

## 最近における米国の金融政策運営について

### 〔要 旨〕

1. 連邦準備制度は1970年代初以降、マネーサプライ等量の指標を金融政策運営上しだいに重視してきている。74年1月に初めてマネーサプライ(M<sub>1</sub>とM<sub>2</sub>)の2ヵ月間にわたる短期目標値をその目標期間が終ったあと公表し、さらに翌75年5月には議会の要請を受けて先行き1年間についてのマネーサプライ長期目標値を公表した。この長期目標値は四半期ごとに行われる連邦準備制度理事会議長の議会証言において発表されることになっており、M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>の3種類の量的指標につき上限と下限の間に2～3%の幅をもった増加率のレンジで示されている。なお、この目標値のレンジは経済情勢に応じて上方にも下方にも修正することとされている。

長期目標値公表後の金融政策運営を概観すると、連邦準備制度は、例えば75年央においてマネーサプライ急増がみられた際には、景気回復の初期段階にもかかわらず機動的に短期市場金利の上昇を誘導し、また75年末から76年初にかけてマネーサプライが伸び悩んだ際には短期金利の低下を促す措置を講ずるなど、マネーサプライ増加率を安定的に保つよう努めている。

2. このように連邦準備制度はこのところ政策運営上マネーサプライを一段と重視してきているが、このことは必ずしも連邦準備制度がマネタリストの見解をそのままの形で受入れたことを意味する訳ではない。事実、米国ではマネーサプライと実体経済・物価との関係については現在なお論争が繰返され、必ずしもマネタリストの主張するような安定的な関係ではないとする見解も依然有力である。特に最近では、完全雇用の場合とデフレ・ギャップが存在する場合にはマネーサプライの物価に及ぼす影響が異なるか否かを巡って意見が対立したままで、いまだその結論を得るまでに至っていない。

3. 現在米国経済はインフレがともかくも収まりつつあるなかで失業率がなお高水準にとどまっているため、カーター新大統領は景気の拡大を目指して財政面からの追加的刺激策を発表するとともに、連邦準備制度に対し金融政策を緩和気味に運営するよう要請している。これに対して財政資金調達による民間需資のクラウディング・アウトを回避すべく金融を緩和し、マネーサプライを増加させればインフレ再燃を招くおそれがあるとの声も少なくない。この間、議会内部からも必要な景気刺激対策は減税等財政政策で行い、金融政策は緩和すべきでないとの提言がなされるなど、今後の金融政策運営を巡る論議が米国内において高まっている。

4. こうした中において連邦準備制度のバーンズ議長は、当面金融政策の運営姿勢は変更せず、引き続き安定的なマネーサプライ増加率の達成に努める方針を明らかにしているが、今後実際に財政資金の調達と民間部門の資金需要とが競合するような事態に立至った場合、連邦準備制度がいかなる態度で金融調節を行っていくかが注目される。

## 〔目 次〕

## はしがき

## 1. 今次景気回復期における金融政策運営

## (1) マネーサプライの長期目標値の設定・公表

## イ. 長期目標値の設定・公表

## ロ. 具体的操作方法

## (2) マネーサプライの安定的増加を指向

## 2. マネーサプライ重視の背景

## はしがき

米国連邦準備制度は1970年代初以降、マネーサプライ等量の金融指標を金融政策運営上しだいに重視してきたが、75年5月には議会の要請を受けて先行き1年間についてのマネーサプライ長期目標値を公表するとともに、その増加率を安定的に保つことに政策運営の重点が置かれるようになった。75年春の米国経済は戦後最大かつ最長の景気後退がようやく底を打った時期にあたり、マネーサプライ目標値公表によりインフレの早期抑制と景気回復に資するような金融政策運営が各方面から期待されていた。長期目標値公表後の金融政策運営をみると、連邦準備制度は75年央のように、「75年減税法」に基づく個人所得税還付等からマネーサプライ急増がみられた際には、景気回復の初期の段階であるにもかかわらず機動的に短期市場金利上昇を誘導し、また75年末から76年初にかけてマネーサプライの増加率が目標値を下回った際には預金準備率引下げおよび公定歩合引下げを含めて短期金利の低下を促進するなど、安定的なマネーサプライ増加率の達成にウエイトのかかったきめ細かい市場調節を実施した。こうした連邦準備制度の政策運営に対しては、いまだ必ずしも評価が定まっているわけではないが、企業および家計の経済政策運営に対する信頼感回復に役立ち、インフレ心理の抑制および物価安定に寄与した、と見る向きが少なくない。

## (1) マネタリズムの影響

## (2) インフレ下における金利安定化政策の弊害

## 3. 当面の金融政策運営を巡る論議について

## (1) 金融政策運営を巡る論議高まる

## (2) 金融政策に対するカーター政権の要望

## むすびに代えて

こうした中であって、本年1月20日発足したカーター政権は現在の米国経済の成長率および失業率は満足すべき水準にはないとして、先行き2年間にわたる総額300億ドル強の財政面からの景気刺激措置を発表した。このため当面財政赤字の大幅拡大は不可避とされており、この赤字ファイナンスのため安定的なマネーサプライの増加率を維持するという連邦準備制度の政策スタンスが厳しい試練に立たされるのは必至とみられている。

以下、75年5月マネーサプライの長期目標値公表時以降の米国金融政策運営について概観するとともに、カーター新政権による景気刺激措置と連邦準備制度の政策運営姿勢を巡る米国内の論議につき紹介することとした。

## 1. 今次景気回復期における金融政策運営

今次景気回復期における米国の金融政策の特徴をみると、連邦準備制度がマネーサプライを政策運営上一段と重視するようになったことが挙げられよう。具体的には、①制度的、形式的な面ではマネーサプライの長期目標値を設定・事前公表することとしたことであり、②内容的、質的な面としてはマネーサプライの増加率を安定的なものとするべく努めたことである。

## (1) マネーサプライの長期目標値の設定・公表

## イ. 長期目標値の設定・公表

連邦準備制度は、1960年代の終りごろまでは主に短期市場金利を重視しながら金融政策を運営し

てきたが、70年代に入ってから漸次マネーサプライ等量の指標を重視するようになってきており、74年1月には初めてマネーサプライ(M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>)の2か月間にわたる短期目標値を目標期間が終ったあと公表した(注1)。

さらに、連邦準備制度は今次景気回復の初期である75年5月、マネーサプライの長期目標値の設定・事前公表に踏切り(注2)、金融政策運営上マネーサプライを一段と重視する姿勢を示すに至った。この長期目標値は、連邦公開市場委員会(注3)において策定され、四半期ごとに行われる連邦準備制度理事会議長の議会(上院または下院銀行委員会)証言において発表されることになっており、M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>(注4)の3種の量的指標について、証言が行われる期の直前の四半期平均残高を基準と

してその後1年間の伸び率のレンジとして示されている。

この長期目標値の設定・公表は、直接的には75年3月に行われた議会両院合同決議(注5)における、「連邦準備制度は半年に1回、上院および下院の銀行委員会において交互に向う12か月間のマネーサプライの伸びに関する目標を報告する(consult)こと」との要請を受けて実施されたものである。

もっとも、この目標値は①上限と下限との間に2～3%の幅を持つレンジで設定されるとともに、②目標レンジ自体、経済情勢の変化に応じて上方にも下方にも修正することとされており、連邦準備制度が弾力的な政策運営を行いうような配慮が加えられたものとなっている。

(注1) マネーサプライを金融政策の運営上重視するとの考え方が明確になったのは、70年1月の連邦公開市場委員会(FOMC)の指令においてである。すなわち、「本委員会の次の会合までの間、公開市場操作にあたっては短期金融市場が引締まり状態を維持するよう運営するものとする。ただし、通貨および銀行信用の動きが現在の予想からかなり乖離する場合には操作のやり方を修正するものとする」として、通貨および信用の量的金融指標について初めて言及した。なお、金融政策の運営上マネーサプライを重視してきた経緯については、日本銀行『調査月報』昭和50年3月号「欧米主要国におけるマネーサプライ残高重視の傾向とその背景」、昭和49年11月号「最近における米国の金融政策運営について」参照。

(注2) 従来は連邦準備制度内部において「期間6か月間のマネーサプライの目標値に着目していた」(ニューヨーク連銀月報76年5月号)ものの、一般には公表されていなかった。

また、今回設定・公表された長期目標値の具体的な設定手順についてみると、連邦準備制度のスタッフがマクロ計量モデルおよび段階的接近法(judgemental means)に基づき、GNP、物価、雇用などの政策目標と運営目標としてのマネーサプライとの予測の組合せのシナリオを幾通りか提供し、主としてこの予測シナリオの中から、FOMCは適当と思われるマネーサプライの長期目標値を決定している。

(注3) 米国の公開市場操作に関しては、FOMCがその基本方針を決定し、実務面はニューヨーク連銀が担当している。FOMCの定例会議は、通常毎月1回月央に開催され、その政策決定事項の記録(Record of Policy Actions)とニューヨーク連銀に対する公開市場操作の政策指令(Policy Directive)は公表されている。公表時期は、75年初以降当該FOMC開催日の約45日後(75年以前は約90日後)とされていたが、76年5月以降、次のFOMC開催日の2～3日後(当該FOMC開催日の約30日後)に繰上げられた。

(注4) 米国のマネーサプライの定義は次のとおり。

$M_1 = \text{民間流通現金} + \text{外国通貨当局の連銀預け金(要求払)} + \text{商業銀行要求払預金}$

ただし、民間流通現金は、財務省、連銀および商業銀行保有分を除く。商業銀行要求払預金は、連邦政府預金、取立未済切手手形、連銀フロートを除く。

$M_2 = M_1 + \text{商業銀行定期性預金}$

ただし、定期性預金は1口10万ドル以上の大口CDを除く。

$M_3 = M_2 + \text{貯蓄金融機関(相互貯蓄銀行、貯蓄・貸付組合および信用組合)の定期性預金}$

(注5) 議会決議(Concurrent Resolution)とは、立法府の両院で採択された決議で、法的効力はなく、議会の勧告といった性格を持つ。マネーサプライの長期目標値の設定・公表を求めた両院合同決議(Concurrent Resolution 133)は、75年3月25日成立した。主な内容はこれ以外に①連邦準備制度は速やかな景気回復に資するよう長期金利の安定とマネーサプライの増加に努めるべきこと、②連邦準備制度は雇用の拡大、物価および長期金利の安定をもたらすため、マネーサプライの伸びを経済の長期的潜在成長率に見合ったものとする、などである。

ところで、このような長期目標値の設定・事前公表には次のような問題が含まれていることが指摘されている。まず第1に、目標値として設定・公表されているマネーサプライの3種の定義( $M_1 \sim M_3$ )をどのようなウエイトで政策目標として重視するかであり、この点については意見が分かれている。事実、過去2年間においては、例えば公衆の資金管理技術の改善を背景とした当座貸越の広範化や、法的規制の変更による必要な際には振替え払出しが認められる貯蓄預金の創設等が進み、これに伴って預金のうち要求払預金の割合が低下し、 $M_2$ 、 $M_3$ にのみ含まれる定期性預金の割合が増加した。このため  $M_1$  は伸び悩む一方、 $M_2$ 、 $M_3$  は高い伸びを示すなど各種マネーサプライが異なる動きを示す事態も生じ、これをどのように評価するかが大きな問題とされている。しかも、 $M_2$ や $M_3$ については $M_1$ に比して統計上の精度が劣るといった問題もみられる(注6)。第2に、目標値の事前公表に伴い金融政策運営に関す

る一般の関心が高まったものの、これがかえって週ごとのマネーサプライ統計の発表に際し、無用の思惑を呼び金融市場の不安定な動きを招く結果となるといった問題点も指摘されている。

#### ロ. 具体的操作方法——マネーサプライの短期目標値とフェデラル・ファンド・レートの誘導目標値の設定

次に、こうしたマネーサプライの長期目標値達成のための具体的な操作手順について簡単にみておこう。まず、従来から設定されているマネーサプライの短期目標値は長期目標値が設定されたことにより、その長期目標値達成のためのいわば当面のめやすとして位置づけられることとなった。すなわち、マネーサプライの短期目標値は毎月  $M_1$ 、 $M_2$  の2か月間の伸び率(若干のレンジ付き)で示され、これが公開市場委員会のニューヨーク連銀公開市場勘定支配人に対して指令されるとともに一般に公表されている(注7)。この短期目標値は、財務省預金の変動等そのときどきの短期的

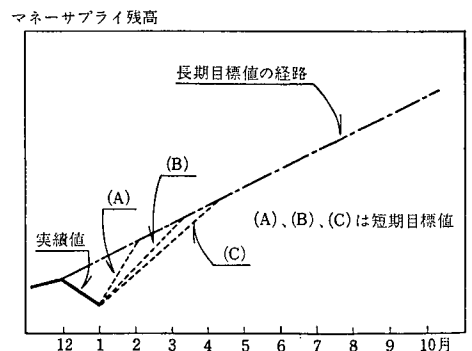
(注6) さらに、米国のマネーサプライ統計は連邦準備制度加盟銀行については日々の計数報告によっているのに対し、非加盟金融機関については年4回の報告から推計している。また、このところ連邦準備制度から脱退する銀行が跡を絶たず(加盟銀行預金の全商業銀行預金に占める比率、60年末84.0%→76年6月末74.8%)、これが連邦準備制度のはあくするマネーサプライに関する情報の精度を低下させるのではないかと懸念されている。

(注7) 短期目標値は、リッチモンド連銀(75年9・10月号月報)によると、FOMCのスタッフによって作成された下表のような2か月間のマネーサプライの伸び率とフェデラル・ファンド・レートの組合せ(A)～(C)からFOMCが適切な組合せを選択することにより設定される。この選択は下図において、例えば1月のマネーサプライの実績値が長期目標値を下回った場合、(A)の経路によって2月までに長期目標値のトレンドに戻そうとするか、あるいは(B)、(C)等の経路によるかの選択を意味する。下表のマネーサプライの目標値およびフェデラル・ファンド・レートの誘導目標値は、①通貨需要関数 $M=f(Y, R)$ において( $M$ ; マネーサプライの目標値、 $Y$ ; 国民所得、 $R$ ; 短期市場金利)、 $Y$ については長期目標値の設定に利用された計数を前提に、マネーサプライの目標値である $M$ を決めることにより $R$ を算出する、②次にこの $R$ をフェデラル・ファンド・レートと $R$ に関する関係式に代入することにより、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標値を算出する、といった2段階の手順を踏んで設定される。

#### ○マネーサプライの短期目標値とフェデラル・ファンド・レート誘導目標値の設定例

|                |     | (単位: %) |     |  |
|----------------|-----|---------|-----|--|
| 目標値の組合せ        | (A) | (B)     | (C) |  |
| マネーサプライの伸び率    | 8   | 7       | 6   |  |
| フェデラル・ファンド・レート | 6   | 7       | 8   |  |

#### ○マネーサプライの長期目標値と短期目標値との関係



諸条件を織込みつつ長期目標値の達成を目指すための指針とされており、特に実績値が長期目標値達成のために必要な範囲から逸脱した場合においては、漸次これを長期目標値に引戻すための修正経路を示すものともなっている。

その場合、連邦準備制度はマネーサプライそのものを直接完全にコントロールすることができるわけではないため、主として金利の変動を通じてマネーサプライに影響を及ぼすことをねらいとして、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標値を毎月上・下限で設定し、公開市場勘定支配人に対し指示している。公開市場勘定支配人はマネーサプライの予想される増加率を勘案し、TB等政府証券を中心とした公開市場操作によってフェデラル・ファンド・レートを誘導し、ひいてはマネーサプライをコントロールしている。これは、マネーサプライを減少(増加)させようとする場合、公開市場操作によって金融市場から資金を吸収(市場へ資金を放出)してフェデラル・ファンド・レートを高め(低め)に誘導する。これに伴い短期市場金利全般が上昇(低下)し、有価証券等通貨以外の資産利回りが上昇することによって公衆の通貨に対する需要が減少(増加)するといったメカニ

ズムをねらっているものである。

## (2) マネーサプライの安定的増加を指向

このように連邦準備制度は1975年5月初めてマネーサプライの長期目標値を設定・事前公表するとともに、それ以後マネーサプライの増加率を安定的に保つことに努力している。すなわち、まず長期目標値についてみると、景気回復の進展とともに徐々ながら目標レンジが引下げられており、例えば  $M_1$  について当初の目標値(75年5月発表)を最近の目標値(77年2月発表)と比較してみると、下限が0.5%ポイント、上限が1%ポイントそれぞれ引下げられている(第1表)。これは、目標値公表当初からの連邦準備制度の方針に沿ったもので、この点に関しバーンズ議長は目標値を初めて公表した75年5月の議会証言において当時の目標値につき「歴史的にみればやや高いが、遊休設備が広範に存在し需資が物価上昇によって依然水増しされている状況では高すぎることはない」と説明するとともに、「これをいつまでも続ければ新たなインフレ圧力の台頭を招くおそれがあり、景気回復に伴い遊休資源の解消が進めば、持続的な経済成長の基礎を築くため、マネーサプライの伸びを低下させる必要がある(注8)」と

(第1表)

マネーサプライの長期目標値と実績

(カッコ内は実績)

| 発表時                    | 対象期間              | $M_1$            | $M_2$              | $M_3$               |
|------------------------|-------------------|------------------|--------------------|---------------------|
| 1975年5月 <sup>(注)</sup> | 1975年3月～76年3月     | +5.0～7.5%(+4.9%) | +8.5～10.5%(+9.7%)  | +10.0～12.0%(+13.7%) |
| 75年7月                  | 75年第2四半期～76年第2四半期 | +5.0～7.5%(+5.2%) | +8.5～10.5%(+9.8%)  | +10.0～12.0%(+12.1%) |
| 75年11月                 | 75年第3〃～76年第3〃     | +5.0～7.5%(+4.4%) | +7.5～10.5%(+9.3%)  | +9.0～12.0%(+11.5%)  |
| 76年2月                  | 75年第4〃～76年第4〃     | +4.5～7.5%(+5.4%) | +7.5～10.5%(+10.9%) | +9.0～12.0%(+12.9%)  |
| 76年5月                  | 76年第1〃～77年第1〃     | +4.5～7.0%        | +7.5～10.0%         | +9.0～12.0%          |
| 76年7月                  | 76年第2〃～77年第2〃     | +4.5～7.0%        | +7.5～9.5%          | +9.0～11.0%          |
| 76年11月                 | 76年第3〃～77年第3〃     | +4.5～6.5%        | +7.5～10.0%         | +9.0～11.5%          |
| 77年2月                  | 76年第4〃～77年第4〃     | +4.5～6.5%        | +7.0～10.0%         | +8.5～11.5%          |

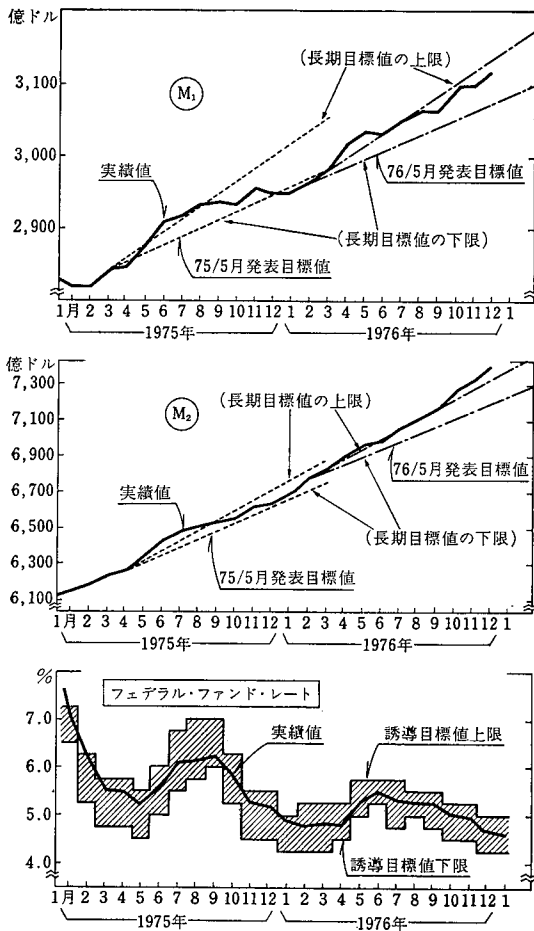
(注) このときは、月中平均残高ベースで目標値が設定されたが、次回から月中平残ではふれが大きいとして、四半期平残ベースで目標値が設定されている。

強調していた。

この間実際の政策運営状況をみると、マネーサプライの増加率安定を目指して弾力的な姿勢がとられてきた。特に特徴的なものとして挙げられるのは1975年夏場における引締め措置である。すなわち、長期目標値の設定・公表直後の75年6月には、マネーサプライが目標値の上限を大きく超えて拡大した(第1図)ため、連邦準備制度は市場運営を引締め方向に転じ、それまで低下傾向をたど

〔第1図〕

米国の金融指標



(注) マネーサプライは季節調整済み。

ってきたフェデラル・ファンド・レートを高めに誘導することによりマネーサプライの増勢抑制に乗出した。この間の事情を連邦準備制度(75年年報)は、「75年夏場のマネーサプライの急増は、75年5月実施の減税法に基づく連邦政府の100億ドル強に上る個人所得稅還付と追加的社会保障費支払いを映じたものであり、目標値からの逸脱は一時的とみられた。しかし、目標値の上限突破(overshoot)が予想を大きく上回ったと判断され、インフレ抑制効果が失われる危険が認められたため、市場運営態度を幾分引締め、フェデラル・ファンド・レートを上昇させた」と説明している。こうしたいわば「予防的引締め措置」は、景気がボトムを打ってからいまだ3ヵ月程度の初期において、しかも財政の景気刺激措置(個人所得稅還付等減税)と相反する方向で実施されただけに、連邦準備制度がマネーサプライの目標値達成を目指して政策運営を行うことを明確に示したものと注目された。例えば、ピアース・カリフォルニア大学教授は「連邦準備制度の金融政策は、財政政策が拡大的な場合にしろ、抑制的な場合にしろ、従来往々にして財政政策と同一方向で運営されてきたが、75年夏場の措置はそうした傾向を踏襲しなかった唯一の例外である」(76年6月議会証言)と評価している。また一般にも、「75年夏場の措置はマネーサプライが長期目標値を大きく上回って増勢をみせた場合には連邦準備制度はいかなる状況でもこれに対処することを示したものである」(Banking誌75年9月号)と評価された。事実、その後76年4~5月ごろ、マネーサプライが財政の大幅払超を主因に急増した際にも連邦準備制度はフェデラル・ファンド・レートを高めに誘導し、マネーサプライの増勢抑制に乗出し

(注8) この点に関し、バーンズ議長は77年2月の議会証言で、長期的には物価安定との関係でどの程度のマネーサプライ増加率が適当かについての見解を初めて明らかにした。それによると、「M<sub>1</sub>は総生産の増加率をかなり下回る伸びにとどめる一方、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>等は長期的成長率を若干上回る伸びが必要」としている。

ている。

一方、マネーサプライが長期目標値の下限を大きく割込んで伸び悩んだ時期には連邦準備制度は政策運営態度を緩和し、マネーサプライの増加に努めた。例えば、75年秋口以降のマネーサプライの伸び悩みについてみると、75年第4四半期のマネーサプライの前期比伸び率(年率)は、+2.3%と第2～3四半期(平均年率+7.4%)に比べ大きく増勢が鈍化した。これが折からのニューヨーク市の財政問題の深刻化などとともに、景気回復の芽を摘んでしまうのではないかとのおそれもあったため、連邦準備制度は75年9月ごろからフェデラル・ファンド・レートを低めに誘導したあと、10月、12月の2度にわたって支払準備率を引下げ、さらに年明け後の76年1月には公定歩合を引下げる(6.0→5.5%)など相次いで緩和策を打出し、マネーサプライの増加を図った。

また、76年秋ごろにはマネーサプライの増勢鈍化に加え、景気上昇テンポのスローダウンがみられたため、連邦準備制度は10月以降フェデラル・ファンド・レートの誘導目標値を引下げるとともに、11月には公定歩合の引下げ(5.5→5.25%)、さらに12月には支払準備率の引下げを実施し、マネーサプライの伸び悩みに対処した。

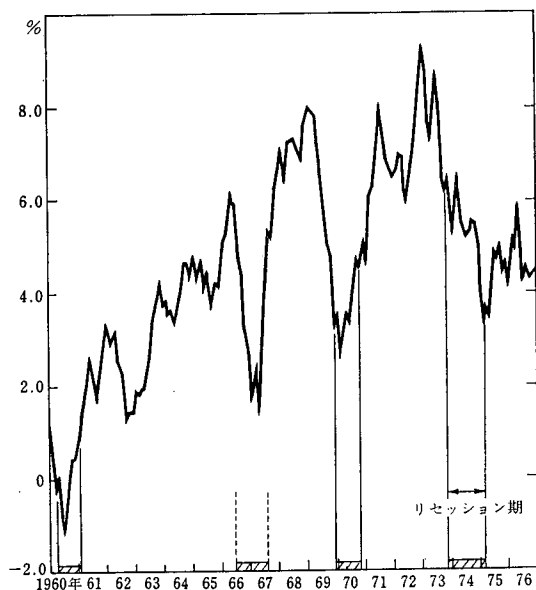
こうした政策運営が行われた結果、この2年間についてみるとマネーサプライの長期目標値はおおむね達成されており(注9)、乖離した場合でもその乖離幅はごくわずかといえる(第1表)。ちなみに、76年第4四半期に終る期間の実績値を目標値

(76年2月発表)と比べてみると、 $M_1$  については目標値のレンジ内に収まったほか、 $M_2$ 、 $M_3$  についても上限をわずかに超える(各々、0.4%、0.9%ポイント)程度にとどまっている。

しかも第2図から明らかなごとく、今次景気回復期におけるマネーサプライの増加率は過去のそれに比べ安定的に推移している。ちなみに、回復後7四半期目までのマネーサプライの前期比増減率の標準偏差を算出してみると、今回回復期の $M_1$  では0.523(前回回復期0.537)、 $M_2$  では0.403(同0.616)といずれも前回に比べ小幅の変動にとどまっている。

〔第2図〕

マネーサプライの変動( $M_1$ 、前年同月比)



(注9) マネーサプライの長期目標値の達成状況を評価する場合、主として次の3通りの方法があるとされており(カンサス・シティ連銀、76年2月号月報)、ここでの評価は①の方法によった。すなわち、①は目標最終期における基準時点からの伸び率をみるもので、現在連邦準備制度もこの方法によっている。正しくはこの方法によって目標値達成状況を評価すべきである。しかし、この方法では目標期間が終了したあとにおいてしか達成状況を評価できない。②はある特定の期間におけるマネーサプライの伸び率を目標値と比較して評価する方法。しかし、この方法はマネーサプライの短期的動向を不必要に大きく評価する欠点がある。③は目標期間内のある特定時点における基準時点からの伸び率を目標値と比較する方法で、基準時点から引かれる上限と下限の線が基準時点から発射される光線のような形となるところから、「ray approach」と呼ばれる。これは目標期間内での達成状況をみる場合、最も一般的に使われる方法だが、基準時点に近い時には目標値に収まりにくくなるといった欠点がある。

## 2. マネーサプライ重視の背景

### (1) マネタリズムの影響

このように連邦準備制度がマネーサプライを一段と重視するようになった背景としては、まず第一にマネーサプライと実体経済・物価の関係を強調するフリードマンらのマネタリストの見解が、今次リセッションとそれに先立つ2けたインフレを契機に改めて説得力をもつようになり、連邦準備制度としてもこれを無視することができなくなったことがあげられよう。

すなわち、マネタリストはかねてからマネーサプライの過度の増加がインフレをもたらす一方、生産・雇用といった実体経済活動に対しては、一時的に活発化させる効果はあるものの、その後マネーサプライのインフレ効果を通じて当初の経済活動に対する効果が相殺されるので、結局マネーサプライの増加によって経済活動を大きく高めることはできないと主張してきた。そうした中で米国経済は、前回景気回復期の1972年前後においてマネーサプライが急増したあと73~74年にはインフレが著しく高進し、さらに74~75年にかけて厳しいリセッションに陥入ることとなった。このため、マネタリストは「72年のマネーサプライの過大供給がその後の2けたインフレをもたらす原因

となり、こうしたインフレのため73年以降2年間にわたって金融引締めを続けざるを得なくなり、この結果74~75年初にかけて戦後最大のリセッションを引き起こすこととなった」(メイゼルマン・ヴァージニア大学教授、76年6月議会証言)と72年当時の金融政策の在り方を批判し、これが一般に広く受入れられるに至った。

事実、最近(76年12月)発表された下院金融政策小委員会の「金融政策の国民経済に対する影響(the Impact of the Federal Reserve System's Monetary Policies on the Nation's Economy)」と題する報告でも、戦後1975年までの実証分析に基づきこうしたマネタリストの主張を裏付けるような結論を提示して注目されている。すなわち、同報告では「1947年から1975年までの米国における消費者物価の変動をマネーサプライ、輸入物価等で説明する回帰式(注10)を計測したところ、ある年のマネーサプライの伸び率が1%高まると、2年後に消費者物価上昇率が0.6%強加速する関係がみられ、特に過去10年間に限ってみると消費者物価上昇分の約70%強はマネーサプライの増加によって説明される(注11)」と指摘している。また、「マネーサプライの実質経済活動に及ぼす影響について、米国の実質GNP成長率をマネーサプライ、物価などで説明する回帰式(注12)を計測したと

(注10) 計測された回帰式(計測期間1947~75年)は次のとおり。

$$\text{CPIYP} = 0.535 + 0.643 \text{M}_1\text{YP}(t-2) + 6\text{Dummy} + 1.403 \text{PIMYPW} + 0.248[\text{CPIYP}(t-1) - \text{CPIYP}(t-2)]$$

(0.367) (0.084) (1.109) (0.296) (0.074)

$R^2 = 0.898$ ,  $SE = 1.153$ ,  $DW = 2.523$  <ただし、( )内はSE>

CPIYP : 消費者物価の前年比上昇率  
 $\text{M}_1\text{YP}(t-2)$  : 2年前の  $\text{M}_1$  前年比増加率  
 Dummy : 1951年 = 1、52年 = -0.02、53年 = -0.38、54年 = -0.48、55年 = -0.28  
 PIMYPW : 輸入価格の前年比上昇率(輸入依存度でウェイト付け)

(注11) (注10)の回帰式に各変数の実績値を入れて算出したもの。

(注12) 計測された回帰式(計測期間1953~75年)は次のとおり。

$$\text{GNPPON} = -2.53 + 0.728 \text{M}_1\text{YP} + 0.552 \text{BY} + 1.217 \text{UNY}(t-1) - 1.011 \text{CPIYP}(t-1) + 0.393[\text{CPIYP}(t-1) - \text{CPIYP}(t-2)]t-1$$

(0.896) (0.101) (0.272) (0.187) (0.090) (0.098)

$R^2 = 0.895$ ,  $SE = 0.868$ ,  $DW = 2.846$  <ただし、( )内はSE>

GNPPON : 実質GNPの前年比増加率  
 $\text{M}_1\text{YP}$  :  $\text{M}_1$ の前年比増加率  
 BY : 潜在GNPに対する完全雇用予算赤字額の比率  
 $\text{UNY}(t-1)$  : 1年前の年平均失業率  
 $\text{CPIYP}(t-1)$  : 1年前の消費者物価の前年比上昇率

上記回帰式と(注10)の回帰式の相互連関によりマネーサプライのフィードバック効果を導出。



ころ、ある年のマネーサプライが1%増加すると同年中に実質GNP成長率が0.73%上昇するが、その後前述のマネーサプライのインフレ効果によって、当初の実質GNP成長率の上昇は3年後から急速に減退し、5年後にはほとんど0に近くなり、結局元の水準に戻ってしまうとの結果を得た」としている。

連邦準備制度としても例えばパルティエ理事が「マネーサプライの伸びをかなりの期間にわたって抑制できれば、物価上昇率の鈍化が期待できる」(76年6月議会証言)としており、また、ホルカー・ニューヨーク連銀総裁も「マネーサプライの過度の増加はインフレを招来しよう。また長期的にみてマネーサプライが実質所得を大幅に上回って増大しない限りインフレにつながらない」(76年9月講演)との見解を述べているごとく、マネタリストの主張するマネーサプライと物価の因果関係についてはある程度これを認めている。しかも、「インフレ対策が看過されたり、あるいは出遅れたりすると、インフレの根絶がますます困難となる」(ヘイズ・ニューヨーク連銀総裁<当時>、74年7月議会証言)うえ、「インフレの高進は、勤労者の所得と貯蓄の持つ購買力を低下させるとともに、企業経営を放漫化し、生産性を低下させたほか、企業収益を悪化させるなど、今次リセッションを招来した大きな原因となった」(バーンズ連邦準備制度理事会議長、75年5月議会証言)としている。こうした反省から、持続的な景気拡大を図るためにはインフレ抑制こそが必要であるとの認識を改めて深くし、そのためのひとつの指標としてのマネーサプライを一層重視することになったものとみられる。

## (2) インフレ下における金利安定化政策の弊害

今一つ連邦準備制度がマネーサプライを重視するようになった背景としては、政策運営上金利を重視してきたことに対する反省が指摘できよう。

これは前述の理由とは裏腹の関係にあるが、特にインフレが高進している状況下では、名目金利が金融の実体面に対する影響を示す正確な指標とはいえなくなったにもかかわらず、金利の安定化に配慮する余りマネーサプライを過大に供給してしまう傾向があった。すなわち、マネタリストの一般的見解によれば実体経済に対する金利の影響は名目金利から予想物価上昇率(インフレ・プレミアム)を差引いた実質金利によって決定されるが、通常政策当局は人々の予想物価上昇率をあらかじめ知ったうえで名目金利を望ましい水準に誘導することができないとされている。このため、名目金利を金融政策の運営目標としている場合には、インフレの進行を映じて予想物価上昇率が高まった場合、実質金利が低下し、支出活動が刺激されるが、それに伴う資金需要の増加、名目金利の上昇圧力に対して、名目金利の大幅上昇を抑えるための緩和政策がとられるので、マネーサプライの過大供給を招き、インフレの進行に拍車をかけてしまうという批判がある。従って、連邦準備制度としても「インフレが進行し、名目金利と実質金利が乖離しているような状況では名目金利のみを金融政策の運営目標として考えるのは適当を欠くおそれがある」(ウォーリック理事、76年11月講演)と指摘している。

また財政赤字が増大した場合においても金利の安定化に目を奪われすぎると、財政赤字のファイナンスに伴う金利上昇圧力を抑えようとして結果的にマネーサプライの増加を容認してしまうことになりかねない。すなわち、財政赤字は国債が金融機関以外の消化によってファイナンスされている限り、直接マネーサプライの増大にはつながらないものの、財政赤字増大に伴う財務省の資金調達額増すが金融市场をひっ迫させ、金利上昇圧力をもたらした際に、金融当局が金利の安定化を図る見地から市場に資金を供給した場合には、い

わば間接的にマネーサプライを増大させることとなる。事実、財政赤字のファイナンスにあたり、「市場金利の動向を重視していた連邦準備制度は金利安定のため、マネーサプライの過大供給によって対処してしまった」(ピアース・カリフォルニア大学教授、76年6月議会証言)といった批判が強まった。

こうした批判については、連邦準備制度当局もある程度認めざるをえず、例えばパルティー理事は、「金利を金融政策の運営目標として望ましい水準に維持しようとしてきたことから、財政が赤字となれば金利上昇圧力が強まるため、マネーサプライを増加させざるを得なかった」(76年6月議会証言)とこれまでの政策運営を反省している。

もちろん米国でも、「通貨と実体経済活動との関係はマネタリストの主張するほど安定的なものではない」(モジリアーニ・マサチューセツ工

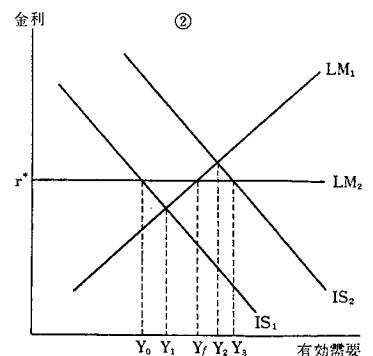
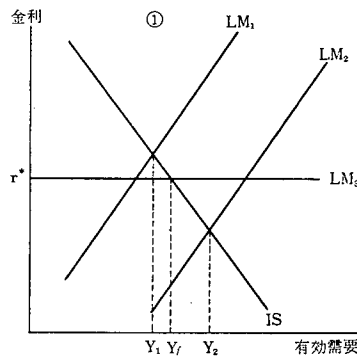
科大学教授等)との見解も依然有力である。連邦準備制度としてもマネーサプライの重要性を認めているとはいえ、必ずしもマネタリストの見解をそのままの形で受入れた訳ではない。例えばマネタリストは自由裁量的な金融政策を否定して、マネーサプライ増加率を一定にするよう提唱しているが、バーンズ議長は「マネーサプライの増加率を常に一定に維持しようとするのは、金融政策として賢明ではなく、経済情勢に応じて当然変動すべきである」と再三指摘し、前述のように目標値を弾力的に変更している。また連邦準備制度は、マネーサプライを重視する姿勢を強めているといっても、マネタリストのごとく金利動向を全く無視することには否定的な態度であり、「マネーサプライの安定に必要な金利変動が経済の許容範囲を逸脱するような場合にはマネーサプライのみを唯一の目標として政策運営を行うべきでない(注13)」

(注13) このように、マネーサプライと実体経済の間には必ずしも安定的かつ固定的な関係が存在しない状況においては、単にマネーサプライのみならず、金利も注目する必要があることの説明として、ウォーリック連邦準備制度理事は次のようなブル・ブラウン大学教授の議論(Quarterly Journal of Economics, 70年5月号)を紹介している(76年11月講演)。

①の図のような通常のIS・LM曲線において、IS曲線が安定している(つまり、資本の限界効率が安定)一方、LM曲線が流動性選好の変化から $LM_1 \sim LM_2$ の範囲でシフトする(つまり、マネーサプライと実体経済の関係が不安定)場合に、マネーサプライを一定に保つ政策を採用すれば、有効需要の水準は $Y_1 \sim Y_2$ の範囲で変動する。これに対し、利子率を $r^*$ の水準に保つようにマネーサプライを弾力的に供給しLM曲線を $LM_3$ のようにした場合には、有効需要の水準を $Y_1$ の完全雇用水準で安定できることとなり、金利を金融政策の運営目標とした方が優れている。

一方、②の図のようにIS曲線が $IS_1 \sim IS_2$ の範囲で変動する一方、LM曲線が $LM_1$ で安定している状況のもとで、かりに政策当局が利子率を $r^*$ の水準に保つようにマネーサプライを供給し、LM曲線を $LM_2$ のようにした場合、有効需要は $Y_0 \sim Y_3$ の範囲で変動する。これに対して、もしマネーサプライを一定に保つことによりLM曲線を $LM_1$ のようにした場合には、有効需要の変動幅は $Y_1 \sim Y_2$ にとどまる。従って、マネーサプライを運営目標として一定に保つ方が優れている。

現実の経済では、IS曲線、LM曲線ともにシフトすることからマネーサプライと金利のいずれを金融政策の運営目標として安定させるかは、そのときどきの経済情勢に応じてLM曲線とIS曲線のいずれがより安定的かの判断にかかっている訳であり、どちらか一方のみを重視して一定に保つことは不適当といえる。



(パルティー理事、76年6月議会証言)とし、また「変動相場制下にあっても国際金融市場が金利格差に敏感に反応することにも留意すべきである」(ボルカー・ニューヨーク連銀総裁)としている。

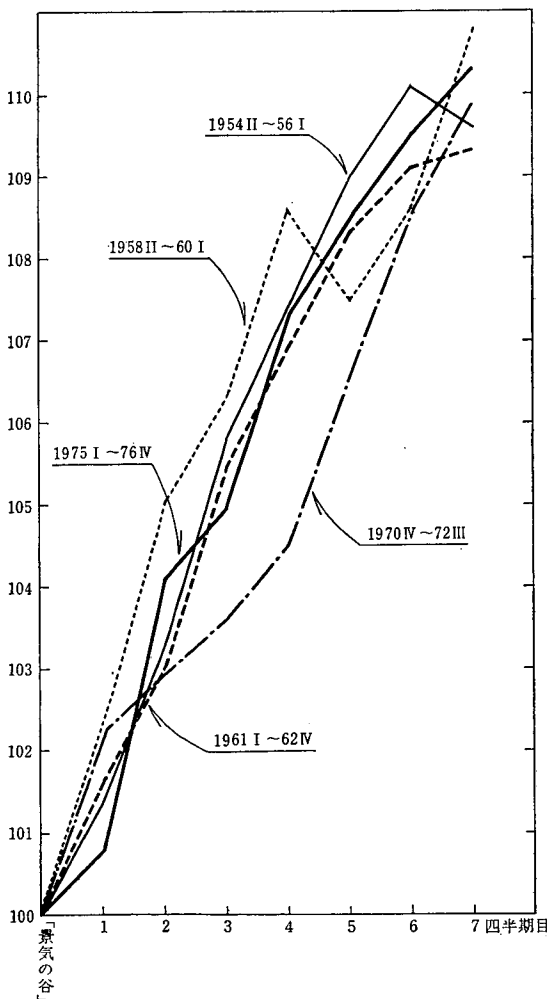
### 3. 当面の金融政策運営を巡る論議について

#### (1) 金融政策運営を巡る論議高まる

連邦準備制度は、上記のように過去2年間「インフレなき持続的拡大」を目標にモダレートな金

[第3図]

景気回復期における実質GNPの推移  
(「景気の谷」における水準=100)

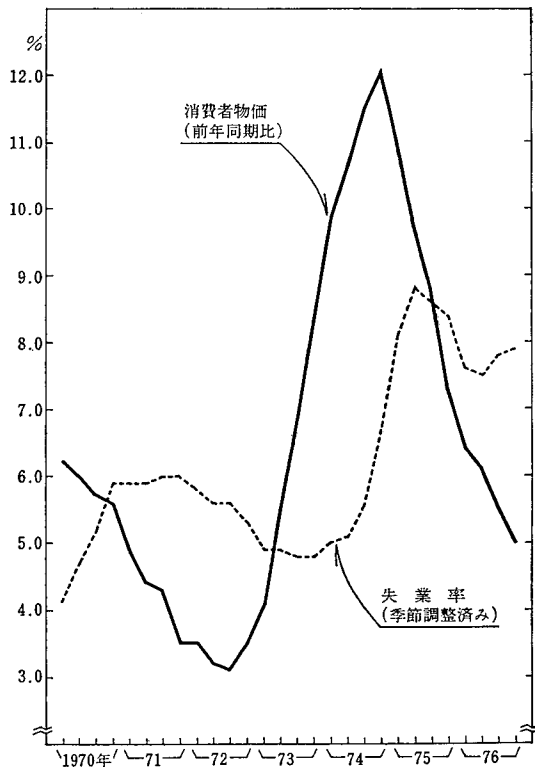


融政策スタンスを維持してきたが、この間の米国経済は、1974~75年の厳しいリセッションから脱却しており、最近までの景気回復の足取りは過去の景気回復局面に比べて遜色がない(第3図)。一方、物価上昇率は74年の2けた台から著しく鈍化し、現在では年率5%程度の伸びにとどまっている(第4図)。こうした物価の落ち着きの背景には、73~74年にみられた一次産品、石油価格の高騰といった特殊要因がはく落したことや、76年中には穀物の豊作を映じて農産物価格が落ち着き傾向を示したことなどの要因が挙げられるが、また連邦準備制度がマネーサプライ増加率を安定的に保つよう努めたことから、民間の根強いインフレ期待が徐々に鎮静してきたことによる面も見逃せないであろう。

金融市場においても、75、76年にわたり政府の

[第4図]

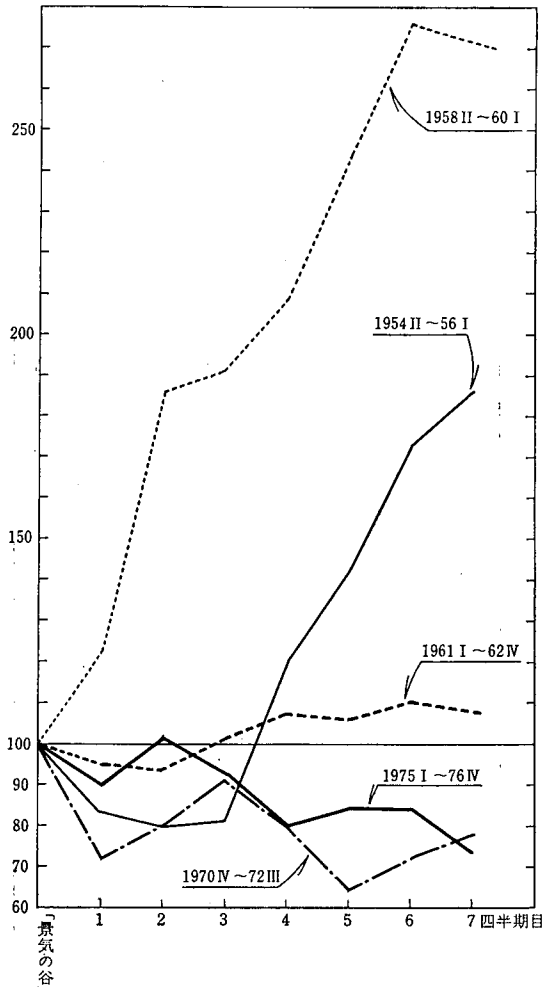
消費者物価上昇率と失業率の推移



所要資金調達額が巨額に上がったが、これは順調にファイナンスされ、しかも通常景気回復の進展に伴い数か月後には上昇することの多い市場金利が今次景気回復局面において75年夏場の一時期を除いてむしろ低下傾向を示し(注14)(第5図)、76年末には短期金利が実に4年ぶり、長期金利は2年半ぶりの低水準となった。こうした市場金利の低下は、基本的には民間の資金借入需要が低調であっ

〔第5図〕

短期金利(コマーシャル・ペーパー・レート)の推移  
 (「景気の谷」における水準=100)



たことによるが、このほか物価上昇率の鈍化とインフレ心理の鎮静化に伴い金利に組込まれるインフレ・プレミアムが縮小したことによる面も少なくないとみられる。

もっとも、こうした景気回復過程をやや詳細にみしてみると、75年春に底を打ったあと約1年間のかなり速いテンポの上昇に比べて76年第2四半期以降はそのテンポが著しく鈍化し、いわゆる中だるみ(pause)の状態を呈した。もちろん、景気が回復後2年目に入って拡大テンポが鈍化した経験は過去の回復局面においてもしばしばみられた。しかし今回の場合、①リセッション期の経済活動の落込み幅が余りにも大きかっただけに、その後の回復に対する期待も強かったこと、②雇用情勢の改善の遅れが目立ち、失業率は76年春ごろまで低下をみたあと景気上昇テンポの鈍化とともに再び上昇し、景気のボトムから2年近くたった76年末に至っても8%程度となお高水準(ピーク時<75年5月>9.0%)にとどまっていること(第4図)、などを背景に、こうした景気中だるみを招いた経済政策運営に対して従来になく批判が強まり、折しも行われた大統領選挙(76年11月実施)において失業解消を経済政策上最優先することを唱えたカーター民主党候補が勝利を収めたこともあって昨年末にかけて景気刺激策を求める論議が急速に高まってきた。

景気刺激策として追加的な財政措置に加え金融緩和の促進を要望する向きも多い。例えば、クライン・ペンシルベニア大学教授は現在の政策を維持していく限り1980年に至っても失業率が6%以下にならないとし、速やかに雇用改善を図るためには、「向う2~3年間にわたって財政刺激措置を講ずるとともに、マネーサプライの伸びを高め

(注14) 1970~72年の景気回復期における金利動向も従来のパターンとは異なるが、これは71年8月以降実施された貸金・価格規制が大きく響いているとみられる〔“Interest Rate Behavior in the Current Economic Recovery”, Quarterly Review(Federal Reserve Bank of New York, Winter/1976)〕。

て金利を低水準に抑え、当面の経済成長率が5%をかなり上回るようにすべきである」と提言<sup>(注15)</sup>している。サミュエルソン・マサチューセッツ工科大学教授らも「最適な景気拡大を達成するためには減税措置に加え金融緩和策が必要である」(77年1月)旨強調している。また議会筋においても「今や経済を拡大し失業を減少させるため連邦準備制度はマネーサプライの長期目標値を8%程度に引上げるべきである」(76年12月)と指摘している。

一方、こうした中において「必要な景気刺激対策は減税等財政政策で行い、金融政策は緩和すべきでない」(マクラッケン・元大統領経済諮問委員会委員長、77年1月)といった議論も少なくない。こうした意見は議会内部からも聞かれ、前述の下院金融政策小委員会報告において次のような見解表示、政策提言がなされている。

- ① マネーサプライの増加は短期的にはGNPを上昇させる効果をもつが、同時にインフレ効果をもつため長期的にGNPを上昇させる効果はない。これに対して財政面からの景気刺激措置はGNPの増加に直接的な影響力を持ち<sup>(注16)</sup>、インフレにつながるか否かはそのときどきのマネーサプライの状況いかんによる。
- ② 従ってインフレを回避しつつ、景気を浮揚させるためには、マネーサプライの増加に配慮しながら、財政支出の増大により景気刺激を図る

方が望ましい。過去において財政赤字が生じた時期に物価上昇圧力が高まったのは、連邦準備制度が多額の国債発行に伴う金利上昇を回避するために結局マネーサプライを大幅に増加させたことによるものである。

- ③ 当面の米国経済政策運営においては、景気回復テンポを高め失業率を引下げるため追加的的刺激策が必要であるが、それは減税・財政支出拡大等財政政策によって対処すべきである。その際、マネーサプライ( $M_1$ )の増加率は連邦準備制度が設定している長期目標値程度にとどめることが望ましい。

このように金融政策の果す役割について意見がわかれているのは、基本的には従来から繰返されてきた金利を重視するケインジアンとマネーサプライを重視するマネタリストの論争に根ざすものであるとみられ、その論点は次のように整理されよう。

まず第1に、「デフレ・ギャップと物価」に関して、金融緩和を唱える議論はマネーサプライの増加が物価に及ぼす影響はその時点における経済の活動水準いかにかかっているという考え方に基づくもので、「現在なお大幅なデフレ・ギャップと高水準の失業が残存している状況のもとでは、マネーサプライを増やしてもそれが直ちにインフレ再燃につながることはない」(クライン教授)とみている<sup>(注17)</sup>。これに対して、金融緩和批判論では「インフレ期待の根強い現状下において

(注15) U.S. ニュース・アンド・ワールド・レポート誌とのインタビューにおける発言(76年8月23日号)等。

(注16) 同報告では、前記(注12)回帰式に基づき「潜在GNPの1%に相当する財政赤字は当該年の実質GNPを0.5%上昇させる効果をもつ」と指摘している。もっともマネタリストは下院金融政策小委員会の報告の考え方は異なり、財政政策を景気調整のために用いることには否定的である。例えばセントルイス連銀では、経済活動に対する財政・金融両政策の効果について回帰式をもちいて分析した結果、例えば歳出の増加は初めの半年間はGNPを増加させるが、それ以降は逆に減少させ、年間で差引きほとんど影響がないと指摘している(1968年11月号月報“Monetary and Fiscal Action: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization”)。

(注17) この点に関し、モジリアーニ・マサチューセッツ工科大学教授は“Monetary Policy for the Coming Quarters: The Conflicting Views”, New England Economic Review(Federal Reserve Bank of Boston, March/April 1976)と題する論文の中で、「過去の経験に照らし米国では失業率が6%を上回っている限り物価上昇率が鈍化する」と指摘、それゆえ現状ではインフレ再燃を招くことなく財政・金融両面から緩和策を採ることが十分可能である旨指摘している。

は経済活動水準にかかわらずマネーサプライの増大がインフレにつながり、ひいては生産・雇用に悪影響を及ぼす」(メルツァー・カーネギー・メロン大学教授、76年6月)と考えており、しかも「今日の高失業の原因は主に構造的要因によるものであり、従って総需要拡大策によっては解決できるものではなく、インフレを惹起するにとどまってしまう」(セントルイス連銀月報76年12月号)とみている。

第2は金利の安定化に関するもので、金融緩和論が「マネーサプライを増やして金利の安定化を図らない限り、金利の上昇によって設備投資や個人消費が悪影響を受け、結局景気回復の足を引張ることになる」(トービン・エール大学教授、77年1月)、と主張しているのに対し、金融緩和反対論では「マネーサプライの増大はインフレ期待を高める結果、金利に組込まれているインフレ・プレミアムの上昇を通じて、マネーサプライを抑えた場合よりもかえって金利が高くなる恐れがある」(ジョルダン・ピッツバーグ・ナショナル銀行主任エコノミスト、76年6月)と反論している。

## (2) 金融政策に対するカーター政権の要望

このように景気刺激策の導入、特に金融政策運営を巡って論議が高まってきた折柄、カーター新大統領は就任直後の本年1月31日、向う2年間にわたる総額312億ドルの財政拡大措置を議会に提案した。その内訳は、77年度(76年10月～77年9月)として個人所得税還付(1人当たり50ドル、総額114億ドル)を中心に155億ドル、78年度(77年10月～78年9月)は直接的雇用拡大をねらった財政

支出増加を中心に157億ドルとなっている。カーター政権としては、すでに米国経済が76年夏場以降の中だるみから脱しつつあることは認めているが(注18)、「現在の米国経済の成長率および失業率は満足すべき水準とはいえず、これから脱却するためには景気刺激策が不可欠」(カーター大統領)と強調している。

さらにカーター政権は、こうした財政刺激策の効果を減殺しないよう金融面からの支援を期待しており、例えば、ブルメンソール新財務長官が「政府がアクセルを踏んでいる一方で、連邦準備制度がブレーキをかけるようなかつての仕ぶりは回避すべきである」と述べている。またシュルツ大統領経済諮問委員会委員長も、「連邦準備制度が弾力的な金融政策をとることによって、カーター大統領の景気刺激措置は初めて十分な効果をあげることができよう」として、景気刺激策実施に伴う財政赤字ファイナンスの増大(注19)が金利の上昇を招き、それが今後増加してくるとみられる民間部門の資金調達を圧迫することのないよう、金融政策が緩和気味に運営されることを期待している。

これに対してマネタリスト寄りからは、「財政赤字ファイナンスの増大に伴う金利上昇を回避するためマネーサプライを増やすと、インフレ再燃を招き、結局景気の過熱から厳しいリセッションへという過程をたどるおそれがある」(オリアリー・U.S.トラスト副頭取)と指摘され、連邦準備制度が金融政策を安易に緩和することのないよう要請されている。

(注18) なお、米国では昨年末、東部、中西部を中心に異常寒波に襲われ、天然ガス不足から工場閉鎖や労働者のレイオフが広範化するなど実体経済面への悪影響が懸念されているが、カーター政権では「こうした影響は一時的なものにすぎず、本年第1四半期にGNP増加率が鈍化したとしても次期以降これを取戻し、年間を通じてみればほとんど響くまい」(シュルツ大統領経済諮問委員会委員長)とみている。

(注19) 「1978年度予算教書修正版」によると、1977年度における連邦政府財政赤字額は680億ドルにも達する(フォード前政権の予算教書では572億ドルと見込まれていた)ものと見込まれている。

## むすびに代えて

以上みてきたように、連邦準備制度はこの2年間従来になくマネーサプライ増加率の安定維持に努めてきた。

また今後についてもバーンズ連邦準備制度理事会議長は77年2月3日、下院銀行委員会での証言において、

「連邦準備制度としては、もとより77年を通じ雇用の増大と設備能力の拡大を進めることの必要性は認めている。しかし同時に、インフレとの闘いを一層押進めていく必要性にも留意しなければならない。従って、向う1年間(76年第4四半期～77年第4四半期)におけるマネーサプライの長期目標値は従来のまま据置き( $M_1$ )、な

いし下限を引下げる( $M_2$ 、 $M_3$ )<sup>(注20)</sup>こととした(第1表)。連邦準備制度としてはこの程度の目標値で前年を上回る経済成長率を達成するに十分であると信じている」

と述べ、連邦準備制度としては当面その政策運営姿勢を変更する考えのないことを明らかにしている。

しかしながら、前述のように今後財政赤字ファイナンスと民間の資金需要が競合するような事態に立至った場合には、連邦準備制度は「景気回復か、インフレ抑制かを巡って厳しい選択を迫られるのではないか」(ビジネス・ウィーク誌77年1月31日号)との見方が強く、その意味でも今後の連邦準備制度の対応ぶりが注目されよう。

(注20)  $M_2$ 、 $M_3$ の目標値下限の引下げの理由について、バーンズ議長は「1976年の $M_2$ 、 $M_3$ は市場証券から貯蓄性預金へ大量の資金シフトが生じたため著しく増加した。77年の下限の引下げは金融機関が預金金利の引下げを通じて貯蓄性預金の流入を抑えようとの姿勢に転じていることから、 $M_2$ 、 $M_3$ の伸びが鈍化するものと予想されるためにとった技術的な措置ではあるが、また物価安定をもたらすのにふさわしいマネーサプライの増加を目指して徐々に目標値を引下げていくというかねてからの連邦準備制度の意向の表れでもある」と説明している。