

アメリカにおけるインフレと金融政策

—二つの対照的事例—

伊 東 政 吉

はしがき

戦後のアメリカの金融政策を長らく研究してきた私にとって印象深いことが2つある。その一つは戦後初期の2桁のインフレ期に、トルーマン政権下で超低金利政策が取られたことであり、もう一つは同じ2桁のインフレ期に、レーガン政権下で超高金利政策が取られたことである。それぞれの金融政策については、その政策が取られた当時論文を書いているが、いまその2つを改めて対比して、そのような政策が取られた事情とその理論的背景を論じてみたい。

I 戦後初期のインフレと低金利政策

アメリカの物価は第2次世界大戦終了時までには、すでに生計費で1939年水準を30%越え、卸売物価で37%越えていた。しかし終戦時からの3年間、すなわち1945年8月から1948年8月にはさらに大きな物価上昇が生じた。この間に生計費は35%、卸売物価は61%上昇しているのである¹⁾。

戦時中から存続していた物価統制局 (OPA) が1946年6月末に期限満了となり、同年秋に物価統制は事実上撤廃された。他方戦時中に蓄積された巨額の流動資産に基づく潜在的購買力が爆発的に消費を押し上げた。個人消費に対する計量的予測はほとんど外れたほどであった。しかもそれが

1) Lester V. Chandler, *Inflation in the United States, 1940-1948*, 1951, p. 216.

マーシャル・プランによる対外クレジット供与を裏付けとした輸出貿易の振興と重なり合ったので、物価は急速に上昇した。当時アメリカは戦時経済から平和経済への再転換過程にあったので、生産はまだフル回転していなかった。したがって超過需要の状態にあったのである。

戦後初期の3カ年の2桁インフレは、1979～81年の2桁インフレに匹敵するものであった。むしろ後者を上回るともいえる。戦後初期のインフレに際し、割引率（日本の公定歩合）は戦時中の1%から1948年1月1.25%を経て、同年8月1.5%にまで引き上げられたにすぎない。その後朝鮮動乱時に再度インフレが起き、1950年8月割引率は1.75%に引き上げられた。これらの水準は、1981年5月に割引率が14%にまで引き上げられたことに比べれば、いかに低いかが分かる。インフレにもかかわらず、なぜこのような低金利政策が取られたのであるか。

その理由は次の3点である。

(1) 低金利政策は戦後の再転換過程を容易にし、雇用と生産の高水準を維持する上に役立つ。金利の引上げは低金利政策を脅かすものであり、民間の資金調達を困難にし、生産と雇用に有害な影響を及ぼす。

(2) 金利の引上げは、国債の利回りの上昇と価格の下落をもたらす。国債の利回りの上昇は、すでに多額に上っている財務省の利払い費を増加させるとともに、国債の市価の低下は、資本減価を通じて国債に対する信頼を失わせ、財務省の借換え操作を困難にする。

(3) 国債管理政策によって制約を受ける小幅な金利の引上げは、インフレ抑制に効果がない。

第1の点は、「1946年雇用法」の第2条で「最大限の雇用、生産および購買力を増進させることが連邦政府の継続的政策であり、責任である」と規定されたように、戦後の経済政策では完全雇用の達成が最優先的に考えられていたことに基づく。そのためには低金利政策が好ましいとされ、特に戦後の再転換過程では、企業の資金調達を容易にするために低金利政策が

歓迎された。

理論的にいえば、インフレ抑制のためには、割引率の引上げ、支払準備率の引上げおよび公開市場売り操作によって、貨幣供給の削減をはかる引締め政策が取られるはずである。この金融引締め政策は金利の上昇をともしない、それが有効需要の削減を通じて、インフレ抑制に役立つと考えられる。現在では想像できないことであるが、当時は金利の上昇は完全雇用重視の立場から好ましくないという主張が根強かった。1950年代にアメリカで安定・成長論争²⁾が生じたが、「1946年雇用法」に照らして物価安定という目的をどの程度重視すべきかで意見が分かれた。多数派の意見は「1946年雇用法」には物価安定の目的は明示されていないから、物価安定を重視して、完全雇用にマイナスの影響を与えてはならないということであった。

長期停滞理論の主張者であるハンセン (Alvin H. Hansen) はこの点に関して次のように述べている。

「硬直的な価格安定の物神崇拜はたやすく適正な成長と拡張への大きな障害となりかねない」「われわれは硬直的な物価安定の目標を設定すべきではない。われわれは主として完全雇用法において用いられている『最大限の雇用、生産および購買力』という言葉に目を注がねばならない。硬直的な物価安定は事実しばしば議会に対してその必要が説かれ、そしてこれをもって連邦準備制度の公然の政策たらしめる立法を成立させようとする努力が行われてきた。これらの努力が反対を受けたのは正当であった。」³⁾

「1946年雇用法」を改正して物価安定の目的を第2条に盛り込むべきであるという提案はしばしば行われてきた。しかしその改正が「1978年完全雇用均衡成長法」まで実現しなかったのは、ハンセン的な考えが広まっていたからであり、それはケインズ派がアメリカ経済学界の主流を占めてい

2) 拙稿「アメリカにおける経済成長と物価安定の問題」『経済研究』11巻2号、1960年4月参照。

3) Alvin H. Hansen, *The American Economy*, 1957, pp. 49 and 51. 小原敬士・伊東政吉訳『アメリカの経済』東洋経済新報社、1957年 p. 61, 63.

たことと深いかわりがある。

前述の低金利政策が取られた第2の理由は重要であり、節を改めて検討することにするが、ここでは要点だけを述べる。

第2次世界大戦中にアメリカの国債は約2千億ドル発行され、それが戦後に持ち越されたので、財務省の利子負担を考えれば、国債利率は低ければ低い程よい。そのような観点から、戦時中に採用されていた極めて低率の釘付け利率を戦後も維持しようとした。もしインフレ抑制のために、連邦準備⁴⁾が金融引締め政策を実施し、市中金利が上昇すれば、国債流通利回りも上昇し、財務省は国債の新規・借換え発行に際し、流通利回りの上昇に見合った発行利率を設定せざるをえなくなる。このことは財務省の利払い費を大幅に増加させることになるから、金融引締め政策は小幅な金利の上昇を伴う範囲に限定せざるをえないと考えられていた。したがって1981年に生じたような、割引率14%、2桁の国債利率は戦後初期には夢にも考えられなかったことである。

次に第3点の金融政策のインフレ抑制効果は大きくないと当時考えられていたことについて述べよう。

ケインズ理論によれば、金融政策の効果は、金融政策が金利に及ぼす影響を通じて考えられていた。しかも投資・貯蓄の利子非弾力性という仮説が当時広く信じられていたから、金融政策の効果は高く評価されず、財政政策に比べて、副次的役割に追いやられていた。それゆえ低金利の国債管理政策か、高金利の金融政策かという二者択一の場合に、前者が優先されることになった。後述するように、インフレ期にもかかわらず、国債価格支持政策という低金利の国債管理政策が強行されたのは、このような背景なしには考えられない。

4) 連邦準備という用語はここでは金融政策の担当者としての意味で使用する。したがって連邦準備制度理事会 (FRB) と連邦公開市場委員会 (FOMC) のいずれか、またはその双方を含む。

Ⅱ 国債価格支持政策をめぐる論争

戦後初期の金融政策はインフレ抑制策として取り上げられたから、急速に膨張しつつある銀行信用をいかに調整するかという点に問題の焦点があった。なぜならば銀行信用の膨張は有効需要の増加となり、高水準雇用下にある財貨とサービスの需給の乖離、いわゆるインフレ・ギャップをますます大きくするからである。戦後の再転換期において、企業の資金需要は旺盛であった。これを反映して、アメリカの全商業銀行の貸付額は、1945年末の261億ドルから、1946年末311億ドル、1947年末381億ドルと増加し、1948年末には415億ドルとなった。このように戦後3カ年の貸付額の増加は真に驚くべきものがあつたが、この増加を可能にしたのは、連邦準備制度加盟銀行の支払準備金の絶えざる増加であつた。すなわち1945年末159億ドル、1946年末161億ドル、1947年末179億ドル、1948年末205億ドルと急増した。この3カ年の支払準備金の増加は理論上その数倍（支払準備率の逆数倍）の新貸出し能力を銀行に与えることになる。ところで戦後の3カ年における加盟銀行準備金の増加額46億ドルのうち42億ドルは連邦準備銀行の金保有高の増加によつてもたらされた。当時は世界各国がアメリカからの巨額の入超戻の決済のため、多量の金をアメリカに積み出した。これが連邦準備銀行の金保有高を増加させ、加盟銀行支払準備金の増加となつた。この加盟銀行の支払準備金を削減するためには、連邦準備は公開市場売り操作を行わねばならなかつたはずである。しかし現実には国債価格支持政策のために、連邦準備は売り操作ではなく、買い操作を行い、かへつて加盟銀行の支払準備金を増加させてしまった。

連邦準備は終戦後も財務省が必要とした資金をすべて低金利で調達できるように保証するという戦時中の目的を依然として遂行してきた。連邦準備がこの目的を達成させる主要な方法は、その証券保有額に対する統制を放棄し、銀行やその他の投資家はその時々々の利回り体系の下で保有するこ

とを欲しない国債をすべて受動的に購入することであった。戦時、戦後における公開市場操作の目的は、信用統制という本来の目的から離れて、国債の秩序ある市場 (orderly market) の維持という特殊な目的に移っていた。戦後、商業銀行は貸付けを増加させるために、低利回りの国債を売却する傾向がみられ、連邦準備は国債価格を下落させないためには、この売りに出された国債を額面価格を割らない価格で買い取らざるをえなかった。これがインフレ期にもかかわらず買い操作が行われた理由である。連邦準備は、当初は財務省の国債価格支持の要請にに応じていたが、戦後インフレが進むにつれて、インフレ抑制こそ連邦準備の責任であると考えられるようになった。当時の連邦準備制度理事会議長エックルズ (Marriner S. Eccles) はインフレ抑制を担うべき連邦準備がインフレのエンジンになっていると、この事態を嘆いた。エックルズから議長職を引き継いだマッケーブ (Thomas B. McCabe) も国債価格支持政策の廃止を求めて、財務省と争った。インフレ期における国債価格支持政策をめぐる論争は、学界でも財務省支持派と連邦準備支持派にわかれ、熾烈に続いた。

この問題に関して、議会側でも1949年7月に「貨幣・信用・財政政策に関する小委員会」(ダグラス委員会)が発足し、調査を開始し、1950年1月13日にその報告書を議会に提出した。その中で連邦準備側を全面的に支持する見解を次のように発表した。

「戦後インフレ抑制策として金融引締め政策を強力に使用することが禁じられてきた。長期的問題としては、インフレを起こさない限り、金利をできるだけ低くすることに賛成する。低金利は資本投資を刺激するからである。しかしインフレ回避の利益が非常に大きく、また金融引締め政策がこの目的達成に非常に役立つと信じられるから、たとえその代償として連邦債務の利子費用を著しく増大させ、新規の資金調達と借換えのための証券の売り出しに当たって財務省の不便が増加することがわかっているとしても、連邦準備が一般的安定化のために信用を制限し、金利を引き上げる自由は

回復されねばならないと信じる。……信用一般の供給，そのアヴェイラビリティおよびコストを規制する主要な権限と責任は連邦準備制度当局に付与され，貨幣，信用および連邦債務の取引きに関する財務省の操作は連邦準備の諸政策に同調すべきである。」⁵⁾

バック (G. L. Bach) はこのダグラス報告を金融政策のルネサンスの先駆を成すものと高く評価した。1951年3月に財務省—連邦準備アコードが成立し，国債価格支持政策は廃止されることに決まったが，連邦準備の後楯となったのは，このダグラス報告であったといえる。

戦後のインフレーションは1948年11月から1949年10月にかけて景気後退が生じたために治まったが，1950年6月の朝鮮動乱を契機に再びインフレが生じた。1950年6月から1951年3月までの間の卸売物価指数の上昇は約16%に達した。連邦準備は1951年1月11日，16日，25日と3度にわたって支払準備率を引き上げ，金融引締め政策の強化に踏み切ったのに対し，スナイダー財務長官は，1月18日と31日再度にわたって財務省の国債管理政策に言及し，長期国債利率を2.5%に堅持するとともに，今後国債の新規・借換え発行は，これを基準として実施する旨を公表した。

スナイダー財務長官は低金利維持の理由として，(1)金利の引上げは証券市場をいたずらに混乱させる，(2)金利を若干引き上げたところで貸出し削減の効果は大して期待できない，(3)いま仮に0.5%の国債発行利率の引上げを認めれば，年当たり約15億ドルの利払い増加となり，均衡予算の目的に背馳する，という3点を指摘した。

この財務長官の声明に対し，連邦準備側は強く反対した。特に1934年以降14年の長きにわたってFRB議長を務めたエックルズは，1951年1月末議会の証言で財務省の低金利政策に反対して次の3点を指摘した。(1)国債

5) U. S. Congress, Joint Committee on the Economic Report, Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies, *Monetary, Credit, and Fiscal Policies Report*, 81st Congress, 2nd Sess., January 13, 1950, pp. 1-2.

利回りの釘付けと、これに伴う国債市価維持のための連邦準備の国債買入操作はインフレの根源を解放するものである。(2)連邦準備が国債市価維持を放棄しても証券市場の混乱を招くものとは思われない。(3)財務省が国債利率の釘付けを固執するならば、連邦準備は新たな信用統制権限を得なければ、インフレ抑制の責任を負うことはできない。ここでエックルズの提案した新たな権限とは、特別準備金制度⁶⁾の設定と、支払準備金制度の非加盟銀行への適用であった。

金融引締めのため高金利政策を主張する連邦準備と、国債管理政策のため低金利政策を主張する財務省との対立は決定的となったので、トルーマン大統領は1951年2月末にウイルソン国防動員総本部長官、スナイダー財務長官、マッケープ FRB 議長、カイザリング CEA 委員長によって構成される4人委員会にこの解決を要請した。ウイルソン委員会がその報告書をまだ提出していない1951年3月4日に財務省と連邦準備のアコードが成立した。その内容は後に明らかにされたところによれば、2年の猶予期間を置いて国債価格支持政策を廃止するというものであった。このアコードの共同発表にともない、長期国債利率は2.25%から2.75%へ引き上げられることになった。

戦後初期におけるアメリカのインフレ抑制に関する金融政策論争は、このように連邦準備の国債価格支持の撤廃とそれに伴う国債利率の引上げという問題をめぐって展開された。しかしこれとともに、改めてインフレ抑制のための金融政策の効果がこの問題を中心としながらもより広い視野にわたって学者間で論じられるに至った。インフレ抑制策として金融政策、財政政策および直接統制の3つが考えられるが、そのいずれがインフレ抑制の主役を演じるべきであるか。現在ケインジアンとマネタリストの間に

6) Marriner Eccles, "Proposal for a Special Reserve Requirement against the Demand and Time Deposits of Banks," *Federal Reserve Bulletin*, December 1947 and January 1948 参照。

大きな意見の相違があることはよく知られているが、1950年代初期にはどうであったか。それを知るために *Review of Economics and Statistics* の1951年8月号に掲載された「金融政策に関する論争」⁷⁾を取り上げることにする。まずこの論争の序説的記述を書いたケインジアン Harris (Seymour E. Harris) の説を紹介しよう。

Harris はダグラス上院議員と連邦準備の金利引上げの主張を要約した後で、「公の討議は1～5%の金利の引上げではなくて、 $\frac{1}{4}$ ～ $\frac{1}{2}$ %の引上げをもとに進められている。2～4%の引上げならば大きな成果をあげるかもしれないが、 $\frac{1}{4}$ ～ $\frac{1}{2}$ %の引上げは証券市場の部分的混乱——投資業者は証券価格のいっそうの下落と利子率のいっそうの引上げを予想することによって生ずる——以上の効果を期待できない」といい、特にかかる操作は年々500億ドルの証券が満期となり、また多額の赤字に面している時に危険であるという。このように Harris の説明は財務省側の見解を完全に裏書きするものである。

Harris によれば、金利引上げの主目的は貯蓄を増加させ、投資を引き下げることである。なぜならば、インフレ的であるというのは投資が貯蓄を越えることだからである。しかしケインジアンである Harris は金利のわずかな引上げに対してはこのような効果を認めない。Harris は「ダグラス上院議員は $\frac{1}{2}$ %の金利の上昇によって生じる国債への制度的増加に関して、余りに楽観的すぎる」といい、また「私は $\frac{1}{2}$ %の金利の引上げが貯蓄を大いに増加させるとは思わない。まして貯蓄の増加が国債の購入に向けられるということはありません」ともいっている。

Harris は結論として次のようにいう。「貨幣は金利への一つの接近にすぎず、金利は貯蓄・投資への一つの接近にすぎない。……1951年のアメリ

7) "The Controversy over Monetary Policy," *Review of Economics and Statistics*, Vol.33, No.3, August 1951. 寄稿者は Seymour E. Harris, Lester V. Chandler, Milton Friedman, Alvin H. Hansen, Abba P. Lerner, James Tobin である。

カ経済に存在する高度の流動性が安定にとって重大な脅威であることは疑いない。……決定的な点はどのようにして流動性過剰の問題に対処するかである。連邦準備とダグラスの立場は金利の引上げと金融引締めによって対処することである。……しかし私は低金利政策に脅威を与えるこの方法がとられる前に、他の手段が最初に考慮されるべきことを提案したい。銀行預金に対して証券を不動化する年来の考案〔エックルズの特別準備金案〕がある。より単純な解決策は増税と強制的借債である。これらは所得政策と相俟って、また必要な場合は価格・供給統制と相俟って、貨幣供給を阻止し、貨幣保有需要を増加させるであろう。』⁸⁾

ハリスはインフレ抑制に当って援助が得られるところはどこからでも援助を受けねばならないとし、財政政策の他に、直接統制も考えているが、金融政策から得られる貢献に関しては楽観的でない。「世界的危機の存する現状（1951年春）ではわれわれは主として財政政策に、そして副次的に所得制限およびその他の統制に依存すべきである」⁹⁾ というハリスの主張は当時のケインジアンを考えを典型的に示している。

ハリスと対照的な見解を示したのがマネタリストのフリードマン（Milton Friedman）である。フリードマンはインフレ抑制策としてまず直接統制は絶対にとるべきでないという。直接統制はインフレ抑制の効果に乏しい手段であることを別としても、それは生産と分配を妨害し、自由社会の根底を脅かすものだからである。1951年当時の状況の下では、インフレ抑制はもっぱら金融政策によって行われねばならず、しかも金融政策は主として国債の公開市場操作という形式をとらねばならない。このようにフリードマンは公開市場操作を通じての貨幣供給の統制を以てインフレ抑制の主要手段としているのである。

このフリードマンの主張に対しては、ケインジアンから幾多の反対が予

8) Harris, *ibid.*, pp. 183-4.

9) *Ibid.*, p. 184.

想されよう。そこで予想される反対に対し、フリードマンは次のように述べている。私の主張に対し最初に提起されそうな反対は、金融政策は自己に割り当てられた任務を遂行できないということであろう。しかしこれは正しい反対ではありえない。なぜならば、連邦準備が100億ドルの国債を売却し、それによって加盟銀行の準備残高をほぼ半減したと想定してみよ。それでもインフレは続きうるか。それで駄目なら、150億ドル、200億ドルでは。貨幣供給の思い切った削減は経済活動をほとんど停止させることができることは明らかである。そこでフリードマンは金融政策に対する現実の反対は次の2つの形をとるであろう、という。その1つは金融政策は「極端」な場合にのみ有効であり、その場合はデフレーションが生ずるということである。その2つは金融政策は他の方面に望ましくない結果を生ぜしめることによるのみ有効であるということである。第1の反対に対するフリードマンの回答は、穏健な政策が効果が無く、極端な措置がデフレを生じさせるとすれば、その中間策があるはずである。そしてその中間策は、試行錯誤によって見出すことができるというのである。第2の点は、例えば産出高の増加を犠牲にするという反対であるが、これに対してはフリードマンは金融政策がそうならば、他の財政政策、直接統制とても同断であるという。

さらに金利の引上げが、財務省の利子負担を増加させるという反対論に対しては「これは有効な貨幣行動を妨げるものとしてあげられる最も重要なはっきりした議論であるが、国債について支払われる利子は、本来それが目的でないことは明らかである。したがってそれは結果によって判断されねばならない。低金利はインフレを許容することによって、あるいは重税を課すことによって維持される。しかし政府の利子支払の水準は、インフレを望ましい程度に引き下げるか、あるいは望ましい財政政策を選ぶかという二者択一の場合には、考慮すべき重要性の最も少ないものの一つである」¹⁰⁾と述べ、公開市場操作が証券市場を混乱させるという反対論に対

しては、「私には『混乱させられた』市場こそわれわれの欲するもの、すなわち人々が資本を得られない市場であるように思われる」と反駁している。

1950年代初期まではマネタリストは少数派であって、多数派はケインジアンであったので、インフレ抑制のための金融政策は高く評価されなかった。したがって財政政策を優先的に考える立場から、低金利政策が強行されたのである。しかし一方において議会筋ではダグラス委員会がその報告書で金融政策のインフレ抑制効果を評価し、他方において理論面でも金融政策の効果を資金のアヴェイラビリティの面から分析するアヴェイラビリティ理論がローザ (Robert V. Roosa) によって展開され、一時アメリカの新信用統制理論として高く評価されたこともあって、国債価格支持政策は1951年3月4日の財務省一連邦準備のアコードによって廃止が決定された。このアコードは金融政策復活の記念碑的役割を担っている。

アコード成立後丸2年経った1953年3月4日と5日に開かれた公開市場委員会でいわゆるビルズ・オンリー政策¹⁰⁾が採用され、公開市場操作は貨幣・信用政策の目的を遂行するためにのみ行われるものであって、国債の価格と利回りの一定の体系を支えるために行われないこと、財務省の資金調達期間中は、国債の借換えと、新規発行に関連する国債を購入しないこと、という基本方針が表明され、国債価格支持政策は完全に放棄された。これにともない財務長官は、今後国債の発行利率は市場の実勢に応じて決定することを発表した。このような経過を経て国債市場は完全に自由化されたのである。

Ⅲ マネタリズムと新金融調節方式

アメリカ経済は1973年の石油ショック以後インフレと高失業の併存に悩

10) Friedman, *ibid.*, p. 190.

11) 拙著『アメリカの金融政策——その論争点の分析——』岩波書店、1966年第2章参照。

まされた。このスタグフレーションに対処するために、1978年10月27日に「1978年完全雇用均衡成長法」(Full Employment and Balanced Growth Act of 1978)が成立し、この法律によって「1946年雇用法」が全面的に改正された。それとともに金融政策も政府の他の経済政策と協調して、完全雇用と均衡成長(特にインフレ抑制)に役立つべきことが明確化された。

「1946年雇用法」成立後しばしばインフレが生じ、物価安定の目的を雇用法に明示的に盛り込むことが提案されてきたが実現しなかった。この「完全雇用均衡成長法」で「雇用法」の第2条が改正され、適度な価格安定(reasonable price stability)という表現で物価安定の目的が明示的に盛り込まれたことは注目してよい。金融政策については貨幣・信用集計量の変化率を目標値として設定し、年2回議会に報告することがこの法律によって義務付けられたことも特筆に値する。1970年代に入って、マネタリストの勢力がいかに増大していたかを物語るものだからである。

1950年代においてはフィリップス曲線は、縦軸に物価上昇率、横軸に失業率を取ると、右下がりになることが知られていた。すなわち高失業率の下では物価上昇率は低く、低失業率の下ではインフレが起きるというトレードオフの関係が考えられていた。しかし1970年代におけるスタグフレーションの下では、物価上昇率と失業率とはこのような関係を示さなくなった。かつては完全雇用達成のためには少々のインフレもやむをえないと考えられていたが、インフレが高失業下でも生ずるとなると、物価安定の目的そのものが重要視されることになった。マネタリストのいう自然失業率は物価とは関係がないのである。

連邦準備が金融政策の目標値として貨幣の増加率を公表したのは1975年からであって、連邦準備は貨幣の増加率と、フェデラル・ファンド・レートを一定の許容範囲をもって設定し、その両者を睨んで金融政策を運営するようになった。しかし1979年になってフェデラル・ファンド・レートを目標値内に収めようとする連邦公開市場委員会の指令は、結果的に貨幣の

増加率を目標値の範囲から逸脱させるという事態を生じさせた。この事態は「1978年完全雇用均衡成長法」に照らして好ましいことではなかった。そこで連邦準備は1979年10月にフェデラル・ファンド・レートを操作目標として重視することを止め、その代わりに銀行の非借入準備を操作目標とすることによって、貨幣集計量をより厳密に調節するという新方式を採用した。

新金融調節方式がとられた背景は、カーター政権の下でインフレが進行していたことである。第1表で見られるように、GDP デフレーターで1976年の6.3%から1979年8.6%に上昇していた。消費者物価では同期間に4.9%（12月～12月上昇率）から13.3%へ上昇した。このインフレの背後に貨幣の増加率の加速がみられる。M1 の1年当たり増加率は、1965～69年において4.9%、1970～74年において6.1%、1975～79年において6.9%である。

第1表 物価上昇率 1975～1988年 (単位%)

	GDP デフレーター	消費者物価		卸売物価	
		12月～12月 上昇率	前年 上昇率	12月～12月 上昇率	前年 上昇率
1975	9.6	6.9	9.1	6.6	10.6
1976	6.3	4.9	5.8	3.8	4.5
1977	6.9	6.7	6.5	6.7	6.4
1978	7.9	9.0	7.6	9.3	7.9
1979	8.6	13.3	11.3	12.8	11.2
1980	9.5	12.5	13.5	11.8	13.4
1981	10.0	8.9	10.3	7.1	9.2
1982	6.2	3.8	6.2	3.6	4.1
1983	4.1	3.8	3.2	0.6	1.6
1984	4.4	3.9	4.3	1.7	2.1
1985	3.7	3.8	3.6	1.8	1.0
1986	2.6	1.1	1.9	-2.3	-1.4
1987	3.2	4.4	3.6	2.2	2.1
1988	3.9	4.4	4.1	4.0	2.5

注：消費者物価は全項目総合、卸売物価は完成財総合である。

出所：Economic Report of the President, 1994. Tables B-5, B-63, B-67, pp. 276, 340 and 346.

ちなみに M2 の 1 年当たり増加率は 1965～69 年 6.8%，1970～74 年 9.1%，1975～79 年 10.5% である。この増加率は M1 と M2 の各年 12 月値の前年 12 月比の増加率から平均値をもとめたものである。

連邦準備は新金融調節方式の採用にともない、M1 の増加率を物価安定が達成されるまで毎年 1% ずつ引き下げようと意図した。連邦準備が「完全雇用均衡成長法」に基づいて議会に報告している貨幣集計量の変化率は、当該年の第 4.4 半期平均値の対前年同期比として算出される。この算出基準によると、1978 年の M1 の増加率は 8.2% であったから、毎年 1% の引下げは 1979 年約 7%，1980 年 6%，1981 年 5%……の増加率を意味する。実際には M1 は 1979 年の第 1～3.4 半期に年率 9.0% も増加したが、第 4.4 半期における急激な政策転換をともなって、1979 年全体をみると 7.9% の増加に止まった。新政策は 1980 年以後も継続され、M1 の増加率は 7.3%，1981 年には 5.1% になっている。したがって 3 年間で合計ほぼ 3% 引き下げられたことになるから、1 年当たり 1% 引き下げるという当初の目的は結果的には達成されたといえる。しかしこの金融引締めによって市中金利は上昇した。

他方戦後長らく検討課題であった金融制度改革が、1980 年 3 月 31 日成立の「1980 年預金金融機関規制緩和通貨管理法」¹²⁾ (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980) によって実現した。この金融制度改革法によって、金融政策が商業銀行だけに課せられるという不公平が取り除かれ、同種の預金を取り扱う金融機関には、それぞれの預金に対して同じ支払準備率が課されることになった。この面では金融政策の効果を高めるともいえるが、しかしそれまで東部 8 州でしか認められていなかった NOW 勘定がこの法律によって全国的に認められることになり、貨幣集計量の構成変化が生じた。NOW 勘定は M1 に含まれるので、この増大は M1 の時系列を非連続的なものにするおそれがある。事実 NOW 勘

12) 拙著『アメリカの金融政策と制度改革』岩波書店、1985 年第 5 章第 6 節参照。

定を初めとする新金融商品の導入は、貨幣集計量のうち最狭義の M1 に最も大きな影響を与える¹³⁾ ことになり、それまで金融政策の目標値として重視されてきた M1 の変化率がその役割を果たさなくなってしまった。

Ⅳ レーガン政権下の高金利政策

「1978年完全雇用均衡成長法」で適度な価格安定が連邦政府の経済政策の目的に盛り込まれたにもかかわらず、カーター政権下で2桁インフレが生じた。第1表でみられるように、消費者物価は1979年の年率11.3%（前年比上昇率）から1980年に13.5%に上昇している。1981年1月に登場したレーガン政権は、このインフレを引き継いだので、金融引締め政策はいっそう推進された。レーガン政権の大統領経済諮問委員会（CEA）はマネタリズムを信奉していたことは、1982年 CEA 年次報告で「いわゆる『マネタリズム』と『サプライサイド・エコノミクス』は同じコインの両面であり、インフレを弱めるとともに経済成長を高めるために必要な矛盾のない手段であるとみるべきである」¹⁴⁾ と述べられていることから明らかである。したがってレーガン政権のインフレ対策は、インフレーションは貨幣的現象であるというマネタリズムに貫かれているところに特徴がある。この点は、レーガン大統領が就任後まもなく発表した「経済再建計画」（1981年2月18日）にあらわれており、連邦準備と協力して通貨の安定と健全な金融市場の回復をはかる新しい金融政策を実施することが示された。その意味するところは貨幣の増加率の漸減を通してインフレ率の引下げを達成しようとするものである。

連邦準備側はボルカー議長の下で、新金融調整方式により、貨幣増加率

13) NOW 勘定と金融政策の関係については、Michael G. Hadjimichalakis, *The Federal Reserve, Money, and Interest: The Volker Years and Beyond*, 1984. 蠟山昌一監訳、今喜典・永田百合訳『米国の金融市場と金融政策——ボルカー時代とその後——』東洋経済新報社、1986年第4章が詳しい。

14) *Economic Report of the President*, 1982, p. 21.

を厳密に調節するという態勢をすでに整えていた。したがってレーガン政権の政策趣旨に沿って金融引締め政策を強化した。割引率は1981年5月に14%に引き上げられ、歴史的な高金利状態が生じた。この5月には3カ月財務証券利回りが16.3%、6カ月物 CP 16.7%、プライムレート20.5%、フェデラル・ファンド・レート18.5%となった。

第2表 名目金利 1975～1988年 (単位%)

	国債			社債 Aaa	C P 6カ月	プライム レート	N. Y. 連銀 割引率	フェデラル ファンド レート
	3カ月	3年	10年					
1975	5.84	7.49	7.99	8.83	6.32	7.86	6.25	5.82
1976	4.99	6.77	7.61	8.43	5.34	6.84	5.50	5.04
1977	5.27	6.69	7.42	8.02	5.61	6.83	5.46	5.54
1978	7.22	8.29	8.41	8.73	7.99	9.06	7.46	7.93
1979	10.04	9.71	9.44	9.63	10.91	12.67	10.28	11.19
1980	11.51	11.55	11.46	11.94	12.29	15.27	11.77	13.36
1981	14.03	14.44	13.91	14.17	14.76	18.87	13.42	16.38
1982	10.69	12.92	13.00	13.79	11.89	14.86	11.02	12.26
1983	8.63	10.45	11.10	12.04	8.89	10.79	8.50	9.09
1984	9.58	11.89	12.44	12.71	10.16	12.04	8.80	10.23
1985	7.48	9.64	10.62	11.37	8.01	9.93	7.69	8.10
1986	5.98	7.06	7.68	9.02	6.39	8.33	6.33	6.81
1987	5.82	7.68	8.39	9.38	6.85	8.21	5.66	6.66
1988	6.69	8.26	8.85	9.71	7.68	9.32	6.20	7.57

注：月次計数の平均値。 年利

出所：Economic Report of the President, 1994, Table B-72, p. 352.

アメリカの名目金利は、すでに新金融調節方式が採用された1979年以降急上昇しており、歴史的な高金利の1981年を挟んで1980年から1982年に至る3年間は、短期金利から長期金利に至るまで10%を越える2桁金利になっている(第2表参照)。もちろん国債も例外ではなかった。しかしこの国債利回りの急上昇がもたらす財務省の利子負担増加の問題が論争課題にならなかったことは、戦後初期の国債価格支持政策と対比して、まさに隔世の感がある。この期間の金利上昇の主要な要因として次の4点を挙げることができる。

(1) 1979年以降2桁のインフレ率が生じ、予想物価上昇率が高まり、それがフィッシャー効果で名目金利を押し上げた。

(2) インフレ抑制のため金融引締め政策が行われた。連邦政府の政策方針としても貨幣増加率の漸減が打ち出され、連邦準備も新金融調節方式に基づき、貨幣集計量の増加率を目標値の範囲内に収めるように努めた。このような金融引締め政策が金利を上昇させた。

(3) 財政赤字が累増し、国債が増発された。国債総額の対GDP比率をみると、1960年度の57.6から1974年度の34.5まで低下し続けていたのに、1975年度35.9から反転している。1979年度34.1から1981年度33.5にかけてはその比率はやや低下したが、1982年度36.4、1983年度41.3、1984年度42.3と再び急上昇している¹⁵⁾。連邦政府の信用需要の増加が金利上昇の大きな要因となっていることは疑いない。

(4) アメリカの貿易収支は赤字続きで、国際収支は悪化した。国際収支赤字の緩和のため高金利による海外資本の流入が意図された。

1980年から1982年に至る歴史的な高金利は、1981年をピークとして、1983年から下降に向かった。それは主としてインフレ率の低下を反映しているが、名目金利から消費者物価上昇率を差し引いた実質金利をみると、1983年と1984年の実質金利が非常に高いことが第3表によって分かる。名目金利がピークを示した1981年については、実質金利も飛躍的に上昇しているとはいえ、1982年以降の実質金利と比較すれば、なお低いことが注目される。1983年と1984年の名目金利はそれぞれ前年と比べて低下しているが、実質金利は1981年と1982年よりもさらに一段と高くなっている。このことは物価上昇率が低下したにもかかわらず、その低下ほど名目金利が下がらなかったことを意味する。

CEAは1985年年次報告でこの実質金利の高さについて、「金融引締め、

15) その後も財政赤字の増加にともない、国債の増加は著しく、国債総額の対GDP比率も一貫して上昇し続け、1993年度のそれは69.1になっている。

第3表 実質金利 1975～1988年

(単位)

	国債			社債 Aaa	C P 6 月	プライム レート	N. Y. 連 銀 割引率	フェルラル ファンド レ ー ト
	3 月	3 年	10 年					
1975	-3.29	-1.64	-1.14	-0.30	-2.81	-1.27	-2.88	-3.31
1976	-0.77	1.01	1.85	2.67	-0.42	1.08	-0.26	-0.72
1977	-1.23	0.19	0.92	1.52	-0.89	0.33	-1.04	-0.96
1978	-0.37	0.70	0.82	1.14	0.40	1.47	-0.13	0.34
1979	-1.31	-1.64	-1.91	-1.72	-0.44	1.32	-1.07	-0.16
1980	-1.99	-1.95	-2.04	-1.56	-1.21	1.77	-1.73	-0.14
1981	3.71	4.12	3.59	3.85	4.44	8.55	3.10	6.06
1982	4.53	6.76	6.84	7.63	5.73	8.70	4.86	6.10
1983	5.42	7.24	7.89	8.83	5.68	7.58	5.29	5.88
1984	5.26	7.57	8.12	8.39	5.84	7.72	4.48	5.91
1985	3.92	6.08	7.06	7.81	4.45	6.37	4.13	4.54
1986	4.12	5.20	5.82	7.16	4.53	6.47	4.47	4.95
1987	2.17	4.03	4.74	5.73	3.20	4.56	2.01	3.01
1988	2.55	4.12	4.71	5.57	3.54	5.18	2.06	3.43

注：1) 第2表の名目金利より消費者物価指数(全項目 1982～84=100)の前年比上昇率を差し引いて算出した。

資料：消費者物価指数は *Economic Report of the President*, 1994, Table B-59, p. 335.

多額の財政赤字、新規事業投資に対する高い実質収益率がそれぞれの程度実質金利に影響を及ぼしているかを選び分けることは難しい。しかしながら1981～1984年の全期を通じて、なかでも1983年と1984年の景気回復期については、疑いなく新規事業投資のより高い収益率の影響によるものと思われる¹⁶⁾と述べ、実質金利の上昇要因として投資に対する実質収益率の上昇を最も重視している。しかし当時景気回復期にあったとはいえ、民間労働人口の平均失業率が1982年9.7%、1983年9.6%、1984年7.5%とまだ高い水準を示していたときに、投資の実質収益率がそれ程高かったとも思えない。

ケーン (Edward J. Kane) はこの問題と関連して興味あることを指摘している。当時ひとびとの予想していたインフレ率は、実現したインフレ率よ

16) *Economic Report of the President*, 1985, p. 35.

りも高かった。インフレ率は低下していったが、インフレの最近の低下は恒久的調整とはみなされなくなっていた。なぜならば、米国民は1965～1980年の当局のインフレ抑制努力に繰り返し欺かれてきたからである。「市場の参加者はレーガン大統領とボルカー FRB 議長のインフレ抑制の約束を額面通りには受け入れなかった。特に財政赤字が将来見込まれている段階ではそうである。」¹⁷⁾ ケーンのいうことが事実であれば、予想物価上昇率は実現した物価上昇率より大きいことになるから、名目金利から実現した物価上昇率を差し引いて算出した実質金利は高くなるのは当然である。

議会筋でも実質金利の高止まりが、経済成長を阻害し、高水準失業を生んだ原因であるという主張を生み、そのような金利の上昇をもたらした金融政策の運営に不満が表明された。例えば1982年12月23日に修正された形で通過した上院合同決議案は「連邦準備制度理事会と公開市場委員会は経済成長を促進し、現在の耐え難い失業水準を引き下げると十分な低い金利水準を達成し、維持するのに必要な措置を取るべきこと」¹⁸⁾を要請した。また実質金利の目標値を設定する趣旨の法案も議会で審議されたが、実現しなかった。

ここで金融政策と金利の関係について、マネタリストの考えを簡単に紹介しておこう。マネタリストによれば、GNPに影響を与えるのは貨幣供給の変化率であって、金利の変化は貨幣供給の変化によってもたらされる結果的現象にすぎない。したがって金利の動きにとらわれて、貨幣供給の変化率を意識的に調節する金融政策は本末転倒である。かりに金利を低下させようとして貨幣供給を増加させても、それによって生ずる金利の低下は短期間の一時的現象にすぎない。貨幣供給の増加はやがて物価の上昇を

17) Edward J. Kane, "Selecting Monetary Targets in a Changing Financial Environment," *Monetary Policy Issues in the 1980s*, (Federal Reserve Bank of Kansas City) 1982, p. 202 参照。

18) G. J. Santoni and Courtenay C. Stone, "The Fed and the Real Rate of Interest," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, December 1982, p. 8 による。

生み、予想物価上昇率を高めるから、フィッシャー効果により金利はかえって上昇することになる¹⁹⁾。

このようなマネタリストの見解が当時力を得ていたので、高金利を引き下げるための金融緩和とは簡単に結び付かなかった。

V 金融革新の影響

1979年10月の新金融調節方式では前述したように非借入準備を基に、貨幣供給の調節をはかる方針を打ち出した。その結果フェデラル・ファンド・レートが大きな変動を示すことになった。しかし連邦準備スタッフは新金融調節方式は当初の目的を十分達成しているという研究結果を発表している²⁰⁾。

連邦準備の新金融調節方式の採用を多くの人はマネタリズムの受け入れと理解した。それは事実であったか。マネタリストの最も特徴的な主張の一つは、貨幣を安定的に供給することである。この観点から1979年10月以降の M1 の変化率をみてみると、かなり大きな振幅を示していることが分かる。ベンジャミン・フリードマンは1979年以後の期間について、M1 の増加率は1980年第3.4半期の年率21.1%の高さから、1980年第2.4半期のマイナス5.8%の低さまでであると指摘した²¹⁾。さらにウォルシュ (Carl E. Walsh) は新金融調節方式が取られた1979年10月～1982年10月の M1 の月別変化率をその期間の前後と比較して図示しているが²²⁾、1979年10月～

19) このような見解はフィラデルフィア連邦準備銀行総裁 David P. Eastburn によって1974年7月17日の議会証言で述べられている。U. S. Congress, House Committee on Banking and Currency, *Federal Reserve Policy and High Interest Rates, Hearings*, 93rd Congress, 2nd Sess., July and August 1974, p. 120 参照。

20) 詳しくは David Lindsey and Others, "Monetary Control Experience under New Operating Procedure," *New Monetary Control Procedures*, Vol. II, Staff Study, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1981 をみよ。

21) Benjamin M. Friedman, "Lessons on Monetary Policy from the 1980s," *Journal of Economic Perspectives*, Summer 1988, p. 55.

1982年10月の M1 の変化率は、予想に反して、フェデラル・ファンド・レート进行操作目標として重視していた1970年10月～1979年9月のそれよりは変動幅がはるかに大きいことが分かる。

ミルトン・フリードマンは1982年10月の議会証言で、この点について次のように述べている。「1979年に実際に生じた変化は、連邦準備がその運営方式を変更したことであった。連邦準備が金利ではなく、総準備をコントロールしようとする目的は素晴らしいものであったが、連邦準備が行った実際の変更は、その目的を達成するのに不十分であった。……マネタリストの基本的特徴は貨幣成長率の不動性 (steadiness) である。1979年10月以降の貨幣成長は、連邦準備制度の全歴史について知っている他のどの期間と比べても、より不安定であった。もしこれがマネタリズムであるならば、私はマネタリストではない。」²³⁾

ここで新金融調節方式採用以後の M1 の増加率の不安定性について補足しておきたい。すでに触れたが、1980年3月に「1980年預金金融機関規制緩和通貨管理法」が成立し、金融制度改革が実施された。それに加えて、1981年に証券会社の取り扱う MMMF が爆発的に増加した。M1 の構成分から MMMF に大量の資金が移動したと思われるので、そのことだけでも金融政策と関わりなしに M1 の動きを不安定にした。預金金融機関の資金流出などに基づく経営悪化に対処するために、1982年10月15日に「1982年ガーン＝セントジャーメイン預金金融機関法」(Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982) が制定され、この法律に基づき預金金融機関は MMMF に対抗する新金融商品として MMDA を1982年12月に創設した。

22) Carl E. Walsh, "Issues in the Choice of Monetary Policy Operating Procedures," William S. Haraf and Phillip Cagan ed., *Monetary Policy for a Changing Financial Environment*, 1990, Figure 2-3, p. 13 をみよ。

23) U. S. Congress, Joint Economic Committee, Subcommittee on Monetary and Fiscal Policy, *Monetarism and the Federal Reserve's Conduct of Monetary Policy, Compendium of Views*, 97th Congress, 2nd Sess., December 30, 1982, pp. 73 and 74.

MMDA は取り扱い開始後恐るべき勢いで増加し、MMMF から資金を取り戻すことに成功した。しかし M1 の構成成分からも MMDA に資金が移ったことも推測される。MMDA は貨幣集計量の M2 に含まれることになっているので、この預金移動は M1 の増加率を低めることになる。このように1980～1982年の制度改革は、予期せざる変動を M1 の動きに与えたことは疑いない。したがって M1 の不安定性は金融政策の責任だけに負わせるわけにはいかない。

金融革新が進み、それに応じて制度改革が行われつつあるアメリカでは、最狭義の貨幣集計量 M1 が非常に大きな影響を受けるので、連邦準備は、1982年に金融政策の目標値として、M1 よりも M2 を重視することになり、その後目標値として M1 を議会に報告することも取り止めてしまった。さらに1982年10月操作目標として非借入準備の代わりに借入準備を採用するとともに、再び短期金利の代表金利としてフェデラル・ファンド・レートの動きに注目するようになった。したがって連邦準備がマネタリズムから離れたことが明らかになった。

金融革新下で貨幣需要関数の不安定性が生じやすいことは多くの研究によって明らかにされているが、これを貨幣の所得速度で観測してみよう。連邦準備は現在貨幣集計量として M1, M2, M3 の 3 系列を発表している。その改訂計数が1959年から得られるので、それを利用し、貨幣の所得速度 V を $Y \div M$ によって求める。Y は GDP を用いた。その結果、最狭義の M1 の所得速度は顕著な上昇傾向を示している。すなわち1959年の3.53から1981年の6.94まではほぼ一貫して上昇し続けている。1982年以降はこのトレンドから離れて1991年まで5.89～6.84の範囲で不安定的に昇降している。これとは逆に M3 の所得速度は1959年の1.65から1986年の1.22まで低下トレンドを示し、その後1991年の1.37まで上昇している。M2 の所得速度は1959年が1.66であり、1991年も同じ1.66であり、その間1.50～1.69に収まっていて、きわめて安定的である。連邦準備が1982年に金融政策の目標

値として M1 の代わりに M2 を重視するようになったのも、この貨幣の所得速度の動きからみてもうなずける。金融革新が進んでいる状況下では金融政策の目標値として貨幣集計量の増加率にのみ頼るのは無理があると思われる。連邦準備が再び金利の動きに注目するようになったのも当然である。

む す び

これまで、2桁のインフレ期における対照的な2つの金融政策を取り上げ、異なる金融政策が取られた背景として当時の多数派の経済理論が大きく影響していたことを述べた。戦後初期のインフレ期にはケインジアン理論が支配的であり、不況期に適合する投資・貯蓄の利子非弾力性という仮説を、インフレ期にも適合すると考え、金融政策のインフレ抑制効果を過小評価した。それが低金利国債管理政策の要望と重なり合って、低金利政策が強行された。逆に1979～1981年のインフレ期には、インフレは貨幣的現象であり、貨幣供給の増加率の過大がインフレの原因であるというマネタリストの見解が支配的となり、貨幣供給の増加率を押さえることに金融政策の力点が置かれた。結果的に歴史的に高金利状態を出現させてしまった。

この時期以降現在に至るまでインフレ抑制に当たって金融政策が重要視されてきた理由がもう一つある。それは1980年代に入ってアメリカの財政赤字が拡大し続け、財政政策を景気対策として活用する道が大きく制約されていることである。不況対策として考えられる政府支出の拡大と減税は財政赤字をさらに悪化させることが憂慮され、インフレ抑制策としての政府支出の削減と増税は国民に不人気であり、それを大規模に行うことは躊躇されがちである。景気対策としては財政政策と金融政策が協力し合ってこそその真価が発揮されるはずであるが、現実はそのほど遠い。

現在金融政策の効果については、アメリカではマネタリストの見解が影

響力が強い。とくに合理的期待学派の主張が重視されている。しかし理論的面は別として、現実の問題としては予想はあくまでも不確実な性格を持っており、そのことを前提として金融政策の効果を考えるべきではないか。予想不確実の前提に立つケインズの理論にもう一度立ち返ってみる必要もあろう。

戦後初期のインフレ期の低金利政策が異常であったと現在思われているように、1979～1981年のインフレ期にあれほどの高金利を生じさせ、1981～1982年の景気後退を生じさせることが必要であったのかと、考え直す時代がくるかもしれない。理論は絶えず発展しているからである。