

「アコード」・ビルズ・オンリー政策・ 国債市場の「自由化」

池 島 正 興

I は じ め に

1951年3月、財務省と連邦準備制度との間に「アコード」が成立し国債価格支持政策が撤廃された。そして、国債価格支持政策の撤廃以後の公開市場政策のあり方を検討するために、連邦公開市場委員会に特別小委員会が設けられた。1953年3月には連邦公開市場委員会はこの「国債市場に関する特別小委員会報告」に基づいて、次の3項目の基本方針を決定した。1) 公開市場操作の対象を短期国債に限定すること。2) 財務省の資金調達の間中では、国債の借り換えと新規発行に関連する国債を購入しないこと。3) 公開市場操作は信用政策を実施する目的のためにのみ行なわれるべきであって、国債の価格と利回りの一定のパターンを支える目的のためには行なわれないこと。これらの決定の採択とともに、公開市場執行委員会に対する「国債市場の秩序ある状態の維持」という従来の指令は、「混乱した状態の是正」という指令に変更された。

公開市場操作の対象を短期国債（事実上ビル）に限定したこと（いわゆるビルズ・オンリー政策）は多数の論者からの批判を招き、ビルズ・オンリー

政策をめぐる⁽¹⁾1950年代には金融理論の分野で最大の論争が展開された。ビルズ・オンリー政策のとりわけ金融政策上の有効性をめぐる活発な「論争の発展過程で、(1) 金融政策のインパクトの経路の問題、(2) 長短金利構造の問題、(3) 金融政策のインディケーターの問題などが提起され、それらは1960年代の金融理論の主要なテーマとなり、飛躍的な発展をみた⁽²⁾」ことは疑うべくもない。しかし小論はこの論争には深く立入らない。ビルズ・オンリー政策をめぐる問題やその評価は、もとよりその金融政策上の有効性の是非につきるものではないし、またその点にとどまってはならないと考えるからである。

連邦公開市場委員会のビルズ・オンリー政策の採用の積極的な動機、公開市場操作をまさにビルズ・オンリーたらしめる主要な理由は、ビルズ・オンリー政策の擁護者が強調したように、「連邦準備制度自身のオペレーションから結果するかもしれない国債市場の混乱を最小限にとどめることにより国債市場の技術的機能の改良の促進をはかる⁽³⁾」という点にあった。実際、本文で見るように、「特別小委員会の報告の力点は、国債市場の技術的パフォーマンスを改良する必要のところに置かれているのであり、ビルズ・オンリー政策の金融統制に対する影響の問題に関しては、むしろほとんど注意が払われていないのである。⁽⁴⁾」

とすれば、われわれがビルズ・オンリー政策の基本的性格やその真の意図を明らかにしようとするならば、特別小委員会の報告で強調されている連邦

(1) ビルズ・オンリー政策をめぐる論争点は多岐にわたるが、Daniel S. Ahern, *Federal Reserve Policy Reappraised, 1951-1959*, 1963 に、またわが国では三木谷良一, 1950年代における米国の公開市場政策——とくに Bills Only Policy をめぐる論争——, 神戸大学『経済学研究』年報18, 1971年に詳しい。

(2) 三木谷良一, 前掲書, 184-185ページ。

(3) Winfield W. Riefler, Open Market Operations in Long Term Securities, *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 44, Nov. 1958, p. 1273.

(4) Deane Carson, The Bills Only Doctrine in Retrospect, in Michel J. Brennen, ed., *Patterns of Market Behavior*, 1965, p. 159.

準備制度の「最小限介入」＝国債市場の「自由化」＝国債市場の強化という主張の検討に焦点を合わせつつ、その中でビルズ・オンリー政策を位置づけ考察することが必要となってくると思われる。

国債市場の「自由化」を主要目的とする1953年の連邦公開市場委員会の一連の決定が「アコード」の具体化としての性格をもつものである以上、小論は、われわれが既に試みた「アコード」評価の基本視角を継承し、資本とりわけ銀行資本の蓄積政策との関連の中で、ビルズ・オンリー政策がその要をなす国債市場の「自由化」の政策的課題を評価しようとするものである。

われわれは、「アコード」の成立＝国債価格支持政策の撤廃を財務省と連邦準備制度との政策的対立の視角から金融政策の「復活」として把握する通説的見解を排し、「アコード」が銀行資本の「金利引上げの自由」の回復の要求を積極的に反映する側面をもつものであることを強調した。⁽⁵⁾そしてやや結論を先取りして言うならば、国債市場の「自由化」はこの「金利引上げの自由」の回復とともに、これとまさに表裏一体の関係をなす国債取引によるキャピタル・ゲインの「獲得の自由」を制度的に保障しようとするものである。したがって小論は、前稿では十分に論及されえなかった「アコード」の側面をも明るみに出し、「アコード」評価をより十全なものにする意味あいをも持つものである。われわれが「アコード」評価の基本視角を継承しつつ、「アコード」と国債市場の「自由化」との連関性、一体性を明らかにすることは積極的な意味をもつ。

というのは、「アコード」評価の通説的な見解に基づくならば、本文で示されるように、国債市場の「自由化」の主張は「アコード」に矛盾しその基本精神から逸脱するものと把握されざるをえず、そして連邦準備制度によるビルズ・オンリー政策や国債市場の「自由化」の決定をせいぜい国債価格支

(5) 拙稿、国債発行と資本蓄積——「アコード」評価に関連して——、『経済論叢』第123巻第1・2号、昭和54年12月号を参照。

持政策に対する金融当局の反動として好意的に理解するか、もしくは「アコード」とは全く関係のない別の次元にその理由を見い出さざるをえないからである⁽⁷⁾。これらの理解にとどまる限り、連邦準備制度が大方の批判を予想しつつも、強引な理由づけであえて国債市場の「自由化」を主張した積極的な理由、国債市場の「自由化」の登場のいわば歴史的必然性、その真の政策的意図を明確に把握しえないと思われるからである。

以下われわれは、「国債市場に関する 連邦公開市場委員会特別小委員会報

(6) この見解は具体的には次の主張をさす。「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月のアコードによってこの振子を主目的に引戻すことに成功したが、引戻された振子はビルズ・オンリー政策によってそのまま固定された。ビルズ・オンリードクトリンは、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、ビルズ・オンリー政策はあらわれなかったと思われる。」伊東政吉『アメリカの金融政策』岩波書店、1966年、105ページ。基本的に同様の見解が、吉川光治、最近の連邦準備政策に関する一考察——とくにビルズ・オンリー・ポリッシーとの関連において——、『バンキング』213、1965年、井田啓二『国債管理の経済学』第6章「景気順応型国債管理政策とビルズ・オンリー政策論理の展開」新評論、1978年、等に示されている。

(7) 種々の見解があるが、例えば、W. L. スミスは連邦準備制度がビルズ・オンリー政策を採用した理由について次の見解を示している。「これらの理由のあるものは経済哲学の問題であり、あるものは国債市場の技術的オペレーションに関連しており、またあるものは連邦準備制度の行政的手続に係っている。」Warren L. Smith, *Debt Management in the United States*, J.E.C. Study Paper No. 19, 1960, p. 120. また D. カーソンは連邦準備制度理事会とニューヨーク連邦準備銀行との権力闘争や連邦準備制度による議会からの批判の回避などの政治的理由をあげ (Carson, *op. cit.*, pp. 155—161 を参照)、H. ジョンソンは連邦準備制度が金融界との対立を回避しようとしたことをその理由としている (Harry G. Johnson, *Monetary Theory and Policy*, *American Economic Review*, Vol. 52, No. 3, 1962, p. 374 を参照)。

「アコード」・ビルズ・オンリー政策・国債市場の「自由化」(池島) (389) 5
(8) 告」(以下単に「報告」と略す)と、(9)「報告」が「かなりの影響を受けた」と
している、特別小委員会の委員の一人である H.クラフト Craft 氏の手に
なる、(10)“Ground Rules”のタイトルが付けられた覚え書の主張に沿いつつ
批判的検討を加え、従来の論議が見落していた側面に新たな解明の光をあて
ていくことにしよう。

II 特別小委員会報告の基本的課題とビルズ・ オンリー政策

「報告」はその序文で基本的課題を提示している。要約的に示すならば、
それは次のように述べられうる。

今や大量の国債が多数の金融機関や事業会社によって投資・保有されてお
り、あらゆる資金の需給の変化は即座に国債市場に反映されている。このも
とでは、商業銀行の準備の増減を通じて金融市場や経済全体の流動性を統制
する公開市場操作の役割はますます高められざるをえない。しかし、公定歩
合や支払準備率の操作に比べて金融政策のより弾力的かつ効果的な手段とし

(8) Federal Open Market Committee Report of ad hoc Subcommittee on the Government Securities Market, Nov. 12, 1952 は U.S. Cong., Joint Committee on the Economic Report, Subcommittee on Economic Stabilization, *United States Monetary Policy: Recent Thinking and Experience, Hearings*, 1954, pp. 257—286 に集録されている。以下引用する場合には、上記聴聞会を *Flanders Committee Hearings*, 同「報告」を *Ad hoc Subcommittee Report* と略す。

(9) *Ad hoc Subcommittee Report*, p. 269.

(10) これは *Ad hoc Subcommittee Report* の付属文書として *Flanders Committee Hearings*, pp. 293—304 に集録されている。以下引用する場合には、*Ground Rules* と記す。なお国債市場に関する特別小委員会は、M. マーチン(連邦準備制度理事会議長)、A. ミルズ(連邦準備制度理事会理事)、M. ブライアン(アトランタ連邦準備銀行総裁)、H. クラフト(Guaranty Trust Co. の副頭取)の4名の委員から成り、クラフト氏は同小委員会で技術コンサルタントとしての重要な役割を与えられていた。

て優れた性質をもつ公開市場操作がその機能を十全に果たすには、深さ、広さ、弾力性⁽¹¹⁾によって特徴づけられる国債市場が必要である。単一の機関としては最大の国債保有者である連邦公開市場委員会による国債取引は、その規模の大きさまた商業銀行の国債取引力への影響力の強さからして、国債市場に重大な影響を及ぼす。したがって、「特に重要なことは、戦時財政のもとで案出され、国債市場で国債の価格と利回りのある固定的なパターンを維持するためにつくり出されてきた技術的な手続や慣行が、すでに持続的な支持行動が取り止められている今日の国債市場で、その真の深さ、広さ、弾力性の展開を妨げるあるいは麻痺させるような傾向を有しているのかどうかを確認するために再検討されることである。」⁽¹²⁾ このことが「報告」の最大の関心事であると。

それでは、国債市場の強化は従来の公開市場操作のあり方をいかなる基本方向のもとへ転換することによって達成されうと考えられているのであろうか？「より深く、より広く、より弾力的な国債市場は、公開市場勘定の介入を最小限にまで縮小することにより最もよく達成されるであろう」⁽¹³⁾ というのがその答えである。「最小限介入」が何を意味し、またなぜ国債市場の強化につながるかは、「報告」の次の主張に端的に示されている。

「特別小委員会は、専門的ディーラーが連邦公開市場委員会の意図に余り信頼を置いていないのは当然のことであり、また委員会の介入を厳格に最小限にとどめるというだけでは十全な市場の展開にとって不十分である、と判断する。いやしくも保証を与えることができるとするならば、委員会がディ

(11) 「報告」によれば、深さとは、市場価格以上および以下で現実の注文もしくは潜在的注文がスペシャリストやディーラーのもとにあることを言う。広さとは、これらの注文が巨額かつ広汎な投資家から生じていることを言う。弾力性とは、新規の注文が急激かつ予測されない価格の変動から利得を得ようとして迅速に市場に流入してくることを言う。Ad hoc Subcommittee Report, p. 265 を参照。

(12) Ibid., p. 259.

(13) Ground Rules, p. 300.

ーラーに次の保証を与えることが重要である。つまり、委員会は特定の国債価格、利回り、利回りパターンを確立する目的では直接に介入せず、現実に自由な国債市場が展開されるのを認める準備がある、という保証である。連邦準備制度が金融政策を実施するために連邦公開市場委員会による介入を必要とする場合、その介入が非常に短期の国債の売買の形態を取るならば、市場がゆゆしく混乱させられることは殆どないであろう。そのようになされるならば、ディーラーは取引が實際上非常に制限されているとは考えないであろう。特別小委員会は、そのような効果をもつ保証が与えられるならば、市場でのあらゆるセクターでの深さ、広さ、弾力性のより一層の増大に反映されるであろうと判断する。⁽¹⁴⁾」

これらの主張からまず2つのことを確認しておくことが必要である。第一に、「最小限の介入」とは、国債の市場価格(＝利回り)は市場での需要と供給の力によって決定されるべきであるとして、公開市場操作による国債価格への直接的影響を最小限に制限するような公開市場操作のあり方を意味する。国債価格の市場での「自由」な決定を保障することが「最小限介入」の目的である。ここから公開市場操作の対象を価格変動性の最も小さい最短期の国債(事実上ビル)に限定することが望ましいとされ、ビルズ・オンリー政策が採用されることになるのである。

第二に、ビルズ・オンリー政策はディーラーの活動を活発化させるがゆえに国債市場を強化すると把握されている。したがって、ここでは、国債市場を強化する鍵はとりわけディーラー活動の強化に求められることになり、ディーラー活動の強化こそがビルズ・オンリー政策の目的とされているのである。「報告」が自ら表明するように、「報告」のビルズ・オンリー政策の採用の眼目がディーラー活動の強化にあること、現段階ではこの点を確認しておこう。

以上われわれは、「報告」のビルズ・オンリー政策の導入の基本的な論理を見てきた。「報告」のこれらの主張は、特別小委員会の至上課題が「アコ

(14) *Ad hoc Subcommittee*, p. 267.

ード」の具体化にあるがゆえに、「アコード」を金融政策の「復活」として把握する論者からすれば、次の点において理解されがたい、否、容認されがたい内容を含むものである。

第一。「報告」は金融政策の目的をもっぱら商業銀行の準備の増減、いわゆる信用量の統制に限定し、国債市場への介入による長期金利および金利体系への直接的統制を除外していた。しかもこれを国債市場の強化の点から積極的に排除していた。このことは、「アコード」により金融当局が金融政策の「復活」を勝ち取り金融統制の自由を回復したにもかかわらず、その自由の一部を自ら放棄するものである。⁽¹⁵⁾

第二。金融政策の「復活」の必要は何よりも金融当局のインフレ統制機能の回復に求められた。インフレ統制を目的とするならば、「最小限介入」とは連邦公開委員会による買オペレーションの規模の最小限化をこそ意味すべきである。国債価格の市場での「自由な」決定への「最小限介入」は買オペレーションの規模の最小限化をむしろ阻害する。⁽¹⁶⁾

「アコード」を金融政策の復活と把握するならば、「報告」の主張やビルズ・オンリー政策が「アコード」と矛盾し、その基本精神から逸脱するという指摘は至当であり、われわれにも理解できることである。しかし単にビルズ・オンリー政策批判にとどまる限り、その真の政策的意図を明確に引き出すことはできない。

「報告」のねらいがビルズ・オンリー政策の採用によるディーラー活動の強化にあるとするならば、ビルズ・オンリー政策はなぜ、いかにしてディーラー活動を強化するのであろうか？「報告」の主張をさらに検討するなかで、その真の政策的意図を明確にしていこう。

(15) Ahearn, *op. cit.*, p. 47 および Alvin H. Hansen, *The American Economy*, 1957, p. 66 を参照。

(16) Smith, *op. cit.*, Note 8, p. 121 を参照。

Ⅲ ビルズ・オンリー政策と国債価格の「変動の自由」

「報告」はビルズ・オンリー政策によるディーラー活動の強化について次のように説明している。やや長くなるがそのまま引用してみよう。

「ディーラーの専門的な手腕に関する、また実際に彼らが市場に適合できるかどうかに関する一つのテストは、十分な見通しと慎重さをもって自由市場の諸要因を判断し、市場がどのように変転しようとも彼らの相対的に薄い資本マージンを維持しさらには増大させることができるかどうかにかかっている。彼らはこれがある時には彼らのポジションを取り崩したりまた買戻したりすることにより、あるいは他の国債とは足並のそろわない価格変動を呈する特定の国債に対する抜け目のない市場のさや取引によって行なっている。……しかし、予見されえず、しかも絶大な力をもつ連邦公開市場委員会の介入によって支配されがちな市場では、同程度の手腕をもってしてはこれをなすことはできない。連邦公開市場委員会は實際上無制限の資力でもって介入を支えるのであるが、そのオペレーションは他の投資家とは異なり利潤動機によって導かれるのではなく、またロスを最小限にするように強いられるわけでもない。とりわけ、そのような介入が利回りの緩慢な変化ですら資本ポジションに大きな貨幣的影響を及ぼすことになる中・長期国債市場でなされるならば、ディーラーやあるいは他の国債保有者に劇的なリスクを課すことになる。」⁽¹⁷⁾

「報告」のこの主張はやや抽象的で理解しにくいだが、M. マーチン連邦準備制度理事会議長の詳細な説明をも踏まえるならば、要するに次のことを意味するらしい。予見されえない連邦公開市場委員会の介入は (1) 強大な力をもち国債市場に支配的な影響を及ぼし (2) 他の市場参加者のようにキャピタル・ゲインを最大にしキャピタル・ロスを最小にするという利潤動機からではなくあくまで金融政策の実施の点からなされ (3) 市場参加者には大きな心理

(17) *Ad hoc Subcommittee Report*, pp. 266—267.

的効果を与える。これらは市場の不均衡を拡大し価格変動を激化させ、ディーラーのリスクを非常に大きくしディーラーが通常の機能を果たすのを困難にさせると。⁽¹⁸⁾

これらの主張で目立つのは、ビルズ・オンリー政策を正当化しようとするその論拠の強引さと粗っぽさである。その理由の一つとして、連邦公開市場委員会の行動が予見されえず、ディーラーの不確実性が強められることがあげられていた。しかし、公開市場操作の実施の決定が、いわば金融政策上の「行政の秘密」とされている以上、これを私企業であるディーラーが確実に予見でき濡れ手に粟の暴利を得るならば、これこそ重大な社会問題であると言わざるをえない——現実には種々のルートを通じて確実な予見が可能となっているかもしれないが——。それゆえ「予見できない」ということは、ビルズ・オンリー政策の採用の「正当な」理由となりえない。この予見の問題は一応除外するとしても、「報告」の主張には吟味されるべき問題が残る。

「報告」は、連邦公開市場委員会の介入が国債価格の変動を激化させ、これがディーラーのマイナス要因となることを強調した。しかし、たとえその介入が国債価格の変動を激化させると前提したとしても、その主張は片手落ちであると言わざるをえない。なぜなら、D.エイハーン Ahearn が指摘するように、介入により「長期国債の価格変動がより大きくなることが明らかとなるならば、リスクは増大するけれども市場を出し抜くことができる人々にとっては利潤機会もまた増大するであろう。この方向で努力して成功するチャンスはおそらく市場の行動様式に最も熟達した人々に、すなわちディーラーに最大となるであろう」⁽¹⁹⁾からである。国債の価格変動差益である投機利得としてのキャピタル・ゲインが国債市場参加者間の富の再分配——たとえ時間的なズレがあるとしても、一方の側でのキャピタル・ロスに対応する他方の側でのキャピタル・ゲインとして——を通じて獲得される限り、国債価格変動の激化に伴う国債市場での一般的なリスクの拡大は、国債投機者にとっ

(18) *Flanders Committee Hearings*, pp. 16—19 を参照。

(19) Ahearn, *op. cit.*, pp. 70—71.

てはとりも直さず巨額のキャピタル・ゲイン獲得機会の拡大にはかならないのである。そして“Ground Rules”が国債価格支持政策を批判したのも実はこの点に密接にかかわっていたはずである。国債価格支持政策により国債価格の「自由な変動」とりわけ「下落の自由」が阻止されたもとでは、ディーラーはブローカーとして活動することを余儀なくされ、そのため「統制された市場の当然の結果として、利潤への刺激が取り払われまた利潤が制限されているがゆえにディーラー組織の健全さが損なわれるという事態が生じた⁽²⁰⁾」と“Ground Rules”は国債価格支持政策を批判したのである。大きなリスクあるいはキャピタル・ロスの発生が一般的に回避されうる条件のもとではキャピタル・ゲインの獲得、拡大の機会もまた制限されざるをえないのである。したがって、連邦公開市場委員会による介入がたとえ国債価格の変動を激化させるとしても、それはむしろディーラーのキャピタル・ゲイン獲得の利潤機会をこそ強めるとわれわれは考えるのである。

「報告」の主張の批判的検討を通じて、われわれは問題の核心にかなり近づいてきたが、それでは、「報告」が強引な理由づけで何とかビルズ・オンリー政策を導入しようとしたその真の意図をどのように理解すればよいであろうか。われわれはまずこの問題を考える上で手がかりになると思われる2つの見解を見てみよう。

第一の見解。連邦準備制度が中・長期国債を公開市場操作の対象にすることに反対した最も現実的な理由は、連邦準備制度がそれらを取り扱うならば財務省の国債利子コストにかなりの影響力をもつことになり、これはまた財務省、議会、国民からの財務省の利子コストを軽減せよという圧力を生み出すことになり、再び国債の価格や利回りの釘付けに至るであろう、という不安⁽²¹⁾にあった。

この見解は、すでに述べたように、「アコード」をインフレ統制の回復のための金融政策の「復活」と把握した上で、金融当局が独立性を保持するた

(20) *Ground Rules*, p. 300.

(21) Ahearn, *op. cit.*, pp. 93—94 を参照。

めにはビルズ・オンリー政策を採用せざるをえなかった、という好意的理解を示すものである。しかし金利釘付けと景気局面に対応した金利統制は明確に区別されるべきである。またインフレ統制という大義名分のもとに国民世論が結集されて、金利釘付け政策（＝国債価格支持政策）が撤廃された段階において再び金利釘付け政策に復帰する可能性はきわめて小さいであろう。むしろわれわれにとって関心のあるのは、連邦準備制度が一時的な直接的金利統制すら回避しようとしたその積極的な理由、そしてこれとディーラーや国債投資家の蓄積行動との関係である。

第二の見解。連邦準備制度はその責任を基本的には議会に負っているが、議会はさまざまな利益集団を代表する議員から成る。議会には、連邦準備制度は小農民や小事業主を破滅させる銀行界の陰謀団体の片割れであるという感情が根強く残っている。金融引締め政策が小農民や小事業主を代表する議員からの強い不満を引出すことは目にみえている。議会との対立を避けるには、連邦準備制度はビルズ・オンリー政策を採用し、銀行の準備の増減にもっぱらその影響力を行使し金利統制を放棄して、金利高騰の責任を回避する⁽²²⁾ことが得策と考えた。

この見解は第一の見解とももちろん関連するが、われわれにとって関心あるのは、連邦準備制度が議会からの要求や責任追及を回避しようとした消極的理由よりもその積極的な理由である。

以上2つの見解を紹介し、われわれがさらに深めるべき点について若干のコメントをつけたが、これらの見解を手がかりとするならば、ビルズ・オンリー政策とディーラーの活動の強化について次の理解を引き出すことができる。

国債価格（＝利回り）の変動は、国債が金融市場に占めるその規模、比重からして財政の国債利子コストはもちろんのこと、市中金利にも重大な影響を及ぼさざるをえない。したがって、とりわけ金融引締め期には、財政の国債利子コストの増大からくる租税負担増や高金利に反対する中小の農業主、

(22) Carson, *op. cit.*, pp. 160—161 を参照。

国民が議会を通して連邦準備制度に、その直接的影響力を行使して国債価格の下落(=利回りの高騰)を緩和せよという圧力を強めることは当然考えられることであろう。現に、W. パットマン Patman 議員をはじめとして議会にかなりの勢力をもつ有力議員グループが、ビルズ・オンリー政策下で連邦準備制度に対して、財務省の利子コストを低減するためにできる限りその影響力を行使するように要求してきたと言われている。⁽²³⁾

これらの要求を受入れた、金融政策に基づく連邦公開市場委員会の強力な介入は、キャピタル・ゲインを最大にしキャピタル・ロスを最小にするという利潤動機に基づく国債価格の「自由な変動」とりわけ「下落の自由」を阻害する。これは金融機関の「金利引上げの自由」を妨げるとともに、国債価格を一定水準に固定し急激な下落を阻止し、国債価格の変動幅を縮小することにより、ディーラーや国債投資家による巨額のキャピタル・ゲインの獲得機会を制限する。

「報告」は連邦公開市場委員会の介入が国債価格の変動を激化させると主張した。理論的には、連邦公開市場委員会が国債市場のいかなる局面でいかなる行動を取るかによって、国債価格の変動を激化させるとも言えるし、また逆に緩和するとも言えよう。もし仮に、連邦公開市場委員会が国債価格の騰貴局面で積極的な買いオペレーションを行なうならば、それは国債価格を急騰させ国債投機を激化させて、その後の急激な国債価格の下落と異常な高金利状態をもたらすことになるであろう。その場合、連邦公開市場委員会は国債投機の激化とその後の高金利状態の現出に対して議会からきびしく責任を問われることになるであろう。そして連邦公開市場委員会が議会での要求を受入れて行動する限り、その市場支配力は国債投機者による国債価格操作力を著しく弱め、利潤動機に基づく国債価格の「自由な変動」を制限し、その変動をむしろ抑制することにならざるをえないであろう。このことは“Ground Rules”でも認められていた点であった。「明らかに、国債価格のいく分常軌を逸した運動は介入に支配される市場よりも自由市場の方におい

(23) Ahearn, *op. cit.*, p.95 を参照。

てこそ予想されうる」⁽²⁴⁾と。事実、ビルズ・オンリー政策が採用され国債市場が「自由化」された1953年以降、長期国債価格の変動はより激しくかつより頻繁になったことをつけ加えておこう。⁽²⁵⁾したがって、1953年の段階で市場性国債総額の約1割強を占めるにすぎないビルズのみを公開市場操作の対象とするビルズ・オンリー政策は、ディーラーにとって、議会による国債価格（＝利回り）の統制の手がかりを断つことにより、利潤動機に基づく国債価格の「自由な変動」を最大限保障し、キャピタル・ゲインの獲得、拡大の最大の機会を提供するものである。

しかしビルズ・オンリー政策による利潤獲得機会の拡大は単にディーラーについてあてはまるだけでなく、あらゆる国債投資家にその道を開くものである。とりわけ、1953年の段階で市中部門での市場性国債保有総額の約1割強を保有し、国債市場への大きな支配力を有する銀行資本、特に巨額の国債を保有する巨大銀行にとってビルズ・オンリー政策は決定的な意味をもつであろう。議会による要求や統制を排した国債価格の「自由な変動」は銀行資本のキャピタル・ゲインの「獲得の自由」と「金利引上げの自由」を最大限保障するからである。それゆえ、ビルズ・オンリー政策についてわれわれは次のように言い改めなければならない。ビルズ・オンリー政策はディーラーや国債投資家にキャピタル・ゲインの「獲得の自由」と、国債の最大の投資家でもある巨大銀行をはじめとする銀行資本の「金利引上げの自由」を最大限保障しようとするものである、と。

ビルズ・オンリー政策の課題をこのように理解するならば、前節で見たように、「報告」が公開市場操作の金融政策上の目的をもっぱら商業銀行の準備の統制に制限し、国債市場への直接的介入による「国債の価格や利回りの

(24) *Ground Rules*, p. 300.

(25) 「長期国債の利回りの極端な変化はビルズ・オンリー政策採用下の年度においてより頻繁であった。1953年よりも前の年では0.10%をこえる変動はなかった。他方、1953年以降ではこの数字をこえるケースが14もあり、しかもそのうちのいくつかは0.27%にものぼったのである。」Ahearn, *op. cit.*, p. 56.

水準のあらゆる人為性の確立は投資決定を妨げ不可避的に連邦準備制度の金融機関に対する貸付政策の影響力を阻害する⁽²⁶⁾」と主張し、金利体系への直接的統制を拒否したことの意味も十全に理解されうると考える。

ビルズ・オンリー政策を確立するにはさらに2つの問題を片付けなければならなかった。財務省の国債発行に対する連邦公開市場委員会の支持の問題と、執行委員会への「国債市場での秩序ある状態の維持」という指令の問題である。

IV 国債発行・流通市場の「自由化」

連邦公開市場委員会は国債発行に際し、借り換え発行の対象となる引受権利証や借り換え発行国債に類似した条件をもつ既発行国債を若干のプレミアムをつけて購入し、巨額の現金償還の回避と円滑な国債発行を保障してきた。しかし、この行動は公開市場操作の弾力性と国債市場の強化を阻害すると主張された⁽²⁷⁾。

これを根拠づける理由の一つとして、「報告」は金融統制の面から主として次のことを主張した。つまり、国債発行支持による買いオペレーションは

(26) *Ground Rules*, p. 301.

(27) その理由は次の7点である。(1)国債発行支持は全般的な信用統制を実施する上で連邦公開市場委員会の行動の自由を妨げる。(2)それは一時的に国債市場を釘付ける。(3)それは購入されるあらゆる国債を公開市場勘定のポートフォリオに凍結する傾向がある。なぜなら、一度購入された国債の売却は不可避的に国債市場の不均衡を拡大すると考えられるからである。(4)それは財務省に、投資家が求めている国債の価値や種類について誤った印象を与え、かくして借り換え・現金発行が最もうまく達成されるような発行国債についての正確な評価を排除する。(5)それは財務省が連邦準備制度の支持に過度に依存しすぎることを促進し、かくして財務省が市場によって正当と認められるよりも低い金利で借入を行うのをそのかす傾向がある。(6)それはディーラーとしてのディーラーを消滅させ、公開市場勘定のブローカーたらしめる。(7)たとえ連邦公開市場委員会が保有国債を満期になる前に売却したとしても、現金償還の回避を目的とする限り再び購入せざるをえない。*Ibid.*, p. 303 を参照。

商業銀行の準備を増大させインフレーションをもたらす。しかも一度保有された国債は、国債市場の不均衡を拡大するがゆえに売却されえず、それゆえますます累積することになり、公開市場操作の自由を奪うと。⁽²⁸⁾この主張については次のことを指摘しておこう。T. ビーアド Beard が批判するように、たとえ支持行動により商業銀行の準備を増大させたとしても、この買いオペレーションと同時に他の国債を市中に売却することにより、すなわち、スワップ取引により銀行準備の増大は相殺されうるし、実際連邦公開市場委員会は過去にそのような行動を取ってきたと。⁽²⁹⁾また、連邦公開市場委員会による売りオペレーションが国債市場を混乱させその強化を妨げるという主張の問題点については既に述べたとおりである。

国債発行支持の撤廃を金融政策の面から根拠づける理由がこのように弱いものであるのに対し、「報告」の「眼目」であるディーラーの利潤獲得機会の拡大という点からの理由づけは全く明快である。その主張は次の2点にまとめられる。

第一。連邦公開市場委員会による満期になる国債（＝引受権利証）および借り換え発行国債に類似した既発行国債の買入れは、一時的にせよ国債市場を釘付けディーラーを単なるブローカーにせしめる。そしてまた、「引受権利証の価値を連邦準備制度に売却させるのに足りるほど高く維持することは、ある投資家が、借り換えに提供される国債を獲得することを望まない他の投資家から、彼らが魅力的であると考える価格水準で引受権利証を購入するのを妨げる傾向がある。」⁽³⁰⁾すなわち、国債発行の支持は、とりわけ引受権利証の価格の「自由な変動」と国債投資家間での「自由な売買」を妨げるというわけである。

(28) *Ad hoc Subcommittee Report*, p. 269 を参照。

(29) Thomas R. Beard, *Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy, 1951—1962*, in Warren L. Smith and Ronald L. Teigen, ed., *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*, 1965, p. 419 を参照。

(30) *Gronud Rules*, p. 303.

第二。国債発行支持への財務省の過度の依存は、国債発行条件に投資家の要求を反映するのを妨げ、発行金利を市場が正当と認めうるよりも低い水準に押しとどめるきらいがある。しかし「財務省が国債を発行して資金調達しようとする場合、それは市場の状態や予想される連邦準備制度の信用政策に沿って価格付けられるべきであり、即座に市場で受入れられるのを保障できるほど充分に魅力的でなければならない。」⁽³¹⁾なぜなら、「新規発行国債につけられる利札や条件が、市場でおのずと引受権利証価値を確立しうるほどに充分に魅力的でないならば、ディーラーはアンダーライターとしては有効に機能できないというのが 特別小委員会の満場一致の意見だからである。」⁽³²⁾

これらの主張から、国債発行支持の撤廃が、連邦公開市場委員会のビル以外の国債の保有の回避によるビルズ・オンリー政策の確立の保障という点にとどまらず、より積極的な意味あいを付与されているのが分る。「報告」は、財務省の連邦公開市場委員会への依存関係を断ち切ることにより、財務省が巨額の現金償還を回避し国債発行を成功させたいならば、ディーラーや国債投資家の要求を国債発行条件に反映することを求めている。しかも、流通市場ですぐさまプレミアムを生む、あるいは市場で引受権利証の価値が確立するほど充分魅力的な条件を付けることを求めている。

これらの要求は、連邦準備制度がスワップ取引によってインフレーションの昂進を回避しつつ、議会からの要求を受入れて財政の国債利子コスト負担の軽減をはかるためにその影響力を行使する道を閉ざすことにより、国債発行条件の決定権を事実上国債投資家に委ねることに道を開こうとするものである。このことにより、国債投資家は国家財政への寄生を強めながら、国債投資から高収益を引き出すことが可能となる。そしてまた、この「報告」の主張は、「アコード」をその字句どおりに解釈するならば、「アコード」からの完全な逸脱である。「アコード」とは、「財務省と連邦準備制度は政府所要資金の調達の成功を保障し、同時に公債の換金化を最小限にするという共通

(31) *Ibid.*, p. 304.

(32) *Ad hoc Subcommittee Report*, p. 276.

の目的を促進するためになされるべき国債管理政策および貨幣政策に関して、完全なる了解に達した⁽³³⁾」という声明をさすに他ならないからである。

国債発行支持の撤廃は国債投資家に単に国債投資からの金利収益の拡大を見込ませるだけではない。「国債に対する金利はあらゆる種類の貸付・投資物件の金利と密接な関連をもち、またそれらに影響を及ぼす。」⁽³⁴⁾とすれば、ビルズ・オンリー政策が直接的な金利統制を放棄し、その金融政策上の目的をもっぱら商業銀行の信用量の統制に限ったもとでは、市中金利とりわけ長期金利は「自由に」変動する国債価格（＝利回り）と財務省の国債発行金利によって⁽³⁵⁾重大な影響を受けざるをえない。連邦公開市場委員会の国債市場支配力を排除したもとでは、市中部門での最大の国債投資家である巨大銀行を中核とする銀行資本の国債価格支配力は一段と強められざるをえないことを既にわれわれは見たが、銀行資本は発行国債への市中部門での最大の応募者⁽³⁶⁾でもある。したがって、財務省が国債投資家の要求を受け入れる限り、国債発行条件は銀行資本の要求を最大限に反映するものにならざるをえない。かくして、ビルズ・オンリー政策と連邦公開市場委員会の国債発行支持の廃止は、銀行資本の市中金利への影響力の著しい強化と「金利引上げの自由」の保障に道を開くものであると言えよう。

(33) U. S. Cong., J. C. E. R. Subcommittee on General Credit and Debt Management, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Report*, 1952, Appendix: Treasury-Federal Accord, p. 79.

(34) *Ground Rules*, pp. 301-302.

(35) 「連邦準備制度は、ビルズ・オンリー政策のもとでは金利構造が財務省の国債管理操作によって条件づけられつつ市場の力によって決定されることを容認してきた。」 Smith, *op. cit.*, pp. 119-120. また同様の指摘は、Hansen, *op. cit.*, p. 67 にも見られる。

(36) 1953-60年の期間中、財務省の投資勘定および連邦準備銀行を除いた全投資家への財務省証券・中期国債・長期国債の発行総額のうち、商業銀行には現金発行の場合で約62%、借り換え発行の場合で約51%が割当てられた。Tilford C. Gains, *Technique of Treasury Debt Management*, 1962, Table 17, p. 189より算出。

国債発行支持の撤廃はまた国債投資家に二重のキャピタル・ゲインの獲得機会を提供する。第一に、魅力的な発行国債の応募に成功した者は、何ら労なく流通市場ですぐさまプレミアム＝キャピタル・ゲインを獲得できる。第二に、このプレミアム獲得への衝動は引受権利証を格好の投機対象にするが、引受権利証の「自由な売買」と価格の「自由な変動」はキャピタル・ゲインの獲得機会を提供する。

国債発行支持の撤廃はビルズ・オンリー政策の真の政策的意図に沿いつつ、銀行資本の「金利引上げの自由」の一層の保障と巨大銀行やディーラーをはじめとする国債投資家のキャピタル・ゲイン獲得機会の一層の拡大を意図するものである。

ビルズ・オンリー政策を確立するには国債発行支持の撤廃が不可欠の条件となるわけであるが、ビルズ・オンリー政策を遂行する限り、国債発行支持の問題は生じない。なぜなら、他の種類の国債とは異なり「ビルは競争入札制で現金発行され満期時には現金で償還される。したがって、発行の時にも償還の時にもビルは連邦公開市場委員会にとっての国債発行支持の問題や財務省にとっての摩擦的償還(attribution)の問題を引き起さない⁽³⁷⁾」からである。ここにまた「報告」がビルズ・オンリー政策の採用を強固に主張するもう一つの理由を見出せるとともに、国債発行支持の撤廃の要求との有機的連関を確認できる。

利潤動機に基づく国債価格の「自由な変動」を最大限保障する上で最後に問題となるのは、連邦公開市場委員会から執行委員会への従来の「国債市場の秩序ある状態の維持」の指令である。「国債市場の秩序ある状態の維持」の指令は、国債市場全体への持続的介入の意味あいを生じるがゆえに、連邦公開市場委員会の「最小限介入」の基本方針に反するものであるとして、その指令は「国債市場の混乱した状態の是正」に変更されるべきである、と主張される⁽³⁸⁾。そして「混乱した状態」と見なされ、真に介入が必要とされるのは

(37) *Ad hoc Subcommittee Report*, p. 269.

(38) *Ibid.*, p. 268 を参照。

次の場合に限定される。つまり、国債価格が急落し売りが売りを呼び、通常なら弱気市場で利潤を得ようとしてなされる投資家の買注文さえもが抑制され、⁽³⁹⁾「放置されるならばパニック状態に結果するかもしれない」場合だけであると。したがって、誰の眼にも明日な国債投機が展開され価格が急騰し、その後の価格の急落と国債市場の混乱が確実に予想される場合も介入の対象とはならない。国債価格は急騰するままに、そして国債投機は自由に展開されるままに任されるのである。

「報告」はさらに「最小限介入」を保障するために、「混乱した国債市場の現出の際にも是正的な行動はその必要性が明日に示されるまで延期されねばならず、しかも公開市場勘定のマネージャーの考え方次第というよりもむしろ執行委員会での投票による採決の後にのみ着手されるべきである」⁽⁴⁰⁾と「介入」への歯止めをかけるのである。ここに、利潤動機に基づく国債価格の「自由な変動」の保障の体制が確立されるのである。

A. H. ハンセンが指摘するように、「報告」が真に国債市場の強化を主張するならば、連邦公開市場委員会による国債市場の混乱の回避をこそ強調すべきである、⁽⁴¹⁾と思うのが常識的な見解であろう。しかし、「報告」では連邦公開市場委員の介入を国債市場の不均衡と価格変動の激化の要因として把握する一方で、国債市場の混乱や価格変動の激化そのものは国債市場を強化する上での阻害要因としては把握されていなかった。⁽⁴²⁾「報告」にとって国債市場の強化とは何よりも巨大銀行やディーラーなどの大投資家の利潤獲得機会

(39) *Ibid.*, p. 268.

(40) *Ibid.*, p. 269.

(41) Hansen, *op. cit.*, pp. 65—67 を参照。

(42) この点は「報告」の次の主張に示されている。「たとえ長期国債の資本価値が急激に変動するとしても、これらの変動が市場取引やさや取引の結果としてもたらされるならば、ディーラーはうまくやっていける。これらの変化が連邦公開市場委員会によるさや取引への直接的介入によってもたらされる場合、ディーラーは中・長期国債のポジションに関して非常に大きなリスクにさらされる。」 *Ad hoc Subcommittee*, pp. 266—267.

の拡大を意味するのであり、これらの専門的大投資家の利潤動機に基づく行動の自由を妨げる可能性のある連邦公開市場委員会の介入の排除こそが必須の課題となっていたからである。もちろん、利潤動機に基づく国債価格の「変動の自由」を最大限に保障し、国債市場を投機の坩堝と化すことにより、巨額の投機利得獲得の夢を見て多数の大衆投資家が国債市場に参入してくるという事態を、「報告」が心底では国債市場の強化と考えているならば、われわれにもそれなりに理解できることである。

V お わ り に

以上われわれは、「報告」および“Ground Rules”の主張の基本線に沿いつつ批判的検討を加え、ビルズ・オンリー政策をその要とする国債市場の「自由化」の主張を資本とりわけ銀行資本の蓄積政策との関連で考察してきた。ここでの考察を踏まえながら、統制された国債市場から「アコード」そして国債市場の「自由化」への展開を銀行資本の蓄積政策を中心として跡づけ、評価することによって全体としてのまとめにかえよう。

未曾有の巨額の戦時国債の累積がアメリカ経済の死重として立ち現われてきた終戦直後の時期においては、連邦準備制度が前面に出た国債市場の統制＝国債価格支持政策を要とする一連の措置による国債市場の高位安定化は、戦時経済体制から平時経済体制への円滑な転換を保障する上での国家の最重要課題であった。なぜなら、もし膨大な戦時国債が累積しているもて、金融統制を解除し国債市場を「自由化」して平時経済への転換をはかろうとすれば、次の事態が生じることが確実に予想されたからである。

戦時統制の解除と平時経済への移行にあたり民間部門での資金需要は強まるであろう。金融機関は長期国債のウェイトが高い過剰保有国債を売却して資金を調達し、それに対応せざるをえない。しかし、市中ではすでに過剰な国債が保有されており、しかも超低金利の戦時国債は国債投資家にとって全く魅力がないので、市場で買い手を見つけることはきわめて困難である。こ

これらの条件下で、市中金利の高騰を伴う活発な資金需要に対応して金融機関が大量の国債を放出するならば、それはいきおい国債価格の大幅な下落と国債保有者とりわけ巨額の国債を保有する巨大銀行での莫大なキャピタル・ロスの発生に至らざるをえない。そして、余りにも過剰な国債が累積するもとの一度国債価格の大幅な下落が生じ信用不安が醸成されるならば、国債価格の急落と国債の放出の連鎖反応が次々に引き起され、金融機関の取付け騒ぎや国債市場の崩壊、さらに国債市場が占めるその比重からして金融市場全体の崩壊の危機にまで発展するであろう。それだけではない。国債価格の急落は、新規国債発行が不可能な条件下で、財政の国債利子負担の急増と巨額の現金償還を不可避とすることで、財政の危機をも著しく強めることになる。また国債が大量に放出された段階で連邦準備制度が国債市場に介入しても、これは強烈なインフレーションをひき起し、魅力のない戦時国債の一層の「減価」をもたらし、国債の放出や現金償還に拍車をかけるだけであろう。以上の事態が生じることを政策当局者は最も強く懸念したのである。

国債価格を額面以上に維持する国債価格支持政策は、銀行資本をはじめとする金融機関が資金需要の増大や有利な投資機会の出現に応じて、キャピタル・ゲインを獲得しつつ過剰保有国債を放出して資金を調達し平時体制への円滑な資産調整を行なうよう保障した。また、国債価格支持政策は戦時中の低金利水準を基本的には維持することになるので、財政の国債利子負担の軽減と産業資本への低利での、平時生産への転換資金の供与をも保障した。そして連邦公開市場委員会の執行委員会への「国債市場の秩序ある状態の維持」の指令は、公開市場操作が弾力的かつ迅速に機能して国債市場の高位安定化を保つよう保障した。さらに、国債発行の支持は、巨額の現金償還と国債利子コストの急増を回避させることで国家財政の破綻を阻止しつつ、他方で、戦時国債に比べて条件のよい借り換え国債の発行が引き起す、国債市場の混乱と国債保有者の側でのキャピタル・ロスの発生を未然に防止してきたのである。

したがって、国債価格支持政策を要とする国債市場の統制は、国債価格の

急落と国債市場の崩壊による国家財政をも含む全般的な信用恐慌を回避しつつ、アメリカ経済の平時体制への円滑な移行を保障する上での不可欠な条件であり、またこの移行期における金融資本特に銀行資本の利潤保障条件であったわけである。⁽⁴³⁾

しかし、平時体制への円滑な転換が進行し、国債市場の流動性が高められ信用恐慌の誘因そのものが弱められるにつれて、銀行資本にとって、国債市場の統制が利潤保障条件からむしろ蓄積阻害条件に転化することになるのもきわめて当然なことであった。それは銀行資本にとって利潤獲得を二重に制限するものとなった。

第一。それは基本的には低金利水準を固定化し、「金利引上げの自由」＝「金利の自由化」を妨げ、金利収益の拡大を阻害する。第二。戦後直後の長期国債のウェイトが高い過剰国債保有のもとで国債市場が「自由化」されれば、莫大なキャピタル・ロスの発生は確実であった。しかし、資産調整が進行し、国債の満期が全体として短期化し、保有国債や国債市場の流動性が高められ、弾力的な国債取引操作が可能となり、国債をキャピタル・ゲイン獲得の利潤源泉として活用しうようになった。この段階で、国債市場の統制は国債価格の「自由な変動」を妨げ、キャピタル・ゲインの獲得、拡大の機会を制限する。

「金利引上げの自由」とキャピタル・ゲインの「獲得の自由」は、コインの表裏の関係に立つ2つの利潤源泉であり、ともに国債価格の「自由な変動」と国債発行市場の「自由化」によって十全に獲得されるものである。ここに、主として銀行資本の要求を反映して、「アコード」で国債市場の統制の要をなす国債価格支持政策の撤廃が確認されるに至ったのである。しかし、銀行資本の「金利引上げの自由」の回復に伴う高金利政策の登場が多数の国民の反発を招くことは必至である。中小の事業主や農業主の団体そして国民が連邦準備制度に対して、高金利抑制のために国債発行・流通市場を統制することを求めてくることは充分に考えられることである。ここにまた、

(43) この点についての詳細な展開は、拙稿、前掲書、56—63ページを参照。

議会からの要求や統制の手がかりを排して国債価格の「自由な変動」と国債発行条件の「自由な決定」を制度的に保障し、銀行資本の「金利引上げの自由」とキャピタル・ゲインの「獲得の自由」を十全に保障するために、1953年の連邦公開市場委員会の3項目の基本方針の決定と執行委員会への指令の変更に結実された、ビルズ・オンリー政策を要とする国債市場の「自由化」が登場するに至ったわけである。したがって、国債市場の「自由化」とは、巨大銀行を中核とする銀行資本の「金利引上げの自由」とキャピタル・ゲインの「獲得の自由」を制度的に保障しようとする側面をすぐれてもつものであるとわれわれは考えるのである。

国債市場の「自由化」がこれらの側面をもち、銀行資本の国債発行・流通市場の支配の強化と国債投資行動の「自由」を保障することを通じて、銀行資本に金利収益の拡大と巨額のキャピタル・ゲイン獲得への道を開くものであるとするならば、われわれは、国債市場の「自由化」のもとでの銀行資本の国債投資・取引をテコとした現実の強蓄積過程と強蓄積を保障する基本的メカニズムの解明へ考察をすすめなければならないであろう。