

はしがき

アメリカの生産力は第2次大戦中に非常に増大したので、戦後においては生産力の過剰は不可避的であり、戦後恐慌と大量失業の発生は必至であるとみられていたが、実際に生じたのは戦後恐慌ではなくて、インフレーションであった。1939年より1945年に至る戦時中の6ヵ年を通じてアメリカの物価は僅かに30パーセント騰貴したにすぎなかったのに、戦後は1948年8月までの3ヵ年に約60パーセント騰貴した。その後1949年に景気後退があったが、1950年6月の朝鮮事變の勃發は再びアメリカにインフレーションを生ぜしめた。したがって戦後の金融政策に與えられた主要な任務はインフレーションの抑制であった。しかし戦時に發行された巨額の政府證券はアメリカの金融構造を變貌させ、金融統制の任に當っている連邦準備制度をして、その本來の統制權限を無効化させてしまった。1941年に連邦準備制度が設立された時に、ハーヴァード大學の1教授はアメリカの金融問題は解決されてしまったと考えて、學生達に金融分野の著述にたずさわらないように忠告したと傳えられている。ところがアメリカの連邦準備制度はあらゆる場合に、その全能力を發揮しうる完全な制度ではなかった。この點が戦後のインフレ抑制において露呈され、連邦準備制度の再検討の契機となった。特に戦後の金融政策の問題點は、戦時に累積された2,500億ドルを超える國債の管理を主要任務とする財務省の政策といかに調整するかにあった。財政當局は國債の利子費用を節減し、満期證券の借替を圓滑にするために、低金利の維持を主張するのに對し、貨幣當局は信用統制のために金利の引上げを要望した。この相反する財政・金融政策をいかに調整し、インフレ抑制を最も效果的ならしめるかが、戦後の經濟政策の最大關心事の1つであった。本調査はこの問題に焦點を合せながら戦後の金融政策を概観することを目的としている。

I 1945—1948年の信用統制

1945年末から1948年8月までの物價騰貴は誠に目覺しく、この期間に生計費は35パーセント、卸賣物價は

61パーセント上昇した。したがってこの期間の金融政策はインフレ抑制策として取上げられ、急速に膨脹しつつある信用總額をいかに調整するかという點に問題の焦點があった。なぜならば信用の膨脹は有效需要の増加となり、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深化させるからである。ではこの信用膨脹を阻止するために連邦準備はいかなる政策をとったであろうか。この問題を以下において取上げるわけであるが、われわれはまず信用膨脹の足どりと、それがいかなる基礎の上になされてきたかを一瞥しておく必要がある。

1. 銀行信用の膨脹とその基礎

アメリカ全銀行の貸付は、戦前の1939年12月末には222億ドルであったのが、終戦直前の1945年6月末には280億ドルと増加し、この増加傾向は戦後も繼續し、1946年6月末315億ドル、同年12月末356億ドル、1947年6月末384億ドル、同年12月末430億ドル、1948年6月末451億ドル、同年12月末482億ドルと増加している。これらの數字によって明らかな如く、戦後の信用膨脹は顯著であり、1939年末より1945年6月末までの全銀行貸付增加額が58億ドルであるのに對し、1945年6月末より1948年12月末までの增加額は203億ドルとなっている。全銀行の貸付はその内訳項目が知りえないので、その内訳項目の計数のえられる被保險商業銀行についてみると第1表の如くである。

第1表によつてわかるように、1945年末から1948年末の被保險商業銀行の總貸付增加額は162億ドルで、證券貸付の減少を除き、各種の貸付は急調の増勢を示している。

(1) 商工業貸付

この項目の1945年末より1948年末に至る增加額は約93億ドルで、全貸付增加額の56パーセントを占める。銀行信用に對する事業の需要は1945年央より大規模に復活したが、それは1946年約46億ドル、1947年約40億ドルと極めて大巾な増加を示した。この2年に比べると、1948年の増加は僅かであった。特に戦後の2ヵ年においてこの項目の増加が顯著であった理由としては、生産費、物價および販賣高の上昇に基づく運轉資金

第1表 被保険商業銀行の貸付と投資（単位100万ドル）

項目	年末 1945	1946	1947	1948	純變動 1945-1948
貸付					
商工業貸付	9,461	14,016	18,012	18,761	+9,300
農業貸付	1,314	1,358	1,610	2,775	+1,461
證券貸付	6,770	3,126	2,013	2,276	-4,495
不動産貸付	4,677	7,103	9,266	10,666	+5,989
消費者貸付	2,361	4,031	5,654	6,804	+4,443
その他貸付	1,181	1,098	1,028	1,095	-86
合計	25,765	30,733	37,583	41,968	+16,203
投資					
政府證券	88,912	78,554	67,941	61,388	-27,524
その他	7,131	7,890	8,750	8,929	+1,798
合計	96,043	81,445	76,691	70,318	-25,725
貸付・投資合計	121,809	112,178	114,274	112,286	-9,523

(出所) Federal Reserve Bulletin, 各號。

の需要の旺盛を反映したこと、ならびに戦時中十分行いえなかった工場、設備の擴張のため大量の設備資金が必要とされたことがあげられる。設備資金の需要は製造工業會社や石油會社のごとき大規模産業において、特にはげしかった。

(2) 農業貸付

農業貸付は商工業貸付に比べるとその増加のテンポはゆるく、1945年末から1948年末にかけて約15億ドル増加したにすぎない。農業貸付の増加テンポの遅かった理由としては、農業所得が極めて高水準であったことが指摘できるが、1947年以降は作業の擴張、農機具の購入、その他の資本設備の改善を反映して増加してきた。

(3) 證券貸付

戦後の3カ年において他の貸付が例外なしにかなりの増加を示しているのに反し、この證券貸付は大巾な減少を示し、45年末から48年末に至る3カ年に45億ドルの減少を示した。この45億ドルの減少の大部分は1946年に起つたものであって、その1年間の減少額は實に36億ドルに達する。これは1945年末の計數が勝利公債賣出運動による政府證券の多額の購入を賄うための銀行貸付の膨脹を示しており、それが1946年中に大部分返済されたという特殊な事情を反映している。また證券貸付の膨脹を抑制する要因として1934年證券取引法に基づく連邦準備制度理事會の證券金融に対する統制も見のがすことはできない。

(4) 不動産貸付

不動産貸付は商工業貸付について大巾な増加を示した項目であり、同期間の増加總額は約60億ドルに達する。このうちの24億ドルが1946年に、22億ドルが1947

年に増加した。戦後の2カ年に特にこの貸付の増加したのは、住宅ならびに非住宅建築關係に基づくものであって、それは都會地銀行において特に顯著であった。

(5) 消費者貸付

消費者貸付は戦時中に實施されていた消費者信用統制が1946年12月に緩和されて以來急激な増加を示し、48年末に至る3年間に44億ドルの増加をみた。この項目については後に詳述する。

(6) 投資

證券投資のうち政府證券は政府の償還政策、長期貯蓄債券への借替操作および銀行の連邦準備銀行への賣却等によつて戦後減少を續けているが、政府證券以外の證券は戦後も引續き増勢を示している。その増加の大部分は州、その他の地方債の増加である。

このように、戦後3カ年の貸付の増加は誠に驚くべきものがあったが、この増加を可能ならしめたのは支拂準備金の絶えざる増大であった。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、この3カ年の支拂準備金の増加は46億ドルに達する。この準備金の増加は理論上その數倍の新貸出能力を銀行に與えることになる。ではこの支拂準備金の増加した原因は何であったろうか。このことを明らかならしめるために、支拂準備金の構成要因を示すと第2表の如くである。

第2表によれば準備金を増減させる最大の要因が、金

第2表 加盟銀行準備額の構成（単位100万ドル）

項目	年末 1945	1946	1947	1948	純變動 1945- 1948
増加要因	連邦準備銀行信用 割引および貸付	249	163	85	223
	政府證券合計	24,262	23,350	22,559	23,333
	その他信用	580	581	536	542
	連邦準備銀行信用 合計	25,091	24,093	23,181	24,097
減少要因	金保有高	20,065	20,529	22,754	24,244
	政府保證通貨	4,339	4,562	4,562	4,589
	合計	49,495	49,184	50,497	52,930
	通貨流通高	28,515	28,952	28,868	28,224
減少要因	財務省現金保有高	2,287	2,272	1,336	1,325
	連銀に對する財務省預金	977	393	870	1,123
	非加盟銀行預金	1,308	822	961	1,189
	その他連銀勘定	495	607	563	590
合計	33,582	33,046	32,598	32,451	-1,131
加盟銀行準備金	15,915	16,139	17,899	20,479	4,564
加盟銀行準備所要額	14,457	15,577	16,400	19,277	4,820
過剰準備額	1,458	562	1,499	1,202	-256

(出所) Federal Reserve Bulletin, 各號。

保有高と連邦準備銀行信用と流通通貨の3つであることことが示されている。この3つの要因のうち、金保有高と流通通貨の動きは殆んど連邦準備の調整を受けない。連邦準備信用はこれら2つの多かれ少かれ独自の要因と加盟銀行準備金との間の平衡論ともいべきものである。それは加盟銀行準備金の量を左右することによって、連邦準備が銀行信用の量ならびに全貨幣供給量を統制する責任を果しうる重要な手段となっている。

さて戦後の3ヵ年における支拂準備金の増加額は46億ドルであるが、このうちの42億ドルが金保有高の増加によってもたらされた。戦後における金保有高の増大は外國よりの金流入の激増に起因するものであり、殊に1947年以降はその現象が顯著である。アメリカへの金流入額は1946年3億150万ドル、1947年18億6630万ドル、1948年17億70万ドルとなっているが、このような増加は世界各國がアメリカよりの巨額な入超尻の決済のため、多量の金をアメリカに積出した結果である。

次に連邦準備銀行信用についてであるが、第2表に示されているごとく、この壓倒的な部分を占めるのが政府證券の保有高である。したがって、連邦準備銀行信用が金保有高の増加による準備金の増加を相殺する要因であるためには、連邦準備銀行保有の政府證券が償還もしくは賣却によって減少されなければならないことになる。第2表によれば、1948年末に至る3ヵ年で政府證券の保有額は93億ドル減少し、したがって連邦準備信用はその合計額で99億ドルの減少を示した。だがこの程度の減少では、金保有高の増加に対する相殺的要因とはなりえなかった。もし連邦準備銀行が公開市場操作を通じて、手持の政府證券を賣却できたならば、信用膨脹の調整は容易に行われたであろう。しかし後述するごとく、戦後の連邦準備制度に負わされている政府證券の價格支持という任務が、この操作を不可能にしてしまった。これが戦後の金融政策の最も大きな論争點であった。

戦後において連邦準備制度によって行われた信用統制は再割引率の變更、公開市場操作、支拂準備率の變更を通して加盟銀行の支拂準備所要額を増減せしめる一般的（量的）信用統制と、株式證據金率の變更による證券貸付統制、消費者賦拂信用統制および不動産信用統制を含む選擇的（質的）信用統制にわかれ。また連邦準備銀行が金融機關の自主的信用統制を勧告するいわゆる道義的勧告も後者に含めさせるのが通常である。これらのうち1948年迄に行われた信用統制を、各統制手段別に述べよう。

2. 公開市場政策

公開市場操作は連邦準備法第14條の規定にしたがい、連邦準備銀行が政府證券、銀行引受手形、爲替手形、短期の地方債などを公開市場で賣買することにより、信用の量的統制を行う手段であり、その操作は主として政府證券の賣買を通じて行われてきた。この公開市場操作は從来は連邦準備制度が能動的に行いうる獨自の有力な信用統制手段であり、それはまた割引政策による信用統制を一層效果的たらしめる手段として使用されたのである。しかしこの有力な手段にも、戦後においては1つの難關が横たわっている。それは戦時中異常に増大した政府證券の價格維持という任務が連邦準備制度に課せられていることである。連邦準備制度は終戦後も財務省が必要とした資金をすべて低利子率で調達できるように保證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た主要な方法は、その證券保有額に對する統制を放棄し、銀行その他の投資家がその時々の利廻體系で保有することを欲しない政府證券をすべて受動的に購入するということによってであった。かくして戦時、戦後における公開市場操作の目的は信用統制という本來の目的から離れて、政府證券の正常市場の維持という特殊な目的に移っていった。

戦後においてはこの2つの目的は相反するものであり、そのうちの1つを立てれば、他は犠牲にしなければならなかつた。したがってインフレ抑制のために信用引締政策として公開市場賣操作が行われなければならなかつた時に、それとは逆の買操作がしばしば行われざるをえなかつた。なぜならば一般銀行は貸付を膨脹させるために、低利子率の政府證券を賣却するという一般的傾向がみられた。それは第1表によって明らかなるところである。ところで連邦準備銀行は政府證券價格を下落させないためには、この賣りに出された政府證券を額面價額、もしくはそれを僅か上廻る價格で買いとらざるをえなかつた。かくして後に詳述するように連邦準備銀行はその持分の政府證券のかなりの額が財務省によって償還されたにもかかわらず、この公開市場の買操作によってその償還額の大部分を相殺してしまつた。これが支拂準備金をふやし銀行信用の膨脹の基礎を提供したことは前述した通りである。ここで戦後の初期において低利子率と政府證券市場が維持された理由を一應述べておくことが、後の推論を理解する上に便利であろう。いう迄もなく低利子率と政府證券市場の維持は財務省の國債管理を容易にするためであつた。戦後の初期においては、この政策が連邦準備銀行の信用統制措置と矛盾したけれども、連邦準備の主腦者達は必ずしもそれに反対したわけではなく、む

しろ財務省に非常に協力的であった。その理由として次の5點があげられる。

(1) 連邦債務の利子率の引上げは既に多額にのぼっている利子負担を大いに増加させる。

(2) 政府証券の價格と利廻りの動搖は財務省の借替操作を非常に複雑ならしめる。すなわち1年以内に満期になる政府証券が約500億ドルあり、また5年以内に満期になる政府証券が約1000億ドルあることに鑑みて、借替操作を容易にしておくことは特に重要であった。

(3) 政府証券の利廻りの増加——政府証券の市場價格の下落——は金融機關やその他の政府証券保有者に資本減價をもたらし、金融機關の政府証券に対する信頼の喪失とそれに伴う投資を生ぜしめるであろう。

(4) 政府証券の利廻りの僅かの引上げはインフレ抑制策としては有效でないであろう。連邦準備の當局者達は財務省の利子費用を餘り増加させず、また國債保有者に深刻な資本減價をもたらさない程度の小なる利子率の引上げは、インフレ抑制の強力な要因とはなりえないであろうと論じた。

(5) 低金利政策は戦後の再轉換過程を容易にし、雇用と生産の高水準を維持する上に役立った。そして利子率の引上げは低金利政策を脅すものであり、民間の借債募集を妨害し、生産と雇用に有害な影響を及ぼすであろう。

このような理由に基づいて、連邦準備制度は戦後の初期においては、戦時中における同様な公開市場操作を行った。公開市場委員会は1943年4月に戦時措置として準備銀行に公開市場における短期財務省証券の賣物をすべて0.38パーセントという低率の釘付け利率で買入れよう指令を發し、さらにこれを補完するため、同年8月に上記の買入れに關して賣手に同一利率・同一價格での買戻し選擇權を與えた。この態勢は1947年7月に至る迄と續けられた。連邦準備はまた債務證書の0.88パーセントの釘付け利率を維持し續けた。このように戦後の初期における公開市場操作の力點は、最短期の政府証券の利子率を低位に保つことにおかれ、連邦準備によつて購入された政府証券はほとんどこの短期證券に限られていた。最短期證券の利廻りがこのような低水準に保たれたために、相對的に低利廻りの短期債から高利廻りの長期債への乗替え傾向が生じた。このため長期債の市場價格は上昇し、1946年の初期においては最長期の市場性ある發行債の市場價格は、額面價額を6パーセント以上上廻り、1947年央においても依然として額面價額を3パーセント上廻っていた。

1942年以来堅持されてきた利廻り體系が、最初に修正

されたのは1947年7月で、この時連邦公開市場委員會は90日満期財務省證券の0.38パーセントの釘付購入率を廢止し、今後は同證券の利廻りを債務證書の釘付利率0.88パーセントに見合う水準に引上げる旨を發表した。これとともに同證券の賣手の買戻し選擇權の賦與は中止された。

戦時の金利體系からの第2の乖離は1947年8月に起つた。この時連邦公開市場委員會は債務證書の0.88パーセントの購入利率を廢止し、それを財務省の新規債務證書の發行利率と見合う水準に引上げる旨を發表した。財務省の新規發行債務證書の利率は次第に引上げられていったので、それに應じて連邦準備の債務證書の購入利率は1947年12月迄に1.13パーセントに上昇し、財務省證券の利廻りも約1パーセントに引上げられた。この水準は1948年の夏迄續いたが、8月に財務長官は、10月1日に新規發行債務證書の利率を1.13パーセントから1.25パーセントに引上げる旨を發表した。かくして1948年末迄に債務證書の利率は0.88パーセントの戦時水準から1.25パーセントに引上げられ、財務省證券の利率は0.38パーセントから約1.15パーセントに引上げられた。このような短期證券の利率の引上げにつれて、長期債券の利率も1947年後期に幾分引上げられたが、1948年中はそれ以上の引上げがなかった。したがって長期債の利率は1947年7月の2.22パーセントから1948年末の2.44パーセントに上昇したにすぎなかった。

かくて長期債の利廻りに比べて、短期債の利廻りの上昇が相對的に大きかったために、證券保有者の賣り物は戦後の初期とは逆に短期債から長期債に移つていった。このことは受動的買手としての連邦準備制度の政府證券の保有高に反映されている。

第3表 連邦準備保有の政府證券の満期分布
1946—1948 (単位100萬ドル)

	總保有額	90日以内	90日以上	1年~5年	5年以上
1946年2月27日	22,972	15,847	6,074	360	691
" 6月26日	23,385	17,877	4,436	489	582
1947年6月25日	21,582	16,262	4,835	444	542
" 12月31日	22,559	14,357	5,565	198	2,439
1948年6月30日	21,366	11,634	3,527	1,146	5,060
" 12月29日	23,347	6,658	5,125	2,610	8,954

(出所): *Federal Reserve Bulletin*, 各號。

第3表によれば、1947年6月においては90日以内の短期債が連邦準備の全保有額の約75パーセントを占め、1年以内のものは全額の95パーセントに達した。ところが1948年末においては90日以内のものは全額の29パーセントで、1年以内のものは50パーセントにすぎ

ない。これに反して 5 年以上の長期債は 1947 年 6 月の僅か 2.5 パーセントから 1948 年末の 38 パーセントに増加した。これらの動きは連邦準備制度の安定化操作の重點が短期利率から、長期利率に向ったことを示している。このことは 1947 年後期と 1948 年において、マッケーブ、エックルズ、スプロールという連邦準備制度の代表者達が、長期利率を 2.5 パーセント以上に上昇することを極力防止する決意を強調したことによって明らかである。財務長官スナイダーも、 $2\frac{1}{2}$ パーセントの利率を専心支持したい旨を述べた。かくして修正された利廻り體系の下で連邦準備制度は政府證券價格を支持し、公開市場での買操作を繼續したが、利廻り體系が引上げられているので、投資家が證券を換金化する費用は幾分増加した。そしてこの政府證券の利廻りの上昇は民間證券の利廻りをほぼ同程度引上げた。このような利子率の引上げはインフレ抑制措置として正しい方向への第 1 歩であったが、しかしこの場合次の 2 點を心にとめておかねばならない。その 1 つは 1948 年に到達された利率さえも、他の繁榮期の利率と比べれば非常に低く、他方投資の利潤率は他の繁榮期におけるよりも遙に高かったから、民間投資の資金需要をおさえるという點では、この程度の利子率の引上げは大して効果をもたなかつたということである。その 2 つは引上げられた利廻り體系の下で、銀行その他の投資機關が保有することを欲しない政府證券を連邦準備が依然として買いつづけるという受動的な公開市場操作がとられたために、信用供給を制限する他の傳統的手段の效力が著しく減殺されたということである。この點は次節以下で論ずることにする。

3. 割引政策

割引政策は各國とも中央銀行の信用統制手段として最も早く、また從來最も重きをおかれていたものであるが、アメリカでは 1920 年代において連邦準備制度の最も重要な信用統制手段となつた。連邦準備法第 13 條によれば加盟銀行が手持資金を全額貸付あるいは投資し、法定準備所要額以上の準備金をもたぬ場合には、連邦準備銀行から次の 2 つの方法によって直接に信用の供與を受けることができる。その 1 つは「割引」あるいは「再割引」といわれるものであつて、加盟銀行が特定の條件をえた手形を裏書きの上、準備銀行に送付して割引を求める方法である。他の 1 つは「貸付」であつて、これによると加盟銀行は政府證券、再割適格手形、あるいはその他適格證券を擔保として自行の約束手形を準備銀行に差入れて貸付を受けるのである。兩者は形式において異なるが、實質においては同じであり、今日では貸付の方法が一般的である。いずれの場合でも割引・貸付額だけ加盟銀行

の法定準備金は増加する。準備銀行はその對價として割引率として知られる利子率を以て利子を請求する。したがつて連邦準備制度は信用を引締めようとする時は割引率を引上げ、信用の緩和を圖る時は割引率を引下げる事になる。この割引率の操作は連邦準備制度のその時々の金融情況に對する態度を表明するものとして特に重視された。

しかし再割引政策による信用統制は、その性質上著しく受動的であり、加盟銀行が資金に不足を感じないか、または他の資産、例えば政府證券を處分することにより自由に資金の調達ができる、連邦準備銀行から借入れる必要に迫られないならば大した效果は期待できない。そしてこの缺陷が戦後において再割引率の變更による信用統制手段を無力化しているのである。第 2 表で示されている如く、連邦準備銀行信用の壓倒的部分は政府證券によって占められ、割引および貸付の占める部分は 2 パーセントにも満たない。このような状態の下では再割引率の引上げは支拂準備金の減少には大して効果がないことは明らかである。理事長マッケーブは 1948 年 8 月 2 日の國內銀行通貨委員會の席上述べたステートメントにおいてこの點を認めているが、しかしながら若干の効力を期待している。例えば再割引率の増加は、連邦準備の短期政府證券の賣操作によって引上げられた資金を、市場が割引を通じて再び獲得しようとする意欲をくじくであろうと述べ、また再割引率の増加は大きな心理的效果をもつと述べ¹⁾ている。

次に實際に戦後の轉換期においてとられた割引政策を述べよう。連邦準備はこの期間中に數段階にわたつて割引率を引上げた。始め 1946 年の 3 月と 4 月に連邦準備は非加盟銀行が政府證券を見返り擔保にすることによつて、加盟銀行の貸付金に適用しうる割引率で借入れのできる特權を非加盟銀行から取上げた。その後連邦準備は 4 月と 5 月に、1 年以内の短期政府證券を擔保とする貸付に對して與えていた特惠利率を廢止した。しかしこの修正は低金利政策の修正を意味するものではなかつた。このことは連邦準備制度理事會が特惠利率の廢止に當つて「政府證券の利廻りが現状よりも上昇することを望むものではない」と聲明したことからも明らかであり、したがつて他の政府證券擔保の加盟銀行貸付金に對する 1 パーセントの割引率はそのままにされていた。割引率は 1948 年に入って始めて引上げられ、1 月に 1.25 パーセントに、さらに 8 月に 1.5 パーセントに引上げられた。

1) T. B. McCabe, Statement Before the House Banking and Currency Committee, *Federal Reserve Bulletin*, August 1948, p. 910.

第4表 商業銀行保有の政府證券の満期分布
(単位 100 萬ドル)

	1946年6月	1947年12月	1948年9月
財務省證券	1,142	2,052	2,191
債務證書	16,676	6,538	7,474
中期債と長期債			
1年以内	5,655	8,244	4,219
1—5年	25,285	33,415	31,468
5—10年	21,933	6,090	6,275
10年以上	5,858	5,003	3,672
	76,549	61,370	55,818

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, January 1949, p. 56.

割引率のこれらの引上げは金融引締めへの若干の效果をもたらしたけれども、その效果は恐らく小であった。なぜならば加盟銀行は前述したように連邦準備から借入れを仰ぐ必要がなかった。上表によってわかるように、0.5 パーセントの特惠率が 1946 年 1 月に廃止され、1 パーセントの割引率が確立された時に、商業銀行は 0.38 パーセントの割引率で賣却しうる財務省證券を 10 億ドル以上保有していたし、また 0.88 パーセントをこさない利廻りを失うだけで賣却した 1 年以内の満期の他の政府證券を 223 億ドルも保有していた。

1948 年 1 月に割引率が 1.25 パーセントに引上げられた時には、銀行は利廻りが 1 パーセント以下の財務省證券を 20 億ドル、1 年以内満期で、利廻りが 1.13 パーセントもしくはそれ以下の他の政府證券を 148 億ドル保有していた。1948 年 8 月に割引率が 1.5 パーセントに引上げられた時も同じ事態が見出される。この時は銀行は利廻りが約 1.1 パーセントの財務省證券を 22 億ドル、利廻りが 1.25 パーセント以下の他の政府證券を 117 億ドル保有していた。このように引上げられた割引率よりも、より低い利廻りの政府證券を多額に保有しており、しかも連邦準備が受動的購入者として行動する限り、銀行は割引率よりも低い利廻りを犠牲にするだけで必要な資金をいつでも獲得できる。このような状態の下ではマッケーブのいう割引率引上げの「心理的效果」でさえ重要なものとなってしまう。

4. 支拂準備政策

連邦準備のユニークな特色は集中支拂準備制度を採用しているところに求められるが、それは支拂準備金を集中せしめることによって、全體としての支拂準備額を低減し、その効率を高めることが最初の狙いであった。1913 年の連邦準備法の支拂準備規定は 1917 年に改正され、この改正規則によって加盟銀行はその預金に對し一定割合（要求拂預金に對しては中央準備市銀行 13 パーセント、準備市銀行 10 パーセント、地方銀行 7 パーセント、有期預金に對しては、一率に 3 パーセント）の支

拂準備金を全額連邦準備銀行に預金すべきことが規定された。その後 1933 年のいわゆるトーマス修正法によつて、連邦準備制度は、大統領による緊急事態宣言期間に限り、財務長官の同意を得て信用の不當膨脹を防止するため、加盟銀行の支拂準備率を一時的に變更する権限を與えられた。ついで 1935 年の銀行法により、右の権限から緊急事態宣言期間という條件と、財務長官の同意という條件が削除され、支拂準備率の變更は連邦準備制度の恒久的信用統制手段となつた。ただし準備率の引上げは 1917 年 6 月の改正規定の準備率の 2 倍を超えることができないと規定された。すなわち準備率は次の最高と最低の枠内で隨時變更することができるようになったわけである。

	要求拂預金	有期預金
中央準備市	13—26%	3—6%
準備市	10—20	3—6
地方銀行	7—14	3—6

この権限に基づいて支拂準備率は 1936 年、37 年、41 年と 3 回に亘って引上げられ、法律で許されている最高限度に達するに至った。ところが第 2 次大戦と共に、政府證券の引受、軍需融資の増加を反映して、ニューヨーク、シカゴの兩中央準備市銀行の過剰準備は俄かに減少したので、中央準備市銀行の要求拂預金に對する支拂準備率は 1942 年に 3 回引下げられ 20 パーセントになった。しかしその後の信用膨脹傾向に鑑み、1948 年 2 月 22 パーセント、同年 6 月 24 パーセントと相ついで引上げられ、法定最高限度の 26 パーセントに對して餘すところ 2 パーセントとなった。一方中央準備市銀行以外の加盟銀行の支拂準備率はすでに 1941 年以降最高限度に達しているので、從來の法律の下では支拂準備率の引上げによる信用統制は望み得なくなった。

以上の如く傳統的信用統制手段によつては、もはや戰後の目覺しい信用膨脹を阻止できなくなつたので、政府は 1948 年 7 月 26 日特別議會を開會し、インフレ抑制法案を提出した。この法案は超過利得税の復活、消費者信用統制の復活、銀行貸付の制限、物資割當制、價格統制、地代・家賃の統制等に關する 8 對策を示したものであったが、共和黨の支配する議會は、トルーマン大統領のインフレ抑制法案を拒否し、これに代る同黨獨自のインフレ抑制法案を成立せしめた。このインフレ抑制法案は金融統制にのみ關するものであり、消費者賦拂信用の統制と連邦準備銀行の支拂準備率の引上げが決定された。トルーマン大統領が提出したインフレ抑制法案によれば支拂準備率の引上げは、要求拂預金に對し 10 パーセント、有期預金に對し 4 パーセントであった。下院はこれ

を前者に對し 3 パーセント、後者に對し、1 パーセントの引上げとして通過せしめた。しかし結局、上院の修正案が通り、連邦準備制度理事會は 1949 年 6 月 30 日まで、加盟銀行に對しその準備率を、要求拂預金に對し 4 パーセント、有期預金に對し 1.5 パーセント方引上げる權限を賦與された。すなわち法定最高限支拂準備率は次の如くになった。

	1948年8月以前	1948年8月— 1949年6月30日
要求拂預金		
中央準備市銀行	26%	30%
準備市銀行	20	24
地方銀行	14	18
有期預金		
全加盟銀行	6	7.5

連邦準備制度理事會はこの權限に基づき、地方銀行に對して 9 月 16 日以降、中央準備市銀行と準備市銀行に對しては 9 月 24 日以降、支拂準備率を要求拂預金に對し 2 パーセント、有期預金に對し 1.5 パーセント引上げた。この措置により加盟銀行が連邦準備銀行に預託する準備金は約 20 億ドル増大した。この額はフィデラル・リザーブ・プレティンの報ずるところによれば、6 月から 8 月までに連邦準備銀行が銀行外投資家から政府證券を購入したことによって銀行に供給した準備額と、金流入の増加額との合計に等しかった。²⁾ 支拂準備率の引上げによる信用統制の缺點は、マッケーブが指摘している如く、³⁾ 全銀行の半ばを占める非加盟銀行を含みえないということである。さらに根本的な點は、現在のように銀行資産の甚だ大きな部分が政府證券である實情では、支拂準備金の追加資金は銀行保有の政府證券の處分によって行われ、しかも政府證券の價格支持のため、連邦準備銀行はその政府證券を購入せざるをえないということである。したがってこの點に關し適當な處置がとられなければ、支拂準備率の引上げはただ加盟銀行保有の政府證券の賣却を促すに過ぎないということになる。事實チャンドラーの指摘するところによると、9 月の支拂準備率の引上げに續いて 20 億ドルの政府證券が連邦準備に賣却された。⁴⁾ この額は 9 月の準備率の引上げによる準備所要額の増加と匹敵するから、事實上は心理的效果を除けば信用引締めの效果は殆んどなかったといふことができる。

2) Bank Credit Developments, *Federal Reserve Bulletin*, October 1948, p. 1215.

3) T. B. McCabe, Statement Before the House Banking and Currency Committee, *Federal Reserve Bulletin*, August 1948, p. 904.

4) Lester V. Chandler, *Inflation in the United States 1940—1948*, p. 288.

5. 消費者賦拂信用の統制

消費者信用、特に賦拂販賣信用の増減が、景氣變動を著しく尖銳化することについては、すでに 1920 年代においても氣付かれていたのであるが、その後なんらの措置も講ぜられず、漸く 1941 年 8 月に至り、國防經濟上の必要から、戰時大權法に基づく臨時措置として、消費者賦拂信用統制が實施されるに至った。すなわち連邦準備制度理事會は大統領の行政命令にしたがって消費者信用の使用を制限する W 規則を發令した。W 規則の適用を受けるものは、割賦販賣について信用供與を行う各種の金融機關と物品販賣業者である。その規定は購入される物品の種類によって幾分異なるけれども、典型的には少くとも 3 分の 1 の現金拂いを必要とし、賦拂契約期間は 12 カ月に制限した。さらに 1942 年 5 月この統制規定は強化された。この統制規定と消費者所得の高水準ならびに耐久消費財の供給不足とのために、消費者信用額は 1941 年 8 月の 101 億ドルをピークとして減少の一途を辿り、1944 年始めに 50 億ドルとなった。終戰後は、1946 年 12 月に、この戰時中の消費者信用統制規定を修正し、これが緩和を計ったが、その後 1947 年 11 月 1 日に至り、全く廢止されるに至った。そこで、1945 年末には 66 億ドルであった消費者信用總額は、1947 年末には 133 億ドルに急増し、1948 年 6 月以降は 140 億ドルを突破するに至った。消費者信用のほぼ半ばを占める賦拂信用も同様の増加を示し、1945 年末には 23 億ドルであったのが、1948 年 7 月末には 73 億ドルに達した。このうち賦拂販賣信用は、1945 年末には 9 億ドルを占めていたにすぎないが、1948 年 7 月末には 35 億ドルとなり、その約 5 割が自動車購入に向けられた。次に戰後の 3 カ年における消費者信用増加の構成を示すと次表の通りである。第 5 表によれば 1948 年 6 月に至る 1 年間において消費者信用總額の増加は 29 億ドルで、前年よりも 5 億ドル少ないが、戰後の傾向は賦拂信用が相對的に増大し、

第 5 表 消費者信用増加の構成
(金額は單位 100 萬ドル)

	1945年8月— 1946年6月	1946年6月— 1947年6月	1947年6月— 1948年6月	1948年6月— 1948年12月
總增加額	2,308	3,360	2,905	1,402
賦拂信用	40%	61%	78%	44%
販賣信用	14	30	47	34
貸付	26	31	31	10
非賦拂信用	60	39	22	56
掛賣勘定	38	17	16	52
一回拂貸付	19	19	5	4
サービス信用	3	3	1	—

(出所) Consumer Credit Trends, *Federal Reserve Bulletin*, August 1948, p. 899. 最下欄は *Federal Reserve Bulletin*, March 1949 により算定。

非賦拂信用が相対的に減少している點に大きな特徴がある。すなわち終戦時から 1946 年 6 月迄の賦拂信用と非賦拂信用の比率は 40 対 60 であったのが、その後の 1 年間には 61 対 39 と逆転し、さらに 1948 年 6 月に至る 1 年間には 78 対 22 とその差はますます開いてきた。このことは戦後における消費者信用の増大が主として賦拂信用の分野にあることを端的に物語るものであり、ここに賦拂信用の統制が問題とされた根據がある。

消費者賦拂信用の統制はすでに 1947 年 11 月、連邦準備制度理事会の要請により、特別議會に提出されたのであるが、當時は上院のみ通過し、その後 1948 年 8 月 16 日のインフレ抑制法成立までそのままになっていたものである。この無統制期間中、銀行やその他の消費者信用の供與者は信用條件を緩和することを防止することを約束したけれども、その約束は守られなかった。一部の貸付業者や販賣業者が信用條件を緩和することによって、その競争的地位を改善しようとすれば、即座に他のものが報復し、即金拂と賦拂期間の條件は全般的に緩められることになった。結局 8 月に議會は 1949 年 6 月 30 日迄連邦準備がこの選擇的信用統制を使用する権限を復活させた。連邦準備制度理事会はこの権限に基づき、8 月 19 日賦拂信用の統制に關し、次の如き要旨の規定を定め 9 月 20 日より實施した。

- (1) 制限を受けるものは 50 ドルないし 5000 ドルの消費者賦拂信用
- (2) 即金支拂必要額は自動車について 3 分の 1、その他 11 種目に關し 20 パーセント
- (3) 賦拂期間は 1,000 ドル未満の場合は 15 カ月、1,000 ドル以上の場合は 18 カ月に制限される。

この統制により、1948 年以降は第 5 表最下欄で示せる如く、賦拂信用の増加は相対的に減少し、1948 年 8 月末から 12 月末にかけての賦拂信用と非賦拂信用の増加額の比率は 44 対 56 と再び逆転するに至った。特に非賦拂信用の相対的増加が顯著である。

6. 證券市場信用統制

連邦準備制度理事会は 1934 年の證券取引法により證券市場信用の統制権限が與えられていた。この権限は連邦準備制度に加盟していない銀行と證券の仲買人、取引業者に迄およぶ點で他の連邦準備の権限と相異している。證券市場信用統制は、消費者信用統制と共に、質的な信用統制手段であり、それは株式證據金率を操作することによって行われる。株式證據金率とは證券の市場價格とその法定擔保價值との開きであり、證券賣買の場合には證據金の所要率である。この株式證據金率は初め銘柄により段階が設けられていたが、その後一律に 55 パーセントとなり、1937 年秋、40 パーセントに引下げられて以來 7 年間そのまま据置かれたが、1945 年になって證券擔保貸付の増加が顯著となつたので次第に引上げられ、2 月に 50 パーセントに、7 月に 75 パーセントになり、翌 46 年 1 月には遂に 100 パーセントに達し、事實上貸付が禁止されたわけである。このような過激な證據金の要求が行われた理由は、インフレーションの壓力が非常に強く、株式市場信用が少しでも増大することはインフレーションの壓力を増すものと考えられたからである。その後 47 年 2 月に再び 75 パーセントに引下げられたが、その後は他の信用抑制策と相關連して 75 パーセントという高率に釘付けられていた。このような高率の株式證據金率がどの程度インフレ抑制の効果をもったかを評價することは難かしい。しかし株價の上昇は、商品價格の上昇や、高い法人利潤に比べて、豫期されたよりも小さかったことは事實であり、また第 1 表でみた如く、證券貸付の信用量が他の貸付の大きな膨脹とは對照的に殆んど膨脹しなかつたということも事實である。

7. 國債償還政策の效果

インフレの壓力の下で財務省がとった信用膨脹抑制のための最も有效的な手段は、戰爭支出の停止に伴って生じた歳入餘剰と、貯蓄債券の發行によって得た收入をすべて政府證券の償還に振向けたことであった。この政策の遂行の結果、利付政府證券殘高は 1945 年 12 月末 2,757 億ドルから 1948 年 12 月末 2,506 億ドルと 251 億ドル減少している。その減少内容を示すと第 6 表の通りである。

第 6 表 政府證券の増減 1945 年末—1948 年末
(単位 100 萬ドル)

	1945年12月末	1948年12月末	増減
直接公債總額	278,115	252,800	-25,315
利付公債總額	275,694	350,579	-25,115
一般發行			
市場性ある公債	198,778	157,482	-41,306
財務省證券	17,037	12,224	-4,813
債務證書	38,155	26,525	-11,630
中期債	22,967	7,131	-15,836
長期債	120,423	111,440	-8,983
市場性なき公債(註)	56,915	61,383	+4,468
政府貯蓄證券	48,183	55,051	+6,868
財務省稅貯蓄債券	8,235	4,572	-3,663
特殊發行	20,000	31,714	+11,714
無利子公債	2,421	2,220	-201
保證利付證券	553	51	-502

(註) 内譯欄にその他勘定が記載されていないから内譯合計と總額とは一致しない。

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, March 1949.

第 6 表でみると、直接公債總額は 253 億ドルの減少にすぎないが、これは市場性なき公債と特殊發行が増大し

ているからで、一般發行の市場性ある公債額は大きく 413 億ドル減少している。この市場性ある公債の減少額は、その大部分が短期證券に集中せられており、この短期證券は商業銀行および連邦準備銀行によって保有されていた程度が大であったから、これまでの國債償還政策の對象が信用膨脹の根源、すなわち銀行保有政府證券に向かっていたことがわかる。この點を加盟銀行の準備金の増減に直接關係のある連邦準備銀行保有證券について考察しよう。チャンドラーによると、1946 年 3 月 1 日から 1948 年 6 月末に至る間に財務省の連邦準備銀行保有證券の回収は次表に示すように 106 億ドルに達した。もしも加盟銀行が他の手段によって準備金を補充しえなかつたならば、あるいは準備銀行からの借入によってのみ準備金をみたしする状態にあつたならば、この 106 億ドルの準備金の減少は、銀行信用の膨脹に非常に拘束的な效果をもつたであろう。ところが再三繰返してのべて連邦準備の受動的公開市場政策が、ここでもまたその抑制效果を大いに減じた。次表は財務者の連邦準備保有證券の純回収が、事實上は連邦準備の受動的公開市場買操作によって、その大部分が相殺されたことを示している。

第 7 表 連邦準備保有政府證券の増減
1946 年 3 月—1948 年 6 月 (単位 100 萬ドル)

期 間	財務省による純回収額	連邦準備の市場における純購入額	連邦準備保有の純變動
1946年3月1日—6月30日	1,600	2,500	900
1946年6月30日—1948年6月30日	4,000	2,100	-1,900
1947年6月30日—1948年6月30日	5,000	4,400	-500
1946 年 3 月—1948 年 6 月の合計	10,600	9,000	-1,500

出所 Lester V. Chandler, *Inflation in the United States 1940—1948*, p. 289. 原資料は財務省推計。

上表によつてわかるように 1946 年 3 月 1 日から 1948 年 6 月 30 日に至る期間中に連邦準備保有證券の財務省回収額は銀行準備金を 106 億ドル涸渇させたが、しかし連邦準備は他から提供された證券を購入することによつて約 90 億ドルの準備金を回復させざるをえなかつた。このことから財務省の償還政策が全く無効であったということはできない。なぜならば財務省の行動は、恐らく銀行やその他のものがその貸付を維持し、増加させるためには政府證券を賣却せざるをえなかつたことによつて、信用の膨脹に若干の拘束力を課したであろう。しかし連邦準備の受動的公開市場政策が、信用量を制限し、信用のコストを増加させる上で財務省の償還政策の効果を大いに減じさせたということは否定できないところである。

II. 1949 年の信用統制の緩和

上述せる如く、戰後におけるアメリカの信用政策はインフレ抑制策として取上げられてきたのであるが、このインフレ抑制策は 49 年に入って、さらに強化されるものと豫想されていた。トルーマン大統領は年頭一般教書において、信用抑制に関する立法勧告として、消費者信用統制の繼續、銀行信用統制権限の擴大を掲げた。大統領はさらにインフレ対策としてこの信用抑制という間接的統制の外に、價格統制、物資割當制等の直接統制の立法をも勧告した。これらのインフレ対策は 1948 年 8 月の特別議會におけるインフレ抑制 8 対策と類似するものであり、しかも 49 年の議會は民主黨が支配していただけに、これらの諸政策が實施される公算は大きかった。ところが 49 年 2 月始めに起つた商品株式市場の暴落以来、デフレ傾向は除々に明らかになつた。景氣後退の様相は 48 年の後期においてすでにみられ、終戦後上昇の一途を辿つてきた卸賣物價は、1948 年 8 月の 169.8 (1926=100) をピークとし、漸落して同年 12 月には 162.4 になった。さらに 49 年に入って、1 月の 160.6 から 8 月の 152.9 へ下落を續け、その後は 151 もしくは 152 を維持していた。このような卸賣物價の下落とともに、失業者數も 49 年に入って急増し、1 月には 266 萬と前月に比し 70 萬の増加であり、2 月は 322 萬に増加した。元來第 1, 4 半期は失業者の多い季節であるが、例年に比して特に甚だしく、第 2, 4 半期に入ってからも依然として増加を續け、7 月には遂に 400 萬をこえ、1942 年 1 月以降の最高記録を作つた。

このようなデフレ傾向は金融面にも當然反映し、戰後増加し續けた全國銀行貸付總額は 1948 年末から 1949 年 6 月末にかけて減少し、この 6 ヵ月間の減少額は 11 億ドルに達した。この銀行貸付の減少は景氣後退を反映して、主として商工業貸付に見られ、被保險商業銀行のこの 6 ヵ月間における同貸付は約 25 億ドルの減少を示した。したがつて證券貸付、消費者貸付、不動産貸付は僅かずつ増加したけれども、貸付總額は約 14 億ドル減少するところとなつた。商工業貸付は 49 年後半期においても殆んど増加せず、その前半期の縮少額を維持していた。商工業貸付が 49 年においてこのような大巾な縮少を見せたのは次のとき事情に基づくのである。(1) 48 年後期における事業利潤と留保利潤が高水準に達したこと。(2) 1948 年前半期における事業の資本支出の削減および延期、ならびに在庫の削減、その他の運轉資本の必要の低下等によつて銀行よりの借入れの必要が減じ、同時に借入金の返済が可能となつたこと。(3) 事業

會社が證券發行によって銀行貸付の返済を行ったことなどがある。5) これらの要因のうち在庫の減少が最も大きくひびいた。49年における法人（銀行および保険會社を除く）の事業資金の運用總額は48年の282億ドルに比べて丁度その半分の141億ドルにすぎなかった。この減少の大部分を占める85億ドルは在庫品に對する資金の運用の相異によって説明できる。すなわち48年には在庫蓄積のために42億ドルの資金を必要としたのに反し、49年には在庫を43億ドルに減少させているのである。なお工場設備の固定資本に對する資金の運用も49年においては、48年に比べて19億ドル減少している。6) これらの資金運用の減少はそれだけ資金調達の必要を減じ、これが前年迄の社内留保の増加と相俟って銀行よりの借入を減ずることになったわけである。

また戦後において銀行信用膨脹の基礎を形づくっていた連邦準備銀行の政府證券保有高をみると、48年末の233億ドルから、49年の1月末221億ドル、3月末217億ドル、5月末197億ドルと減少し、8月末175億ドル、10月末173億ドルと最低を示し、同年末には若干増加したが、189億ドルにとどまった。この政府證券保有額の減少はそのまま連邦準備銀行信用額の減少となり、また加盟銀行準備金の他の構成要因は同年中に大して變化を示さなかつたので、この減少は加盟銀行準備金の減少をもたらした。

政府はこれらのデフレ傾向に對し、始めは極めて樂觀的な観測を下しており、豫防を必要とするものはデフレよりもインフレであるという立場を堅持していた。經濟諮詢委員長エド温ン・ノースも始めはこの現象を目して健全なるディス・インフレーションであるとのべた。また連邦準備制度理事長マッケーブは、同年2月14日に經濟報告に關する兩院合同委員會において、「再調整」が進んでいることを認めたが、しかし同時にそれは1947年の初夏の時程深刻ではないとし、48年夏に與えられた加盟銀行準備金に對する追加權限を、要求拂預金に對し10パーセント、有期預金に對し4パーセント擴張すること、ならびに支拂準備金に對する統制權限を非加盟銀行にも及ぼしうる畫一的法定準備制度を採用することを要請した。これに加えて49年の6月30日で有效期限のきれる消費者信用統制のW規則の延長を要請し

5) Banking and Monetary Development in 1949, *Federal Reserve Bulletin*, December 1949, p. 1432.

6) これらの數字は拙稿、アメリカにおける戰後の資本形成、『經濟研究』第4卷第1號、1953年1月、p. 47の第9表による。

た。7) しかしこの要請はその後のデフレ傾向の進捗と共に立消えとなり、連邦準備制度も戰後引續きとてききた信用抑制の立場を修正せざるをえなくなった。この立場の轉換を示すものが3月7日に實施された消費者信用の制限緩和であり、その後引續き一連の緩和措置がとられた。

1. 消費者賦拂信用の制限緩和

1949年3月2日連邦準備制度理事會は消費者賦拂信用が49年に入って減少したのに鑑みW規則の緩和を發表した。この緩和は48年9月20日に消費者賦拂信用統制が復活してから最初のものであり、3月7日より實施された。この制限緩和の要點は、(1) 賦拂期間が從來の15—18ヵ月から21ヵ月に延長されたこと、(2) 卽金拂額が20パーセントから15パーセントに引下げられたこと（ただし自動車は定價の3分の1に据置）である。この第1回の制限緩和に引續いて4月22日、第2回の制限緩和が發表された。第2回の制限緩和は4月27日より實施されたが、その改正の要點は、(1) 自動車を除くすべての品目の即金拂額を15パーセントから10パーセントに引下げたこと（自動車は從來通り）、(2) 支拂期間を21ヵ月から24ヵ月に延長したこと、(3) 従來は50ドル以上の商品について統制を行ってきたが、100ドル以下の商品については統制を撤廢したことの3點である。さらに1948年のインフレ抑制法の有效期間の最終日たる6月30日に至り、消費者賦拂信用の制限規定は廢止された。このような消費者信用の緩和および撤廢により、49年初頭一時減少した消費者信用額は第2、4半期以後再び増大し、特に自動車の販賣信用は戰後最高の膨脹振りを示した。このため49年における賦拂信用額は20億ドル以上の増加を見せた。

2. 株式證據金率の引下げ

消費者賦拂信用の第1回の制限緩和措置に續いて、連邦準備制度理事會は3月28日株式證據金率を從來の75パーセントから50パーセントに引下げる旨を發表、30日から實施された。この大巾の緩和に伴って株式市況も活潑化し、1946年後半に始まった株價の下落は49年の上半期に入ってから停止し、同年の會社利潤は前年より減少し、配當の増加率も著しく低下したにもかかわらず、株價は著しく上昇した。その結果ニューヨーク取引所の工業株30種平均相場は47年および48年を通じて180ドル以下に低落していたのが、49年9月以後漸次上昇して、年末には200ドル近くの水準に達し、取引の出

7) J. S. Fforde, *The Federal Reserve System 1945—1949*, 1954, p. 293.

來高も8月以降漸増の方向を辿った。このような株価の動向は50年に入つてさらに好調を示し、特に3月以降は値上りの速度が早まつた。その結果工業株30種平均は4月中旬に215ドルをこえ、さらに5月中旬には220ドル臺に達して終戦以來の高水準を示し、この株価の騰貴に伴つて、株式の取引高も激増した。眞に3月より5月にかけての株式市場の活況は、1920年代の好景氣を再現するかの如き觀をさえ呈した程であった。

3. 支拂準備率の引下げ

消費者賦拂信用の抑制緩和、株式證據金率の引下げに續いて、連邦準備制度理事會は4月28日、加盟銀行の支拂準備率の引下げを次の如く發表した。(1) 中央準備市銀行の要求拂預金の支拂準備率を26パーセントから24パーセントに、準備市銀行のそれを22パーセントから21パーセントに、地方銀行のそれを16パーセントから15パーセントにそれぞれ引下げる。(2) 有期預金は一率に7パーセントに引下げる。この引下げは地方銀行は5月1日より、準備市銀行と中央準備市銀行は5月5日より實施された。この措置によつて中央準備市銀行の準備所要額は約5億ドル、準備市銀行と、地方銀行はそれぞれ3億5000萬ドル引下げられることになり、計約12億ドルが貸付、投資資金として利用できるようになつた。その後インフレ抑制法による支拂準備率の引上げに關する追加權限は、同法の有效期限のきれる6月30日に至つて、消費者賦拂信用の制限規定とともに消滅し、同日連邦準備制度理事會は7月1日以降の支拂準備率を48年9月15日以前の水準に引下げる旨を發表した。すなわち準備市銀行と地方銀行の要求拂預金ならびに全加盟銀行の有期預金に對する準備率がそれぞれ1パーセント引下げられたわけである。この措置によつて準備市銀行と地方銀行の準備所要額はさらに8億ドル減少された。ついで8月中と9月始めに次表にみられるように數段階に亘る引下げが實施された。これによつてさらに18億ドルの準備資金が解放された。

1949年	要求拂預金			有期預金 全加盟銀行
	中央準備市銀行	準備市銀行	地方銀行	
8月1日	24%	20%	13%	6%
8月11日	23½	19½	"	5*
8月16日	"	"	12	5△
8月18日	23	19	"	"
8月25日	22½	18½	"	"
9月1日	22	18	"	"

* 中央準備市銀行と準備市銀行 △ 地方銀行

4. 公開市場操作

5月の第1回の支拂準備率の引下げによつて解放された準備資金12億ドルの大部分は、政府證券市場に向

られ、銀行は短期債と中期債を多量に購入した。連邦準備銀行は短期利廻りの大巾な下落を防止するために、短期債の賣操作を行つたが、中期債は銀行以外の投資機關から購入された。これらの投資機關は中期債の賣却代金で長期債を連邦準備から購入した。公開市場委員會はこのような事態に鑑みて、6月30日以降の支拂準備率の引下げに先立ち、6月28日財務省と協議の上、從來の固定された利率體系を維持するための受動的な公開市場政策をやめる旨を發表した。かくして政府證券の市價ならびにその利廻りは主として政府證券に對する民間の需給によって決定されることとなつた。そして7月1日以降の支拂準備率の引下げによつて解放された資金の相當部分が政府證券の購入に向けられたため、政府證券の價格は急騰し、その利廻りは著しく低下するに至つた。すなわち長期債の平均利廻りは6月の2.38パーセントから7月の2.27パーセント、8月の2.24パーセントへと低下し、中期債はさらに大きな低下を示し、短期の財務省證券は數日の間に1.16パーセントから1パーセント以下に下落し、債務證書の利廻りも同様な急激な下落を示した。このような急激な下落は金利體系全般の混亂を生ぜしめるため、連邦準備は金融市場の正常狀態を維持する目的で手持の短期證券を賣却し始めた。かくて短期證券利率は幾分上向きの調整を受けた。

III. 朝鮮動亂後の金融政策

1949年における一連の信用緩和措置によつて1949年後期から1950年前期にかけて、銀行信用は再び膨脹した。すなわち1949年6月末の全銀行の貸付は471億ドルであったのが、12月末には495億ドル、さらに1950年6月末には520億ドルに増加し、また貸付・投資合計額も49年6月末の1,339億ドルから12月末の1,406億ドル、50年6月末の1,430億ドルへと増加していく。また被保險商業銀行はその1年間に貸付額で40億ドル、貸付・投資合計額で80億ドル増加したけれども、貸付の最も大きな部分を占める商工業貸付は160億ドル代で依然低調を續けていた。この間の貸付増加の大部分を占めるものは、不動産貸付と消費者貸付で、前者は14億ドル、後者は19億ドル増加した。商工業貸付が伸びやんだことによつてもその一端が分るように、この間の景氣状態は回復の途上にあったとはいふものの、はかばかしいものではなかつた。このことは卸賣物價指數が49年末において151.2(1926=100)で、50年に入つても第1、4半期がほぼ152、5月末が155.9、6月末157.3であり、失業者數も49年末349萬、50年2月468萬、6月338萬と高水準を示したことによつても明らかであ

る。ところが 1950 年 6 月に朝鮮事變が勃發し、政府が國防支出計畫の大巾な擴張に着手するにつれて、情勢は一變し、再びインフレーションが生じた。50 年 6 月から翌年 3 月までの間の卸賣物價指數の上昇は約 16 パーセントに達し、アメリカの金融政策は朝鮮事變を境として再びインフレ抑制策として登場することになった。

事變勃發後、民間消費者の耐久消費財の買漁りや、業者の原料買付等により物價は急激に上昇し、これに對應して銀行信用も急速に増加し、7 月から 9 月に至る 3 カ月間に商業銀行の貸付總額は約 40 億ドルという記錄的な増加を示した。連邦準備當局はインフレの防止と緊急物資の民需使用抑制の見地から、金融機關に對し不急用途向の貸付および投資の自發的制限を要請するとともに、8 月 18 日ニューヨーク連邦準備銀行が再割引率を 1.5 パーセントから 1.75 パーセントに引上げ、各準備銀行もこれにならった。次いで 9 月 8 日國防生產法⁸⁾が成立した後、連邦準備制度理事會は消費者賦拂信用統制と不動産信用統制を實施した。

1. 消費者賦拂信用の統制

9 月 8 日國防生產法成立直後、連邦準備制度理事會は消費者賦拂信用に對して制限を加える W 規則を公布し、9 月 18 日から實施したが、その後インフレの高進にともない 10 月 16 日これを強化した。その統制内容を 9 月 18 日の規定と 10 月 16 日のそれを對比して掲げるところの通りである。

1950 年消費者信用統制規定

適用品目	9 月 18 日実施		10 月 16 日修正	
	現金拂込率	賦拂期間	現金拂込率	賦拂期間
(1) 自動車	33 1/8 %	21カ月	33 1/8 %	15カ月
(2) テレビジョン、ラジオその他主要な耐久財(註)	15	18	25	15
(3) 家具	10	18	15	15
(4) 住宅修理改善	10	30	10	30

(註) その他の主要な耐久財は料理用ストーブ、皿洗機、アイロン、冷蔵庫、洗濯機、衣服乾燥機、蓄音機、ミシン、真空掃除器、湿度調節機である。

適用金額は 9 月 18 日実施分については賣上税を除き

8) 1950 年 7 月 19 日トルーマン大統領は議會に教書を送り、朝鮮動亂後の事態に對處するために經濟統制立法を要請した。この要請に基づき議會は 9 月 1 日、ほとんど完全な戰時統制權限を大統領に賦與する『1950 年國防生產法』を可決し、9 月 8 日の大統領の署名をまって公布された。この法律によって連邦準備制度理事會は國防生產貸付の保證と、消費者信用(同法第 602 條)ならびに不動産信用(同法第 602 條)の統制權限が與えられた。

100 ドル以上、10 月 16 日修正分については 50 ドル以上である。

消費者信用統制は第 2 次大戰中 1941 年 9 月より 1947 年 10 月までと、戰後 1948 年 9 月より 1949 年 6 月迄實施されているが、1950 年の信用制限規定は第 2 次大戰中のものよりもはるかに緩く、1949 年 6 月失效となった消費者信用統制とほぼ同程度である。

この規定は 1951 年 7 月 31 日以降國防生產法の改正規定に即應して、次のように緩和された。

	現金拂込率	最長期間
自動車	33 1/8 %	18カ月
家庭用機械、ラジオ、テレビジョン	15	18
家具	15	18
住宅修理・改善	10	36

さらに 1952 年 5 月理事會は「W 規則」を撤廢し、1952 年 6 月にこの分野での理事會の權限は満了となつた。

2. 不動産信用統制

アメリカにおいてはこれまで住宅建設は景氣の動向に大きな影響を與えた要因であり、戰後の好況も、住宅建設に負うところが大きかった。ところで朝鮮動亂の勃發以後住宅建設がインフレーションを促進し、國防計畫の遂行に支障をきたすそれが顯著であったので、國防生產法はその第 602 條において住宅抵當融資の統制權限を連邦準備制度に與えた。連邦準備制度理事會はこの權限に基づき、一般住宅の建設統制に關する X 規則を制定し、10 月 12 日より實施し、商業銀行、保險會社、貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行等、住宅抵當貸付を行ふすべての機關がこの規則の適用を受けた。制定當初の X 規則は 1 人乃至 2 人家族の住宅に適用され、貸付條件は次の如くであった。なお最長融資期間は 20 年であるが、7,000 ドル以下の住宅に對する貸付については 25 年である。

建築費用	現金拂込	現金拂込率	最高貸付額
5,000 ドル	500 ドル	10.0%	4,500 ドル
7,000	1,200	17.1	5,800
10,000	2,300	23.0	7,700
15,000	4,300	28.7	10,700
20,000	8,300	41.5	11,700
24,250 以上	12,125	50.0	12,125

この X 規則は 1951 年 1 月 12 日、3 人乃至 4 人家族の住宅およびアパートの如き集合住宅にも適用されることになり、さらに 2 月 15 日その適用範圍が非住宅建築にまで擴張された。X 規則は 1951 年 9 月 1 日に修正され、12,000 ドルまでの住宅についてはその最長貸付期間を 25 年に延長、1 戸建について法定の即金額を引上げ、重要軍需產業地帶については住宅建築金融の制限を撤廢した。1952 年 9 月に至り X 規則はインフレの懸念がや

み、住宅建築信用統制措置の必要がなくなったため理事会により停止され、理事会の統制権限自體も 1953 年 6 月失效した。

3. 株式證據金率の引上げ

連邦準備制度理事会は消費者賦拂信用統制、不動産信用統制に加えて、1951 年 1 月 17 月株式證據金率を 50 パーセントから 75 パーセントに引上げた。この引上げ効果は、被保険商業銀行の證券貸付が 1950 年末の 28 億ドルから 1951 年 6 月末の 26 億ドル、同年末の 25 億ドルと 1 年間に約 3 億ドル減少したことによって反映されている。

4. 自主的信用統制計畫

朝鮮動亂後に生じた金融面からのインフレ的壓力を除去するため、連邦準備制度は量的信用統制の強化をはかる一方、消費者信用、不動産信用、證券市場信用に対する各種の選擇的統制を実施した。この選擇的、質的信用統制はそれが指向されたそれぞれの特定分野において信用抑制の効果をあげたけれども、量的、一般的信用統制は財務省の低金利政策と背馳するため連邦準備制度はこれを充分に行いえなかった。この事情は後述するが、たとえ量的信用統制が充分にその効果を發揮しても、これは各種の信用を無差別に引締める効果をもつものであるから、インフレを抑制しながら軍需關係産業を擴充しようとする目的にとっては十分なものではなかったであろう。かかる目的を達成させるために、連邦準備銀行は國防生産法に基づき軍事融資の保證を行う一方自主的信用統制計畫に乗出した。國防生産法は「商工業、農業、金属、労働その他の關係各界代表者が自主的協定ないし計畫を作ることを促進するために、これら代表と懇談する権限」(第 708 條)を大統領に與えているが、このうち金融に関する権限は國防生産法行政命令に基づき、連邦準備制度理事会に委譲されている。連邦準備制度理事会はこの権限に基づいて、1950 年 12 月以来、アメリカ銀行協會、アメリカ生命保險協會、アメリカ投資銀行協會とともに、自主的信用抑制計畫の實施方法につき検討を加え、51 年 3 月 9 日その計畫内容が發表され、實施された。

この計畫は一般銀行のみならず、投資銀行、生命保險會社などの民間金融機關を對象とし、全國金融機關の自主的運営により、一定の審査基準に基づき不急不要貸出を抑制するとともに、資金を緊急部門に重點的に供給し、インフレの防止と國防生産の促進という一石二鳥を狙うものであった。この計畫の綜合調整機關として準備制度理事会、商業銀行、投資銀行、生命保險會社の各代表者よりなる自主的信用抑制委員會が設けられ、さらにその下部機關として各個の貸出につき審査基準に該當するか

否かを審査する地區委員會が設置された。このような自主的信用統制に關しては、從來經濟學者はそのインフレ抑制效果を疑問視するものが多かったが、フィデラル・リザーブ・プレティンは「自主的信用抑制計畫が、他の選擇的ならびに一般的信用抑制措置と相俟って、信用を投機的用途や不急の用途から緊急な用途に轉換させるのに、相當成功した。このことは、多くの證券發行計畫が延期され、加盟銀行の貸出が非國防產業から、國防ならびに國防支持產業に移行したことから察せられる」と述べて次表を掲げている。⁹⁾ この表によると、金屬・金

商工農貸付の増減（年央より 10 月末まで）

(單位 100 萬ドル)

借 手 の 業 種	1950	1951
鐵 工 業		
食品、酒類、煙草	+413	+521
織物、衣料、皮革	+130	-217
金屬、金屬製品	-17	+537
石油、石炭、化學製品、ゴム	+19	+68
その他の鐵工業	+17	+75
商業一卸賣、小賣	+272	+40
商品取扱業者	+690	+394
販賣金融會社	+324	-104
公益企業、運輸	+50	+318
建 築	+55	-61
その他各種の事業	+113	-6
事業に分類された貸付	+2,065	+1,565
分類されない貸付	+809	-214
合 計	+2,874	+1,351

屬製品製造業と公益企業・運輸業に與えられた新規貸付額は 1951 年央から 10 月にかけて、1950 年の同期よりもかなり多かった。他方卸賣・小賣業、商品取扱業および金融會社への貸付額は、商工農貸付の全額と同様に、51 年は 50 年よりかなり減少した。この表によてもその一端がわかるように、自主的信用抑制計畫は相當の効果があったといわれ、地區委員會により却下された融資申請は多額に上ったのみならず、申請前に許可の困難なるを見越して申請を斷念した資金需要も相當の額に上ったといわれている。

4. 一般的信用統制

上述したように、連邦準備制度理事会は朝鮮動亂勃發後 8 月 18 日に割引率を $1\frac{1}{2}$ パーセントから $1\frac{3}{4}$ パーセントに引上げ、インフレ抑制に乘出す旨の旗幟を鮮明にし、各種の選擇的信用統制を實施するとともに、1951 年 1 月 11 日になって 1949 年 9 月以降据置かれていた

9) Voluntary Action to Help Curb Inflation, *Federal Reserve Bulletin*, November 1951, p. 1354.

支拂準備率を中央準備市銀行、準備市銀行の要求拂預金と有期預金について、それぞれ1パーセント引上げ、さらに16日地方銀行についても同じく1パーセント引上げた。次いで1月25日と2月1日の2回に亘って全加盟銀行の支拂準備率をさらに1パーセント引上げた。かくて中央準備市銀行の要求拂預金に対する準備率を除き、他の準備率は法定最高限度にまで引上げられるところとなつた。このように連邦準備制度はそのもてる信用統制権限を十分に活用し、インフレの抑制に務めたのであるが、ただ公開市場操作が、政府證券の價格支持のため信用抑制の力を果しえなかつた。すなわち朝鮮動亂後のインフレーションは再び48年以前と同じように銀行貸付の膨脹、政府證券投資から貸付への乗替傾向を生ぜしめ、連邦準備制度は政府證券價格支持のため、賣りに出された政府證券を受動的に購入した。この受動的購入はインフレ抑制策としての公開市場操作の役割を放棄したばかりでなく、他の割引率や支拂準備率の引上げの効果さえも相殺してしまつた。この點はすでに48年以前の信用統制に關してのべたところと全く同じである。したがつてインフレ抑制を任務とする連邦準備制度と、財政負擔の輕減を圖り、低金利政策を固執する財務省との對立は48年以前にその源を遡るのであるが、朝鮮動亂勃發後の緊急事態においてこの對立は決定的なものとなつてしまつた。

IV 連邦準備と財務省の對立

1950年の春、連邦準備制度は政府證券を賣却し、連邦準備信用額を引下げようと試みた。それは1949年中の信用緩和政策によって、銀行信用が再び膨脹し始めたのに對し、これに拘束的影響を與えるためであった。この試みは2月から4月にかけて行われた財務省の借替操作が、短期證券へ借替えるという戰後の慣例から離れて、より長期の證券への借替という形をとつたがために、順調に行われ、49年末の政府證券保有額189億ドルは50年5月末の174億ドルに減少し、それとともに、連邦準備信用額も195億ドルから179億ドルに減少した。この準備信用の減少は、5月4日に財務省が6月1日と7月1日に満期になる債務證書を、 $1\frac{1}{4}$ パーセント13カ月中期債に借替える旨を發表した後間もなくやんでしまつた。この條件は、當時の一般的金利體系からいって魅力的なものではなかつた。そこで連邦準備は政府證券價格を支持する必要と、6月と7月の満期證券が不當に現金償還されることを防止するために、第8表にみられる通りそれらの證券のかなりの額を購入せざるをえなかつた。このような連邦準備と財務省の政策上の對立は、朝鮮動

亂の勃發に續いた銀行信用の急速な膨脹と、財務省が當面した深刻な借替問題によって、急速に激化していった。緊迫した政治的壓力の下においては、この根本的な論争點は糊塗できなくなり、遂に8月18日兩者の對立は表面化してしまつた。この日スナイダー財務長官は、9月15日満期の2パーセント利付債券と $2\frac{1}{2}$ パーセント債券の2種と、同日と10月1日満期になる $1\frac{1}{8}$ パーセント利付債務證書2種、計4種を $1\frac{1}{4}$ パーセント13カ月中期債に借替える旨を發表した。これら4種の満期證券は合計135億ドルといふ多額にのぼつたにもかかわらず、借替の條件は6月と7月の借替と全く同じであった。前述したように6月と7月の時でさえ、連邦準備の介入によつて辛うじてその借替が成功したのである。

他方、連邦準備制度理事會は、財務長官の發表のあつた18日に、ニューヨーク準備銀行の割引率を $1\frac{1}{2}$ パーセントから $1\frac{3}{4}$ パーセントへ引上げること(8月21日より有效)に同意すると發表した。この割引率の引上げは慣例にしたがつて、すぐに他の準備銀行の割引率の引上げを生ぜしめた。より重要なことは、8月18日の發表において「連邦準備制度理事會と連邦公開市場委員會は、銀行信用の一層の膨脹を制限するために、その統制下にあるあらゆる手段を、政府證券市場の正常狀態の維持政策と兩立させて、用いるつもりである」¹⁰⁾と述べられていることである。このように連邦準備銀行の信用引締の方針がはっきり打出されたために、割引率の引上げとともに各種市場金利は軒並みに高騰した。

かくして低金利政策を固執する財務省と、高金利政策への決意を示した連邦準備制度との對立は表面化した。利子率に關してこのように相異なる財政・金融兩當局者の發表は市場を混亂させた。ここでの喫緊の問題は準備制度理事會がその發表した政策を固執して、借替のために提供される新規證券の利率 $1\frac{1}{4}$ パーセントよりも高い利子率を許るすならば、135億ドルにのぼる財務省の借替操作は成功するであろうかということであった。

結局この借替操作は次のような結果を生ぜしめた。連邦準備銀行は一連の誠に目覺ましい公開市場操作を行つた。つまり準備銀行は満期債を買入れる一方、他の手持政府證券を賣却した。この操作は9月と10月に満期になる4種の證券以外の政府證券の價格を引下げ、したがつてその利子率を引上げ、他方において満期債の主要部分をその手持證券に加えて、これを新規の $1\frac{1}{4}$ パーセント中期債と引換えて財務省に提供しようという狙いをも

10) Federal Reserve Statement of Policy, August 18, 1950, *Federal Reserve Bulletin*, September 1950, p. 1110.

第8表 1950年(3月—10月)の借替と現金償還
(単位100万ドル)

項目	借替の時期	3月と4月	6月と7月	9月と10月
回収された満期債総額		9,444	10,620	13,570
連邦準備による交換分		1,040	4,196b	10,400
発表日における連邦準備保有額		1,040	2,812	2,370
発表後の連邦準備購入額		—	1,384a	8,030
その他による交換分		7,954	5,973b	794
現金償還		450	451	2,376
総額に対する百分率				
連邦準備による交換分		11.0%	39.5%	76.7%
発表日における連邦準備保有額		11.0	26.5	17.5
発表後の連邦準備購入額		—	13.0	59.2
その他による交換分		84.2	56.2	5.8
現金償還		4.8	4.3	17.5

(出所) Charles C. Abbott, *The Federal Debt*, 1953, p. 96. 原資料は *General Credit Control, Debt Management, and Economic Mobilization*, Joint Committee Print, 1951, p. 5.

a. 1950年6月1日満期の債務證券と交換された新規中期債の連邦準備購入額を含む。

b. 1950年6月1日発行の新規中期債の6月中における連邦準備の購入額は、連邦準備によって交換されたものとみなされている。

っていた。この狙いを達成させるために、準備銀行は満期債に對しては額面價額もしくはそれ以上の價格をつけてながら、他の政府證券はそれを處分するに必要な價格の讓歩をして賣却した。かくて13ヵ月中期債の利子率は1 $\frac{3}{8}$ パーセントに近づいた。同じ期限の財務省の新規發行中期債の利率は1 $\frac{1}{4}$ パーセントであるから、 $\frac{1}{8}$ パーセントの差が生じた。この一方における賣操作の結果、準備制度が8月の半ばから10月始めにかけて購入した満期債は80億ドルという巨額に達したにもかかわらず、連邦準備制度の政府證券保有額の増加は1億ドル以下にとどまった。第8表で示されている如く、8月13日以降に連邦準備が購入した満期債80億ドルは、すでにそれ以前に所有していた24億ドルと合して、全額の76.7パーセントに達した。連邦準備以外の借替分は僅か7,940萬にすぎず、他の23億7600萬ドルは現金で償還された。この現金償還の割合は17.5パーセントで、他の正常的現金償還率5—10パーセントと比べて非常に高かった。もし假りに準備制度が一方で利子率の上昇を認めながら、満期債全額の60パーセントに近い購入を行わなかつたらば、現金償還は巨額に達したであろう。連邦準備が財務省の借替操作をかくも積極的に援助したにもかかわらず、3月から10月にかけての借替による現金償還は32億7700萬ドルに達した。このような借替操作の経験から次の諸點が明らかになった。

第1に低利子率での多額の證券發行は圓滑に行い難いこと。第2にこの借替操作の結果は連邦準備にとっても、財務省にとっても不満足であったこと。なぜならば財務

省は準備制度の援助があったにもかかわらず現金の相當な支出を蒙り、連邦準備はインフレ抑制のために利子率の引上げを達成したが、それは結果的に政府證券の多額の購入に基づく連邦準備信用の膨脹傾向を内蔵していた。したがって第3にこの操作は、投資家達が政府證券市場以外で資金を充分魅力的に使用しうるインフレ期において、財務省が魅力的でない條件で新規證券を發行しようとする試みは、不可避的に信用の基礎を膨脹させるという事實を強調した。

財務省は9月と10月の苦い経験に徴して、その後は再び8月以前の借替政策に立戻った。すなわち12月15日満期の26億3500萬ドルの債券と、1月1日満期の53億7300萬ドルの債務證書を1 $\frac{3}{4}$ パーセント利付5

カ年中期債に借替えた。この時も約15パーセントの現金償還がみられたけれども、この借替條件は當時の市場條件に沿うものとみなされ、かなりよく受け入れられた。このような財務省の政策變更で、連邦準備との對立も一時おさまったかにみえた。一方連邦準備制度理事會は、12月29日に支拂準備率の引上げ(實施は1月と2月)を發表し、1月12日に不動産信用統制を強化し、さらに1月15日株式證據金率を50パーセントから75パーセントに引上げる(1月17日より有效)旨を發表した。

連邦準備のこのような一連の信用抑制措置が發表された直後の1月18日、スナイダー財務長官はニューヨーク商工會議所における演説で、財務省は50年の夏の立場を變更しない旨の聲明を發表したので、再び連邦準備との對立は再燃した。スナイダー長官はその聲明で資材の割當措置や選擇的信用統制がインフレ抑制措置として效果のあることを述べた後で、利子率の引上げに關してこう述べた。「わたくしは政府證券の利子率を部分的に引上げることはインフレ抑制措置の1つとして有效であるとは考えていないことに留意していただきたい。財務省は、政府の借入資金に課せられる利子率の僅かな引上げに訴える信用割當政策が、民間の借入額を削減し、インフレ壓力を阻止する上で正真正銘の効果をもつことを示すはっきりした證據はないものと確信している。利子率の部分的引上げがインフレーションと戰う上に有效だという妄想をわれわれの心から追拂わなければならぬ。」と。さらに長期債券の2 $\frac{1}{2}$ パーセント利率について、この利率は「資金を借入れる政府にとっても、資金を貸付ける側の政府債券の購入者にとっても、また借入資金の利子を支拂わねばならぬ納稅者にとっても、公明正大な利率であると思う。過去10年間、2 $\frac{1}{2}$ パーセントの利率は、この國の財政金融政策の最も重要な影響力

をもつ要因となってきた」から、債券市場も金融機関もこの利率にすでに自己調整してしまっている。したがって「 $2\frac{1}{2}$ パーセント利率のいかなる引上げも、現在の證券市場に重大な混乱を生ぜしめる」¹¹⁾と述べた。

なおエックルズは、この演説でスナイダー長官は $2\frac{1}{2}$ パーセントの長期利率の維持と、證券市場の安定を強調し、「財務省はトルーマン大統領と連邦準備制度理事長マッケーブと協議の結果、新規發行債の借替はこの利率の枠内で賄うという結論に到達した」と述べたと傳えていた。¹²⁾

この発表は連邦準備制度と投資・金融市場に大きな衝撃を与えた。またこの発表はマッケーブ理事長、したがって連邦準備の全員が財務省の発表した政策に同意したという印象を与える。しかしこれは事實と相違するものであった。エックルズのいうところによると、マッケーブ理事長はそのような同意を與えた覚えはなかった。準備制度理事のエックルズとニューヨーク準備銀行總裁スプロールの両氏はすぐに財務省の見解に公式に反対した。連邦準備側ばかりではなく、財務省の政策に反対する人々の抗議は嵐のごとく新聞紙上にぶちまかれた。ニューヨークタイムズの金融論説記者のエドワード・コリンズは1月22日のニューヨーク・タイムズで「筆者の意見によれば、去る木曜日は、ある大國の藏相が、中央銀行の職能を奪いとて、その國がいかなる種類の貨幣政策をとろうとしているかを告げる演説を公にするという破廉恥や愚行を犯した歴史上の初めての場合であった」¹³⁾と述べたことによっても、その感情のみなみならぬものがあったことが伺い知られよう。

トルーマン大統領はこのような事態に際し、調停に立つ必要を認め、1月31日連邦公開市場委員会をホワイト・ハウスに招待した。これと時を同じくしてスナイダー長官はそれまでの沈黙を破って財務省の政策に對する反対者達に次のような痛烈な攻撃を浴せた。すなわちこれらの人達は「事業家や労働者が國防動員からえられる利潤の一部を斷念することを要請されている時に、銀行の利潤をもっと大きくするように政府に要請している。

11) Address by Secretary Snyder before the New York Board of Trade, January 18, 1951. Charles C. Abbott, *The Federal Debt*, pp. 102—103による。

12) Marriner S. Eccles, *Beckoning Frontiers*, 1951, p. 484. なお小原敬士、「マリナー・エックルズと連邦準備制度」、『金融經濟』第16號、1952年10月、54頁参照。

13) Eccles, *ibid.*, p. 485. Abbott, *ibid.*, p. 103. 小原敬士、前掲 54 頁。

この要請は、實際の經驗が利子率引上げの效果はたとえあっても、それは無視しうる程度のものであることを示している時に、利子率の引上げがインフレーションに阻止的影響をもつという理論を支持してなされている。財務長官は、それよりももっと實際的な立場に立たねばならない。議會は、政府の信用を擁護する責任、すなわち政府證券の満期期限とその利子率を固定して、證券を發行する責任をわたくしに課した。この責任を果たすために、他の人々の理論をもて遊んでいるひまがない。」¹⁴⁾と述べた。

さて翌2月1日、ホワイト・ハウスでの會談を傳える3つの特電が相ついで發表された。その第1のものは、大統領が財務長官を支持したことと傳え、第2のものは連邦準備が政府證券市場の安定を維持する旨の公約をしたというホワイト・ハウス發表を引用した。そして第3のものは、この公約は非常事態の期間中は政府證券の全利廻り體系の固定を意味するという、財務省の解釋を含んでいた。¹⁵⁾ トルーマン大統領は2日附の公式の手紙を、準備制度理事長マッケーブに送り、「貴方がたが借替ならばに新規發行債に關して、財務省の國防融資計畫を充分に支持してくれるという保證に對して」謝意を表し、かつこのことは政府證券市場が現在の水準で安定され、維持されるものと理解する旨をのべた。¹⁶⁾ しかしこれは準備制度側の理解したところと全く異っていた。翌2月3日エックルズは大統領官邸における會談の内容を記した覺書¹⁷⁾を新聞紙上に發表した。この覺書は公開市場委員会の全メンバーによって同意されたものであると、彼は述べ、この會議で利子率體系を支持する旨のなんらの公約をしなかったことを聲明した。かくして對立は決定的となった。この喧嘩を巡って新聞紙上では激しい論議が繰返された。動搖した金融界は政府證券を多額に賣却した。2月28日までの6週間で連邦準備は10億ドルをこえる政府證券を購入せざるをえなかった。2月22日にダグラス上院議員は、上院で激しい口調で財務省の政策を攻撃した。トルーマン大統領が有名な2月26日の會議を召集したのは、このような事態に對処するためであった。

この日大統領は連邦準備制度理事長、國防動員本部長官、財務次官¹⁸⁾、經濟諮詢委員會の3委員、連邦公開市

14) *New York Times*, February 1, 1951 に報ぜられたもの。Abbott, *ibid.*, pp. 103—104 による。

15) Eccles, *ibid.*, p. 491. Abbott, *ibid.*, p. 104.

16) *New York Times*, February 3, 1951. Abbott, *ibid.*, p. 104 による。

17) この覺書の全文は Eccles, *ibid.*, pp. 487—490 に掲載されている。

場委員會の副委員長および證券取引委員會の委員長と會見した旨が發表された。この會議で大統領は次の聲明書を讀んでマッケーブ連邦準備制度理事長、スナイダー財務長官、ウィルソン國防動員本部長官、カイザリング經濟諮詢委員會委員長からなる4人委員會に「民間信用に必要な制限を與えると同時に、政府證券市場の安定を維持しうる方法と手段を研究すること」¹⁹⁾ を要請した。大統領はまたその研究が進められている間は、利子率體系を變えるいかなる試みもなされないことを希望すると述べた。この4人委員會は委員長の名をとって「ウィルソン委員會」と呼ばれたが、ウィルソンはその研究報告を10日か2週間以内に大統領に提出する旨を答えた。

大統領は2月26日の聲明で大要次の如く述べた。「これまで完全に満足のいくように解決できなかった際立った問題は、公債管理と民間信用統制に関する政策をいかに調整するかの問題である。われわれはこの問題の困難性を考えて落胆すべきではない。なぜならば理想的な解決策がまだ見出されていなかったからである。この問題の本質は、2つの主要な目的を、そのいずれをも犠牲とすることなく、調整することである。

一方において、われわれは政府證券市場の安定と、アメリカの公的信用に対する信賴を維持しなければならない。……他方において、われわれは、銀行制度ばかりではなくあらゆる型の金融機關によってなされている民間貸付の膨脹を阻止しなければならない。……

政府證券市場の安定を維持することは、必然的に民間信用の膨脹を阻止するために利子率の變動を用いる程度を制限してしまう。この事實のために、この問題を取扱う多くの論議が、政府證券市場の安定か、民間信用膨脹の統制かのいずれかが犠牲にされなければならないという問題をめぐって展開された。わたくしはこの問題の方は誤つていて固く信じている。われわれはそのいずれをも犠牲にするには及ばない。

利子率の變更は信用膨脹を阻止するために考えられる幾つかの方法の中の1つにすぎない……その方法の數ある中で、わたくしは次の諸方策が望しいか否かについて貴方がたに考えていただきたいと思う。」²⁰⁾

ここでトルーマン大統領が擧げた方策は、(1) 民間團體または政府主唱の自主的行動による民間貸付の制限と、直接的政府統制による制限および(2) 連邦準備制度に準

18) スナイダー財務長官はこの時丁度入院していたので、會議に出席できなかった。

19) White House Press Release, February 26, 1951. Abbott, *ibid.*, p. 105 による。

20) *Ibid.*, pp. 106—107.

備所要額の追加權限を賦與することの2つであった。

この大統領の聲明は利子政策に關する財務省の立場を支持する一方、準備制度が1945年から準備所要額に對する追加權限を要請してきた立場をも支持した。尤もこの追加權限は48年の特別準備金案の審議によつてもわかるように、速には實現できそうにない新立法を必要とするることは注意を要する點である。

ところで2月26日に任命されたウィルソン委員會がその報告を提出しないうちに、事態は急轉回した。すなわち3月4日、財務長官と準備制度理事長は次の發表を公にした。

「財務省と連邦準備制度は、政府の所要資金の調達を成功させると同時に、公債の換金化を最少限にするといふ共通の目的を達成するためにとるべき公債管理と金融政策に關して完全な協定に到達した」²¹⁾

この共同聲明の發表と同時に、財務省は3月下旬と4月上旬に、それまで換金化の對象とされていた1967—72年満期の2¹/₂パーセント利付長期債を譲渡性のない2³/₄パーセント長期債に借替える旨を發表した。翌5日には準備制度が政府證券價格の支持を撤廃することが明らかとなった。このため政府證券の價格は下落し、3月中旬には1つだけを除いて額面價額以下に下落した。3月19日財務省は借替のため發行される證券の詳細を發表したが、それは1980年4月1日満期の2³/₄パーセント利付の譲渡性のない債券であった。この債券は譲渡性がないので、保有者の便宜を計つてこの債券は譲渡性のある5ヵ年1¹/₂パーセント利付中期債に自由に交換しうることとした。さてこの任意の長期債の交換は3月26日から4月6日に行われたが、財務省は2³/₄パーセント利付新規債券135億7600万ドルが1967—1972年満期の2つの債券と引換えに發行されたと發表した。かくして連邦準備銀行は3月以降次第に政府證券の買支え操作を行わなくなったので、政府證券價格は下落し、利廻りの上昇を招來し、市中金利と見合うようになった。したがつて銀行の政府證券賣却による準備金の補充も行われなくなり、戰後の金融政策の最大難關も財務省の妥協によって一應解決するところとなつた。

21) Abbott, *ibid.*, p. 107. この協定の内容は發表當時洩らされていなかったが、後に一般金融統制および國債管理に關する小委員會（いわゆるパットマン委員會）の質問書に對する回答において、財務長官と準備制度理事長が同一の言葉でのべている。この同一回答は同委員會の最終報告に附録として付されている。この報告は『大藏省調查月報』第42卷、第1號、昭和28年1月、に譯載されている。同月報 158—159頁を見よ。

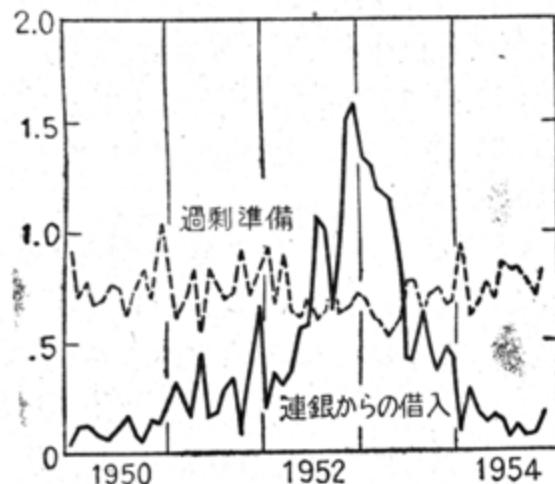
V 最近の金融政策

1. 高金利政策の推進

1951年3月に財務省と連邦準備との間に協定が成立したが、その時の了解事項の一つとして、1951年中は突然的な情勢の変化がない限り再割引率を $1\frac{3}{4}$ パーセントに据置かれることがきめられていた。この了解事項に基づいて、準備制度は51年中は割引率を引上げることはしなかったが、従前のように受動的な公開市場買操作を行う必要がなくなったので、公開市場操作を通して、連邦準備銀行信用の引締めを行うことができた。かくて準備銀行の買支えのなくなった政府證券の價格は低落し、その利廻りは高騰した。例えば財務省證券利率は1951年末には1.731パーセントに達した。1952年においても準備銀行の再割引率は $1\frac{3}{4}$ パーセントに据置かれたままであったが、準備銀行は公開市場操作を通じて、信用引締め方針を堅持したので、市場金利はさらに上昇し、財務省證券利率は52年末には2.126パーセントという記録的な高率に達した。

このような金融引締め政策は銀行の手許資金を逼迫させ、加盟銀行の準備銀行借入は52年7月以降10億ドル臺に達し、しかも次圖にみられるように借入額は毎月過剰準備を超過する有様であった。この状態は1953年5月

第1圖 加盟銀行の過剰準備と借入
(10億ドル)



(出所) *Federal Reserve Bulletin*, December 1954, p. 1239.

以降に信用緩和措置がとられるまで續いた。特に52年末の準備銀行貸付額、20億ドルは、ここ20年來曾つてなかった記録的な數字であるといわれている。この理由は市場金利の中心的指標である3ヵ月財務省證券の利廻りが、52年7月を境に連邦準備銀行の割引率を上廻ったため、加盟銀行は所要準備金を維持するために手持政府證券を連邦準備銀行へ賣却するよりも、準備銀行より借入を仰ぐ方が有利となつたからである。

このような高金利への歩みは、共和黨政府の登場によって、さらに推進された。アイゼンハウアは大統領選

舉戦において、アメリカ經濟の最大の問題としてインフレの危機をとりあげ、「健全なるドル」實現のため新政権は全力を傾注する旨をのべた。このことは1953年2月2日の一般教書においても強調されていた。その中で「直接的經濟統制は、信用統制を除いては單にインフレの徵候を抑えるだけで、その眞の根源を取除くものではない」とのべ、さらにインフレ克服策としては「主として健全な財政・金融政策の効率的運用と經濟法則の自然的作用に頼る」旨をのべた。そして過去において財務省と連邦準備制度理事會との間に政策上の意見の相違があったことがインフレ助長の一因となったことを認め、連邦準備制度理事會の金融政策上における發言權を強化し、連邦準備政策を通じて信用の膨脹を抑制する一方、國債管理を通じて國債のもつインフレ的性質を除くことにつとめた。

共和黨政権下における信用引締め政策の第一彈は1953年1月15日における割引率の引上げであった。この日ニューヨーク以下5つの連邦準備銀行は割引率を1.75パーセントから2パーセントへ引上げる旨を發表し、翌16日より實施、引續いて他の7準備銀行もこれにならった。この引上げは前述した加盟銀行の準銀借入が増加していることに鑑みて當然の處置であったが、しかし12月1日賣出した財務省證券利廻りがすでに2.04パーセントと2パーセントをこえていたので、事實上は準銀借入の抑制效果はなく、むしろこの引上げは市中金利の高騰に追隨しての受動的引上げとみなされた。

共和黨政府の積極的な高金利政策は國債管理政策に最もよく反映された。財務省は1953年2月15日満期の債務證書88億6796万ドルを期間1年 $2\frac{1}{4}$ パーセント利付債務證書と期間5年10ヵ月 $2\frac{1}{2}$ パーセント利付中期債の2種を發行し、そのいずれをも選擇して乗換えることを認めた。この利率は52年8月發行の1年もの債務證書に比べて $\frac{1}{4}$ パーセントの引上げであり、中期債は52年7月發行の5年11ヵ月ものに比べて $\frac{1}{8}$ パーセントの引上げである。この借替操作は連邦準備銀行の公開市場操作による支持なしで、現金償還額が借替總額の僅か1.5パーセントに止つた點で、1944年以来の大成功であるといわれた。ついで4月8日財政資金の不足補填のため、5月1日30年満期、 $3\frac{1}{4}$ パーセント利付新長期債を發行する旨を發表したが、この利率は1933年10月以来の最高のものであり、また期間30年という長期ものは1941年10月以来始めてのものであった。この發行は $3\frac{1}{4}$ パーセントという高利率のために發行額の約5倍の申込があった。その後も6月1日満期の債務證書と6月15日償還開始期日到来の長期債を借替えるに

際し、1年満期、 $2\frac{5}{8}$ パーセント利付債務證書を以てしたが、新債務證書の利率 $2\frac{5}{8}$ パーセントは20年来の最高であるといわれている。しかしこの比較的有利な發行利率にもかかわらず、この時は14.6 パーセントの現金償還を餘儀なくされた。國債利率の引上げはまた市中金利の引上げを生ぜしめ金融市場は逼迫を續けた。そこで1953年央以降において再び信用緩和措置がとられることになった。なお参考のために市中金利と債券利廻りを示すと第9表のごとくであり、1953年平均が他の年次に比べて、1つの例外なしに壓倒的に高いことがわかる。

第9表 市中金利と債券利廻り

項目 年 平均	優良商業手形 (4-6 カ月)	優良銀行引受け手形 (90日)	短期事業貸付 利率	アメリカ政府證券				社 デ 債 イ ヘ ム (13) 13)
				3カ月 もの新 發行債	9-12 カ月も の	3-5カ 年も の	15カ月以 上長期債 券1)	
1945	0.75	0.44	2.2	0.375	0.81	1.18	2.37	2.87
1946	0.81	0.61	2.1	0.375	0.82	1.16	2.19	2.74
1947	1.03	0.87	2.1	0.604	0.88	1.32	2.25	2.86
1948	1.44	1.11	2.5	1.040	1.14	1.62	2.44	3.08
1949	1.48	1.12	2.7	1.102	1.14	1.43	2.31	2.96
1950	1.45	1.15	2.7	1.218	1.26	1.50	2.32	2.86
1951	2.17	1.60	3.1	1.552	1.73	1.93	2.57	3.08
1952	2.33	1.75	3.5	1.766	1.81	2.13	2.68 (3.16)2)	3.19
1953	2.52	1.87	3.7	1.931	2.07	2.57	2.93 (2.70)2)	3.43
1954	1.58	1.35	3.6	0.953	0.92	1.82	2.53	3.16

(出所) *Federal Reserve Bulletin*.

- 1) 1952年以降は12カ月以上の長期債。
- 2) ()を附したもののは1978-83年、 $3\frac{1}{4}$ パーセント利付債券。
- 3) Moody's Investors Serviceによる120種平均。

2. 信用の緩和

アメリカの金融政策は53年5月の公開市場買操作と6月の支拂準備率の引下げを境として信用緩和措置に轉じていった。これらの措置は折柄期限のくる公債の借替措置を圓滑ならしめるため、銀行への資金を供給するという含みをもっていたが、緩和の基本線はこの時からひいてよいであろう。なおその前の53年2月に株式證據金率が75 パーセントから50 パーセントへ引下げられているが、これは信用緩和措置への轉換というよりは共和黨の自由主義經濟政策のあらわれとみた方が正しい。共和黨はその立場からいって特定分野に対する質的統制、または直接的統制を嫌惡し、専ら間接的金融統制に頼る方針をとったことはすでに一言した通りである。次に5月以降の信用緩和措置を概観しよう。

(1) 支拂準備率の引下げ

1953年6月24日に至り、連邦準備制度理事會は1951年1月の引上げ後、2年半の長きにわたって維持されてきた高率の支拂準備率を要求拂預金につき中央準備市銀行2 パーセント、準備市銀行と地方銀行1 パーセント引下げる旨を發表した。この引下げによって解放された準

備金は11億5000万ドルと推計され、これを基礎に57億5000万ドルの銀行貸付の擴張が可能となつた。この措置後約1年間は支拂準備率の引下げはなかつたが、54年6月16日から8月1日の間に第2回目の支拂準備率の引下げが行われた。この措置は要求拂預金の準備率を、中央準備市銀行につき2 パーセント、準備市銀行と地方銀行につき1 パーセント引下げ、有期預金の準備率を全加盟銀行について1 パーセント引下げた。この引下げによって約15億ドルの準備金が解放された。かくして1954年8月1日以降の準備率は要求拂預金につき中央準備市銀行20 パーセント、準備市銀行18 パーセント、地方銀行12 パーセントとなり、有期預金については一律に5 パーセントとなって今日に至つてゐるが、この準備率は第2次大戰前の準備率にはほぼ匹敵する低さである。

(2) 割引率の引下げ

1953年1月以降2 パーセントという高率に引上げられていた割引率は1954年2月に至り、1.75 パーセントへ引下げられ、さらに2カ月後の4月に1.75 パーセントから1.5 パーセントへ再引下げが行われた。2月の引下げに當つて連邦準備當局は、「インフレの危險の終熄を承認し、他の金融市場金利の一般的低落に適合する必然的水準に割引率を調整したにすぎない」と述べたが、僅か2カ月の間隔をおいただけで割引率の引下げが引續いて行われたことはこれまで珍らしいことであり、景氣後退のテンポが早急な措置をとらせたものと考えられる。この2回にわたる割引率の引下げとともに、銀行引受手形の購入率も $2\frac{1}{8}$ パーセントから $1\frac{3}{4}$ パーセントへ、さらに $1\frac{1}{2}$ パーセントへ引下げられた。

(3) 公開市場操作

1953年の5月はアメリカ信用政策が緩和に向つた轉換期であったが、その第一着手が公開市場における連邦準備制度の政府證券の購入であった。當時加盟銀行は準備銀行からの借入が多額で、信用市場が逼迫し、また資金に対する季節的増加が予想されたので、銀行に準備金を供給し、加盟銀行の準備金借入を減少させるために、準備銀行は5月から6月にかけて約9億ドルの政府證券を購入した。この買操作は財務省との協定以降長らく中止していたものであったので、この時以降アメリカの金融政策は信用緩和に向つたといえるであろう。この買操作は7月以降も同様な目的から行われ、同年末までに純額でさらに17億ドルの購入が行われた。54年に入つても、加盟銀行の過剰準備の増減に應じて、活潑に公開市場操作は行われた。それは政府證券支持という變則的操作から脱した本來の公開市場操作の姿であった。

このような一連の信用緩和措置によつて、市中金利も

著しく低落した。例えば3ヵ月物財務省証券の利廻りは1953年5月と6月の2.2パーセントをピークとし、同年末には1.6パーセント、54年6月には0.65パーセントと底をついた。長期債の利廻りも53年6月の3.3パーセントをピークとして、短期債と同様な動きを示して54年8月に2.6パーセントと底をついたが、その後は上昇傾向を辿っている。

VI 金融政策の役割と連邦準備制度の再検討

以上で戦後の金融政策の概観を終えたが、そこで最大の問題は財政政策と金融政策の調整ということであった。その問題を中心として経済安定政策における金融政策の役割と效果があらためて問題とされた。この問題は学界においても貨幣政策論争²²⁾を生んだが、また議会でも1949年以降2つの小委員会が設けられ、この問題を中心に廣汎な調査が進められた。その小委員会の最初のものは1949年7月に発足したダグラス委員会であり、もう1つは1951年4月に発足したバットマン委員会であった。前者の正式の名稱は「通貨・信用・財政政策に関する小委員会」とい、後者は「一般金融統制および國債管理に関する小委員会」といった。この2つの小委員会は金融政策の現状、成果、問題點について調査研究したが、その研究の規模は1913年連邦準備制度の創立にあたっての國家金融委員会とその公聽會以来のこの分野における完全なものであるといわれている。この2つの小委員会の報告において感じられるることは金融政策の役割が強調されたことである。それは1930年代以降の金融政策の財政政策への依存傾向を脱却した金融政策の主導権の回復として注目され、この傾向を金融政策の復活²³⁾貨幣のルネッサンスと稱された。²⁴⁾

1930年代に連邦準備の低金利政策にもかかわらず不況が深刻化し、景氣回復策としての重點が金融政策から財政政策へ移されて以来、経済安定政策として金融政策は財政政策の補足的役割におとされた。この傾向はまたケインズ経済學の發展によるものであった。

22) The Controversy over Monetary Policy, *Review of Economics and Statistics*, August 1951. この論争は拙稿「アメリカにおける貨幣政策論争」『金融經濟』第12号、1952年3月で取上げたのでここではふれない。

23) Robert V. Rosa, The Revival of Monetary Policy, *Review of Economics and Statistics*, February, 1951.

24) G. L. Bach, The Economics and Politics of money, *Harvard Business Review*, March-April 1953, pp. 84—85.

しかし1946年以降連邦政府の現金餘剰があったにもかかわらず、インフレーションが昂進した。戦時中の赤字財政はその禍根を戰後に残し、連邦準備の政府證券の買支え操作が、銀行信用を膨脹させ、貨幣の供給を増加させたという事實が一般に認識されるにつれて、インフレの原動力としての貨幣供給と、その打開策としての金融引締政策に再び關心が高まった。その後1949年4月にダグラス委員會が調査を開始し、「貨幣・信用・財政政策」に関する廣汎な公聽會²⁵⁾を開催して1950年1月13日その報告書²⁶⁾を出した。ダグラス報告は経済安定政策としての貨幣政策の役割を強調し、そのためには貨幣政策は彈力的かつ強力なものでなければならないとのべ、金融統制と國債管理について次のように結論した。「政府證券の利廻りを低く抑え、その價格を支持するという考慮から、戦後インフレ抑制策として制限的金融政策を強力に使用することは禁じられてきた。長期的問題としては、インフレを起さない限り、利子率をできるだけ低くすることに賛成する。低利子率は資本投資を刺戟するからである。しかしインフレ回避の利益は非常に大きく、また制限的貨幣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、新規の資金調達ならびに借替のための證券の賣出しに當て財務省の不便が増大することが分っていても、連邦準備が一般的安定化のために信用を制限し、利子率を引上げる自由は回復されねばならないと信ずる」²⁷⁾。またその後で「信用一般の供給、その利用可能性およびその費用を規制する重要な權限と責任は連邦準備制度に賦與され、貨幣、信用および連邦債務の取引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」²⁸⁾とも述べている。

このダグラス報告はG. L. Bachによれば金融政策のルネッサンスの先駆をなすものである。1951年初頭に連邦準備當局は低金利政策の持続の問題について財務省

25) 公聽會の資料にするため、關係當局者ならびにその他の有識者に發した質問書に對する回答は、*Monetary, Credit, and Fiscal Policies, a print of the Joint Committee on the Economic Report, 81st cong., 1st sess, November 1949, 443 p.*に發表された。

26) Report of the Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies of the Joint Committee on the Economic Report, January 13, 1950, 51 p. なおE. A. Goldenweiser, Douglas Committee Report, *American Economic Review*, June 1950, pp. 389—396 参照。

27) *Ibid.*, pp. 1—2.

28) *Ibid.*, p. 2.

と衝突し、連邦準備が國債の額面價格での無制限買入を中止する協定ができたことは既述の通りであるが、連邦準備制度の理論的後楯となつたのはこのダグラス報告であるといつても過言ではない。その後數ヵ月してダグラス委員會と實質的には同一メンバーであるが、ライト・パットマンを委員長とする第2の小委員會がダグラス委員會と同一の分野をより徹底的に研究し始めた。ダグラス委員會の結論は一言にしていえば、「金融政策は重要である。したがって金融政策の主導權を確立せよ」ということであったが、パットマン委員會の論題はなるほどそうには違ひないが、しかし厖大な公債が存在し、かつ巨額の政府支出が行われるなかで、いかにして金融政策を實際に動かせることができるであろうか」ということであった。パットマン委員會報告はこうのべている。「本委員會は、提出された證言ならびに過去2年間の情況の變化を考慮に入れたのち、ダグラス上院議員を委員長とする前の小委員會がこの點に關して行った〔上述の〕勸告を變更すべきなんらの理由を見ない」²⁹⁾と。しかし「金融政策の諸問題も國債管理の問題も、相互に切離して解決することはできない。財務省と連邦準備が密接に協力し、國債管理と金融政策との狙いを互に關連させることが必要である」³⁰⁾としている。この點はパットマン委員會の公聽會でも意見の一致をみたところであり、連邦準備がインフレを抑制するために信用統制をより伸縮的に行うことの重要性が強調されながら、しかもそれが財務省の國債管理と協調して行われなければならぬことが強調された。したがってダグラス報告が連邦準備の獨立性を強く前面に押出したのに對し、パットマン報告ではその主張ははるかにやわらげられている。事實連邦準備が全く獨立性をもち、インフレ抑制だけを果す積りなら、ことは簡単であった。連邦準備は200億ドル以上の手持政府證券を公開市場で賣却することによって銀行信用を極端に收縮させることができ、デフレにまで追いやるだけの力を持っていた。だから問題の本質は連邦準備

が貨幣供給量をへらし、インフレを阻止することができるか否かにあるのではなくて、金融引締の效果を臺なしにしてしまうような弊害を招くことなしに、それを行ひえたか否かにある。したがって純理論的に貨幣政策の效果を論ずる場合の外は、財務省の公債の發行、借替操作を不可能ならしめるような極端な信用統制は主張されなかつた。そこで現状の下で金融引締の弊害を最も少くし、その效果を擧げる方法が研究された。それはまた連邦準備制度の再検討の問題につらなるものであった。連邦準備制度設立當時は加盟銀行の支拂準備金を連邦準備銀行に集中せしめ、全體としての準備金額を低減し、その效率を高めることを第一の目的としたが、後に支拂準備金の増減を通しての金融統制が連邦準備銀行の主要な任務となつた。ところが連邦準備法によって規定されている法定準備は、加盟銀行にのみ適用され、非加盟銀行はこれとは全く別個に州當局の定める準備要求に従うことになっている。しかも後者の準備所要額は加盟銀行のそれと比べて負擔が著しく軽い。したがって現在の二元的銀行制度は加盟銀行に對して不公平であり、また金融統制上も不完全である。このような觀點から、連邦準備制度當局は早くから法定支拂準備率を非加盟銀行にも適用するよう要請してきた。ダグラス委員會はその報告において、「要求拂預金を受入れるすべての銀行は、加盟銀行も非加盟銀行も同一の準備要求の適用を受け、かつこれらの銀行はすべて連邦準備銀行の貸付を利用できるようにすることを勸告」³¹⁾し、パットマン委員會もダグラス委員會と同じ結論を出している。準備金の形態に關してもいろいろの提案があった。最初の最も注目すべき提案はエックルズの特別準備金案であり、それは1945年の連邦準備制度理事會年報において初めて公式に提案された。その後修正されて、1947年11月、議會に提案されたがエックルズはこれに關する詳細な案を「銀行の要求拂および有期預金に對する特別準備金に關する提案」と題して1947年12月8日下院銀行通貨委員會に提出した。この案は法定準備率以外に追加準備を課し、その追加準備分に對しては財務省證券、債務證書、2年以下の中期債によって構成される特別準備金を保有させるものである。エックルズは信用膨脹に對處する連邦準備當局の無力さを説明したのち、「政府證券市場の秩序を維持する責任」の上からこの案を提出する必要を次の如くのべている。「提案された権限のもとでは政府證券市場の一部を民間信用から隔離し、また連邦準備制度が公開市場操作と割引率を一層自由に活用することによって民間信用市

29) Report of the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management of the Joint Committee on the Economic Report, June 1952. この邦譯は「アメリカの一般金融統制および國債管理に關する Patman 委員會の最終報告」、『大藏省調査月報』第42卷第1號、130頁。引用は主として邦譯による。なおパットマン委員會の公聽會準備資料は、Joint Committee on the Economic Report ed., Monetary Policy and the Management of the Public Debt と題する 1302 頁2卷の大冊として 1952 年2月に發表された。

30) 同上、132頁。

31) Douglas Report, pp. 2-3.

場に影響を及ぼすことを可能ならしめるであろう。かくしてこの権限は多額の未済公債の重要な部分に対する政府の利子負擔を必然的に増大することなく、民間信用の量を制限し、そのコストを引上げることを可能ならしめるであろう。³²⁾と。エックルズの特別準備金案は1947年11月と1948年4月に議会に提案されたが、激しい反対にあい採用されるに至らなかった。その後1951年2月26日に前述したようにトルーマン大統領が連邦準備制度に對し銀行に追加準備要求を課する権限を與える措置が望ましいか否かについて審議をウィルソン委員會に要請した。ウィルソン委員會は財務省と連邦準備の協定が達成された後に大統領に對して「商業銀行の準備要求は事實上すでに現在の権限が許す最高限度まできているから、緊急措置として、法定準備率を引上げるか、あるいは國債市場に不利な影響を及ぼすことの最も少ない他の適當な方法によって、追加準備要求を課する権限を、ある限られた期間連邦準備制度に賦與する立法を勧告する」³³⁾旨の報告を大統領に提出した。その際に追加準備に關し、次の2つの案が提出された。その1つは要求拂預金を受入れている各被保険銀行はその貸付および投資

のうち、一定基準をこえる部分に對し、連邦準備制度理事會の定める一定割合の追加準備を維持することを要求される。他の1つはエックルズの特別準備金案に類するものであり、追加法定準備を設け、これを現金または國債で保有する選擇權を銀行に與えるものである。この報告ではこの提案の立法化を議會に對し近日中に要請することになっていたが、連邦準備制度理事會が財務省との協定の結果、伸縮性ある公開市場操作がほぼ金融統制の目的を果しうるみこみがついたので、この要請は取止められた。しかしパットマン委員會報告は將來に備えて「連邦準備制度に對し、銀行準備要求に關する追加権限を與え、連邦準備の自由裁量によってこの権限を行使させる法律の採擇について、さらに検討を加える必要がある」³⁴⁾としている。これらの提案によつてもわかるよう、アメリカの戦後の経験は、現在の連邦準備制度の下では經濟安定政策として金融政策を彈力的かつ強力におし進めることができないことを證明した。現在の連邦準備制度理事長マーチンが自らのべているように、現在のアメリカの中央銀行制度はいまや再検討を要すべき段階にきていくように思われる。(伊東政吉)

アメリカ經濟部門

32) "Proposal for a Special Reserve Requirement against the Demand and Time Deposits of Banks", *Federal Reserve Bulletin*, January 1948, p. 16.

33) 前掲『大藏省調査月報』第42卷第1號, 137頁。

34) 同上, 138頁。

(この調査は昭和28年度文部省科學研究助成補助金を受けてなされた研究の一部である。)