

【調査】

Bills Only 政策と金利構造

—アメリカ金融政策論争の1分析—

アメリカの金融政策に関する論争点の1つに、公開市場操作の対象を財務省証券(Treasury bills)に限定するいわゆる bills only 政策があった。この調査は bills only 政策の最大の論争点であった短期利率と長期利率の関係を中心として bills only 政策の批判的吟味を行うものである。

I Bills Only 政策の採用に至る経過

bills only 政策は1953年3月4日と5日に開かれた連邦公開市場委員会の席上で、その採用が決定されてから、1961年2月7日に一時的に廃止され、同年12月19日に正式に廃止されるまで、連邦準備制度理事会によって固執された。bills only 政策の表看板である bills only doctrine に批判の矢が集中されたにもかかわらず、連邦準備の役員たちをして bills only 政策を捨て去りがたいものと思わせたものはなんであったか。その大きな理由の1つは、1951年3月4日の財務省-連邦準備の協定(accord)によって獲得した連邦準備の独立性を確保しようとした政治的配慮であったと思われる。したがって bills only 政策の由来を知るために、財務省-連邦準備の協定以前に長らく行われていた連邦準備の政府証券価格釘付け政策に触れなければならない。

戦後、財務省は国債の利子費用の負担の増大を避け、満期債の借換え操作を容易にするために、連邦準備に政府証券の価格支持を要請した。連邦準備はこの要請に答えて、政府証券の買支え操作を行ったので、公開市場操作はしばしば本来の量的信用統制手段としての機能を失い、金利構造の維持という機能だけを果すことになってしまった。ところが戦後インフレが進むにつれて、連邦準備はインフレ抑制のために金融引締め政策を行わねばならなくなった。このために公開市場操作に矛盾が生れた。なぜならば、金融引締め政策の一環として公開市場売操作を行わねばならないにもかかわらず、政府証券の価格支持のために、買操作を行わねばならない場合が生じたからである。連邦準備は財務省の国債管理政策に協力するかぎり、金融引締め政策を十分に行うことができないので、財務省の従属的立場を離れようと争った。

この問題を取上げた貨幣・信用・財政政策に関する小委員会(Douglas 委員会)は、1950年1月に発表した報告書で、政府証券の価格支持がインフレ抑制のための貨

幣政策の重大な障碍となっていることを認め、国債管理政策は貨幣政策に協調すべきことを勧告した。¹⁾ この勧告が後楯となって、連邦準備の主張が入れられ、1951年3月の財務省-連邦準備間の協定が成立し、政府証券の価格釘付け政策は廃止された。このように連邦準備が財務省の従属的立場を離れ、公開市場操作に関して独立性を獲得するまでには、長い苦闘の歴史が折込まれていた。1952年6月に発表された一般信用統制と国債管理に関する小委員会(Patman 委員会)の最終報告書においても、貨幣政策の自主性が認められ、連邦準備の独立性は再確認された。²⁾

連邦準備制度は1951年3月4日の財務省との協定によって、それまでの政府証券価格釘付け政策を放棄する態勢が整ったが、その時の了解事項にしたがって、しばらくは財務省の借換え操作の便宜をはかっていた。連邦準備制度が借換え支持操作を打切ったのは1952年12月であったが、それより先に、釘付け政策の放棄の態勢が整うや、公開市場委員会は公開市場操作の効果をよりいっそう発揮させる方法を研究させる目的をもって、特別小委員会を任命し、連邦準備が政府証券市場において採用してきた操作技術を徹底的に研究させることにした。この小委員会の調査研究の成果は、1952年11月12日に公開市場委員会に報告された。³⁾

この特別小委員会の主要な勧告は、1953年3月4日と5日に開かれた公開市場委員会によって採用され、同

1) *Monetary, Credit, and Fiscal Policies, Report of the Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies of the Joint Committee on the Economic Report, January 23, 1950, pp. 1-2.*

2) *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Report of the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management of the Joint Committee on the Economic Report, 1952, pp. 35-36.*

3) この特別小委員会(Ad Hoc Subcommittee on the Government Securities Market)の報告全文は *United States Monetary Policy: Recent Thinking and Experience, Hearings before the Subcommittee on Economic Stabilization, 1954, pp. 257-284.* に再録されている。以下では *Flanders Committee Hearings* と略す。

委員会は公開市場政策に関しつぎの3項目の声明を発表した。⁴⁾ (1) 現状の下では公開市場操作の対象を短期証券に限定すること(ただし混乱した市場を是正する場合を除く)。(2) 公開市場操作は貨幣・信用政策を効果的にするという目的でのみ行われるものであって、証券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うこと。(3) 財務省の再融資期間中は、公債の借換えと関連する政府証券を購入しないこと。

公開市場委員会におけるこの基本方針の決定とともに、公開市場実行委員会に対する「政府証券市場の秩序ある状態の維持」という従来の(1937年に遡る)指令は、「混乱した状態の是正」という指令に変更された。⁵⁾

この基本方針によって公開市場操作の対象は短期証券—事実上は3ヵ月財務省証券—に限定された⁶⁾ので、世間はこれを bills only 政策と呼んだ。公開市場委員会をして bills only 政策の採用を決定づけさせた特別小委員会の報告にあらわれている論理の跡をたどると、つぎのように要約できるであろう。

銀行準備金を調節するための連邦準備の操作が、効果を発揮するか否かは、証券市場の深さと広さと弾力性(depth, breadth and resiliency)に依存する。ところが1951年3月に政府証券価格釘付け政策の廃止が決定した以後も、証券市場はいぜんとしてその深さと広さと弾力性において十分でなかった。その原因は主として長期証券市場の「底の浅い」(thin)ことに求められる。それではどうして長期証券市場が底の浅い状態におちいたのであるか。それは公開市場操作が長期証券市場においても行われる結果である。そのような事情の下ではディーラーは証券市場に参加する前に、公開市場委員会が長期証券市場においてどのような操作を行おうとしているかを予想しなければならない。この予想はきわめて不確実なものであるから、そのような不確実な予想の下ではディーラーは積極的に証券市場に参加しようとしないう。したがって長期証券市場におけるディーラーの予想の不

確実性を取除くことが重要である。そのためには連邦準備の証券市場への介入を銀行準備金の増減に必要な程度に制限しなければならない。銀行準備金の増減に限るならば、短期の財務省証券によろうと長期債によろうと異ならないわけであるから、市場に一番衝撃を与えることの少ない3ヵ月財務省証券を公開市場操作の対象に選ぶべきである。このような bills only 政策の基本方針が将来引続いて行われることを保証すれば、証券市場の関係者は安んじて自己の採算にしたがって市場に積極的に参加することができる。この場合長期政府証券市場は専ら市場の需要と供給の力に委ねられることになるが、その結果長期証券の価格と利回りに好ましからざる事態の生じた場合は、連邦準備は長期市場に直接介入することなく、財務省証券を操作することによって、市場の裁定取引を通して長期証券の価格と利回りに間接的に影響を与えることができる。したがって公開市場操作を短期証券に限定することは、銀行準備金の増減を通して貨幣政策の目的を遂行する上になんらの支障をきたさないばかりか、それは証券市場を主として民間の需要と供給に依存せしめ、連邦準備の証券市場への干渉を最少限にする。それは証券市場の深さと広さと弾力性を増進させ、かえって連邦準備の公開市場操作を効果的ならしめる。⁷⁾

以上のような特別小委員会の論旨は、そのまま連邦準備制度理事会長の Martin に承けつがれ、bills only 政策の理論的根拠となったが、このいわゆる Martin doctrine は多くの批判を浴びた。ついで1958年11月に、当時 Martin の補佐役であった Winfield W. Riefler が bills only 政策の理論的擁護論を展開した。かれの「長期証券による公開市場操作」⁸⁾と題する論文は、後に James R. Schlesinger によって bills only の古典的な説明と擁護といわれ、⁹⁾ また Sidney Weintraub は Riefler の説明によって「『自由』市場を後援し、債券業者を勇気づける必要とか、あるいは『人為的』利率を避けたり、『貨幣的介入を最少限にする』必要といったような全く無関係な要素を一掃し、実質のある論争点をつけ加え

4) 40th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1953, 1954, pp. 87—88. なお Flanders Committee Hearings, 1954, p. 15 ff. 参照。

5) Ibid.

6) bills only 政策の採用をめぐる、公開市場委員会の委員長 Willam McC. Martin と副委員長 Allan Sproul との間に激しい論争が闘わされた。Martin-Sproul 論争は、拙稿「アメリカにおける公開市場政策論争」(『金融経済』第48号, 1958年2月。『金融論選集』第6巻に再録)で取上げた。

7) Flanders Committee Hearings, op. cit., pp. 266—268; 284—285.

8) Winfield W. Riefler, "Open Market Operations in Long-Term Securities," *Federal Reserve Bulletin*, November 1958. この論文は Lawrence S. Ritter, ed., *Money and Economic Activity*, 2nd edition, 1961に再録されている。

9) James R. Schlesinger, "The Sequel to Bills Only," *Review of Economics and Statistics*, May 1962, p. 184. note 2 参照。

ることのできる高められた段階で、新しい論争の場が設けられている¹⁰⁾」とのべた。このようにいわゆる Riefler doctrine は最も注目され、したがって批判の対象とされた。その後1960年8月に連邦準備制度の職員である Ralph A. Young と Charles A. Yager が、『bills 優先』の経済学¹¹⁾』という論文を発表し、bills only doctrine に対する誤解をとくために詳細な説明を行った。しかしこの論文の発表された半年後に、bills only 政策そのものが廃止されたので、この論文は余り注目されることなく終わった。bills only doctrine の論点は多岐にわたるが、その支柱と考えられるものをつぎに吟味しよう。

II Bills Only Doctrine の吟味

1 自由市場と最少限介入。特別小委員会の報告と、Martin の説明の中で bills only doctrine として最も強調されたのが、政府証券市場の「深さと広さと弾力性」を増加させるために、自由な政府証券市場を確立することが必要であるということであった。そのためには、連邦準備制度は貨幣と銀行信用の総供給量の調節に専念し、信用の配分は「自由市場」の働らきにまかせねばならない。いいかえれば、貨幣政策は信用の配分に関する限り、できるだけ「中立的」にとどまるようにすべきであって、そのことはまた金利構造の決定を市場の力にゆだねることを意味する。現在公開市場操作が貨幣統制の主要手段として行われている以上、連邦準備は政府証券市場に全く介入しないわけにはいかないが、その介入を自由な政府証券市場の働らきを妨げないように最少限にしなければならない。そのためには公開市場操作の対象を財務省証券に限定すべきである。なぜならば、財務省証券は「現金に最も近い代替物であり、その価格は準備制度の売買によって影響されることが最も少ない¹²⁾」からである。財務省証券の特徴は3ヵ月の短期割引発行債であることに求められる。3ヵ月保有すれば額面価額がえられるし、その上財務省証券は融資を受ける場合に理想的な見返り担保となるから、これを満期まで保有することは困難ではない。財務省証券市場は公開市場勘定が準備金の吸上げと撒布を行う場合の大量取引になれているし、またこれまでの経験によって証券市場の関係者も、公開

市場操作が財務省証券によって継続的に行われることを知っている。したがって財務省証券で公開市場操作を行う場合は、他のより長期の証券で行う場合と比べて、証券市場へ与える衝撃を最小にすることができる。¹³⁾

この「自由市場」と「最少限介入」についての考え方は、その人の経済哲学、そしておそらくは政治哲学に依存するであろう。しかし貨幣政策は自由な政府証券市場を設立することを本来の目的としているのではない。市場の自由放任が経済の安定・成長と両立しない現代の経済状態の下では、いかなる経済政策も市場の自由を制限する面の生ずることはやむをえない。貨幣当局の仕事は経済の安定と成長に役立つように貨幣統制を実施することであるから、bills only 政策を評価するに当たっては、それがあらゆる期限付証券を操作対象とする、より弾力的な公開市場政策に比べて、少なくとも同じ程度に貨幣政策の本来の目的を達成することができるかということが吟味されなければならない。

公開市場操作が銀行準備金の増減だけを目的とするならば、操作の対象にいかなる証券を選んでも同じであるから、政府証券市場へ一番衝撃の与えることの少ない最短期の財務省証券が選ばれることは異論がない。¹⁴⁾しかし、貨幣政策が経済の安定と進歩に役立つために金利水準と金利構造にも影響を及ぼすべきものであるとすると、話しは別になる。Martin の根本的見解は「公開市場取引は信用政策を効果的ならしめること、換言すれば加盟銀行の準備額を経済の成長と安定の要求に合うように維持することに限定されるべきであり¹⁵⁾」金利構造は自由な証券市場の需要と供給の作用にまかすべきであるということである。このように公開市場操作を金利政策と切離して専ら量的信用統制手段としてみる Martin の考えは、利子率の経済活動に及ぼす作用を重視しないことから生れるものである。Martin は「経済における信用・

1953, p. 333.

13) *Flanders Committee Hearings, op. cit.*, p. 19.

14) Warren Smith は「完全に中立的な公開市場政策は、公開市場操作の効果が金利構造に中立的となるような、ある複雑な式にしたがって、あらゆる期限付証券での操作を要求するであろう」とのべた (*Debt Management in the United States. Employment, Growth, and Price Levels, Study Paper No. 19, 1960, p. 121 note*)。この Smith と同じような考えをいっそう詳細に展開したものに、Robert Haney Scott, "Treasury Bills Only? A Compromise," *Current Economic Comment*, February 1959 がある。

15) "The Transition to Free Markets," *op. cit.*, p. 331.

10) Sidney Weintraub, "The Theory of Open Market Operation: A Comment," *Review of Economics and Statistics*, August 1959, p. 308.

11) Ralph A. Young and Charles A. Yager, "The Economics of 'Bill Preferably'," *Quarterly Journal of Economics*, August 1960.

12) William McC. Martin, "The Transition to Free Markets," *Federal Reserve Bulletin*, April

貨幣政策の役割」という論文の中で、「われわれは利子率はある効果をもつであろうと告げられてきたが、結局利子率はもはや主要な要因ではない。古典派経済学者だけがそのような考え方をしている¹⁶⁾」と述べている。

なるほど利子率の所得決定理論における戦略的地位は、投資の利子弾力性が低いという理由で、近年後退しているけれども、投資分野の中には利子弾力的なものもあるのであって、貨幣当局が金利政策を無視できるとは考えられない。貨幣政策を経済の安定・成長政策の一環として眺める場合には、特に長期利率のコントロールが重要となる。bills only 政策の弱点として多くの人が指摘したことは、長期利率のコントロールが十分行えないということであった。その例として景気後退期における長期利率の引下げが取上げられた。景気後退期において短期利率は急激に下落するが、長期利率はその割に下落しにくい。この場合に bills only 政策によれば、公開市場での財務省証券の買操作によって財務省証券の価格を釣り上げ、短期利率の下落を生ぜしめ、それが長期利率に波及することを待つわけになる。しかし公衆の流動性選好や、利子率のいっそうの下落の予想のために、財務省証券の価格が上昇しても、投資家は容易に財務省証券から長期証券へ乗替えたがらない場合がある。このような状態の下では、連邦準備の財務省証券の買操作は大規模に、しかも継続的に行われなければならないであろう。¹⁷⁾ この場合に、もし連邦準備が長期証券市場へ直接介入することが許されていれば、長期証券の買操作は直接長期証券価格を釣り上げるから、すみやかに、しかも小規模な操作で長期利率を引下げることができる。このような場合には、bills only 政策の方がかえって最少限介入と矛盾する。bills only 政策は長期利率の引下げの問題が起きないインフレーションの時期によく適合するのである。この点に関して David I. Fand と Ira O. Scott はつぎのように述べている。「“bills only” 政策は釘付けられた市場制度への反発中に信奉され、『金融引締め』の復興中にはぐくまれてきた。このような状態の下ではそれはきわめて現実的な政策であった。しかしながら、雇用の深刻な低下の場合には、“bills only” はす

みやかにしりぞけられることをわれわれは予言する。¹⁸⁾」不幸にしてこの予言は適中せず、景気後退に国際収支赤字という別の要因が加わって bills only 政策は廃止された。

2 政府証券市場の改善。特別小委員会が公開市場操作を短期の政府証券に限定すべきであるという主要な論議は、それが連邦準備の介入を最少限にするので、政府証券市場を改善し、市場の「深さと広さと弾力性」を増大するということであった。この「深さと広さと弾力性」という言葉は、特別小委員会の報告で何度も繰返えし使用されていたが、果して bills only 政策は政府証券市場のこのような改善をもたらしたであろうか。

Martin 理事長は Flanders 委員会の質問に対する回答の中で、1953年春以降、公開市場操作の対象を短期証券に限定するという新技術を採用した結果、「証券市場の長期・中期・短期の全部門は、その深さと広さと弾力性において顕著な改善を示してきた¹⁹⁾」とのべた。これに対し、Allan Sproul は1954年12月7日のFlanders委員会の公聴会の席で、「Martin 理事長の回答は公開市場委員会が“bills only”の技術を採用してからは、市場がしだいに、強力、広汎かつ弾力性を増してきたとのべている。……しかしわたくしの知るところでは、現在の公開市場措置の下での長期証券市場は、これらの措置が行われなかった前と同様に少くとも『底の浅い』(“thin”)状態にとどまっている²⁰⁾」と証言した。

このように公開市場委員会の委員長と副委員長の答えが違っていることからわかるように、“bills only” 政策が果して実際により強力な政府証券市場を生ぜしめたかを、判定することはきわめて困難である。Dudley G. Lockett はこの問題について実証的研究を発表しているので、それを取上げよう。

Lockett は政府証券市場の深さの検討からはじめる。専門の証券業者は現在の市場価格のほんの上下したところに、実際の、あるいは潜在的な注文が存在する市況ののべるのに深さという言葉を用いる。²¹⁾ Lockett による

16) William McC. Martin, "Role of Credit and Monetary Policy in the Economy," *Commercial and Financial Chronicle*, December 23, 1954, p. 23.

17) この点はニュー・ヨーク連邦準備銀行が特別小委員会報告に付したコメントの中で特に強調したところである。Flanders Committee Hearings, pp. 311—312 参照。

18) David I. Fand and Ira O. Scott, Jr., "The Federal Reserve System's 'Bills Only' Policy: A Suggested Interpretation," *Journal of Business*, January 1958. この論文は *Employment, Growth, and Price Levels. Hearings before the Joint Economic Committee*, 86th 1st session, Part 6c, 1959 に再録されている。引用は後者, p. 1964.

19) Flanders Committee Hearings, *op. cit.*, p. 24.

20) *Ibid.*, p. 226.

21) Flanders Committee Hearings, p. 265.

と、データの都合でこのような深さを直接測定することはできないが、この深さはディーラーの付け値と呼び値の値軸に反映される。その理由はつぎのとおりである。

例えば証券価格が近い将来下落すると予想される場合には、投資家は現在の高い価格で売りを増し、買いを手控えることによって、資本損失を避けようとする。このように市場が買手側において“thin”である場合に、ディーラーが現在のままの相場を続ければ、売りよりも買いが多くなり、手持高がふえる。証券価格の下落が予想され、資本損失を蒙りそうな場合にこのような手持高の増加を避けようとして、ディーラーは付け値よりも呼び値をいっそうすみやかに引下げる。したがってディーラーの付け値と呼び値の値軸は広がる。上の場合と反対に証券価格が上昇すると予想される場合には、ディーラーに買注文が殺到し、資本利得の予想される時に、ディーラーの手持高がへることになる。ディーラーはこの対策として付け値と呼び値よりもいっそうすみやかに引上げる。この場合にも付け値と呼び値の値軸は開く。底の深い市場では、ディーラーにとって不利な手持高の動きはないから、ディーラー間の競争と多額の取引高のために、ディーラーの付け値と呼び値の値軸は狭まる。

したがってもし連邦準備の役員たちが予言したように、政府証券市場が1953年春以降「深さ」を増したならば、ディーラーの値軸は狭まっているはずである。ところがLockettの数字によると、かれが取上げた1951年から1958年に至る期間の長期政府証券の値軸(毎日の値軸の月中平均)はbills only以後、狭まっているどころか、かえって拡大している。bills only以前の1951年～1953年初期までは、その値軸は $\frac{2}{32}$ であったのに、bills only以後は大部分の月が $\frac{4}{32} \sim \frac{8}{32}$ であった。²²⁾

市場の広さは注文が多量で、しかも多様な投資家グループからくる時に存在する。²³⁾もし連邦準備がbills only政策を採用すれば、多様な投資家グループが政府証券市場へ、進んで広く参加するであろうと予想された。Lockettはこの予想が実現したか否かを、グループ別の政府長期債保有額の構成比の動きによって判断しようとする。Lockettは1951年—1958年の期間について、(1) 商業銀行、(2) 相互貯蓄銀行、(3) 生命保険会社、(4) 火災、傷害、海上保険会社、(5) アメリカ政府勘定と連邦準備銀行、および(6) その他の6つのグループの

市場性ある5年以上の長期政府証券保有額の月別構成比を示した。Lockettによると、6つのグループのうち「商業銀行」と「アメリカ政府勘定と連邦準備銀行」は考慮の外におくべきである。なぜならばこれらのグループの参加が大きいことは政府証券市場の望ましい拡大化ではないからである。この2つを除き、他の4つのグループについてみると、最近において保有額の増加傾向を示したのは、「その他」グループだけである。しかしこのグループも問題の年の1953年中は減少し、1955年12月になって漸くbills only以前の割合に達した。²⁴⁾

弾力性は証券価格の急激な、不測の変動につけこむために、新注文がすみやかに市場に殺到することと定義されている。²⁵⁾この定義からわかるように、弾力性という言葉はoperationalな概念ではないので、これを実証的に検定することはできない。したがってLockettはこれに関しては、1953年の春から夏にかけてと、1958年に起った政府証券市場のpanicに近い市況は、いずれもbills onlyの指令の下で生じたものであるということをも指摘するにとどめている。²⁶⁾結局Lockettの結論は「われわれの語れるかぎりでは、政府証券市場は“bills only”の採用以後、深さも広さも弾力性も増加しなかったということである。²⁷⁾

Smithもbills only政策以後の政府証券市場の改善については否定的であり、またたとえ政府証券市場のそのような改善が実現したとしても、それが弾力的な貨幣政策の効果を強めるとはかぎらないといっている。²⁸⁾

3 公開市場操作の金利に及ぼす効果。Martin doctrineが政府証券市場の改善という貨幣政策の本来の目的から考えて論点の外れたところに力点を置いていたのに対し、Rieflerは公開市場操作の対象をbillsに限定しても、貨幣政策の目的は十分達成できるという積極的擁護論を展開した。Rieflerは混乱した状態を是正する場合以外にも連邦準備が長期証券市場へ直接介入することが望ましいという多くのbills only批判者に対し、それを反駁することを直接の目的としていた。Rieflerの主張を要約するとつぎのとおりである。

公開市場操作が金利に影響する仕方はつぎの3通りである。(1) 公開市場操作の対象となった証券の供給の変動を通して価格、したがって利回りに直接影響する。(2)

24) Lockett, *op. cit.*, p. 302.

25) *Flanders Committee Hearings*, p. 265.

26) Lockett, *op. cit.*, p. 303.

27) *Ibid.*

28) Warren Smith, *op. cit.*, p. 124.

22) Dudley G. Lockett, “‘Bills Only’: A Critical Appraisal,” *Review of Economics and Statistics*, August 1960, p. 302, chart 1 参照。

23) *Flanders Committee Hearings*, p. 265.

加盟銀行の準備金の変動を通して銀行の貸付と投資に影響し、それが間接的に金利に影響する。(3) 市場の専門家と投資家の市場の動向についての予想に影響する。

第1のルートを開示市場操作の金利に及ぼす直接効果、第2のルートを開示市場操作の間接効果と呼ぶことにすると、Rieflerにとっては第2の間接効果が、第1の直接効果よりもはるかに重要である。なぜならば、銀行準備金の変動は、現在の一部準備金制度の下では、それに数倍する銀行信用の拡張もしくは収縮を生ぜしめるからである。いま支払準備率を14パーセントとすると、信用拡張乗数は7になるから、開示市場操作の金利に及ぼす効果の1/8が直接効果で、7/8が間接効果となる。間接効果は操作対象となった証券に直接の関係がない。1/8の直接効果によって操作対象となった証券の価格と利回りに変動が生じても、これは市場の裁定と証券間の高度の代替性によって他の証券へ波及する。このように考えれば、開示市場操作の金利に及ぼす効果は財務省証券によろうと、長期債券によろうと全く変わらない。

市場の予想を通しての第3のルートについては Riefler はつぎのようにいう。連邦準備はいかなる民間機関よりも多額に政府証券を保有し、また非常に大きな資力を市場に向けることができる。それゆえ、ディーラーを含む市場の専門家は証券市場における連邦準備の措置の趣旨を忖度し、準備制度が設定しようとしているトレンドに逆らった行動をとらない。むしろかれらはそのトレンドをみこして、それを利用しようとする。だから金利のトレンドに関して市場の専門家達に確固たる予想を生ぜしめる時には、比較的小規模の操作によって、市場の相場に重要な短期的効果をもたらすことが可能となる²⁹⁾

以上のように開示市場操作が金利に影響する仕方を見ても、長期債で開示市場操作を行うべき理由は見当らない。Rieflerによれば、「連邦準備がその操作を短期証券に限定するならば、市場の裁定は有効に働かないかもしれないし、あるいは景気後退の市場においては、非常に緩慢にしか働かないから、不当に高い長期利率は資本市場における長期資金の借入れを阻害するであろうという危惧が表現されたが」、bills only 採用以後の政府証券市場の動きをみると、「このような見解が単純化しすぎたものであり、不十分なものであることを示している。たとえ準備制度の開示市場操作が財務省証券にほとんど全面的に限定されたとしても、その操作に対する長期資本市場と長期利率の動きの反応は一般的に決して

29) Riefler, *op. cit.*, pp. 1262—1263.

不活潑なものではなかった。³⁰⁾

この主張を理論づけるために、前述の開示市場操作の間接的金利効果とならんで、政府証券市場の各セクター間の高度の流動性(fluidity)を強調する。ここでの流動性という意味は、あるセクターの変動が他のセクターの平行的な変動を伴うということである。この現象は市場の裁定によって生ずるものとされているが、Rieflerはそれよりももっと重要な要因として、信用・資本市場の借手と貸手の双方の側に存在する各証券間の高度の代替性を挙げている。³¹⁾ この証券間の代替性と、市場の裁定が、1つのセクターに与えられた圧力をすみやかに他のセクターへ伝達するのである。

Riefler doctrineによれば、貨幣当局は金利水準を左右することはできるが、金利構造を左右することはほとんどできないということが示唆される。例えば長期利率を短期利率に比べて引下げようとして、直接長期証券市場で買操作を行っても、銀行準備金の増加を通して短期利率も下がり、直接効果によって引下げられた長期利率は市場の裁定と、証券間の代替性のために、他の利率へ波及してしまうからである。しかしこの場合に長期証券を買い、それと同額の短期証券を売るスワップ操作を考えたらどうなるか。この操作によって加盟銀行の準備金は変わらないから間接効果は生じない。短期利率の引上げ、長期利率の引下げという直接効果だけが生ずる。もちろんこの場合にも、代替性と裁定が両利率の開きを再び拡げるように作用するであろう。しかし短時日のうちに、両利率の開きもとの状態に復するとは考えられない。ところが Riefler は1958年の初期に行われた財務省の借換え操作に例をひいて、スワップ操作の効果を過少評価している。この時の借換え操作によって、50億ドルのサーティフィケートが償還され、その代りに35億ドルの中期債と、15億ドルの長期債が発行された。このように市場保有公債の1部が短期債から中・長期債へ移ったが、市場はこの操作によって影響を受けなかった。Rieflerはこの借換え操作は市場予想に与える影響を別とすれば、連邦準備のスワップ操作と同じであるといい、したがって市場で保有される証券の構成を変えることによって、「市場の短期、中期および長期のセクター間の資金のア

30) *Ibid.*, p. 1260.

31) *Ibid.*, pp. 1264—1265. 金利構造の理論として証券間の代替性を強調したものに、John M. Culbertson, "The Term Structure of Interest Rates," *Quarterly Journal of Economics*, November 1957がある。

ヴェイラビリティに影響を与えようと欲するならば、連邦準備は非常に大規模なスワップ操作を行わねばならないだろう。³²⁾」と結論する。

この結論に対しては、連邦準備のスワップ操作は財務省の国債管理を通しての証券構成のシフトとは、市場予想に与える影響において異なることが注意されねばならない。³³⁾ Riefler の説明においても、公開市場操作の金利に及ぼす効果の第3のルートとして、市場の予想に与える影響が取上げられていた。かれ自らのべているように、ディーラーを含む市場の専門家たちは、連邦準備の設定しようとしているトレンドに逆らう行動をとらず、それに同調しようとするのであるから、連邦準備が金利構造に手を加えようとする操作は、その金利構造の設定に好都合な予想を生ぜしめ、比較的小規模の操作によって所期の目的を達成できる場合も考えられる。金利構造の決定に予想がいかなる重要な役割を果たすかは次節で取上げる。

III 景気循環と金利構造

Riefler doctrine の最大の論拠は、公開市場操作によって短期証券に加えられた衝撃はすみやかに長期証券にも波及するということであった。われわれは過去の経験から、短期利率と長期利率がきわめて例外的な場合を除き、同一方向に動くことを知っている。しかしわれわれはまたその動きの幅が、景気循環の各局面において違うことにも気づいている。

Richard Goode と Eugene A. Birnbaum の共同研究によれば、1858年—1933年の期間の19の景気循環における長期利率と短期利率のそれぞれの平均値をとると、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、景気の頂上では短期利率の方が長期利率よりもはるかに高くなる。頂上から景気収縮を経て景気の谷に至る過程においては、これとちようど逆の現象が起きる。³⁴⁾ これ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わけだが、このような両利率の動き方の相違は、金利構造の予想理論

(expectational theory)によってかなりよく説明できる。

1 金利構造の予想理論。いま単純化のために短期利率と長期利率が等しい状態を想定しよう。この状態の下で、借手と貸手が近い将来金利が上昇するという一致した予想をもったとする。この予想の下では貸手は長期証券に投資することを避けようとする。なぜならば長期証券投資は、金利が上昇した時に、貸手へ資本損失を蒙らせるからである。かれらは長期証券価格が下落するまで待った方がよいと考えるから、金利上昇の予想をもった貸手は、資金をより短期の貸付と投資へ移す傾向がある。他方金利上昇の予想をもった借手は、現在の相対的に低い利率を最大限に利用するために、現在こそ長期借入を行う絶好の機会であると感じるから、資金の需要は短期市場から長期市場へ移るだろう。資金の供給が長期市場から短期市場へ移り、資金の需要が短期市場から長期市場へ移る結果として、長期利率は短期利率に比べて上昇する。縦軸に利子率、横軸に満期期限をとると、上方へ傾斜する利回り曲線が描かれる。

金利下降の予想の下では、上と全く逆の資金の流れが生じ、資金の供給は短期から長期へ、資金の需要は長期から短期へ移るから、長期利率と比べて短期利率の上昇を生じ、下方へ傾斜する利回り曲線を生む。このような予想の金利構造に及ぼす作用を一般化し、最も単純化した形でのべると、投資家が完全な確実性をもって、同一の予想をもつならば、ある特殊期間の長期利率は、その期間の予想された短期利率の平均に等しくなるということになる。³⁵⁾ 投資家の予想が不確実であること、ならびに投資家の予想が各人まちまちであるという事実を考えれば、予想理論の精密度は破壊される。³⁶⁾ それにもかかわらず、予想理論は金利構造の動きの典型的な型を説明する上では有用であると思われる。

さて景気循環における金利構造の説明に予想理論を適用するためには、もう1つの要素をつけ加えることが必要である。それは、少くとも短期の経済変動に伴う金利の動きについては、投資家の予想は、かれらが「正常

35) J. R. Hicks, *Value and Capital*, 2nd ed., 1946, p. 147 参照。なお Friedrich A. Lutz, "The Structure of Interest Rates," *Quarterly Journal of Economics*, November 1940, pp. 36—63 は金利構造の予想理論の代表的論文である。

36) 金利構造の予想理論に対しては、Dudley G. Lockett, J. M. Culbertson および Joan Robinson の批判がある。Lutz 理論とこれらの人々の批判は、木村増三「金利構造の諸理論」(一橋大学一橋学会編『商学研究』4, 1960年)が詳細に取上げている。

32) *Ibid.*, p. 1272.

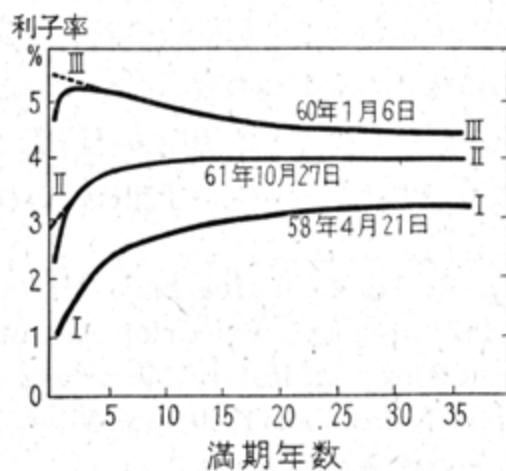
33) この点は Sidney Weintraub (*op. cit.*, p. 310.) と D. G. Lockett (*op. cit.*, p. 304.) が批判している。

34) 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 参照。

的」もしくは「慣例的」とみなすある金利水準に関連して決定されるということである。だから金利が景気回復期に上昇していき、最近の標準的とみなされる水準をはるかに越えた「高」水準に達すると、金利は近い将来下落するかもしれないという予想がしだいに広まり、その結果短期利率は実際に長期利率を越えて上昇するかもしれない。例えば戦後においては1959年末にこの現象が生じた。他方金利が景気後退期に下落し、標準的水準と比べて「低」水準に下落する時は、金利上昇の予想がしだいに広まって、短期利率は長期利率よりもはやい速度で下降するであろう。また現実の金利水準が標準的水準に近い景気局面では、金利の変動が予想されないか、あるいは金利の下落と上昇がほとんど同じ程度で、予想される場合がある。このような場合には、短期利率と長期利率の関係はそのまま維持される傾向がある。景気循環の過程において金利水準が変動するにつれて、短期利率が通常長期利率よりも大幅に動くことは、このように予想理論によって説明できる。

ここで予想理論とは関係のないもう1つの基本的なことを長期利率と短期利率の関係について指摘しておく必要がある。それは、短期証券が流動性において長期証券より優るから、短期利率は流動性打歩だけ長期利率より低くなる一般的傾向があるということである。³⁷⁾ この流動性打歩と、予想による金利の動きを組合せると、金利の期限別構造は景気循環の過程において、第1図のような典型的パターン(Ⅱ, Ⅲは点線部分の方を含める)を生ぜしめるであろう。第Ⅰの利回り曲線は、金利水準が低く、大部分の投資家が金利上昇の予想をもつ不況期に

第1図 景気循環における金利構造の典型的パターンとその実例
(実例はアメリカ政府証券利回り)



出所: United States Savings and Loan League, *Savings and Loan Annals* 1961, 1962, p. 143.

37) 流動性打歩を貸手と借手の両方の側から論じたものに Culbertson, *op. cit.*, pp. 491-495 がある。

あられがちな型であり、第Ⅲの利回り曲線は金利水準が高く、大部分の投資家が金利下落の予想をもつブーム期にあられる型である。第Ⅱの利回り曲線は、金利が動かないと予想される景気の間段階において最も典型的に生ずる型である。

2 戦後の金利構造。アメリカの金利構造は1930年代のはじめから、1950年代のはじめまで、長い間第Ⅰの型をとっていた。1930年代に第Ⅰの型がみられたのは不況の影響である。第2次大戦中は連邦準備は財務省に協調して、戦費調達の上で財務省を援助するため、金利構造を釘付けることにきめた。釘付けのため選ばれた金利構造は大体当時行きわたっていたものであったから、それは長引いた不況の影響を反映していた。財務省証券利率は $\frac{3}{8}$ パーセント、サーティフィケートは $\frac{7}{8}$ パーセントに固定され、長期債券は $2\frac{1}{2}$ パーセントまでの利率で固定された。財務省証券とサーティフィケートの利率は1947年7月と8月に解放され、金利構造の短期部門にはいくぶん伸縮性を増したが、長期利率の固定化と金利構造の統制は、1951年3月の財務省-連邦準備の協定まで続いた。この釘付けられた金利構造は戦後のインフレ期において、つぎの2つの点で市場の実勢と著るしくかけはなれたものとなった。第1にインフレ期においては資金需要が旺盛であるから、金利水準全体が高くなるべきところを不況期の最も低い水準で釘付けられていた。第2に金利構造の固定化は、投資家をして金利が変動しないという予想を生ぜしめた。このような予想は第Ⅱの利回り曲線を生み出すはずなのに、それが第Ⅰの曲線に釘付けられていた。当時連邦準備は長期証券価格の下落を防ぐために、額面価格を割らない価格で長期証券を買取っていた。したがって投資家は資本損失を蒙ることなく換金化できた。この長期証券の流動性の増加は、金利の変動が予想されない場合の利回り曲線を第Ⅱの曲線よりもっと水平に近からしめるように作用する。このような状態の下では、投資家は短期証券から長期証券へ乗かえようとし、短期証券価格の下落と利回りの上昇を生ぜしめる傾向を生む。それゆえ1947年に財務省証券とサーティフィケートの利率の固定化がゆるめられ、その上昇を認めざるをえなかったのは当然であった。³⁸⁾

1953年以降 bills only 政策が採用されてからは、金利構造は市場の実勢を反映することになったから再び第1図で示したような金利構造の型が景気循環の各局面に

38) 拙稿「アメリカ戦後の金融政策」『経済研究』第7巻第1号、1956年1月、29-30ページおよび39-42ページ参照。

応じてあらわれることになった。例えば同図で示される1958年4月の利回り曲線は景気後退期の典型的な型に一致し、それから金利が急激に上昇していった1960年1月の利回り曲線はブーム期の型を示している。しかし後者については最短期から中期にかけて利回り曲線にふくらみがあることが典型的なブーム期の型と異なっている。同様な型は1957年10月、1959年8月にもあらわれているが、特に1959年8月は顕著であった。1959年8月の金利構造は最短期の証券利回り約3.80パーセントから、期限約2年半の証券利回り約4.85パーセントへ急上昇し、それより長期の証券利回りは、最長期の4パーセント強に向って漸減している。

このように金利が比較的高い水準に上昇している時でさえ、最短期の利率が中期の利率以下にとどまる傾向は、流動性に強い関心をもつ重要な投資家グループの存在に起因する。例えば非金融会社の会計係は、現金残高を財務省証券やその他の短期政府証券に投資するといわれている。この投資資金は本来取引残高であって、急に支払を必要とするかもしれないものであるから、証券の価格変動を嫌って短期証券以外のものにはほとんど投資されない。商業銀行も第2線準備の大部分を短期政府証券で保有する。外国勘定と州・地方政府もしだいに重要な投資家となってきたが、これらのグループは非金融会社と同様に、流動性に主として関心を持ち、金利予想にかかわりなく、短期証券を保有する。これらの投資家グループのすべてが、1958年年央から1959年年央にかけて政府証券保有額を相当増加したという事実は、かれらの行動が最短期の証券利率の上昇を軽減するのにあずかって力があつたと思われる。もし投資家が金利はしばらく上昇し、その後下落すると予想するならば、利回り曲線のうねりは予想理論によっても説明できる。しかし短期証券の流動性を特に好む投資家グループによる説明の方が適当のようである。第1図の1961年10月の利回り曲線の最短期の部分が典型的パターンのそれよりも低いのは同じ理由によるものと思われる。

なお第Ⅲの利回り曲線を生んだ理由の1つとして、5年以上の財務省債券利率の法定最高限度が4 $\frac{1}{4}$ パーセントに抑えられているからである、ということが指摘された。アイゼンハワー大統領は、1959年6月と1960年1月にこの最高限度の撤廃を議会に要請した。³⁹⁾ この利率限度がなければ、当時の情勢では、長期利率はもっと上昇していたかもしれない。しかし1959年末にかけて

39) 拙稿「アメリカの金利問題」、『経済研究』第2巻第3号、1960年7月参照。

短期利率と中期利率が長期利率を追いこしたという現象は、長期債利率の法定最高限度のためばかりではない。1930年以前においては、ブーム期において短期利率が長期利率よりも高いことが常態であった。利回り曲線も第Ⅲの型を描いていることが、David Durandの研究によって明らかにされている。⁴⁰⁾

景気循環の過程において、市場の実勢がいかなる金利構造を生ぜしめるかは、上記のとおりである。貨幣政策にとって一番問題になるのは不況期において短期利率が著しく低く、長期利率がその割に下落しない第Ⅰの利回り曲線の場合である。この場合はSayersのいうとおり、「利子率の将来の針路についての公衆の意見は長期市場における非常に強力な要因であって、短期利率の引上げだけでは、その意見を修正させるのにあまり役立たないかもしれない。そしてその意見が修正されなければ、たとえ当局が大規模な市場操作を行うつもりであっても、長期利率にはほとんど影響を与えないであろう。」⁴¹⁾ bills onlyに対する批判者の多くが指摘したことはまさにこの点であって、bills onlyの擁護者はついにこれに満足に答ええなかった。景気循環におけるこのような金利構造の動きを観察する時、われわれは貨幣政策をより効果的ならしめるためには、貨幣当局が金利構造の手直しをする必要のある場合を認めざるをえない。金利構造の決定を市場の実勢にまかせ、自由な政府証券市場を育成することと、機にのぞんでは金利構造の手直しを認め、貨幣政策の効果をよりよく達成することのいずれを選ぶべきであるか。貨幣当局が短期証券市場以外の部門でも公開市場操作を行い、それがために政府証券市場の深さと広さと弾力性がたとえ失われる面があつても、それから生ずる損失は「貨幣統制をより有効ならしめるために支払うわずかの代価である」⁴²⁾ というべきである。

経済学者の多くがこのような意見をもっていた。したがってbills only政策に対する学者側の反対は枚挙にいとまがない。bills only政策が非常に不評であったことは、両院合同経済委員会によって準備された経済政策に関するアンケートの回答によって例証される。この回答

40) David Durand, *Basic Yields of Corporate Bonds 1900-1942*, National Bureau of Economic Research Technical Paper 3, 1942, p. 17 参照。

41) R. S. Sayers, *Modern Banking*, 4th ed., 1958, p. 172.

42) Dean Carson, "Recent Open Market Committee Policy and Technique," *Quarterly Journal of Economics*, August 1955, p. 342.

は615人のアメリカの大学関係の経済学者によって寄せられたが、その質問事項の中で「長期利率に影響を与えるために公開市場操作を用いるに当って、連邦準備当局は『混乱した市場』を是正する場合を除き)専ら財務省証券の売買に限定すべきであるか。」それとも「連邦準備当局は状況に応じて各種の型の証券を操作対象とする弾力的政策をとるべきか。」という質問があった。この質問に対し前者に賛成したものは回答者のわずか7.5パーセントであったのに対し、後者に賛成したものは85.0パーセントの多きを数えた。⁴³⁾

また議会筋でも bills only 政策の廃止をしばしば勧告した。両院合同経済委員会は、『雇用、成長および物価水準』に関する大規模な公聴会を開いたが、その最終報告において「“bills only” 政策が長期証券市場の深さと広さと弾力性に有意義な効果をもったという証拠はほとんどない。重要な権限がはっきりした利益なしに放棄されたように思える⁴⁴⁾」とのべ、貨幣政策に関する勧告の第1番目に「連邦準備は“bills only” 政策を廃止すべきである⁴⁵⁾」とのべた。両院合同経済委員会は『大統領の1960年1月経済報告に関する報告』および翌年の同『報告』においても“bills only” 政策の廃止を勧告している。⁴⁶⁾

つぎに民間の通貨信用委員会が3年の歳月を費して、完成した報告書の中でも「連邦準備制度は“bills only” 政策に依存することなく、国内事情か国際事情に正当な理由がある場合には、景気対策として貨幣政策を遂行するにあたり、すすんで金利水準のみならず、金利構造に直接影響を及ぼすべきであり、また各種の期限付き証券を操作の対象とすべきである。⁴⁷⁾」とのべ、その理由として「“bills only” 政策は金利構造を変えるための公開市場操作の効果を減じる。長期利率に望ましい変化を間接的に与えようとすれば、長期証券を直接操作して同じ

43) Joint Economic Committee, *Economic Questionnaire*, 85th Congress, 2nd session, 1959, p. 7.

44) *Employment, Growth, and Price Levels*, Report of the Joint Economic Committee, 1960, p. 32.

45) *Ibid.*, p. 34.

46) *Report of the Joint Economic Committee on the January 1960 Economic Report of the President*, 1960, p. 16. *Report of the Joint Economic Committee on the January 1961 Economic Report of the President*, 1961, p. 39.

47) *Money and Credit; Their Influence on Jobs, Prices, and Growth*. The Report of the Commission on Money and Credit, 1961, p. 64.

変化をうる場合よりも、はるかに大きな変化を連邦準備の財務省証券保有額に与え、したがってまた銀行準備金に与えることが必要とされよう。⁴⁸⁾」とのべた。

このような批判があったにもかかわらず、bills only 政策は1958年7月に短期証券以外の政府証券が公開市場操作の対象とされた場合の外は、連邦準備によって固執された。1958年7月に bills only を一時的に離れたのは政府証券市場における混乱した状態の是正と、財務省の借換え操作に便宜を与えるために、買支え操作を行う必要があったからである。⁴⁹⁾しかし1960年下期の多額の短期資本の流出と景気後退の激化、ならびに1961年に入っての共和党から民主党への政権移行は事態を一変させ、連邦準備も bills only 政策を固執できなくなった。

IV Bills Only 政策の廃止

1 短期資本の流出が生んだ問題。1960年下期の短期資本の流出は記録的な額に達し、1960年の国際収支赤字を39億ドルに増加させた大きな原因の1つとなった。同年中の記録された民間短期資本の純流出は第1表で示されているように13.4億ドルで、記録されない短期資本の流出もかなりの額に達した。この記録されない分は

第1表 アメリカの民間資本の純流出と国際収支尻
(単位100万ドル)

	民間資本 純流出 総額	直接 投資	長期 証券 投資	短期 資本	誤差 脱漏 (-) 払 超	国際 収支尻 (-) 払 超
1955	1,211	779	241	191	446	-1,149
1956	2,990	1,859	603	528	643	-922
1957	3,175	2,058	859	258	748	535
1958	2,844	1,094	1,444	306	380	-3,528
1959	2,375	1,372	926	77	528	-3,743
1960	3,882	1,694	850	1,338	-592	-3,925
1961	3,953	1,475	1,006	1,472	-602	-2,461
# I	1,059	457	120	482	-29	-319
# II	876	269	218	389	-366	176
# III	845	429	194	222	193	-910
# IV	1,173	320	474	376	-400	-1,408
1962 I	947	229	398	320	106	-476
# II	596	377	330	-111	-171	-218

資料: *Economic Report of the President*, January 1961, p. 209 and January 1962, p. 295. U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, September 1962, p. 11.

備考: 1) 誤差脱漏は国際収支表の記録されない取引で、それは部分的に記録されない資本の流出入を示す。2) 4半期別データは季節調整済み。

48) *Ibid.*, pp. 63-64.

49) *45th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1958, 1959*, p. 31. なお1958年の混乱した市場については、Joseph Aschheim, *Techniques of Monetary Control*, 1961, pp. 70-78 参照。

国際収支表の記録されない取引、すなわち誤差脱漏項目に含まれる。この項目は1959年の5.3億ドルの純流入を含めて、それ以前の年次が近年いずれも純流入を示しているのに対し、1960年は一転して5.9億ドルの純流出を示した。これは民間短期資本の記録されない流出によるものといわれる。したがって民間短期資本の純流出は記録された分だけで、国際収支赤字の3分の1であり、記録されない分を含めると約20億ドル、すなわち国際収支赤字の2分の1に達するものと思われる。

このような民間短期資本の多額の流出は、近年国際収支の赤字と金の流出に悩み続けてきたアメリカにっそう深刻な問題を提出した。この短期資本の流出の原因とアメリカの短期利率とイギリス、ヨーロッパ諸国およびカナダの短期利率との格差が注目された。アメリカはこの時景気後退期にあったので金融緩和政策を行う必要があった。金融緩和政策は低金利を伴うから、各国との金利格差を拡大し、短期資本の流出をいっそう強めることになる。景気の回復と国際収支バランスの改善という2つの相対立する目的を同時に達成させるためには、いかなる経済政策を打出すべきであるか。これが1961年に登場したケネディ政権の重要な課題であった。

Paul A. Samuelsonは大統領に当選したケネディに宛てた報告書『1961年のアメリカ経済の見通しと政策』の中で、貨幣政策の役割に関連してつぎのようにのべた。

「平時においては政府債券を不自然な価格水準に故意に釘付けてはいけない、という教訓が学びとられた1951年の協定以後においては、貨幣当局が公開市場操作の対象をほとんど全面的に最短期の政府証券に限定することは、おそらく申し開きのたつことであった。……〔しかし〕責任ある経済学者は新しい国際情勢が力点のおきどころを変えることを要請していることを知っている。連邦準備が新事態に適応すべく、すでにいろいろの措置を試みているのは真に心強い。しかし短期利率に比べて、長期利率をもっと引下げのを助けるためには、さらに進んだ措置をとることが望ましいであろう。投資支出にとって最も決定的なものは長期利率であり、対外バランスにとって最も決定的なものは短期利率である。」⁵⁰⁾

Samuelsonは経済成長のために長期利率をなるだけ

低くし、国際収支赤字の改善のために短期利率をなるだけ高くすることを進言したわけであり、これは bills only 政策の廃止を示唆するものである。もちろん Samuelson は「これは単に連邦準備だけの仕事ではない」とし、財務省の国債管理政策と力を合せることを勧告している。⁵¹⁾

またケネディは大統領就任式の数週間前に前ニューヨーク連邦準備銀行総裁であった Allan Sproul を委員長とする特別の委員会を選び、国際収支バランスに特に関心を寄せてアメリカの現在の経済的立場を分析させた。この委員会の報告書は、Allan Sproul, Roy Blough, Paul M. McCracken の3人の連署で、1月18日にケネディに提出された。この『経済事情と国際収支』と題する報告書は、つぎのように bills only 政策の修正を勧告した。アメリカと外国の金融中心地間の短期利率の開きに特別の関心を払う必要がある時に bills only の廃止は特に重要である。なぜならば短期証券の購入を通して銀行準備金を供給する措置は、金融市場金利の下落を大きくし、短期資金を海外に移動させる好ましからざる誘因を与えるからである。さらに、その政策の欠陥はこの特殊な状況に限られるだけではない。連邦準備制度の公開市場操作によって長期利率に直接影響を与えたい場合もある。投資を刺激したり制限したりするのは、この長期利率の分野であって、長期利率が時々硬直的であるならば、長期利率が自由に動くような措置を行うべきである。この措置は利率を釘付けたり、あるいは一定の型を金利構造全般に及ぼすことを意図するものではない。⁵²⁾

このような報告書を背景として、ケネディ大統領は1961年2月2日に『経済の回復および成長』に関する経済教書を議会に送り、ついで2月6日に『国際収支と金に関する教書』を議会に提出した。2月2日の経済教書の中で経済回復のための措置の1つとして「金融政策と国債管理」に関してつぎのようにのべた。

「十分な回復と経済成長を実現するには、企業設備、州および地方政府施設ならびに住宅建築のための支出の拡大が必要である。これらの目的のための信用供給を増大させるには、長期利率の引下げが必要である。しかし、現状においてこれ以上短期利率が低下すると、海外への

50) Prospects and Policies for the 1961 American Economy: A Report to President-elect Kennedy by Paul A. Samuelson, January 6, 1961, reprinted in *January 1961 Economic Report of the President and the Economic Situation and Outlook, Hearings before the Joint Economic Committee, 1961*, p. 709, 『経済評論』1961年3月号に邦訳がある。

51) *Ibid.*, p. 709.

52) The Economic Situation and the Balance of Payments, *January 1961 Economic Report of the President and the Economic Situation and Outlook. Hearings before the Joint Economic Committee, 1961*, p. 723.

資金流出が続き、国際収支の赤字を増大させるであろう。……このような状況の下では、金融政策と国債管理は一見矛盾した2つの目標に役立たなければならない。すなわち国際収支に直接影響する短期利率の低落を抑制すること、ならびに国内回復を促進するために長期利率を引下げて資本市場への信用の流れを増大させることである。この2つの目的は同時に達成できるが、それは政府の全関係機関の密接な協力によってのみできる。⁵³⁾

そして財務省と連邦準備制度はすでに国債管理と金融政策との補完的効果を強めるために協力中であることを明らかにした。さらに『国際収支と金に関する教書』の中で1960年の短期資金の流出が多額に上った原因として「外国における有利な金利、ヨーロッパにおける高い成長率と有望な投資の見通し、ドルの将来価値に関する多少の投機的不安、これらがすべて1役を演じた」ことを指摘し、「このような短期資金の海外流出は20億ドルから25億ドルの間と推定され、これが総合赤字を38億ドルに高めた決定的な要因であった」とのべた。さらに交換性ある通貨の新しい時代に入った以上、短期資金は今後とも引続き移動すると予想し、ケネディ大統領は「国際貿易と支払の正常的な発展を攪乱するおそれのある過度の短期資金の移動を避けるために、自由工業諸国の通貨・金融当局との間の協力をなおいっそう緊密にするよう国務長官と財務長官に要求した。」⁵⁴⁾

2 公開市場委員会の bills only の廃止決定。 以上のように1961年の民主党政権の登場は bills only 政策を固執する連邦準備制度理事会と対立する政策を打出した。連邦準備はこれに対してどのような反応を示したか。

1961年1月10日の公開市場委員会では、経済活動と雇用の持続的成長を促進するために、貨幣的拡張を刺戟するための操作を必要とするという1960年12月13日の会議の政策指令を継続することにきまった。ついで1月24日には、この指令を継続するが、金融緩和政策は国際収支赤字を悪化する面のあることをつぎのように認めた。「主として継続的なアメリカの国際収支バランスの赤字から生ずる微妙な事態が国際金融市場に存在する。そしてこれは貨幣政策についてあるディレンマをつくり出している。問題は国内経済の成長を刺戟するように銀行制度に十分な準備金を与え、同時にすでに大きくなっ

53) 「ケネディ大統領の経済教書」『大蔵省調査月報』第50巻3号、昭和36年3月3ページ。

54) "The White House Message on Balance of Payments and Gold, February 6, 1961" in Seymour E. Harris ed., *The Dollar in Crisis*, 1961, pp. 297-298.

ているアメリカの国際収支赤字を悪化させるような水準にまで短期利率が下落することを防ぐように努力することである。⁵⁵⁾

この時は bills only 政策の修正に関する具体的提案はなされなかったが、大統領の『国際収支と金に関する教書』が発表された翌日の2月7日の公開市場委員会の会議で bills only 政策の一時的変更を決定した。この会議で、連邦公開市場委員会は、ニュー・ヨーク連邦準備銀行に対し、2月7日からつぎの会議まで準備制度公開市場勘定のために、期限10年までの中期と長期の政府証券を買入れたり、それらの証券の保有額を変更する権限を与えた。⁵⁶⁾ ただしその額は5億ドルをこえないものされている。この措置に対する賛票は Martin, Hayes 以下合計10名で、反対票は J. L. Robertson ただ1人であった。次回以降の会議で反対票を投じた Carl E. Allen はこの会議には欠席していた。

公開市場委員会が中期ならびに長期証券での取引を認めた理由はつぎのとおりであった。現状の下ではこのような取引は貨幣政策の遂行を容易にする。現在の貨幣政策は経済の現状の必要に応じるために、準備金を銀行制度に供給しなければならないと同時に、また短期利率と国際収支問題との関係から判断して短期利率を下落させるような直接的圧力を避けなければならない。財務省証券利率の維持は銀行制度の準備金のアヴェイラビリティを減ずることによって達成できるが、これは現在の貨幣政策の目的の1つと背馳する。他方中期・長期部門の証券の購入は短期利率に直接的圧力を与えることなく、準備金の供給を可能ならしめ、同時に長期利率を引下げることによって、資本市場と抵当貸付市場を通じて資金の流れを円滑にし、景気回復の進行を刺戟する効果をもつ。したがって公開市場委員会が直面している国内事情と国際事情を結び合わせると、公開市場操作は高度の弾力性をもたらしめることが要請される。⁵⁷⁾

上記の決定がなされてから、最初に期限1年～5½年の証券の購入が行われ、市場が準備制度の公開市場操作の変更になれた頃を見計らって、期限5½年～10年の証券を購入した。そして長期政府証券市場で最初の操作が行われた1961年2月20日に、公開市場勘定支配人は公開市場委員会の委員長の指示により、つぎの新聞声明を発表した。

「準備制度公開市場勘定は、公開市場で各種の期限付

55) *48th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1961, 1962*, p. 37.

56) *Ibid.*, p. 39. 57) *Ibid.*, pp. 39-40.

の政府中期債および長期債を購入しようとしている。そのうちの1部は期限が5年をこえるものもある。……近年準備制度勘定のための取引は混乱した市場の是正という場合を除けば、短期の政府証券でなされていた。国内経済とアメリカの対外収支バランスにみられる状態に照らして、より長期の証券で取引する権限が連邦準備制度の公開市場委員会によって与えられた。⁵⁸⁾

前述の2月7日の公開市場委員会で、公開市場操作の対象として、中期ならびに長期の政府証券を含ましめるという措置に対して唯一の反対投票を行ったRobertsonは、その反対理由として、つぎの4点を挙げた。(1) 公開市場委員会の確立された操作方法と政策は、実際に慎重な実証的、理論的研究の所産であった。(2) それらは貨幣政策を基準としても、また市場の公正な取扱いという観点からも實際上健全であることがわかった。(3) 連邦公開市場委員会が自ら確立した政策を離れることは、8年前に決定的に誤った判断をなし、それ以後誤った操作方法を行ってきたということを理由なしに明言することになる。(4) 公開市場における現在の操作方法に対する批評家たちは市場金利の決定に関する最も単純な理論に依頼し、経験的事実にほとんど基礎をもたない仮設に基づいて、証拠のない申立を行っている。⁵⁹⁾

bills only 政策の変更を一時的に決定した2月7日の決議は、つぎの3月7日から12月5日までの間に、3週間ごとに開かれた14回の公開市場委員会の会議で、その都度更新されてきた。この間に反対投票を続けたのはRobertsonとAllenの2人だけであって、他の10人は賛成し続けた。このような経過を辿った後で、同年12月19日の公開市場委員会の会議でbills only 政策の恒久的廃止が決定された。bills only 政策の廃止声明に賛成したのはMartin, Hayesなど8人で、反対したのは、King, Mills, Robertson, Wayneの4人であった。

公開市場委員会は1953年以降採用してきた公開市場操作に関する3つの政策声明を廃止するにあたって、つぎの理由を挙げた。(1) 特にアメリカの国際収支ポジションの変化にかんがみて、将来操作技術を状況の変化に適応させるためには、1953年以後の大部分の期間にわたって必要とされたよりも、もっと広い許容範囲が必要であるということを公開市場委員会の大多数が信じた。(2) 操作政策に関する前の声明にみられた利益のあるものは、現在ではその重要性が減じた。前の声明が1953年にはじめて採用された時の主要な目的は、政府証券市場に関する連邦準備の役割を明白にすることであった。第

2次大戦中と、1951年3月の財務省-連邦準備の協定に至るまでの戦後の期間においては、準備制度は既発行政府証券の価格と利回りを維持し、また協定後の18ヵ月間は準備制度は財務省の資金調達を積極的に支持し続けた。委員会の大多数は、操作政策に関する声明が政府証券市場における準備制度の操作をよりはっきりと定義づけ、支持された政府証券市場から、支持されない証券市場への移行を円滑にする上で、主要な役割を果すものと信じてきた。しかしその移行は、その後長らく成功裡に達成されたので、委員会の多数は現在では、この目的はもはや前の操作政策に関する公式声明を継続する不可欠な理由を与えないものと思った。⁶⁰⁾

ここにbills only 政策は終止符を打たれたわけである。連邦準備側のbills only 政策のいくたの弁護論にもかかわらず、bills only 政策に対する警鐘は鳴り続けていたのだが、Schlesingerがいみじくも表現したように、「1961年2月20日の発表は、理事会自身を革命の先頭に立たせることによって、批評家たちの武装解除に役立った⁶¹⁾」のである。

V Bills Only 政策廃止後の金利構造

1 Schlesingerの見解。 bills only 政策に対する反対が強かっただけにbills only 政策の廃止後は、ケネディ政権のブレインが考えたような、長期利率の引下げと短期利率の釣上げが実現したと、ひとびとは考えるであろう。ところが実際にはそうならなかったという批判が、Schlesingerによってなされた。

Schlesingerによれば、ケネディ大統領の顧問たちは、第1にアイゼンハワーの期間中は貨幣政策の引締めが行きすぎたこと、第2に公開市場操作の対象を短期証券に限定する連邦準備制度理事会の政策は、金利構造の変化を通して経済を安定化させるための強力な武器を不必要に捨て去ったことを勧告しにワシントンへ乗り込んだ。しかしかれらはすぐに金融緩和の機会がアメリカの国際収支ポジションによって著るしく制限されるということを知ったので、短期利率を高め、同時に長期利率を低めるといふ政策を打出した。したがって、1961年2月20日のbills only 政策の廃止声明は、連邦準備制度が利回り曲線の「ゆがみ」を約束しただけではなく、ケネディ政府への協力的態度を表明したものであるとして、政府によって歓迎された。

60) *Ibid.*, pp. 95-96.

61) James R. Schlesinger, "The Sequel to Bills Only," *Review of Economics and Statistics*, May 1962, p. 185.

58) *Ibid.*, p. 43. 59) *Ibid.*, p. 42.

しかしこの政策の変更の諸結果を吟味してみると、利回り曲線をゆがめることができるという信念はほとんど支持されない、と Schlesinger はいう。その理由はつぎのとおりである。財務省証券利率が高く保たれたことは真実である。財務省証券利率の1961年7月の平均値は2.24パーセントで1960年12月に到達した水準よりわずかに低かったにすぎない。それは1958年の6月の0.83パーセントという景気後退期の低率と比べれば、金の流出を防ぐためにはるかに都合のよいものであった。一見したところでは、短期利率のこのような高水準の維持は、連邦準備が公開市場操作を長期証券に集中したことと、財務省が国債期限を延ばす機会として景気後退期を利用せず、短期債で借換えを行なったことに帰せしめられるであろう。なぜならばその操作のいずれもが、財務省証券とその他の短期証券の供給をふやし、民間投資家に比較的多量に入手できるようにさせるからである。しかしそれがみせかけにすぎないことは、長期利率を吟味してみるとはっきりする。同年7月の長期利率は3.90パーセントで、1960年12月よりもやや高く、また連邦準備が中期と長期の証券を購入しはじめた1961年2月の3.81パーセントと比べればかなり高かった。連邦準備は期限5年以上の証券の保有分を約9億7500万ドル増加したにもかかわらず、そして金融状態は一般的に緩和されたにもかかわらず、長期利率は bills only 政策の廃止後、小さきみの変動を示しながら、下落とは反対の方向を示してきた。長期利率は5月には一時的に3.73パーセントに下落したが、6月には前の水準に再び飛び上った。このような率は、長期利率が景気後退期の低水準に落ちた1958年4月の3.12パーセントと比べれば高いことは明らかである。Schlesinger はこのような事実から判断して、bills only 政策の廃止後「短期利率は1958年の景気後退期の低さからはるかに高く保たれたけれども、これは長期証券の利率を支えるという犠牲を払って達成されたのである。短期利率の急激な下落が妨げられたのは、bills only を放棄したことによるのではなくて、景気後退期に伝統的に生ずる状態よりも、一般的金融状態をよりいっそう引締め状態に維持することによって達成された。⁶²⁾」というのである。Schlesinger によれば、利回り曲線を変えることのできなかつた理由は容易に発見されるのであって、その理由はいろいろの経済状態の下で典型的な金利構造を決定する諸力に求められる。Schlesinger は bills only 政策の擁護論の中で強調され

62) *Ibid.* p. 186.

ていた各種証券間の代替関係と市場の裁定を強く意識し、「各種証券の需給の弾力性がいかなるものであっても、短期証券の利率を支えることが成功することは、また長期利率の下落を妨げることを意味する。長期利率を引下げる唯一の方法は、貨幣を豊富にすることである。しかしそれはまた短期利率も下落させるであろう。連邦準備の正常的な操作は証券市場全体からみれば、きわめて限られているから金利構造に一時的な衝撃を与えうるにすぎない。⁶³⁾」という。Schlesinger も連邦準備が大規模なスワップ操作を継続的に行ったり、財務省が国債管理政策を大きく転換させる場合には、金利構造にゆがみを与えることも可能だと考えている。しかしかれはそのようにして所期の目的を達成することは、「そのような操作の支持者が考えているよりもはるかに大きな（そして破壊的な）変化を公衆の保有する公債の期限構造に与えるであろう⁶⁴⁾」と考える。さらに政策の問題と関連させて、かれは自己の見解をつぎのように結論づけている。

「国内的拡張と対外的均衡の矛盾は金融-財政政策を形づくる上での基本的なディレンマを生ぜしめ、このディレンマは安易な方策では取除くことができない。政府はこの問題に正面から取組むことをためらってきた。現在までのところでは政府は解決策というよりもむしろ金利構造を左右するという姑息な試みを行ってきた。実際にはこの試みは余り問題の緩和に役立っていない。金利構造を決定している諸力は非常に強力なので、相対的にわずかの介入によって金利構造を変更できるものではない。これはもちろん bills only 政策の下にある主要な仮説である。……いろいろの期限の証券間に高度の代替性が存在するという bills only の前提は再びよみがえって、新しい貨幣管理官たちを悩まし、金利構造を操作することのたのしみをスポイルすることは明らかである。金利構造の操作は国内の活動の縮小を避けながら、国際収支の圧力を調整するという試みを妨げてきた。したがって国際収支ポジションの悪化を招かずに国内拡張を刺戟する代替策が考えられねばならない。⁶⁵⁾」

2 1961年以後の短期利率と長期利率。以上みてきたように、Schlesinger は bills only 政策の廃止後、短期利率は高く保たれたが、それは長期利率をも高く保たせるような一般的な金融逼迫状態の反映であると考え、

63) *Ibid.*, p. 187. この点に関し Lorie Tarshis も Schlesinger と同様な見解をのべている。Lorie Tarshis, "Money and Credit, A Review Article," *American Economic Review*, June 1962. p. 476. 参照。64) Schlesinger, *op. cit.*, p. 187.65) *Ibid.*, p. 189.

それは経済成長を高めるために金融緩和を要望していたケネディ政権の失敗であるという。そこでつぎに bills only 政策の廃止前後の長期利率と短期利率の動きをみてみよう。しかし第Ⅲ節でのべたように短期利率と長期利率の動きは各景気局面で異なるから、単純に両利率の開きを取上げて、bills only 政策廃止後の成果を問うわけにはいかない。そこで1960—61年の景気後退期の両利率の動きを、その前の2つの景気後退期、すなわち1953—54年と1957—58年の両利率の動きと比較しながら、bills only 政策の廃止された1961年2月以降の景気回復期における金利の動きを検討することにする。

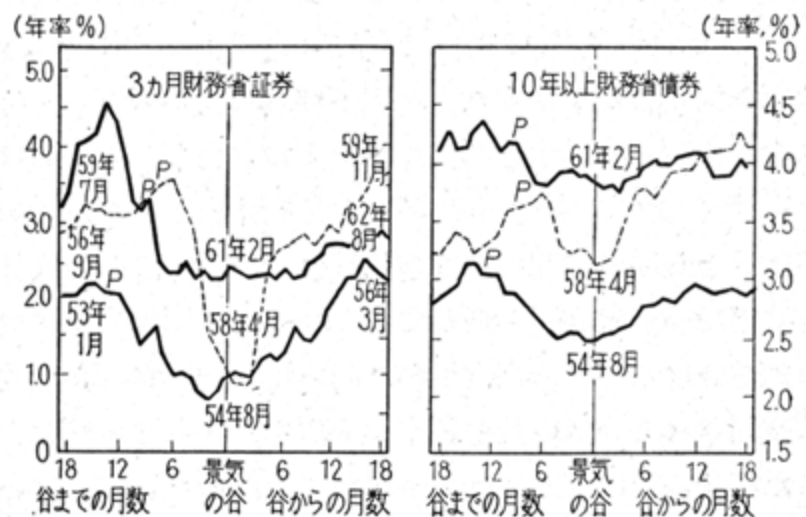
bills only 政策が廃止された1961年2月は、1960年5月からはじまった景気後退のちょうど谷に当たっていた。1961年に登場したケネディ政権は1960年から続いていた景気後退に対処するために、金融緩和政策をとる方針を明らかにしていたが、短期利率の低下が短期資本の流出を通して国際収支バランスを悪化させるという観点から、金融緩和措置を強力に押進めることができなかった。そこで短期利率の低下を防止する一方、長期利率をなるべく低めるといふ政策方針を打出し、財務省はその国債管理政策において長期債の発行を手控え、短期証券の発行に意を注いだ。一般的には低金利の景気後退期においては、利子費用の軽減と既発行証券の平均満期期限を延ばすという2つの利点のために、長期債の発行が望しいとされている。しかし1961年の景気後退期においては財務省はこの一般方針を捨てて、短期債の発行に力点を置き、他方繰上げ借換えにおいて中期債を発行することによって既発行証券の平均満期期限の低下を防いだ。

連邦準備も1961年2月20日に中・長期債を公開市場で購入する旨を発表した。当時連邦準備は約270億ドルの政府証券を保有し、そのうち1年未満の短期証券を約150億ドルも保有していたから、この1部を公開市場で売りに出せば、財務省の短期証券の発行と合せて、政府証券市場における短期証券の供給を増加し、その価格を引下げ、短期利率を釣上げることができると予想された。連邦準備の短期証券での売操作による準備金の吸上げは、長期債の買操作によって相殺できると考えられた。景気後退期における金融緩和の最も有力な措置は、加盟銀行の貸付と投資を拡大させるために、加盟銀行の準備金をふやすことである。この準備金を供給する方法として、連邦準備銀行の長期証券の買操作は、長期証券の価格を釣上げ、その利率を低下させるから、誠に適切であると考えられた。したがって連邦準備銀行が2月20日の声明で、これまで固守してきた bills only 政策を離れ

て、中・長期証券の買入れ意図を明示したことは政府筋から観迎されたのは当然であった。この連邦準備の公開市場操作が、短期利率の支持と、長期利率の引下げにどの程度の効果を持ったかは、後でふれることにし、まず3ヵ月財務省証券利率と10年以上の長期債利率の動きをみよう。

1961年2月の景気の谷の時の3ヵ月財務省証券の新規発行利率は2.48パーセントで、その前後において2.3～2.4パーセントを維持していた。この高さはその前の不況期の最低利率である1958年6月の0.881パーセントと比べて、あるいは1954年6月の0.650パーセントと比べて、はるかに高いことは第2図で明らかである。また1961年に入って、連邦準備の割引率は3パーセントに保たれ、他の短期利率も3ヵ月財務省証券なみに高かった。したがって短期利率を高く維持するという目的に関するかぎりでは、ケネディ政権は所期の目的を達成したといわなければならない。

第2図 最近の景気循環における短期利率と長期利率



出所: Federal Reserve Bulletin, September 1962, pp. 1105, 1108.

しかし10年以上の財務省債券をみると、1961年2月が3.81パーセントで、その前後の不況期において3.7～3.9パーセントに保たれており、ケネディ政権が登場してからも下落していない。不況期において長期利率は短期利率ほど下らないことは前にふれたが、それにしても前の景気の谷の1958年4月の3.12パーセント、1954年8月の2.48パーセントと比べれば、1961年初期の不況期の長期利率が前の不況期の下落ほど下っていないことは明らかである。社債も長期政府債と全く同じ動き方をし、前の2つの不況期と比べて、相当高い水準を保った。1958年の不況期の政府証券の長期利率と短期利率の開きは約2パーセントであったのに比べれば、1961年初期の不況期の両利率の開きは1.4ないし1.6パーセントで、いくぶん縮まってはいるが、しかし金融緩和を建前として登場したケネディ政権が、不況期において、

アイゼンハワー政権の2つの不況期よりも、長期利率をかなり大巾に高い水準に維持してしまっただけは、やはり失敗といわなければならない。この点は経済諮問委員会も認めざるをえなかった。1962年の同委員会の年次報告の中では「長期利率はそのピークから下落したが、以前の景気循環の谷よりは相当高くとどまった。この事態は、事業資本投資、住宅建設および州・地方政府の公共施設支出に対してもつ長期利率の重要性にかんがみて、誠に憂慮すべき事柄である。そして貨幣供給も長期民間融資も以前の金融緩和の期間ほどすみやかに感応しなかった。」⁶⁶⁾とのべている。

経済諮問委員会は景気後退期における長期利率の引下げが十分実現しなかったことは認めたが、しかし金融緩和を行った結果、その後の景気回復期において長期利率も短期利率も安定的に保たれ、以前の景気回復期のように上昇しなかったことを強調した。そして「1961年中の利子率の動きはまた、利子率が1951年の財務省-連邦準備の協定以前に釘付けられていた低水準からの上昇傾向の終焉を示すものかもしれない。」⁶⁷⁾とのべた。

ここで前の問題に戻って、1961年2月の bills only 政策の廃止後なぜ長期利率が引下げられなかったかを吟味しよう。その理由としてまず第1に考えられることは、bills only 政策の擁護論の重要な拠り所となっていた短期証券と長期証券間の高度の代替性であろう。この代替性は市場の裁定取引を通じて短期利率と長期利率を密接に結びつけるから、意図された高い短期利率が、必然的に意図されない高い長期利率をも生んだと考えられよう。また第2の理由としては、不況期にもかかわらず、高い短期利率を生み出すために、金融緩和政策を十分行うことができなかったから、一般的信用状態の逼迫を生ぜしめ、高い長期利率を生み出したとも考えられよう。Schlesinger の指摘したこれらの理由は確しかに一面の真理がある。しかしわたくしは第3の理由として、bills only 政策廃止後の公開市場操作が、長期利率を引下げるために積極的に行われなかったことを指摘したい。その理由はつぎに明らかになるであろう。

3. 1961年2月以後の公開市場操作。1961年2月20日の中期、長期債を買入れる旨の連邦準備の発表が、bills only 政策を離れるものであることは明らかであるが、それがケネディのプレインたちが期待したような、長期利率を引下げるための積極的な意図をもったもので

66) *Economic Report of the President*, January 1962, p. 86.

67) *Ibid.*, p. 90.

あるか否かは明らかでなかった。1961年3月7日の両院合同経済委員会の公聴会に続いて、同年6月1日と2日の公聴会で、この問題が再び取り上げられた。6月1日の公聴会における連邦準備公開市場勘定支配人 Robert G. Rouse の証言の中で、Martin 理事長が同年4月11日にフロリダの Boca Raton で開かれた準備市銀行協会の年次総会の席で行ったステートメントが読み上げられた。その Martin のステートメントの中で、2月20日の発表以後連邦準備の長期証券を含める公開市場操作とその効果に関して、多くの論議が行われたが、それらの論議の中で、「あたかもある特殊な金利水準が本来貨幣政策の目的であるかのような誤解された過度の強調が、金利水準に置かれていた。事実はそのようではない。連邦準備がしようとしていることは、短期もしくは長期の証券利率のある特殊な水準を設定することではなくて、むしろ国際間と国内の資金の流れに影響することである。」⁶⁸⁾という言葉があった。

そこで翌2日両院合同経済委員会の委員長 Patman は、Martin 理事長に対して「わたくしは昨日の Rouse 氏の証言から、あなたの2月20日の発表が誤解されていたこと、そして実は公開市場委員会は長期利率を引下げようと試みるいかなる決定もしなかったということを理解した。それは正しいか。」⁶⁹⁾と質問した。この質問に対し Martin は「われわれは意味ある下落を生ぜしめようと誠意をもってつとめてきた。しかし長期利率の意味ある下落を生ぜしめ、同時にわれわれがもっている国際収支問題にかんがみて、短期利率を維持することが、いかに困難かを指摘した。わたくしが3月7日に行った陳述の中で、その困難と問題がなんであるかをかなり長く指摘した。そしてわれわれはその2月20日の声明の精神と意図の双方を遂行するために、良心的に、誠心誠意、継続的な努力を行ってきた。」⁷⁰⁾と答えた。

この努力が実際にどの程度行われたかを判定する手掛りとして、連邦準備銀行保有の政府証券の期限別分布の推移をみよう。すでにのべたように、連邦準備の長期利率の引下げの努力は、公開市場での長期債の買入れとなってあらわれるから、もしその努力が積極的に行われたとすれば、連邦準備の長期債の保有分が増加するはずで

68) *Review of Annual Report of the Federal Reserve System for the Year 1960. Hearings before the Joint Economic Committee, 87th Congress, 1st session, June 1 and 2, 1961, p. 16.*

69) *Ibid.*, p. 91.

70) *Ibid.*

ある。ところが第2表はこのような努力があまり行われていないことを示している。1961年中に連邦準備の5-10年長期債の保有は10.5億ドル増加しているが、それだけ増加しても、1961年末の構成比は7.7パーセントにすぎなかった。1961年末の10年以上の長期債は1パーセントにもみたなかった。これに対し1年未満の短期証券は24億ドル増加し、1960年末の構成比55.6パーセントは1961年末には61.1パーセントに高まった。1962年10月末の分布をみても、5年以上の長期債の保有額が増加していないことが明らかである。1961年末から1962年10月末にかけて、10年以上の長期債はさらに6,400万ドル減少して、全保有額の0.7パーセントになってしまった。これが「良心的に、誠心誠意、継続的な努力を行ってきた」実際の結果なのである。

第2表 連邦準備保有の政府証券の期限別分布

単位 100万ドル()は構成比

	1960年末	1961年末	1962年10月末
1年未満	15,223 (55.6)	17,650 (61.1)	17,491 (57.9)
1年~5年	10,711 (39.1)	8,737 (30.3)	10,183 (33.7)
5年~10年	1,179 (4.3)	2,227 (7.7)	2,325 (7.7)
10年以上	271 (1.0)	267 (0.9)	203 (0.7)
合計	27,384 (100.0)	28,881 (100.0)	30,201 (100.0)

資料: *Federal Reserve Bulletin*, December 1962, p. 1667.

1962年1月25日の両院合同経済委員会の公聴会で、経済諮問委員長のHellerが証言に喚問された時に、Proxmire上院議員は1962年1月3日現在の連邦準備保有の政府証券の期限別分布によって、短期証券が圧倒的に多く、長期債がきわめて少ないことを数字を挙げて指摘し、短期利率を高く維持し、長期利率を低くすることによって、国際収支問題と金融緩和の問題に対処する明白な政策が、連邦準備制度理事会になかったことを指摘した⁷¹⁾。これに対し、Hellerに代って答えたJames Tobinは、2つの時点の連邦準備の政府証券保有高を比較することによって、連邦準備がいかなる操作を行ったかを直接推論できないとのべ、その理由として連邦準備の保有高は公開市場操作ばかりでなく、財務省の借換え操作とも関係があるし、時の経過による期限の短縮も反映することを指摘した⁷²⁾。

しかしわれわれはさいわいなことに、連邦準備制度理事会の年次報告によって、1961年中の本来の公開市場売買による連邦準備銀行保有政府証券の変動と、その他の

71) *January 1962 Economic Report of the President. Hearings, op. cit.*, p. 67.

72) *Ibid.*, p. 68.

要因による変動とを区別できるので、それを示すと、第3表のとおりである。その他の要因は財務省の償還によ

第3表 1961年中の連邦準備保有政府証券の増減要因

単位: 100万ドル

	総買入額	総売上額	その他*	純増減
アウトライイト公開市場取引				
財務省証券	5,794	4,486	-1,015	293
その他の1年未満	600	1,474	3,218	2,344
1年~5年	1,923	97	-3,769	-1,943
5年~10年	660	...	389	1,049
10年以上	128	...	-133	-5
小計	9,105	6,057	-1,310	1,738
買戻し条件付取引	4,620	4,861		-241
合計	13,725	10,918	-1,310	1,497

資料: *48th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1961, 1962*, p. 132.

注: *は償還、交換および満期期限のシフト。(一)は保有額の減少を示す。

る減少と、交換もしくは時の経過による満期期限の振りかわりである。交換と時の経過による期限分布の振りかわりは、各期限別証券の増加額と減少額とが合計で一致し、相殺されるから、その他要因欄の小計13億1,000万ドルは財務省の償還による減少額だけを示すことになる。このうちの10億1,500万ドルは財務省証券の償還であり、残りも1年未満の短期証券に限られている。つぎに買戻し条件付取引であるが、これは連邦準備が短期間銀行準備金を供給したり、ディーラーに対する一時的な政府証券保有資金を供給するために、15日あるいはそれ以内の特定期間内にディーラーが証券を買戻すという条件の下に、ディーラーから短期政府証券を買入れる取引をいうのである。したがってここでの分析からは当然この買戻し条件付取引を除外し、公開市場でのアウトライイト取引のみに注目すればよいことになる。1961年中におけるアウトライイト取引による買入れ総額は91億ドルで、売上げ総額は約61億ドルである。この91億ドルにのぼる買入れ額のうち、5年-10年ものは6.6億ドル、10年以上が1.3億ドルで、長期債の買入れは合計7.9億ドルにすぎない。また1年未満の短期証券についてみると、その買入れ額は64億ドルで売上げ額の59億ドルを超過している。したがって公開市場で長期債を買入れ、長期利率を引下げながら、他方短期証券を売って短期利率を引上げるといふ努力を、連邦準備は実質的にはほとんど行わなかったといえる。結局、公開市場操作は専ら加盟銀行の準備金の増減のためにのみ終始し、金利構造に影響を与えるための努力はみせかけの、ほんの申しわけな

ものにすぎなかった。連邦準備は bills only 政策を形式的には捨てたが、bills only 政策を採用した時の精神は、その後も生かし続けたといわざるをえない。

4. 長期証券市場へ介入しなかった理由。ここで連邦準備が長期証券市場へ介入しなかった理由を、Martin 理事長の 1962 年 1 月 30 日の公聴会での証言から拾い出してみよう。

連邦準備の長期証券市場への介入は、長期利率を引下げのためではなくて、短期利率を引下げずに、銀行準備金を供給するためであったことは、つぎの Martin の言葉から明らかである。「連邦準備は銀行信用の拡張を可能ならしめるのに十分な準備金を供給したが、……準備制度は国際収支問題のために短期利率への影響を最少限にするような方法で、準備金を供給するようにつとめた。この目的のために連邦準備は 1961 年初期に短期証券と同様に、より長期の証券の買入れをも含ませるように公開市場操作の範囲を拡大した。……事情の許るす場合に短期証券の代りに長期証券を買入れることは少なくともこの買入れが利回りに与える直接的影響を短期証券市場から除き、より長期の分野に移すのに役立った。」⁷³⁾

また 5 年以上の長期証券市場へ介入しなかった理由として、Martin はすでにこの市場での公的買入れが、全体の取引の大きな部分をしめ、これ以上の介入は長期証券市場の自由を破壊するという証言を行った。Martin は連邦準備と財務省の公的買入れが、いかに大きいかを示すために、公的買入れのディーラー売り総額(ただしディーラー間の取引を除くに)対する比率をつぎのように挙げた。「1 年-5 年期限の発行債についてのこの割合は、1961 年間の平均で 9 パーセントであったが、ある月には公的買入れはこの分野のディーラー売りの 30 パーセントをこえた。5 年-10 年の分野では、その割合はその年間全体を通じて 20 パーセント以上に達し、3 月から 7 月に至る期間では総額の $33\frac{1}{3}$ パーセント以上であった。10 年以上の期限の証券については、公的買入れは、同年の全市場買入れの 30 パーセント以上に達し、大量の公的買入れの行われた第 2・4 半期においては、総買入れのほぼ 3 分の 2 をしめた。」⁷⁴⁾

Proxmire 上院議員は Martin の上の陳述と関連して、5 年以上の証券について、公的買入れが全取引の 20 パーセントをしめる場合に、それ以上の介入はその市場の自

由を破壊するとあなたは考えているようだが、それは正しいだろうかと Martin に質問した。これに対し Martin は「それは正しい。それは常に判断の問題である。」と答えた⁷⁵⁾。この Martin の答えに対して、Proxmire 上院議員はさらにつぎの 3 点を追求した。⁷⁶⁾ 第 1 に、長期債の金利引下げに関するかぎりでは、公的買入れの部分が大きければ、かえってそれだけ真に重要な役割を演ずることができると思われる。第 2 に、財務省が例えば 6 月と 9 月の間に長期証券を 10 億ドルも買い、また政府機関と信託基金に対し、長期証券の買入れを勧めたのに、連邦準備はその保有をわずか 6,300 万ドルしか増加しなかった。第 3 に、連邦準備は 1 年-5 年の証券の買入れに集中したが、住宅貸付への影響などから考えると、もっと長期の利率の引下げが必要ではないか。

第 1 と第 2 の点に対する Martin の答えは、「それらの信託勘定はより長期の理由から投資を行っている。わたくしの判断では長期市場を破壊することは、連邦準備が決してしてはならないことである。……われわれがその市場の取引の 33 パーセントにまで達した時に、われわれは限界点にまできてしまったとわたくしは思う。」⁷⁷⁾ と答え、第 3 の点については、われわれに関係があるのは資金の流れであって、金利を固定化することではない。長期市場における資金の流れという点からみれば、われわれは全く成功したという意味の答えをした⁷⁸⁾。

このような回答が両院合同経済委員会のメンバーたちを満足させるわけがなかった。同委員会がこの公聴会の後で書いた『1962 年 1 月大統領の経済報告に関する年次報告』では Martin の説明はつぎのように批判されている。「連邦準備がなぜ期限 1 年以上の証券をかくも少ししか入手せず、期限 10 年以上の証券をなにも入手しなかったか、という質問についての Martin 理事長の説明は、要するに、より長期の証券での市場取引は非常に底が浅いので、連邦準備は市場価格に影響すること——もちろんそれがこの提案のはじめからの目的であった——なしには、より多くの量を購入できなかったということであった。……政府証券市場における民間の売りに関する公式データがないから、連邦準備がこの目的のために断固たる努力をした場合に、一体どれだけの長期政府証券を買入れる十分な機会があったかの問題を評価することは困難である。ニュー・ヨークで連邦準備公開市場勘定と取引している 18 の公開市場ディーラーによる

73) *January 1962 Economic Report of the President. Hearings, op. cit., p. 177.*

74) *Ibid., p. 178.*

75) *Ibid., p. 201.*

76), 77), 78) *Ibid., p. 202.*

売りについての連邦準備の報告は、事実、政府証券の非常に大きな市場を示唆するであろうし、また市場性ある既発行政府証券が大量にあったことも確しかである。』⁷⁹⁾同報告はそれらの数字を掲げ、Martin 理事長は市場取引を小さくするために、その推計において公開市場ディーラー間の売りを除外しているとのべた。さらに、長期利率を引下げのための断固たる努力をすれば、より長期の証券を直接財務省から買入れることもできたという。現行法では連邦準備はいかなる時でも、50億ドルまでの証券を財務省から直接買入れ、それを保有する権限をもっているのに、1961年中はこの権限を使用しなかった。このように両院合同経済委員会は、連邦準備が長期利率の引下げに努力しなかったことを指摘し、bills only 政策の廃止がみせかけにすぎなかったことをつぎのように非難した。「昨年(1961)の年次報告で、われわれは bills only 政策の無条件の廃止を促した。その時われわれは貨幣当局が名ばかりの bills only の廃止を行うことを懸念した。1年後になって、われわれの懸念が十二分に正当であったことが実証された。われわれは失望と欲求不満を感じて、昨年のわれわれの勧告を繰返すだけである。』⁸⁰⁾1961年の年次報告では「連邦準備は国際収支バランスの許す最低の水準に金利を引下げのために、中央銀行が金利引下げのために正常的にとる措置を行うこと。それは長期利率に特別の圧力をかけることを意味する」⁸¹⁾ということが勧告されていたのである。

両院合同経済委員会の多数意見によると、連邦準備は国際収支問題の起きるずっと前から、金融引締め政策に対して根強い選好をもっていた。「1951年以降の貨幣政策は長期成長の観点からは経済の歯止めの役割を果たしてしまった。連邦準備は現在では国際収支問題を持出すことによって金融引締め政策を継続しようとしているようにみえる。かれらの議論は最初短期資金の流出を軽減するために、短期利率を相対的に高く保つというふうのべられていたが、実際には長期利率もまた同様に釣上げられた。』⁸²⁾このような観点から同委員会は貨幣政策に関し、bills only 政策の実質的廃止を含むいくつかの金融

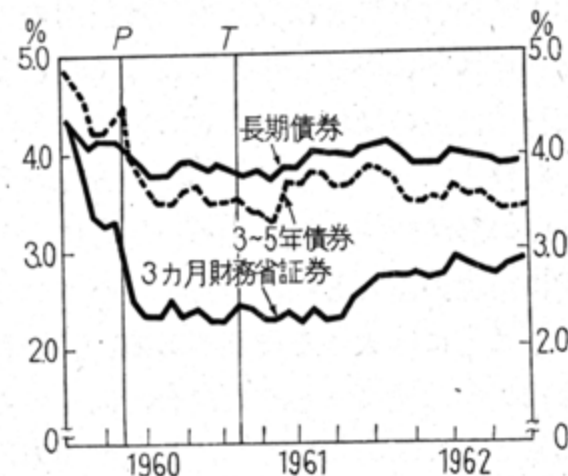
緩和政策を強く勧告した⁸³⁾。

1961年中は短期利率の引上げと長期利率の引下げという努力が、余り実を結ばなかったことは事実である。第1表にみられるように、短期資本の海外流出は、記録された分だけで14.7億ドルに達し、記録されない分を合すれば、20億ドル近くになる。したがって同年の国際収支赤字の24.6億ドルの大部分を占めることになる。他方1961年2月の景気の谷以降回復期に入ったとはいえ、失業率はいぜん高く、同年中は7パーセントに近かった。

1962年に入ると短期資本の流出は減少した。その原因として、(1)アメリカの短期利率の上昇、(2)外国の中央銀行による金利引上げとその他の国際金融上の協力、および(3)財務省と連邦準備の外国為替操作などを挙げることができる。財務省は1961年3月から外国為替操作に乗出し、連邦準備も1962年2月から、この操作を始めた⁸⁴⁾。これによって為替相場の投機にもとづく資金の移動は減少した。

1962年の景気回復は遅々とした足どりで進んだ。長期利率の上昇は抑えられ、他方短期利率は上昇していったので、第3図にみられるように短期利率と長期利率の幅は狭まった。景気回復期において長期利率と短期利率の幅が狭まるのは当然だが、通常それは長期利率の上昇よりも、短期利率の上昇が急激なことによってもたらされる。1962年はそれとは違った型を示している。この点

第3図 政府証券利回り, 1960—1962年



出所: Federal Reserve Bulletin, 各号。

は第4図の政府証券利回りの期限別構成をみると、いっそうはっきりする。1962年1月4日、5月21日および12月26日の3つの利回り曲線は、最短期の部分を除いて、順次下方へシフトしている。したがって最短期の部分を除けば、利回り曲線のシフトは、景気回復の過程に

83) Ibid., pp. 95-96参照。

84) "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations," *Monthly Review of Federal Reserve Bank of New York*, October 1962 参照。

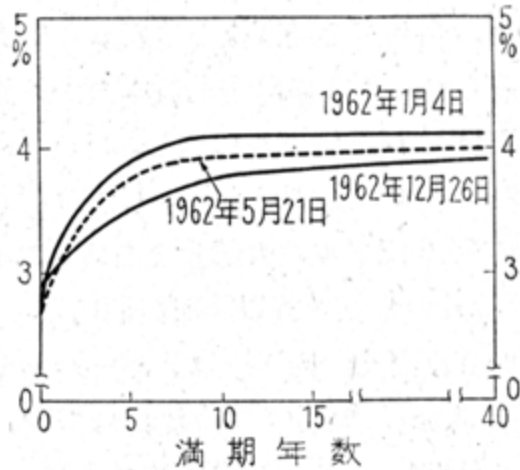
79) *Annual Report of the Joint Economic Committee on the January 1962 Economic Report of the President*, 1962, p. 20.

80) *Ibid.*, p. 26.

81) *Annual Report of the Joint Economic Committee on the January 1961 Economic Report of the President*, 1961, p. 38.

82) *Annual Report 1962, op. cit.*, p. 32.

第4図 政府証券利回りの期限別構成
1962年



出所: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January 1963, p. 11.

もかわらず、景気が後退しつつある時の様相を示している。他方最短期の利率は景気回復期の様相を軽度に表示している。したがって3つの曲線の上方への傾斜は1月から5月、それから12月にかけて、しだいに緩やかになっていることがわかる。ここに示した3つの曲線のそれぞれをとってみれば、景気の安定期における典型的なパターンを示しているが、3つの曲線のシフトをみる時、短期利率の引上げと長期利率の引下げが、1962年においてはある程度成功していることを知るのである。

VI 要約と結論

bills only 政策をめぐる論争点をしばってみると、貨幣当局は金利構造に影響を与える必要があるか否かの1点に帰着する。通常の場合には貨幣当局は信用のアベイラビリティとコストに影響を与えるだけでたりる。その意味では銀行準備金の操作に重点をおいて、公開市場操作を短期の財務省証券で行うことには十分な理由がある。

しかし1国の経済政策全般を眺めた場合に、金利構造の決定を常に市場の需要と供給の力にのみまかせておいてよいということには大きな疑問がある。長期利率と短期利率とは市場の裁定にまかせた場合、同一の方向に動く傾向のあることは認められるが、景気循環の局面によって、その動き方に違いがある。景気後退期のはじめにおいて、長期利率は短期利率の下落に遅れるし、景気後退が進んでも長期利率の下落の幅は狭い。したがって景気対策として長期利率をいっそうすみやかに、大幅に引下げたい場合がある。また戦後のアメリカの経験に照らしても、長期政府証券市場の脆弱性のために、長期債での国債借換えが難行したことがしばしばあったし、短期資本の流出を防ぐために、短期利率を意識的に高く保つ必要もあった。さらに国内および国外の政治上ならびに経済上の環境の変化から派生する証券市場の一時的混乱

を是正するために、政府証券価格と金利構造に直接手直しをする必要もあった。これらの必要はしばしば起ることではないかもしれない。しかし1国の経済政策としては、常にこのような例外的な場合にも対処できるだけの備えがあることが望ましい。

金利構造に直接影響を与えうるのは、財務省と連邦準備である。財務省は国債管理政策を通して、連邦準備は公開市場操作を通して金利構造に影響を与えることができる。連邦準備の公開市場操作は、財務省の国債管理政策に比べると、とりうる措置の迅速性と弾力性においてはるかに優っている。国債管理政策は長期的な観点からは、金利構造により大きな影響力をもっている。このように眺めると、連邦準備は貨幣と銀行信用の総量と金利水準だけを調節し、金利構造への影響は財務省にまかせるといえるように、はっきり職能を分けることはできない。金利構造への影響も無視できないとすれば、連邦準備はあらゆる期限付きの政府証券を操作対象となしうる態勢にあることが望ましい。したがって一般原則としては最短期の財務省証券を公開市場操作の対象として優先させ、状況に応じて、他の政府証券を操作対象となすべきである。連邦準備は公開市場操作を通して金利構造に影響を与えることができないという Riefler の意見は、正しい一面を指摘してはいるが、それは誇張にすぎる。

また Young と Yager は 1953 年春以降の連邦準備の公開市場政策は「bills 優先」政策と名づけられるべきものであったが、不適當にも bills only と名づけられたといった⁸⁵⁾。事実 1953 年の新措置が採用された時には、「preferably bills」という言葉が使用されていた。しかしそれは正確には「非常に短期の証券——すなわち優先的に (preferably) bills」⁸⁶⁾というのであって、bills を優先し、その他のすべての証券をも、場合によっては操作の対象とするという意味ではなかった。言葉の上ではともかく、その精神においては、bills only 政策と呼ぶ方がはるかにふさわしかったと思う。

連邦準備は bills only 政策を放棄した 1962 年 2 月以降において、金利構造に積極的に関与することが国家目的として要請されたにもかかわらず、金利構造への干渉は専ら財務省にまかせ、bills only の精神を生かし続けた。1950 年の Douglas 委員会報告や 1952 年の Patman 委員会報告で、連邦準備の独立性が認められたとはいえ、

85) Ralph A. Young and Charles A. Yager, *op. cit.*, p. 341.

86) 40th Annual Report of the Board of Governors [of the Federal Reserve System 1953, 1954, p. 89.

それは行政府と完全に切離しての独立性でないことがまた認識されねばならない。国債総額は約3,000億ドルで、財務省は常にその借換えにたずさわらなければならない。連邦準備と財務省は政府証券利回りという点で密接な関係をもっている。いまこの両者が別々の目的で、公開市場操作と国債管理政策を行ったらどういうことになるか。連邦準備は貨幣と銀行信用の総供給量を調節すればよいとし、公開市場操作の対象を財務省証券に限定するならば、それと同じように、財務省は国債の利子費用の負担軽減だけを目的として国債管理政策を行えばよいということになる。財務省にとっては国債の利子費用の軽減が、国債管理政策の目的にとって最優先順位を与えられるべきであるからである。国債利子は本年1月に発表された予算教書では1964会計年度について101億ドルが計上され、歳出総額の10パーセントに達している。財務省が利子費用の軽減という目的達成のために低金利政策を強行し、国債価格支持を連邦準備に強制した1951年3月以前の結果はどうであったか。その苦渋を味わったのが連邦準備であった。

貨幣政策も財政政策も今日では最も重要なただ1つの目的を達成すればよいというわけにはいかない。貨幣政策は信用のコストとアベイラビリティを調節するというのが主任務であるが、状況に応じては金利構造に関与したり、国債管理政策を援助するという副次的目的も無視することはできない。1951年3月の協定以前は財務省の圧力で、連邦準備は金利構造の維持という副目的のために、貨幣・信用量の統制という主目的を犠牲にせざるをえなかった。この苦い経験にかんがみて、連邦準備はbills only政策を採用し、主目的以外には目もくれないという態度をとった。財務省の国債借換え期間中はこれと関連のある証券を公開市場操作の対象としないということは、とりもなおさず財務省の国債管理政策には援助の手をさしのべないということにほかならない。Hansenは貨幣当局の職務の1つとして、財務省の証券発行の引受人として行動する義務のあることを指摘した⁸⁷⁾。

連邦準備は本来、貨幣・信用量の統制という主目的と、金利水準、金利構造の統制という副目的の間を振子が動くように、自由裁量によって、弾力的に動くべきであった。それが1951年3月以前は財務省の圧力で、この振

子が副目的の方に引寄せられた。連邦準備は1951年3月の協定によってこの振子を主目的に引戻すことに成功したが、引戻された振子はbills only政策によってそのまま固定された。bills only doctrineは、この固定化の理由づけであった。連邦準備はこの振子を手離したら、再び副目的の方に行ききりになるのではないかとおそれていた。もし1951年3月以前の釘付け政策がなかったならば、bills only政策はあらわれなかったと思われる。

連邦準備にとってはさいわいなことに、インフレ抑制を唱えて登場したアイゼンハワー政権が、その後8年間高金利政策を主潮としてきたので、bills only政策をとりつづけることができた。しかし経済成長に力点をおくケネディ政権の登場は、連邦準備をして状況の変化を悟らしめたにちがいない。bills onlyの廃止に積極的であったHellerが大統領諮問委員会の委員長に任命され、連邦準備にきわめて批判的であったTobinがその委員の1人に選ばれた。これらの人たちが金融緩和とbills onlyの廃止を要望してワシントンに乗込んだことは想像に難くない。これらの人たちも国際収支赤字のために金融緩和政策を思い切って実施できないことを知った。しかし短期資本の流出による国際収支赤字は、短期利率を高く保ち、一方景気回復策として長期利率を引下げるという金利構造に干渉せざるをえない政策を打出させた。これはbills onlyを廃止させる絶好の機会であった。学者の多くも同調した。連邦準備はここにおいてbills only政策を廃止した。しかし連邦準備にとっては、国際収支問題のために短期利率を上げるということが、金融緩和政策を強く押出さずにすむ絶好のいいわけとなった。

ケネディ大統領も過去2年の経験から、国際収支赤字に気をとられて、中途半端な成長政策を実施していたのでは、事態の改善しないことを知った。1962年末の失業率はいぜん5.6パーセントという高い水準にあった。ケインズを待つまでもなく、国際均衡達成のために国内均衡を犠牲にすることは愚かなことである。ケネディ大統領は本年1月に発表した年頭一般教書、予算教書および経済報告で、積極的な成長政策を行う決意を示した。また大統領は2月にMartin理事長を再任したが、連邦準備がケネディの成長政策にどのように同調するか、注目すべきところである。

〔伊東政吉〕

87) A. H. Hansen, *American Economy*, 1957 p. 63 参照。