

アメリカ1960年代後半のクレジット・クランチと 国債発行・金利の高騰・インフレーションの高進

池 島 正 興

はじめに

積極的な景気刺激政策の展開を基礎に、アメリカ経済は1961～1964年の期間、その持続期間の長さによって特徴づけられる、ゆるやかな景気拡大を続けてきた。しかし、1965年央でのベトナム戦争への本格的突入を契機に、アメリカ経済は大きな局面転換を遂げるようになった。景気拡大は加速化するとともに、金利は急速に上昇し、インフレーションも顕著に進行し始めた。これに対し、「信用に基づく支出のインフレ的影響を鈍化させるために、連邦準備は、まず最初に、1965年12月には公定歩合を引き上げることで、そして2月からは連邦公開市場勘定の操作を通じた商業銀行への準備金の供給のテンポを減少させることで、貨幣拡張率を緩和するよう努力した。」¹⁾しかし、それにもかかわらず、金利の高騰を伴いながら、インフレーションは一貫して高進し続けた。

そうした事態に加えて、「1966年には『クレジット・クランチ』が全くショックな出来事として生じた。1966年の夏期に、自治体債市場は商業銀行

1) Board of Governors of the Federal Reserve System, *53rd Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1966*, p.3. 以下単に *53rd Annual Report of the Federal Reserve System* と記す。

のポートフォリオからの債券の放出によって『不秩序にされ』、そしてスリフト金融機関は強い金融圧力下に置かれたのである。)²⁾

かくて、1966年にはクレジット・クラッシュを伴いつつ、金利の高騰・インフレーションの高進が生じたのであるが、金利の高騰・インフレーションの高進は1960年代後半を通して持続した。

それでは、そうしたクレジット・クラッシュや1960年代後半全体を通しての、金利の高騰・インフレーションの高進は、なぜ生じたのであろうか。それらの現出を、ジョンソン政権期の1966～1968年の時期に絞りつつ、国債管理政策や金融政策の展開とかかわらせながら、発行・累積国債との関連に焦点を合わせつつ考察するのが、小論の課題である。さらにまた、小論では1960年代後半での持続的な金利の高騰・インフレーションの高進というかつて無い事態の現出が国債管理政策論にとって有する意味についても考えてみたい。

まずは、1966年初頭から夏までの金利の高騰・インフレーションの高進とその後のクレジット・クラッシュの現出を考察していくことにしよう。

I 1966年の金利の高騰・インフレーションの高進

(1) 1966年の金利の高騰・インフレーションの高進

1960年代初頭からの積極的かつ持続的な景気刺激型経済政策の展開の基礎に、1965年央からのベトナム戦争への本格的突入による財政支出の拡大が加わることとなった。財政支出の拡大はおりから増大し始めていた企業の設備投資支出の増大に拍車をかけた。財政支出の拡大、投資ブームを軸に経済は活況を呈した。生産設備の稼働率は上昇し、1966年には実質上、生産能力のフル稼働に至った。失業率は1965年第2四半期の4.7%から1966

2) Martin H. Wolfson, *Financial Crises*, 2nd edition, M. E. Shape, Inc., 1994, p.

年第1四半期の3.8%へと低下した。

フル稼働状態での需要の増大を反映して、インフレーションは高進し、1966年の最初の9ヶ月では消費者物価指数は年率3.7%で、また、卸売り物価指数は年率3.5%で上昇した。それらの急騰ぶりは、1960年から1964年の期間、消費者物価の上昇は平均して年率1.2%で、卸売り物価はほとんど変化しなかったこと、また、物価騰貴が顕著となり始めた1965年でも消費者物価、卸売り物価の上昇は年率でそれぞれ、1.7%、2.0%であったことから理解できる。

また他方、信用需要の強まりを反映して金利も急速に上昇し始めた。債券の週当たりの平均流通利回りは、1966年1月から同年8月の間に、例えば、Aaa 法人債では4.73%から5.37%に、長期国債では4.44%から4.87%に、州・地方政府債では3.40%から3.94%に、3ヶ月ものビルズでは4.50%から5.06%に、それぞれ急上昇した。短・長期債券の市場利回りは第2次大戦後最高の高さに達したのである。銀行の貸出金利もまたほぼ同様の動きを示したのである。

連邦準備制度によれば、1965年央より顕在化し始めた、景気の急速な拡大、金利の上昇、インフレーションの進行に対応して、同年12月より金融政策は引き締め政策に転じられたはずである。それにもかかわらず、金利は高騰する一方で、投資ブーム、インフレーションの高進は持続したのである。とりあえず、クレジット・クラッチが現出した8月までの時期を対象に、それらの持続を可能とさせた基本的要因を析出していくことにしよう。

(2) マネー・ベースと銀行信用の推移

まずはその期の金融政策の現実的展開について、主として、A.E.バーガーの考察に依りつつ、検証していくことにしよう。

さて、金融政策の実物経済への効果の指標とされるマネー（需要預金プラス民間での銀行業以外で保有される通貨）総量と銀行信用の1966年初頭

からの動きを見るならば、マネー・ストックは1965年の最後の4ヶ月に引き続き、金融引き締め政策に転じたとされる1965年12月以降も、1966年の最初の4ヶ月までは急速なテンポで拡大した。それは前者の期間に年率で6.8%、後者の期間では年率6.4%で増大したのである。そして、1966年4月以降1967年1月まではマネー・ストックはほぼ同じ水準で維持されたのである。他方、銀行信用は1965年初頭から1966年7月に至るまで年率8%で増大し続けたが、8月のクレジット・クラシの期間に急速な反転を遂げ、縮小に転じたのである³⁾。

1966年7月までの銀行信用の急速な増大はもっぱら企業への集中的貸出＝投資資金の供与を反映したものである。換言すれば、1965年12月に金融引き締め政策に転じたと言われているが、それにもかかわらぬ銀行からの積極的かつ大規模な投資資金供与は、投資ブームおよびそれと関連した物価騰貴が少なくとも8月まで持続するのを可能としたのである。

それでは、1966年初頭以降にも持続されたマネー・ストックや銀行信用の急速な拡大に連邦準備銀行の行動はどのように関連しているのであろうか。

パーガーによれば、マネーをM、銀行信用をBCとすれば、 $M = mBa$ および $BC = aBa$ の関係にあると仮定することができる。Baは調整されたマネタリー・ソース・ベース（以下単にマネタリー・ベースと記す）、mとaは乗数である。調整されたマネタリー・ベースとは金融当局によって民間経済に供給された資産であり、そして、連邦準備銀行の保有国債がその主要な構成要素を成す。マネタリー・ベースおよび貨幣乗数あるいは銀行信用乗数が結合してマネーや銀行信用の供給を規定するわけであるから、連邦準備銀行は第1に、公開市場操作による国債の売買を通してベース・マネーの規模を規定し、また、第2に、一定のベース・マネーのストックを与件とした場合、コントロール可能な他の政策パラメーターを変化させ

3) Albert E. Burger, "A Historical Analysis of the Credit Crunch of 1966", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September 1969, p.16を参照。

ることで、マネーや銀行信用の規模に影響を及ぼすことができる⁴⁾。

表一 マネーと銀行信用の規模の月別変化とその主要構成要素 [%]

	マネーの変 化	マネタリー ・ベースの 変化による マネーの変 化	乗数の変化 によるマネ ーの変化	銀行信用の 変化	マネタリー ・ベースの 変化による 銀行信用の 変化	乗数の変化 による銀行 信用の変化
1965年 1月	0.19	△0.04	0.22	0.67	△0.04	0.71
2月	0.25	0.46	△0.21	0.86	0.46	0.39
3月	0.12	0.34	△0.21	0.92	0.34	0.58
4月	0.31	0.37	△0.06	0.99	0.37	0.61
5月	0.12	0.35	△0.23	0.43	0.35	0.08
6月	0.50	0.37	0.13	0.46	0.37	0.10
7月	0.43	0.47	△0.04	0.61	0.47	0.13
8月	0.49	0.43	0.06	0.78	0.43	0.34
9月	0.49	0.28	0.21	0.56	0.28	0.28
10月	0.73	0.88	△0.15	1.29	0.88	0.41
11月	0.30	0.44	△0.14	0.55	0.44	0.11
12月	0.06	0.92	△0.25	0.89	0.92	△0.03
1966年 1月	0.66	0.17	0.49	0.51	0.17	0.34
2月	0.42	0.42	△0	0.61	0.42	0.19
3月	0.35	0.13	0.22	0.34	0.13	0.20
4月	0.65	0.80	△0.15	1.11	0.80	0.30
5月	△0	0.37	△0.36	0.63	0.37	0.23
6月	0.12	0.08	0.04	0.36	0.08	0.27
7月	△0.35	0.99	△1.33	0.99	0.99	△0
8月	0.06	0.10	△0.04	△0.13	0.10	△0.23
9月	0.29	0.70	△0.41	0.55	0.70	△0.15
10月	△0.17	0.23	△0.40	△0.35	0.23	△0.55
11月	△0	0.34	△0.34	△0	0.34	△0.34
12月	0.12	0.61	△0.49	0.55	0.61	△0.07

(出所) Burger, *op. cit.*, p19,20 より作成。

これらのことを前提とした上で、表一は1965年および1966年でのマネー・ストックの現実の変化とそれをもたらした主要な要素を示している。

1965年後半ではマネー・ストックの増大が強まっているが、それはもっぱら景気拡張的な公開市場操作によるマネタリー・ベースの拡大によってもたらされた。1966年の最初の4ヶ月での高水準でのマネー・ストックの

4) *Ibid.*, pp.17-18 を参照。

拡大は、貨幣乗数が増加する時にはよりゆるやかに、それが下落する時にはより強くマネタリー・ベースの拡大を強めることで維持されたのである。また、5月～7月において、マネー・ストックの水準は停滞基調に陥っているが、この期にも、貨幣乗数の大きく下落するときにはマネタリー・ベースの積極的な拡大が図られたのである。

他方、銀行信用の変化とそれをもたらした要素を見ておこう。1965年後半での銀行信用の急速な拡大はもっぱらマネタリー・ベースの増大に基づいた。1966年の最初の3ヶ月ではマネタリー・ベースの増大率は鈍化したものの信用乗数が比較的順調に上昇したので、銀行信用は拡大し続けた。同年4月にはマネタリー・ベースの大幅な増大により銀行信用も大きく増大した。そして、貨幣乗数とは対照的に信用乗数は、商業銀行の定期預金の獲得を反映して、3月以降6月に至るまで上昇し、その期での銀行信用の拡大に貢献した。7月では信用乗数是不変であったが、大規模な買いオペレーションから結果するマネタリー・ベースの大幅な増大により銀行信用は拡大し続けたのである。

しかし、8月には銀行の支払準備率の引き上げがなされたことにより、信用乗数が大きく減少したにもかかわらず、買いオペレーションの規模が極めて小さく、マネタリー・ベースはわずか6,000万ドルしか増大しなかったため、銀行信用は初めて縮小する結果に陥ったのである。「連邦準備制度は7月での5億5,000万ドルに比べてネットでわずか6,000万ドルしか国債を購入しなかった。公開市場操作でのこの逆転が事実上8月でのベース・マネーでの変化無しに結果したのである。それゆえ、公開市場政策は以前の4ヶ月よりもはるかに引き締めの的となったのである。」⁵⁾

(3) 金融政策の基本的スタンス

こうした事実から、1965年12月以降1966年での、とりわけ、少なくとも、

5) *Ibid.*, p.21.

その年の春までの金融政策は引き締め政策としてよりもむしろ緩和政策としての性格を有する、という指摘がなされてきた。

例えば、D. I. ファンドは1966年の金融政策の実物経済への影響を論じたO. ブロンリーおよびS. J. マイセルの論文へのコメントの中で、両者とも1966年の金融政策を金融引き締め政策として把握することにためらいを感じていることを指摘した上で、彼自身もまた、1966年での金融政策を1年間通して一様に引き締めたものであったとは見なせないこと、すなわち、「金利の上昇は別として、金融政策は1966年の最初の数カ月では相対的に緩和的であり、政策は4月に変更され、引き締めは6月に現れ始めた………」という見解を支持する事実が存在する⁶⁾と主張したのである。

また、B. W. スプリンケルも次のように主張した。

「理論的な観点からすれば連邦支出の増大から生じる大規模な財政赤字をゆゆしきインフレーションを伴うことなしに、うまく取り扱うことは可能であるべきであるが、実際問題としてそれはそのようには決してなっていない。余り拡張的でない金融政策で民間経済を切り詰めることは可能であるべきであるが、しかし、不幸にも最近では金融政策は財政政策によるインフレーションの推進にさらにつけ加わってきた。1965年の半ばから1966年の春に至るまで、まさに経済がほぼ完全雇用を達成しインフレーションが加速するように、金融政策と財政政策の双方は支出の流れへの刺激を与え続けたのである。」⁷⁾

かくして、これらの論者が指摘するように、景気が急速に拡大しインフレーションが顕在化しているにもかかわらず、1966年に入っても、少なくとも、マネーや銀行信用の総量の増大、また、それとの連邦準備銀行の行動との関連を見る限り、基本的にはそれ以前の時期での緩和基調が維持さ

6) David I. Fand, "Comment : The Impact of Monetary Policy in 1966", *Journal of Political Economy*, Vol.76, No.4, Part II, 1968, p.826.

7) Beryl W. Sprinkel, "Highly Expansionary Economic Policies in the Midst of Inflation" *Journal of Business*, Vol.41, No.1, 1968, p.1.

れる方向で金融政策が展開された、と見なすことができるのである。もちろん、マネーなどの総量の増大とともに金利の上昇も並行しており、金利の低下をもたらすほどの緩和政策が展開されたわけではない。したがって、1965年12月以降の「金融政策は異常な信用需要を名目金利の上昇を伴うことすらなく充足させるというほどには弾力的ではないという限られた意味合いにおいて引き締めのであった」⁸⁾とすることができるのである。

ともあれ、1965年12月以降も少なくとも1966年の春まではそれ以前の金融緩和期並みの高水準のマネーや銀行信用の増大を可能とするという意味合いでの金融緩和政策が遂行されたのである。そして、それは、生産能力のフル稼働の経済状況で高率でのマネーや銀行信用の増大が物価騰貴と結合し、インフレーションが高進するのを許したのである。そうした金融政策が1966前半での金利の高騰・インフレーションの高進を可能にしたのである。

そして次の問題はなぜ金融当局がそうした行動を取ったのか、あるいは、取らざるを得なかったかということである。

当時、連邦準備制度理事会の理事であり、また、連邦公開市場委員会の委員であり、したがって金融政策の決定の当事者の一人であった、A.F.ブリマーは1972年の論文において、「1966年前半の銀行信用とマネーサプライの急速な拡大を阻止することでの連邦公開市場委員会の成功の欠如」⁹⁾を認めた上で、その理由を次のように説明している。

1966年前半、連邦公開市場委員会は短期金利への上昇圧力を抑制する目的を有して金融政策を遂行した。「公的セクターおよび民間セクターの双方からの強い信用需要が存在するもとの、そうした連邦公開市場委員会のアプローチのネットの結果は、マネー総量のかなりの増大であった。」¹⁰⁾

8) Fand, *op. cit.*, p.824.

9) Andrew F. Brimmer, "The Political Economy of Money : Evolution and Impact of Monetarism in the Federal Reserve System", *American Economic Review*, Vol.62, No.2, 1972, p.347.

10) *Ibid.*

連邦公開市場委員会では、マネー総量の増大率が過剰となっているという一般的な合意が存在し金融引き締めが必要と考えられていたが、「ある委員達は既に逼迫している金融市場をさらに悪化させるのを回避することにこそかなりの重きを置いた。彼らにとって、商業銀行のネットの準備のオペラビリティを減少させることへの注意深いアプローチこそが高い優先度を持った。委員会の目的を遂行する上で、彼らは公開市場勘定のマネージャーがいく分深いネットの借り入れ準備と緩やかな金利の上昇を徐々に達成するよう行動することを選択したのである。」¹¹⁾そして、こうした彼らの考えがその委員会の目的や公開市場勘定の行動に反映されたのである。

以上のプリマーの説明に従うならば、連邦準備制度は公的セクターおよび民間セクターの双方からの異常なほど大きな資金需要のもとで、金融市場の逼迫をより強める、あるいは、金利の一層の高騰をもたらすのではなく、逆に、それらを緩和することをこそ最優先課題とし、それゆえ、結果的であれ、マネーや信用の大きな拡大を許したのである。

(4) 財務省の国債管理政策の展開

それでは他方で、景気対策型国債管理政策論によれば金融政策と並び経済全体の金融状況に大きな影響を及ぼすはずである国債管理政策は1966年において、どのように展開されたのであろうか。財務省の国債管理政策に絞って見てみよう。

『1966年度財務長官年次報告』はその期の財務省の国債管理政策の現実的展開について次のように説明している。

「……その長期的な目的は同じままであったけれども、国債管理政策の方向づけは1966会計年度では国内、国際経済状況の変化に合致するよう採用された。この年度のスタート時点ではその政策は、アメリカの短期金利を外国のそれと競争的な水準に維持する必要によって、そして、国内の経済

11) *Ibid.*

成長を阻害するかもしれない長期金利への上昇圧力を緩和するという要求によって、依然として形成された。1965年7月、ベトナムでの行動のエスカレーションで経済環境が全般的に変化し始めた。貨幣・信用市場で、短期金利が急速に上昇し、中・長期金利も明白に上昇した。財務省はその国債満期の長期化目的を修正した——その理由の一部は、長期金利が市場からくる急速な圧力の増大のもとにあったからであり、また、その一部は財務省の借り入れへの4¼%の法定最高利率制限が長期領域でのいかなる借り入れをもすぐさま排除したからである。]¹²⁾

1960年代前半に政策当局が強く影響を受けた景気対策型国債管理政策論に従うならば、急速な景気拡大やインフレーションの高進の時期には財務省はもっぱら長期国債を発行し、民間部門での保有国債の満期構成の長期化を図るべきであった。しかし、財務省は1965年7月以降、景気過熱とも言える経済状況が現出してきたことを認識しているにもかかわらず、その長期化の方針を放棄したのである。

いや、財務省の説明によれば、経済状況の変化が生じたがゆえに、従前からのその長期化の方針を放棄したのである。市場での長期金利への大きな上昇圧力が存在したことで、そして、長期市場金利が長期国債の法定最高発行利率の上限を超えたこと、を財務省はその理由としたのである。したがってまた、仮に、後者の理由、すなわち4¼%の金利の上限規制という制度的枠組みが存在しなかったとしても、財務省は前者の理由から、その長期化を放棄すべきと考えたのである。

このことについては、財務副長官の次の発言からも明瞭に理解できる。

「そして、ブーム期には、金利が高く、財務省の証券発行によって長期資金を吸収するという、理論的に適当な手段は実際上、高くつく方法である。

12) U. S. Department of the Treasury, *Annual Report of the Treasury on the State of Finances for the Fiscal Year ended June 30 1966*, Government Printing Office, p.20. 以下単に *Annual Report of the Treasury for 1966* と記す。

しかし、コストの考慮を別としても、嚴重なルールは特定の市場状況や金融政策の他の手段の機能を勘案して、修正されなければならない。たとえば、われわれが金利の上限によって制約されず、コストへ無頓着であるとしても、近い将来われわれはおそらく巨額の長期国債を熱心に販売しようとはしないであろう。資本市場ではすでに強い圧力が存在し、われわれはこれらを過度にし、不秩序な市場条件をもたらそうとはしないであろう。」¹³⁾

財務副長官は長期国債の発行＝累積国債の満期構成の長期化は資本市場の逼迫化を強め、強すぎる金融引き締め効果をもたらすがゆえに、それは好ましくないと説明したのである。1950年代のアイゼンハワー政権期の財務省はブーム期での長期国債の発行は民間部門や州・地方政府の資金獲得を阻害し、また、企業の利潤獲得行動への急激なブレーキとなるがゆえに、望ましくないとして、景気順応型国債管理政策論を提唱し実践した。他方ジョンソン政権期の財務省は1960年代前半には景気対策型国債管理政策論に立脚するかのような、景気刺激策として景気対策型国債管理政策の性格を色濃く有する国債管理政策を展開したにもかかわらず、いざ、景気の抑制が必要な時期に入るやいなや、それを放棄し、景気順応型国債管理政策論を採用し、景気順応型国債管理政策を展開したのである。

その結果、累積市場性国債の平均満期は、1960年6月30日の4年4ヶ月から1965年6月30日の5年4ヶ月へと5年間に1年、長期化されてきたものの、1966年6月30日には4年11ヶ月にと、それは反転し、わずか1年間の中に5ヶ月も短期化したのである。インフレーションの抑止が重要な政策的課題となっている時期にむしろ、インフレーション促進的な累積国債の満期構成へと逆戻りしたのである。

(5) 1966年前半の金利の高騰・インフレーションの高進の基本的構図

13) *Ibid.*, p.343.

これまでの考察に基づく限り、とりあえず、1966年前半の金利の高騰・インフレーションの高進の基本的構図は次のように描くことができる。

表一 国内非金融法人のネットの資金調整, 1961~1966年[10億ドル]

信用のタイプ	1961	1962	1963	1964	1965	1966		
						総計	前半	後半
民間国内非金融 セクター	33.9	44.2	50.2	55.6	66.0	58.7	70.0	47.8
消費者信用	1.7	5.5	7.3	8.0	9.4	7.0	7.8	6.2
銀行貸出	2.2	4.8	5.4	6.5	13.6	7.4	11.4	3.7
州・地方政府債務	4.9	5.0	6.7	5.9	7.4	5.7	6.4	5.1
法人証券	7.1	5.1	3.6	5.4	5.4	10.9	13.6	8.2
住宅モーゲージ	11.4	13.0	15.2	15.7	16.0	12.3	14.4	10.2
その他	6.7	10.9	12.0	14.2	14.2	15.4	16.1	14.6
連邦政府	7.7	7.9	5.0	7.0	3.5	7.4	9.0	5.8

(出所) Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, 1967, Government Printing Office, p.53

表一 2 に見るように、1966年前半での季節調整済年率で示された、国内の非金融セクターのネットの資金調達額は、民間の非金融セクターおよび連邦政府のレベルでも、したがって全体でも1961年以降最高の規模に達した。設備投資ブーム等を反映する民間部門の旺盛な資金需要の高まりに、さらに連邦政府のベトナム戦争による赤字財政支出の拡大=ネットの新規国債の発行が加わったからである。したがって、連邦政府と民間部門などの資金充足の競合は強まり、大規模な、いわゆる、クラウディング・アウトの発生の高い可能性が存したのである。こうした状況に対する金融政策および財務省の国債管理政策の基本的スタンスは金融市場や資本市場の一層の逼迫や金利の上昇を回避、すなわち、大規模なクラウディング・アウトを回避し、民間部門などの資金需要の充足を基本的に認めることであった。換言すれば、急速な景気拡大やインフレーションの進行を阻止すべく、金融引き締め政策により経済全体への資金供給のパイプを細める、また、景気対策型国債管理政策により、民間部門などの長期資金調達=投資

支出を直接的に抑制する、という方策は放棄されたのである。

金融緩和政策および景気順応型国債管理政策の展開は連邦赤字財政支出の拡大に刺激された企業の外部資金に依存した設備投資を可能にし、したがって、投資ブームを持続させ、民間部門からの旺盛な資金需要を呼び起こすよう作用した。そして、極めて強い資金・信用需要に直面して、「……金融当局は……マネーサプライを増大させることによって、金利の上昇に対応」¹⁴⁾した結果、そうした政策展開の無い場合に比べて、金利の高騰を緩和し得たものの、他方で、高水準のマネーや信用の供与が実物経済レベルでの超過需要の形成に結実し、それが高い設備稼働率のもとで物価騰貴を引き起こすことを許し、インフレーションの高進を促進したのである。また、民間部門での保有国債の満期構成の短期化も経済の流動性を高めることを通してインフレーション促進的に作用したのである。金利の高騰を伴いつつインフレーションが高進したことが、その期での経済全体としての資金需要がいかに大きかったかを示しているのである。

II 1966年のクレジット・クランチと国債市場、銀行の国債投資行動

(1) クレジット・クランチの原因

さて、1966年にはその年初からのインフレーションの高進や金利の高騰に加えて、さらに夏には、クレジット・クランチが現出することとなった。貯蓄貸付組合などのスリフト金融機関に加えて商業銀行においても、いわゆる、ディスインターメディアエーション＝流動性危機が生じ、また、州・地方政府債市場の機能が麻痺するに至ったのである。なぜ、それが生じたのか、とくに、国債ディーラー市場や商業銀行の国債投資行動との関連に焦

14) Oswald Brownlee, "The Effects of Monetary and Credit Policies on the Structure of the Economy", *Journal of Political Economy*, Vol.76, No.4, 1968, p. 786.

点を合わせつつ考察しよう。

このクレジット・クラッチの前段階として、1966年初頭より既にスリフト金融機関でディスインターメディアエーションが生じていたのであるが、その基本的原因は次のように考えることができる。

まず第1の原因は、前章で分析された諸要因に規定されて、金利が上昇し、1930年代以降最高の金利水準が形成されてきたことである。第2の原因は、金利の上昇のもとで商業銀行は、ビルズ等の市場性金利商品に対抗して市場金利を反映できる譲渡性預金(CD)を活用して資金の獲得を図ったものの、他方で、スリフト金融機関は低いモーゲージ金利に規定されて、商業銀行のCDに対抗できるほどの預金金利を設定できなかったことである。

こうした1966年前半での前段階を経て夏に州・地方政府債市場の機能麻痺を伴いつつ商業銀行をもディスインターメディアエーションに巻き込むという形でクレジット・クラッチが現出するのであるが、その現出に重要な役割を果たした要因の一つは金融政策の転換、より正確に言えば、公開市場操作の急激な転換である。

(2) クレジット・クラッチと公開市場操作

インフレーションの高進のもとで、連邦準備制度は1966年前半での金融政策の緩和基調を徐々にであれ、より引き締めのものへと移行することを余儀なくされた。6月には500万ドルを超える定期預金への支払準備率は4%から5%へ引き上げられた。7月頃からは商業銀行の連邦準備銀行からの借入を減少させるよう、より引き締めの窓口行政が行なわれた。

また、全般的な市場金利の持続的上昇のもとで7月にはCDの市場金利がレギュレーションQの上限金利を超えることとなったが、連邦準備制度は、商業銀行とスリフト金融機関の競争を抑制すべきであるという連邦議会からの圧力もあって、以前のように、その上限金利を引き上げず、また、小口の定期預金の上限金利を引き下げた。それらの結果、8月中旬以

降商業銀行は満期となったCDのロール・オーバーをできなくなり、預金残高も減少し始めた¹⁵⁾。

それらに加えて、8月には極めて厳しいマネーサプライの抑制がなされた。既に見たように、8月には、ネットの買いオペレーションの規模が7月の5億5,000万ドルに比べて、6,000万ドルへと激減させられるという、公開市場操作の逆転がなされたのである。こうした、「8月での公開市場操作のベース・マネーの増大へのインパクトの劇的な逆転と定期預金への支払準備率の引き上げの十全なインパクトは銀行信用のプロセスへの決定的な収縮効果を与えたのである。」¹⁶⁾そしてまた、「1966年の春から秋まで、財政政策はその経済拡張的スタンスを持続したけれど、金融政策はマネー・サプライでの6%の増大率から2%の収縮率へとドラスティックに変転したのである。その結果は、金融機関への上限金利規制と結合することによる、…『ディスインターメディアイション』の広範化としてのほぼ金融恐慌に近い状態の現出…であったのである。」¹⁷⁾

ここで問題は、なぜそれほど厳しい公開市場操作がなされたのかということである。

7月26日での連邦公開市場委員会の会議では、連邦公開市場勘定が置かれているニューヨーク連邦準備銀行への次のような政策指令が採択されている。

「……次の会議までの公開市場操作はネットの支払準備のオペラビリティと関連する貨幣市場状況の、ほぼ現在の状況を維持するという見地から遂行されるであろうが、しかし、もし財務省のファイナンスに関する諸条件が許し、かつ、もし必要準備が予想よりも急速に拡大する、という条件があるならば、その操作はネットの準備の若干の一層の漸次的減少を達

15) Wolfson, *op. cit.*, p.36 および Burger, *op. cit.*, p.24 を参照。

16) Burger, *op. cit.*, p.27.

17) Sprinkel, *op. cit.*, pp.1-2.

成し貨幣市場状況をタイトにするという見地から遂行されるであろう。』¹⁸⁾

したがって、その会議では7月でのタイトの状況を基本的には維持する公開市場操作の遂行が確認されている。もちろん、商業銀行の必要準備が予想以上に拡大するならば、より引き締めを強化することになっている。しかし、次に開かれた8月23日のその委員会の会議では「8月には、加盟銀行の総預金および準備の双方は以前にスタッフによって計画された水準よりも下回るであろう」¹⁹⁾と報告されており、実際には8月には予想された以上の準備の拡大が生じなかったことが分かる。

(3) 公開市場操作と国債ディーラー市場

それでは、なぜ8月に厳しい公開市場操作がなされたのであろうか。1966年の金融政策を対象とする『第53回連邦準備制度理事会年次報告』はそのことに明確には答えていない。ただ、それを詳細に検討するならば、そうした操作に、その期での国債ディーラー市場の状況が関連しているのではないかと推測させる記述を見つることができる。その記述を基礎に、国債ディーラー市場が公開市場操作のあり方に与えたインパクトについて見ていくことにしよう。

まず確認しておかなければならないのは、1966年の6月から8月の期間において、国債ディーラー市場が全く薄くなってきたことである。

国債ディーラーは金融環境の不確実さ、金利の上昇、そして特に、銀行が企業への融資を集中したことによる、ディーラー金融の高コストと制限されたアベイラビリティに直面してポジションを減少させてきたのである。国債ディーラーの国債のポジションの毎日の平均水準は1965年の最初の8ヶ月での36億ドルから1966年の同期間での21億ドルへ減少した。1966年の7月から8月でのディーラーの国債保有額は1965年の同時期での半分に過ぎなくなったのである。そして、国債ディーラーは国債保有ポジショ

18) *53rd Annual Report of the Federal Reserve System*, p.168.

19) *Ibid.*, p.171.

ンを減少させるだけでなく、その保有国債の満期構成を短期化させた。ディーラーの保有国債ポジションに占める満期1年以内の国債の比率は1966年7月から8月の期間では前年同期の82.5%に比べて、92.7%にまで増大したのである²⁰⁾。

(4) 「最小限介入の原則」の継承

そして、連邦準備制度によれば、「この国債市場が全く薄くなる傾向にあるという事実によって、公開市場操作は複雑にされたのである。」²¹⁾

すなわち、「折々、例えば、1966年の6月末、そして再び8月初期の頃、ディーラーの取引勘定でのビルズの保有は約2億5,000万ドルにまで落ち込んだのである。この時期の環境では、連邦準備による大規模なアウトライトの購入あるいは売却はビルズの金利の過大な運動に貢献するリスクを負うことになったであろう。

ビルズの市場での払底に直面した支払準備の注入の困難は……春期にも種々の程度で存在してきた。それらは6月の後半に再びさし迫ってきたのである……」²²⁾

連邦準備制度は国債市場が全く薄くなることで、ビルズでのオペレーションですら、その金利の過大な変動をもたらすであろうこととなり、6月や8月では買いオペレーションによる準備金の供給も困難となってきたことを指摘しているのである。

結局この6月末では、外国勘定から巨額のビルズが供給されたこともあって、準備金注入の現実的問題は生じなかったのであるが、連邦準備制度は8月では次のような公開市場操作でその問題に対処したと説明したのである。やや長くなるが引用してみよう。

20) Burger, *op. cit.*, p.26.

21) *53rd Annual Report of the Federal Reserve System*, p.238.

22) *Ibid.*, p.239.

「連邦準備制度は8月の初めには他の要因からの支払準備の枯渇を相殺するために、そして月末に向けては労働祭の休日あたりで必要とされる準備金を供給するためにそれを注入した。各々のケースでその注入は国債市場の秩序有る機能の持続化に最も貢献するであろうと思われるやり方でなされた。その月の初旬では、ディーラーは、財務省の8月の借り換えへの交換権の獲得によって膨らまされてきたポジションをファイナンスすることによる高コストに関心を有していたので、連邦準備は公開市場操作を再購入契約でのその交換権や他の財務省の証券の購入に限定した。他方、その月の後半では、より長期のビルズでのディーラーのポジションの形成が財務省の納税引き当てビルズの入札に続いて国債市場を重々しく押し始めた後、連邦準備は大規模なアウトライトのビルズの購入を行った。そのような操作の一つは8月29日の月曜日の市場の開始時に行われたのであるが、既にその前の週の金曜日の午後からは全ての市場セクターでは突然の加速的な価格の下落が生じていたのである。」²³⁾

さて以上の、公開市場操作の現実的展開さらにそのことへの連邦準備制度の説明から理解できるのは、ビルズ・オンリー政策採用時の「最小限介入の原則」=国債価格の利潤動機に基づく変動の自由の保障=国債ディーラーや国債投資家の利潤動機に基づく自由な投資行動の保障がやはり継承されてきたことである。たとえ、ビルズを公開市場操作の対象とする時でもその原則は継承されてきたのである。

8月初旬のように、国債ディーラーのビルズ保有が激減し、市場にビルズが払底し、その操作がビルズの金利に支配的影響を及ぼすときには、大規模なアウトライトでの買いオペレーションは回避された。また、再購入契約での買いオペレーションの実施に際しても、あくまでも国債ディーラーがその保有を過剰に感じている国債種類を対象とした。国債ディーラーの利潤動機に合致し、その市場形成でのイニシアチブを尊重する形でその

23) *Ibid.*, p.238.

操作はなされた。「最小限介入の原則」に合致するアウトライトでのオペレーションを可能とする条件が形成され、それゆえ、8月で初めての大規模なアウトライトでの買いオペレーションがなされた8月29日には、すでに債券市場での急速な価格下落が生じていたのである。

「最小限介入の原則」の継承は単に公開市場操作の対象をもっぱらビルズに限定するのみならず、ビルズ市場が薄くなった場合には、ビルズを対象とする公開市場操作の量的規模をも制約するように作用したと考えることができるのである。7月に比べての8月での買いオペレーションの規模の急激な縮小の一因がそうした国債ディーラー市場の状況とそのもとの「最小限介入の原則」の継承にあったと考えることができるのである。

(5) 商業銀行の国債投資行動の変化

さて、次は、1966年のクレジット・クランチの重要な一環をなす州・地方政府債市場の機能麻痺化がなぜ現出したのか、商業銀行の国債投資行動の変化との関連に焦点を合わせつつ、見ていくことにしよう。

1960年の初頭より商業銀行は資金調達手段としてCDを積極的に活用してきたが、それは他方で資金調達コストを増大させた。したがって、一定の利鞘を確保するには高収益資産に投資する必要が生じ、国債に比べて、免税ということもあり利回りの高い州・地方政府債の保有を強めた。

表一 3 連邦準備制度加盟商業銀行の債券保有額 [百万ドル, %]

	国債	州・地方政府債	総貸出・投資に占める比率	
			国債	州・地方政府債
1960年12月31日	49,106	14,141	29.6	8.5
1961年12月30日	54,058	16,691	30.0	9.2
1962年12月28日	52,968	20,773	27.1	10.6
1963年12月20日	49,342	25,210	23.5	12.0
1964年12月31日	48,717	28,374	21.3	12.4
1965年12月31日	44,992	32,588	17.9	13.0
1966年6月30日	39,942	33,896	15.4	13.1

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号より作成。

表一 3 に見るように、加盟商業銀行は1960年から1965年の期間にその保有を2倍以上に増大させた。他方、それは1961年をピークに国債の保有を、絶対額のレベルで見ても、1965年に至るまで一貫して減少させてきたのである。その結果、国債投資がその総貸出・投資に占める比率も、1961年の30%から1965年の17.9%へと大きく減少してきたのである。

そして、1966年前半では商業銀行はそれ以前の時期よりも、さらに規模を強めて、その半年間で国債保有を約50億ドル減少させた。すなわち、「事業貸出での利回りの増大を利用するために、商業銀行はその資産ポートフォリオを再編したのである。1966年の前半、銀行はより低い利回りしか産まない証券からより高い利回りを産む事業貸出へ転換したのである。」²⁴⁾そしてその保有の減少の中心は流動性は高いものの、短期ゆえ利回りのより低いビルズであったのである。

表一 4 連邦準備制度加盟商業銀行の貸出・投資の増減 [百万ドル, %]

	1965年12月31日	1966年 6 月30日	増減額 (率)
総投資・貸出	251,577	258,638	7,061(2.8)
商工業貸出	63,979	69,357	5,378(8.4)
国債	44,992	39,942	△5,050(△11.2)
(ビルズ・債務証券)	9,441	6,384	△3,057(△32.4)
州・地方政府債	32,588	33,896	1,308(4.0)

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号より作成。

こうした国債保有状況の下で、かの8月での預金の流出や公開市場操作の劇的な変更が生じ、商業銀行は急速に資金を獲得し準備金を補填する必要に迫られたのである。しかし、「銀行は国債のポートフォリオの一部を既に売り、その残余のかなりの部分は州・地方政府の預金の担保にされてい

24) Burger, *op. cit.*, p.23.

25) Wolfson, *op. cit.*, p.38.

た。かくして、銀行は必要とする資金を手に入れるために自治体債を放出し始めたのである。]²⁵⁾

もともと国債市場に比べて自治体債市場＝州・地方政府債市場は薄いと言われる。そして、1966年では商業銀行がもっぱら事業貸出を優先し、ディーラー金融を縮小した結果、「ファイナンスのコストがディーラーやアンダーライターがポジションを取るのを困難かつ高くつくものとし、かくして、新規発行証券の分配と同様に証券市場での第2次市場取引を阻害した。]²⁶⁾国債市場ですら1966年には薄くなる傾向を有したのであり、いわんや、州・地方政府債市場ではそれは顕著であった。そんな市場状況のもとで銀行の大量の州・地方政府債の放出が生じたのである。「……州・地方政府債に対する価格相場はほとんど名目的となった。第2次市場で進んで州・地方政府債を購入しようとするのはほんの少数のディーラーに過ぎなかったのである。]²⁷⁾ 銀行は急激な価格下落を伴ってのみ自治体債を売却できたのである。それにより、銀行は莫大なキャピタル・ロスをこうむり、州・地方政府債の利回りはさらなる急騰を続けた。「8月での金融市場の陰うつさは深く、免税州・地方政府債の市場状況は不秩序に近い状態となり」²⁸⁾、その債券の発行計画を変更し、発行額を減額する、さらには、発行それ事態を延期する自治体が急増したのである²⁹⁾。

これが全般的な金融恐慌に至ることは、8月23日の連邦公開市場委員会での金融政策の転換と9月1日での、連邦準備制度から加盟銀行への州・地方政府債の放出の中止などの直接の要請によって、回避され得たのであるが³⁰⁾、そうした州・地方政府債市場の機能麻痺の顕在化は他面で商業銀行

26) *53rd Annual Report of the Federal Reserve System*, p.72.

27) Burger, *op. cit.*, p.26.

28) Wolfson, *op. cit.*, p.38.

29) この点の詳細については、Paul F. McGouldrick and John E. Peterson, "Monetary Restraint and Borrowing and Capital Spending by Large State and Local Government", *Federal Reserve Bulletin*, July 1968, pp.552-571 を参照。

のみならずアメリカ資本主義経済全体にとっての、依然として他の債券市場に比べて高い流動性を有する国債市場の、したがってまた投資対象としての国債の、重要性を再認識させるものでもあったとも言える。

III 1960年代後半の国債発行・金利の高騰・インフレーションの高進と国債管理政策論

(1) 1960年代後半の金利の高騰・インフレーション高進の基本的要因

クレジット・クラッチ以降も1960年代後半全体を通して、金利の高騰・インフレーションの高進の基調は維持され、むしろその趨勢は強められた。

こうした1960年代後半全体での持続的な金利の高騰・インフレーションの高進は、主として、1966年前半での金利の上昇・インフレーションの高進をもたらした基本的要因がなお継続的に作用し、また、クレジット・クラッチの経験がその作用をなお一層強めたことに起因する。ジョンソン政権の1968年までの時期に焦点を合わせつつ、以下確認していくことにしよう。

まず第1に、連邦赤字財政支出の継続化とこれと結合した投資ブームの持続化がその期の持続的な金利の高騰・インフレーション高進の実物経済レベルでの基礎条件を形成した。連邦準備制度も認めるように、その時期での「……超過総需要に責任ある支配的な要因の一つは連邦政府支出であったのである。とくに1965年に始まる防衛支出の飛躍的増大が重要であったのである。」³¹⁾そしてこれがまた、1960年代前半に創出された投資優遇税制の存在とも相まって、企業の投資支出を刺激し、投資ブームを引き起こした。そして、当初は、連邦支出の拡大による実需の増大、あるいはその見込みと関連して、投資ブームが生じたのであるが、インフレーションの高進とともに、これによる企業の債務者利得の発生とインフレーション

30) Wolfson, *op. cit.*, p.38 を参照。

31) "Our Problem of Inflation", *Federal Reserve Bulletin*, June 1969, p.493.

表-5 経済諸指標 1960~1968年

	連邦財政収支 (10億ドル)	卸売物価 (1967=100)	消費者物価 (1967=100)	市場利回り(%)		失業率(%)
				3ヶ月ビルズ	法人債(Aaa)	
1960	0.3	94.9	88.7	2.87	4.41	5.5
1961	△ 3.4	94.5	89.6	2.36	4.35	6.7
1962	△ 7.1	94.8	90.6	2.77	4.33	5.5
1963	△ 4.8	94.5	91.7	3.16	4.26	5.7
1964	△ 5.9	94.7	92.9	3.54	4.40	5.2
1965	△ 1.6	96.6	94.5	3.95	4.49	4.5
1966	△ 3.8	99.8	97.2	4.86	5.13	3.8
1967	△ 3.7	100.0	100.0	4.29	5.51	3.8
1968	△25.2	102.5	104.2	5.34	6.18	3.6

(注) 連邦財政収支は会計年度, その他は暦年での数字である。

(出所) *Historical Statistics of the United States Colonial Times to 1970*, p.135, 203, 1001, 1105 より作成。

ンへの期待の強まりが逆に投資ブームを継続させるようにも作用したのである。そしてまた、「この更新された資本支出ブームがインフレ圧力への主要な要因であって来たのである。」³²⁾

そして、第2には、民間部門からの投資ブームを反映した旺盛な資金需要にさらに連邦政府の赤字ファイナンスが加わる、全体としてかつて無い高水準の資金需要に直面して金融緩和政策が基調として維持されるとともに、景気順応型国債管理政策が展開されたことが持続的な金利の高騰・インフレーションの高進のマネーや信用の面からの基礎条件を形成した。

表-6で、非金融セクターの信用調達額を名目GNPで除した数値を見るならば、それは1964年以降に極めて高い数値となっているのが分かる(1966年の数値がその中で若干低くなっているが、それはクレジット・クランチの影響によるもので、おそらく、1966年前半に限定すれば高い数値を示すと推測できる)。それは、その期の強い資金需要の存在と同時にそれが一定程度に充足されたことの結果を表すものである。

32) *Ibid.*, p.495.

表—6 非金融セクターの資金調達 1955～1968年 [10億ドル, %]

	各目 GNP (a)	資金調達額		b/a	c/b
		非金融 セクター(b)	連邦政府(c)		
1955	398.0	51.0	△0.8	10.2	△ 1.5
1956	419.2	40.9	△5.8	9.7	△14.1
1957	441.1	37.8	△2.2	8.5	△ 5.8
1958	447.3	44.7	9.3	9.9	20.8
1959	483.7	66.2	7.1	13.6	10.7
1960	503.7	49.5	△2.1	9.8	△ 4.2
1961	520.1	54.7	7.2	10.5	13.1
1962	560.3	66.7	7.0	11.9	10.4
1963	590.5	76.4	4.0	12.9	5.2
1964	632.4	91.5	6.3	14.4	6.8
1965	684.9	99.9	1.8	14.5	1.8
1966	749.9	93.7	3.6	12.4	3.8
1967	793.9	105.2	13.0	13.2	12.3
1968	864.2	131.6	13.4	15.2	10.1

(出所) *Ibid.*, p.974 より作成。

大規模な連邦政府の赤字ファイナンス=ネットの新規国債発行を反映して1965年12月と1968年12月の期間に、累積国債の総額は371億ドル増大したが、他方、財務省信託勘定および連邦準備銀行はその保有額を、各々、169億ドル、121億ドル増大させた。したがって、その期には財務省の信託勘定と連邦準備銀行が新規国債発行の78%を、また連邦準備銀行だけでもその33%を消化したことを意味する。クラウドینگ・アウトを回避するためのこうした大規模な連邦準備信用による国債消化=大規模なネットの買いオペレーション=金融緩和政策の展開が1968年に至るまでのマネーや銀行信用などの高率での拡大をもたらし、そしてそれは実物経済レベルでの超過需要の形成に結実し、金利の高騰を伴いつつ、持続的にインフレーションを高進させてきたのである。

連邦赤字財政支出=赤字ファイナンスと金融緩和政策が持続的な金利の高騰・インフレーションの高進の主原因であることは財務省ですら認めざ

表一 7 マネーサプライなどの年変化率, 1957~1968年 [%]

	1967~1968	1964~1967	1957~1964
連邦準備信用	13.0	8.1	7.4
総加盟銀行準備	5.3	4.8	2.8
マネタリー・ベース	6.6	4.9	2.7
マネーサプライ	6.8	4.1	1.9
マネーサプライおよび定期預金	6.0	8.2	5.3
銀行信用	8.3	8.8	6.4

(出所) David I. Fand, "Monetary Theory and The Post-1965 Inflation", *Michigan Academician*, Vol.2, No.1, 1969, p.15 より作成。

るを得なかったのである。例えば、ウォーカー財務副長官は次のように述べている。

「……連邦赤字の金利上昇への貢献は広く理解されている。連邦政府は払い戻す以上に借り入れるので連邦赤字は貨幣のコストを直接引き上げる。さらに、その赤字はインフレーションに火を注ぎ、経済を過熱させ、次に事業、消費者、州・地方政府の大量の消費を刺激する。……今日、多くのエコノミストは過剰な景気拡張的金融政策は長期的には高金利に結果すると考える。……」

雇用が高水準でたるみが無いときには、銀行準備金の、追加的および過剰な注入は高い貨幣増大率に至り、生産の増大にはほとんど貢献しない。それらは主として物価の高騰に結果する。

物価の高騰と経済の過熱化はなお一層の強い資金需要をもたらす。それらはまた貸し手の資金の貸出意欲を減退させる傾向がある。双方の行動は金利をさらに高騰させる。もし連邦準備が金利の高騰を緩和しようとしてより多くの資金を注入するならば、その結果はまさに逆となる。金利の高騰はインフレーション利得が強まり、インフレーションへの期待が高まるにつれて一層促進される。

財務省の高水準の赤字の時期での過度の景気拡張的金融政策については人々は余り非難すべきではない。財務省の借入れが巨額で頻繁な時期に連邦準備が貨幣の増大を抑制することは非常に困難である。]³³⁾

また、累積市場性国債の満期構成が1965年5年4ヶ月から短期化し続け、1968年には4年2ヶ月となっていることに示されるように、財務省は景気順応型国債管理政策を展開したのであるが、これは企業の資本支出の拡大のための長期資金の調達などを阻害しないよう配慮するものであるとともに、累積国債の流動性を高めることで、インフレーション促進的に作用するものであった。

表一 8 累積市場性国債の満期構成, 1965~1968年 [100万ドル, %]

	1965	1966	1967	1968
総 額	20,865(100.0)	209,127(100.0)	210,672(100.0)	226,592(100.0)
満期1年以内	87,637(42.0)	89,136(42.6)	89,648(42.6)	106,407(47.0)
1~5年	56,198(26.9)	60,933(26.9)	71,424(33.9)	64,470(28.5)
5~10年	39,169(18.8)	33,596(18.8)	24,378(11.6)	30,754(13.6)
10~20年	8,449(4.0)	8,439(4.0)	8,425(4.0)	8,407(3.7)
20年以上	17,241(8.3)	17,023(8.3)	16,797(8.0)	16,553(7.3)
平均満期	5年4ヶ月	4年11ヶ月	4年7ヶ月	4年2ヶ月

(出所) *Statistics Abstract of the United States*, 各号より作成。

金融緩和政策および景気順応型国債管理政策の展開により、投資ブームの継続も、また持続的な実物経済レベルでの超過需要の形成も現実的に可能とされたのである。

(2) クレジット・クラッチの経験と金融緩和政策

さて、1968年までの金融緩和政策の基調の維持についてはさらに次の2点に言及しておかなければならない。まず第1は、連邦準備制度は単に、経済が活況を呈しクラウディング・アウトの発生が懸念される局面において金融緩和政策を展開したのだけではなく、経済が一時的に落ち込んだ時に

33) U. S. Department of the Treasury, *Annual Report of the Treasury on the State of Finances for the Fiscal Year ended June 30 1969*, Government Printing Office, pp.234-235.

は、景気刺激策としてより徹底的な金融緩和政策を展開したことである。具体的には1967年前半では、景気回復のために、それこそ、名目金利の下落が生じるほどの徹底した緩和政策を展開したのである。その徹底ぶりは1967年でのネットの買いオペレーションの規模の大きさからでも伺い知ることができる。これがその後の金利の高騰・インフレーションの高進に拍車をかけたことは言うまでもない。

表一 9 公開市場操作でのネットの国債の売(△)・買, 1961~1968年

[100万ドル]	
	ネットの国債の売(△)・買
1961~1964 (年平均)	3,858
1965	5,661
1966	5,351
1967	9,062
1968	5,436

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号より作成。

第2は、クレジット・クラッチの経験が連邦準備制度に金融緩和政策の基調を強めさせるよう作用したことである。すなわち、1967年第2四半期末以降、実物経済レベルでの総需要と資金・信用需要は相互関連的に再び加速度的に増大していったが、「もう一つの『クレジット・クラッチ』をもたらす可能性が……1967年後半でのより引き締めの金融政策への移行の意思決定への重要な拘束としての役割を果たしたのである。これらの懸念が1968年央に取られる財政行動の潜在力への過度の期待と結合して、再び1968年での金融政策の意思決定者を拘束したのである。」³⁴⁾

(3) 累積国債とイーブン・キール政策

以上、1965~1968年の持続的な金利の高騰・インフレーションの高進を

34) Burger, *op. cit.*, p.13.

もたらした基本的要因を見てきたのであるが、さらにそれらと累積国債および1960年代前半での国債管理政策との関連についても見ておきたい。

例えば、1965年6月段階で累積市場性国債総額は2,086億9,500万ドルに上るが、その中の42%が残存満期1年以内の国債であり、876億3,700万ドルの大きさである。したがって、この巨額の短期国債がその後1年以内には基本的には借り換えを求められることとなるわけである。1966年に民間部門および州・地方政府によって新規に調達された資金総額は641億ドルであることから、その借り換えの規模の大きさが理解できる。

こうした巨額の借り換えの必要自体が民間部門などからの資金需要が強まった時には、連邦政府と民間部門などとの間での資金充足の競合関係が一挙に顕在化することを意味する。いわんや、1965～1968年ではそれにネットの新規国債発行が加わり、競合関係が一段と厳しくなったわけである。したがって、短期国債の大量累積に起因する巨額の借り換えの必要がその期には金融緩和政策の基調の維持の促進力の一つとして作用したのである。

そしてそれは具体的にはより金融引き締めが必要とされる時期でのイーブン・キール政策の遂行として現れた。例えば、既に見たように、1966年の7月には連邦準備制度は徐々に金融引き締めに移行したのであるが、イーブン・キール政策の遂行の必要はその程度をより弱めるよう作用したのである。連邦準備制度はそのことを次のように説明している。

「連邦公開市場委員会の内部では銀行信用の拡大を抑制したいという一般的要求が存在した。しかし、また、財務省のファイナンスの期間中には『イーブン・キール』を維持するという慣行に従って、来るべき財務省の借り換えがほぼ現在のネットの準備のアベイラビリティおよび金融市場の状態を持続するのに賛成の重要な理由を構成するという認識も存在した。」³⁵⁾

35) 53rd Annual Report of the Federal Reserve System, p.167.

こうした例に見られるように、1965～1968年でのより金融の引き締めが必要とされる局面にあって、借り換え発行をも含む、財務省のファイナンス期間中には、金融政策および金融市場の状況の変更は行わないというイーブン・キール政策のもとで、より引き締めの政策的な遂行が中断されたのである。また、引き締めを遂行する場合でも、連邦公開市場委員会は引き締めを「財務省のファインによって許される程度に」³⁶⁾にとどめるような公開市場操作を行うよう絶えず指示してきたのである。

そしてさらに興味あるのは、1967年前半のように、より金融が緩和された局面での連邦準備制度の対応である。

連邦準備制度によれば、1967年1月の会議で「連邦公開市場委員会は来るべき財務省のファイナンスは通常のものとなるであろうし、しかも今月末までは金融市場を『イーブン・キール』に維持するに必要な諸要件は有効とならないことは予測できるものの、それは公開市場市場操作を遂行する上で考慮されるべきことで合意したのである。」³⁷⁾より具体的に言えば、「……来るべき財務省のファイナンスを考慮して、連邦準備の公開市場操作は……よりいく分金融市場の緩和を達成するという見地から行われるであろう」³⁸⁾ことを委員会は決定したのである。そして次の2月の委員会では、イーブン・キール政策を遂行し、「……現在の財務省のファイナンスを考慮して、連邦準備制度の公開市場操作は……現行の金融市場の緩和状態を維持する見地から遂行されるであろう」³⁹⁾ことを決定したのである。したがって、1月では2月の財務省のファイナンスを支援するために先行的に金融が緩和されたのである。

1965～1968年で連邦準備制度は借り換えがその大部分をなす財務省のフ

36) Board of Governors of the Federal Reserve System, *55th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1968*, p.150.

37) Board of Governors of the Federal Reserve System, *54th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1967*, p.99.

38) *Ibid.*

39) *Ibid.* p.106.

ファイナンスに対しては、金融緩和局面では先行的に緩和した上でオープン・キール政策を実行する、そして他方、引き締め局面では、その政策により引き締めの遂行を中断する、あるいはまた、財務省のファイナンスを阻害しない程度に引き締めをとどめるということを行ったのである。これらの行為がまた金融緩和政策の基調を強めるよう作用したのである。

そうした行為はより直接的には財務省のファイナンスを助ける形でなされたものである。しかし、それは同時に、たとえ結果的であれ、広く民間部門などでの資金調達をも容易にするよう作用したことは言うまでもない。したがって、その行為は広くクラウディング・アウトの回避の方策の一つとしての性格を有したと見なすことができるのである。

大量の短期国債の累積はオープン・キール政策を通して金融緩和政策の基調を強めさせるよう作用しただけではなく、より直接的に金融政策のインフレーション抑制効果を弱化させる役割をも果たした。

商業銀行はクレジット・クランチの経験から、国債を流動性ポジションとして再構築し始めた。商業銀行は、1962年から続いた国債保有の持続的減少に終止符を打ち、より徹底した金融緩和政策が展開された1967年にはその保有を増大させた。商業銀行は全体として国債保有を1966年12月での471億8,200万ドルから1967年12月末での521億9,400万ドルへと増大させたのである。そして、「1967年の大部分を通して巨額の国債を獲得した後、報告によれば、主要銀行は1967年末から1968年央にかけて、ほぼ持続的に保有するビルズを流動化させたのである。」⁴⁰⁾すなわち、1950年代と同様に、商業銀行は金融緩和期に国債保有を増大させ、そして、金融の引き締めに対しては、短期国債を流動化させることで、必要な現金を大きなキャピタル・ロスをこうむることもなく獲得するという行動を取ったのである。景気順応型国債管理政策はそうした銀行行動を容易するものであるし、また、そうした行動を媒介として累積国債は、1950年代と同様に、金融政策の引き

40) *Ibid.*, p.241.

締め効果＝インフレーション抑制効果を一層弱める役割を果たしたのである。

また、1965～1968年では、新たな特徴として、商業銀行による外国支店を通じたユーロダラーの取り入れが、これまた、金融当局の引き締め効果を弱めさせた。このことは1960年代前半の財務省の国債管理政策と全く無関係ではない。と言うのは、そうした海外でのユーロ・ダラーの形成は国外への資金流出を促迫した、1960年代前半での長期間にわたる積極的金融緩和政策＝大規模なネットの買いオペレーションの展開＝商業銀行への潤沢な準備金の供給に関連しているが、そうした金融政策の展開を要請した一因が累積国債の満期構成の長期化という財務省の国債管理政策の課題設定とその実行にあったからである。

(4) 国債発行・金利の高騰・インフレーションの高進と国債管理政策論

さて最後に、以上に見てきた1965～1968年の事態の進展が景気対策型国債管理政策論や景気順応型国債管理政策論などにとって持つ意味を考えてみたい。

1950年代、例えば、1955～1957年の時期にも旺盛な資金需要を伴う設備投資ブームが生じた。景気対策型国債管理政策論は金融政策を補完しつつ景気対策型国債管理政策を展開することで経済安定化を達成できるし、また、そうすべきであると主張したが、その時期においても、景気拡大やインフレーションを抑制するために景気対策型国債管理政策が展開されることはなかった。現実には景気順応型国債管理政策が展開された。「新しい」インフレーションが発現し、またその発現に大量累積国債や景気順応型国債管理政策の展開が重要な役割を果たすこととなった。

しかし、その期には少なくとも金融引き締め政策は実行された。連邦準備制度は、1955年に関するデータは存在しないけれども、金融引き締め政策を展開したとされる、1956年1～12月ではネットの買いオペレーションの規模を11億700万ドルにとどめ、さらに、1957年1～6月には9億6,000

万ドルのネットの売りオペレーションを行ったのである⁴¹⁾。他方で、連邦政府は1956年度および1957年度では連邦政府は黒字を計上し、1955～1957年の期間ではネットの国債の償還を行い(表—6を参照)、民間部門の資金需要を緩和する役割を果たした。このことが金融引き締め政策の展開を可能とさせる一因として作用したと考えることができるのである。

1965～1968年のブーム期には、民間部門からの旺盛な資金需要にさらに連邦政府の巨額の年々の借り換えの必要の基礎の上に持続的な赤字ファイナンス=ネットの国債発行が加わり、連邦政府と民間部門などとの資金充足の強い競合関係を含む、経済全体としてのかつて無い高水準の資金需要に直面して、財務省は、1950年代のブーム期と同じく、インフレーション促進的な景気順応型国債管理政策を展開するのみならず、連邦準備制度もまたインフレーションの抑制の課題を事実上放棄し、金融緩和政策を展開し、インフレーションの高進を許したのである。

景気対策型国債管理政策論の想定とは全く逆の事態が現実には生じたのである。このことは景気対策型国債管理政策論の有効性の喪失を明白にした。と言うのはまず第1に、インフレーションの高進にもかかわらず、連邦準備制度による大規模な国債消化が行われ、金融政策が事実上インフレーション抑制の課題を放棄する以上、仮に、景気対策型国債管理政策論が主張するように、景気対策型国債管理政策が展開されるとしても、インフレーションへのその抑制効果は極めて限定的なものとならざるを得なかったであろうからである。そして第2に、そうしたもとは限定的な効果をししか有さないであろう景気対策型国債管理政策であってすら、現実には展開されなかったからである。景気対策型国債管理政策論のブーム期での

41) 以上の公開市場操作にかんする数字は、Board of Governors of the Federal Reserve System, *43rd Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1956*, p.95, Board of Governors of the Federal Reserve System, *44th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1957*, p.107, より算出。

政策展開に関する主張が全て非現実的なものとして崩れさったのである。

1965～1968年の経験はブーム期には景気対策型国債管理政策が現実には展開され得ないという点での景気対策型国債管理政策論の現実適用性の欠如を改めて確証させるにとどまらず、それが立脚する、総体としての経済政策が景気循環に対応して民間部門の支出を抑制あるいは促進させることを通して経済安定化効果を発揮し得るしまた発揮すべきである、というその基本的な経済政策観の非現実性も露呈させたのである。

それはまた景気対策型国債管理政策論のいわば基礎をなすケインズ派国債論の主張の非現実性をも露呈させた。

と言うのは、かつて、ケインズ派国債論は不完全雇用下では政府は国債発行による遊休資金の吸収と政府支出の拡大を通して国民所得を増大させ、完全雇用を達成できると国債発行の国民経済への効用を強調しつつ、さらに、完全雇用下でも国債発行は必ずしもインフレーションの発現に直結しないと、国債負担の現出を否定したからである。すなわちそれは、「もし、赤字の財源として政府は国民から金を借り経常的な所得の一部がそのために転用されるのであるならば、インフレを恐れる根拠は少しもないのである。すなわち、完全雇用の場合でさえ、赤字を続けることが価格インフレをもたらすことになるとは限らないのである」⁴²⁾と主張したからである。

ケインズ派国債論や景気対策型国債管理政策論の主張通り、1965～1968年に発行国債が全て民間部門での貯蓄によって吸収され、しかももっぱらその発行国債が長期国債からなるならば、企業の資金調達を大きく制約し、したがって設備投資ブームを鎮静化させ、インフレーションを有効に抑制できたかもしれない。

しかし、現実には、それらの想定とは異なり、かつて無い高水準の資金需要に直面して、これまでのブーム期と同様に、資金需給関係をさらに逼迫させ、企業などの資金調達を大きく制約し、その利潤獲得行動を急激に

42) Hansen, *op. cit.*, p.171, 前掲訳書, 177ページ。

阻止するのは望ましくないという理由から、景気順応型国債管理政策が展開されるのみならず、さらには金融緩和政策も展開されたのである。その結果、1950年代の「新しい」インフレーションには見られない、何よりも中央銀行信用の膨張による国債消化に起因する激しいインフレーション、いわゆる「古典的」インフレーションの高進がもたらされたのである。ここに、国債負担は顕現し、国債発行・累積の弁護論たるケインズ派国債論や景気対策型国債管理政策論の誤りが明白となったのである。

金融政策も国債管理政策も、資本主義経済を土台とする経済政策である以上、資本主義的企業の利潤獲得行動を促進こそすれ逆に大きく制約しないことを自らの第1義的目的とせざるを得ない。1965～1968年にはその目的に沿って、それらの政策が展開されたのである。そうした資本主義経済下での経済政策の基本的性格を十分顧慮しなかったことに、国債発行・累積の弁護論たるケインズ派国債論および景気対策型国債管理政策論の重大な誤りの一つがあり、そのことが、1965年以降の持続的な連邦赤字ファイナンス＝ネットの国債発行に起因する持続的なインフレーションの高進によって明白に示されたのである。

そしてさらにまた、1965～1968年のブーム期に景気順応型国債管理政策と同時に金融緩和政策＝インフレーション容認政策が展開されたことは、1950年代や1960年代後半に財務省が採用した景気順応型国債管理政策論も正当化の論拠を失ったことを意味する。と言うのは、それはブーム期での景気対策型国債管理政策の展開は金融市場の混乱をもたらし、その混乱を回避するためにむしろ、金融引き締め政策の展開の中断を必要とするに至る、したがって、「適正な全体としての金融政策が金融引き締めを要求する場合、それは個々のアクションがそれ自体として金融引き締めの必要なことではない」ということを意味しない⁴³⁾ので、景気対策型国債管理政策の展開の必要はなく、むしろ景気順応型国債管理政策の展開の方が望ましいと

43) *Annual Report of the Treasury for 1966*, p.343.

主張していたからである。

しかし、その主張とは異なり、1965～1968年のブーム期には肝心の金融政策がインフレーション抑制の課題を放棄したのであり、さらに、そのもとの景気順応型国債管理政策の展開は単にインフレーションを加速する役割しか果たし得なかったからである。

おわりに

1960年代後半に、少なくとも金融のレベルで見た場合、戦後アメリカ経済は大きな転機期に突入してきたように思われる。と言うのは、一つには、従前の景気循環パターンが大きく崩れ、ブーム期での民間部門での強い資金需要と持続的な連邦財政の赤字ファイナンス＝ネットの新規国債発行の並存という状況が生じたからである。そして二つ目には、この新たな金融状況の現出に対応して、国債管理政策はもとより金融政策も景気拡大やインフレーションへの有効な抑制効果を発揮し得ず、これまでの経済政策のあり方自体がまたそれを支えたケインズ派国債論や景気対策型国債管理政策論さらには景気順応型国債管理政策論などの諸理論の有効性が厳しく問われる状況となったからである。そして三つ目には、クレジット・クラッチや金利の高騰を伴ったインフレーションの持続的高進などの新たな経済問題が生起してきたからである。

1965～1968年でのネットの新規国債発行は企業の資金調達側の側面からみれば、その阻害要因として立ち現れた。新規発行国債の連邦準備銀行による消化＝管理通貨制のもとの中央銀行信用の膨張による国債消化はその阻害要因を実質的に除去し、企業の利潤獲得行動の自由を保障したが、当然のことながらそれはインフレーションの高進に結果した。政策当局はクラウディング・アウトの現出よりもインフレーションの高進をより望ましいものとして選択した。

そしてその選択は管理通貨制のもとで実行可能となり実際に実行された

わけであるが、そのつけは企業にまたアメリカ資本主義経済に回ってきた。インフレーションの高進はアメリカの企業の輸出能力を弱体化させた。それをも反映して1968年にはアメリカの貿易収支の余剰が急激に収縮し、ドル危機が顕在化するようになってきた。

こうした側面からもアメリカ資本主義経済にとって経済政策論の新たな展開と結合した経済政策の再編の必要性が出てくるのである。