

アメリカのインフレと財政金融政策

伊 東 政 吉

アメリカはここ数年、インフレーション、高失業、国際収支赤字という三重苦に悩み続けた。この三重苦は相互に関連しているが、その源泉となったものは、1965年以降のインフレーションであった。三重苦のうち、国際収支赤字は1950年代からの慢性的現象であるとはいえ、最近、従来黒字であった貿易収支が赤字に転じたことによって、いっそう悪化している。貿易収支の赤字転落の一因として、インフレーションがアメリカ商品の国際競争力を弱めていることを指摘できる。

この小論は1965年以降のアメリカのインフレーションの原因を探るとともに、インフレ抑制のためにとられた財政金融政策の効果をあとづけることを目的としている。

拡張的財政政策とインフレ

1965年以降のインフレーションは、ケネディ＝ジョンソン民主党政権の経済政策に関係するところが大きい。同政権下では、ニュー・エコノミックスに裏づけられた経済成長政策が実施され、アメリカ経済は1961年2月の景気の谷から回復し、1968年まで長期繁栄を続けた。失業率は1961年平均の6.7%から1968年平均の3.8%に低下し、この8年間のGNPの実質成長率は5.2%ときわめて高かった。高度成長がインフレを伴いやすいという点では、アメリカも例外ではない。アメリカのインフレは、完全雇用水準が到達された1966年以降において顕著となった。ニュー・エコノミックスに批判的である人びとは、ニュー・エコノミックスにもとづく経済政策はインフレ・バイアスをもっているから、1966年以降のインフレーションは、その当然の政策的帰結であるという。そこでニュー・エコノミックスの経済政策観の特徴をのべておこう。

ニュー・エコノミックスの経済政策を推進するうえで、最も貢献したのは、ケネディ政権下の初代の大統領経済諮問委員会(以下CEAと略す)のメンバーすなわち委員長ヘラー(Walter W. Heller)、ゴードン(Kermit Gordon)およびトービン(James Tobin)である。かれらの経済政策観は、1961年3月6日の両院合同経済委員会の公聴会で提示されたステートメント¹⁾で明らかにされた。

CEAによれば、適度の物価安定と両立する完全雇用目標は失業率4%であり²⁾、この失業率のもとでのアメリカ経済の潜在成長率は3.5%である³⁾。すなわち労働力人口の1年当り増加率が1.5%であり、労働の生産性の増加率が2%である。1955年央の実際のGNPの値は、4%の失業率を伴っていたので、これが潜在的GNPの値と同一視され、これを始発点として3.5%の成長線を描くことによって、その前後のGNPの潜在値が推計された。このGNPの潜在値と実際値の差がGNPギャップであり、GNPギャップは需要不足によって生ずるから、経済政策の最大の目標

1) "The American Economy in 1961: Problems and Policies: Statement of the Council of Economic Advisers before the Joint Economic Committee, March 6, 1961," U. S. Congress, Joint Economic Committee, *January 1961 Economic Report of the President and the Economic Situation and Outlook*, Hearings, 87th Cong., 1st Sess., 1961, pp. 310-392. なお Walter W. Heller, *New Dimensions of Political Economy*, 1966 および James Tobin, *The Intellectual Revolution in U. S. Economic Policy-Making*, 1966 はニュー・エコノミックスの経済政策観の特徴をよく説明している。

2) *Economic Report of the President*, 1962, p. 46.

3) この当初の潜在成長率はその後労働の生産性の増加と労働力人口の増加を反映して、逐次引き上げられている。

はこのギャップを閉ざすように需要を喚起することでなければならぬ。この政策観の最も特徴的な点は、景気上昇期においても GNP ギャップが存在するかぎり、拡張政策を続ける必要があるということである。

これを財政政策についてみよう。景気上昇期において実際の GNP が増加してくるにつれて、累進税率によって税収は GNP の増加率以上に増加するから、政府支出を増加させるか、減税を行なわないかぎり、財政黒字が増加し、政府貯蓄は増加する。それゆえ民間支出が増加し、政府貯蓄の増加を相殺しないかぎり、GNP は減少してしまう。いいかえれば、GNP の上昇は税収の増加を通じて GNP の上昇を阻止する効果をもつ。これが fiscal drag である。したがって GNP の水準が潜在的 GNP の水準に向って上昇していくにつれて、fiscal drag が作用し、GNP ギャップは閉ざされにくい。この GNP ギャップを閉ざすためには、GNP の上昇につれて減税を行なうか、政府支出を増加するか、あるいはその双方を同時に行なうことによって、fiscal dividend を民間経済に与える必要がある。ここに景気上昇期における赤字財政の必要性がみられる。

民主党政権はニュー・エコノミックスの財政政策観にもとづいて、大規模な減税政策を実施した。減税措置として最初に実現したのは、1962年の減価償却促進措置と投資税控除制度であり、次いで1963年1月にケネディ大統領によって提案され、ジョンソン政権下で1964年歳入法で実現した法人所得税と個人所得税の大幅減税である。減税が完全に有効になった1965年には減税総額は150億ドルといわれ、これが消費と投資需要を増加させる効果は、乗数効果によってさらに拡大される。オーカン(Arthur Okun)の計算によれば、乗数効果が終る最終結果では、減税によるGNPの増加は年率362億ドルに達する⁴⁾。

減税が民間需要に及ぼした刺激的效果は顕著であったので、1965年に入って失業率は5%を下

回り、250億ドルないし300億ドルあったGNPギャップは1965年上半期には110億ドル(1958年価格)に縮まった。拡張的な財政政策によって、1965年央までは物価上昇を伴うことなしに、アメリカ経済は順調に完全雇用に向って前進して行った。1961年に設定された失業率4%という完全雇用の中間目標は1966年1月に達成された。

失業率が低下し、GNPギャップが狭まってくるにつれて、物価上昇は生じやすい。アメリカのインフレーションの性格については、すでに1950年代において賃金プッシュ・インフレーションや管理価格インフレーションの存在が注目されていたから、CEAは経済成長政策を推進するに当たって、賃金、物価の上昇を抑える必要を痛感していた。アイゼンハワー政権下において景気上昇が短命に終わったのも、失業率の低下が完全雇用水準に到達しないうちに物価上昇が生じ、政府は引き締め政策に転換したからにほかならない。

ケネディ時代のCEAが、物価対策として案出したのが賃金・価格ガイドポストであり、その要点は賃金の上昇を労働の生産性の上昇に見合わせようとするものである。

アメリカ経済は1965年を境にし、減税政策による民間需要のおう盛と、ベトナム軍事支出の増大によって景気は過熱化し、インフレへ向かった。第1表に示されているように、卸売物価は1960年から1964年までは安定していたが、1965年に

第1表 物価、GNP成長率および失業率

	卸売物価 1967=100	消費者物価 1967=100	GNP デフレーター 1958=100	GNP 成長率%		失業率 %
				名目	実質	
1960	94.9 (0.1)	88.7(1.6)	103.3(1.7)	4.1	6.4	5.5
1961	94.5(-0.4)	89.6(1.0)	104.6(1.3)	3.3	2.5	6.7
1962	94.8 (0.3)	90.6(1.1)	105.8(1.1)	7.7	2.0	5.5
1963	94.5(-0.3)	91.7(1.2)	107.2(1.3)	5.4	6.6	5.7
1964	94.7 (0.2)	92.9(1.3)	108.9(1.5)	7.1	4.0	5.2
1965	96.6 (2.0)	94.5(1.7)	110.9(1.9)	8.3	6.3	4.5
1966	99.8 (3.3)	97.2(2.9)	113.9(2.7)	9.5	6.5	3.8
1967	100.0 (0.2)	100.0(2.9)	117.6(3.2)	5.9	2.6	3.8
1968	102.5 (2.5)	104.2(4.2)	122.3(4.0)	8.9	4.7	3.6
1969	106.5 (3.9)	109.8(5.4)	128.2(4.8)	7.6	2.7	3.5
1970	110.4 (3.7)	116.3(5.9)	135.2(5.5)	5.0	-0.5	4.9
1971	113.9 (3.2)	121.3(4.3)	141.6(4.7)	7.6	2.7	5.9
1972	119.1 (4.6)	125.3(3.3)	145.9(3.0)	9.7	6.5	5.6

資料: *Economic Report of the President, January 1973, Statistical Tables.*

注: ()は増加率, %。

4) Arthur Okun, "Measuring the Impact of the 1964 Tax Reduction," Walter W. Heller ed., *Perspective on Economic Growth*, 1968, pp. 44-45.

なって年率2%の上昇を示し、1966年には3.3%も上昇した。消費者物価は1964年までは年率1.0~1.6%の上昇であったが、1965年に1.7%、1966年には2.9%の上昇を示した。GNPデフレーターは消費者物価の動きに類似している。

アメリカのインフレーションは1965年下半期に生じ、1966年において顕著になってきた。これは第1表の失業率の低下と対応しているのもあって、1966年の失業率は完全雇用目標の4%を下回って、平均3.8%となっている。1966年はGNPの実際値が潜在値を上回り、明らかに超過需要の状態を示している。

インフレ対策の遅れ

1965年において完全雇用が近づきつれて、マーチン(William McC Martin)連邦準備制度理事会(FRB)議長はインフレの危険を警告し、引き締め政策に転じるべきことを示唆していたが⁵⁾、FRBは1965年12月5日に割引率を4%から4.5%へ引き上げることを決定した。この決定は政府の期待を裏切るものであった。ジョンソン大統領はFRBの決定に直ちに遺憾の意を表し、「わたくしの見解および財務長官とCEAの見解は、利子率に関する決定は、政府の予算とベトナムに関する決定の性格と影響が知られる1月に、協調的な政策決定とならねばならない、ということである。」⁶⁾とのべた。またファウラー財務長官も金融引き締め措置によって利子率の上昇を生ぜしめることは、時期尚早であり、賢明ではないと反対していた。

1966年の年頭では、アメリカ経済がインフレーションの危険にさらされていることを否定したジョンソン大統領も、1966年に物価上昇が進むにつれて、インフレ抑制の必要を感じるようになった。1966年9月にジョンソン大統領はインフレ抑制の財政措置として、不急な連邦政府の経費削減と、

投資税控除制度と減価償却促進措置を1968年1月1日まで停止することを決定した。

それまではインフレ抑制はもっぱら金融政策にまかせられてきたので、市中金利は高騰し、後に1966 credit crunchと呼ばれる金融逼迫状態が生じた。これは貨幣供給の変化率にもよくあらわれている。第2表で示されているように、1966年第III、第IV 4半期の M_1 (銀行外通貨+調整済み要求払預金)はほとんど増加していないし、 M_2 (M_1 +大口CDを除く商業銀行定期預金)についても、下半期の伸び率は上半期のそれよりも半減している。

ジョンソン大統領は1966年のインフレの進行をみて、1967年年頭教書で、法人、個人所得税に対する6%付加税を提案した。しかし1967年第I 4半期にミニリセッションが生じ、実質GNPが年率で0.9%減少したので、大統領の付加税提案は議会で見送られ、逆に3月には投資税控除制度と減価償却促進措置が復活した。

このような経過をたどっているうちに、アメリカ経済は1967年第II 4半期に入って再び上昇に向い、第III 4半期では景気は過熱化した。そこで政府は8月始めに付加税の制定を再度強く要請した。要請された付加税率は6%から10%へ引き上げられた。この増税案は、増税よりも支出削減を優先すべきであるとする議会の抵抗にあい、1967年中は実現しなかった。1968年1月に3度目の大統領の付加税提案が行なわれ、1968年6月に支出削減と抱き合わせで、やっと1968年歳入歳出抑制法として成立した。増税案が最初に提案されてから、成立するまでに実に1年5ヵ月経過している。この実施上の遅れは物価上昇に決定的な影響を与えた。

民主党政権がその在任中に、景気過熱とインフレーションを抑止できなかった責は、この政策の時間的遅れに帰せしめるべき点が多い。もし増税措置が1967年8月頃までに成立していたら、アメリカ経済はかなり異なった推移を示したであろうと考えられるからである。しかしニュー・エコノミックスの信奉者であるCEAのメンバーを始め、財務長官、予算局長等、ジョンソン政権下の

5) William McC Martin, "Does Monetary History Repeat Itself?" in Dean Carson ed., *Money and Finance: Readings in Theory, Policy, and Institutions*, 1966 をみよ。

6) *Public Papers of the President of the United States: Lyndon B. Johnson, 1965, 1966*, vol. 2, p. 1137.

第2表 貨幣供給、GNP および物価の変化率
(年率, %)

	貨幣供給		GNP		物 価		
	M ₁	M ₂	時価	1958年 価格	GNP デフレーター	卸 売	消費者
1965 I	2.7	8.1	11.0	8.9	2.2	2.0	0.7
II	3.2	6.4	7.8	5.9	1.8	4.0	2.9
III	4.6	8.1	9.1	7.9	1.1	2.7	1.5
IV	6.7	10.6	10.9	9.1	1.8	2.7	2.2
1966 I	6.3	8.4	11.0	7.9	3.2	5.8	2.9
II	4.8	7.2	7.6	3.6	3.9	1.9	4.3
III	-0.7	3.9	6.8	3.2	3.6	4.2	3.6
IV	0.5	3.7	7.8	4.8	3.0	-2.6	3.2
1967 I	4.1	7.6	1.9	-0.9	2.8	0	0.7
II	5.9	10.4	5.3	3.0	2.2	-0.8	2.8
III	8.9	11.7	8.6	4.4	4.0	1.9	4.2
IV	5.6	8.3	7.7	2.8	4.6	0.4	3.4
1968 I	5.2	6.9	9.2	5.4	3.6	5.3	4.1
II	7.6	7.7	11.7	7.5	3.9	2.6	4.7
III	8.3	8.9	8.6	4.0	4.3	3.0	5.0
IV	7.9	11.2	7.1	2.4	4.6	0.7	4.6
1969 I	7.4	8.0	7.7	3.4	4.2	6.2	4.9
II	4.9	4.3	7.5	1.9	5.5	5.0	6.7
III	2.3	0.1	8.2	1.9	6.1	2.8	5.7
IV	2.1	1.2	3.1	-2.3	5.5	4.2	5.6
1970 I	4.4	1.7	3.9	-2.5	6.5	5.9	6.1
II	6.6	7.7	5.9	1.5	4.3	1.7	6.3
III	5.4	10.2	6.1	2.0	4.0	2.7	4.5
IV	5.9	10.1	1.4	-4.8	6.5	0.7	5.3
1971 I	6.3	13.7	14.3	8.0	5.9	5.4	2.9
II	11.2	14.8	7.9	3.4	4.4	4.4	4.6
III	7.1	8.2	5.4	2.5	2.9	3.3	4.0
IV	2.2	7.4	8.3	6.7	1.5	0.3	2.3
1972 I	5.3	11.1	11.5	6.4	5.1	7.9	3.3
II	8.5	9.9	10.9	9.1	1.8	4.1	3.2
III	7.9	10.3	8.6	6.4	2.4	5.8	3.5
IV	7.2	9.5	10.9	8.2	2.7	4.3	3.5

資料: 貨幣供給は "Revision of the Money Stock Measures and Member Bank Reserves and Deposits," *Federal Reserve Bulletin*, Feb. 1973, pp. 61-79. GNP と GNP デフレーターは商務省発表。卸売物価と消費者物価は労働省労働統計局発表。

注: GNP と GNP デフレーター以外は、当該4半期の月次計数の平均値と前4半期の月次計数の平均値と比較して算出した変化率。季節変動調整済み。

政策担当者は、景気過熱の予想において楽観的すぎ、引き締め政策を提案する上での認識上の遅れがあったことを認めねばならない。その認識上の遅れは、1965年以後のベトナム軍事支出がもたらした需要拡大効果の過少評価に主として起因していた。

マクルーア (Charles E. McLure) は最近のインフレーションの三悪として、連邦支出の増加、増税の失敗および投資ブームを指摘し、「最近のインフレーションの種子は1965年夏ジョンソン大統領がベトナムのための追加予算を要請した時に

播かれた。国防支出が急増し、国内の偉大な社会計画が始められた1966年に増税しなかったことが、その種子の発芽を許した。」⁷⁾とのべている。またワイデンバウム (Murray Weidenbaum) はベトナム軍事支出のインフレ圧力について詳しく論じているが、そのなかで「民間産業への軍事契約の最も急速な拡張期は1966年に生じた。そこで近年における最も急速な価格上昇率が生じた。しかしそれは国民と特に政府のエコノミストが、1964年の減税の成功を自ら祝って、少くとも公けには財政引き締め強化の必要をほとんど感じなかった時であった。……公けの財政・経済報告はベトナム増強の拡張効果を見出すのに非常に手間どった。……その正味の結果は、連邦政府は1966年においてインフレ的でない経済政策をとろうとしていたことは明らかであるとはいえず、実際にはその当時のアメリカ経済のインフレ圧力の主要な源泉であった。」⁸⁾とのべている。

失業率が高く、GNPギャップが存在する時に減税を必要とするというニュー・エコノミックスの論理からすれば、失業率が完全雇用目標の4%に達し、GNPギャップがマイナス値となった1966年以降の状態では、当然増税が必要とされるはずである。当時CEAのメンバーであったオーカンはこの点を次のように説明している。1966年「1月の予算に組み込まれた防衛計画は大幅増加を示していたが、それでも後でエスカレーションの程度を大幅に過少評価していたことがわかった。大統領はこれらの予算見積りを与えられた1965年末に、超過需要を避けるために、所得税の一般的引き上げが望ましいことを、かれの経済諮問委員から告げられた。」⁹⁾しかしジョンソン大統領は

7) Charles E. McLure, Jr., "Fiscal Failure: Lessons of the Sixties," Phillip Cagan and Others, *Economic Policy and Inflation in the Sixties*, 1972, p. 39.

8) Murray Weidenbaum, "Impact of Vietnam War on American Economy," *Economic Effects of Vietnam Spending*, Hearings before the Joint Economic Committee, vol. 1, 1967, pp. 209-210. 傍点は原文のもの。

9) Arthur Okun, *The Political Economy of Prosperity*, 1970, p. 70.

「1966年に増税を成立させることは明らかに不可能である」という理由で増税提案を行なわなかった¹⁰⁾。

その後の増税案に対する強い抵抗からみて、1966年に増税が勧告されても、それが議会で成立しなかったことは明らかである。オーカンは「1966年1月の予算は、ケネディが1962年8月に減税勧告を延ばすことを決定した時以来始めて、オールド・ポリティクスによるニュー・エコノミックスの敗退を記録した¹¹⁾」とのべている。またマクルーアは、1966年の増税失敗に対する批難は政治家と経済学者の双方に向けられるべきであるとしながらも、「その批難の大部分は政治家に向けられねばならないように見える」とし、その理由として「大統領に勧告する経済学者は、1965年末期と1966年における経済の過熱を過少評価したとはいえ、かれらは正しく増税の必要を知っていた。ジョンソン大統領は増税を要請することを拒否したが、それはかれが手に入れることができないと考えた増税を要請することによって、かれの政治的イメージと政治力を損うことを欲しなかったことは明らかである¹²⁾」とのべている。

インフレ抑制のための財政措置が遅れ、インフレはますます進んでいったので、その間引き締め措置はもっぱら金融政策にまかせられた。1967年4月に4%へ引き下げられていた割引率は、1967年11月18日のポンド切り下げ直後4.5%へ引き上げられ、1968年3月のゴールドラッシュに際し5%へ引き上げられた。さらに4月に5.5%へと矢つぎ早やに引き上げられていった。1960年12月以降据え置かれていた要求払預金に対する支払準備率も、1968年1月に引き上げられ、500万ドルをこす要求払預金の支払準備率が、準備市銀行について17%、地方銀行について12.5%へ引き上げられた。1968年3月には証拠金率の適用範囲が拡大され、6月には証拠金率は10%ポイント引き上げられた。このように1968年において金融引き締め政策はますます強化されていったが、

1968年6月に10%付加税案が成立し、連邦支出の削減も決定したので、その効果がオーバーキルにならないように、FRBは8月15日に割引率を5.5%から5.25%へ引き下げた。しかしアメリカ経済はその後鎮静化に向かわなかったため、12月に割引率を再び5.5%へ引き上げた。

ニクソン政権のインフレ対策

1969年1月にインフレーションの遺産を受けついでニクソン政権は、インフレ抑制に重点を置いた経済政策を実施した。ニクソン政権の当初の政策方針は財政金融政策によって景気を鎮静化し、物価上昇率を引き下げることであった。ニクソン大統領が大統領選挙戦中に反対していた10%付加税を1969年末まで延長し、この増税措置を1970年6月まで付加税率を5%に引き下げて継続することを決定したのも、この目的を達成させるためであった。投資税控除制度も1969年4月に廃止要請が大統領によって行なわれ、廃止された。

金融政策についていえば、1968年においてすでに強力に進められていた引き締め措置が、1969年においていっそう強化された。1968年12月に5.5%に引き上げられた割引率が1969年4月に6%に引き上げられ、1929年以降の最高水準に達した。同じ月に加盟銀行の要求払預金に対する支払準備率も0.5%ポイント引き上げられた。

これらの金融引き締め措置によって市中金利はアメリカ史上稀にみる高騰を示した。たとえば3ヵ月財務省証券利回りは、1960年代の初期には2%台であったのが、1969年には6.7%に上昇し、Aaa債利回りは同じ期間に4%台から7.0%へ上昇した。

このように市中金利は上昇したにもかかわらず、商業銀行の定期・貯蓄預金に対する金利限度は1969年中は引き上げられなかったため、商業銀行のCD(譲渡性定期預金証書)の金利は、CDと代替関係にある短期証券の市中金利よりも相対的に不利になった。このため商業銀行は大量のCDを失った。商業銀行はCDの流出分を補うために、フェデラル・ファンドの借り入れ、外国支店を通じてのユーロダラーの借り入れ、同族会社を通じ

10) *Ibid.*, p. 71.

11) *Ibid.*, p. 72.

12) Charles E. McLure, Jr., *op. cit.*, p. 72.

てのコマーシャル・ペーパーの発行によって、その資金を求めた。商業銀行はこれら資金源の金利上昇に伴い、貸出金利を引き上げていった。プライム・レートは1969年1月に6.75%から7%へ引き上げられ、3月には7.5%へ、さらに6月始めに8.5%へ引き上げられた。

しかし企業の設備投資は、プライム・レートの急上昇にもかかわらず、目立った抑制効果はみられなかった。物価とコストの上昇は設備投資を早く行なった方が有利という考え方を生んでいたし、また企業家の見通しとして、近く景気後退がくるとは当時予想されていなかった。そこで年度当初の投資計画は変更されることがなかった。

1969年の金融引き締め措置によって、同年中の貨幣供給の増加は抑えられ、第2表にみられるように、 M_1 の増加率は第I 4半期の年率7.4%から、第II 4半期第4.9%、第III 4半期2.3%、第IV 4半期2.1%に低下しているし、 M_2 についても、第I 4半期の8.0%から、第II 4半期の4.3%、第III 4半期の0.1%、第IV 4半期の1.2%に低下している。このような急激な貨幣供給のスローダウンは、アメリカ経済に景気後退をもたらす、とマネタリストのフリードマン(Milton Friedman)は警告した。これに対して、連邦準備制度側から多くの批判があった¹³⁾。

需要を削減するうえで、当初なかなか効果を示さなかった引き締め措置も、1969年下半期に入ってから効果があらわれ始め、実質GNPは第IV 4半期において年率2.3%の減少を示し、1970年第I 4半期にも年率2.5%の減少を示した。失業率も1970年に入って急速に増加し、1969年12月の3.5%から、1970年5月に5%に上昇し、同年12月には6.2%という高水準に達した。アメリカ経済は1969年第IV 4半期と1970年第I 4半期に連続して実質GNPが減少するというリセッションの状態を示したにもかかわらず、物価の上昇は劣えなかった。1969年第IV 4半期に、GNPデフレ

ーターは5.5%(年率、以下同じ)、卸売物価は4.2%、消費者物価は5.6%上昇しているし、1970年第I 4半期においても、GNPデフレーターが6.5%、卸売物価が5.9%、消費者物価が6.1%それぞれ上昇している。

このようにニクソン政権の財政金融政策による引き締め政策は、インフレーションと景気後退を同時にもたらし、アメリカ経済はスタグフレーションの状態に陥ってしまった。1969年以降の経験は、ひとたびインフレ心理が普遍化してしまった段階においては、財政金融政策による需要の削減は、物価鎮静に直ちには役立たないことを示している。

緩和への経済政策の転換

インフレと高失業に直面したニクソン政権は、経済政策の転換を考慮せざるをえなかった。ニクソン大統領は、マーチンFRB議長の任期満了に伴い、1970年2月1日バーンズ(Arthur Burns)をその後任に起用した。マーチンがその長期の在任期間中、もっぱら物価安定を金融政策の目的として強調し続けていたのに対し、バーンズはより柔軟な考えを持っている。FRBはバーンズの議長就任後、徐々に引き締めから緩和へと政策方針を転換していった。

金融緩和はまず公開市場操作から始められ、次いで5月6日に証拠金率が80%から65%へ引き下げられ、8月17日には加盟銀行の500万ドル以上の定期預金の支払準備率が6%から5%へ引き下げられた。この引き下げは、同年1月21日に実施された商業銀行の定期・貯蓄預金金利限度の引き上げとともに、商業銀行の定期預金業務に好結果をもたらした。また6月24日に期限30日以上、90日未満の10万ドル以上の単一満期定期預金に対する金利規制が一時的に停止されたので、商業銀行は大口CDに高利をつけることが可能となり、大口CDによって資金は再び商業銀行に還流した。

他方割引率は1970年11月に6%から5.75%へ、12月に5.5%へ引き下げられた。さらに71年1月から2月にかけて、0.25%ずつ3回引き下げ

13) マネタリストと連邦準備制度側の意見の対立を取りあげたものに、A. James Meigs, *Money Matters: Economics, Markets, Politics*, 1972, ch. 4 特にpp. 68-76がある。

られ、2月には4.75%となった。

金融緩和に伴い、1970年第Ⅱ4半期以降の貨幣供給は増加し、その増加傾向は1971年上半期中続いた(第2表参照)。金融緩和は市中金利の低下をもたらし、1969年の歴史的な高金利状態は1970年中に解消した。プライム・レートも1970年3月の8%から、同年中に6.75%へ低下し、1971年3月には5.25%まで下った。

バーンズFRB議長は、1970年から71年にかけて金融緩和措置を推進しながら、他方それがインフレを助長する面のあることを考慮し、所得政策の一時的導入の必要性を主張した。ニクソン大統領もマクラッケンCEA委員長も、この種の統制には反対であった。ニクソンは1971年2月1日の大統領経済報告で、自由な価格と賃金はアメリカ経済の核心であり、賃金・価格統制を課すつもりはない、と声明していた。

ところが1971年8月15日に、突如ニクソン大統領がみずから「過去40年間の最も包括的な新経済政策」と称する重大な政策が発表された¹⁴⁾。このことは8月までの間に、インフレ、高失業、国際収支赤字の三重苦が深刻化し、政策担当者に切迫感をいだかせたことを物語っている。

失業率は1971年に入ってから、5.8~6.1%と高水準を維持し、消費者物価は1月から7月にかけて年率4.4%、卸売物価も5%上昇した。そのうえ1971年上半期の貿易収支が異例の赤字を記録し、年間でも1893年以来初めての赤字が見込まれ、ドル危機に拍車をかけることが明らかとなった。

ニクソンの新経済政策が、ドルと金の一時的な交換停止、ドルと他国通貨との為替レートの変更について各国と協議すること、10%の輸入課徴金の設定、対外援助の10%削減等、ドル防衛策に重点を置いたのもそのためであった。インフレ対策としては、90日間の賃金・物価の凍結、生計費委員会の設置、連邦支出の47億ドル削減が含まれ、他方1973年度実施予定の個人所得税減税の1年

繰り上げ実施、自動車消費税の廃止、新規設備・機械投資に対する税控除等の景気振興策が含まれていた。

ニクソン大統領は8月の新経済政策でインフレ心理を冷やすために、賃金、物価を90日間凍結するという思い切った直接統制に訴えたとともに、生計費委員会を設置し、コナリー財務長官を委員長に任命し、賃金と物価の長期安定策を作成させることにした。さらに90日間の凍結後の第二段階の措置として、物価委員会、賃金委員会および利子・配当委員会を設置し¹⁵⁾、これとともに、インフレ阻止の行動権限を大統領に与えている「1970年経済安定法」の延長を議会に要請した。この法律は1973年4月30日まで延長がきまった。

ニクソンが従来反対していた賃金、物価の統制に踏み切ったのは、需要抑制策がインフレ克服に十分な効果を発揮しないことを認めたからにはほかならない。これはアメリカのインフレがデマンド・プルの性格だけではなく、コスト・プッシュの性格をもつことを物語っている。アメリカのインフレについて、コスト・プッシュの性格が強調され出したのはかなり早く、1950年代においてであった。コスト・プッシュ・インフレは労働の生産性を上回る賃金の上昇によってもたらされる。このことを民間非農業部門の労働生産性、賃金、単位労働コストおよび同部門のGNPデフレーターの上昇率を比較することによって明らかにしよう¹⁶⁾。

1948—60年の民間非農業部門の労働生産性は年平均(以下同じ)2.7%上昇したが、賃金も5.2%上昇している。この単位労働コストの上昇が、同部門のGNPデフレーターの上昇率を比較することによって明らかにしよう¹⁶⁾。これに対して、1961—65年においては、賃金の上昇率は3.8%に抑えられ、労働生産性は3.4%も上昇している。単位労働コストの上昇はわずか0.4%にとどまり、同部門のGNPデフレーター

14) 「ニクソン大統領の新経済政策に関する演説およびその説明資料」『大蔵省調査月報』第60巻9号、昭和46年9月参照。

15) 「アメリカの凍結解除後の経済安定計画」『大蔵省調査月報』第60巻11号、昭和46年11月参照。

16) 以下の数字は労働省労働統計局発表の1年当り上昇率を単純算術平均して求めた。

—は1.1%しか上昇しなかった。ケネディ政権下で1962年に導入された賃金・価格ガイドポストが1965年まではかなりよく維持されていたということができよう。

ところが1966—72年においては、賃金は6.7%も上昇しているのに、労働生産性は2.4%しか上昇しなかった。その結果生じた単位労働コストの4.2%の上昇は、民間非農業部門のGNPデフレーターを3.5%も上昇させてしまった。特に1969年と1970年の労働生産性の低下と賃金の上昇が際立っている。

1966年以降において、賃金の上昇率が高いのは、インフレーションがエスカレーター条項付き賃金契約を普及させたからである。インフレ抑制のためには、物価と賃金の悪循環を打ちきることが必要である。このような観点に立ってニクソン政権は賃金・物価統制を導入したと考えられる。

1973年の見通し

アメリカ経済は1971年8月の新経済政策以降次第に景気を回復し、1971年第IV 4半期のGNPの成長率は名目で8.3%(年率、以下同じ)、実質6.7%を記録し、1972年に入っても順調にGNPは増加してきた。1973年大統領経済報告は「1971年末から72年末までに総生産は約7.5%増加した。これは過去25年間で1年当り最高の増加の1つとなった」¹⁷⁾とのべている。商務省の暫定数字によると、1972年のGNPの名目成長率は9.7%で、実質成長率は6.5%である。GNPデフレーターは3.0%の上昇にとどまり、失業率も1972年12月には5.2%まで低下したから、1972年の経済実績はほぼ満足のいくものといえてよい。

CEAはその年次報告で、1973年の経済見通しを行なっているが、それによると、1973年のGNPは1兆2670億ドルが見込まれ、1972年の1兆1520億ドルから名目で約10%上昇するとされている。なお実質成長率は6.75%とされ、GNPデフレーターは3%の上昇が予測されている¹⁸⁾。

CEAによれば、このGNPの予測は、消費者物価で測定されたインフレ率を1973年末までに2.5%以下に引き下げ、失業率を同年末までに4.5%の近傍に引き下げるという目的に適合しているのである¹⁹⁾。

CEAはこのようにかなり楽観的な予測をしているが、失業率が低下し、しかもGNPの高い成長率が見込まれて、はたしてインフレはおさまるのかという危惧が生ずる。そこで1974会計年度の予算では、1972, 1973両会計年度におけるような完全雇用指向型の拡張予算から一転して、インフレ抑制型の緊縮予算に方針を換えた。ニクソン大統領は1973年1月29日に発表した1974会計年度予算教書の冒頭で、1974会計年度予算は増税の必要が生じないように、連邦支出を抑制するというわたくしの公約を遂行するものであり、この予算はアメリカ経済をインフレと戦争のない高雇用繁栄に向って前進させ続けるものである、とのべている。

1974年度の歳入は2560億ドル、歳出は2687億ドルで、赤字は127億ドルにとどめてある。完全雇用予算によると、歳入は2680億ドル、歳出は2677億ドルと推定されているので、完全雇用で予算が均衡するように、歳出を抑えたことができる。予算教書のなかでも、増税を予定しない緊縮予算にするために歳出の削減に異常な努力が払われたことが強調されている。

しかし国防費はベトナム停戦の成立にもかかわらず、811億ドル計上され、1973年度推定の764億ドルに比べて、47億ドル増加している。国防費が削減されなかったのも、緊縮予算のあおりは、もっぱら社会福祉関係の支出削減となってあらわれた。社会福祉に冷たい予算は、インフレ抑制と国民の自立という再選以来一段と強まってきたニクソン大統領の考え方のあらわれである。しかし、他方ジョンソン大統領時代の「偉大な社会」構想を一掃し、チープ・ガバメントを目指す共和党の施政方針を国民に印象づけようとしている点も見逃せない。

17) *Economic Report of the President*, January 1973, p. 3.

18) *Ibid.*, p. 82.

19) *Ibid.*, p. 82.

ところで問題のインフレ抑制は1973年中に達成されるであろうか。前述のCEAの予測では、GNPデフレーターでみて3%程度の上昇を見込んでいるが、失業率がCEAの見通しどおり1973年末に4.5%まで低下すると、物価上昇の勢いが一方において強まる公算の方が大きい。

アメリカ政府は1973年1月から賃金物価統制を緩和し、賃金委員会も物価委員会も廃止し、自主規制の第3段階に移行したが、労働協約の改訂交渉が集中しているこの73年は、コスト・プッシュ・インフレが強まるおそれがある。緊縮予算といっても、増税をしない赤字予算であるから、財政面からの引き締め効果は期待できないし、そうなるとインフレ抑制の責任は金融政策にかかってくる。FRBは1973年1月に割引率を5%に引き上げた後も、2月に5.5%へ、4月に5.75%と連続的に引き上げたが、金融政策のインフレ抑制効果に限界があることは、1969年において経験済みである。

マネタリストのフリードマンでさえ、次のようにのべている。「1969年においてインフレーションが貨幣的鈍化にいかにもすみやかに反応すると期待できるかという問題について、わたくしは楽観的すぎる見通しをのべたことを認めなければならない。インフレーションは、そうなるだろうとわたくしが予測したほどすみやかに反応しなかったことは明らかである。」²⁰⁾フリードマンは先行と遅行の関係を、貨幣供給と工業生産および消費者物価の間について再検討した結果、「工業生産に対

する最高の相関関係は、 M_1 については貨幣が3カ月先行し、 M_2 については6カ月先行する。これは驚くことではない。驚くべきことは、消費者物価に対する最高の相関関係は、 M_1 については貨幣が20カ月先行し、 M_2 については23カ月先行することを見出すことである。GNPの4半期別データも同じ結果を与える。明らかに貨幣の変動が産出高に与える影響よりも、物価に与える影響の方が、より長い時日を要する。」²¹⁾と結論している。フリードマンのいうことが事実とすれば、金融政策のインフレ抑制効果は、あまり期待できないことは明らかである。

ニクソン大統領は再選を機に、74年度予算では共和党政権の特色を意識的に盛りこむとともに、賃金価格統制を緩和し、共和党政権らしい政策に移行したが、それだけにインフレ再燃の危険は増大したというべきであろう。

(一橋大学経済研究所)

[校正の際付記]

アメリカの物価上昇は、予想されたとおりその後顕著となり、ニクソン大統領は6月13日60日間の物価凍結を含む新インフレ対策を発表した。また金融引き締め措置はいっそう強化され、5月以降も割引率は3回引き上げられ、6月29日のFRBの決定ではアメリカ史上最高の7% (7月2日実施) になった。なお同日200万ドルをこえる要求払預金の支払準備率の0.5%ポイント引き上げが決定された。「経済安定法」も期限切れとなる直前に1年間の延長がきまった。

20) Milton Friedman, "Have Monetary Policies Failed," *American Economic Review*, May 1972, p. 14.

21) *Ibid.*, p. 15.