

アメリカの金利問題

伊 東 政 吉

1

第2次大戦中に異常に膨脹したアメリカの政府証券は、そのまま戦後に持越されたが、この巨額の政府証券が戦後の金融政策に投げた波紋は非常に大きかった。むしろ戦後の金融政策は公債管理政策と切離しては考えられないといった方が適切であろう。ところで金融政策と公債管理政策とは、その政策目的を必ずしも同じくするものではない。例えばインフレを阻止するためには、金融政策は直接的、間接的に金利の引上げを伴う政策となつてあらわれようし、他方公債管理政策としては利子費用の軽減と、借替操作の円滑という観点から低金利政策がとられていることが望ましい。

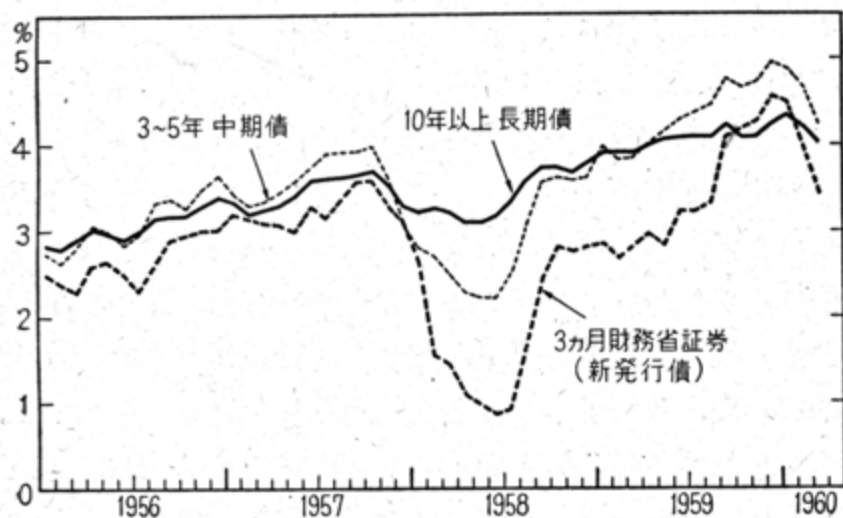
アメリカの金利体系は金融政策と直接関連する公定割引歩合や公開市場金利を含むばかりでなく、また公債管理政策と直接関連する政府証券利回りを含んでいる。これらの金利は他の市中金利を含めて、相互に関連するものであるから、金融政策によって動かされた金利は、他の金利に波及していき、金利体系の水準を動かす効果をもっている。いうまでもなく、その時々金融事情に応じてこの波及の速度と大きさに相違はみられるけれども、1つの金利の動きは、他の金利の動きと無関係ではありえないということが認識されねばならない。金融政策と公債管理政策がそれぞれの独立した道を歩みえなかった理由もそこにあった。しかし政策目的を異にする両者が相携えて同じ道を歩むことから、当然摩擦が生ずる。この摩擦は、連邦準備制度の政府証券価格支持という形で、金融政策の最も有力な手段である公開市場操作の無力化となつてあらわれた。戦時中連邦準備の公開市場操作によって、1942年3月の水準に釘付けられていた低金利体系、すなわち3ヵ月財務省証券 $\frac{3}{8}\%$ 、1年債務証券 $\frac{7}{8}\%$ 、長期債 $2\frac{1}{2}\%$ が、戦後においてもそのまま維持されたために、商業銀行の政府証券投資から貸付への乗替が生じた。1946年と1947年の商業銀行の短期事業貸付の平均利率はそれぞれ2.1%であったから、商業銀行は低利回りの短期政府証券を手放して、利率の高い貸付にその資金を向けた。商業銀行の政府証券の売却はその市場価格を低め、利回りを高めるので、連邦準備は前述の金利体系を維持するように買支え操作を行った。このよ

うな連邦準備の買支え操作によって、財務省の公債借替操作は曲りなりにも遂行されてきたが、それは金融政策の大きな足枷となった。連邦準備は戦後のインフレーションを阻止するためには、公開市場で政府証券の売操作を行わねばならないのに、政府証券価格の釘付け政策のために、逆に買操作を行わざるをえなかったからである。商業銀行は連邦準備の釘付け政策のおかげで、資本損失を蒙ることなく、安んじて政府証券を売却することができた。商業銀行が投資から貸付への乗替のために当初において手放した政府証券は短期債であった。それは長期債に比べて短期債の方が相対的に利率が低かったからである。財務省はこの点を考慮して、1947年7月以降、満期債の借替操作を行うに当って、短期債の新規発行利率をしだいに高め、それに応じて連邦準備も公開市場での購入利率を上げていった。かくして1948年末までに、債務証券の利率は0.88%の戦時水準から1.25%に、財務省証券の利率は0.38%から1.15%にそれぞれ引上げられた。他方長期債の利率はいぜんとして2.5%以下に維持されていたから、短期債の利率の引上げは、相対的に長期債の保有を不利にした。そこで、資金調達のために商業銀行が手放す政府証券は短期債から、しだいに長期債に移っていった。しかも1948年以後に行われた支払準備率と割引率の引上げは、商業銀行の政府証券の売却に拍車をかける結果を招いた。この事態に対処し、財務省の公債借替操作を援助するために、連邦準備は引続き政府証券の買支え操作を行った。しかし朝鮮動乱を契機として急速に進展したインフレーションを阻止することが、連邦準備の至上命令となるにつれて、連邦準備当局者は政府証券の買支え操作を行う限り、インフレ抑制の責任を果しえないことを強調して、政府証券の価格支持撤廃と、金利の引上げに財務省が同調することを要望した。これに対し財務省長官は低金利政策を堅持する旨を宣言したので、連邦準備の高金利政策と正面衝突することになった。この連邦準備と財務省の対立は、トルーマン大統領がその解決のために介入せざるをえないほどの1大論争を捲起したが、結局1951年3月、財務省が連邦準備の政府証券価格釘付け政策を廃止することに同意し、それまで $2\frac{1}{2}\%$ を堅持してきた長期債の新発行利率の引上げを認めたので、両者の和解が成立した。

2

この1951年3月の和解以後金利水準は逐次引上げられていったが、これに拍車をかけたのは共和党政府の登場であった。インフレ抑制を宣言して1952年の大統領選挙戦に勝ったアイゼンハワーは、1953年に積極的な高金利政策を打出したので、各金利は同年中に記録的な上昇を示した。翌1954年には景気後退に対処するため、金融緩和政策がとられ、金利水準は一時1948年以前の水準にまで引下げられたが、その後1955年から1957年にかけての金利水準の高騰は驚ろくべきものがあった。1930年以降の最高水準を示した1957年10月には3ヵ月財務省証券利率が3.59%、9—12ヵ月もの(主として債務証券)3.94%、3—5年中期債3.99%、長期債3.73%で、連邦準備の割引率は3.50%であった。この最高利率は1957年から58年の景気後退期に大巾に引下げられたが、1958年6月を底とし、再び利率は急激な上昇を示し、1959年後期には1957年の最高水準を大巾に突破した。この金利水準の上昇過程において特に注目すべきことは中期債と短期債の利率が長期債の利率を追いこしたという事実である(第1図参照)。

第1図 政府証券利回り



資料: Federal Reserve Bulletin, 各号。

アメリカの長期債券は期限5年以上のものについては、1942年にできた公債法で、発行利率の最高限度を $4\frac{1}{4}\%$ と定められている。そこで市中金利が上昇し、それに応じて短期債と中期債の利率が $4\frac{1}{4}\%$ をこえて上昇する場合は、当然中・短期債の利率が長期債利率を上回ることになる。このような一般的な高金利状態の下では、財務省は公債借替操作を行うにあたって、 $4\frac{1}{4}\%$ 以下の長期債を発行しにくくなる。その程度の利回りで投資家をひきつけようとは考えられないからである。したがって借替操作は専ら5年未満の中期債と短期債によって行われた。これらの中・短期債には利率限度がないために、財務省はこれらの新規発行債に対し、その時々の中金

利に見合う高利率をつけることができた。他方長期債は1959年1月に4%利付債券が発行されて以来、1960年3月まで全く発行されなかったから、市場性ある公債の平均期限は1958年平均の5年3ヵ月から1959年平均の4年7ヵ月に低下し、同年10月以降は4年4ヵ月になっている。このように政府証券が短期債に傾いてくると、各経済主体の保有資産の流動性は増加し、それは貨幣の流通速度を高める効果をもつ。流動資産の増加と、高金利水準を反映し、1959年において要求払預金の回転率は戦後の最高水準に達した。他方1958年4月末から1959年8月にかけての景気回復期において要求払預金と銀行外通貨によって測った貨幣供給は4.7%増加し、これが貨幣の流通速度の上昇とあいまって総貨幣支出を急速に増加し、再びインフレの危険を強めた。1959年1月の経済報告でインフレ抑制の所信を表明していたアイゼンハワー大統領は、このような短期債依存の借替操作がインフレを助長することを憂慮して、同年6月8日に長期債に対する $4\frac{1}{4}\%$ の最高限度を撤廃するよう議会に要請したが、いれられなかった。短期債利率と長期債利率のアンバランスは、第1図でわかるように1959年後半において顕著となったから、大統領は1960年1月の経済報告において再度長期債の利率限度の撤廃を議会に要請した。

大統領はそのなかでまず「資本と信用に対する公私の需要増加から生じた利率の一般的上昇のために、期限5年以上のアメリカ政府証券は $4\frac{1}{4}\%$ という法定最高限度利率の許容範囲内では、もはや競争できない」とのべ、この利率限度のもたらす弊害として、つぎの3点を指摘した¹⁾。(1)利率限度は、それが取除かれた場合と比べて、財務省の資金調達を短期的にも、またおそらく長期的にもコスト高にする。(2)それは連邦政府がインフレ的影響をなるべく与えないように、公債管理を行うことを阻んだ。(3)短期債によってしばしば借替操作を行うことは、将来経済的要求に最も適合するように貨幣政策を遂行することをむずかしくする。

このような長期債の利率限度のもたらす不利な効果を最少限にするために、財務省は5年未満のしかも5年に極めて近い期限をもつ中期債の発行に意を注いだ。5年未満の中期債には利率限度がないから、7月に発行された中期債には $4\frac{3}{4}\%$ 、10月に発行された中期債には5%という高利率がつけられた。後者は4年10月のものであったが、個人貯蓄家から異常な歓迎を受け、現金発行額

1) *Economic Report of the President*, January 20, 1960, pp. 42—43.

23億ドルに対し申込総額は111億ドルに達し、新聞紙上で“magic fives”と報じられた²⁾。このような高利率の中期債の発行とならんで、貯蓄債券の売出しにも調整が加えられた。貯蓄債券にも3.26%という法定最高利率限度があったために、じゅうらい売出されていたE号ならびにH号貯蓄債券の利率は $3\frac{1}{4}\%$ におさえられていた。しかし他の利率が上昇したために、長期債と同じく、この程度の利率では貯蓄債券の魅力がすっかり失われてしまった。大統領は貯蓄債券についても、この利率限度の引上げを議会に要請していたが、この要請はいれられて、同年9月に利率限度を $4\frac{1}{4}\%$ に上げることが立法化され、それとともにE号ならびにH号貯蓄債券の新利率は $3\frac{3}{4}\%$ に上げられた。しかし長期債の利率限度の撤廃は民主党の反対が強くて、今日まで実現していない。つぎにその反対理由を中心に論争点を明らかにしよう。

3

アイゼンハワー大統領の1960年1月の経済報告に関して、両院合同経済委員会の報告書が発表されたが、その中で長期債利率限度撤廃に関する大統領の要請が批判されている。この批判は民主党の代表的見解と考えられるので、その要旨を紹介しよう³⁾。

同委員会は「長期の経済成長を増進するための健全な公共経済政策にとって、もっと緩和された貨幣・信用状態が必要であり、……そのためには財政政策、貨幣政策、公債管理政策に適切な改革を加えねばならない」という。その主要な提案として、つぎの勧告を行った。連邦準備は(1)公開市場操作に関する「財務省証券限定」政策を放棄し、(2)長期債の保有に同意し、かつ(3)長期の信用拡張の手段として、支払準備率の引下げよりも、公開市場操作を用いなければならない。また財務省は(1)公衆に長期間高利子率を負わせることのないように、償還請求のできる債券制度を設定し、(2)短期財務省証券以外のものにも入札方法を適用すべきである。なお(3)利子率の低い時には主として長期債を売ることに同意しなければならない。これらの改革は、今すぐにも開始できるのであって、それらを実行すれば利子率は低下し、市

場はより競争的になる。このような政策面の改革を行わずに、一方において金利水準の人為的な上昇を生ぜしめながら、 $4\frac{1}{4}\%$ の長期債の利率最高限度の撤廃を要求するのは本筋を誤るものである。1952年12月以降、連邦債の平均期限は1960年1月30日現在で丸1年短縮しているが、この短縮の大部分は長期利率が法定の最高限度以下であって、政府がその限度の撤廃を要請した以前に起っているのである。さらに1952年以降においては長期債利率が低い時でさえ、公債を長期化するための措置がほとんどとられなかった。もし適切な改革が行われるならば、 $4\frac{1}{4}\%$ の限度内で連邦債を効果的に管理できる。上述の諸改革は利率限度問題とは別個に速みやかに行われねばならないのであって、改革がそのような方向に進むならば、利率限度はあらためてアカデミックな論点となるであろう。政府支持者はこのような意見に対しつぎのように反駁するであろう。たとえ改革を実施するとしてもそれは一夜のうちにはできないから、その間短期の資金調達に頼らざるをえないことはインフレ的であると。このような意見についてはつぎの2点から批判できる。第1に提案された改革は速やかに開始できる。第2に短期債による資金調達がインフレ的であるというのは、短期債は貨幣に近いが、長期債はそうではないということに関連する。しかし貨幣当局によって総信用量が固定されている場合を考えれば、新発行債が長期債であろうと短期債であろうと、それだけ他の目的に向けられる信用量を引下げるという意味で同じである。ところが高い利子が短い期限の公債に支払われるべきか、長期の公債に支払われるべきかは考慮すべき重要な問題である。公債管理に関して提案された改革が行われるまでの比較的短い間、高利子率がたとえ避けられないものとしても、それが長期債の発行によって10年も20年も30年も経済界に固定されるべきでないことは明らかである。

以上が大統領の長期債利率限度撤廃要求に対する両院合同経済委員会の反対論であるが、その攻撃の重点は政府の高金利政策に向けられていて、その矛先もなかなか鋭いが、しかし長期債利率限度撤廃要求の一大論拠となっている短期債による借替操作のインフレ効果については十分な批判が展開されていない。貨幣当局によって総信用量が固定されている場合には、新発行債が長期債によっても、短期債によっても、他に向けられる資金をへらす点で同じであるというのは余りに近視的なみかたである。長い目でみれば、一定の貨幣供給量の下でも、各経済主体の保有資産の流動性の増加は、遊休残高の活動化を通して、流通速度の増加を生ぜしめる傾向がある。流動性の増加が、貨幣に近い短期債の増加によってもた

2) “Treasury Debt-Management in the Last Quarter of 1959”, *Monthly Review of Federal Reserve Bank of St. Louis*, December 1959, p. 133.

3) *Joint Economic Committee Report on the January 1960 Economic Report of the President*, February 29, 1960, pp. 16—17. 同委員会の利率限度に関する共和党議員の見解は少数派意見として pp. 45—47 に掲載されている。

らされる場合は、特にそうである⁴⁾。

さて両院合同経済委員会は前述したように財務省は利子率の低い時に長期債を売るべきことを勧告したが、1960年4月にこれが実行された。1960年に入って短期利率は下落し、3ヵ月財務省証券利率は1月始めの4.60%から3月末の $2\frac{3}{4}$ —3%に下落した。財務省はこの機会をとらえ、4月の借替操作において期限25年、15年以降償還請求可能な長期債を法定最高限度の $4\frac{1}{4}$ %利付で発行した。これは償還請求可能な債券であるという意味で、両院合同経済委員会のもう1つの勧告を実現しているが、この長期債の発行は失敗に終わった。アイゼンハワー大統領はこの実際の経験に基づいて、長期債利率限度撤廃の問題を再検討するように議会に要請し、共和党政府は4月発行の長期債の失敗を理由に今度こそは撤廃要求を貫徹しようとしているが、野党の民主党の反対の主張は全く変わっていない。両者の主張はたんに $4\frac{1}{4}$ %の利率限度撤廃の是非に関する問題だけに切離して考えることはできない。利率限度撤廃についての両党の見解の相違は、経済安定を重視するか、経済成長を重視するかの経済政策の基本方針についての両党の見解の相違に根差しているのである。共和党は経済安定のためにインフレ抑制を重視し、その目的達成のためには高金利政策をとるのが当然と考えているのに対し、経済成長を重視する民主党は、共和党政府の高金利政策が経済成長に有害であるという考えをもっている。

前述した両院合同経済委員会の報告をみてもわかるように、 $4\frac{1}{4}$ %の利率限度撤廃が必要となるのは、一般的高金利水準を生ぜしめる財政・金融政策に原因があるのであって、信用を緩和し、金利水準を低位に保てば、 $4\frac{1}{4}$ %の利率限度の撤廃は必要でないと考えている。結局問題はインフレ抑制のための高金利政策をとるべきか、経済成長のための低金利政策をとるべきかという両党の経済政策の基本方針の相違にあるのだから、共和党政府の利率限度撤廃要求に民主党が譲歩するということは考えられない。

最後に短期利率と長期利率の関係を景気循環と関連づけて一言しておこう。正常的状态の下では長期利率は短期利率よりも高く、その開きを主として説明するものは危険プレミアムである。長期債への投資家は、将来利子率が上昇した場合に資本損失を蒙り、またより高い利回りを獲得する機会を失う。この危険を補償するプレミア

ムだけ、現在の長期利率が短期利率を上回らなければ、長期債への投資意欲は生じないであろう。ヒックスは長期利率は主として予想される将来の短期利率の平均を反映するとし、「もし短期利率が変化すると予想されないならば、長期利率は正常の危険プレミアムだけ短期利率を超過するであろう⁵⁾」とのべた。しかし現在の短期利率が異常に高いとみなされたり、あるいは現在の長期利率が将来下落すると予想されるならば、短期利率が長期利率をこえる場合のあることをも指摘している⁶⁾。事実、1930年以前のアメリカにおいては短期利率はしばしば長期利率をこえていたのであって、GoodeとBirnbaumの共同研究によれば、1858—1933年の間の19の景気循環を平均してみると、景気循環の9段階においてつぎのことが明らかになる。短期利率は景気の谷において長期利率との開きが最も大きく、拡張局面において、この開きはしだいに縮まり、拡張の後期の段階において長期利率を追いこし、ピーク段階においては短期利率の方が長期利率よりもはるかに高くなる。ピークから景気収縮を経て景気の谷に至る過程においてはこれとちょうど反対の現象が起きる⁷⁾。このことは長期利率が景気循環に対してあまり感応的でなく、短期利率はきわめて鋭敏に感応することから生ずる⁸⁾わけだが、ブーム期において短期利率が長期利率をこえるのが常態であったことは注目してよい。この過去の事実から判断すれば、1956—57年および1959年の好況期に、短期債利率と長期債利率の開きが著しく縮まり、前者が後者を追いこしたことを異常な例外的現象とはみなしえない。したがって短期債利率の追いこし現象の生じた責任を、長期債利率の最高限度の存在にのみ帰せしめるわけにはいかない。1930年以前のブーム期においてはむしろ常態と考えられる短期利率の追いこし現象が、特に最近問題になっているのは、戦後における政府証券が巨額であり、この追いこし現象が公債管理政策を通して経済全体に与える影響がきわめて大きいからにはほかならない。

5) J. R. Hicks, *Value and Capital*, 2nd ed., 1946, p. 147. 安井琢磨、熊谷尚夫共訳『価値と資本』220ページ。

6) *Ibid.*, p. 147 and 151-2. 邦訳220, 227ページ。

7) Richard Goode and Eugene A. Birnbaum, "The Relation Between Long-Term and Short-Term Interest Rates in the United States", *International Monetary Fund Staff Papers*, October 1959, p. 231, chart 2.

8) M. Kalecki, *Theory of Economic Dynamics*, 1954, chap. 7. 特に pp. 87—88 参照。

4) "The Interest Rate Ceiling on the Federal Debt", *Monthly Review of Federal Reserve Bank of St. Louis*, October 1959, pp. 111—113 参照。