

## 最近における米国金融政策

### 1. は し が き

1960～61年の米国景気後退は前3回の後退に比べ最も軽微なものであったが、その規模の軽微さにもかかわらず、戦後これまでの後退にはみられなかった重要な特徴を備えたものであった。すなわち、景気後退の進行と併行してドル不安という異例の事態が発生したこと、およびケネディ新政権の成立という事情もあって、後退を契機に経済成長率という問題に関心の高まりがみられたことがそれである。

以下、このような特徴を持った景気後退に直面して金融政策がいかにこれに対処したかを整理してみることにした。国際収支の制約や経済成長という問題が今後の米国経済にも関連する長期的な性格を持つことを考えると、このような金融政策の回顧は、また、今後におけるその課題なりあり方なりを探るといふ点でも興味あるところのように思われる。

### 2. 金融政策の推移

1960～61年の景気後退期における金融政策は、便宜上これを三つの段階に分けてみる事ができる。その第1は1960年初頭から夏にかけて、景気後退の開始に応じた引締めより緩和への転換の時期であり、第2はこれに続き同年秋から1961年初めにかけて、景気後退の進行と併行してドル問題が発生し、金融政策上国際収支への配慮が不可欠となった段階である。さらに1961年春、ドル不安の鎮静と景気の底入れに伴い経済成長への関心が高まってくるが、ここから金融政策は第3の段階を迎えることになる。

#### (1) 引締めより緩和へ

1960年初めの金融政策は、前年暮れの長期鉄鋼スト中断に伴う大きなブーム期待を背景として、強度の引締め基調を持続していた。連銀政策の実質的最高機関である連邦公開市場委員会では、1959年5月以降、政策の重点を「持続的な経済成長を育成するため、インフレ的な信用拡大を抑制する」ことに置いてきたが、1月12日に開かれた1960年最初の会議でもこの方針が再確認されている。

このような引締め基調の金融政策は、3月初めの公開市場委員会を通じて緩和の方向に転換されることとなった。当時、生産指数はなおピーク水準にあり国民総生産も増加しつつあったが、反面株価の急落や短期金利の低下などの現象もあり、景気は総体として上昇局面の単なる中休みとも、後退局面の直前とも判断しがたい状態にあった。連銀当局はこの中で年初来のブーム期待やインフレ気構えの減衰気配を注視し、とくに季節的な資金還流の順調さや信用需要の落ち着きに関心を払いつつ徐々に引締めの度合に手心を加えはじめ、ついに3月初め基調転換に踏み切った。政策の重点はインフレ抑制から「過大な信用拡大を警戒しつつ、経済活動と雇用の持続的成長を育成する」ことに移されることとなった。

以降、景気と金融市場の動向に即して、しだいに金融緩和が進められる。経済諸指標は明暗こもごもながら5～6月ごろから景気後退の進行を反映しはじめ、1961年春までおおむね一貫して下降傾向をたどった。金融政策の重点も、5月下旬、「適度な銀行信用の拡大に必要な準備の供給」へ、さらに8月半ばには、「経済活動と雇用との持続

的成長を育成する目的で、通貨量の拡大を促進する」ことへと移されていた。これら政策の変化と併行して、実際の操作を行なうにあたり統計的諸指標よりも市場の調子ないし感触を重視する必要が指摘され、情勢の変化に即応して金融政策が弾力的に行なわれることの重要性が強調されている。

具体的な政策と市場の動きをみると、公開市場操作は1～3月の資金還流期に売りオペを手控え、3月末から買いオペに転じて8月末まで計15億ドルの準備を供給した。これと併行して公定歩合は6月と8～9月の再度にわたり $\frac{1}{2}$ %ずつ引き下げられて4%から3%となり、支払準備についても8月下旬から9月初めにかけて、手元現金の準備算入率引上げと準備率の引下げとにより約6億ドルの準備が解放された。株式証拠金率も7月下旬に90%から70%へ引き下げられた。この間加盟銀行の自由準備は年初の-4億ドルから8～9月の+4～5億ドルへ増加し、財務省証券金利は年初の4.5%前後から2.2～2.5%へ低下した。通貨量は1～5月間20億ドル(季節調整済み)、1.5%減少ののち6月以降横ばいとなり、年末近くから増勢に転じた。

## (2) 国際収支の制約

年央を境に再燃しはじめた金流出が時とともに激化し、とくに秋から1961年初頭にかけてドル不安という異例の事態が景気後退の進行に加重されるに及び、金融政策は第2の段階に移行することになる。第1段階における金融政策の課題が、景気後退の開幕ないし進行にいかん弾力的に即応するかにあったのに対して、この段階では、景気後退に対処すると同時に短期資金の流出に基づく国際収支の悪化を防ぐという一段と複雑かつ困難なものとなった。国内的に景気後退の深化を阻止するためには金融緩和を進める必要がある。にもかかわらず、金利の低下は景気的好調裡にある欧州

との金利差を拡大し、短期資金の流出をいっそう刺激してドル不安に拍車をかける結果となる。これが連銀当局の直面した基本的なジレンマであった。問題は単に「風に逆らう」にとどまらず、「両側からの風に逆らう (lean against crosswinds)」こととなったのである。

この困難に対して連銀の決定した態度は、短期金利の低下を避けつつ景気対策的にまた季節的に必要な準備を追加することであった。10月25日の公開市場委員会は前記8月の政策指令に「当面の国際的諸発展を考慮しつつ」という文言を付け加えるとともに、準備を潤沢に供給し、同時に90日もの財務省証券金利の低下を最小限にとどめる方針を採択した。

この政策に沿ってとられた具体的措置は、翌26日決定された支払準備の緩和と、10月末から11月初めにかけて実施された「ビル・オンリー」政策 (bills-only policy) の修正であった。支払準備の緩和は前記8～9月の措置に続き、手元現金の全額支払準備算入を認め、かつ中央準備市銀行の準備率を準備市銀行のそれと同率にするものであった。これらは加盟銀行間の不公平是正のための1959年7月の準備法改正に基づくものではあったが、ここではこれがとくに「短期金利への直接的影響を避ける」という観点から、本来公開市場操作によるべき資金供給の一部を代行した点が注目された。他方、いわゆるビル・オンリー政策の修正とは、平時の公開市場操作の対象物件に中長期債をも加えるというものであるが、これについては後に述べる。公定歩合は短期金利の引下げを刺激しないという観点から、この段階では引き下げられなかった。

これらにより金融市場は9月末から11月末にかけて、支払準備の緩和から13億ドル、買いオペから11億ドルの準備を供給された。この結果、自由準備は10月以降5～7億ドルに増加し、年末から

年始にかけてこの水準を続けたが、この間財務省証券金利は2.3~2.5%の間にとどめられ、また、長期国債金利は11月の3.9%から2~3月の3.7%まで若干ながら低下して、一応所期の目的が達成された形となった。

### (3) 金流出の停止と景気の底入れ

10月から1月まで各月平均3億ドルに上った金流出が2月以降ほぼ停止し、一方景気後退の進行も2~3月ごろから底入れの気配を示すと、金融政策も新たな段階にはいることとなった。

一般に、景気が後退局面から脱して上昇局面へ移行する場合、景気安定政策としての金融政策は緩和の度を減じて漸次引締めの方角に向かう。いわゆる「風に逆らう」政策である。しかし今回の景気回復ないし上昇局面にあっては、単純にこの観点のみでは律しがたい問題が含まれている。すなわち、経済成長率の引上げというケネディ政権の公約に対して金融政策はどのようにあるべきか、という問題がそれである。これはすでに雇用ないし金利水準をめぐる論議という形で具体的かつ実践的に提起されつつある。金融政策はこれらの諸問題に対し今後どのような態度で臨むか、きわめて重大な問題をはらんでいるといわねばならない。

政策基調と関連するこれら諸問題は後にみることとして、2~3月以降の金融市場は前段階とほぼ同程度の緩和状態に維持されている。自由準備は引き続き5億ドル前後、財務省証券金利も2.3~2.5%の狭い範囲で波動しているが、これらは金融政策がさしあたりこれ以上の緩和もこれ以上の引締めもなく、現在程度の緩和基調のまま中立的に推移していることを示すものである。

### 3. 「ビル・オンリー」政策の修正

さて、1960~61年の金融政策の推移の中で最も注目されたことは、「ビル・オンリー」政策の修

正であった。この修正は、短期資金の流出と景気後退との同時的克服という実践的な必要に迫られたものではあったが、もともと連銀内部においても有名なマーチン・スプラウル論争に始まり最近に至るまで重要な論点となってきた問題であった。

ビル・オンリー政策とは1953年以来堅持されてきた公開市場操作の基本的方針であって、国債市場の混乱是正に必要な場合を除き公開市場操作の対象を短期国債（事実上財務省証券）に限定するという政策である。公開市場操作は主として銀行準備の増減を通じて信用の流れに作用しようとするものであるが、その場合、資金の配分に影響する金利水準ないし金利体系は、できうる限り市場諸力の自由な動きにゆだねられなければならないのであって、特定の証券市場の資金需給ないし価格および利回りに対する影響を最小限にとどめることが望まれる。財務省証券は商業銀行の重要な流動資産とされており、かつまたその市場は巨大な規模を有するものであるから、公開市場操作の対象としてはこれらの必要を満たす最適の証券である。操作の対象をこれに限定するならば、市場の期待が連銀の操作をめぐる推測により攪乱されることなく、同時に「インフレのエンジン」といわれた国債価格支持政策の再現を招く恐れが最も少ないであろう。これらがビル・オンリー政策採択の主要な論拠であった。

他方、採択当初からこれに反対票を投じてきたスプラウル元ニューヨーク連銀頭取をはじめとして、多くの反対論者はこれに対して次のごとく主張した。すなわち、長短市場間の資金移動は実際上考えられているほど十分迅速でも円滑でもない。そのため、ビル・オンリー政策では長期金利に対し経済安定上望ましい効果を迅速には与えがたく、また、短期国債市場の操作のみで長期国債市場に影響を及ぼそうとすれば、おのずから短

期国債の価格および金利の変動はいっそう大でなければならなくなり、長期国債市場の「深さ、広さ、ないし円滑さ」(“depth, breadth and resiliency of the market”)の増大になんら貢献するところとはならない。さらに實際上最も重要な点としては、金融当局が市場への介入を最小限にするという理由で「自らの手をしばる」ことは、金融政策特有の弾力性をそこなうものである。1960年3月、公開市場委員会がビル・オンリー政策を再確認した際にも、ニューヨーク連銀ヘイズ頭取はこのような論点をあげて反対したのであった。

1953年以降におけるこの政策の具体的な実績を通じて、長短各市場間の資金繁閑の波及状態や各市場の安定性などに対する認識がしだいに深まり、この結果、ビル・オンリー是非両論の間の差異も漸次狭まり、その表現にもビル・オンリー政策に代わってビル優先政策 (bills preferably policy) という用語を使う向きもみられるようになった。

前記10月下旬の公開市場委員会の政策の変更に基づき、同月末から翌11月初めにかけて、さしあたり短期国債ということばを拡張解釈して、15か月以内に満期となる中長期債315百万ドルの買操作が実施されたが、これがビル・オンリー修正の第一歩となった。こえて1961年2月20日、ニューヨーク連銀の公開市場操作担当者(公開市場勘定支配人)は、とくに声明を発して、「国内経済上および対外収支上に発展した諸条件に照らし」満期日までの期間のより長い国債を操作する権限が公開市場委員会から与えられ、すでに5年以上の期間を有する国債を含めて各種中長期債の売買が行なわれていることを明らかにした。こうしてビル・オンリー政策は8年ぶりに公式に修正されることとなったわけであるが、以降現在まで中長期ものオペは随時実施されており、4月末までに連銀の保有する満期まで1年以上の国債の残高は約

9億ドルの増加を示した。

ビル・オンリー修正前後の市場金利を比較すると、1960年10月から1961年4月までに、財務省証券2.30%→2.29%、3～5年中長期債3.61%→3.39%、10年以上長期債3.91%→3.80%と、短期金利の横ばい裡に中長期金利の低下が認められる。また資金の流れの変化という点からみると、短期資金の対外流出の停止、長期起債市場の活発化などの現象がある。これらはこの間における諸条件の変化、なかんずく、新債の発行を短期債中心とした国債管理政策からの協力の影響とともに、連銀の中長期債オペに対する市場の反応を示すものであろう。

もっともここから直ちにビル・オンリー政策の功罪を論ずるのは早計である。中長期債の買いオペを通じ、短期金利への影響なく長期金利を相当程度まで引き下げることが、はたしてどの程度可能であるのか、とくに景気上昇期においてそれがどのような意味を持つものなのか、またこのような操作の結果としての金利体系が、はたして内外経済諸力の自然的均衡を成立させるための金融的な誘因として望ましいものであるか、などの問題は依然として残されているのである。

今回の修正につき、マーチン会長は「近年理論的にのみ考えられた若干の諸問題を実際上テストする」ものであり、それは「金融政策の変更」ではなく、「金融技術の修正」にすぎない旨を強調している。前述のごとく、金融技術的には連銀内部においても幾多の論争が行なわれてきたが、その論点の相違は長短期国債市場の機能、性格ならびに両市場間の影響の度合に対する判断の相違に基づくものであって、公開市場操作を通じて長期国債の価格支持を行なうことは連銀はもちろん金融界でも毛頭考えられていないのである。しかし実際問題として今回のビル・オンリー政策の修正が何を意味するかは、中長期債の買いオペレーショ

ンの規模および期間の程度いかにかかっているものであって、それが大規模かつ継続的に行なわれれば、事実上の国債価格支持政策への政策変更となりうるわけである。この点から、今回の修正に対するさまざまな見方が現われているわけであるが公開市場操作は公開市場委員会がその独自の判断に基づいて行なうものであるから、それが国債価格支持にまで発展する可能性は全くないし、自由な金融市場においては金融技術的にも一定の制約があって、事実上この限界をこえて長期債の買いオペを継続的に行なうことはできない。すなわち景気後退時にはある程度の長期国債の買いオペを行なうことは可能であり、事実その程度において長期債の買いオペが行なわれ、短期資金の流出防止に若干の貢献をしたのであるが、政府の希望するような長期金利の積極的低下をもたらしすほどには行なわれなかったのである。また景気が下降から上昇に転じ、将来の景気上昇に対する期待が高まるにつれて、市場金利が長短金利ともに上昇気配を示している時に、長期金利を人為的に引き下げることが目的として、連銀が長期債の買いオペを実施した場合、巨額の国債を保有する商業銀行、企業、個人はそれが将来の売りオペを招くことを予想して、いっせいに手持国債の処分を行なう可能性なしとしない。これが比較的規模の小さい長期国債市場の投機化を招来し、かえって長期国債価格の暴落をみることは明らかである。現在国債長期化を中止して、もっぱら短期または中期債の発行に依存している政府の国債管理政策も、ほぼ同様の矛盾を内包しているものであって、現在の政策を長く続けることには今後多くの困難が伴うであろう。

マーチン会長は6月2日の議会証言において、「金利ができる限り低いことが、経済成長のために望ましいことはいうまでもないが、景気の上昇過程において、金利の実勢が上昇傾向をたどるこ

とは当然のことである。われわれは金利の上昇傾向を緩和することはできても、それを停止させることはできない。換言すれば、長期債の価格支持によって金利を固定化することは、インフレの再燃という大きな犠牲を払うことなしには不可能であるから、今後長期金利引下げを目的とした長期債の買いオペを積極的に行なう考えはない」と述べているが、これは今後の連銀の公開市場政策の方向を示すとともに、ビル・オンリー政策修正の意義を明らかにしたのものとして注目される。

#### 4. 金融政策と経済成長

金融政策が通貨価値の維持安定を目的とするとはいうまでもないが、同時にそれは経済成長に貢献するものでなければならぬ。「正常な経済成長と安定的なドルとを助ける信用と通貨の流れを育成する」ことこそが、連邦準備制度の任務だからである。けれども具体的に成長に対し金融政策はいかにあるべきかという点になると、問題は決して簡単ではなく、とくに成長促進を重視する諸見解とドル価値の維持安定を重視する諸見解との間では金融政策に対する考え方にはかなりの開きがある。最近においても、雇用問題をめぐる経済諮問会議ヘラー議長とマーチン理事会会長との対立にみられるように、失業の慢性化や失業率の上昇を打開するため当面財政金融面からする大規模な刺激政策を必要とする見方と、現在の失業のうち、技術の変化、各産業の盛衰、資源ないし労働力の移動性の制約などに基因するものに対してはむしろ構造的な側面に影響する政府の政策によって解消すべきであって、いたずらに一般的な需要の喚起によって対処しようとするならばインフレの再燃を招来する恐れがあるとしてそれを否定する見解がある。またケネディ大統領の経済教書や「第2の一般教書」をはじめとして、景気の回復と成長の促進のため、長期金利の引下げを求める

主張も多い。さらに進んで、インフレの恐れがあるという理由で雇用の増加や経済成長という目標を放棄しえないというサミュエルソン委員会の報告も広く注目されている。

しかしながら、これら諸見解の当否を検討するにあたっては、何よりもまず、正常な経済成長という概念それ自体が物的産出量で測りたい総合的なものであり、したがってその実現のためには多様な諸要素に影響を与える各種の政策的努力を必要とするものであることに注意せねばならない。たとえば1959年下半年から翌1960年上半年にかけての金利の急昇と急落は、「金融政策に過大な重荷を課してきた」財政の硬直性に帰すべき部分が多い。連邦予算は1959年のブーム期に80億ドルの赤字、1960年の後退期に36億ドルの黒字と、連銀の景気安定努力とは逆に作用したのである。またクリーピング・インフレーションあるいは新しい型のインフレーションについても、金融政策のみをもってそれに対処しようと考えることは、金融政策の効果に過大な期待をいだくものであろう。

もともと金融政策の関心が通貨価値の安定を目標としているといっても、マーチン会長の述べているごとく、それは「物価の安定が最大限の成長や高水準の雇用より重要な国家目的であるという認識に基づくものではない」換言すれば「通貨価値の安定は経済成長のための不可欠の基本的条件」であり、これあってこそ人々の積極的な貯蓄と投資への努力を期待することができるのである。金融政策の方向についてのさまざまな提案はこれに基づき考量されなければならない。たとえば成長のため金利引下げを求める見解については、市場経済にあっては、投資をまかなうに足る金融的貯蓄を誘引しうる水準以下に、金利を長く押え続けることは不可能であり、もし追加的通貨供給などの方法により人為的な低金利を強行しよ

うとすれば、物価の安定が侵され、経済成長の基礎が崩りくずされることを指摘しなければならない。

1958～59年の景気上昇期において、連銀が漸固として早期かつ強力な引締め政策を堅持したのは、当時なお強いインフレ圧力が根強く存在すると判断したからであって、それなくしては今日の米国経済の安定はとうてい達成しえなかったであろう。さらにその後の景気後退が戦後最も短期かつ軽微に終わったことは、長期的にみれば金融政策が経済成長に多大の貢献を行なったといえることができるであろう。今後は景気回復のテンポが正常な経済成長の範囲にとどまる限り、現在の金融政策が続けられるであろうが、それが市場経済における投資と貯蓄の方向をゆがめ、経済の均衡的発展をくずすものとなる恐れのある場合には、連銀当局の容認するところとはなるまい。しかし、その際にとられる金融引締め政策の目標は、あくまで景気の持続的上昇を可能ならしめるためのものであって、長期的には経済の安定成長に寄与するものでなければならない。経済の安定と成長とが決して矛盾するものではないということは、今回の景気循環において最も明白に証明されるであろう。

マーチン会長は、今後の連銀の金融政策が、引き続き経済の安定と成長に貢献するよういっそう弾力的に運用されること、さらに金融政策を効果的なものとするためには金融政策以外の諸手段の協力を必要とすることを強調し、4月11日準備市銀行大会で次のように述べているが、これは今後の連銀の金融政策のあり方を示唆するものとしてとくに注目される。

「連銀当局が現在意図していることは、これまでと同様に比較的安定的な物価のもとでの、生産的な、雇用水準の高い、かつ着実に成長する経済へと導く諸条件の達成に貢献するため、自らの金融

政策権限を活発に駆使することである。しかし、明らかにこれらの諸条件は金融政策のみで整えられるものではなく、他の諸政策の助力が必要であり、金融的諸措置では妥当な解決を与えたいある種の失業問題に直接取組む場合には、とくにしかりである。わたくしの判断では、必要なことは、特定の諸措置と均衡のとれた金融財政政策と競争の活発な市場構造に適合した賃金価格政策との巧みな調合 (a judicious blend) ということである。このような環境の中で、連銀はその操作を金融の緩和と引締め両面でいっそう漸進的にしかもより効果的に実施することができよう。その結果、諸金利や国債価格の波動も同様におだやかなものとなるはずである。」

## 5. む す び

以上みてきたところを通じ、1960～61年の景気後退期における金融政策は、きわめて弾力的にかつ創造的に実施されたということができよう。経済環境の変化に即応して慎重に政策基調を転換するとともに、内外均衡の確保のため公開市場操作と支払準備政策を巧妙に組み合わせ駆使したことなど金融政策の弾力的運営はまことに注目されるべきところであった。

ここで十分に取り上げえなかった問題として、

金融政策と財政政策および国債管理政策との関係がある。これらの協調のいかんは、経済の安定と成長との関連において、今後一段と重要性を加えるであろう。他方、ドル不安の発生を契機として自由為替の世界における短資の移動と各国金融政策との関係ないし各国金融政策の協調という問題に関心が集まったことも、新しい国際協力体制につながる問題として見のがすことができない。

しかし、このような国内的国際的な経済の動きは、米国においてさえ生産性の向上を促進させ、それによって得られる利益を利潤の増加や賃金引上げの形で吸収せず、むしろ物価の引下げの形で消費者一般に還元することが経済成長の達成、高水準の雇用実現のために望ましいことを示しており、結局のところ通貨価値の安定をめざす健全な金融政策の重要性を明示している点、とくに強調しておく必要がある。市場経済において内外の激しい競争に堪え抜くことは、たしかに「きびしい現実」であるが、これを経ることによってのみ健全な経済の発展が可能となる。物価の安定と通貨への信頼はこのような市場経済の原理が最も効果的に作用するための大前提であって、これなくしてこのような発展は決して期待しえないのである。