

〈論文〉

米国経済の安定と金融政策：1979～1982年

川 畑 壽

On the so-called Monetarist Experiment of 1979—82

By HISASHI KAWAHATA

Abstract

The purpose of this article is to examine the choice of the instruments problem. The central bank must decide whether to use the interest rate or the money stock as the monetary policy instrument. The examination is based on the monetary policy experiment in the United States.

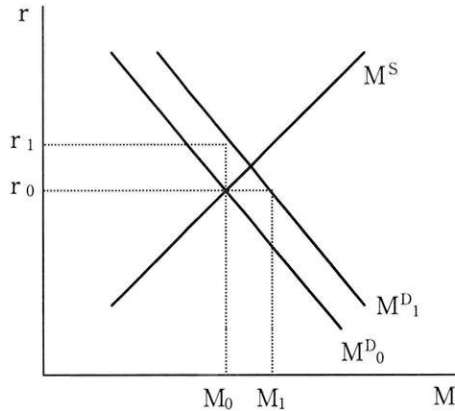
The accelerating inflationary trends had persisted in the United States for a long time since the middle of 1960s. The Federal Reserve adopted the anti-inflationary policies in 1979. Chairman Paul Volcker of the Federal Reserve pretended to adopt Monetarism as the Federal Reserve policy in order to avoid the intervention of the Government, and attempted to restrain inflation by raising the rate of interest. The federal funds rate increased to 19% in 1981, and consequently the rate of inflation decreased, while the tight money policy forced the United States into economic depression. Accordingly the rate of unemployment increased to a high degree. The Federal Reserve finally had to abandon Monetarism in 1982 and reversed its stringent monetary policy to provide the economy with sufficient liquidity.

I はじめに

この小論の目的は、中央銀行の金融政策手段の選択、すなわち中央銀行は貨幣供給と利子率のどちらをコントロールすべきかという問題について、1979年から1982年にかけての米国の経験を利用して検討することである¹⁾。こうした問題が生じるのは、中央銀行が貨幣供給と利子率の両方を同時にコントロールすることができないからである。第1図において、たとえば貨幣需要曲線 M^D が M^D_0 から M^D_1 へとシフトするような場合、利子率 r_0 を安定させようとするれば、貨幣供給を M_0 から M_1 へと変化させなければならず、逆に貨幣供給を M_0 に維持しようとするれば、利子率が変動する。(1) 利子率と投資との間に密接な関係があるとすれば、利子率が変動すると投資が攪乱され、経済は不安定になるであろうし、(2) 貨幣供給と経済活動との間に緊密な関係があるとすれば、貨幣供給の

変動は経済を不安定にするであろう。こうして、(1)であれば利率の安定が政策目標にされ、(2)であれば貨幣供給の増加率が一定に維持されて、利率の変動は容認されることになる。

第1図 貨幣の需給と利率



米国は1970年代になると、フェデラルファンド金利 (federal funds rate) の操作によって通貨供給量が調節されてきたが、後述するように1979年には、通貨増加率の適正目標水準が設定されるようになった。無論精緻な通貨増加率のルールを実世界で実現することはできないから、通貨増加率の目標範囲の設定であるが、上述の (1) から (2) への政策の転換がなされた。その結果、金利の高騰と変動が大きくなり、また金融環境の変化から通貨増加率の決定において自由裁量を併用せざるをえなくなる。

マーチン・フェルドシュタイン (Martin Feldstein) を委員長とする経済諮問委員会は、1983年の年次報告のなかで、急激な制度的変化の時期における金融政策は「通貨ルールと自由裁量の組合せ」によって運用されるべきである、とした。すなわち、「金融当局は通貨増加率をあらかじめ決められた目標幅のなかに収める反面で、情勢を慎重に考慮した結果、資産需要が持続的に変化したことが明らかとなった場合に目標を修正するという原則に従うべきである。」²⁾

マネタリストのなかには、FRB (連邦準備制度理事会) は情勢に左右されることなく、独立機関として通貨ルールを遵守するべきであると主張しながらも、マネタリズムに懐疑的になる人たちが出てきて³⁾、結局1992年には、「金融政策の短期的手段のなかで連銀が主として注目するのは、フェデラル・ファンド・レートの操作である」⁴⁾ということになる。なぜこのような結果になったのであろうか。

1950年代から70年代まで、流通速度の上昇の趨勢は安定していた。いまマネーサプライをM、流通速度をV、名目GDPをyとすれば、 $MV=y$ から、

$$d\log M / dt + d\log V / dt = d\log y / dt$$

ここから、次のような周知の式が得られる。

マネーサプライの増加率 + 速流通度の上昇率 = 名目GDPの成長率

流通速度の上昇率が安定的であれば、マネーサプライの増加率と名目GDPの成長率とは緊密に相関することになる。そうであれば、マネーサプライによって名目GDPの水準を予測することができ、中央銀行はマネーサプライを金融政策手段として選択すればよいことになる。

第1表 米国における経済状況の変化 (%)

年	1960	61	62	63	64	65	66	67	68	69
名目 GDP 成長率	3.9	3.5	7.5	5.5	7.4	8.4	9.5	5.7	9.3	8.2
M1 増加率	0.5	3.2	1.8	3.7	4.6	4.7	2.5	6.6	7.7	3.3
流通速度上昇率	3.4	0.3	5.7	1.8	2.8	3.7	7.0	-0.9	1.6	4.9
消費者物価上昇率	1.7	1.0	1.0	1.3	1.3	1.6	2.9	3.1	4.2	5.5

年	1970	71	72	73	74	75	76	77	78	79
名目 GDP 成長率	5.5	8.5	9.9	11.7	8.5	9.2	11.4	11.3	13.0	11.7
M1 増加率	5.1	6.5	9.2	5.5	4.3	4.7	6.7	8.0	8.0	6.9
流通速度上昇率	0.4	2.0	0.7	6.2	3.2	4.5	4.7	3.3	5.0	4.8
消費者物価上昇率	5.7	4.4	3.2	6.2	11.0	9.1	5.8	6.5	7.6	11.3

年	1980	81	82	83	84	85	86	87	88	89
名目 GDP 成長率	8.8	12.2	4.0	8.7	11.2	7.3	5.7	6.2	7.7	7.5
M1 増加率	7.0	6.9	8.7	9.8	5.8	12.3	16.9	3.5	4.9	0.8
流通速度上昇率	1.8	5.3	-4.7	-1.1	5.4	-5.0	-11.2	2.7	2.8	6.7
消費者物価上昇率	13.5	10.3	6.2	3.2	4.3	3.6	1.9	3.6	4.1	4.8

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

第1表が示すように、1963年と64年にM1が増加すると64年と65年のGDP成長率が上昇している。66年にM1が減少すると67年のGDP成長率が低下する。67年と68年にM1が増加すると68年と69年にGDP成長率が上昇した。69年にM1が減少すると70年にGDP成長率が低下した。71年と72年にM1が増加すると72年と73年にGDP成長率が上昇した。

以上の事実から、次のような結果になった。(1) 貨幣が経済活動に強力な影響を与えたことは、人びとのマネタリズムに対する信頼を高め、(2) 金融政策が頻繁に変更されることによって、経済の変動が激しくなり、「節度をもった金融政策の運営を望む声」⁵⁾が高くなった。人びとは自由裁量の政策よりも、マネタリストの通貨ルールを採用するほうが望ましいと思ったのである。興隆するマネタリズムの様子を正統派ケインジアンであるアラン・ブラインダー (Alan Blinder) は、こう叙

述している。「1970年代半ばまでには、全米の主要大学の経済学科のほとんどすべてにマネタリストが散見されるようになり、マネタリズムの学術的研究について、いたるところで議論が闘わされた。またウォール街では、マネタリズムが浸透するあまり、毎週のマネーサプライの定例報告のドラマにあわせて株式市場が乱舞するという始末であった。連邦準備制度理事会、議会、ホワイトハウスのいずれもが、べつだんマネタリズムの牙城とはいえないまでも、少数の有力なマネタリストの影響下に置かれてきた。」⁶⁾ 1976年にミルトン・フリードマン (Milton Friedman) がノーベル経済学賞を受賞したのは、上述の状況と無縁ではなく、フリードマンのマネタリズムが世界的に波及した証拠であった。

議会がマネタリストによって影響された結果成立したのが1975年3月の両院合同決議案133号であった。これによりFRBは、マネーサプライの目標域を議会に報告することになった。1978年には「完全雇用および均衡成長法 Full Employment and Balanced Growth Act of 1978」(ハンフリー・ホーキンス法 Humphrey-Hawkins Act) が成立して、FRBは年2回、上院および下院の銀行委員会で「通貨・信用総量の増加率に関する連邦準備制度理事会および連邦公開市場委員会の目標ないし計画」について報告することが義務づけられた⁷⁾。こうした状況のなかで、1979年10月にFRBが金融政策の運営を大幅に変更した。政策目標を短期金利 (具体的にはフェデラルファンド金利) からマネーサプライ (具体的には非借入準備 nonborrowed reserves) へと転換した。たとえばポール・デビッドソン (Paul Davidson) は、この転換について、こう明記している。「マネタリズムがボルカー氏によって連邦準備の政策として公式に採用された。」(Monetarism had been officially adopted as Federal Reserve policy by Mr. Volker.)⁸⁾

FRB、あるいはポール・ボルカー (Paul Volcker) は、本心からマネーサプライ・ターゲティングを採用したのであろうか。このことについてブラインダーは、こう解釈した。FRBは、「1979年から82年の短期間にマネタリズムの実験を行った。しかしそれは、FRBがマネタリズムの理論に心酔したためというよりも、利便性を求めたためだと思われる。」⁹⁾ この利便性とはどういうことかについては、後述することになる。

II 米国経済の状況

この小論が対象にする期間の米国経済の状況については、アンマリー・ミュールンダイク (Ann-Marie Meulendyke) が簡潔に叙述している。そこから当時の米国の緊要な課題が何であったか判然としてくるので、まずその叙述を引用することにした。

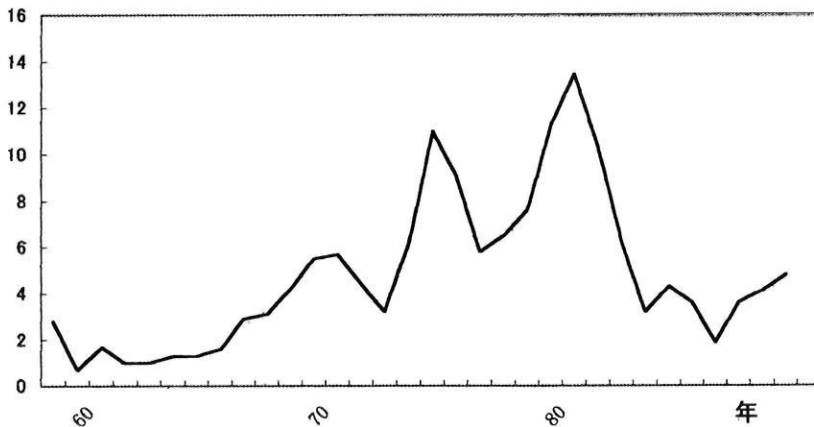
(連邦準備制度が) 1970年代に試みた数回のインフレ抑制策は、経済活動が停滞していたために途中で中止された。経済刺激策がとられるたびごとにインフレ率のピークが更新された。その結果、いっそう増幅されたインフレ期待が一般大衆の意思決定にさらに強く組み込まれてしまった。1970年代末には、多くの人々が連邦準備はインフレーションを永久に押えるこ

とができないのではないかと疑っていた。

その結果、1979年に連邦準備は、インフレ抑制の利益を維持できるようにするには、インフレ対策で大幅な前進が早期に実現されなければならないと決意した。連邦準備は、そのような政策は、人々に適応する時間をより多く与える、より漸進的アプローチに比べ、短期的なコストをより多く伴うことを認識してはいたが、当時の状況下、証拠は積極的なアプローチを必要としていることを示していた。1982年までにインフレーションは大幅に引き下げられた。それまでより低い3～5%の年平均物価上昇率が1980年代を通じて維持され、1980年代末の物価上昇の兆しにはすばやく対応した。こうした行動がインフレ・ファイターとしての連邦準備の信頼性を高めることに役立った¹⁰⁾。

上述のようなインフレの状況を消費者物価上昇率（全項目総合）で示せば、第2図のようになる。

第2図 消費者物価上昇率（%）



出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

第2図から判然とするように、インフレ率はその直近の山を上回る形で上昇してきた。米国にとってもっとも緊急な問題は、疑問の余地なく、インフレの問題であった。インフレ率の上昇には、さまざまな要因が作用した。オットー・エスタイン (Otto Eckstein) は、インフレ率が70年代で最大になった1974年について、そのインフレ率にはどのような要因がどれだけ寄与したかを示している。第2表がそれである。いくつかの要因について、若干言及することにした。

第2表 1974年のインフレ率に対する衝撃の影響(%)

寄与した要因	インフレ率への寄与度
(1) エネルギー危機	1.7
(2) 農産物価格の暴騰	1.5
(3) ドル切り下げ	1.2
(4) 金融政策—1964～74年	0.9
(5) 価格統制の解除	0.8
(6) 財政政策—1969～74年	0.3
(1)～(6)の合計	6.4

出所：エクスタイン『現代不況の解剖』日本経済新聞社、1979年、157ページ。

1. 国際原油価格の上昇

1973年の中東戦争による第1次石油危機および1979年のイラン革命による第2次石油危機から国際原油価格が上昇した。原油価格は、たとえばアラビアンライトの名目価格で示せば、第3表のように推移した。第1次石油危機では、アラブ産油国の対米石油禁輸もあって、米国におけるエネルギーの消費者物価の対前年比上昇率は、第4表のようになった。

米国は安全保障の観点から国内石油産業を保護してきた。国家が輸入石油に大きく依存するのは危険であり、石油の輸入の削減はvulnerabilityの軽減になった。従ってカーター大統領による石油消費の節約・石油代替燃料の開発・太陽エネルギーの利用などを手段とする1979年の「石油輸入削減のための大統領プログラム」は、米国の国家目標に合致するものであり¹¹⁾、結局石油消費の削減であったから、後述する金融引締め政策とは調和したのである。

ちなみに、カーター政権におけるエネルギー政策の拠り所となった核エネルギー政策研究グループによる1977年の著書『原子力—問題と選択』(Nuclear Power: Issues and Choices)に、「エネルギー問題に対しては、幅広く、じっくりと考えるだけの十分な時間がある。原子力は追求すべきひとつのオプションだが、推進派がいうほど将来の経済発展にとって大きな鍵とはならない。したがって、原子力にひそむリスクと利益とを慎重に評価し、拙速な決定を避けるための時間が残されている。」¹²⁾という記述があるように、カーター政権はエネルギー源としての原子力の利用にきわめて慎重であった。そして原子力の利用は、1979年3月に発生したペンシルベニア州スリーマイル島の原子力発電所の放射能漏れという空前の事故によって抑制されることになる。

第3表 原油の名目価格の推移(1974年=100)

1972	73	74	75	76	77	78	79
21	28	100	99	106	114	117	160

出所：日本エネルギー経済研究所編『オイル・レポート』日本経済新聞社、1980年、50ページ。

第4表 エネルギーの消費者物価上昇率 (%)

1972	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82
2.6	8.1	29.6	10.5	7.1	9.5	6.3	25.1	30.9	13.6	1.5

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

2. 食糧不作による農産物価格の暴騰

世界的な食糧の不作から農産物価格が世界的な規模で暴騰した。この大暴騰の要因について、エクスタインはその著書『大不況』(The Great Recession)に1章をもうけて検討した。その結論は次のようであった。「1つは、天候不順が1972～74年の供給・価格のサイクルを強化したことである。もう1つは、その時の政府がとった対応策と緩衝在庫の不足とが相互に作用し合って今世紀後半における最悪の農産物価格暴騰をもたらしたことである。」¹³⁾ 文中の供給・価格のサイクルとは、周知のクモの巣理論における供給と価格のメカニズムのことである。1973年の20%に及ぶ食料品の消費者物価の上昇は1974年の賃上げ要求に影響して、賃金-物価の連動関係を悪化させた¹⁴⁾。

第5表 食品の消費者物価上昇率 (%)

1972	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82
4.6	20.3	12.0	6.6	0.5	8.1	11.8	10.2	10.2	4.3	3.1

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

3. ドルの下落

ドルの下落は、米国の輸入品価格を上昇させ、これが国内生産者の製品価格の引上げを容易にし、これらによる一般物価の騰貴が賃金に影響を与え、インフレを加速させる。とりわけ1978年以後の弱いドルに対する外国政府の批判は強かった。インフレを抑制し、海外からの資金の流入を拡大してドルを強くするには、金利の引上げが必要であった。

第6表 米ドル・多角的貿易平均ベース・名目 (1973年3月=100)

1973	74	75	76	77	78	79	80	81	82
99.1	101.4	98.5	105.7	103.4	92.4	88.1	87.4	103.4	116.6

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

4. 金融政策

新古典派経済学の代表的な学者の一人であるロバート・バロー (Robert Barro)が、「大統領はいざとなれば、FRBの主が誰であろうと、自分の政策を遂行する」ものだという信条のつづられたミルトン・フリードマンからの手紙を紹介している。その手紙のなかで、フリードマンは、こう書いて

ていた。「わたしがそう考える最大の根拠は、アーサー・バーンズの例があるからです。ご存じのように、バーンズがFRB議長に指名されたとき、わたしは彼こそ最適任者だとニューズウィークに書きました。しかし、それは間違っていました。……マネーサプライを増やすとどうなるか、その影響をバーンズが理解していなかったからでもありません。ニクソン大統領が何よりも再選を重視し、そのために必要なことは何でもやったからです。バーンズが賃金と物価の統制に反対できなかったのはそのためです。」¹⁵⁾

バーンズは、1970年2月から1978年1月までFRBの議長であって、バーンズの議長就任中、大統領はニクソンからフォード、カーターへと移った。ニクソンは1972年の大統領選挙で再選されたが、フリードマンが言及しているのは、この時のことである。ケラーとメイも指摘するように、ニクソンは「政治的利益のために経済を操作する」¹⁶⁾ような大統領であったから、ニクソンがバーンズに圧力をかける構図を想像してしまうのだが、こういう見方もある。バーンズは歴代議長のなかでも最も政治色の強い議長で、「政治に対する過度の関心が習性となってしまったためであろうか、同議長は実質金利がマイナスとなり、インフレ心理と過剰投機が発生した75年から78年初頭にかけて十分な引き締めを行えず、いたずらに時を過ごしてしまった。」¹⁷⁾ バーンズは、たとえば「インフレーションの危険」(The Perils of Inflation)¹⁸⁾という演題で聴衆にインフレの弊害を説いたりしていたが、彼は政治的利益のためにインフレを黙過した、というのである。ウィリアム・メルトン(William Melton)が、こう指摘している。「70年代半ばにきわめて景気刺激的な金融政策がとられた。…この政策は……1976年の大統領選に関連してとられた公算が強い。」¹⁹⁾ 公算ではなく、事実だったようである。

こうした複合要因から発生するインフレには、どう対処したらよいか。バーンズは、「当時私には1つのことがはっきりしていた」と述懐する。すなわち、「もしインフレに起因する諸困難すべてに対しての対応策があるとすれば、それは金融政策を通じて行われなければならないということである。他の政策手段は一種の政治的麻痺状態に陥っていると思われただけでなく、金融抑制策が維持されることがはっきりと示されないことには、他の政策もうまくいかないということだった。」²⁰⁾

Ⅲ マネーサプライ・ターゲティングの採用

第8表および第9表に示されるような企業倒産と失業の増加という多大の犠牲を国民に払わせたマネーサプライ・ターゲティングとは、どのようなものであったか。

1980年代になると金融システムの急速な変化によって、流通速度の変動が不規則になり、流通速度を正確に予測できなくなった。その要因についてマイケル・ボスキンを委員長とする経済諮問委員会は、1992年の年次報告で「新たな金融手段の出現」に注意を喚起しながら、次のように説明している。

1970年代末まではM1の定義には通貨と小切手勘定、つまりどちらも金利がつかないものし

が含まれていなかった。1970年代および80年代初頭には、市場金利の上昇が家計および企業の資金を利付き資産へと向かわせた。S&L、銀行およびその他の金融機関が争ってこうした資金の獲得に乗り出したため、新タイプの利付き預金勘定がいくつも出回り始めた。これら金融手段の多くはそこから小切手を振り出す特典を与えており、事実上、利付き当座勘定である。……通貨の伝統的な役割を果たしうる新たな金融手段の出現は、M1およびM2の流通速度の不安定性の大きな高まりと時を同じくしている。これにたいして連銀は1970年代末と80年代初頭に通貨総量の定義を変更することによって対応した。特定の小切手振り出し可能な利付き預金とトラベラーズ・チェックは、明らかに取引目的に利用されていることからM1に加えられた。ところが消費者と企業がM1に含まれる資産と含まれない資産との間で資金をたえず転換したから、こうした変更にもかかわらず、M1の流通速度は依然として、まったく不安定のままにとどまった²¹⁾。

ブラインダーは、米国の3種類のマネーサプライと名目GDPとの長期均衡関係について分析し、上述のような理由から、「M1とGDPの自然対数の値は、1948年から75年までの期間においてのみ長期均衡関係をもつが、それ以降はそうした関係をもっていない……M2ないしM3と名目GDPの間には……1948年から1980年までの期間にデータを限定すると、長期均衡関係の存在は示されない」ことを指摘している²²⁾。

このように、すでに有効でなくなったマネーサプライ・ターゲティングをFRBはどのように採用したのだろうか。反インフレ政策は、ケインジアンでもマネタリストでも、総需要の抑制である。総需要を抑制する手段として、金利をターゲットにすえ、インフレを鎮圧するのに十分なだけ金利を高騰させることは、政治的理由からできない。そこでマネーサプライをコントロールすることにすれば、金利の変動は政府によって容認されるであろう。そうすれば、既述のような当時の状況から、中央銀行の独立性を保持しながら、金利を大幅に引き上げることができる。ボルカーにとって「新しい手法が功を奏するには、政府に支持もしくは少なくとも黙認してもらうことがきわめて重要であった」²³⁾のだ。

ブラインダーは、FRBがマネーサプライ・ターゲティングを採用した理由について、1987年に次のように解説していた。

ボルカー議長はインフレの沈静化を固く決意しており、そのためには拷問に近い高金利が必要なことを十分に心得ていた。けれども彼は、議会に出頭してパイプをふかしながら、わが国は21パーセントのプライム・レートを必要としています、などというつもりは毛頭なかった。彼の必要とする熱シールドはマネタリストが与えてくれた。高金利に対する苦情がでて、連邦準備制度の役人はマネタリストの学説の傘の下に隠れることができた（事実、彼らはそうした）。私たちの仕事はマネーサプライの管理であり、金利の管理ではない、といえればそれですむ。要するに連邦準備制度理事会がマネタリズムと結託したのは、あくまでも便宜上のことであり、連邦準備制度理事会がマネタリズムに入信したわけではなかった²⁴⁾。

このブラインダーの推測は的中していた。2004年に「私の履歴書」でボルカー自身が、次のように書いている。「それまでFRBは金利を上げ下げすることで、金融政策を実施していた。引き締め時には金利を引き上げるのだが、当時のインフレの加速には追いつけなかった。そこで、マネーの増加目標を定め、その範囲に資金の供給を絞ることで金融を引き締める。結果として、金利がハネ上がることも容認する。FRB議長就任前から練っていたのは、そんな引き締め策だった。大幅な利上げは通常、政治的反発を招くが、マネーに関心を引きつけることで、少ない抵抗で金利を上げられるようにしたのである。」²⁵⁾

マネーサプライを利用しようとするボルカーのもう1つの狙いは、人びとのなかに定着してしまったインフレ期待を除去することであった。ボルカーは、はっきりこう言っている。「マネーサプライの重視はまた、一般大衆に対してわれわれは本気だと伝える1つの方法でもあった。インフレが多過ぎる通貨供給量となんらかの関係があるのだと理解するのに、経済学の専門的な知識は必要ない。つまり、もしわれわれが通貨供給量をコントロールしようとしているという時にはインフレを退治しようとしているのだというメッセージを送りだせば、一般の人々の行動に影響を与えるチャンスが生まれる。」²⁶⁾

デビッド・ジョーンズ (David Jones) が指摘するように、ボルカーは、議会では「物価の安定と経済の持続的成長という最終目標を達成するためには、通貨供給と貸し出しを長期間にわたって、適切に抑制していくことが決定的に重要である」²⁷⁾とといったマネタリストのような証言をしていたが、通貨供給の増加率を一定に維持するというようなことをしたわけではなく、金融政策をかなり柔軟に実施した。

FRBは1970年まで、たしかに短期金融市場の状況（フェデラルファンド金利）に政策の重点を置いていた。しかし1970年代には通貨供給量を重視するようになった。1970年3月10日に開催されたFOMCでは、下記のような決定がなされていた。

この先数カ月、通貨供給量と銀行貸出残高は、穏やかに増加していくことが望ましい。次回FOMC会議開催までの間、公開市場操作はこの目的に沿って、短期金融市場の状況を維持する方針で行うこととする²⁸⁾。

FRBが通貨供給量の増加をコントロールする方式は、以下のようなものであった。通貨供給量の変動に対応して、フェデラルファンド金利を調節する。こうして貨幣需要をコントロールすることによって、通貨供給量の目標水準を達成する。しかしながら、フェデラルファンド金利の調整許容範囲は、きわめて狭かった。たとえば1979年のこの方式による最後のFF金利のガイドラインは、10.75-11.25% および11.25-11.75%であって、フェデラルファンド金利の変更幅は0.5%にすぎなかった。迅速で大幅な金利の変更ができなかったため、通貨供給量はつねに増加目標を上回る傾向があった。

この欠陥を解消したのがボルカーであった。1979年10月6日の緊急FOMC会議において、ボルカーの提案は全会一致で賛成された。ボルカーの方式は、下記のような理由から、通貨供給量をより

直接的にコントロールしようとするものであった。

銀行準備の供給をより直接的にコントロールする操作方式に変更する主な理由は、FOMCの通貨供給量目標値がより確実に達成しようということである。現在のようにインフレが激しい状況では、金利、通貨供給量、経済活動の関連は、以前に比べ希薄になっている。1979年第1四半期以降の通貨供給量は、短期金利が相当上昇したにもかかわらず予想以上の伸び率で増加してきた²⁹⁾。

この方式は、次のように実施された。貨幣需要の増加から通貨供給量が適正目標水準以上に増加する場合、必要準備が設定された非借入準備の目標を上回るから、その調整は借入準備によってなされる。FOMCがその通貨供給量の増加は過剰だと判断して、非借入準備の目標を下方修正すると、借入準備がさらに増加する結果、銀行は必要資金を資金市場から調達せざるをえなくなり、フェデラルファンド金利などの市場金利が高騰する。銀行の資金調達コストの高騰は、銀行の貸出金利を上昇させることになる。

物価の安定のために通貨供給を抑制すれば当然金利が高騰することを、FOMCは下記のようにはっきり認識していた。

銀行準備に最重点を置く操作方式への移行によって、フェデラルファンド金利は急激かつ大幅に変動することになるだろうが、当委員会は、特定の日においてフェデラルファンド金利は目標範囲の上(下)限を超えても、週平均レートがこの範囲を超えなければ問題はないと考える。また、銀行準備の増加を抑制することを目的とした市場操作によって、フェデラルファンド金利が目標値(11.5-15.5%)の上限1%以内のレベルに高止まりする結果となった場合には、追加的措置の必要性につき協議することにした³⁰⁾。

フェデラルファンド金利は実際、19%を超える場合(1981年2月・7月)があった。そして、既述のように、この金利高騰こそ、ボルカーの渴望したものであった。上掲の文章からは、銀行準備の増加を抑制したから金利が上昇したかのように理解されるが、そうではなく、金利の上昇は後述のような要因によるものであった。

Ⅳ マネーサプライ・ターゲティングの放棄

FRBの金融政策は、インフレに関しては、ともかく成功を収めた。第1表に示されるように、インフレはたしかに鎮圧された。経済は1982年11月の谷から回復し、1990年11月の山まで長期にわたり拡大することになる。ボルカーを1979年7月にFRB議長に任命したのはジェームズ・カーター(James Carter)大統領であったけれども、その結果はウィリアム・ナイキーク(William Neikirk)が指摘するようなことになった。すなわち、ボルカーの就任とその後の金融政策で、「カーターの再選のチャンスは大きく遠のいたが、レーガン大統領の1984年の再選は、ボルカーに負うところが大きい。」³¹⁾ ボルカーの金融政策によって、レーガンの時代には国民のインフレ期待が解消され、

「インフレなき成長」のための条件が整えられたのである。1984年の大統領選挙の年、消費者物価上昇率は4.3%、実質GDP成長率は7.3%になった。

ニクソンの時代と様子が一変したのである。既述のようにフリードマンは、大統領がいざとなれば、FRBの主が誰であろうと、自分の政策を遂行するものだと書いたけれども、カーター大統領が遊説中に、「FRBは高金利が経済全体に与える悪影響をもう少し考えるべきだ」と発言すると、FRBに対する侮辱だという非難が噴出し、カーターは沈黙した³²⁾。

ボルカー自身は、こう述懐している。「80年11月の選挙を前に大統領は喜ばなかったろうが、毎月の消費者物価上昇率が15%を越える環境下では選択肢はなかった。インフレこそ元凶だと感じる人々の暗黙の支持があったからこそ、困難な時期に引き締めを継続できた。81年にはホワイトハウスの主が代わった。」³³⁾

価格の安定が経済の成長にとって重要な要因である理由については、経済諮問委員会が1992年の年次報告で、次のように説明している。

わが国の長期的な経済成長の見通しは、1970年代に経験した二ケタのインフレ率を克服することによって高くなった。高いインフレによって、家計と企業は生産活動に努力を払わず、自分の資産価値をインフレの浸食から守る行動に移った。高く変動するインフレは、しばしば、経済の将来の道筋についての不確実性の増大を伴った。こうして不確実性は、金利にリスク・プレミアムを加え、投資を減退させるだろう。変動しがちな物価上昇率は、品目の相対価格の変化の予測を困難にする。市場経済において、相対価格は、消費者がより高く評価する製品のほうに、供給側が資源をより多く振り向けさせるシグナルとなる。このように、低く安定した物価上昇率は、持続的な長期経済成長の最大化を達成する重要な要因なのである³⁴⁾。

しかしながら、こうした政策はまた、後述するように経済成長を減速させ、雇用を悪化させる要因でもあるので、ブラインダーが指摘するように、政策の実施には十分な注意が必要とされる。

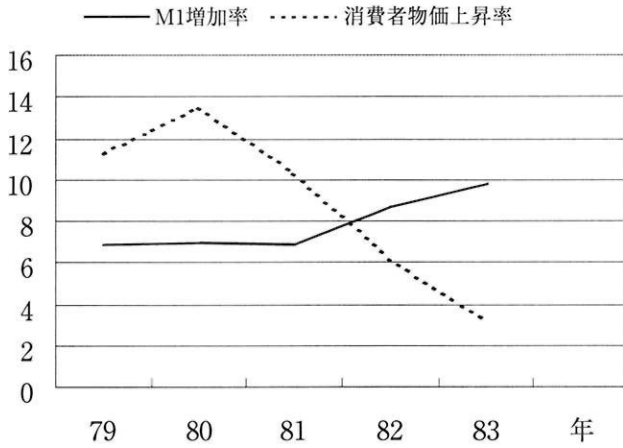
さて、ボルカーが利用したマネタリズムであるが、フリードマンは、情勢が変化したにもかかわらず、通貨増加率と金利との関係をなおマネタリストの観点から説明しようとした。すなわち、「高い通貨増加率は高いインフレ率を意味し、高いインフレ率は高い金利を生み出す。低い通貨増加率は低いインフレ率を意味し、低いインフレ率は低い金利を生み出す。……通貨増加率に対する金利の敏感な反応がつづき、(1980年)10月から11月までの通貨増加率のゆるやかな低下が持続的な低下の始まりであるとわかれば、金利は年頭までには、あるいはそのすぐあとにきっと低下しはじめるだろう。」反対にFRBが急速に通貨を増加しつづけたら米国経済の状況はどうなるかについて1980年12月にフリードマンは、後述するところから判然とするように、まったく見当ちがいの予測をする。「われわれは1981年の終わりまでには、あるいは1982年の初めには、20%前後のインフレと、それよりも高い金利へと進むだろう。」³⁵⁾

1981年6月にもフリードマンは、高い通貨増加率がつづけばインフレ率が上昇するとして、こう

警告した。「(通貨増加率の)最近の上昇と長期的な上昇傾向をすぐに逆転させなければ、現在のインフレ率の低下は1年前後で終わり、新しいインフレが突然あとにつづくだろう—それは1980年の初めのピークだった15%近いインフレの水準よりさらに高くなるだろう。」³⁶⁾

通貨増加率とインフレ率、金利の関係は、後述のようなものであった。

第3図 M1増加率と消費者物価上昇率 (%)



出所：「1990年経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

インフレが鎮圧された時期におけるM1の増加率と消費者物価の上昇率との関係を見てみよう。第3図から判然とするように、インフレ率が低下してゆくとき、実際にはマネーサプライは増加していた。このマネーサプライの増加にもかかわらず、第7表が示すように、流通速度が低下したため、経済の必要とする通貨量が供給されず、金利が上昇したのである。

第7表 流通速度と金利 (%)

年	1979	1980	1981	1982	1983
流通速度上昇率	4.8	1.8	5.3	-4.7	-1.1
FF金利	11.19	13.36	16.38	12.26	9.09
プライムレート	12.67	15.27	18.87	14.86	10.79

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

FRBは、流通速度の急激な低下の理由を次のように説明している。1982年後半から83年にかけて、「M1の流通速度は、まず通常の景気後退局面におけるよりも大幅な低下を示し、その後通常の景気

拡大初期にみられるほどには上昇しなかったのである。このようなパターンの変化は、とくに経済の先行きが不透明な時期であったことから現金に対する予備的需要が強かったこと、およびインフレ率の著しい低下に伴って短期市場金利が急速に低下したことを映じたものであろう。³⁷⁾

1982年10月にF R Bは、通貨供給量の目標成長路線を一時的に放棄した。通貨供給量が目標を上回っても、非借入準備の目標を弾力的に運用することを決めた。この結果、1980年から81年にかけて9.02%から19.07%まで変動していたフェデラルファンド金利は、低下するだけでなく、安定するようになった。1983年には、最低8.62%、最高9.54%であった。

ボルカーは、金融緩和に転じた理由を三つあげている。(1) インフレの沈静、(2) 通貨供給量の頭打ち、(3) 内外経済の困難、である³⁸⁾。インフレの沈静と通貨供給量の頭打ちについては、第1表から理解することができる。国内経済の困難は、第8表と第9表が示すような企業の倒産と失業の激増であった。1982年の第4四半期には、失業率が10.6%にもなり、大恐慌以来もっとも深刻な事態になっていた。

第8表 企業倒産件数

1978	1979	1980	1981	1982	1983
6,619	7,564	11,742	16,794	24,908	31,334

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

第9表 失業率(軍人を除く全労働者 %)

1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
5.6	8.5	7.7	7.1	6.1	5.8	7.1	7.6	9.7	9.6

出所：「経済諮問委員会年次報告統計表」から作成

国内の金融破綻も重大な問題であった。1982年にはオクラホマ州のペン・スクエア銀行が経営危機に陥り、7月に倒産した。この倒産によって10億ドル以上の損害を受けたイリノイ州のコンチネンタル・イリノイ銀行は、預金の流出が続き、資金調達が難しくなった。結局この銀行は、1984年7月にFDIC（連邦預金保険公社）によって事実上国営化された。米国屈指の優良銀行と見なされていたコンチネンタル・イリノイ銀行の倒産の影響は、銀行業界全体に広がった。信用不安の発生である³⁹⁾。

国外の問題はメキシコ危機であった。メキシコの経済拡張と輸入増加による債務累積の急速な増加に、市場金利の上昇がかさなり、必要な利子支払額が大幅に増加した。1980-82年の世界的な景気後退によって輸出収入が急減した。石油のドル表示価格が1981年以降下落した。こうして、債務／輸出比率が1982年に急上昇した。米国の銀行のメキシコに対する貸出しは、平均すると自己資本の45%にもなっていたから、メキシコが債務不履行になれば、メキシコへの融資を拡大していた

米国の銀行が経営危機に陥ってしまう、いう問題でもあった⁴⁰⁾。

1987年にブラインダーは、この反インフレ政策に対して批判的に、こう書いている。「連邦準備制度理事会の強硬な反インフレ政策が、マクロ経済的に見て成功だったかどうかについては、未だに結論が下されていない。確かにインフレは鎮圧された。だがしかし、そのために支払ったコストはあまりにも大きかった。1982年には、1100万人に近い人びとが失業の憂き目に会い、数十年ぶりに、全般的な不況の可能性が真剣に取り沙汰された。」⁴¹⁾

デビッドソンも同様の批判をするが、既述のようにデビッドソンはFRBがマネタリズムを本当に採用したと誤認しているから、その批判はマネタリズムに向かい、こう非難する。1979-1982年のマネタリストの実験としてのボルカーの金融引締め政策は、米国を20世紀で2番目に大きな不況に陥れ、失業率の上昇によって実質所得の損失を1979年から1985年までの間だけで3兆ドルほどにした、と⁴²⁾。

当然フリードマンは反駁した。ボルカーの政策は「反マネタリスト的antimonetarist」であり、着実な率で通貨を増加させるというマネタリストの政策をまともに実行しないから失敗して、必要以上に大きなコストを負担しなければならなくなったのだ、と批判する⁴³⁾。

1981年から82年にかけて、上述のように不況が長期化・深刻化したのは、ジョセフ・トリスター (Joseph Treaster) が指摘するように、「あまりにも高い金利を長期間適用した」⁴⁴⁾ためであり、そうなったのは金融市場情勢が変化したにもかかわらず通貨増加率の目標水準を深追いした結果であった。既述のことで、重複になるが、若干敷衍することにした。1981年には、小切手振り出し可能な利付き貯蓄勘定、いわゆるNOW勘定 (negotiable order of withdrawal) が導入され、要求払い預金が大量にこの預金者にとって有利なNOW勘定に振り替えられた結果、要求払い預金の比率が低下して、第7表に示されるように、M1の流通速度が急激に上昇した。1982年から83年にかけては、現金に対する予備的需要の増加などによって、M1の流通速度は大幅に低下した。前者の場合には、経済金融情勢からみて通貨供給量が過剰だとみなされて、金融が引き締められた。1982年の不況は過度に金融が引き締められた結果であった。反対に後者の場合には通貨供給が過少だとみなされ、金融が大幅に緩和された。しかしながら、量的金融指標が十分に機能しないために、その金融緩和も経済金融情勢を満足させるものではなく、通貨供給の不足から金利が上昇した。いずれの場合にも金利の上昇が経済の困難をもたらしたのである。また、このような状況では当然、通貨増加率を目標範囲のなかに収めることなどできないから、既述のように、通貨供給量を経済金融情勢に応じて裁量的に変化させることになる。

経済の困難に遭遇してマネーサプライを目標とする金融政策が放棄されたと、あるいは誤解されたかもしれない。そうではなく、金融市場情勢の変化によって、マネーサプライを目標とする金融政策が経済の困難を招いたので、その金融政策が放棄されたのだということを明確にするため、簡潔に記述されたマイケル・ハジミカラキス (Michael Hadjimichalakis) の説明を借用することにした。前述のフリードマンの批判に対する反批判になるものでもある。

通貨集計量が新金融環境下で経済活動の指標として劣化した第1の理由は、通貨集計量が誤った信号を送るようなショックの機会が増えたためである。つまり中央銀行が不注意に誤った政策をとる可能性が増大したのである。新金融環境となったため、通貨集計量が送る信号の意味に不確実が増したともいえる。他の条件を等しいとすれば、これは通貨集計量を目標とする政策運営を考え直し廃止する論拠の1つとなる。ここでの論点は、一定の通貨成長率への固定というマネタリズムの鍵となる見解を成立させたものと似ている。金融政策のタイム・ラグや効果のタイミングについての不確実性などのため、裁量的金融政策の遂行を放棄することが主張された。これとの類推からいうと、通貨集計量の伝達する信号の不確実性、よってとられるべき金融政策の不確実性のため、通貨量を景気の指標や中間目標として使用することはやめるべきだと主張できよう。

さて、通貨集計量目標政策に対する第2の、そしてより重要な反論に移る。それは、通貨集計量が誤った信号を送ったとき、これら通貨集計量の目標値を維持することは、新金融環境下でより大きな損失を経済に与えるという点である。すなわち新金融環境下で通貨量を目標値に維持することは、金利およびそれに連動している物価水準や雇用などの「実物部門」変数に誤った方向へのより大きな変動を惹き起こす⁴⁵⁾。

FRBは、もはや有効性を失ったマネーサプライを操作目標とする金融政策、すなわちマネタリズムという盾を放棄せざるをえなくなった。

ニコラス・カルドア (Nicholas Kaldor) は、ワーウィック大学でのラドクリフ講義「ラドクリフ報告と金融政策」(The Radcliffe Report and Monetary Policy) で、1959年に公刊された『ラドクリフ委員会報告』によって示された、金融的行動の中心をなすのは金利の操作であって貨幣数量の操作ではない、なぜなら貨幣需要は安定的ではないからだ、という見解を蘇生させてくれた⁴⁶⁾。

1970年にウィリアム・プール (William Poole) は、論文「確率マクロモデルにおける貨幣政策手段の最適選択」(Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model) で、ラドクリフ委員会報告の指摘と同様の理由、すなわちLM曲線の不安定性から、中央銀行は短期金利をターゲットに据えるようになるはずである、という結論に至った⁴⁷⁾。実際にLM曲線は非常に不安定で、多くの中央銀行がマネーサプライ・ターゲティングを放棄した。

米国では、マイケル・ボスキンを委員長とする経済諮問委員会が1992年の年次報告で、マネーサプライと名目GDPの関係は、長期的には比較的安定しているけれども、短期的には安定していないとして、フェデラルファンド金利の操作に言及していた。「連銀は、銀行間の翌日返済借入の金利であるフェデラル・ファンド・レートを直接動かすことができる。その結果、金融政策の短期的手段のなかで連銀が主として注目するのは、フェデラル・ファンド・レートの操作である。一般に連銀は、インフレ圧力が上昇するようにはフェデラル・ファンド・レートを引上げ、インフレが衰えつつあるようには見え経済が不振になるときは引き下げる。」⁴⁸⁾ 米国もまた、マネ

ーサプライ・ターゲティングを本当に放棄したのである。

FOMCは、過剰な資金供給を抑制して安定した経済成長を持続させるために、2004年から5年にかけて7回にわたり、フェデラルファンド金利の誘導目標を引き上げた。それは3月現在、年2.75%になっている。

〔注〕

- 1) 理論的接近については、たとえばレロイとリンゼイの論文を参照。Stephen F. LeRoy and David E. Lindsey, "Determining the Monetary Instrument: A Diagrammatic Exposition," *American Economic Review*, Vol.68, December 1978, pp.929-934.
- 2) 経済企画庁調査局監訳『1983年版アメリカ経済白書』大蔵省印刷局、29ページ。
- 3) Bennett McCallum, "Monetarist Rules in the Light of Recent Experience," *American Economic Review*, Vol. 74, May 1984, pp.388-391.
- 4) 「1992年米国経済白書」『エコノミスト』1992年4月6日号、毎日新聞社、129ページ。
- 5) オットー・エクスタイン『現代不況の解剖』（内田忠夫・清水滋訳）、日本経済新聞社、1979年、85ページ。
- 6) アラン・ブラインダー『ハードヘッド ソフトハート』（佐和隆光訳）、TBSブリタニカ、1988年、136-7ページ。たとえば下記のような論文さえある。Bhaduri and J. Steindl, "The Rise of Monetarism as a Social Doctrine," in Philip Arestis and Thanos Skouras (eds.), *Post Keynesian Economic Theory*, Wheatsheaf Books, 1985.
- 7) 米国連邦準備制度理事会『米国連邦準備制度』（日本銀行米国金融市場研究会訳）、1985年、21ページ。
- 8) Paul Davidson, *Controversies in Post Keynesian Economics*, Edward Elgar, 1991, p.96.
- 9) アラン・ブラインダー『金融政策の理論と実践』（河野龍太郎・前田栄治訳）、東洋経済新報社、1999年、55ページ。
- 10) アンマリー・ミュレンダイク『アメリカの金融政策と金融市場』（立脇和夫・小谷野俊夫訳）、東洋経済新報社、2000年、239ページ。
- 11) 日本エネルギー経済研究所編『オイル・リポート』日本経済新聞社、1980年、第6章「石油危機への対応」。
- 12) 米核エネルギー政策研究グループ『原子力をどうするか』（赤木昭夫訳）、パシフィカ、1978年、15ページ。
- 13) オットー・エクスタイン、前掲書、77ページ。
- 14) 同書、158ページ。
- 15) ロバート・バロー『経済学の正しい使用法』（仁平和夫訳）、日本経済新聞社、86ページ。
- 16) Robert R. Keller and Ann Mari May, "The Presidential Political Business Cycle in 1972," *Journal of Economic History*, Vol.XLIV, No.2 (June 1984), p.271.
- 17) デビッド・ジョーンズ『FRBの政治学』（橋本孝久監訳）、日本経済新聞社、1991年、98ページ。
- 18) Arthur F. Burns, "The Perils of Inflation," *The Business Cycle in a Changing World*, Columbia University Press, 1969.
- 19) ウィリアム・メルトン『FRB』（篠原興訳）、日本経済新聞社、1986年、76ページ。
- 20) ポール・ボルカー／行天豊雄『富の興亡』（江澤雄一監訳）、東洋経済新報社、1992年、240ページ。

21) 「1992年米国経済白書」、270ページ。

22) アラン・ブラインダー『金融政策の理論と実践』、53-54ページ。

名目所得は、下表に示されるように、M1だけでなく主要な量的金融指標であるM2やM3とも関係づけるのが困難であることをベンジャミン・フリードマンも指摘している。

Benjamin Friedman, "Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment," *American Economic Review*, Vol.74, May 1984, p.383.

1978-82年の貨幣と名目所得の増加率(%)

年	M1	M2	M3	名目所得
1978	8.1	8.0	11.3	14.1
1979	7.4	8.1	9.6	9.7
1980	7.2	9.0	9.7	9.3
1981	5.1	9.4	11.7	10.8
1982	8.5	9.3	10.1	2.6

23) ポール・ボルカー／行天豊雄、前掲書、246ページ。

24) アラン・ブラインダー『ハードヘッド ソフトハート』、145-146ページ。

カーター政権の経済諮問委員長であったチャールズ・シュルツもボルカーの魂胆を見抜いていた。「理論的に、Fedは継続して金利を引き上げることができるが、実際問題として、これは政治的に動かなければできない相談だ。この新政策の都合のいいところは、金利がどんどん上昇しても、FRB側はこう言うことができる点だ。我々は弱者にすぎない、金利を上げているのは我々ではない、マネーサプライの目標を達成しようとしているだけだと。これなら金利を上げて非難の矢面に立たなくて済むからだ。」ジョセフ・トリスター『ポール・ボルカー』(中川治子訳)、日本経済新聞社、2005年、153ページ。

25) ポール・ボルカー「私の履歴書」『日本経済新聞』2004年10月20日朝刊。

26) ポール・ボルカー／行天豊雄、前掲書、244ページ。

27) デビッド・ジョーンズ『Fedウォッチング』(西脇文男訳)、日本経済新聞社、1987年、37ページ。

28) 同書、110ページ。

29) 同書、113ページ。

30) 同書、115-116ページ。

31) ウィリアム・ナイカーク『ボルカー』(篠原成子訳)、日本経済新聞社、1987年、33ページ。

32) ジョセフ・トリスター『ポール・ボルカー』(中川治子訳)、日本経済新聞社、2005年、167-168ページ。

33) ポール・ボルカー「私の履歴書」『日本経済新聞』2004年10月21日朝刊。

34) 「1992年米国経済白書」、129ページ。

35) Newsweek, December 29, 1980.

36) Newsweek, June 15, 1981.

37) 米連邦準備制度理事会、前掲書、18ページ。

38) ポール・ボルカー「私の履歴書」2004年10月24日。

39) ゲーリー・ヘクター「コンチネンタル・イリノイの倒産」『巨大銀行の崩壊』(植山周一郎訳)、共同通信社、1989年。

40) 「第3世界の債務問題」経済企画庁調査局監訳『1984年版アメリカ経済白書』大蔵省印刷局、80-100ページ。

- 41) アラン・ブラインダー『ハードヘッド ソフトハート』、146ページ。
- 42) Paul Davidson, op.cit., p.98.
- 43) Milton Friedman, “Lessons from the 1979–82 Monetary Policy Experiment,” *American Economic Review*, Vol. 74, May 1984, pp.397–400.
- 44) ジョセフ・トリスター、前掲書、164ページ。
- 45) マイケル・ハジミカラキス『米国の金融市場と金融政策』東洋経済新報社、1986年、219–220ページ。
- 46) Nicholas Kaldor, “The Radcliffe Report and Monetary Policy,” *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, 1982, pp.1–36.
- カルドアについては、アントニ・サルウォールが、こう書いている。“Kaldor devoted relatively little attention to monetary theory and policy. . . . From the time of The Radcliffe Report, however, he became increasingly concerned with monetary issues, and in the 1970s and 1980s it was Kaldor who led the intellectual assault on the doctrine of monetarism” Anthony Thirlwall, *Nicholas Kaldor*, Wheatsheaf Books, 1987, p.291.
- 47) William Poole, “Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, May 1970, pp.197–216.
- 48) 「1992年米国経済白書」、129–130ページ。