

【書評】

池島正興著

『アメリカの国債管理政策』

同文館、1998年4月

井村進哉

はじめに

わが国の政府債務残高は、バブル経済の崩壊を経て再び累積速度を上げ、GDPにほぼ匹敵する規模に達している。これは、イタリアを除けば先進諸国中最悪の事態にあり、アメリカにならって一般歳出に総額枠や主要経費毎の歳出上限を規定した、財政構造改革法が制定されるに至っている。このような財政危機は、言うまでもなく国債の累積がもたらす財政の硬直化、将来にわたる税負担問題への関心を呼び起こしている。にもかかわらずわが国では、1980年代初頭の国債の流動化措置以降、国債管理政策に関する研究は、必ずしも多くなかった。国債管理政策をめぐる議論は、市場型管理政策として楽観論に支配され、むしろ金融政策の有効性や日本の金融市場の国際金融センターとしての地位を確保する観点から、短期国債の発行を通じた国債市場の多様化、重層化を重視する傾向さえ見られる¹⁾。

確かに今日、国債の大量発行、累積にもかかわらず、民間資金需要との競合が顕在化せず、市場金利は史上最低水準にあり、国債管理政策は問題

1) その典型は、黒田見生「国債発行と国債管理政策」(同氏『金融改革への指針』東洋経済新報社、1997年3月、第4章所収、)に見ることができる。

なく運営されているかに見える。それは、一方で不況の長期化で民間資金需要が低迷し、他方では、資金運用部や日銀などの公的部門が巨額の国債を市場から隔離しているからであるが、しかし累積国債がもたらしうる財政構造へのインパクトや、クラウディング・アウト、インフレーションといった経済・金融過程への影響を本当に克服し得たのか否かは、依然として未解明である。それだけに政府債務の実態を、財政構造、経済・金融過程双方との関わり合いを重視しながら解明し、これを現代の公信用の一環として把握する研究は、依然として重要な意義をもつといえよう。

こうした状況下で、アメリカにおけるその政策の変遷を正面から取り上げた池島正興氏になる労作、『アメリカの国債管理政策 その理論と歴史』が同文館から上梓された。氏の著書は、1960年代までのケインズ派の国債論・国債管理論管理政策を中心に検討したものであるが、この種の本格的な研究は、故井田啓二氏の『国債管理の経済学』（新評論、1978年）以来のものである。井田氏の研究は、主としてマルクス信用論の立場から、管理通貨制度下の国債累積とインフレーションの関連を理論的に検討し、その上で戦後アメリカの国債管理政策を、W.L.スミス、J.トービン、M.フリードマンなどの代表的な学説に即して、景気対策型、景気順応型、および景気中立型の3つにタイプに分けて論じ、それらのインフレ対策としての限界性を強調したものであった。これに対して池島氏の研究は、時々の主要な局面で当局が採用した政策・理論の詳細な検討を通じて、これらの政策・理論の採用理由とその影響を詳細に分析し、さらにはこれらの政策を国債市場および国債ディーラー・商業銀行の投資・投機行動との関連で検討している点で、よりいっそう国債管理政策の実態に踏み込んだ研究となっている。評者の専門領域は、アメリカの公的金融の歴史であり、むしろ公信用機構の一環として国債管理機構を捉えようとする立場にあるが、このような視点からも、国債管理政策の全体像についての研究の深化は期待される。

そこで小稿では、まず池島氏の視座を中心に見た上で、できるだけ詳細

に本書の内容を紹介し、その研究史上の意義を検討することをもって、書評にかえることにしたい。

I. 本書の対象・課題・視座

本書は、南北戦争後から1960年代に至る国債論・国債管理政策論の変遷過程を対象としている。とはいえその考察の中心は、第2次大戦後に確立した景気対策型国債管理政策論におかれており、第2次大戦前の古典派あるいはケインズの国債論・国債管理政策論は、むしろ第2次大戦後の本格的な景気対策型国債管理論との対比あるいは本格的国債管理論の形成過程として位置づけられている。

こうした戦後の国債管理政策について、本書は、第1に、この累積国債の企業や金融機関などの利潤獲得にとっての役割とアメリカ経済全体へのインパクトを析出すること、第2にはそれを通じた景気対策型国債管理政策論の批判的検討を行うこと、を課題として設定する。

こうした課題認識は、本書がよって立つ次のような視座に基づいている。すなわち第1に、「累積国債の経済過程との絡み合いをより十全に把握」するためには、なによりもまず資本証券たる国債を「企業や金融機関の利潤獲得手段」として位置づけ、「それらの国債投資行動の変化が経済全体に及ぼす影響を明らかにする必要がある」という視座である。この視点を池島氏が資本蓄積論と呼ぶのは、国債の発行、償還、借り換えを担う財政当局の政策とそれを前提とした公開市場操作をを担う金融当局の政策の複合体として展開される国債管理政策が、何よりも「民間部門の経済諸階層」、すなわち企業や金融機関などの国債投資、保有行動、およびその流動化行動に影響を及ぼし、それを通じて経済過程に影響を及ぼすというメカニズムを重視しているからである。

本書の第2の視座は、国債管理政策が時々の代表的な学説のそのままの反映ではなく、「全く別の論理」によるものである可能性をもつという認識

に基づいて、この時々の政策の採用理由や、政策変化の理由を政権を担った大統領をはじめ、財務長官、連邦準備制度理事会議長など、政策当局の認識に依拠しながら詳細に検討しようとする点である。

II. 本書の構成と内容

こうした問題意識、視座から、本書は、第I編で、国債管理政策が古典派的国債管理論からケインズの国債管理論へのシフトを反映して転換を遂げ、後者の典型的な政策である景気対策型国債管理政策が確立される過程を、南北戦争後から第2次世界大戦後、1951年の財務省と連邦準備制度との間の「アコード」に至る国債管理政策の変遷の理由とその限界の検討を通じて、詳細に分析している。つづく第II編では、1951年の「アコード」から50年代末にかけてのアイゼンハワー政権期において採用されたビルズ・オンリー政策と財務省の景気順応型国債管理政策の理由を詳細に分析しながら、それらの展開過程で現れた「新しい」インフレーション、国債投機の激化と国債管理政策との関連を明らかにしている。さらに第III編では、1960年代のケネディ・ジョンソン政権期に、国内景気と国際収支対策として登場した国債満期の長期化（満期前借り換え）政策とツイスト・オペレーションが取り上げられ、それにつづいて現れた市場金利高騰、インフレーションの高進、およびクレジット・クラッチと国債管理政策との関連を明らかにしようとしている。

そして本書は、それぞれ3つの編で、おおむね次の3つのレベルでの検討を展開する。すなわち第1に、時々の国債管理政策の採用理由、展開過程を、単に代表的な通説の紹介にとどめることなく、政策当局者の具体的な認識に基づいて検討し、しかもこれを関連公文書、議会資料の詳細な検討に基づいて検証する。続いて第2に、こうした政策展開のもとでの国債市場の動向を、そこに参加する国債ディーラーや商業銀行の行動を中心に検討する。そして第3には、以上のような政策展開、国債市場動向の結果

としての経済・金融過程への影響を検討する。

そこで以下では、本書の内容をできるだけ詳細に紹介しておこう。

(1) 第 I 編の内容

第 I 編は、古典派的国債論が支配的であった1920年代以前の時期から、大恐慌を契機としたケインズ派の国債管理論の台頭を経て、第 2 次大戦後に景気対策型政策が確立する時期に至る国債管理政策の変遷を取り扱っており、以下の 3 つの章で構成される。

1 章 第 2 次世界大戦前の国債管理政策

2 章 国債管理政策論の変貌

3 章 第 2 次世界大戦直後の国債管理政策と「アコード」の成立

1 章では主として H.C. アダムス、南北戦争後のマカロック財務長官、および第 1 次大戦後のウィルソン大統領、メロン財務長官の国債管理政策についての理論、認識が検討される。まず I **古典派的国債管理論の把握をめぐって**では、F.C. シラス、C.F. バステブル、H.C. アダムスなどの古典的な国債管理政策論が戦後のアメリカにおいてどのように特徴づけられているのかを、W.L. レイアードや R. マスグレイブの見解を手がかりとして確認している。レイアードやマスグレイブによれば、「国債の発行種類の選択にかかわる政策が国債管理政策であり」、短期債を回避し、長期債に依存すべきという主張が古典派的国債管理政策論であるとされる。しかし池島氏によれば、①例えばアダムスらは、「国債の償還を含めたより広範な政策領域」を国債管理政策に含めており、また②やむを得ず発行される軍事国債の国民負担を重視する点で A. スミス、D. リカードなどの「古典派国債論の枠内」にあること、そして③その負担軽減としての国債の発行、償還方法が検討対象となっていることが示される。そしてレイアードやマスグレイブの古典的国債管理政策についての把握は、第 2 次大戦後の通説、すな

わち国債の満期構成の操作をもって国債管理政策の定義とする立場を、1930年代以前のそれに当てはめたものであるとしている。

レイアードやマスグレイブに対する批判は、単に国債管理政策の対象をめぐる定義の問題にはとどまらない。池島氏はⅡで、H.アダムスの戦中、戦後、平時における政策のあり方をめぐる議論を詳細に検討した上で、アダムスの重視する国債管理政策の課題が、通貨価値の安定とそれを保証する金本位制の確立、国債償還の現実的推進にあること、したがってその基礎には国債の発行を原則的に否定し、国債の発行・累積による国債負担を強調する古典派的国債論があることを浮き彫りにする。またこうした代表的国債管理政策論にとどまらず、現実にはアメリカ資本主義の歴史的動態過程において採用されてきた国債管理政策が、古典派的国債管理論、すなわち健全財政論と健全通貨論の枠内にあることを、南北戦争後のマカロック財務長官、第1次世界大戦後のウィルソン大統領、メロン財務長官など、代表的な政府当局者の国債管理政策についての認識に即して確認している。

つづいて2章では、大恐慌を契機とした国債管理政策論の変貌が、その理論的背景と現実の政策展開両面から示される。まずⅠでは、南北戦争後の金貨兌換の復活、1900年の金本位制の確立時、および1920年代の国債償還過程における古典的国債管理政策論の主張と経済過程の特徴との対応を検討し、これらが古典派的国債管理論の枠内にあることを確認する。その上でⅡでは、1929年の株式市場の瓦解に始まり33年の金貨本位制度の停止に至る大恐慌の過程で台頭するケインズの管理通貨論と国債管理論が、主としてS.E.ハリス、A.H.ハンセンといった代表的論者、およびフーバー、ルーズベルト両政権の見解に即して特徴づけられる。そしてⅢでは、1930年代以降の国債管理政策の展開過程が、国債市場の肥大化という点でも、また短期国債の比重上昇という点でも、さらには中央銀行である連邦準備制度理事会による公開市場操作の本格的開始という点でも、ケインズ派の国債管理論が政府当局者の政策に浸透する過程であったとされ、国債管理

政策の転換過程が示される。さらにⅣでは、こうして転換をとげた国債管理政策が、国債残高がGDPを大幅に上回り、国債市場が金融市場の中軸となるという第2次大戦後の状況下で、景気対策型国債管理政策論として登場したことが示され、累積国債の景気循環の振幅の緩和、経済安定化手段としてとらえるE.R.ロルフなどの所説に即して整理され、古典派のそれとの相違が浮き彫りにされる。

さらに3章では、1945年から51年に至る国債価格支持政策の政策課題と展開過程、およびその結果が検討される。まずⅠでは、連邦議会の資料(ダグラス委員会)やシュナイダー財務長官の説明に即して、第2次大戦直後の国債管理政策の課題が国債市場の安定化にあり、それを目的として、①価格支持政策、②金本位制の放棄、③国債償還への消極的対応があらわれたこと、そしてその結果として、①全般的なインフレーションが高進し、また②償還国債の短期国債への借り換えが進展したこと、が示される。またⅡでは、こうした国債管理政策が、第2次大戦中にとどまらず戦後においても継続せざるをえなかった理由を、主としてシュナイダー財務長官、マッケープ連邦準備制度理事会議長の見解に即して検討している。それは、①第2次大戦を経て累積した国債が民間金融機関の資産の圧倒的比重を占めていた中で、国債管理政策が金融、経済過程に重大な影響を及ぼさざるをえないこと、また②平時経済への転換過程での民間資金需要の高まりの中で、金融機関が保有国債を売却してこれに応えるならば、市場金利の高騰のもとで低利の戦時国債価格の大幅下落が生じ、金融機関に莫大なキャピタルロスが発生させ、全般的な銀行・金融恐慌に至る可能性をはらんでいたこと、さらに③こうした状況下での国債価格の下落は、財務省の借り換え操作の困難化、国家財政危機をもたらす一方で、借り換え債の消化の連邦準備銀行への依存が、インフレーションの高進に拍車をかける可能性があったこと、に示される。そして実際1951年までは、国債価格支持政策が、長期国債、短期国債ともに市場価格の高位安定化を実現し、それが同時に民間金融機関のキャピタルロスを回避し、産業資本の平時生産体制へ

の円滑な移行をも容易にしたこと、が示される。

これに対してⅢでは、国債価格維持政策が1951年の財務省と連邦準備制度理事会との「アコード」によって撤廃された理由、条件が検討される。そこでは、平時経済への転換過程で、商業銀行の保有国債規模の減少と、長期国債の比重低下が進むにつれて、国債価格の下落による金融機関のキャピタルロスの発生の懸念が次第に薄れ、むしろ国債価格支持政策のもとで、①低金利、②商業銀行への高率の支払準備の適用、③その結果としての銀行総資金利鞘の低下、が収益を圧迫するようになり、国債ディーラーや商業銀行によるキャピタルゲイン獲得要求を背景として国債価格支持が撤廃されたことが示される。

こうして第Ⅰ編では、大戦直後の国債価格支持政策が戦後の平時経済への転換過程において大量に国債を保有する金融機関のキャピタルロスを回避しながら、平時生産体制への円滑な移行を容易にする政策として展開されるとともに、平時経済への転換が進み、金融機関のキャピタルロスの懸念が薄れるに至ると、むしろキャピタルゲイン獲得要求が高まることになり、価格支持政策の廃止＝「アコード」が成立したとしている。

(2) 第Ⅱ編の内容

第Ⅱ編では、1951年「アコード」から50年代末にかけてのアイゼンハワー政権期の国債管理政策が考察され、以下の4つの章で構成される。

4章 「アコード」の成立からビルズ・オンリー政策の採用へ

5章 ビルズ・オンリー政策及び財務省の景気順応型国債管理政策の展開と「新しい」インフレーション

6章 国債投機の激化と国債管理政策

7章 アイゼンハワー政権期の国債管理政策の課題と結果

4章では、「アコード」の成立後にビルズ・オンリー政策が採用された理

由が、その政策理念、およびそれに対する種々の批判の紹介を通じて検討され、「真の理由」が国債ディーラーの利潤獲得要求を背景とする国債市場への「最小限介入の原則」にあると示される。まずⅠでは、主として連邦公開市場委員会の「国債市場に関する特別小委員会報告」に依拠しながら、ビルズ・オンリー政策採用の直接的な理由が、①金融政策の有効性を確保する条件である「広さ、深さ、弾力性」にとむ国債市場の育成をめざす必要性、②連邦公開市場委員会の国債市場への介入の不確実性が国債ディーラーの活動を抑制していること、にあったとして、そのロジックを「不確実性の除去＝連邦公開市場委員会の「最小限介入の原則」の確立＝利潤動機に基づく国債価格の自由な変動と決定の制度的保証＝公開市場委員会の対象の短期国債（事実上、ビルズ）への限定、という形で整理している。

つづいてⅡでは、連邦準備制度そのものが「金融政策の遂行に必要な金利、とりわけ金利構造への影響力の行使を放棄し、またせっかく「アコード」で獲得した公開市場操作の自由を自ら放棄」といったビルズオンリー政策への批判が紹介され、この政策採用の真の理由が、国債市場の強化、すなわち国債ディーラーの利害にあることが示される。さらにⅢでは、国債ディーラーの利害が先の「特別小委員会報告」に反映された理由を、同委員会報告が、国債市場の基礎構造を形成する国債ディーラーの自己勘定での国債保有を基礎とした機能、他の分野の資本に比して低過ぎない利潤、とりわけキャピタル・ゲインの獲得機会が制限されないような機能を獲得すべきという認識を重視したことにあつたとされる。また実際にも国債価格支持政策の下では、国債ディーラーが裁定取引（ディーラー取引）に従事できず、ブローカーでしかなかったこと、また「アコード」の成立が国債ディーラーや商業銀行の一層のキャピタルゲイン獲得機会として現れ、自由な国債市場への信奉と連邦準備制度のインフレーション統制機能の保持という要求の双方が反映したこと、が示されている。

つづいて5章では、ビルズオンリー政策に並行した財務省の国債管理政策論とそのもとで発生した「新しい」インフレーションの要因と展開過程

が検討される。まずⅠでは、ビルズ・オンリー政策に対応して、財務省が、①健全かつ安定的なドルの価値の保持（インフレ抑制）を掲げつつ、均衡予算を維持し、連邦準備制度のインフレ統制の自由を保障する形で、借り換え操作の支持なしに市場実勢で国債販売を行うこととし、また②現実の景気循環に対応して国債満期の漸次的長期化、すなわち景気対策型国債管理政策をめざしたこと、しかし③実際には1953年の景気過熱時の国債満期の積極的長期化は行き過ぎであると評価され、景気順応型国債管理政策に転換したことが示される。そしてⅡでは、1955～57年に金融引き締めにもかかわらず発生した「新しい」インフレーションの要因について、①商業銀行が主として短期国債の大量売却によって、キャピタルロスを最小限にしながらかつ貸付資金を入手したこと、また②同期の財務省の国債償還には大量の現金償還が利用され、マネーサプライを不変に保ちつつマネーサプライの遊休部分を縮小して、貨幣の流通速度を増大させたこと、さらには③財務省が、償還国債の借り換えに際して長期国債を発行することが可能であったにもかかわらず、むしろ短期国債を発行し、国債の満期構成を短期化させたこと、加えて④連邦準備のビルズ・オンリー政策が、商業銀行の準備金の増減を通じて間接的に長期市場に影響を及ぼそうとするが故に、準備金の増減や公開市場操作の量的規模を大きくする必要があるので、金融緩和期には過剰流動性を発生させ、引き締め期には国債を媒介とする貨幣の流通速度の増大によってマネーサプライ統制の有効性を発揮できない傾向を持ったこと、を指摘している。

つづく6章では、1958年に激化した国債投機の要因とこの投機の国債管理政策との関連が検討される。まずⅠ、Ⅱでは、1957年秋以降の景気後退と金融緩和政策を契機にあらわれた国債投機の要因について、①国債市場の自由化のもとで、市場金利を上回る高クーポン国債の低価格発行が国債の発行後即座にキャピタルゲインを保障し、これが国債交換権の売買を可能にしたこと、②この投機が、財務省の景気順応型国債管理政策、すなわち価格変動性の高い中・長期国債の低価格発行、および連邦準備のビルズ・

オンリー政策による商業銀行への過剰準備供給，によって一層促進されたこと，さらに③そのもとで商業銀行が貸出・投資総額を急増させ，直接的に国債新規供給額の過半を吸収するとともに，間接的にも証券金融の拡大によって国債投資家に低利の投機資金を供給することになったこと，が指摘される。加えてⅢでは，こうした国債投機によるキャピタルゲインの過半が連邦準備制度加盟銀行全体の1%にも満たない預金総額5億ドル以上の巨大商業銀行に集中している事実に着目して，この利得集中の基盤が，①巨大商業銀行の金融システムにおける資金集中，支払決済業務の集中にもとづく国債価格変化への的確な把握能力，②連邦公開市場委員会との直接的取引が可能なプライマリー・ディーラーと巨大商業銀行との証券金融供給を通じた結びつき，資本的・人的な深い結合関係，にあることが指摘されている。

こうして第Ⅱ編のまとめとなる7章では，アイゼンハワー期の国債管理政策が，当初のビルズ・オンリー政策の課題であった国債市場の深さ，広さ，弾力性の達成についても，また財務省の課題であった大量累積国債の満期構成の長期化についても，実現できなかったことが，主として連邦議会両院合同経済委員会の『研究』に依拠して分析されている。そしてこの失敗は，①ビルズ・オンリー政策が国債ディーラーの短期国債のポジションを増大させて利潤獲得活動を活発化させたとはいえ，長期国債市場は薄いままに放置されたこと，②財務省も価格変動性の高い長期国債の発行に消極的となり国債満期を短期化させたが，この消極性はとりもなおさず財務省の景気順応型国債管理政策が長期国債の発行によって長期金利を上昇させ，企業の自由な経済活動を妨げないことに力点を置いた結果である，としている。

こうして第Ⅱ編では，アイゼンハワー政権がかかげたインフレーションの抑制課題も，国債管理政策が企業や銀行，国債ディーラーの経済活動の自由を阻害しないことを基調として展開される限り，不十分にしか達成され得ないのが現実であったと結論づけられる。

(3) 第III編の内容

第III編では、1950年代末以降の国内経済の停滞と国際収支の顕在化への対応として60年代に再登場した景気対策型国債管理政策の展開過程が検討され、これらの政策が、この時期の市場金利高騰、インフレ高進、さらには1966年以降のクレジットクライシスとどのような関連にあるのかを検討している。本編は以下の4つの章で構成される。

8章 累積国債の満期構成の長期化と満期前借り換え

9章 ツイスト・オペレーションの経済効果

10章 ツイスト・オペレーションのもとでの国債市場と国債ディーラーの利潤

11章 1960年代後半のクレジット・クライシスと国債発行・金利の高騰・インフレーションの高進

8章では、1960年2月の連邦公開市場委員会を契機としたビルズ・オンリー政策から景気対策型国債管理政策への軌道修正過程と、それと基本的に相容れない性格を有する国債満期構成の長期化政策（満期前借り換え政策）の背景、プロセス、およびその経済効果が検討される。

まずⅠでは、満期前借り換え措置が、財務省のインフレ抑制政策と借入れコストの低減政策を背景に、現金発行にかわる一種の市場隔離型の、したがって国債所有者の構成変化を最小限にとどめる措置として採用されたことが示される。続いてⅡでは、財務省が1960年6月から66年8月にかけて借り換え対象となった民間保有既発国債の1/3以上が13回にわたって満期前に借り換えられた結果、約5年間で平均満期が1年長期化されたことが示される。しかもこの借り換え操作は、5～12年程度の残存満期国債を15～40年満期の新規発行長期国債と交換するシニア満期前借り換えよりもむしろ、残存期間1年以内の市場性クーポン国債を借り換えの対象とす

るプレ満期前借り換えを利用しながら、それと1～5年満期国債から5～10年満期国債に借り換えるジュニア満期前借り換えによって実施され、それによって、ディストリビューターとしての国債ディーラーの活動を活性化させつつ実現されたことが明らかにされる。そこでⅢでは、満期前借り換え操作による国債満期の長期化が、何故長期金利の急上昇や資本市場の混乱を招かなかつたのかが吟味される。その条件は、市場性国債の累積の一方で、企業が自己金融傾向を強めており、民間部門の資金逼迫が生じていないにもかかわらず、連邦準備銀行が新規発行市場性国債の過半を吸収し、財務省の信託勘定もネットの新規発行国債の20%以上を吸収するという、積極的な金融緩和政策と国債の市場隔離政策によるものであるとされている。

つづいて9章では、ケネディ政権がかかげた景気対策型国債管理政策、すなわち対外収支対策として短期金利水準を維持しながら、景気対策として長期金利を引き下げるツイスト・オペレーションの経済効果が分析される。まずⅠでは、この景気対策型国債管理政策の有効性に関する本格的な研究、すなわち累積国債の満期構成の変化が短期金利と長期金利の關係に有意な影響を及ぼす証拠がないというF.モディリアニ、R.サッチの特定期間選好仮説とこの仮説を契機とする金利の期間構造をめぐる論争を紹介し、彼らの論争が共通して、ツイスト・オペレーションの長短金利に及ぼしたインパクトの検出にのみ着目している点を批判する。そしてそもそも政策当局がどの程度、またどのような理由で同政策を展開したのかが問題であるとされる。そこでⅡでは、伝統的な国債管理政策のセオリーから見ればツイスト・オペレーションは、民間保有国債の短期国債の比重を高め、長期国債の比重を低下させねばならないにもかかわらず、1961年から65年にかけての財務省の国債管理政策によってビルズの比重は高まったが、その増加速度は50年代後半期に比べて必ずしも顕著ではなく、むしろ長期国債も増加していることが示される。そしてその理由として、Ⅲでは、国際収支を維持し経済成長を促進するための短期国債の大量供給がかえって過

剩流動性、インフレ圧力を強めるために、財務省がインフレ抑制政策を優先せざるを得なかったことが指摘され、またⅣでは、連邦準備制度としても1950年代後半の4倍にも達する大規模な買いオペレーションを実施したが、その対象は、むしろ満期1～5年物が中心で、長期国債の大部分は連邦政府機関・財務省信託基金に吸収されたこと、さらには民間部門が保有する長期国債は50年代後半と比較してきわめて小さいことが示される。加えて連邦準備のネットの買いオペに占めるビルズの比率は64%にまで低下したが、それは民間部門の市場性国債の累積総額に占めるビルズの構成比率を大幅に高めるものではなかったことが示される。そこでⅤでは、なぜ連邦準備制度の公開市場操作が民間保有国債の満期構成の長期化を達成できなかったのかが検討される。そこでは、一般の理解とは異なり、連邦準備制度当局者が長期国債への買いオペがその利回りを大きく変化させるがゆえに、これを回避したこと、それは、再び国債ディーラーの利害を考慮した「最小介入原則」にあるとされる。さらにⅥでは、E.C.エティン&C.H.STEMの研究に依拠して、ビルズの供給よりも、商業銀行によるCD(譲渡性預金証書)の導入(銀行の利ざや確保のための資本市場への投資、長期金利引き下げ)の方が、金利のツイストに決定的な役割を果たしており、またツイスト・オペレーションのタイミングとしても、財務省の新規現金発行がビルズの利回り低下を修正する形で実施され、短期的とはいえ、短期金利の低下=長期金利の上昇を阻止する要因として作用したことが示される。しかし全体としてツイスト・オペレーションは、量的にも質的にもきわめて不十分なものでしかなかったことが強調されている。

さらに10章では、以上のようなツイストオペレーションの展開過程における国債市場と国債ディーラーの利潤獲得活動が検討される。Ⅰでは、まず国債市場の「深さ、広さ、弾力性」の指標に関する財務省と連邦準備制度の『研究』に依拠して、1960年代前半期にパフォーマンスが悪化してはいないことを確認した上で、ツイスト・オペレーションがこのパフォーマンスに悪影響を及ぼさず、むしろ短期金利の下落や長期金利の上昇を緩和

させることによって長期国債の下方硬直的な安定化と過度の投機利潤を制限したことを示す。そしてⅡでは、こうしたツイスト・オペレーションの下での金利の安定化が、国債ディーラーのキャピタルゲイン、利潤の減少に作用したことを示している。その結果、**おわり**には、ツイスト・オペレーションがその気になれば国債市場を安定化させ、活性化させることが可能であると同時に、投機利得を追求する国債ディーラーの不満を呼び起こしたとして、その政策の不徹底さが指摘されている。

最後の11章では、1966年のクレジット・クランチの時期の国債管理政策が考察される。まずⅠでは、クレジット・クランチが、60年代初頭からの景気拡大政策を基礎に、ベトナム戦争への突入を契機とした財政支出の拡大による経済の活況、そしてそれへの対応としての65年末からの金融引き締め政策によるものであるとする通説に対して、この引き締め政策にもかかわらず、金利高騰、投資ブーム、そしてインフレーションの高進が66年央まで持続した理由を、A.E.バーガーに依拠して検討している。それによれば、金融引き締め政策に転じたとされる65年12月以降も、全体として金融引き締めとは言い難い操作がなされ、それに応じて銀行信用が拡大し続けたことが示される。そしてその理由として、一方で連邦準備制度が公的・民間両部門からの異常な資金需要の下で、金融逼迫、一層の金利高騰を回避し、これを緩和することを最優先課題とし、他方では財務省の国債管理政策も、景気に重要な反転をもたらすような国債満期の長期化の方針を放棄し、景気順応型国債管理政策が採用されたこと、が示される。こうして1966年前半の金利高騰・インフレーションの高進の基本的構図が、景気順応型国債管理政策の採用によるものであることを示している。

つづくⅡでは、66年夏のクレジット・クランチが、商業銀行に対する引き締め政策、すなわち預金準備率の引き上げ、公開市場操作の劇的な反転によって生じたとして、その理由が、連邦準備が、国債市場が薄くなり、国債ディーラーのポジションが減少し、またその満期構成も著しく短期化する中で、ビルズを対象とする公開市場操作の量的規模を縮小せざるを得

なかったこと（「不介入原則」）が示される。そしてこうした状況下で市場金利高騰にさいなまれ、CDによる資金調達への依存を強めて、高回りの州・地方政府債への投資にシフトさせていた商業銀行が一気にこれを放出するという、一種の金融恐慌が発生したことが示される。

Ⅲでは、1968年までのジョンソン政権期において、金利高騰、インフレ高進が基調となった要因を、①連邦赤字財政支出の継続と結合した設備投資ブームの持続、②民間資金需要と公的部門の資金需要との競合が強まる中での金融緩和政策の維持、景気順応型国債管理政策の展開、にもとめた上で、特に国債管理政策については、連邦公開市場委員会の「イーブン・キール」政策（財務省の借り換え期間中の連邦準備の引き締め政策の中断）が実施されたために金融引き締め効果を相殺する作用をもたらした、としている。

こうして第Ⅲ編では、1960年代の景気対策型国債管理政策が、景気対策・対外収支対策を目的として国債満期の長期化を目的とした満期前借り換え、および短期金利を維持し長期金利を低下させるツイストオペレーションとして展開されながら不徹底に終わり、60年代後半のクレジットクラッシュ現象を伴うインフレ高進・金利高騰に直面して有効性を喪失するプロセスが示されている。

Ⅲ. 本書の意義と評者の疑問点

以上、本書の内容を詳細に見てきた。本書の第1の意義は、従来にはない詳細な文献、政策担当者の公文書、議会資料の検証を通じて、国債管理に関する種々の政策の採用理由を徹底して分析し、そのことによって政策過程の分析水準を大きく引き上げたことにある。そしてこうした徹底的な検証は、最終的に1960年代のインフレの激化やクレジット・クラッシュを生み出す市場金利の高騰の中で、ケインズ派の国債管理論・国債管理政策がその有効性を失うに至るプロセスを、一般的な通説の紹介による議論を

超えて、よりいきいきと描き出すことに成功していると言えよう。

第2の意義は、本書の徹底した資料の検証によって、国債管理政策がインフレ抑制や景気対策といった時々の国民経済的な課題を担って登場しながらも、当局者の政策判断が、常に国債市場の主要な参加者である国債ディーラーや商業銀行の利害によってバイアスを生じさせ、不徹底な政策展開とならざるを得ない点を詳細に明らかにした点にある。本書は、政策当局者の認識を詳細に追っているために、それに関連する資料の引用が多いこともあって、必ずしも読みやすいものとはなっていない。しかしこの点は、通説として取り上げられる理論が必ずしも現実に国債管理政策として一貫して採用されている訳ではなく、当局が全く別の論理で政策を展開する可能性を重視する池島氏の視座に基づいたものである。そしてむしろそのことによって、国債管理政策が、資本の利潤獲得要求に沿って展開されるという事態を、単なるイデオロギッシュなレッテル貼りにによってではなく示すことにもつながっている。

第3の意義は、本書の政策展開過程の詳細な分析が、戦後直後の国債価格支持政策も、「アコード」以降のビルズ・オンリー政策および景気順応型国債管理政策も、さらには1960年代のツイスト・オペレーションもまた、それぞれ対応する学説や政策理念の違いこそあれ、基本的にはケインズ派の景気対策型国債管理政策のバリエーションとして描き出すことにもつながっている点にある。

それにもかかわらず、評者のつとめとして本書に対する疑問点、問題点にも触れておかねばならない。おそらくは、評者の関心事からする無い物ねだりとなろうが、第1の疑問点は、累積国債がもたらす財政面、経済・金融過程面両面での影響と、それに対する財政当局、金融政策当局双方の政策の総体を捉えるという点で、本書の焦点が、財務省の借り換え政策、連邦準備制度の公開市場操作と、国債市場あるいは民間金融機関の国債保有構造との関連にやや重点が置かれ過ぎた嫌いがあるのではないかという点である。たとえばまず、財務省の国債発行の種類に関する政策選択が一

元的に国債市場や民間金融機関の利害によって規定されるかのような印象が残るのであるが、これについては、疑問の余地なしとは言えない様に思われる。とりわけ1953年の財務省の景気順応型政策への転換、1960年代前半の満期前償還・借り換え政策、および60年代後半の短期国債比重の上昇は、単に国債市場や金融機関との関連だけではなく、財務省自身の負債管理政策、すなわち金利負担、納税者の負担の側面からも検討を加えねばならないのではないかと考えられる。また本書では、財務省の信託基金による国債の市場隔離政策も、民間部門の保有国債額を調整する手段として、いわば与件として位置づけられており、1930年代以降の財政システムにおける種々の信託基金、政府金融機関の生成・発展とその政府内部金融機構としての展開過程やその条件に関する分析も必ずしも論議の中心に位置づけられている訳ではない。そしてこうした財政サイドからの分析は、伝統的な国債負担論でもある、国債所有者と最終的な税負担者との間での所得移転がどのように生じ、またインフレーションを通じた所得再分配プロセスの詳細な研究の必要性を示唆するように思われるのである。

第2の疑問点は、本書で国債管理政策を資本蓄積論のレベルで考察するという場合、事実上その分析範囲は、国債を利付き証券として投資する国債ディーラーや商業銀行など、国債市場への直接的な参加者に限定されて議論された嫌いがあるという点である。しかし特に1960年代に入ると、新規国債を通じて調達された財政資金は、支出ないしは投融資を通じて、再び経済・金融過程に環流し、これもまた成長通貨やインフレ的マネーの供給となって、経済過程に反作用を及ぼしているのが現実である。フィスカル・ポリシー論は、こうした有効需要政策が、経済成長をもたらして国債の自償性を高めるというものであったが、これに対する批判的な検討もまた議論の中心的な対象から欠落することになっているように思われる。

それゆえ第3に、本書では、国債管理政策の有効性を阻害してきた根本的な要因は何かについての疑問が依然として残されているように思われる。国債価格支持政策ではインフレの高進をもたらすとともに、政策当局

の強大な市場介入が国債ディーラーに投機利得を保証しなかったことが問題となり、ビルズ・オンリー政策と景気順応型国債管理政策では、アイゼンハワー政権が掲げたインフレ抑制政策が放棄され、国債ディーラーや巨大商業銀行の投機利得の獲得要求が優先される。また1960年代のツイストオペレーションも、本来掲げられた景気対策や国際収支対策についての課題が等閑にされ、ここでも国債ディーラーの利潤獲得の自由要求の下に制約され、十全な政策展開が実施されなかったことが強調されている。しかし、もし当局の政策が国債市場やそこに参加する金融機関の利害に沿ったものでなかったとしても、国債管理政策が十分にその目的を達成し得たか否かは必ずしも明らかではない。たとえ当局が隔離型国債管理政策をとり続けたり、あるいは種々の国債管理政策の政策手段を十全に行使したとしても、インフレ抑制は困難ではなかったかという疑問が残るのである。そしてこのことは、ひるがえって隔離型国債管理政策にも市場型国債管理政策にも共通して存在する、国家による資金調達があくまでも利子生み資本の運動に依拠して行われ、何らかの形で市場メカニズムとそこに参加する国債ディーラーや商業銀行、その他の投資家の利害を損なわずに遂行されざるをえないという現代資本主義における国債管理のあり方が事実であるにしても、そもそも大量の累積国債を抱えた国民経済と金融市場が、国民経済的な課題であるインフレ抑制や対外収支の維持、さらには国民経済の調和のとれた発展をめざしうるのかという根本問題を提起しているように思われるのである。

しかしながら本書の視座、構成からして、以上のような点にまで十全に言及することは、言うまでもなく制約があり、またこうした点にあまり過度に踏み込むならば、本書のバランスが崩れてしまうことも事実である。その点で、むしろ本書は、アメリカの国債管理政策に関する通説、実際の政策展開、そしてそれを規定する国債市場における資本の利潤獲得運動という3者の関連を一貫して検討したきわめて幹の太い研究であり、こうした研究視点が今後の国債管理政策論の中で十分に考慮される必要があるこ

とを示した貴重な研究であるといえよう。