

# 経済研究

第37巻 第2号

Apr. 1986

Vol. 37 No. 2

特集 銀行行動と金融政策

## 金融革新下における米国の金融政策

伊東 政吉

アメリカ経済は1973年の石油ショック以後インフレと高失業の併存に悩まされた。このスタグフレーションに対処するために、「1978年完全雇用・均衡成長法」(Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, 以下「完全雇用・均衡成長法」と略す)が成立し、この法律によって経済政策の基本方針を決めていた「1946年雇用法」(Employment Act of 1946, 以下「雇用法」と略す)が全面的に改正された。それとともに金融政策も政府の他の経済政策と協調して、完全雇用と均衡成長(特にインフレ抑制)に役立つべきことが明確化された。

本稿はまず「完全雇用・均衡成長法」の意義と、それが金融政策に及ぼした影響を取り上げ、次いでレーガン政権の大統領経済諮問委員会(以下CEAと略す)の金融政策観がマネタリズムに基づいていることを明らかにする。

近年マネタリズムの影響は大きく、「完全雇用・均衡成長法」で、連邦準備<sup>1)</sup>に貨幣・信用集計量

の増加率を金融政策の目標として設定することを義務づけたのも、その影響の1つの現われであるといえよう。しかしそのような金融政策の運営は、金融革新下ではいろいろの問題が生じる。そのことを論じた後で、最近の金利の動向と、金融政策の運営目標としての信用集計量にまつわる問題点を取り上げる。

### I 完全雇用・均衡成長法と金融政策

第95議会で1978年10月27日に成立した「完全雇用・均衡成長法」(Public Law 95-523)の名称は「勤労の能力と意志をもち、かつそれを求めているすべてのアメリカ人が、適正な報酬率で有用な有給雇用を得る機会を十分に与えられる権利を実現するため、完全な雇用・生産および実質所得、均衡成長、十分な生産性増加、国家的優先度に関する適切な配慮および適度な価格安定を増進するために、あらゆる実践的な計画と政策を使用することを連邦政府の責任であることを宣明するため、大統領が毎年短期と中期の経済目標を明示的に設定することを要請するため、一般的かつ体系的な経済政策の統合をよりよく達成するため、連邦政府内の経済政策策定の協調性を改善するための法

1) 連邦準備という用語はここでは金融政策の責任機関という意味で使用する。したがって連邦準備制度理事会と連邦公開市場委員会のいずれか、またはその双方を意味する。

律」となっている。これでは長すぎるので、第1条で略称が決められており、それが「1978年完全雇用・均衡成長法」である。

政策の宣明という見出しの本法第102条で、「雇用法」の第2条は全面的に改正された。「雇用法」第2条では経済政策の基本方針として、「最大限の雇用、生産および購買力を増進させることは、連邦政府の継続的な政策であり、責任である」と述べられているが、この部分が、修正「雇用法」第2条(a)では、「完全な雇用と生産、実質所得の増加、均衡成長、十分な生産性増加、国家的優先度に関する適切な配慮、輸出の増加と農業、商業および工業の国際競争力の改善による貿易収支改善の達成および本法〔雇用法〕第5条(b)で規定される適度な価格安定を増進させることは、連邦政府の継続的な政策であり、責任である」となっている。

戦後、米国経済はしばしばインフレに悩まされたので、「雇用法」の第2条を改正して、物価安定の目的を明示的に「雇用法」に盛り込むべきであるという主張がしばしば行われた。アイゼンハワー大統領もその旨を議会に勧告したし、ブッシュ法案も提出された。しかしその後も含めて改正案は成立しなかった。

物価安定の目的は「完全雇用・均衡成長法」によって適度な価格安定(reasonable price stability)という表現で「雇用法」第2条(a)に明示的に取り入れられることになった。

なお「雇用法」第2条(a)の物価安定の目的挿入に関し、「第5条(b)で規定される適度な価格安定」という表現が用いられているが、「完全雇用・均衡成長法」によって改正された「雇用法」第5条(b)は次のようになっている。「失業低減の目標を達成するための手段と、適度な価格安定の目標を達成するための手段を選択するに当たっては、それらの手段が互いに強化し合うものであって、実践可能な程度に応じて使用されるべきである」。

1950年代にアメリカにおいて安定・成長論争<sup>2)</sup>が生じた時に、物価安定のための引締め政策は多

かれ少なかれ雇用と生産を減少させる効果をもたらすから、「雇用法」の最大限の雇用、生産の目的と相容れないという批判が当時は支配的であった。この点を考慮して、「雇用法」第5条(b)は、適度な物価安定と失業低減の目的が両立するよう配慮することを促したものと理解される。

ところで適度な物価安定とは、どの程度の物価上昇率を考えているのであろうか。まず物価の定義については、「完全雇用・均衡成長法の諸目的にとって『インフレーション』『諸価格』および『適度な価格安定』という用語は、アメリカ労働省労働統計局によって公表される消費者物価指数の変化率もしくは水準を示す」(修正「雇用法」第3条(e))とされている。物価安定については、「完全雇用・均衡成長法」成立後の「最初の〔大統領〕経済報告後、5年次以内にインフレ率を3%をこえないように引き下げる」(修正「雇用法」第4条(b)(2))としているから、消費者物価指数の3%の上昇率を物価安定の暫定目標としていることがわかる。しかし修正「雇用法」第4条(c)(2)のなかで「3%のゴールが達成されたうちは、1988年までにゼロ%のインフレ率を達成すべきである」と規定しているから、物価安定の究極的目標は消費者物価上昇率がゼロであることを意味している。ただし3%の上昇率、ゼロ%の上昇率は失業率の引き下げのゴールとタイムテーブルを阻害しないように企画されねばならないと、ただし書きがつけられている。

他方、完全雇用については、どのように考えられているか興味のある問題である。なぜならば、「雇用法」の原法案は完全雇用法案と名づけられていたにもかかわらず、完全雇用という用語は当時明確に定義されなかった。「雇用法」では完全雇用という言葉はどこにも見当らず、第2条のなかで full employment に代って maximum employment という表現が用いられた。ケネディ政権時代の CEA が完全雇用の暫定目標として4%の失業率を掲げたことはまだ記憶に新しい。

「完全雇用・均衡成長法」では、失業率の定義を第103条(a)のなかで、「雇用法」を修正する形でその第3条(d)として失業率は「労働省労働統

2) 拙稿「アメリカにおける経済成長と物価安定の問題」『経済研究』11巻2号、昭和35年4月参照。

計局によって発表される民間労働人口の百分比として示される」と述べ、「雇用法」第4条(b)(1)で本法成立後の「最初の経済報告後第5年次をこえない期間中に、20歳以上の個人の失業率を3%、16歳以上の個人の失業率を4%をこえないように引き下げる」と述べている。したがって、完全雇用の暫定目標は、民間労働人口の失業率として20歳以上について3%、16歳以上について4%を考えていることがわかる。

「完全雇用・均衡成長法」では、完全雇用と均衡成長を達成するために、主要経済指標の5年間の目標(最初の2年間を短期目標、その後の3年間で中期目標と呼ぶ)を設定することを大統領に義務づけている。この目標値は大統領の経済報告に付されるCEAの年次報告で発表されている。

連邦準備制度理事会(FRB)は大統領の短期経済目標と両立する貨幣・信用集計量の増減率の範囲と、それに関する理事会と連邦公開市場委員会の目的とプランを年2回(2月20日と7月20日以前)議会に報告することが義務づけられた(第108条(a))。それと関連して「連邦準備法」第2条Aは修正される。

上述したとおり、連邦準備が貨幣集計量の増減率を金融政策の目標値として設定することが法的に義務づけられたのは1978年であるが、連邦準備が実際に金融政策の目標として貨幣集計量の増加率を設定したのは、それ以前からである。連邦準備が貨幣集計量の増加率に最初に注目したのは、1970年1月15日の連邦公開市場委員会の会議においてである。それまでは金融政策の運営は短期金融市場情勢に焦点を合わせて行われてきた。この会議で連邦公開市場委員会は引締めの短期金融市場情勢を維持するための公開市場操作を行う方針を決定したが、ただし貨幣と銀行信用が現在の予測よりも著しく悪化しそうな場合は、その操作を修正することにした。ここでただし書きながら、貨幣と信用の動きを考慮していることに注目しなければならない。同じ方針は2月の会議でも継続されたが、3月の会議では「委員会は来たる数ヶ月間、貨幣と銀行信用の適度な成長を実現させたい。公開市場操作は委員会の次の会議ま

で、この目的と両立する短期金融市場情勢を維持する目的で行われるだろう」<sup>3)</sup>となった。ここでは貨幣と銀行信用の適度な成長が、短期金融市場情勢よりも優先的に考えられている。しかし1970年2月1日にマーチン(William McC. Martin)の後を引き継いでFRB議長に就任していたバーンズ(Arthur F. Burns)によって、連邦準備は間もなく短期金融市場情勢を重視する旧方針に復帰した。

1975年になって、議会は上院・下院合同決議133号で、連邦準備が貨幣の増加率を設定し、公表することを決めた。そこで連邦準備は金融政策の目標として貨幣の増加率と、短期金融市場情勢を代表するものとしてのフェデラル・ファンド・レートの両方を一定の許容範囲をもって設定し、その両者ををらんで金融政策を運営するようになった。

しかし1979年になって、フェデラル・ファンド・レートを目標値内に収めようとする連邦公開市場委員会の指令は、結果的に貨幣の増加率を目標値の範囲から逸脱させるという事態を生じさせた。この事態は1978年に制定された「完全雇用・均衡成長法」からみて好ましいことではなかった。そこで連邦準備は1979年10月にフェデラル・ファンド・レートを操作目標として重視することをやめ、その代りに銀行の非借入準備を操作目標とすることによって、貨幣集計量をより厳密に調節するという新方式を採用した。

## II レーガン政権とマネタリズム

スタグフレーションが進行するなかで、1981年1月に登場したレーガン政権は、レーガノミックスとして特質づけられる経済政策を実施し、その成果が注目された。レーガノミックスを支える経済理論は、サプライ・サイド・エコノミックスとマネタリズムである。このことは1982年2月に発表されたCEA年次報告のなかで、「いわゆる『マネタリズム』と『サプライ・サイド・エコノミックス』は同じコインの両面であり、インフレ

3) Board of Governors of the Federal Reserve System, 57th Annual Report 1970, 1971, p. 110.

を弱めるとともに経済成長を高めるために必要な、矛盾のない手段であるとみるべきである」<sup>4)</sup>と述べられていることから明らかである。

レーガンの経済政策の特徴は、大統領就任後間もなく発表した「経済再建計画」(1981年2月18日)にあらわれている。再建計画の骨子は次の4点である。

(1) 連邦支出の削減に努める。

(2) 個人所得税率を3年間毎年一律10%ずつ引き下げ、民間設備投資について加速償却を実施し、雇用を創出する。

(3) 急増している政府規制を廃止もしくは緩和する。

(4) 連邦準備と協力して、通貨の安定と健全な金融市場の回復をはかる新しい金融政策を実施する。

レーガンの再建計画は、需要管理を通し経済を微調整しようとするケインズの政策に対する不信に根差しており、インフレと高失業という米国の経済的病弊は、過去における景気対策的なストップ・アンド・ゴー政策に由来するという考えに基づいている。したがって再建計画の焦点は、経済のサプライ・サイドの拡張によって、経済成長の促進をはかるとともに、貨幣の増加率の漸減を通して、インフレ率の引き下げを達成しようとするところにある。

レーガン政権のインフレ対策は、インフレーションは貨幣的現象であるというマネタリズムに貫かれているところに特徴がある。CEA年次報告1982年版では「インフレーションは本質的には貨幣的現象である。このことは石油価格の変化のような他の要因が一般物価水準の変化をひきおこす重要性を否定するものではない。ここで否定したいことは、持続的インフレを非貨幣的要因によって説明できるということである」<sup>5)</sup>と述べられているし、1983年版では、「インフレは『多すぎる貨幣が少なすぎる財貨を追いかける』ことから生ずるといふ通俗的な格言は基本的真理を反映している。過剰な貨幣増加によって支えられていな

い持続的インフレは想像することさえ難しい」<sup>6)</sup>と述べられている。

さらに1985年版を引用すると、「長く続くインフレーションは基本的には貨幣的現象である。他の事情が等しければ、貨幣を多く創出すればする程、一般物価水準の上昇を生ぜしめる。他の経済関係と同じように、貨幣増加とインフレーションの関係も正確なものではない。インフレーションについて非貨幣的理論が普及するのもこのような理由による。これらの非貨幣的理論は、もっともらしく聞こえるために、全く無効で、明らかに有害でさえある政府のインフレ対策を生むことが多い」<sup>7)</sup>となっている。

ここに長々と引用したように、レーガン政権の歴代のCEAはそのメンバーが変わっても、徹底してマネタリズムを信奉していることがわかる。そのような立場から、連邦準備の金融政策について批判しているが、そのことについては後に触れる。

### III 金融革新と金融政策<sup>8)</sup>

1969年の歴史的な高金利状態のもとで、預金金融機関の預金から市場証券へ資金が多量に流出するというファイナンシャル・ディスインターミディエーションが生じ、それを契機として、アメリカでは1970年代以降金融革新が急速に進んだ。多くの新金融商品が開発されたばかりでなく、コンピューターを利用した情報処理・通信技術の飛躍的發展によって、新しい金融サービスが提供された。新金融商品としては1972年6月に譲渡可能払戻し指図書(NOW)勘定がマサチューセッツ州の相互貯蓄銀行によって初めて提供され、その後連邦法によって東部8州の商業銀行、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合に認められた。NOW勘定は利付き要求払預金の性格をもっているが、信用組合は1974年10月に同種の性格をもつシェア・ドラフト勘定を開設した。なおNOW勘定は「1980

6) *Ibid.*, 1983, p. 20.

7) *Ibid.*, 1985, p. 49.

8) この論題については、拙著『アメリカの金融政策と制度改革』岩波書店、昭和60年、第7章で詳細に取り上げたので、本稿では重複する部分については必要最少限の叙述にとどめた。

4) *Economic Report of the President*, 1982, p. 21.

5) *Ibid.*, p. 54.

年預金金融機関規制緩和・通貨管理法」(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)において全国的に認められることになった。

これらの利付き要求払預金の機能をもつ新種預金の導入に少し遅れて、国債金利連動型の新種預金が導入された。この種の預金のうち最も人気の高かったのは6ヵ月TB金利と連動するMMCであった。MMCの急増ぶりは目覚ましかつたが、しかし証券会社が開発した短期金融資産投資信託(MMMF)はさらに注目すべき動きを示した。MMMFは最低投資金額が500~1,000ドルと小さく、小口預金者も利用できたし、金利の面でも、決済性の面でも、国債金利連動型の定期預金よりも有利であった。特にMMMFは1981年の高金利時代に爆発的な急増ぶりを示し、預金金融機関は大きな打撃を受けた。

預金金融機関の救済を主要な目的として制定された「1982年ガーン=セントジェーメイン預金金融機関法」(Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982)は、MMMFの対抗商品として短期金融市場預金勘定(MMDA)の導入を認めた。MMDAは1982年12月14日に取扱いが開始され、その直後の1983年1月5日に商業銀行、相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合に対しスーパーNOW勘定の開設が認められた。MMDAとスーパーNOW勘定はいずれも2,500ドル以上の平均残高を有する勘定ならば、預金金利規制を受けない。

預金金融機関はMMDAの開設に際し、MMMFよりも意識的に高い金利をつけたので、1983年においてMMMFからMMDAへ大量の資金が移動した。このように新種預金の導入に伴って大量の資金シフトが起きると、新種預金を貨幣集計量のどのカテゴリーに含めるかによって、各貨幣集計量の増加率は大きな影響を受けることになる。そこで貨幣の定義が再検討されねばならなくなり、連邦準備は1980年2月に金融資産として性格を同じくするものを1つの貨幣集計量に含める方針で、貨幣集計量の新定義を採用した。その後小修

第1表 貨幣・信用集計量とその変化率

(単位: 10億ドル; ( )は%)

	M1	M2	M3	負債
12月				
1960	141.8 (0.6)	312.3 (4.9)	315.3 (5.2)	718.7 (5.2)
1961	146.5 (3.3)	335.5 (7.4)	341.0 (8.2)	761.6 (6.0)
1962	149.2 (1.8)	362.7 (8.1)	371.4 (8.9)	814.5 (6.9)
1963	154.7 (3.7)	393.2 (8.4)	406.0 (9.3)	870.4 (6.9)
1964	161.9 (4.7)	424.8 (8.0)	442.5 (9.0)	934.0 (7.3)
1965	169.5 (4.7)	459.4 (8.1)	482.2 (9.0)	1,002.8 (7.4)
1966	173.7 (2.5)	480.0 (4.5)	505.1 (4.7)	1,070.1 (6.7)
1967	185.1 (6.6)	524.3 (9.2)	557.1 (10.3)	1,147.1 (7.2)
1968	199.4 (7.7)	566.3 (8.0)	606.2 (8.8)	1,242.4 (8.3)
1969	205.8 (3.2)	589.5 (4.1)	615.0 (1.5)	1,330.7 (7.1)
1970	216.6 (5.2)	628.2 (6.6)	677.5 (10.2)	1,420.5 (6.7)
1971	230.8 (6.6)	712.8 (13.5)	776.2 (14.6)	1,555.5 (9.5)
1972	252.0 (9.2)	805.2 (13.0)	886.0 (14.1)	1,715.3 (10.3)
1973	265.9 (5.5)	861.0 (6.9)	985.0 (11.2)	1,906.3 (11.1)
1974	277.6 (4.4)	908.5 (5.5)	1,070.5 (8.7)	2,081.8 (9.2)
1975	291.2 (4.9)	1,023.3 (12.6)	1,172.4 (9.5)	2,270.8 (9.1)
1976	310.4 (6.6)	1,163.6 (13.7)	1,311.9 (11.9)	2,513.3 (10.7)
1977	335.3 (8.0)	1,286.6 (10.6)	1,472.5 (12.2)	2,784.1 (10.8)
1978	363.0 (8.3)	1,388.9 (8.0)	1,646.4 (11.8)	3,157.1 (13.4)
1979	389.0 (7.2)	1,497.9 (7.8)	1,803.6 (9.5)	3,543.5 (12.2)
1980	414.8 (6.6)	1,631.4 (8.9)	1,988.5 (10.3)	3,881.8 (9.5)
1981	441.8 (6.5)	1,794.4 (10.0)	2,235.8 (12.4)	4,255.6 (9.6)
1982	480.8 (8.8)	1,954.9 (8.9)	2,446.8 (9.4)	4,649.7 (9.3)
1983	528.0 (9.8)	2,188.8 (12.0)	2,701.8 (10.4)	5,177.3 (11.3)
1984	558.5 (5.8)	2,371.7 (8.4)	2,995.0 (10.9)	5,926.9 (14.5)

注: 1) M1, M2, M3, 負債は当該年12月の月中平均値。季節調整済み。

2) 負債は国内非金融部門負債総額。

資料: 1976年まで *Economic Report of the President*, 1985, Table-61; 1977年以降は *Federal Reserve Bulletin*, November 1985, A-13 および *Economic Indicators*, September 1985, p. 26.

正されて、現行のM1, M2, M3となった。新定義によるM1, M2, M3はFRBによって遡って推計・発表されているので、1983年以降信用集計量として使用されている国内非金融部門負債総額とともに掲げたのが第1表である。なお対前年変化率を算出して括弧の中に示した。

M1の構成は現金通貨、要求払預金、非銀行発行者の旅行者小切手、およびその他の小切手振出し可能預金であり、NOW, スーパーNOW, シェア・ドラフト勘定等はM1に含められる。M2の構成はM1に加えて、貯蓄預金、小口定期預金、オーバーナイトRP, オーバーナイトユーロダラー預金、ブローカー・ディーラーおよび一般向けMMMFであり、MMDAはM2に含められている。M3の構成はM2に加えて、大口定期預金、ター

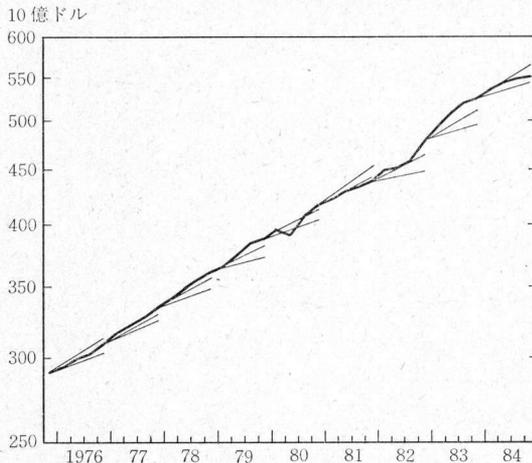
ム物 RP, ター物ユーロダラー預金, 機関投資家向け MMMF である。

したがって M1 の構成成分である小切手振出し可能預金(たとえば NOW 勘定)から MMDA への資金移動が起これば, M1 の総額は減少するが, M2 の総額は不変である。このように新金融商品による資金移動は狭義の M1 に最も大きく影響し, 広義の M2, M3 になるほど, その影響は少なくなる。

連邦準備は従来 M1 は決済性残高であり, 名目 GNP と最も関係が深いという理由で, M1 の増加率を金融政策の目標値として重視してきたが, M1 の増加率が金融革新の影響によって予期せざる動きをし目標値からはずれ易いので, 1982 年に M1 よりも M2, M3 の動きを重視するようになった。

このような連邦準備の政策方針について CEA は 1985 年版年次報告で「利用しうる貨幣集計量と信用量のうち M1 が経済活動とインフレに最も密接にして確かな関係をもっていることが論証されている。M1 の目標値を主たるものとみなし, 他のものは補足的とみるのが最もよい<sup>9)</sup>」と批判し, M1 の実績値と連邦準備の目標値とを比較した第 1 図を掲げている。この図は M1 の定義変更に伴い, 新 M1 と旧 M1 の差を反映するように調整されているそうであるが, 調整内容の記述はな

第 1 図 M1 の実績値と連邦準備の目標範囲



注: 1) 毎日の数値の平均, 季節調整済み。

2) 目標範囲は各第 IV 4 半期から第 IV 4 半期のくさび型を示す。

出所: *Economic Report of the President*, 1985, p. 53.

い。CEA は第 1 図を基にし, 1977 年から 1979 年の M1 の実績値が, 連邦準備の目標範囲(くさび型で示されている)をこえていることを指摘し, それがインフレを助長したと考えている。M1 の実績値が目標範囲をこえたのは, CEA によれば連邦準備がフェデラル・ファンド・レートをその目標範囲内に収めようとした結果であって, 1977~1979 年の金利上昇圧力のもとでは, フェデラル・ファンド・レートの目標値をすみやかに引き上げるべきであったと批判している。

また M1 の実績値が目標値を下回った 1981 年については, 「1981 年 7 月の景気循環のピークの後, 金利は一般的に下降していた」のに, 連邦準備は「金利下降圧力を緩和する政策をとり貨幣増加を減速した。1981 年末には貨幣ストックは年初に発表された目標範囲を下回った<sup>10)</sup>」と批判している。しかしこの批判は説得的ではない。1981 年は MMMF が爆発的に増加した年であり, MM MF の残高は 1980 年 12 月(月中平均, 以下同じ)の 768 億ドルから 1981 年 12 月の 1,886 億ドルに増加している。すなわち 1981 年の MMMF の増加は 1,118 億ドルに達するのである。この MMMF の増加の大部分は, 競争的な他の金融資産からの資金移動である。MMMF と他の高利の金融資産の影響を受けて, M1 の主要な構成成分である要求払預金は 1980 年 12 月の 2,657 億ドルから 1981 年 12 月の 2,352 億ドルに減少した。この 305 億ドルの要求払預金の減少が M1 の増加率を低めた大きな要因である。

連邦準備は 1981 年の貨幣集計量の目標範囲を設定した時に, MMMF のこれほどの増加を見込むことができなかつたのはやむをえない。「完全雇用・均衡成長法」でも, 議会に報告された「貨幣・信用集計量の増減範囲に関する目的とプラン」は, 連邦準備制度理事会と公開市場委員会が, 状況の変化のために達成できないか, あるいは達成すべきでないかを決意した場合にも, その達成が要請されていると解すべきではない<sup>1)</sup>(第 108 条(a))とわざわざ断っている。しかしその場合には連邦準備は目的とプランの変更の理由を議会に報告し

9) *Economic Report of the President*, 1985, p. 54.

10) *Ibid.*, 1985, p. 53.

なければならぬ。

金融革新下においては既に述べたように貨幣集計量のうち最狭義のM1が最も大きな影響を受けることは否定すべくもない。M1に関しては、1974年を境に貨幣需要関数がシフトしていることが多くの計量経済学的分析によって明らかにされている。そのこととも関連して、ここでは貨幣の所得速度の動きをみてみよう。

M1の所得速度は第2表で示されているように1960年の3.57から1981年の6.69までほぼ一貫して上昇している。この22年間のM1の所得速度の増加率は平均3.1%である。しかし1982年と1983年についてはM1の所得速度は低下し、その減少率は1982年4.5%、1983年2.0%となっているから、1960~1984年の25年間をとると平均増加率はやや低まり2.6%となる。いずれに

第2表 貨幣の所得速度とその変化率  
および負債の対GNP比率

	GNP		GNP		負債 GNP %
	M1	M2	M3		
1960	3.57 (3.2)	1.62(-1.2)	1.61(-1.2)		141.9
1961	3.58 (0.3)	1.56(-3.7)	1.54(-4.3)		145.2
1962	3.79 (5.9)	1.56 (0)	1.52(-1.3)		144.2
1963	3.86 (1.8)	1.52(-2.6)	1.47(-3.3)		145.9
1964	3.94 (2.1)	1.50(-1.3)	1.44(-2.0)		146.5
1965	4.08 (3.6)	1.50 (0)	1.43(-0.7)		145.1
1966	4.35 (6.6)	1.58 (5.3)	1.50 (4.9)		141.5
1967	4.32(-0.7)	1.53(-3.2)	1.44(-4.0)		143.5
1968	4.38 (1.4)	1.54 (0.7)	1.44 (0)		142.2
1969	4.59 (4.8)	1.60 (3.9)	1.53 (6.3)		141.0
1970	4.58(-0.2)	1.58(-1.3)	1.47(-3.9)		143.1
1971	4.67 (2.0)	1.51(-4.4)	1.39(-5.4)		144.3
1972	4.71 (0.9)	1.47(-2.6)	1.34(-3.6)		144.6
1973	4.99 (5.9)	1.54 (4.8)	1.35 (0.7)		143.7
1974	5.17 (3.6)	1.58 (2.6)	1.34(-0.7)		145.2
1975	5.32 (2.9)	1.51(-4.4)	1.32(-1.5)		146.6
1976	5.53 (3.9)	1.48(-2.0)	1.31(-0.8)		146.3
1977	5.72 (3.4)	1.49 (0.7)	1.30(-0.8)		145.1
1978	5.96 (4.2)	1.56 (4.7)	1.31 (0.8)		145.9
1979	6.22 (4.4)	1.61 (3.2)	1.34 (2.3)		146.6
1980	6.34 (1.9)	1.61 (0)	1.32(-1.5)		147.5
1981	6.69 (5.5)	1.65 (2.5)	1.32 (0)		143.9
1982	6.39(-4.5)	1.57(-4.8)	1.25(-5.3)		151.5
1983	6.26(-2.0)	1.51(-3.8)	1.22(-2.4)		156.7
1984	6.56 (4.8)	1.54 (2.0)	1.22 (0)		161.8

- 注: 1) GNPは商務省発表の歴年の時価表示を使用。  
2) M1, M2, M3, 負債はFederal Reserve Boardの12月  
月中平均値(第1表)を使用。  
3) ( )内は変化率, %。

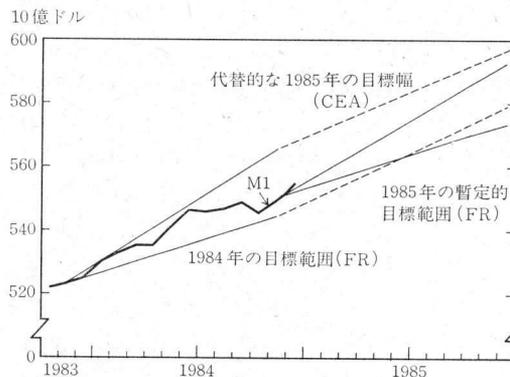
してもM1の所得速度はかなりのスピードで上昇していることがわかる。これに対し、M2の所得速度は1960年の1.62から1984年の1.54に低下しているとはいえ、かなり安定的である。この25年間の変化率は平均-0.2%である。M3の所得速度は1960年の1.61から1984年の1.22と下降趨勢を示し、この25年間の平均変化率は-1.1%である。

1981年のM1の所得速度が6.69と最高で1980年よりも5.5%も高くなっているのは、前述したようにM1の増加がMMMF等の影響で小さかった(第1表参照)ことを主として反映している。それとは逆に1982年と1983年のM1の所得速度の低下は、金利低下に伴うMMMFからの資金還流やスーパーNOW勘定の開設等によって同年中にM1が大きく増加した(第1表参照)ことを反映している。

金融政策の運営目標として貨幣集計量の増加率を設定する場合、その貨幣集計量の所得速度の動きが安定的であるか、予測可能なものであることが望ましい。近年におけるM1の所得速度の動きをみても、金融革新下ではM1とGNPとの関係は安定的でないことがわかる。

連邦準備の貨幣・信用集計量の目標値の設定に関しCEAが批判しているもう1つの点がある。第2図にみられるようにM1の1985年の目標範囲4~7%は、その前年の1984年第IV4半期の3ヵ月平均実績値をベースにして設定される。その

第2図 1985年の代替的なM1目標範囲



- 注: 毎日の数値の平均。季節調整済み。  
出所: *Economic Report of the President*, 1985, p. 61.

第3表 名 目 金 利

(単位: %)

	国 債			社 債 Aaa	コマーシャル・ペーパー - 6 ヶ月	プライム・ レート	ニューヨー ク連銀の公 定歩合	フエデラ ル・ファン ド・レート
	3 ヶ月	3 年	10 年					
1960	2.93	3.98	4.12	4.41	3.85	4.82	3.53	3.22
1961	2.38	3.54	3.88	4.35	2.97	4.50	3.00	1.96
1962	2.78	3.47	3.95	4.33	3.26	4.50	3.00	2.68
1963	3.16	3.67	4.00	4.26	3.55	4.50	3.23	3.18
1964	3.55	4.03	4.19	4.40	3.97	4.50	3.55	3.50
1965	3.95	4.22	4.28	4.49	4.38	4.54	4.04	4.07
1966	4.88	5.23	4.92	5.13	5.55	5.63	4.50	5.11
1967	4.32	5.03	5.07	5.51	5.10	5.61	4.19	4.22
1968	5.34	5.68	5.65	6.18	5.90	6.30	5.16	5.66
1969	6.68	7.02	6.67	7.03	7.83	7.96	5.87	8.20
1970	6.46	7.29	7.35	8.04	7.71	7.91	5.95	7.18
1971	4.35	5.65	6.16	7.39	5.11	5.72	4.88	4.66
1972	4.07	5.72	6.21	7.21	4.73	5.25	4.50	4.43
1973	7.04	6.95	6.84	7.44	8.15	8.03	6.44	8.73
1974	7.89	7.82	7.56	8.57	9.84	10.81	7.83	10.50
1975	5.84	7.49	7.99	8.83	6.32	7.86	6.25	5.82
1976	4.99	6.77	7.61	8.43	5.34	6.84	5.50	5.04
1977	5.27	6.69	7.42	8.02	5.61	6.83	5.46	5.54
1978	7.22	8.29	8.41	8.73	7.99	9.06	7.46	7.93
1979	10.04	9.71	9.44	9.63	10.91	12.67	10.28	11.19
1980	11.51	11.55	11.46	11.94	12.29	15.27	11.77	13.36
1981	14.03	14.44	13.91	14.17	14.76	18.87	13.42	16.38
1982	10.69	12.92	13.00	13.79	11.89	14.86	11.02	12.26
1983	8.63	10.45	11.10	12.04	8.89	10.79	8.50	9.09
1984	9.58	11.89	12.44	12.71	10.16	12.04	8.80	10.22

資料: *Economic Report of the President*, 1985, Table-66 および *Federal Reserve Bulletin*, November 1985, A-24.

実績値が1984年2月に設定された目標範囲から外れていてもそうである。このような目標値の設定の仕方はベース・ドリフトが起きるとCEAは批判し、その代替策としてベースは前年の第IV4半期の目標範囲の中位点でなければならないという。またCEAによれば、連邦準備が1985年について設定したM1の目標範囲4~7%は、その中位点である5.5%という目標増加率を中心とした帯であるといえる直すことができる。したがって、M1を第2図の実線で示されるくさび型の内ではなく、破線の帯内に維持することになる。

連邦準備は1985年2月の議会報告以後、貨幣集計量の目標範囲をこれまでのくさび型に加えて、CEAのいう帯状を加えて表示しているが、前年の第IV4半期の実績値をベースにすることは変えない。

## IV 最近の金利動向

1960年から1984年に至る米国の主要金利の動きをみると第3表のとおりである。1979年以降各種の名目金利は急上昇し、1980年から1982年に至る3年間には、短期金利から長期金利に至るまで、10%をこえる2桁金利となっている。

近年における金利上昇の主要な要因として次の4点を挙げる事ができる。

(1) 1979年以降2桁のインフレ率が生じ、予想物価上昇率が高まり、それがフィッシャー効果で名目金利を押し上げた。

(2) インフレ抑制のため金融引締め政策が行われた。連邦政府の政策方針としても貨幣増加率の漸減が打ち出され、連邦準備も1979年10月以降の新金融

調節方式に基づき、貨幣集計量の増加率を目標値の範囲内に収めるように努めた。このような金融引締め政策が金利を上昇させた。

(3) 近年財政赤字が累増し、国債が増発された。国債総額の対GNP比率をみると、1960年度の58.4から1974年度の35.2まで低下し続けていたのに、1975年度から反転している。1979年度から1981年度にかけては、その比率はやや低下したが、1982年度37.7、1983年度42.9、1984年度44.0と再び急上昇している。連邦政府の信用需要の増加が金利上昇の大きな要因となっていることは疑いない。

(4) 米国の貿易収支は赤字続きで、国際収支は悪化した。国際収支赤字緩和のため高金利による海外資本の流入が意図された。

1980年から1982年に至る歴史的な高金利状態は、

第4表 実質金利

(単位: %)

	国債			社債 Aaa	コマース ・ペーパー -6ヵ月	プライム・ レート	ニューヨー ク連銀の公 定歩合	フェデラ ル・ファン ド・レート
	3ヵ月	3年	10年					
1960	1.33	2.38	2.52	2.81	2.25	3.22	1.93	1.62
1961	1.37	2.53	2.87	3.34	1.96	3.49	1.99	0.95
1962	1.66	2.35	2.83	3.21	2.14	3.38	1.88	1.56
1963	1.95	2.46	2.79	3.05	2.34	3.29	2.02	1.97
1964	2.24	2.72	2.88	3.09	2.66	3.19	2.24	2.19
1965	2.23	2.50	2.56	2.77	2.66	2.82	2.32	2.35
1966	2.02	2.37	2.06	2.27	2.69	2.77	1.64	2.25
1967	1.44	2.15	2.19	2.63	2.22	2.73	1.31	1.34
1968	1.14	1.48	1.45	1.98	1.70	2.10	0.96	1.46
1969	1.31	1.65	1.30	1.66	2.46	2.59	0.50	2.83
1970	0.54	1.37	1.43	2.12	1.79	1.99	0.03	1.26
1971	0.05	1.35	1.86	3.09	0.81	1.42	0.58	0.36
1972	0.77	2.42	2.91	3.91	1.43	1.95	1.20	1.13
1973	0.81	0.72	0.61	1.21	1.92	1.80	0.21	2.50
1974	-3.08	-3.15	-3.41	-2.40	-1.13	-0.16	-3.14	-0.47
1975	-3.30	-1.65	-1.15	-0.31	-2.82	-1.28	-2.89	-3.32
1976	-0.78	1.00	1.84	2.66	-0.43	1.07	-0.27	-0.73
1977	-1.18	0.24	0.97	1.57	-0.84	0.38	-0.99	-0.91
1978	-0.44	0.63	0.75	1.07	0.33	1.40	-0.20	0.27
1979	-1.22	-1.55	-1.82	-1.63	-0.35	1.41	-0.98	-0.07
1980	-2.01	-1.97	-2.06	-1.58	-1.23	1.75	-1.75	-0.16
1981	3.66	4.07	3.54	3.80	4.39	8.50	3.05	6.01
1982	4.56	6.79	6.87	7.66	5.76	8.73	4.89	6.13
1983	5.41	7.23	7.88	8.82	5.67	7.57	5.28	5.87
1984	5.32	7.63	8.18	8.45	5.90	7.78	4.54	5.96

注: 1) 名目金利より消費者物価指数の対前年上昇率を差し引いて算出。

資料: *Economic Report of the President*, 1985, Table-66 および *Federal Reserve Bulletin*, November 1985, A-24.

1981年をピークとして、1983年から下降に向った。これは主としてインフレ上昇率の低下を反映しているが、物価上昇率を差し引いた実質金利でみると、1983年と1984年の実質金利は非常に高いことが第4表によってわかる。実質金利を算出するにあたり、GNPデフレーターと消費者物価指数の対前年上昇率を使用した。ここでは消費者物価指数を使用したものだけを掲げてある。「完全雇用・均衡成長法」では価格に関する尺度として消費者物価指数を取り上げているからである。1980年までは名目金利は高かったとはいえ、実質金利は低く、マイナスの値になっているものが多い。名目金利がピークを示した1981年については、実質金利も飛躍的に上昇しているとはいえ、1982年以降の実質金利と比較すれば、なお低いことが注目される。1983年と1984年の名目金

利はそれぞれ前年と比べて低下しているが、実質金利は1981年と1982年よりもさらに一段と高くなっている。このことは物価上昇率が低下したにもかかわらず、その低下ほど名目金利が下がらなかったことを意味する。CEAは1985年年次報告で実質金利を高めている要因について、「金融引締め、多額の財政赤字、新規事業投資に対する高い実質収益率がそれぞれどの程度実質金利に影響を及ぼしているかをえり分けることは難しい。しかしながら1981~1984年の全期を通じて、なかでも1983年と1984年の景気回復期については疑いなく新規事業投資のより高い収益率の影響によるものと思われる」<sup>11)</sup>と述べ、実質金利の上昇の最大の要因を、投資に対する実質収益

率の上昇に求めている。

一方議会筋では実質金利の高いことが、経済成長を阻害し、高水準失業を生んだ原因であるという主張を生み、そのような金利の上昇をもたらした金融政策の運営に不満が表明された。同時に金融革新と金融自由化は、金融政策の目標値として貨幣集計量の増加率を使用することに疑問を生じさせた。そこで議会でも連邦準備は実質金利の目標値を設定し、貨幣集計量の目標値を補足すべきであるという主張が生じ、具体的提案となって審議された。特に上院法案S. 2807は「正の実質短期金利の年々の目標値」を設定し、公表することを要請し、また下院法案H. R. 6967は長期金利を強調し、大統領がすべての金融政策をコメントす

11) *Economic Report of the President*, 1985, p. 35.

ることを義務づけている。さらに1982年12月23日に修正された形で通過した上院合同決議案は「連邦準備制度理事会と公開市場委員会は、経済成長を促進し、現在の耐え難い失業水準を引き下げよう十分な低い金利水準を達成し、維持するのに必要な措置をとるべきこと」<sup>12)</sup>を要請した。

ここで注意すべきは金融政策の目標値として設定されるべき実質金利は、物価上昇率を差し引いて計算される実現実質金利ではなく、その時々々の名目金利から予想物価上昇率を差し引いた予想実質金利でなくてはならないことである。したがって実質金利が金融政策の目標値として適当であるとしても、予想実質金利を連邦準備は正確に測定できるのか、また測定できたとしても、現在の金融政策手段で、それを実現できるのかという疑問が提出された。

実質金利を目標値として設定することに対し、学者側の賛成意見は少ないし、議会法案も成立していない。しかし他方金融革新、金融機関の規制緩和および貨幣需要の不安定性を考慮して、連邦準備が金融政策を策定するうえで、実質金利の推計を情勢変数として監視し、使用するべきことを示唆する見解<sup>13)</sup>もある。

## V 目標値としての信用集計量

貨幣集計量よりもはるかに広範囲の金融資産を含む信用集計量の増加率を金融政策の目標値として設定すべきことを積極的に主張する学者の1人にベンジャミン・フリードマン(Benjamin Friedman)がいる。彼は信用集計量として米国の非金融部門の借り手の総負債残高として定義される「総純信用」を取り上げる。総純信用のGNPに対する比率は第2次大戦後ほとんど趨勢的变化はなく、わずかの上下変動を示しただけである。その理由は戦後における民間負債の趨勢的上昇は、

経済活動との相対関係での政府債の低下によって相殺され、他方景気後退期における政府債の増加は、民間借入れの減少によって大部分相殺されたからである。このような広義の信用とGNPとの安定的関係は、戦後に限られたわけではなく、過去60年間にわたって本質的に同じであるとフリードマンはいう<sup>14)</sup>。その例証として総純信用のGNPに対する比率は1981年末において143%であり、それは1921年末と全く同じであることを挙げている。

フリードマンは、信用集計量を貨幣集計量に代るものとして提案しているのではなく、両方の目標値を併用する2目標政策フレームワークの採用を勧告しているのである。「完全雇用・均衡成長法」は貨幣・信用集計量の目標値を議会に報告することを連邦準備に義務づけている。連邦準備は信用集計量として当初銀行信用を発表してきたが、金融政策の目標値としてそれを重視することはなかった。しかし1983年2月16日の議会報告のなかで、信用集計量に関して初めて国内非金融部門負債総額を取り上げ、1983年の増加率の範囲を8.5~11.5%と推計した。その後の議会報告では信用集計量の目標値として国内非金融部門負債総額の増加率が使用されている。連邦準備の定義によれば、この概念は民間非金融部門と連邦・州・地方政府の国内・海外借入れを含むが、海外部門の国内借入れは含まないとなっているから、フリードマンの総純信用の定義と同じと思える。

連邦準備が1959年に遡って発表している国内非金融部門負債総額を使用し対GNP比率を算定すると前掲第2表第4欄のとおりである。1981年は143.9%で、フリードマンのいう143%にほぼ等しく、1960年以降1981年までは140%台で安定的である。しかし1982年以降は急上昇していて、1982年151.5%、1983年156.7%、1984年161.8%となっている。

12) G. J. Santoni and Courtenay C. Stone, "The Fed and the Real Rate of Interest," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, December 1982, p. 8 による。

13) たとえば Carl E. Walsh, "Should the Federal Reserve Establish a Real Interest Rate Target?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, June 1983, p. 33 参照。

14) Benjamin M. Friedman, "Using a Credit Aggregate Target to Implement Monetary Policy in the Financial Environment of the Future," *Federal Reserve Bank of Kansas City, Monetary Policy Issues in the 1980s*, 1982, pp. 232-33.

連邦準備が議会で報告した国内非金融部門負債総額の1984年の目標範囲は8~11%であった。実績値は前掲第1表第4欄に示されているように、1983年12月~1984年12月について14.5%であり、FRB年次報告によると1983年第IV4半期~1984年第IV4半期について13.4%である。いずれにしても連邦準備の目標範囲の上限をかなりこえている。FRBはその理由として、(1)民間非金融部門の合併関連借入れが異常に増加し、それが負債総額の増加率を約1%ポイント押し上げたこと、(2)連邦債務の増加は約16%で、経済拡張の第2年目としては絶対額でも、対所得比率でも未曾有のものであったことを挙げている<sup>15)</sup>。フリードマンのいうようには、政府部門の赤字の拡大は民間部門の負債の相殺的減少をもたらさなかったわけである。このように少なくとも最近の動向からみれば、フリードマンの主張にもかかわらず、広義の信用集計量のGNPに対する安定的関係も疑わしいといわざるをえない。

これまで論じてきたように、米国の金融政策はいろいろの難しい問題に直面している。それは、金融革新が急速に進んでいるにもかかわらず、金融革新下における金融政策の在り方が理論的に解明されていないことに根差している。貨幣集計量の増加率を金融政策の運営目標として設定することは、貨幣集計量の増加率と名目GNPの増加率の間に安定的関係があってはじめて意味がある。金融革新下にあっては、そのような安定的関係は望めないように思われる。

最後に最近の米国の金融政策と関連して、問題

点を2,3指摘しておきたい。

1. 「完全雇用・均衡成長法」では、インフレ抑制と失業率の低下は矛盾しない方法で行われるべきであるとされており、レーガン政権下のCEAの見解でも、それは可能であるはずであった。ところが経済実績をみると、インフレ率はなるほど低下したが、それは高水準失業という大きな犠牲を払ってのことであった。インフレ心理を鎮静化するために、高水準失業はやむをえなかったと考えられるだろうか。この点は「完全雇用・均衡成長法」の立法精神に照らして検討を要する問題である。

2. 連邦準備は大統領の短期経済目標と両立する貨幣集計量の目標値を設定し、その目標値を達成するために金融政策を運営することになっている。しかし経済実績は大統領の短期経済目標と大きな乖離を示している。そのことは金融政策の責任のみに帰しえないことはいままでもない。しかし金融政策の問題として考えた場合に、連邦準備の設定する貨幣集計量の目標値と、大統領の短期経済目標の間の因果関係はこれまで必ずしも明確にされていない。貨幣集計量の目標値の設定の意味はなにか、改めて問い直す必要がある。

3. 議会で金融政策の運営に関して、連邦準備に不満が表明され、連邦準備改革案が再び取り上げられている。しかし金融革新下で、貨幣需要関数が不安定な状態のもとで、貨幣集計量の増加率を目標値とする金融政策の運営には限界があるように思えてならない。金融革新下では、連邦準備は貨幣の増加率以外にも、金利やその他の諸指標を勘案し、金融政策をより弾力的に運営すべきであろう。

15) Board of Governors of the Federal Reserve System, *71st Annual Report 1984*, 1985, p. 17.