

# 景気後退期および回復期における 米国連邦準備銀行の金融政策

## 1. はしがき

1957年秋に始まった米国の戦後3度目の景気後退は、周知のように、昨年4月に底入れをみて以来、いわゆるV字型の急速な回復過程をたどり、現在では主要な経済諸指標のほとんどが後退前ピークの水準を上回るに至り、米国経済はいまや新たな上昇局面に一步踏み出すに至つたといえよう。顧みるに、今次景気後退は1955年から57年にわたる設備投資ブームの反動として到来したものであつただけに、当初はその調整過程の深刻化、長期化を懸念する空気も強かつたが、実際には下降の幅において戦後2回の景気後退(1948~49年および1953~54年)と大差なく、また下降期間においては戦後最短のものであつた。

このように景気後退を軽度ならしめた原因としては、もとより米国経済に内在する回復への諸力、ビルト・イン・スタビライザーの機能、政府の行なつた若干の景気対策の効果などを指摘しなければならないが、同時に、この間弾力的に駆使された連銀当局の金融緩和政策が景気の累積的下降を阻止し、景気好転のための金融的基礎を形成したこともあづかつて力があつた。また連銀当局は昨年夏景気基調の転換に伴つていち早く金融引締めに転ずるに至つたが、かくも早期に政策転換が行なわれたことは他に例をみないところであつて、最近の連銀の政策の方向を示唆するものとして注目を要するところである。

以下においては、1957~58年の景気後退とその後の回復過程における連銀金融政策の推移およびそれが経済全般に与えた影響を概観し、あわせて

その間の特色につき若干の検討を試みることにしたい。

## 2. 景気後退期における金融緩和政策

### (1) 金融緩和政策の推移

1955年から57年にかけての設備投資ブームの間、連銀当局はブームの行過ぎとインフレ傾向を抑制するため一貫して強度の金融引締め政策を推進してきたが、57年秋経済の全般的な下降調整が始まるとともに、10月末には2年有余に及んだ引締め政策から緩和政策に転換するに至つた。爾來、連銀当局は58年夏までの間、公開市場操作、支払準備率操作、公定歩合操作の三つの量的調整手段を補完的に駆使することによつて、銀行信用のアーベイラビリティと通貨量の増大を図るとともに、株式信用の面においても株式証拠金率を引き下げてその規制を緩和した。

#### [第1表] 金融緩和措置の推移

○公開市場操作				
1957年	11~12月	買操作約10億ドル	(季節資金の 潤沢な供給)	
1958年	1~3月	売操作"6"	(季節的な緩和要因) を下回る売操作	
	4~6月	買操作"18"		
○支払準備率の引下げ(3回) (%)				
		要求預金		定期預金
		中央準備市	準備市	地方
1957年	9月	20	18	12
1958年	2~3月	19½	17½	11½
	3~4月	19	17	11
	4月	18	16½	...
○公定歩合の引下げ(4回)				
1957年	11月	3½%	→	3%
1958年	1月	3%	→	2¾%
	3月	2¾%	→	2¼%
	4月	2¼%	→	1¾%
○株式証拠金率の引下げ				
1958年	1月	70%	→	50%

この間採用された緩和措置は第1表に示した通りであるが、1957年10月末から58年7月までの間に、連銀当局は公開市場操作により純計約21億ドル、支払準備率引下げにより約15億ドルと合計36億ドルにのぼる支払準備を追加的に供給し、これにより約15億ドルにのぼる巨額の金流出の効果を相殺した上、加盟銀行の支払準備ポジションを著しく緩和した。このため加盟銀行の連銀借入額は8億ドルから1億ドル台に減少し、自由準備（過剰準備—連銀借入額）はマイナスの4億ドル台から3～7月にはプラス5億ドル前後に増加し、後述するとき銀行信用と通貨量の記録的な増大を可能ならしめる基盤となった。

この間、かかる金融緩慢を反映して金利水準も1930年代初期以来最大の急落を示した。たとえば

財務省証券利回りは3.66%から0.64%へ低下、プライム・レート（優良企業に対する短期事業貸出金利）も4.5%から3.5%へと2度にわたって引き下げられたほか、長期国債金利も3.76%から3.07%に低下した。もつともかかる金利の急落は金融緩和の初期に著しく、連銀の緩和政策推進を見越した市場の予想によつて資金の需給関係以上に拍車された面があつた。さらに金利の低落は短期金利に著しく、長期金利は更年後はむしろ下げ渋りを示し、長・短金利差が異例なまでに拡大したことが一つの特色であつた。長期金利が十分に低下しなかつたのは、当時多額の長期国債が借換発行され、ブーム期中から延期されていた州・地方債が金融緩和期をねらつて集中発行され、また企業が銀行借入を社債に乗り換えるなど、長期資金に対する需要が堅調であつたためであつた。

〔第2表〕 加盟銀行の支払準備ポジションの推移（単位・百万ドル）

区 分	1957年		1958年				1959年
	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月
過剰準備	522	577	633	626	571	516	458
連銀借入額	988	710	138	142	476	557	589
自由準備	-467	-133	495	484	95	41	131

資料：連邦準備制度理事会月報

注 (1) 過剰準備＝支払準備—所要準備

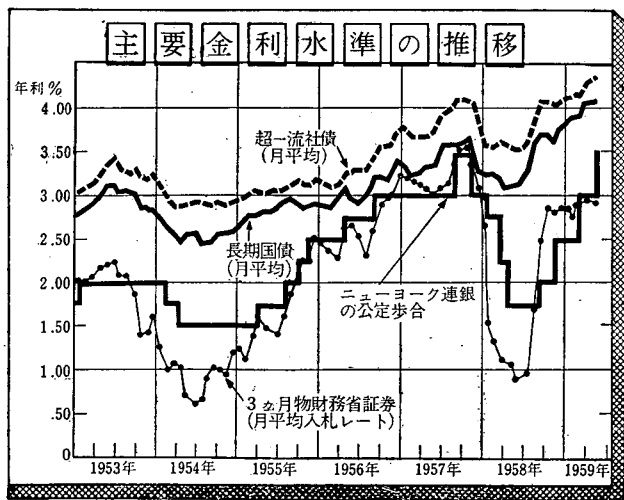
(2) 自由準備＝過剰準備—連銀借入額

(3) 毎日の数字の月中平均。

## (2) 慎重な緩和政策

今回の景気後退時における緩和政策は、1953～54年の景気後退時のそれに比して、その転換のタイミング、進め方の態様、緩和の度合などにおいてかなり慎重なものであつたとみることができる。

すなわち、景気後退の徴候は1957年9月以降散見されたにもかかわらず政策転換が正式に決定されたのは11月中旬であり、さらに景気後退の全面的な進行を率直に認め、より積極的な緩和政策を推進しはじめたのは12月中旬以降のことに属する。また、その後の緩和政策の進め方にして、たとえば支払準備率の引下げが $\frac{1}{2}\%$ ずつと小刻みであつたことが示すように、決して性急なものではなく、慎重かつ漸進的であつた。さらに金融緩和の量的な度合においても、金の流出による支払準備の減少効果などを勘案すれば必ずしも大きなものとはいへなかつた。



資料：連邦準備制度理事会月報

この点1953～54年の景気後退期にその初期の段階から積極的にデフレ傾向を阻止するという意図のもとにアクティブ・イーズ政策が採られたのに比べると、かなりニュアンスを異にするものということができる。

連銀当局がかかる慎重な緩和政策を採つたのは第1に、今次景気後退は経済の行過ぎに対する再調整の過程であつて、むしろ後退期には経済各部門で必要な調整を進めるべきであること、第2に、戦後2度の景気後退の経験からみて、米国経済に内在する回復力については信頼しうるものであること、第3に、1953～54年の景気後退時におけるアクティブ・イーズがその後のブームとインフレの一つの背景となつたことにかんがみ、景気後退時の緩和政策の行過ぎが経済に過剰流動性を与え景気上昇期における引締め政策の効果を減殺することがあつてはならないこと、などの連銀当局の考え方を反映するものであつた。

### (3) 緩和政策の影響

金融緩和期に生じた諸々の変化のすべてが政策効果のみに帰しうるものではなく、景気局面の転換に伴う経済実体面の変化との関連において理解されねばならない面も多い。しかし景気後退期における緩和政策が銀行の支払準備の増大を通じて銀行信用と通貨量の増大をもたらし、これによつて銀行および経済全体の流動性を高めるに役立つことは明らかである。

#### イ. 銀行の証券取得増大と預貸率の改善

金融緩和政策のもたらした商業銀行の支払準備の増大と金利の低下とによつて、商業銀行の信用拡張の能力と意欲とは著しく高められたが、景気後退を反映して銀行貸出が全体として伸び悩んだため、銀行は支払準備の余裕をすべて証券の取得（主として国債、州・地方債）に

向けるに至つた。第3表に示すように1957年9月末から58年7月末の間に銀行の証券投資は113億ドル増加しているが、この証券取得増大のペースは前回の景気後退時のペースをも上回り、戦後最大のテンポであつた。

ブーム期には手持証券を売却して貸出資金をまかない、景気後退期には貸出需要が停滞するため利潤動機から証券の取得を増加させるというのが景気変動に応ずる銀行の通常の状態であるが、今次景気後退期において銀行が記録的なテンポで証券を取得したことは、連銀の緩和政策が比較的慎重であつた点と対比しきわめて注目すべきことといわねばならない。このことはまた、銀行制度が金融緩和政策に対してかなり敏感な反応を示しうることを例証したものであろう。

このような銀行による証券取得の著増は、第1に連銀当局の緩和政策による銀行信用のアベイラビリティの増大がこれを可能にしたのであり、第2に1955～57年のブーム期中著しいローン・アップの状態にあつた銀行が、預貸率を改善しようと

〔第3表〕 全商業銀行の資産構成の推移 (単位・億ドル)

区 分	1957年		1958年		1959年	1953年	1954年
	9月末	12月末	7月末	12月末	3月末	5月末	10月末
貸出残高	934	939	934	980	990	654	677
投資残高	729	762	842	866	835	727	863
うち国債	559	582	643	662	629	583	702
貸出・投資計	1,663	1,701	1,776	1,846	1,825	1,381	1,540
預貸率(%)	49.4	46.6	46.5	45.8	48.7	40.5	37.8
(うちニュー・ユー ア・シテイ)	(61.9)	(59.7)	(53.3)	(51.0)	(56.4)	(51.4)	(42.8)

資料：連邦準備制度理事会月報

〔第4表〕 全加盟銀行の流動資産比率の推移 (単位・億ドル)

区 分	1957年	1958年	1958年		1953年	1954年
	10月	6月	9月	12月	6月	10月
総資産(A)	1,818	1,940	1,908	2,020	1,543	1,622
現金資産(B)	211	208	203	209	214	212
短期国債(C)	69	65	92	108	79	83
(B)+(C) (A)(%)	15.4	14.1	15.5	15.7	19.0	18.2

資料：連邦準備制度理事会刊のコール・レポート

注 (1) 現金資産は手元現金および連銀預け金の合計。1958年6月以降の現金資産の減少は一部支払準備率引下げに基く。

(2) 短期国債は期間1年以内の国債。

いう積極的な意欲を持つていたことも忘れることができない。加えて当時景気下降テンポが急速であることから積極的な金融緩和政策が採られるものと一般に期待され、急速な金利低下（証券価格上昇）をみるものとの予想が銀行の証券取得意欲を一層促進させた事情もあつた。

貸出の伸び悩みと多額の証券取得の結果、1955年以降悪化を続けていた商業銀行の預貸率は数年ぶりに改善をみ、57年9月末の49.4%から58年7月末には46.5%へと低下している。預貸率の改善はことに大都市銀行において著しく、たとえばニューヨークの銀行は61.9%から53.3%へ低下した。もつともこの間、財務省が国債長期化政策を推進し短期債を長期債に借り換えたため、銀行の手持国債の内容をみると長期国債が増加し短期国債は逆に減少しており、流動資産比率（現金

資産と短期国債の総資産に対する比率）は従前に比しかえつて若干低下する結果となつている。しかしながら米国においては、長期国債といえども随時市場において換価しうるので預貸率の低下により銀行の流動性は若干改善されたわけである。なお、預貸率が改善したとはいえその水準が依然ブーム前の水準（38%）よりも高いことは注目されよう。

#### ロ. 通貨量の急速な増大

前述のごとき銀行の収益資産の増大を反映して、商業銀行の定期預金（米国では原則として期間30日以上を指す）および要求払預金は、1957年10月から58年7月の間に116億ドルの著増を示した。この間いわゆるマネー・サプライ（通常の意味における通貨量で、要求払預金と通貨流通高の合計）は、57年第4四半期には経済活動の収縮を反映して若干減少したが、58年1~7月には証券取得の増大を反映して年率5.5%のペースで急増をみた。景気後退期には通常通貨量が減少するに

もかわらず、年率5.5%とブーム期における増加率（56年中+0.9%、57年上期年率1.2%）をはるかに上回る率で増加したことはきわめて注目すべきことであつて、連銀の緩和政策と商業銀行の預貸率改善の努力のもたらした通貨量の増大が景気後退の阻止と上昇への基盤をつくる上に大きな貢献をしたことは疑いえないところである。

なお、商業銀行の定期預金も記録的な増大を示したが、これには要求払預金のうちのインアクティブ・マネーが定期預金に振り替えられた分も多く、したがつて前記マネー・サプライもかかる定期預金増加の上積みとして著増したものであることに注目すべきである。この点で通貨量を定期預金をも含めた広い意味に用いれば、この間の通貨量の増大は著しいものがあつたとみることができる。

[第5表]

通貨量の推移

(単位・億ドル)

区 分	1957年		1958年		1959年	1953年	1954年
	9月	12月	7月	12月	3月	5月	10月
定期預金	877	886	965	979	992	676	748
うち 商業銀行	551	555	623	629	640	417	467
要求払預金	1,055	1,089	1,095	1,145	1,116	975	1,019
通貨流通高 (季節調整済)	277	281	281	280	281	272	268
マネー・ サプライ (季節調整済)	1,339	1,329	1,376	1,383	1,397	1,261	1,292

資料：連邦準備制度理事会月報

- 注 (1) 定期預金は、インター・バンク定期預金、財務省定期預金、郵便貯金の銀行預け金を除いたもの。  
 (2) 要求払預金は、インター・バンク預金、政府預金および取立中の切手手形を除いたもの。  
 (3) マネー・サプライは、要求払預金と通貨流通高の合計で、季節調整済のもの。

#### ハ. その他の影響

このほか、金融緩和政策のもたらした銀行信用のオペラビリティの増大と金利の低下は、住宅建設、州・地方政府支出に対する影響を通じて、景気回復に大きく寄与したことを指摘することができる。

すなわち、住宅金融の面では、金融緩和は住宅抵当資金のオペラビリティの増大、住宅抵当金利および政府保証抵当の割引率の低下、銀行の不動産貸出の積極化をもたらしたが、これによつて

住宅建設は著しく刺激され、民間住宅着工数は1958年2月の915千戸を底として年末には1,432千戸へ急増した。他方、州・地方政府の起債意欲も、長期市場のアーベイラビリティの増大、金利の低下（57年秋の3.89%から58年春の3.01%へ）によつて著しく刺激され、ブーム期から延期されていた分や新規分の発行が著増（57年10月～58年6月の新規発行額約64億ドル、前年同期比33%増）し、州・地方政府支出の増大を可能ならしめたのである。

### 3. 景気回復期における金融引締め政策

#### (1) 景気基調の転換と引締め政策への移行

1957年に始まった景気後退は、現在過去の統計指標を検討してみると58年4～5月に底入れをみたのであつて、その後景気は急速な回復過程をたどつて今日に至っている。そして、連銀当局は景気の底入れ・回復がようやく緒についたばかりの8月にはすでに早くも引締め政策に転換し、爾来、公開市場操作、公定歩合操作、さらには株式証拠金率の引上げなど一連の政策が相次いで実施されるに至つた。

すなわち、1958年8月下旬には公開市場操作は緩和基調から緩やかな引締めの方向に転ずるとともに、9月中旬にかけて公定歩合も1¾%から2%に引き上げられ、連銀の政策転換の意図を明示するに至つた。その後公開市場操作は引続き漸進的な引締めの方針のもとに運用され、年末にかけての買操作も引続く金の流出と季節的な資金需要の一部をまかなつたにすぎなかつた。この間公定歩合は10～11月に2%から2½%へ再引上げをみ、さらに本年に入り3月初めには2½%から3%へ、5月末には3%から3½%へと相次いで½%ずつ大幅に引き上げられ、現在すでに景気後退前の異例の高水準に達している。これら公定歩合の引上げは、いずれも市場短期金利水準の上昇に追随して加盟銀行の連銀借入コストを上昇せしめると

ともに、連銀当局の引締め堅持の方針を示すものであつた。なお、株式信用の面においても、景気基調の好転と財政赤字の増大によるインフレ期待感から株価の高騰が続き株式信用残高の急増をみるに至つたため、昨年8月上旬に株式証拠金率の引上げ（50%から70%へ）が行なわれ、さらに10月には70%から90%に引き上げられている。

〔第6表〕 金融引締め措置の推移

#### ○公開市場操作

1958年8～12月 買操作約19億ドル  
1959年1～3月 売操作〃9〃

（いずれも季節操作）  
（よりも引締めの的）

#### ○公定歩合の引上げ（4回）

1958年8～9月 1¾%→2%  
10～11月 2%→2½%  
1959年3月 2½%→3%  
15～6月 3%→3½%

#### ○株式証拠金率の引上げ（2回）

1958年8月 50%→70%  
10月 70%→90%

以上の引締め措置により加盟銀行の支払準備ポジションは漸次悪化し、連銀借入額は緩和時の1億ドル台の水準から最近では5～6億ドル台に増加、自由準備も緩和時に維持されたプラス5億ドルの水準から最近では2億ドル程度のマイナスに急減している。この間、引締めによる資金のアーベイラビリティの減少を反映して、金利水準も著しい急上昇をみている。たとえば財務省証券利回りは昨年5月の1%以下の水準から3%前後へ上昇、プライム・レートも2度の引上げにより3.5%から4.5%へと景気後退前の水準に復したほか、長期国債金利も昨年5月の3.07%から最近では4%を上回っている。ことに長期金利の上昇が目立ち、すでに前回ブーム時の水準をこえ戦後最高の高さを示すに至っている。

#### (2) 早期の引締め政策転換

今次引締め政策の特色は景気回復の初期の段階から早目に引締めが敢行されたことであつた。確

かに昨年春以降の景気回復のテンポは急速であつたが、主要な経済諸指標が景気後退前の水準に回復したのは本年3月ごろのことであり、ことに雇用面については著しく改善が遅れている。前回の景気回復時においては、鉱工業生産指数が後退前の水準を回復したのが1955年5月であり、公開市場操作が引締めへ転じ最初の公定歩合の引上げが行なわれたのはそのころになつてからであつた。したがつて今回の引締め転換は他に類をみないほど早期に行なわれたものといふことができる。

連銀当局がこのように早期に引締め政策に転換したのは次の諸事情に基くものとみられる。第1に、前回ブーム期における引締め政策の反省を挙げなければならない。1955～57年のブーム期において連銀当局はかなり早目に引締め政策に移行し、かつまたその後の引締めの度合も強度のものではあつたが、それでもなお景気後退期に増大した通貨量や経済の過剰流動性を十分には吸収しえず、ブーム過程に入つた景気上昇のテンポを抑制することはきわめて困難であつた。米国経済の長期的発展力に十分な信頼を寄せている連銀当局は、この過去の経験に基き、緩和から引締めへの転換は従来より一層早目に行ない、できる限り景気過熱への萌芽を抑制する必要があると認識するに至つたものとみられる。この点は、実は景気後退時の政策が前回の積極的緩和政策と異なり慎重な緩和政策が採られるに至つたことと基調を一にするものであつて、景気変動に対処する金融政策のタイミングと度合に関する連銀当局の新しい政策方向を示すものといえよう。

第2に、財政面からインフレ圧力の増大が予想されたことである。財政政策による景気対策は制度上の制約もあつて景気変動のテンポに合わせて弾力的に行ないがたいうらみがあるが、今回の景気変動においてこの点が如実に示された。すなわち、景気対策支出の増大と歳入の減少によつて財

政赤字は著増したが、この財政赤字はむしろ景気後退期よりも景気回復・上昇過程にズレて集中する結果となつたのであつて、1959会計年度(58年7月～59年6月)における平時最高の130億ドルの赤字が通貨量の増大を招きインフレを誘発することが、連銀当局によつて懸念されたものけだし当然であつた。昨年夏景気底入れ観の浸透とともに、財政赤字のもたらすインフレ効果を見越して、株式市場の活況、長期国債など確定利付証券市場の硬塞などにみられるごとく、一部にインフレ心理の台頭をみるに至つたのも事実であつた。また今回の景気後退に当り、物価・賃金が下降硬直性を示すなど経済内部の必要な再調整が十分に行なわれなかつたことから、米国経済に内在するインフレ要因が景気回復・上昇とともに顕在化することを、連銀当局が強く憂慮した点も見のがすわけにはいかない。

### (3) 引締め政策の影響

政策転換以降、金融引締め政策は資金のアベイラビリティを減少させ、金利水準の上昇をもたらし、銀行信用および通貨量の増加テンポをすでに抑制するに至つている。すなわち、住宅建設の活況を反映して住宅貸出需要が引続き旺盛であり、また企業の季節的資金需要増大期に入つたにもかかわらず、連銀当局は貸出需要の全部をまかなうに足る資金の供給を行なわなかつた。さらに金融引締めから、大部分の都市銀行は貸出需要の増大をまかなうため証券の売却を余儀なくされた。このため銀行信用全体の伸びも著しく抑制され、これに伴い通貨量の増加テンポはスロー・ダウンし、マネー・サプライの増加率も昨年1～7月の年率5.5%から8～12月には年率1.5%へと低下した。ただ本年に入つてからのマネー・サプライの増加率は再び上昇気味であるが、これは主として財務省の国債発行に関連して連銀が引締め措置を多少差し控えたことを反映するものでもあつて、

注目すべきところと思われる。

この間、マネー・サプライの増勢が抑制されたため、国民総生産に対する通貨量の比率も昨夏来上昇をみせるに至った。すなわち、この比率は昨年第2四半期の3.18を底として再び上昇に転じ、最近では強度の引締めが行なわれていたブーム時のピーク(3.31)をも上回るに至った。このことは金融緩和期に向上した経済の流動性が異例の早期引締め政策転換によつて早くも失われたことを

示すものであり、現在までの経済の急速な回復過程は主として通貨の流通速度の上昇によつてまかなわれたものとみることができる。しかし要求払預金の回転率は現在すでに前回のブーム期の水準に達しており、通貨の流通速度の上昇にも限界があることを考慮するならば、今後通貨量の増大テンポが適正にコントロールされる限り、金融引締めの効果はかなり大きなものとみることができるであろう。

〔第7表〕

要求払預金の回転率と所得流通速度

区 分	1957年	12月	1958年	6月	9月	12月	1959年	1953年	1954年
	9月	回	3月	回	回	回	3月	6月	12月
要求払預金の回転率	23.7	回	22.3	23.8	23.3	23.6	23.7	19.3	19.9
所得流通速度	3.31	回	3.21	3.18	3.21	3.28	3.35	2.92	2.86

資料：連邦準備制度理事会月報

注 (1) 回転率は7大都市を除く837都市のもので、季節調整回転数の年率。

(2) 所得流通速度は国民総生産をマネー・サプライで除した季節調整年率。

#### 4. む す び

以上概観したところから明らかなように、今回の景気後退および回復過程を通じ、連銀当局は経済の安定的成長を目標とし、慎重な緩和政策と早期の引締め政策という方向のもとに、主要な政策手段を密接に補完的に使用してきわめて弾力的な政策を遂行してきた。

今回の景気変動がV字型といわれる鋭角的な様相を示したことにかんがみれば、これに対処するカウンター・ポリシーが何よりも弾力的であらねばならないことは明らかなところであろう。本来金融政策が財政政策に比しより弾力的に機能しう

る特質を有していることはいうまでもないが、今回の景気後退ならびに回復過程において金融政策がきわめて効果的に運用されたことは高く評価されなければならない。本年の大統領経済報告書も、この点に関し「金融政策は大規模な公共事業支出と異なり、迅速にかつきわめて効果的な結果をもたらしうるものである。金融緩和が経済の各部門に及ぼす影響の度合は異なるものであるにせよ、金融政策は広範囲に影響を及ぼし、かつ迅速に転換しうるものであつて、企業および個人に対する政府の直接的干渉を必要とすることなく、その所期の目的を達成することができる」と述べている。