

連邦準備の貨幣政策観の変遷

伊 東 政 吉

戦後のアメリカにおいては、金融政策に関して、いくつかの論争が生じ、連邦準備の貨幣政策観にも大きな影響を与えた。この論文は、戦後における連邦準備の貨幣政策観の変遷を、『連邦準備制度、目的と機能』の各版¹⁾によって跡づけようとする²⁾ものであり、貨幣政策の目的、手段および理論の3つに分けて考察する。

I 貨幣政策の目的

貨幣政策の究極的目的に関しては、連邦準備法では明確な規定がない。それらしいものをあえてあげれば、同法第12条Aの第3項に、「公開市場操作に適格と定めたすべての証券売買に関する時期、性質および数量は、商業および事業に対し資金を供給することを目的とし、かつ全国的一般信用状態に対するその影響を考慮して管理されるものとする。」³⁾という規定がある。この項目は、1933年6月13日の法律によってつけ加えられたものであり、その後1935年銀行法案の審議に際し、この項の改正が論議され、当時の連邦準備制度総裁 Marriner S. Eccles は「貨幣的措置と信用管理の範囲内で、できるだけ景気安定に資する条件を促進し、生産、取引、物価および雇用の一般水準の不安定な動揺を緩和する」⁴⁾ための権限を

連邦準備当局に与えるよう要請した。この要請は容れられなかったが、Eccles の要請から推測できるように、連邦準備は、『連邦準備制度』の初版が刊行された1939年のずっと前から、景気変動の緩和を自己の責任に入れていたことは疑いない。

1939年版では、連邦準備政策の目的は「他の機関と協力して、経済の安定に寄与すること」および「1国の生産設備の積極的かつ健全な使用、完全雇用および広く行きわたった福祉を反映する消費率に都合の良い貨幣的条件を維持することである。」(1939, p. 115)と規定されたが、1947年版では「インフレーションとデフレーションの防止に役立ち、かつ持続的な高雇用、安定的価値および消費水準の向上に都合の良い状態の達成に貢献すること」(1947, p. 1)と改められた。1947年版が安定的価値という表現で物価安定を明示的に導入したことと、完全雇用という言葉を持続的な高雇用に変えたことが注目される。さらに1954年版では成長目的が初めて、貨幣政策の目的につけ加えられた(1954, p. 1)。

1961年版になると、「連邦準備制度の機能は秩序ある経済成長とドルの安定に役立つような信用と貨幣の流れを促進することである」(1961, p. 1)とのべられ、貨幣政策の究極的目的が物価安定と経済成長であることが明らかにされた。1960年には国際収支赤字による金の流出が、経済問題としてクローズ・アップされていたにもかかわらず、この版では国際的考慮はなんらなされていない。

最新版の1963年版では、全面的に国際収支の問題に注意が払われ、国際収支と題する章(第8章)が新たに加えられたばかりでなく、連邦準備制度の機能として、上に引用したドルの安定の後

1) Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, 1st ed., May 1939; 2nd ed., November 1947; 3rd ed., April 1954; 4th ed., February 1961 and 5th ed., December 1963. この書物の引用は本文中に()で年次とページ数だけを示す。

2) この種の試みは、第4版までにつき、Lawrence S. Ritter, "Official Central Banking Theory in the United States, 1939-1961: Four Editions of the Federal Reserve System: Purposes and Functions," *Journal of Political Economy*, February 1962 によって行なわれており、この小論も Ritter の論文に負うところが大きい。

3) *The Federal Reserve Act as amended through December 31, 1956*, p. 42.

4) Marriner S. Eccles, *Beckoning Frontiers*, 1951, p. 228.

に、「わが国の国際収支の長期的均衡」という1句が追加された(1963, p. 1)。したがって経済成長、物価安定および国際収支の均衡が、現在の貨幣政策の3つの目的である。このように貨幣政策の目的が多くなると、目的相互間に矛盾する面が起りうる。たとえば、物価安定のための金融引締め政策は、総支出の減少を通して、多かれ少なかれ生産の減少を生ぜしめ、経済成長を阻害する。このような目的相互間に存在する矛盾と、それから派生する貨幣政策の限界については、1961年版まではほとんど考察されていない。しかし1963年版では経済成長のための低金利政策が、国際収支均衡の目的と矛盾する場合があることが認識され、貨幣政策の総合的運用が強調されている。物価安定と経済成長、ならびに経済成長と国際収支といった目的相互間に存在する矛盾を考慮すれば、総体的効果を狙う量的信用統制手段の限界は容易に理解されるのであって、真に貨幣政策の目的を達成させるためには、指示的效果を狙う質的、もしくは選択的信用統制手段を貨幣政策に盛り込む必要がある。アメリカでは質的信用統制手段としては、後述するように、株式証拠金率の操作による株式市場信用統制が行なわれているにすぎない。それゆえ、1963年版で強調されているように、現在の貨幣政策手段を総合的に運用することももちろん必要であるが、貨幣政策手段そのものを改善し、その範囲を拡げることも考慮すべきであろう。

上述したように、連邦準備制度の機能は、貨幣政策の諸目的を達成させるように、「信用と貨幣の流れを促進する」ことにあるとされているが、この場合の信用は銀行信用ではなく、総信用を意味している。ところが、連邦準備の統制範囲にあるものは、銀行信用であって、総信用ではない。この点は1961年版と1963年版でつぎのように説明されている。「連邦準備制度は銀行信用の流れを規制し、ひいては全体としての貨幣の流れと信用の流れに影響を与えることによって、ひとびとの経済的決定に影響を及ぼすのである。」(1961, p. 10 および 1963, p. 13)。この説明からわかるように、連邦準備は、貨幣や銀行信用だけが経済的決定に影響するのではなく、それらを含む総信用が経済

的決定に影響すると考えている。そこに Gurley-Shaw や Radcliffe 報告の影響をよみとることができるが、それならば、商業銀行だけを統制対象とする根拠は薄弱となり、Gurley-Shaw や金融機関委員会報告のように、銀行以外の金融機関をも、信用の供給機関として連邦準備の統制下に置く方が、より効果的に貨幣政策の目的を達成できることになろう。

II 貨幣政策の手段

量的統制手段としての、割引政策、支払準備率操作、および公開市場操作のうち、公開市場操作を除けば、連邦準備の見解は1939年版から1963年版まで、ほとんど変わっていない。

割引政策は、1939年版が発行された当時、既に量的信用統制手段としての重要性は薄れていた。それは、加盟銀行が多額の過剰準備を保有し、連邦準備への依存度が低かったためである。戦後も商業銀行は換金化し易い政府証券を多額に保有していたから、連邦準備への依存度は低く、割引政策の効果は、支払準備率操作と公開市場操作に比べて、重視されなかった。しかし1947年版と1954年版で、割引率の変更が連邦準備の政策の指針を示すものであるというシグナルの役割が強調され(1947, p. 26 および 1954, p. 36 参照)、それが経済界に与える心理的效果は大きいものと考えられた。ところが1961年版では、「ある事情の下では、割引率の変更は、連邦準備政策の方向のシフトを示すかもしれないが、それはまた単に割引率の市場利率への技術的調整」を示すかもしれない。したがって「割引率の変更を解釈する単純なルールがあるわけではない」(1961, pp. 46-47)とされ、シグナルとしての割引率の役割も後退した。これは連邦準備の割引率の操作態度に変化があったことを物語るものであって、割引政策は現在では量的統制手段として補助的役割を果たすにすぎない。

支払準備率操作についても、連邦準備の見解はあまり変わっていない。各版とも支払準備金が銀行信用の増減に対してもつて的役割と、そのメカニズムの説明に多くのページを費している。しかし支払準備率操作の政策的意義については、現在では公開市場操作ほど重視していない。支払準備

率操作は、公開市場操作ほど弾力的に運営しにくい事情があるからである(1961, p. 54 および 1963, p. 53 参照)。

支払準備率操作に関する戦後の論争点は、(1) 加盟銀行と非加盟銀行間の支払準備率の格差と、それに伴う不公平の問題、および(2) 加盟銀行の有期・貯蓄預金に法定支払準備率が課せられ、相互貯蓄銀行の貯蓄預金や貯蓄貸付組合の出資証券などに法定支払準備率が課せられていないことによる不公平の問題であった。第1の問題については、1961年版と63年版で、連邦準備は加盟銀行に課されている支払準備率が非加盟銀行の支払準備率よりも高かったことを考慮して、1950年代中に不況対策と関連して、加盟銀行の支払準備率の引下げに務めたことが指摘されている(1961, p. 55 および 1963, p. 54 参照)にすぎない。

第2の問題については、通貨信用委員会報告は商業銀行の有期・貯蓄預金に対する法定支払準備率の廃止を勧告し、金融機関委員会報告は、他の貯蓄機関の貯蓄性預金もしくは出資証券に法定支払準備率を課すことを勧告した⁵⁾。このように方法は異なるけれども、両報告のいずれもが、現在の不公平を除去することの必要性を認めているのである。しかるに、連邦準備はこれらの報告書の後で書かれた1963年版においても、この問題についてなんらふれていない。

戦後の金融政策の最大の論争点が、公開市場操作の目的と対象に関するものであったことを反映して、連邦準備の公開市場操作に関する見解は大きな変化を示している。戦後の公開市場政策論争は、戦時から戦後にかけて引続き行なわれていた政府証券の価格支持政策に端を発した。連邦準備がこの政策に最初は協調的であったことを、1947年版は示している。その版では「個人、会社、財団および保険会社を含めた貯蓄機関によって保有されている巨額の政府証券は、その価格が大幅に変動しないことが望ましい。」(1947, p. 110) と指摘され、また、金利が上昇すれば、当時年額50億ドルに達する国債利子費用が、いっそう増大する

5) 拙稿「アメリカの金融機関委員会報告について」『経済研究』第15巻第3号、1964年7月参照。

であろうということも指摘された(1947, p. 110)。このような観点から、連邦準備は戦後の初期においては、財務省の低金利による国債管理政策に同調していたが、戦後のインフレが激化するにつれて、政府証券の買支え操作が、金融引締め政策と矛盾することとなり、政府証券の価格支持政策を廃止すべく、財務省と争った。

結局、大論争の結果1951年3月4日に財務省と連邦準備の間に了解(accord)が成立し、政府証券価格支持政策は廃止されることが決定した。その後1952年11月に提出された『政府証券市場に関する特別小委員会報告』⁶⁾の勧告に基づいて、1953年3月に、いわゆる bills only 政策が公開市場委員会で採用された。bills only 政策というのは、公開市場政策の対象となる政府証券を最短期の3ヵ月財務省証券に限定する(ただし混乱した政府証券市場を是正する場合は別である)政策をいうのである。この政策の採用によって、1954年版の公開市場政策に関する敘述は大きく変わった。公開市場操作の目的に関しては、公開市場操作は加盟銀行の準備金に与える影響を通して、貨幣と銀行信用を調節するために行なわれるものであって、特定証券の利回り体系と価格体系を維持するものでないことが明らかにされた。政府証券の価格支持政策の行なわれていた時は、政府証券の存在は、貨幣政策の効果を阻害すると考えられていたが、1954年版では逆に政府証券の存在は貨幣政策の効果を強めるものと考えられている。Roosa doctrine の導入によって、1954年版では公開市場操作の効果が非常に強調されたが、bills only 政策を理論づけた bills only doctrine がこの版では積極的に展開されていない。bills only 政策の採用に関し、公開市場委員会の委員長の Martin 理事会長と、副委員長の Allan Sproul ニュー・ヨーク連銀総裁の間に激しい論争⁷⁾があり、その論争は bills only 政策採用後も続いた。このよう

6) Ad Hoc Subcommittee on the Government Securities Market, Report, November 12, 1952. この報告は当時公表されなかったが、後に *United States Monetary Policy: Recent Thinking and Experience, Hearings before the Subcommittee on Economic Stabilization, 1954* で発表された。

な事情が1954年版で bills only doctrine を前面に押し立てることを躊躇させたものと思われる。Martin-Sprout 論争を契機に、bills only 論争が全国的に広まり、その論争過程において、連邦準備側の意見も固まり、それが1958年の Riefler の論文と1960年の Young と Yager の論文になって現われた⁸⁾。

1961年版はこの2つの論文で展開された bills only doctrine を取入れて、7ページにわたって詳細な説明を行なった(1961, pp. 35-41)。その要点だけを列挙しておこう。(1) 公開市場操作の目的は銀行の準備ポジションを変えることに限定されるべきである。(2) bills only は政府証券市場の改善に役立つ。中期・長期部門への直接介入は真の需給関係をゆがめ、不当な予想を生ぜしめるから危険である。(3) 銀行準備金に及ぼす効果と、市場の代替および裁定の力が、あらゆる期限の証券に利回り上の影響を効果的に伝えるから、中・長期債による直接介入は必要でない。特に(4) 利子率の構造と水準の決定は民間の市場の力に委ねるべきことが強調された(1961, p. 122 参照)。

bills only doctrine が積極的に展開された1961年版は、2月に発行されたが、連邦準備にとって不幸なことに、この2月は bills only 政策の一時的廃止が決定された月であった⁹⁾。そこで第4版の第2刷が4月に刊行され、「1961年の初期に、国内経済とアメリカの国際収支に現われた状況にかんがみて、公開市場委員会は、より長期の証券で取引を行なう権限を与えた。」(1961, 2nd printing, p. 35) という言葉が挿入された。それとともに1961年版で初めて現われた bills only doctrine

の説明の中の重要な1節、すなわち政府証券市場の改善のためにも、bills only 政策が必要であることを主張する箇所(1961, 1st printing, pp. 40-41)が、わずか2ヵ月の運命で削除された。政府証券市場の改善は、『政府証券市場に関する特別小委員会報告』以来、bills only doctrine の1支柱であったが、その当時から最も強い批判にさらされていた¹⁰⁾。この点が第2刷で削除されたとはいえ、bills only に関する議論の大部分が未だ残されていたので、1961年版は、bills only 政策を廃止させるに至った国内の経済事情と国際収支の状況から判断して、大改訂を必要とした。それが、これまでの各版と違って、第5版が第4版のわずか2年10ヵ月後に連邦準備法制定50周年を機に、刊行された理由であると思われる。

1963年版では bills only 政策に関する大部分の説明がとうぜん削除され、公開市場操作の方法は、経済情勢の変化に応じて変わるものであり、短期資金流出に伴なう国際収支赤字の改善のために、bills only 政策を廃止し、中・長期債での公開市場操作を定期的に始めたことを明らかにした(1963, p. 33 参照)。また1961年版の最少限介入を説明した言葉、すなわち「貨幣政策の運営は、銀行準備金を供給する過程で基本的な市場機能に干渉する程度を最少限にするよう意図されることが重要である。」(1961, p. 36, 傍点は筆者) という文章の中の傍点を付した言葉が、「市場機能をできるだけ損わないような仕方です。」(1963, p. 35) という言葉に置きかえられ、表現が緩められた。

選択的信用統制のうち株式証拠金率の操作による株式市場信用統制は、初版以降一貫してその意義が高く評価されている。1939年版では「株式証拠金率によって、商工業に必要な信用量を制限することなく、あるいはそのコストを高めることなしに、株式市場投機のための銀行資金の使用を制限することができる。」(1939, p. 112) とのべられている。「もし一般的な政策手段をこのような特殊な目的のために使用し、かつその効果を挙げよう

7) 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(金融学会編『金融論選集』第6巻、1959年に再録)参照。

8) Winfield W. Riefler, "Open Market Operations in Long-Term Securities," *Federal Reserve Bulletin*, November 1958 および Ralph A. Young and Charles A. Yager, "The Economics of 'Bills Preferably'," *Quarterly Journal of Economics*, August 1960.

9) bills only 政策の一時的廃止を決定した2月7日の公開市場委員会の決議は、3週間ごとに開かれた同委員会の会議でその都度更新され、12月19日の会議で恒久的廃止が決定した。

10) 拙稿「Bills Only 政策と金利構造」『経済研究』第14巻第2号、1963年4月(金融学会編『金融論選集』第11巻、1964年に再録) pp. 146-148 参照。

とすれば、必ずや経済に対し、望まぬ広汎な影響を及ぼすことになる。」(1961, p. 61 および 1963, p. 61)。

同じ理由は消費者信用統制にもあてはまるはずであるが、消費者信用統制は 1947 年版で取上げられているにすぎない。1947 年版は消費者賦払信用が景気変動を激化させる要因であることを指摘し、したがってブーム期に賦払信用の条件を引締め、不況時にそれを緩め、賦払購入を調整することの意義を高く評価している。「このような調整は連邦準備政策の主目的を支持しうるものであることは多くの人によって信ぜられている」(1947, p. 46) はずなのに、連邦準備そのものがその後の各版でなんら関心を示していない。

以上のべてきた貨幣政策の諸手段のうちで現在連邦準備が最も重視しているのは、弾力的に運営できる公開市場操作であるが、1963 年版では貨幣政策の目的に国際収支の長期的均衡がつけ加えられたことを反映して、貨幣政策手段の総合的運用がつきのごとく強調されている。「準備制度は国内の経済活動と国際収支の双方に関する目的達成のため、貨幣的手段を適用する際は、総合的に使用する。国内の経済拡張のために準備金を供給する公開市場操作は、利子率、特に短期利率に下降圧力を課すかもしれない。この下降圧力は、ついでこの国からの資本の流出に導くかもしれない。もしこのような流出がアメリカの国際収支の赤字を増加させたり、あるいは大きな不安定的な投機的圧力を生ぜしめるおそれのある時に生ずるならば、貨幣的手段の使用は、この流出を斟酌して総合的に適用されなければならない。」(1963, pp. 60-61)。連邦準備は 1962 年以降、財務省とともに外国為替操作を行なうことによって、国際収支問題に直接対処している(1963, pp. 160-163 参照)。

III 貨幣政策の理論

貨幣政策がその効果を発揮するプロセスの分析を貨幣政策の理論と名づければ、1939 年版と 1947 年版では、貨幣政策の理論と名づけるに値する分析は見当らない。1954 年版において、貨幣数量説やケインズ学説と異なった第 3 の理論ともいべき availability doctrine が導入された。そ

れは Robert V. Roosa によって強調された¹¹⁾ので、Roosa doctrine とも呼ばれた。この理論の特色は Tobin の言葉を借りれば、「貨幣統制は信用のコストの上昇を通してよりも、信用のアベイラビリティを制限することを通して、また借手の反応を通してよりは、貸手への制限を通してより多く作用する」¹²⁾ことを強調した点にある。その特色を 1954 年版によって、連邦準備の金融引締め効果についてのべよう。

連邦準備が公開市場買操作によって、加盟銀行の準備金の 1 部を吸収し、銀行信用の拡張を抑えようとする。この場合銀行は追加的準備金の獲得のために、連邦準備の割引窓口に向うかもしれない。しかし銀行の借入回避態度と、金融引締め政策の 1 環として行なわれる割引率の引上げによって、加盟銀行の連邦準備銀行借入は部分的に増加するにすぎない。他の資金は、まず短期政府証券の売却によって賄われるであろう。しかしその証券が連邦準備銀行によって購入されないかぎり、他の銀行の準備金の減少を伴うから、銀行全体の準備金を増加させることはできず、したがって貸付資金の総供給、すなわち貸付と投資の拡張を生ぜしめることはできない。また短期証券の売却は、やがて銀行の流動性を涸渇させるから、銀行はしだいに短期証券の保有額をそれ以上減らすことを躊躇するようになる。銀行はまたより長期の証券を売ることも躊躇する。なぜならば、短期利率の上昇は、長期利率の上昇をもたらし、長期証券の資本価値の低下を生ぜしめるからである。「多くの銀行は証券を損をして売ることをためらう。潜在的損失が大きくなるにつれて、この躊躇はより深まる」(1954, pp. 126-127)。さらに短期証券の利回りの上昇は信用の前途に関し不確実性を生ぜしめるから、銀行はその流動性を守り、貸付けのための証券の売却をやめる(1954, p. 127)。

利子率の上昇→証券の資本価値の減少→証券売

11) Robert V. Roosa, "Interest Rates and the Central Bank," *Money, Trade and Economic Growth: In Honor of John H. Williams*, 1951.

12) James Tobin, "A New Theory of Credit Control: The Availability Thesis," L. S. Ritter ed., *Money and Economic Activity*, 2nd ed., 1961, p. 168.

却の躊躇→貸出抑制(信用割当), このような1連の関係が availability doctrine の特色であり, このうち潜在的資本損失による証券売却の躊躇が lock-in effect と呼ばれ, availability doctrine の本質的部分を構成する。lock-in effect は商業銀行だけにとどまらず, 銀行外金融機関についても生ずる。特に生命保険会社のような長期証券の保有分の多い金融機関について, その効果は大きいと考えられた。なぜなら長期証券の市場価値の低落の度合は短期証券よりも大きいからである(1954, p. 129 参照)。lock-in effect によって商業銀行とその他の金融機関の貸出と投資は抑制されるから, これらの機関は信用供与に際し, 選択の基準を引上げ, 信用の割当てを行なうようになる(1954, p. 128 参照)。このように, 1954 年版では, availability doctrine の導入によって, それまで金融引締め政策を阻害する要因と考えられていた政府証券と, 銀行外金融機関が, 逆に金融引締め政策の効果を強める要因と考えられた。

しかし1961年版と1963年版においては, その後の availability doctrine に対する批判の影響を受けて, 貨幣政策の金融引締め効果を, 1954年版ほど楽観的にみていない。商業銀行から銀行外投資家へ短期証券が売られても, それは銀行信用の拡張をもたらさないという1954年版の主張は, 1961年版ではつぎのように修正されている。利回りが魅力的となった証券を購入するために, 「銀行外投資家は一時的に遊休預金を使用するかもしれない。あるいは, かれらは経常支払のために保有される現金残高の節約を図ろうとさえするかもしれない。銀行が他の投資家に短期証券を売却し, その代金を貸出にあてる場合, 預金の所有者は遊休資金の保有者から, 借手——支出者であり, ほどなく借入金を支出する——へと移転するであろう。このような事態が起る限りにおいて, 既存の預金の流通速度は増加するであろう。この過程において〔銀行の準備総額と信用・預金総額は増加しないが〕貨幣取引量は, 既存の貨幣供給量がより活潑に使用されるにつれて増大する。」(1961, p. 127 および 1963, p. 131. 1963 は〔 〕内を削除)

また金融引締め政策が信用の前途にもたらす不

確実性効果は, 1961年版以降では叙述がなく, lock-in effect については, 批判者の影響を受けて, その効果につぎのような制限をつけている。「銀行は, ある程度その保有証券について考えられる潜在的な資本損失に影響され, 損失を蒙りつつ証券を売却することを躊躇する。しかしながら, この場合, 所得税の考慮¹³⁾や, 厳密な収益計算を行なえば¹⁴⁾, このような損失が継続的な証券売却に及ぼす阻止的效果が弱められ, あるいは無効になることさえあるかもしれない。」(1961, pp. 127-128 および 1963, p. 131)。

lock-in effect の評価の後退は, 銀行外金融機関に及ぼす金融引締め政策の効果に対する評価をも変えた。1954年版が主として lock-in effect に依頼して, これらの機関にも金融引締め政策の効果がよく浸透すると考えていたのに対し, 1961年版と1963年版では, 引締め政策の効果を相殺する面の方がむしろ強調された。たとえば「信用市場の拡大と金融仲介機関の増加は, 借手にとって利用可能な信用の源泉を増加させ, 供給側の競争を強め, 加速度的な信用拡張の潜勢力を増大させる。」(1961, p. 104, 同様な主張は1963, p. 106) とのべられ, また「金利の上昇が金利稼得資産への選好を高める限りでは, さもなくば遊休残高として止まったであろう資金の1部から, ある程度の利用可能な信用の追加的な流れを生み出すこともある。このような利用可能な信用の流れの増加は, ある程度インフレ抑制のための貨幣政策の信用抑制的效果を相殺することになる。」(1961, p. 133, 同様な主張は1963, p. 135) とのべられている。

しかし他面, 銀行外金融機関の活動による貨幣の流通速度の上昇には限度があることを指摘している。その理由はつぎのとおりである。(1) これらの機関が公衆をして現金保有を節約させるために提供できる利子率の上昇には限度がある。(2) 金融引締めが行なわれるようなブーム期には, 所

13) この点については Samuel B. Chase Jr., "The Lock-In Effect: Bank Reactions to Securities," *Ibid.*, p. 173 参照。

14) この点については Warren L. Smith, "On the Effectiveness of Monetary Policy," *American Economic Review*, September 1956, p. 591 参照。

得の上昇に伴う取引用現金の必要性も増加するから、既存の貨幣保有額を節約することがしだいに不便となる(1963, pp. 135-136 参照)。したがって「多くの経済学者はこのような状況における流通速度の上昇は明瞭な限界に近づくものと信じている。」(1961, p. 132 および 1963, pp. 135-136)。しかし L. S. Ritter が 1946 年から 1962 年にかけて 4 半期別データで貨幣の所得速度(GNP/M)を図示しているところによると、その上昇トレンドはきわめて顕著であり、1946 年の第 1・4 半期の年率 1.93 から 1962 年の第 4・4 半期の 3.87 へとちょうど 2 倍になっている¹⁵⁾。戦後におけるこの上昇トレンドがどこまで続き、どこで頭打ちになるかは全く予測できない。それだからこそ、「当面の貨幣操作の決定に際し、貨幣の流通速度について綿密な関心を払い、かつその強さを注意深く評量することは、貨幣当局に課せられた当然の義務となる」(1961, p. 132 および 1963, p. 136)のである。

1961 年版以降の Roosa doctrine の後退は、連邦準備をしていっそう Gurley-Shaw 理論や、Radcliffe 報告に近づかせたように見える。銀行外金融機関の発展は、貨幣近似資産を増加させたが、「これらの資産は程度の差こそあれ、高度の流動性を有するから、……貨幣近似資産の保有額が増大すると、若干の現金保有とあいまって個々の消費者や企業の支出決定により大きな自由裁量の余地を与えることになる。」(1961, p. 131 および 1963, p. 134)。「経済全体としてみれば、これらの資産の大小は、支出に影響し、その結果経済活動水準に影響を与えるということが出来る。」(1961, p. 131)。連邦準備の見解がここまで Radcliffe 報告や、Gurley-Shaw 理論に近づいた以上、銀行外金融機関の統制の問題を真剣に検討すべき段階に達したと思われる。

1963 年版で初めて取上げられた国際収支の問題については、第 8 章で貨幣政策との関係がつきのようにのべられている。貨幣政策は国内の価格安定を継続的に促進することにより、国際競争の

立場を改善するのに役立つ。また貨幣政策は利子率と信用のアベイラビリティに及ぼす影響を通して、アメリカと諸外国間の資本の流れに影響する。それゆえ、連邦準備は 1958 年から 1963 年にかけて、物価水準の安定を損うかもしれないような銀行信用と貨幣の大幅な膨脹を避けようと努めたし、また国内の拡張力を強めるのに役立つように銀行準備金を銀行に供与する際に、それが短期利率に下降圧力をなすだけ与えないような仕方で行なうことに務めた(1963, pp. 158-159 参照)。

さらに 1963 年版で新たに加えられた第 15 章公開市場政策のプロセスの中で、連邦準備が貨幣政策を作成する上での複雑さがのべられている。貨幣政策を決定するための「判断は国内の経済・信用状況、国際収支に生じているフローおよび世界経済一般に影響しつつある主要な諸力に関するすべての関係資料を十分分析することが必要である。したがって連邦準備が政策決定に到達する際には多面的な指針を考慮する。これらは産出高、雇用、平均物価および国際収支に関する究極的ゴールから、銀行準備金のアベイラビリティのような、より直接的な目的にわたっている。」(1963, p. 237)。「もし産出高、雇用および国際収支の最適状態の継続的実現を保証するような単純な統計的基準——たとえば貨幣供給の特定の成長率とか、あるいは利子率の特定水準——があれば、準備制度の政策決定は、より容易になるであろう。」(1963, p. 237)。しかし連邦準備の見解によればそのような政策指針となる単純な基準は、経験からも経済理論からも見当らないのである(*ibid.*)。ここに Friedman, Warburton および Shaw の安定的貨幣成長論に対する批判があり、連邦準備制度の貨幣政策決定の態度がよく現われている。いろいろの国内および国外の動向を判断することは、データの不十分さ、データの解釈の相違、あるいは貨幣政策が効果を発揮するまでの time lag の存在のために容易な仕事ではない。したがって連邦準備政策は step by step の弾力的運営が望ましく、その意味でも公開市場操作が、貨幣政策の先頭に立つべきであるというのが、連邦準備の最も新しい見解である(1963, pp. 238-239 参照)。

15) Lawrence S. Ritter, *The Role of Money in Keynesian Theory*, "Deane Carson ed., *Banking and Monetary Studies*, 1963, pp. 148-149.