

# 最近における米国の金融政策

## 目 次

- |   |  |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. はしがき</li> <li>2. 金融政策の推移と長短金利動向             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 各種政策手段の活用</li> <li>(2) 長短金利の動向                 <ol style="list-style-type: none"> <li>イ、第 1 期</li> <li>ロ、第 2 期</li> <li>ハ、第 3 期</li> </ol> </li> <li>ニ、長短金利の格差</li> </ol> </li> <li>(3) 国債管理政策の協力</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>3. 金融政策と資金の流れの変化             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 流動性の増大</li> <li>(2) 銀行定期性預金の増大とその理由</li> <li>(3) 銀行の長期信用供与の増加</li> <li>(4) 信用の質の低下</li> </ol> </li> <li>4. 金融政策と国際収支             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 短期資金の流出減少</li> <li>(2) 長期民間資本の流出増</li> <li>(3) 種々の国際金融協力措置</li> </ol> </li> </ol> |
|---|--|

5. む す び

## 1. はしがき

米国経済は1961年2月以降すでに3年にわたる息の長い景気上昇を持續しており、本年もまた国民総生産6,230億ドル、年間成長率6.5%という明るい予想がたてられている。一方、国際収支は依然楽観を許さない状態にあるとはいうものの、昨年7月の公定歩合引上げ(3%から3.5%へ)および金利平衡税提案を契機として徐々に改善の方向に向かいつつあるようである。

1960年半ば以降、対内面では高度成長の達成と失業問題の解決、対外面では持続的かつ大幅な国際収支赤字の解消という困難な課題をかかえてきた米国経済が、このようにここ数年の間にようやく明るさを加えるに至ったことはこの間における金融政策の成果が大きかったことを示すものといえよう。

以下、最近3年間における米国金融政策の推移を振り返り、そのもたらした効果ないし影響につ

いて考察することとしたい。

## 2 金融政策の推移と長短金利動向

1960年秋以降の米国金融政策は、国内面では景気後退の阻止と経済成長の促進をねらいとして金融を終始緩和基調に維持する一方、短期資金の海外流出を防ぐため短期金利の低下を極力押えることを主要な方針として運営されてきた。このように相矛盾する内外からの要請を同時に達成するという困難な課題が金融政策に対して課せられたのは1930年代以来のことといってよい。

### (1) 各種政策手段の活用

連邦準備当局は、上記の基本方針に基づき、各種の政策手段を活用して金融政策のキメ細かな運用をはかった。

まず公開市場操作の面では、1953年以来連邦準備当局による公開市場操作の基本方針とされてきた「ビルズ・オンリー」政策、すなわち公開市場操作の対象を短期証券なかんずく財務省証券に限

定するという政策が1961年2月以降修正され、必要に応じて中長期国債をも公開市場から買入れることとなった。これは、連邦準備当局が経済拡大に必要な銀行準備の追加供給を行なう際、短期証券のみを買い操作の対象とすると、国際的資金移動に最も関連の深い短期金利の下落を招き、短資流出、国際収支赤字増大をきたすからである。この新方針に基づき連邦準備制度が市場から購入した中長期国債(売却を差し引いたネット)は、1961年中に26億ドル、62年中に18億ドルに上り、それぞれ同年中の政府証券純購入額の86%、59%を占めた。

次に公定歩合は、1960年半ばから61年初めまで続いた景気後退のさなかにも終始3%に維持され、逆に景気の上昇過程においても、昨年7月に至るまで引き上げられなかった。これは、公定歩合の引下げが前述のごとき短資流出をもたらすおそれがある一方、国際収支対策上必要とされたその引上げも景気対策上思うにまかせなかったからである。このような経過は、従来の景気循環期に公定歩合が積極的に上下されたことと著しい対照を示すものである。

また支払準備率操作についても、短期金利への影響を避けつつ金融の緩和をはかるという趣旨から、公開市場操作と同様にこれを活用した。すなわち、連邦準備当局は1960年秋には手元現金の全額支払準備算入を認めるとともに支払準備率の引下げを実施して、13億ドルの準備を解放した。また62年10月にも同様の趣旨から定期性預金の準備率引下げ(5%から4%へ)を行ない、約8億ドルの準備を供給した。

一方、対外面では、短期資金の攪乱的な移動に対処するため30年ぶりに外国為替操作が復活され、1961年3月以降財務省為替安定基金により、62年2月以降は連邦準備制度の自己勘定によって為替市場への積極的介入が行なわれた。この為替

操作に必要な外貨を調達するため、連邦準備制度を中心として主要国中央銀行との間に相互通貨取決め(スワップ取決め)の網が張りめぐらされ、ドルの対外価値を擁護する弾力的・機動的な態勢が整えられた。

## (2) 長短金利の動向

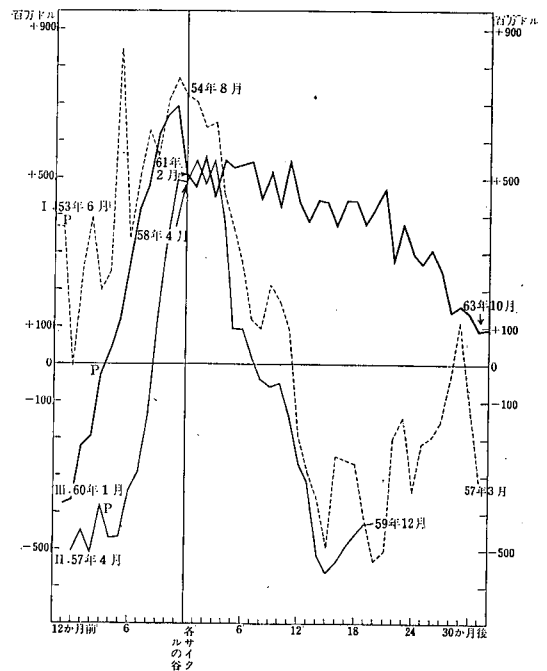
こうした各種政策手段の運用の結果、長短金利動向にいかなる効果もたらされたであろうか。この間における金融政策の足どりを便宜上次の3期に分けて考察することとする。

### イ、第1期(1960年秋から61年末ごろまで)

この期における金融政策は景気回復を刺激するため、銀行準備と信用の積極的拡張を促進することに重点がおかれた。加盟銀行の信用拡張力の指標となる自由準備残高は、1961年中はほぼ5億ドルと景気回復期としては異例の高水準に保たれた

(第1図)

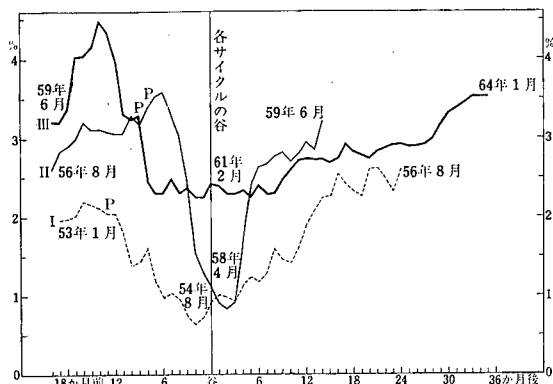
加盟銀行自由準備の推移



- (注) 1. Pは各サイクルにおける山を意味する。  
2. 自由準備=加盟銀行過剰準備-連銀からの借入。いずれも日計数の月間平均による。

(第2図)

短期金利の動向  
(3か月物財務省証券の市場利回り)



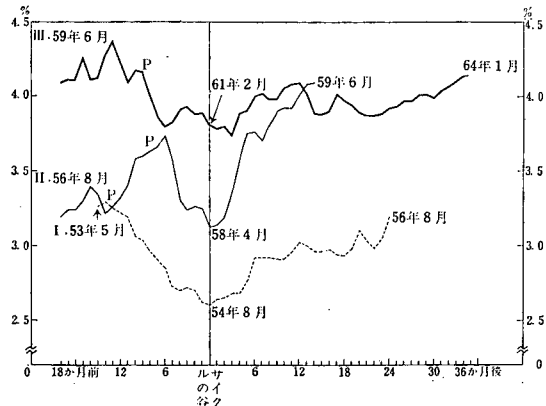
(注) Pは各サイクルの山を示す。

(第1図)。また、短期金利の代表的指標である3か月物財務省証券金利は、60年後半から61年中にかけて、従来の景気後退時における水準(1%前後)をはるかに上回る2.3%前後ではほぼ安定的に推移した(第2図)。

一方、長期金利の代表的指標である期限10年以上の長期国債利回りは、景気底入れ(61年2月)後も数か月間は下落を続けたが、61年後半になってかなり明瞭な上昇線をたどった(第3図)。これは、金融当局による長期国債の積極的買入れにもかかわらず、投資者とくに商業銀行が手持ちの長期国債を減らし短期証券への乗換えを行なったこ

(第3図)

長期金利の動向  
(満期まで10年以上の長期国債の平均利回り)



(注) Pは各サイクルの山を示す。

と(後述、第4表参照)に一部起因している。このように、1961年中に関する限り、短期金利を比較的高目に保つという政策的努力が長期金利の下落をある程度阻止する結果を招くこととなったが、これは長短期市場間の裁定取引が活発に行なわれた結果とみるべきであろう。

#### ロ、第2期(1961年末以降63年7月まで)

この期間中、連邦準備当局は引き続き国際収支赤字、なかでも長短期民間資本の流出(61年中42億ドル、62年中33億ドル)に対し漸次警戒感を強め、とくに短期金利の上昇を促進する政策態度を示した。しかし、国内経済面では景気上昇力がまだ十分でなく、失業および遊休設備の存在に対処して、基本的には拡張的態度を継続した。

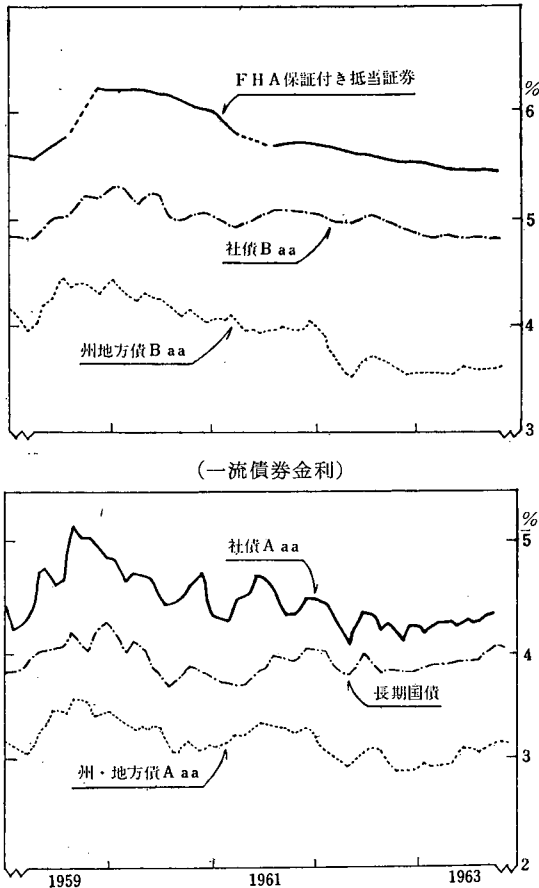
この間、加盟銀行の自由準備は62年中平均約4億ドルと引き続き余裕ぎみに保たれた後、63年にはいって3億ドル、5月以降は2億ドル程度へと漸次減少傾向をたどった。また、3か月物財務省証券金利は2.7~2.9%へと漸次上昇の勢いを強めた。

これに対し、長期金利は62年中若干ながら下落傾向をたどり、同年中における短期金利の動きと好対照をなした。たとえば、62年12月中の長期国債利回りは3.87%と同年年初における4.08%をかなり下回り、景気のボトム時(61年2月、3.81%)とほぼ同水準であった。社債利回り、地方債利回りなど他の長期金利も、これとほぼ同様の傾向をたどった。このような動きは、金融当局による中長期国債買入れ操作の成果をある程度反映するものであるが、むしろ投資者とくに商業銀行が積極的に長期証券保有の増大をはかったことが大きく影響したものである。

ところが、63年にはいって、長期国債、一流社債、一流地方債などの利回りは、発行額の増大などを映じて、さすがに漸次上昇に転じたが、二流社債、二流地方債、抵当証券などの利回りは、62

(第4図)

長期金利の乖離傾向  
(抵当金利および二流債券金利)



(一流債券金利)

資料: Federal Reserve Bulletin 63年11月。

年中に続いて下落傾向をたどった。そのため両者のグループ間には明確な乖離傾向が生じた(第4図)。これは金融機関が後述するように利回りのよい二流証券・抵当証券保有に積極的であったことによるものである。

#### ハ、第3期(1963年7月以降)

最後に、1963年7月の公定歩合引上げ以降今日に至る間を第3期とすることができよう。公定歩合の引上げによって連邦準備当局の国際収支対策が明瞭に打ち出され、同時に国内経済面でも、信用の過度の拡張が投機の行過ぎ、物価上昇などのおそれを生ずることに対し警戒的態度が示されたものといえよう。このような判断の背景には、3

年間にわたる金融緩和のため、企業の流動性は経済活動のいっそうの拡張をまかなうに十分な水準に達しているとの認識があった。

公定歩合の引上げ以降、加盟銀行の自由準備はほぼ1億ドル前後へと減少し、3か月物財務省証券金利は急速に上昇して63年11月以降3.52~3.53%と新しい公定歩合(3.5%)を上回る水準に達している。また長期金利も、一流物は全面的に騰勢に転じ、二流証券利回りもさすがに下げ止まりとなっている。

上記3期間を通じて卸売物価はきわめて安定的に維持され(1957~59年平均を基準として1960年平均100.7、63年同100.3)、消費者物価の上昇もきわめてわずかにとどまった(同上基準で1960年平均103.1、63年同106.7)。景気上昇局面にもかかわらず金融を緩和基調に保ち、しかも物価騰貴という悪影響を避けえたのは、この間設備および労働力に余裕があって、1950年代にみられたような経済のインフレ圧力がそれほど大きくなかったことによるものである。

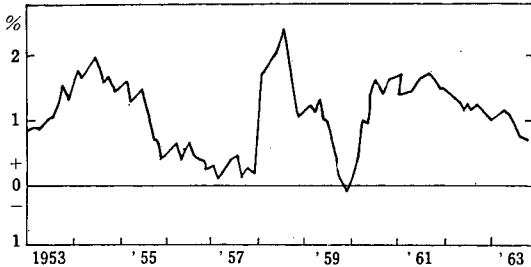
#### 二、長短金利の格差

短期金利を高目に、長期金利を低目に保つという連邦準備当局の政策努力は、長短金利間の格差縮小となってあらわれるはずである。実際に長短金利差はどのような推移をたどったかを次にみよう。

一般に長短金利差は金融緩慢時に拡大し、金融のひっ迫時に縮小する傾向がある。1961年2月以降の景気上昇局面における長短金利差の動きも、前回(1958年春~60年春)および前々回(1954年夏~57年夏)の景気上昇期におけるそれとさほど異ならず、この一般的パターンにしたがっているものといえる(第5図)。しかし、最近3回の景気上昇過程における長短金利差の動き(第5図)を、自由準備水準の推移(第1図)と対比してみると、今回の景気上昇過程における金利操作の影響が明ら

(第5図)

## 長短金利差の動き

(満期まで20年以上の長期国債利回り  
(と3ヵ月物財務省証券利回りの差))

資料: Federal Reserve Bulletin 63年11月。

かとなる。すなわち、加盟銀行の自由準備は前2回の上昇期とは比較にならないほど高かったのに比べて、長短金利差が比較的小幅にとどまったことが注目されるべきである。これは金融を緩和基調に保ちつつ、長短金利格差を縮小するという当局の政策努力がそれなりの成果をあげたことを示す証左であるといえよう。

## (3) 国債管理政策の協力

ところで、金融政策が上記のような成果をもたらしたかげには、国債管理政策の緊密な協力があつたことを忘れてはならない。

財務省は従来、金利の低下する景気後退期に長期国債の大量発行を行なうのを例としてきたが、1960年後半から61年前半にかけては、このような方法によることなく、財政赤字を主として短期国債によって調達した。この政策はその後も継続され、市場に対する短期証券の供給を増加させることによって短期金利の低下を阻止することに貢献した。1960年末から63年末までの間、市場性のある国債残高は186億ドル増加したが、このうち期間1年以内の短期債増加額は156億ドルを占めている。

しかし、こうして市場に短期国債の供給がふえることは、国債管理上頻繁な借換えを必要とし、ひいては金融市場に対しても攪乱要因となる

ことを意味する。この矛盾を避けるため、財務省は1960年半ば以降、既発国債(主として中・長期債)を満期到来前にいっそう長期の国債と借り換えるいわゆる期限前借換えを行ない、国債期限構成の長期化をはかった。1960年6月末に4年4ヵ月であった国債の満期までの平均期間は、8度にわたる期限前借換えの結果、63年11月末には5年2ヵ月へ延長されている。

## 3. 金融政策と資金の流れの変化

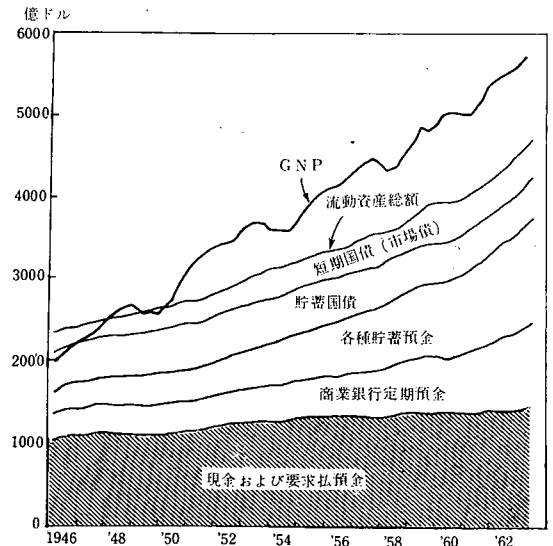
以上述べた3年にわたる金融緩和政策は、銀行信用の拡張、消費者・企業の流動性増大をもたらしたが、同時にまた、金利構造への介入を通じて、金融市場における「資金の流れ」に変化を生ぜしめ、後者はまた信用の「質」の低下という新しい問題を誘発するに至っている。

## (1) 流動性の増大

ここで「流動性」とは、金融機関以外の民間部門(個人・企業)がもつ流動資産を意味し、通貨

(第6図)

## 流動性増加状況



資料: シカゴ連銀月報63年8月。

(現金および要求払預金)のほか、定期性預金、貯蓄貸付組合持分権、貯蓄国債および短期国債を含んでいる(第6図)。この流動性残高は1960年末の3,992億ドルから63年末には4,945億ドルへと年率7.4%の増加をみた。また国民総生産に対する流動性の比率も1960年末の79%から63年末には82%へ増大している。

しかし、問題は流動性増大の内容いかんにある。流動性の代表的指標である通貨量(マネー・サプライ)の増加率は、国民総生産の伸びを下回っている。この時期における金融政策が経済拡大に対し十分刺激的でなかったとの批判も、多くはこの通貨量の伸び不足を理由としている。しかし通貨量の伸びが経済規模拡大のテンポを下回っていることは、すでに第2次大戦後一貫してみられる現象である。もっとも、戦後1940年代におけるそれは戦時中の過剰通貨が漸次経済の循環過程に吸収されたことによるものであるが、こうした関係がほぼ一巡したとみられる1950年代においても依然として通貨供給高の比率が低下したのは、定期性預金あるいは短期政府証券などの「通貨近似物(near money)」が増大し、これが通貨の節約つまり回転率の上昇をもたらしたことに関連している。

最近3年間においては、流動性のなかでも商業銀行の定期性預金が異常な増加を示している。この点については次に項を改めて説明するが、ともかく、短期金利を比較的高目に保ちながら金融緩和をはかろうとする当局の政策努力が、とくに銀行の定期性預金の増大をもたらした。これが民間部門の流動性増大のいわば根幹部分となった点に注目すべきであろう。

## (2) 銀行定期性預金の増大とその理由

商業銀行の定期性預金(定期預金および貯蓄預金)は、1960年末の734億ドルから63年末には1,116億ドルへと年率15.0%の増加を示し、50年

(第1表)

### 金融機関以外の諸部門の資金需給

(単位:億ドル)

	1960年	1961年	1962年	1963年 <sup>(3)</sup>
〔資金供給〕 <sup>(1)</sup>	361	549	617	665
1. 消費者	234	351	434	465
うち 金融機関預金	(122)	(194)	(298)	(314)
2. 企業	50	124	101	122
2. 連邦・州・地方政府	77	74	82	78
〔資金需要〕 <sup>(2)</sup>	371	532	587	654
1. 消費者	164	158	219	265
うち 消費者信用	(45)	(17)	(58)	(67)
抵当債務	(108)	(115)	(147)	(163)
2. 企業	152	199	193	235
うち 社債・株式	(53)	(73)	(47)	(37)
銀行借入れ	(27)	(16)	(40)	(37)
3. 政府	55	175	175	54
うち 国債	(-26)	(73)	(74)	(54)
地方債	(37)	(50)	(51)	(64)

(注) (1) 資金供給は、消費者・企業(法人企業・個人企業・農家)・連邦および州・地方政府部門のそれぞれの金融資産純増額による。

(2) 資金需要は、上記諸部門の金融負債純増額による。なお、資金供給と需要の合計額が一致しないのは、おもに金融部門および海外部門の取引関係が除外されていることによる。

(3) 1963年は第3四半期までの年率。

資料:連邦準備制度の資金循環勘定

代における平均増加率(7.1%)の2倍以上に達している。とくに62、63両年中における定期性預金の伸びは、第2次大戦後のどの年よりも高かった。

この急増をもたらした理由として、基本的には所得増に伴う消費者・企業の貯蓄増大(第1表)があげられるが、とくに目立った影響をもったものとして定期性預金金利最高限度の引上げ、および譲渡性定期預金証書(第2表注参照)の発行開始の2要因を指摘することができる。

まず1962年1月から実施された連邦準備制度理事會規程Qの改正(定期性預金金利の最高限度引上げ、第2表参照)は、商業銀行の定期性預金金利が財務省証券金利などの市場証券金利および規程Qの適用を受けない貯蓄金融機関の金利と比較し

(第2表)

## 定期性預金金利の最高限度

(連邦準備制度理事会規程Qによる)

(単位・%)

	1957年 1月1日 以降	1962年 1月1日 以降	1963年 7月17日 以降
定期預金			
1年以上	3	4	4
6か月～1年	3	3½	4
90日～6か月	2½	2½	4
90日未満	1	1	1
貯蓄預金			
1年以上	3	4	4
1年未満	3	3½	3½

(注) 貯蓄預金(savings deposit)は個人・非営利法人を対象とする利付き預金で、通帳で預入・引出しか行なわれる。

定期預金(time deposit)は主として法人企業を対象とする利付き預金で、定期預金証書(time certificate of deposit)と一般定期預金(time deposit, open account)とに分かれる。なお、通常CDという場合は定期預金証書のうち譲渡性のあるもの(negotiable time certificate of deposit)を指す。

て不利となっていたので、それらとの均衡をはかる趣旨から実施されたものである。すなわち、前述のように財務省証券金利を対外的考慮から高目に維持した結果、商業銀行の定期性預金がこれら市場証券の購入に流出し、そうでなくてもすでに貯蓄金融機関の預金増大により圧迫を受けていた商業銀行は、それ以上の定期性預金の減少を防ぐ必要に迫られたからであった。

定期性預金金利の引上げは、同時に外国預金の流出防止をもねらいとするものであり、この方向は1962年10月中旬以降、外国公的機関・国際機関に対する規程Qの適用が3年間免除されたことによってさらに押し進められた。

商業銀行が定期性預金吸収努力の一環として開始したのが譲渡性定期預金証書(以下CDという)の発行である。1961年2月、ニューヨークの大銀行がCDの発行を開始し、同時に流通市場も整備されるに伴って、従来地方的にしか知られていなかったCDが、法人企業、州・地方政府などの余裕資金吸収手段として一躍大きな地位を占めることとなった。62年初以降、規程Qの改正により、

CDが金利面でも他の短期市場証券と競合可能となったため、CDの発行額は急増し、62、63両年中の定期性預金増加額中CDによる分は約3分の1を占めたとみられている。

商業銀行の定期性預金増加は部分的には要求払預金および貯蓄金融機関の預金からの預け替えによるものであったことは明らかである。ただ、貯蓄金融機関の資金量も、1961～63年の間年率約12%と1950年代(年率約10%)を若干上回る増加を示している(第3表)、この間の景気上昇に伴って消費者・企業の貯蓄資金が増大し、これがおもにこうした預貯金形態の流動資産増加となった関係があることも忘れてはなるまい。

(第3表)

## 金融機関の資金調達

(単位・億ドル)

	1960年	1961年	1962年	1963年(2)
1. 商業銀行	52	151	178	167
a. 要求払預金	—	6	57	25
個人・非営利法人	—	6	16	51
法人企業	—	5	13	21
州・地方政府	2	6	—	1
b. 定期性預金	58	94	153	138
個人・非営利法人	33	65	115	79
法人企業	8	13	26	34
州・地方政府	14	9	10	14
2. 貯蓄金融機関	96	114	132	151
a. 相互貯蓄銀行	14	21	31	32
b. クレジット・ユニオン	6	6	7	119
c. 貯蓄貸付組合	75	88	95	
3. 保険・年金	81	86	91	94
4. その他金融機関(1)	40	42	66	78
合計	269	393	467	490

(注) (1)販売金融会社、ブローカー、ディーラーなど。

(2)第3四半期までの年率。

資料：連邦準備制度、資金循環勘定。

## (3) 銀行の長期信用供与の増加

上述のような銀行の定期性預金増大は、当然、預金コストの急増を招いた。たとえば、加盟銀行の利払いは1959年には経常収入の15.9%にすぎな

かったのに、1962年には23.2%に上昇している。このため、51年以降増加傾向にあった加盟銀行の利益(税引き前)は、61年にはいって前年比1.3億ドル、62年にはさらに0.3億ドルとそれぞれ減少している。

商業銀行はこのようなコスト増をカバーするため、資産運用にあたって従来以上に収益性に重点をおくこととなった。銀行は1961年中、長期国債に比べ利回り面で相対的に有利となった短期政府証券の保有を増加した(第4表)が、62、63両年には短期政府証券の保有を減らし、長期債のなかでも利回りの高い州債・地方債などの購入増加をはかった。こうした動きが長短期市場金利に顕著な

(第4表)

#### 金融機関の資金運用

(単位・億ドル)

	1960年	1961年	1962年	1963年 (2)
1. 商業銀行	99	168	189	178
a. 貸出	67	74	138	152
法人企業向け	27	16	40	37
消費者信用	17	9	22	30
不動産抵当信用	7	16	40	53
b. 証券投資	32	94	51	26
国債	20	59	3	-34
(うち短期)	(35)	(71)	(-10)	(-61)
(中長期)	(-15)	(-12)	(13)	(27)
州・地方債	6	28	45	60
社債	-2	-1	-1	-1
2. 貯蓄金融機関	100	130	153	173
a. 国債・地方債	-4	5	2	7
b. 社債・株式	2	-1	0	-1
c. 不動産抵当信用	88	110	133	160
d. 消費者信用	8	5	10	9
3. 保険・年金	103	109	119	127
a. 国債・地方債	10	14	15	9
b. 社債・株式	56	62	62	74
c. 不動産抵当信用	28	26	31	36
4. その他金融機関 (1)	56	48	51	58
合計	358	455	512	536

(注) (1) 販売金融会社、ブローカー、ディーラーなど。

(2) 第3四半期までの年率。

資料：連邦準備制度、資金循環勘定。

影響を与えたことは先にみたとおりである。

また銀行は、収益の高い消費者信用や抵当信用の分野に積極的に進出をはかった。とくに抵当信用は、もともと貯蓄貸付組合や相互貯蓄銀行の主要な資金運用先であるため、商業銀行がこうした分野に進出することはこれらの金融機関との競合を強める結果となったことはいままでのない。

このような銀行による証券投資や消費者信用・抵当信用の盛行は、商業銀行本来の業務ともいべき短期事業貸出の分野において、銀行の増大した資金量に見合うほど企業の借入需要が大きくなかったことと深く関連している。というのは、息の長い景気上昇過程において企業の内部蓄積が増大し手元流動性が比較的潤沢であること、さらにまた在庫切りつめにより企業の在庫保持のための資金需要が減少したことが、企業の事業資金需要の伸びを比較的小幅にとどめたのである。

従来の景気サイクルにおいて、銀行は景気後退の後期から回復期の初めにかけて証券(とくに国債)投資を急増させ、景気回復が本格化し企業の事業資金需要が高まるにつれて証券(とくに国債)を売却し、あるいはその保有増加率を減らして貸出に向けるのが通例であった。1961年以降の今回の景気上昇期の推移もおおむねこの線に沿ったものといえようが、上記の事情を映じて銀行貸出の伸び(11%増)が前2回の景気上昇期におけるそれ(1954~56年、17%増、1958~59年15%増)を下回った反面、州債・地方債への投資が増大したために証券投資は景気上昇期としては異例の伸び(4%増、前々回7%減、前回1%増)を示していることが特徴的である。

こうして商業銀行の貸出と証券投資を合計した銀行信用全体としては、1961~63年の間に535億ドル増加し、年平均増加額は、約180億ドル(増加年率8.3%)に達した。これは50年代の年平均



増加額70億ドル(年率4.6%)を著しく上回るものである。

#### (4) 信用の質の低下

上述のような銀行信用の増大とその資金運用の変化と並んで、銀行以外の金融機関も増大した資金量の積極的運用をはかった。このため、小銀行ないし弱小金融機関のなかには危険性の多い貸出、二流・三流の証券購入に向かうものがふえ、信用の「質」の低下が各方面から注目されるに至っている。

信用の質の低下とは何かを定義することはむづかしい問題であるが、マーチン連邦準備制度理事会会長は、アパート・小売店舗・ホテルの建設など需要の不安定な分野への貸出、限界的な借り手に対する貸出、投機的な取引への貸出などを信用の質の低下として指摘し、警告を発している。

このような信用の質の低下は、抵当信用および消費者信用についてもっとも著しいとされている。これらの分野では金利の低下・期間延長・頭金の減少などの条件緩和が行き過ぎ、回収の遅滞あるいは回収不能の事例がふえている。抵当信用が回収不能となって抵当権の実行をみた率は1956年には1,000件につき2件以下であったが63年には4.5件へ増加している。フィラデルフィア連邦準備銀行の調査によれば、同連邦準備区の加盟銀行中、事業貸出について若干の質の低下をみたものは全体の60%に上るとされており、リスクの多い貸出の承諾、貸出期間延長、定期的かつ規則的な返済がみられなくなったことなどが貸出の質の低下の例証としてあげられている。

景気上昇期においてすらこのような傾向がみられるのであるから、このことは後退期にはいっそう問題が大きくなるおそれを内包するものである。

(第5表)

### 米国の国際収支

(単位・百万ドル)

年	経常収支	政府資本収支	米国民間資本収支			外国資本その他	記録外取引	総合収支
			直接投資	長期間接投資	短期資本			
1960	3,769	-2,769	-1,694	-850	-1,348	-306	-683	-3,881
1961	5,444	-2,782	-1,598	-1,011	-1,541	23	905	-2,370
1962	4,826	-2,998	-1,557	-1,209	507	284	-1,025	-2,186
1963	5,601	-	-	-	-	-	-	-2,562
I	4,760	-3,528	-2,004	-2,048	348	-500	488	-3,460
II	5,824	-4,608	-1,952	-2,464	-2,492	168	568	-4,956
III	5,240	-2,228	-1,104	-1,156	112	-552	-1,336	-1,024
IV	6,608	-	-	-	-	-	-	804

(注) (1)一は赤字 (2) 四半期計数は季節調整済み年率 (3) 1963年第4四半期は暫定。

## 4. 金融政策と国際収支

次に金融政策の対外面における成果を検討するため、国際収支赤字問題に目を転じよう。1958年以來の大幅な赤字基調には種々の要因があるが、とりわけ民間資本の対外流出がその大きな要因の一つであることは疑いない(第5表)。金融政策は、このうち短期資本の流出額削減にかなり貢献したといえようが、他方、長期民間資本の流出に対してはついに金利平衡税の登場を必要とした。

### (1) 短期資金の流出減少

財務省証券を中心とする米国の短期金利は、前述のような注意深い政策運営の結果、外国の主要金融市場における短期金利とほぼ均衡する水準に保たれた。もちろん、国際間の短資移動は金利差以外の種々の要因によっても左右されるが、このような金利差の調整が種々の国際金融協力措置(後述)とあいまって短資の流出削減にかなり貢献したことは確かであろう。すなわち、記録外取引も含めた米国の短資流出額は、1960年中20億ドル、61年中24億ドルにも達したが、62年には15億ドル、63年(第3四半期までの年率)11億ドルと若干ながら改善方向にあるようである。

## (2) 長期民間資本の流出増

一方、長期民間資本の対外流出は年を追って増大してきた。すなわち1960年中25億ドル、61年26億ドル、62年には28億ドルと高水準を続けた後、63年前半には年率42億ドルにも達して、これが金利平衡税提案の直接のきっかけとなったことは周知のとおりである。63年後半に長期資本の流出は著しい減少をみたが、年間を通じてみればなおかなり多額に上ったものとみられている。

このような民間長期資本流出の基本的な原因としては、次の要因を指摘することができよう。

まず海外直接投資に基づく長期資本流出は、基本的には米国において設備・労働力の不完全利用のため期待利潤率が低いこと、あるいは西欧・日本など米国以外の先進諸国との対比における米国経済の成熟ないしは成長力の低さを反映するものといえよう。

証券投資・ローンの形態による長期資本流出については、米国の資本蓄積が豊富であるため、諸外国に比し金利が低く資金のアベイラビリティが格段に大きいことに、その根本的理由を求めることができよう。しかし、これに加え最近における金融緩和策が長期資本の対外流出を促進する結果となったことも否めない。

このようにみえてくると、国際収支赤字の主要原因の一つである民間資本流出を削減するには、国内での投資促進、設備と労働力の完全雇用による生産性向上を通じて成長力増大をはかる方法が米国の場合もっとも適切であるといえるかもしれない。1961年にケネディ政権の発足当初に定められた政策方向は、この線に沿ったものであった。

しかし、このような政策方向は正しいとしても、その実現にあたって金融政策のみにすべてを期待することは無理であろう。国内における長期金利の低下が予期したほどの投資上昇をもたらさず、資本の対外流出を活発化せしめ、このため内

外金融をある程度遮断する金利平衡税提案を必要としたことは、上記政策方向における金融政策の限界を示唆するものではなからうか。上記政策目的の達成のためには、金融政策と併行して財政政策の活用をはかり民間企業活動の活力を増すことが必要とされよう。

## (3) 種々の国際金融協力措置

米国金融当局は国際収支改善のため、短期金利を高目に維持する一方、諸外国との間に種々の国際金融協力措置を展開してきた。

このような協力措置としては、まず米国を中心とする双務的取決めとして、前記スワップ網の形成のほか、外国公的機関に対する外貨建てないしドル建ての中期国債(いわゆるローザ・ボンド)発行があげられる。ローザ・ボンドの発行は短期に解消できない性質の赤字に対し有効な防衛手段を提供し、連邦準備当局の政策運営に重要な役割を演じた。この意味で、これは対外面における国債管理政策の金融政策への協力であるといえよう。

主要国金融当局はスワップ取決め、ローザ・ボンドの引受けを通ずる対米協力のほか、各国の公定歩合操作にあたっては米国からの資金流出を刺激しないよう意を用いた。また、ロンドン金相場安定のための「金プール」、IMF資金強化のための「パリ・クラブ」などを通ずる多面的協力を展開したことも、ドル価値防衛に大きく貢献した。

もとより、こうした国際金融協力には限界がある。昨年7月、米国が国際収支対策を実施したのも、その背景には主要債権国である西欧大陸諸国の側で対米協力の限界を指摘する声が高まった事実があり、この意味で、ドル防衛への協力は米国国際収支の本格的改善までの「時を稼ぐ」役割を出るものでないことを銘記すべきであろう。

## 5. む す び

以上述べたように、最近3年間の米国金融政策は、内外の協力が助けられつつ、内外均衡の同時的達成という困難な課題に勇敢に立ち向かい、かなりの成果をあげてきたといえよう。その政策運営の弾力的・機動的態度こそ、開放体制に臨むわれわれの学ぶべき点であろう。

しかしこの時期の米国金融政策の在り方に全く問題がないというわけでもない。第1に、金融政策があまりにも多くの負担を背負い過ぎていた点が指摘されねばならない。前述のように金融政策とくに公開市場操作は国債管理政策と周到な協調関係を保ち、その面ではすぐれた成果をあげたが、さらに一般の財政政策との関係が問題となろう。というのは、ケネディ政権成立後財政支出の大幅増大を通じて財政政策が経済拡大に寄与してきたことは事実であるが、民間企業の活力を高めるためもっとも重要な減税の実現がこれほど遅れていなかったならば、金融政策の重荷はもっと軽減されていたかもしれないと考えられるからである。

第2に、この時期の金融政策が伝統的な「ビル

ズ・オンリー」政策の修正という形をとった点である。というのは、この新しい政策は市場で自律的に形成される金利構造にある程度人為的に介入するものであり、「正統派」的な見方からすれば、異端ともいうべき政策である。この政策が、金融機関とくに銀行の行動の変化をもたらし、ひいては各種信用の「質」の低下という全く予期せざる困難を生ぜしめるに至ったことは、人為的な金利操作が資金需給の自然の調整作用にゆがみを与えたことを示すものといえよう。

しかし、このような金融政策のジレンマも、景気の長期的上昇の見通しがはっきりするに伴って、次第に軽減されつつあるようである。国内経済の拡大が本格化すれば、金融面から経済成長への刺激を必要とする段階は終わりを告げ、金融政策は物価の安定と対外収支の改善に努力を集中することができるであろうからである。マーチン理事会会長は最近の議会証言において、当面市場における資金需給をそのまま金利水準に反映させるとの意向を表明し、このような政策方向をとることを示唆している。減税政策の実現をみたことでもあり、今後における金融政策の推移には大いに関心もたれるところである。