて既発債と同一銘柄の債券のディスカントないしはプレミアム発行を取り入れた。さらには既述の期限前借換え、最近における長期債の入札発行制度の導入など、今日に至るまで国債管理技術の多くの開拓が行なわれている。そしてこれらの国債管理技術の改善は、財政需要をいかにして低利安定的に調達し、国債市場の安定をはかるかという国債管理の「家計的」な目的にそうものであると同時に、国債管理操作に伴う金融政策への障害を最少限度に止めようとする財務省の努力を反映したものである。

もっともこれらの措置は国債管理政策と金融政策の協力とはいいいながら一方が他を拘束しないという消極的な意味合いのものにとどまっていたが、第1節でみたように1960年秋のドル問題の発生後は、政策環境の変化に即応して両者の間により積極的な協調体制への発展がみられる。しかもそれは短期資金の流出に対処して二重金利政策を遂行するというだけでなく、ドルの対外価値の安定のための為替操作の面にも及んでいる。たとえば連邦準備制度と財務省とは1961年春に1930年代以降はじめて外国為替操作を再開したが、その操作は両者のそれぞれの独立性の維持と相互の密接な協力の下にスムーズに実施されている。さらに、財務省は為替操作の遂行にあたり、スイス、イタリアなどとの間にスイス・フラン、イタリア・リラなどの外貨債の発行を行ない、国債管理操作自体を外貨資金調達の主要手段として利用している。これは為替政策の新機軸というだけでなく、国債管理政策と金融政策とが新たな協調の場

を拡大しつつあるという意味においてもきわめて重視すべきものがある。

(3) 両者の基本的な関係と協調のあり方

——チェック・アンド・バランスの関係——

以上のように今日の諸情勢の下、国債管理政策と金融政策は密接な協調関係を発展させつつある。しからば両者の関係は時に用いられる「金融・財政の一体的運用」という標語が示すような、慢然たる一本化を意味するものなのか、あるいはそのようなことが望ましいものなのであろうか。

かつて英国の金融制度の改善について検討したラドクリフ委員会報告は、そのような立場をとっている。同報告の論旨はこうである。第1に、今日の複雑な金融構造の下では、有効需要を適切にコントロールするという金融当局の任務は、単に通貨量の統制だけでは十分に達成できず、各種の金融資産を含んだ全体の流動性(*general liquidity*)ポジションと、それと密接に関係する長・短金利体系の調整が最も大切である。第2に、民間流動資産の中心は国債であり、国債の発行、償還、新旧債の借換えなどの操作を通じて民間の流動性構造を直接に左右することのできる国債管理こそが金融政策の中心であり、中央銀行の政策はこれに従たる立場に置かれなければならない、というのである。以上のような論拠に立って、ラドクリフ報告は金融政策の遂行は大蔵省と英蘭銀行を一体として考えた *monetary authority* の任務とし、公定歩合の決定のごとき本来英蘭銀行の職能であるべきものの決定、変更も「大蔵大臣の名と権威において」公表すべきものであると勧告した。

しかし米国ではこうした考え方はまったく不評であって、中央銀行と財政当局はそれぞれ自主性

を保ちつつ、相互補完関係に立って協調するという考え方が常識化している。「今日世界のどこを探しても、これら両機関の独立性がかくも明確に尊重され、なおかつ両者の協調が円滑に行なわれている国はみあたらない」(ローザ財務次官の最近の演説)。

米国において中央銀行と財政当局との協調関係がこのように理想的な形でな行なわれている一つの理由は、米国の政治形態の伝統である権力分散とチェック・アンド・バランスの関係がここでも見事に生かされているからである。とくに連邦準備制度は行政府に対して法的に独立しているだけでなく、その金融政策に関する能力と権威はつとに確立されている。一方憲法上財政予算の施行と調達とは行政府にゆだねられた権能である。両者の間に対立意識やフリクションがなかったとはいえない。とくに前記のアコード成立前後はかなりこの傾向が強かった。しかしアコード以後今日までの間に、両者は数多くの政策体験の積み上げの上に立ってかなり理想的な協調体制を作り上げてきた。互いに独立性を尊重しつつ、しかも補完的に協力するという関係がそれである。

米国の場合について考える場合いっそう重要なことは、金融政策と国債管理政策の本質的な機能上の差異が明確に認識されていることであろう。まず金融政策についてみれば、その内容は近年いよいよ多様化しているが、その市場調整力の根源はあくまで中央銀行の「完全な現金管理能力」に由来するということである。この能力が中央銀行本来のものである限り、中央銀行は金融機関の現金準備ポジションを自由に調整し、信用と通貨の総量を有効にコントロールできる。逆に何らかの理由で中央銀行の現金管理能力が否定される場

合、その政策能力は重大な制約を受けざるを得ない。アコード以前、すなわち国債価格支持のため中央銀行の現金管理の主体性が失われた場合が、その好例である。そのことに関するにがい経験が、今日においても米国の政策思想の基本を形作っている。すなわち国債管理政策を支援するために中央銀行は最大の努力をすべきであるが、それはあくまで本来の金融調節能力の枠内でなされるべきであるとの観念がそれである。

もちろん今日の進歩した金融市場の情勢からいえば、金融政策は単に通貨量や銀行信用の総量をコントロールするだけでは足りず、進んで市場の流動性や金利構造に直接の影響を与えることが必要になってきた。ビルズ・オンリー政策の修正とオペレーション手段の多様化はその要請に答えるものであった。しかしかかる新たな政策手段が十分有効であるためには、金融情勢の基本である通貨と銀行信用の総量が十分にコントロールされるという条件が必要なのである。流動性調整と通貨量の統制とを別個のものとするラドクリフ報告には大いに問題がある。とくに同報告では、国債市場の安定を保持するために、中央銀行は政府短期証券の価格支持のための買入れを行なわなければならないとの考え方がとられている。この点は米国の専門家が同報告の大きな欠陥としてかねて指摘する点である。通貨量のコントロールだけでは不十分だというのが同報告の根本思想であるが、他方同報告は短期債の増加とその「通貨化」monetizationを避けるための借換え政策の重要性を強調している。これは明らかに矛盾であるが、そうした考え方の混乱が起こる原因は、中央銀行の現金管理能力を否定する点にあったと考えられる。

他方現在の複雑な金融市場の流動性構造に影響を与える国債管理政策の重要性を強調した点は、ラドクリフ報告の大きな功績であった。もちろんオペレーションを多様化することにより、中央銀行も流動性をかなり有効に調整することができる。しかし市場に対する国債の最終供給者としての国債管理政策の協力を得ることによって、金融政策は大いに強化される。国内市場の調整と同時に国際間の資金移動に対処しなければならないというような複雑な現代の金融政策の課題は、財政および国債管理政策面からの適切な支援操作なしにはほとんど解決不可能であろう。ただ金融政策は直接的に金融経済の安定と繁栄に貢献すべき政策手段であるのに対し、国債管理政策は本来財政の資金需要に奉仕するという固有の政策目的がある。国債管理がその固有の使命を越えて一般政策目的のために活用されるというのは、近年の政策思想の大きな進歩であるが、もとより固有の任務からくる行動上の制約は免れない。金融政策と国債管理政策は結局それぞれの特色を生かし、かつ一方は他方の限界を補うべく補完関係に立って協力すべきものである。

3. 当面の問題と展望

米国における現在の複雑な経済情勢と関連して、連邦準備制度と財務省の協調体制は新たな課題に直面している。それは巨額の赤字国債をいかに円滑に消化すべきかという古くして新しい問題であるが、これをドル防衛の強化という緊急課題と同時に達成しなければならないところに、問題のむづかしさがある。

ケネディ政権成立以来連邦予算(現金)は1962年度58億ドル、1963年度83億ドル(推定)と巨額な赤

字を続けてきたが、さらに今回の減税政策の結果明1964年度は103億ドルという巨額の赤字が見込まれている。減税政策が議会によって大幅に修正された場合1964年度赤字は当然変わってくるが、いずれにせよ大幅赤字は免れまい。しかも長年にわたる米国経済の退勢建て直しのために、思い切った減税が不可欠の手段であるとみられる以上、それに伴う財政赤字は、財政・金融両当局が全能力をあげてその円滑な資金調達に努めなければならないであろう。しかも金融政策としては、国債管理の適切な支援を受けつつ、ドル価値安定という本来の使命の枠内でこれを達成しなければならないのである。

現在米国ではこの巨額に上る赤字国債の発行消化の方法、より具体的にいえば中央銀行がどの程度国債消化を支援すべきかについて、真剣な議論が行なわれている。ここで注意すべきことは、中央銀行の支援といっても、中央銀行が国債を直接引き受けたり、市場からまるまる買い入れたりするような方法が問題にされているわけではない。あくまで国債は市場金利で市場において消化されるという建前は不動の原則として確立されている。中央銀行の直接引受けといったことはアコード以前にもみられなかったことであって、もとより中央銀行の金融統制力をまったく無視する考え方である。米国で問題にされるのは、国債の市場消化を中央銀行が一般の金融操作を通じてどの程度支援するか、つまり中央銀行が国債消化を市場実勢に任せ、金利の上昇を放置すべきか、それとも若干金融を緩和して金利上昇を和らげるかという問題である。

米国内での議論は、まず国債をおもに銀行組織内で消化すべきか、それともおもに銀行組織以外

(一般投資家や機関投資家)での消化をはかるべきかという問題点と関係する。つまり銀行組織で消化すればそれだけ通貨(銀行預金)の膨張をきたし、インフレ的であるのに対し、銀行組織外で消化されればこのような危険が少ないからである。1961年初以降1962年9月までの間に国債残高の増加額は約100億ドルに達したが、この半額(50億ドル)は銀行組織外で消化された。このことはインフレ圧力の回避に大いに役立ったとみられている。

もちろんこの議論については若干整理を必要とする。第1にミックスド・バンクと呼ばれるように、銀行は信用創造業務だけでなく貯蓄資金の媒介機能をも営んでいる。したがって銀行の国債消化が貯蓄預金に見合う限り、預金通貨の創出とはならない。第2に銀行の預金通貨創造能力は、その現金準備ポジションによって制約される。中央銀行が買オペなどで追加準備を供給しない限り、銀行が無限に預金創出による国債買入れを続けることはできない。第3にかりに国債の銀行消化によって通貨量が膨張したとしても、その購買力が作用して失業者や遊休設備が動員されていく余地があるとすれば、それはインフレ的ではなく、むしろ望ましい成果である。

したがって、問題はそのような拘子定規な基準で解決のできるものではない。必要なことは、金融・財政当局の現実即した判断と適切な政策運営の態度である。たとえば今後の国債管理にとって従来以上に必要なことは民間貯蓄をいかに円滑に動員するかであり、このため適切な条件による中・長期債の発行にいっそう努力しなければならないだろう。この場合、長期債の入札発行技術の強化、長期債金利最高限度の廃止などが大きな問題となってくるだろう。金融政策にとっても同様

である。米国の現状に即して考える限り、最も重要な問題は、中央銀行が国内景気の動向と国際収支、とくに資本収支の状況などをにらみ合わせて、どの程度国債消化のための支援(追加準備の供給)を行なうかということである。この点で最近のマーチン会長が述べた意見は注目に価する。彼は「わたくしの判断では、財政資金の巨額の赤字に対して銀行準備を追加し、赤字資金の調達を助けるためにのみ大幅な信用膨張をはかるならば、職務怠慢のそしりを免れないであろう」としている。彼の念頭にある最大の問題は、大幅な財政赤字と信用膨張がドルに対する信認に響き、短期資金の流出を促進しかねない危険性であろう。また信用膨張が行き過ぎてこれ以上長期資本の流出を促進することも避けなければならない。

最近各国金融当局間の緊密な協力体制により、国際通貨不安はかなり有効に押えられつつある。

しかしそうはいっても米国の基礎的国際収支の赤字が続き、米欧間に相当な金利差が残る状態の下では、金融面からのドル防衛努力はいよいよ強化しなければならない筋合いにある。他方国内経済の振興も重要な政策課題であるが、これに対しては積極的な減税政策をはじめ財政面からの強力な手が打たれつつある。したがって金融政策としては、この際国際収支の安定維持という目標に従来以上に重点を指向することはむしろ当然とみられる。

いずれにせよ、米国の金融政策は、国債管理との協調を密接に保ちつつ、今後もその本来の職責遂行に最大の努力を払うであろう。このような米国の事例は、昨秋来の新金融方式を今後正常化目的に一段と生かしていくというわれわれの課題にとっても、引き続き重要な教訓でなければならない。