

第二次世界大戦期における米国連邦準備政策（上）

西 戸 隆 義

目 次

はじめに

第1章 戦時経済とインフレーション

第2章 中立期間

2-1 公開市場操作

2-2 準備預金率操作と消費者信用統制（以上本号）

第3章 戦時期間（以下次号）

3-1 戦債ドライブと政府証券の価格支持

3-2 インフレーションへの警戒

第4章 戦後期間

4-1 公債の貨幣化についての懸念

4-2 金利政策

おわりに

はじめに

本稿では、第二次世界大戦期および戦後インフレーション期に展開された米国連邦準備制度の金融政策を検証する。この期間の連邦準備政策に関する本格的な研究は、我が国ではほとんどない。¹⁾ 戦時に課された財政・金融当局の最大の使命は、軍事費を賄うためにその資金調達を成功させることであり、そのため連邦準備制度は財務省の資金調達計画に全面的に協力せざるをえなかった。したがって、戦時期の連邦準備政策の中心は政府証券の価格支持を内容とした国債管理政策であり、戦時および戦後にインフレーションが進行する過程で、それを阻止するために公開市場操作や割引率操作といった伝統的な金融政策を展開させる余地はなかった。このように第二次世界大戦期には戦時ファイナンスのために連邦準備制度は財務省に従属することになり、その結果、金融政策そのものの展開の検証については、それ以前の1930年代のニューディール期やその後の1960年代のインフレーション期に比較して、研究者の間で余り大きな関心が寄せられなかったものと思われる。

確かに戦時において連邦準備制度には、独自の判

断で政策を遂行する自由はなかった。しかし連邦準備政策全体の時間的な流れからみると、第二次世界大戦期は、1930年代の大不況からニューディール期の資金需要の低迷に伴う金融政策の不活発な期間と、1951年のアコード以降の金融政策の復活期を画する分水嶺を成している。こうした点から、準備制度が戦時および戦後のインフレーション期間の経済および金融情勢をどう認識し、それにどのように立ち向かおうとしていたのかを検証することは、連邦準備政策の歴史的な形成過程を考える上で有意義であろう。以上の問題意識のもと、以下、主に連邦準備制度の年次報告を中心に、²⁾ 第二次世界大戦期と戦後インフレーション期に展開された金融政策について考察していく。

第1章では第二次世界大戦期の経済規模を、それ以前のニューディール期との比較で検討する。また、戦時および戦後経済において最大の関心事である物価動向を、マネーサプライ、ベースマネーおよび銀行信用の動きとともに考察する。第2章では1939年9月の第二次世界大戦の勃発から、1941年12月のアメリカの参戦までの中立期間における連邦準備政策を検証する。第3章では戦時期間における財務省の資金調達と、連邦準備制度のそれへの協力体制を中心に、戦時ファイナンスの実態について論ずる。第4章では、1945年8月の終戦から、戦後の物価ピークを迎える1948年8月までの連邦準備制度の金融政策の展開を検討する。そして、最後に戦時および戦後期間の連邦準備政策を評価し、あわせて連邦準備制度が最も懸念していた、戦時経済によって質、量ともに変化した流動資産の動向が物価に及ぼした影響について論じることで結びとする。

表1 ニューディール期と第二次世界大戦期の経済諸指標

	名目国民総生産	一人当たり所得	失業率	連邦政府歳出	徴税	政府証券残高
	(10億ドル)	(ドル)	対非兵役労働人口 %	6月30日年度末 (100万ドル)	6月30日年度末 (100万ドル)	6月30日数値 (100万ドル)
1929年	103.1	847	5.3	3,127	2,939	16,931
1930年	90.4	734	8.9	3,320	3,040	16,185
1931年	75.8	611	16.3	3,577	2,428	16,801
1932年	58	465	24.1	4,659	1,558	19,487
1933年	55.6	442	25.2	4,598	1,620	22,539
1934年	65.1	514	22	6,645	2,672	27,053
1935年	72.2	567	20.3	6,500	3,299	28,701
1936年	82.5	643	17	8,422	3,520	33,779
1937年	90.4	701	14.3	7,733	4,653	36,425
1938年	84.7	651	19.1	6,765	5,658	37,165
1939年	90.5	691	17.2	8,842	5,181	40,440
1940年	99.7	754	14.6	9,055	5,340	42,968
1941年	124.5	934	9.9	13,255	7,370	48,961
1942年	157.9	1,117	4.7	34,037	13,048	72,422
1943年	191.6	1,401	1.9	79,367	22,371	136,696
1944年	210.1	1,518	1.2	94,986	40,122	201,003
1945年	211.9	1,515	1.9	98,303	43,800	258,682
1946年	208.5	1,476	3.9	60,326	40,672	269,422
1947年	231.3	1,606	3.9	38,923	39,108	258,286
1948年	257.6	1,757	N A	32,955	41,865	252,292

(出所) アメリカ商務省編(斎藤眞、鳥居泰彦翻訳監修)『アメリカ歴史統計』東洋書店、1999年9月、224頁、126頁、1114頁、1107頁、1117頁。

第1章 戦時経済とインフレーション

まず初めに、戦時期間における国民総生産、失業率および財政の動向を1930年代との比較で確認しておこう。表1に示されるように、1939年9月における第二次世界大戦の勃発後の1940年から終戦を迎える1945年までに、名目国民総生産は大幅に増加した。1929年10月のニューヨーク株式市場の崩壊を端緒とする1930年から1933年までの大不況期に、国民総生産は1,031億ドルから556億ドルにほぼ半減したが、その後の1933年から39年までのニューディール期に、1929年の水準を回復することはなかった。1940年12月のアメリカの参戦後の1941年に国民総生産は1929年の水準を上回り、戦後インフレーションのピークとなる1948年には2,576億ドルに達し、1929年の2.5倍の水準となった。大不況期の生産のボトムとなった1933年との比較では、実に4.4倍の増加である。また図1に示されている工業生産指数の月次変化をみても、大不況からの本格的回復は1940年以降であることが確

認できる。同様に失業率も1929年の5.3%を下回るようになるのは1942年以降であり、その後の戦時期間にはほぼ完全雇用状態を達成した。したがってアメリカで大不況からの本格的な経済回復が実現したのはニューディール期ではなく、戦時経済への移行後のことである。

戦時における国民総生産の増加は、言うまでもなく軍事需要を満たすための莫大な財政支出によるものである。1940年6月より本格的な国防計画が展開されるので、1941年財政年度(6月30日年度末)から1946年財政年度までの連邦政府支出(管理予算)を見ると、その総額は3,803億ドルに達している。³⁾ 大不況からの景気の浮揚を財政支出で試みた、1934年度から1939年度までのニューディール期と比較すると、その額は桁違いである。⁴⁾ 1934年度から1939年度までの政府支出の対国民所得比の年平均は9.3%であり、1929年度の3.0%を大きく上回っているが、983億ドルという戦時において政府支出が最大となった1945年度の対国民所得比46.4%との比較では、僅かに過ぎなかった。

図1 工業生産指数 1955年10月=100



(出所) セントルイス連銀ホームページ、データベースより。
<http://alfred.stlouisfed.org/series/downloaddata?seid=INDPRO&rid=13&soid=1>

徴税も戦時期には莫大となり、1945年度の国内税収額は1939年度の約8.5倍となった。しかし、1941年度から1946年度までの徴税総額1,679億ドルでは、到底、政府支出総額3,803億ドルを賄うことはできず、その差額は政府証券の発行の増加となって現れている。したがって政府証券の発行残高は、1940年の430億ドルから、そのピークとなる1947年には2,583億ドルとなり、この間に2,153億ドルも増大した。1947年の政府証券残高の対国民総生産比は、1934年から1939年の年平均の42%と比較して、実に129%に達している。

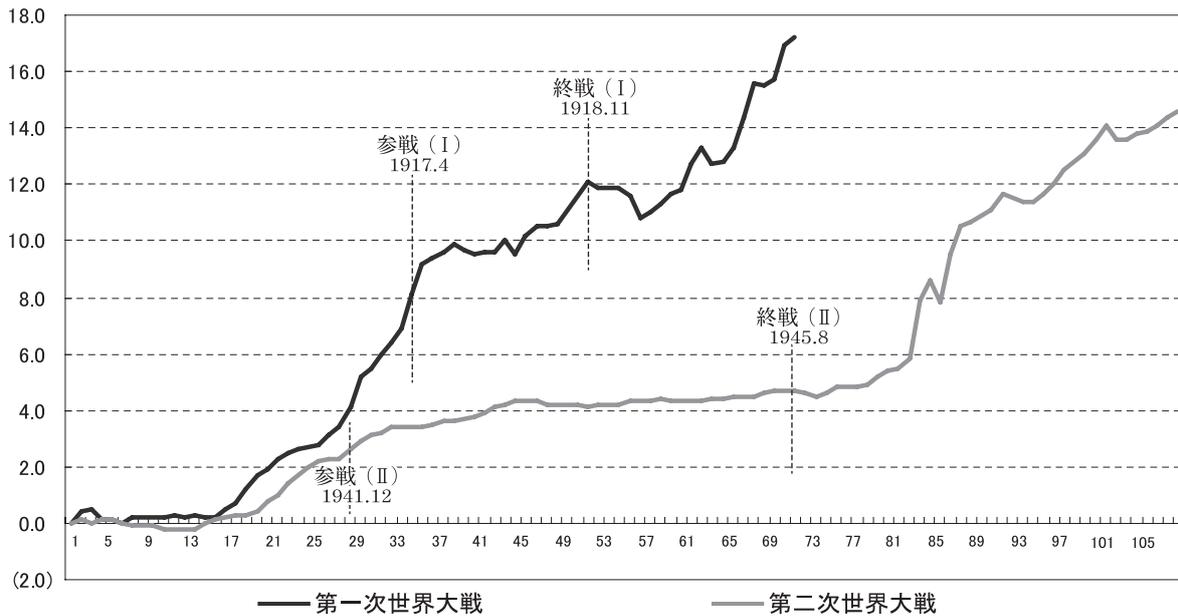
以上、戦時期間の国民総生産と財政規模をニューディール期との比較で概観した。戦争にという異常事態に直面して、アメリカでは双方とも飛躍的に増大した。他方、戦時経済に伴うインフレーションの進行は避けられなかった。そこで、次にこのインフレーションが経済活動に大きな混乱を招くほど進行したのか否かを、第一次世界大戦時との比較で考察することにする。

図2は第一次世界大戦期と第二次世界大戦期の卸売物価の動向を表したものである。図では両大戦の勃発時点の物価水準を基準に、その後の変化を戦後の物価ピークまで示してある。大戦の勃発からアメ

リカの参戦までの中立期間、参戦から終戦までの戦時期間、そして終戦から戦後物価ピークまでの戦後期間という三つの時期区分を設けて物価動向を検討する。この三つの期間には否応なしに物価上昇が伴う。中立期間にはアメリカの参戦に関する不確実性のもと、今後の民需向けの生産縮小が予想されるなかで、消費者による買い急ぎや流通業者等が商品在庫を積みます動きが活発化し、さらにこれが商品投機の色を帯びてくる。戦時期間には軍需向けの生産活動が活発になり、国民の所得は大幅に増大し消費財に対する需要も高まるが、供給体制は軍需向けに転換されるため民需の供給は平時よりも大幅に縮小し、消費財市場は超過需要の状態となる。戦後期には戦時中に満たされなかった消費需要、いわゆるペントアップ需要が顕在化する。

図2に示されるように、第一次世界大戦期間と第二次世界大戦期間の物価も動きは類似している。戦時中よりも中立期間と戦後期間に物価は大きく上昇した。第一次世界大戦時の中立期間(1914年6月～1917年3月)の物価上昇は年率で18%であり、戦後期間(1918年11月～1920年5月)は13%であるのに対して、戦時期間(1917年3月～1918年11月)は12%であった。同様に第二次世界大戦時の

図2 両大戦期間の物価変動



(出所) 図1と同じ。

<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PPIACO/downloaddata>

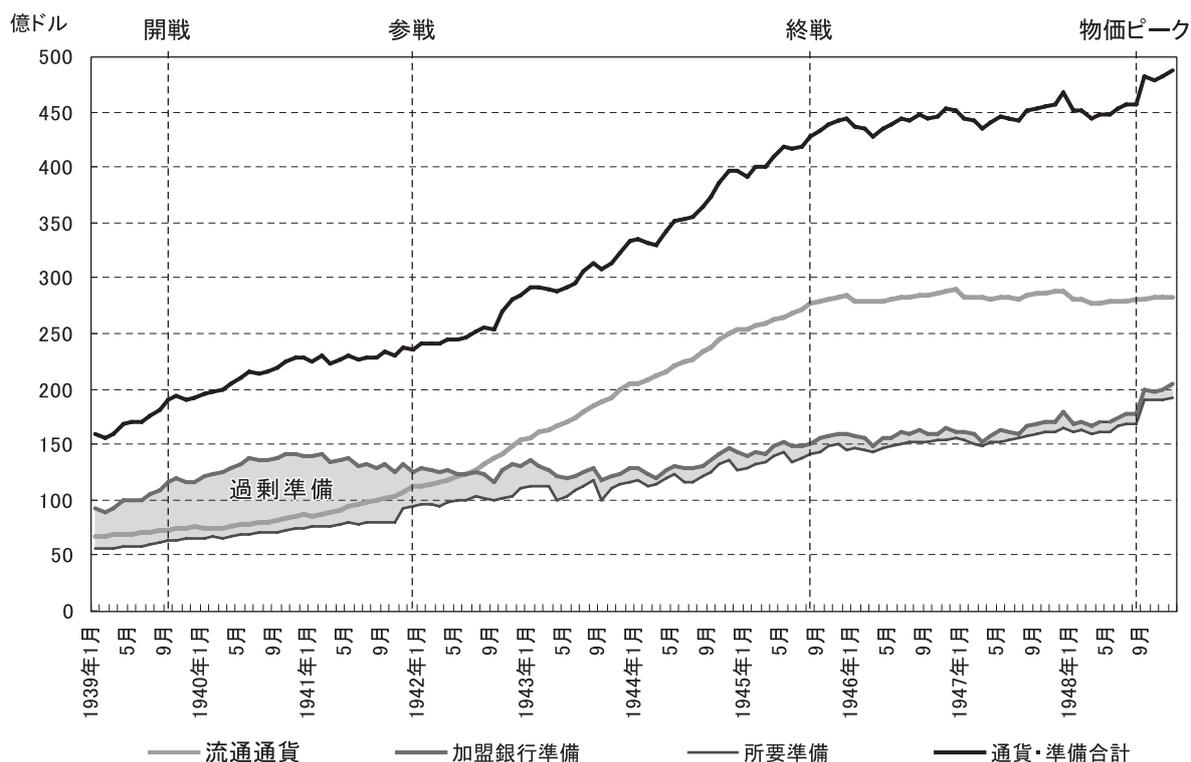
中立期間（1939年8月～1941年11月）の物価上昇は年率で9%であり、戦後期間（1945年8月～1948年8月）は15%であるのに対して、戦時期間（1941年11月～1945年8月）は4%に過ぎなかった。⁵⁾

戦時期間の物価上昇率が中立期間と戦後期間よりも低かったのは、両大戦期間に賃金・価格統制が実施されたためである。第二次世界大戦時には第一次世界大戦時よりも経済安定計画が徹底して実行されたので、この期間の物価はかなり安定した。しかし、この物価の安定は価格統制による物価指標の安定であって、実際の諸価格は間違いなくかなり上昇していた。この点について連邦準備制度は1945年の年次報告で次のように述べている。「この年末までの物価に関する一般的な状況は、物価統計においてよりも物価の背後に潜んでいる諸作用を処理した情報のなかでより明白となった。⁶⁾」法令でほとんどの商品価格にシーリングが設けられたが、実際にはそれ上回る水準で取引が行われていることを示唆していた。その一つとして、準備制度はいわゆる闇市場での価格動向を指摘していた。同時に、価格統制の実際の物価安定に対する有効性にも疑問を投げかけていた。したがって1946年10月に価格統制は解除され、その後物価が急激に上昇したが、フリードマン＝シュワルツが指摘しているように、「価格統制の解除に基づく価格指標の跳ね上がりには、対

応する諸価格のどの跳ね上がりも含まれていなかった。むしろその大部分は以前に生じた価格上昇の覆いを取り除かれることを映し出していた。⁷⁾

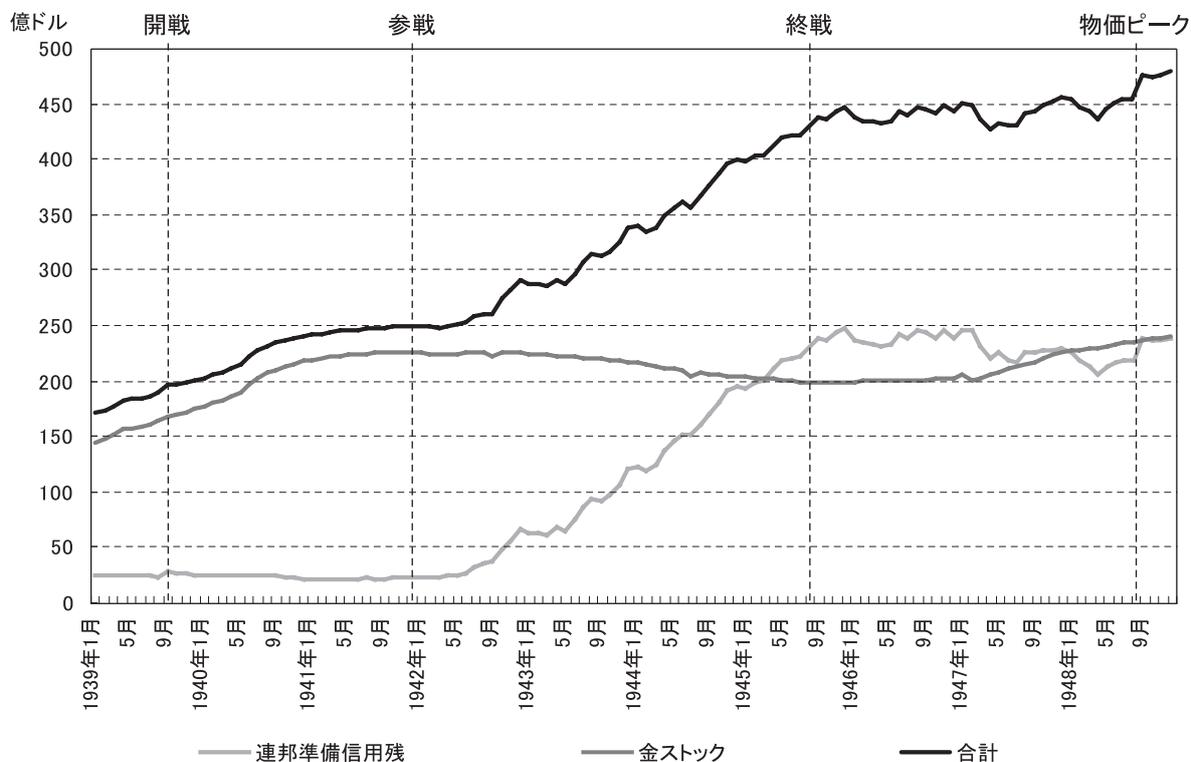
以上のように戦時中の統制経済の下での物価指標は、実際の物価変動を正しく反映していないが、開戦から戦後の物価ピークまでの期間全体を通して見れば、その動きは現実的なものである。第一次世界大戦時には開戦から物価ピークまでの6年10ヶ月間に、物価は147%、年率で15.3%上昇した。他方、第二次世界大戦時は開戦から物価ピークまでの9年11ヶ月間に118%、年率で8.7%上昇した。⁸⁾ 両大戦時ともに期間全体で100%を超える急速なインフレーションを経験したが、戦争期間の長さや戦闘規模の大きさを考えると、国家の戦争への動員体制は、第二次世界大戦時は第一次世界大戦時を遥かに凌ぐものであり、したがって先に述べた戦前の商品投機、戦時中の民需向け商品の供給の低下、および戦後のペントアップ需要の顕在化の規模も、潜在的には第二次世界大戦時のほうが遥かに大きかったはずである。こうした状況で、戦時・戦後の物価上昇が、第二次世界大戦時には第一次世界大戦時よりも年率で大きく下回ったということは、むしろ驚くべきことである。第二次世界大戦期および戦後期のインフレーションは、予想される程には進行しなかったと言えよう。このような物価動向

図3 流通通貨と加盟銀行準備（月末残数値）



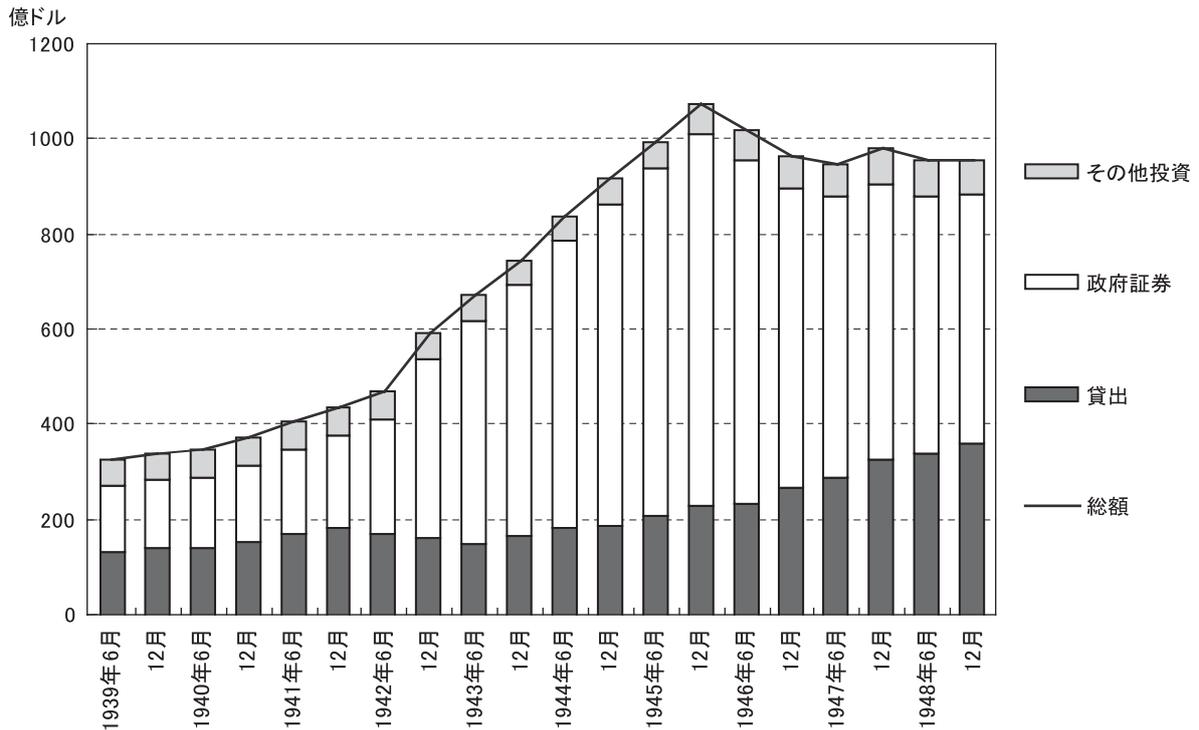
(出所) Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System. 各号より。

図4 連邦準備信用と金ストック（月末残数値）



(出所) 図3と同じ。

図5 加盟銀行信用



(出所) 図3、4と同じ。

に、連邦準備制度がどのように関わっていたのかを以下検証していくことにするが、それに先立ちこの期間のベースマネー、マネーサプライおよび銀行信用の動きを見ていくことにする。

図3は第二次世界大戦期のベースマネーの変化を表したものである。加盟銀行の総準備は、所要準備と過剰準備に区分して表示してある。図4は、ベースマネー供給の当時の二大源泉である連邦準備信用と金ストックの動きを表している。1939年8月から1941年11月までの中立期間に、流通通貨は約35億ドル、加盟銀行準備は約22億ドル増加した。この期間に連邦準備信用は僅かに減少したので、これを賅ったのは国外からアメリカへの約60億ドルに達する巨額の金流入であった。

アメリカは各国の政情が不安定であった1930年代を通して膨大な金を引き寄せていた。特に1938年9月のチェコ危機以降、中立国によるアメリカへの資本逃避が加速し、それに伴い金流入もこれまで以上に増加した。1939年末にはアメリカは世界の貨幣用金の2/3を保有するに至っている。⁹⁾ 1939年9月から1940年春のドイツによるヨーロッパ低地諸国（ベルギー、オランダ、ルクセンブルク）への進行までは、引き続き資本逃避による金流入が増加

したが、この事態を受けて中立国の金融センターが閉鎖されたため、それ以降アメリカへの資本逃避は止んだ。代わって4月以降は連合軍、特にイギリスのアメリカでの戦時物資の購入が増加し、この輸出超過によって金流入が継続した。この動きは1941年3月に開始された連合軍への武器貸与、いわゆる lend-lease 後に縮小するが、最終的には10月まで続いた。この金流入を源泉とする加盟銀行準備の増加に伴って、図5に示されるように、加盟銀行の貸出と政府証券保有は1941年12月の参戦までにかかなり増加した。この間にベースマネーは年率で11%上昇し、マネーサプライも貨幣乗数に変化がなかったのと同じく11%上昇した。¹⁰⁾

1941年から1945年8月までの戦時期間は、軍事需要による生産活動が驚異的に伸びたため、それに伴う貸金支払や小口取引の増加から流通通貨は約170億ドル増大した。加盟銀行準備も19億ドル余り増加した。金ストックは27億ドルの流出に転じたので、これらの増加を賅ったのは、209億ドルに達する連邦準備信用の増大であった。1920年代に連邦準備信用の供給源泉として重要な役割を果たしていた連邦準備銀行による加盟銀行への貸出は、1930年代初期の大不況を境にほぼ停止していたの

で、この期間の連邦準備信用の増加は、そのほとんどが準備制度の政府証券保有の増加によるものである。加盟銀行準備の増加は中立期間をやや下回ったが、図3に示されるように加盟銀行はそれまで大量に保有していた過剰準備を積極的に活用したため、これと準備の増加とが相まって加盟銀行信用は中立期間よりも大幅に増加した。後に詳述するように、連邦準備銀行を含めた全ての金融機関が、戦時の動員体制の下で政府による財政資金のファイナンスに協力したため、信用の増加のほぼ全てが政府証券保有であった（図5参照）。消費財の生産縮小等による民需向け生産の低下から、むしろ貸出は停滞気味であった。ちなみに加盟銀行の貸出と投資の総額は、そのピークとなる1945年12月時点で全銀行のそれらの総額の76.4%を占めている。この期間のベースマネーは年率で16%増加し、マネーサプライは加盟銀行の過剰準備の活用を反映して準備に対する預金の保有比率が高まったために貨幣乗数が上昇したので、年率19%で増加した。

戦後インフレーション期間に流通通貨は約4億ドル、加盟銀行準備は約27億ドル増加した。この間に連邦準備信用は約11億ドルの減少に転じたので、これらの増加を賄ったのは約36億ドルの金ストックであった。戦後アメリカは大幅な貿易黒字となり、再び金流入が活発となった。後述するように、この期間に加盟銀行の準備預金率が断続的に引き上げられたため、準備の増加があったにもかかわらず加盟銀行の信用および預金の拡張に対するベース資金は以前よりも低下した。その結果、図5に示されるように、戦後の加盟銀行信用は1945年の終戦時よりも減少している。戦時生産から戦後の平時生産へ転換により貸出は増加傾向となる一方で、それ以上の政府証券保有の減少が生じた。この期間にベースマネーは年率で2%増加し、マネーサプライは公衆が通貨に対して預金の保有比率を高めたため貨幣乗数が上昇したので、年率4%で増加した。

第2章 中立期間

これまでに戦時および戦後における物価動向と、ベースマネー、加盟銀行信用およびマネーサプライの変化を見てきた。以下では中立期間、戦時期間そして戦後期間の順で連邦準備政策を検証していく。

前述したように、中立期間のベースマネーの増加は、大部分は金流入によるものであり、連邦準備信用にそれほど大きな変化はなかった。もし準備制度が継続的な金融流入によってインフレーションが生じることを懸念していたのならば、政府証券の売りオペ政策により金流入を不胎化していたであろう。しかし、戦時の財務省支配がまだ鮮明ではなかった中立期間においても、連邦準備制度は全体的に不活発であった。

2-1 公開市場操作

ヨーロッパで大戦が勃発した1939年は、1937年8月から1938年6月までの、期間は短かったが比較的厳しい不況の回復途上にあった（図1工業生産指数参照）。開戦前の8月から開戦後にかけて、アメリカでも政治・経済の先行きの不透明感から政府証券市場で売り圧力が高まり、1937年秋から断続的に低下してきた市場利子率は上昇に転じた。3ヶ月償還の財務省手形は、8月の0.046%から9月の開戦後には0.102%に、長期国債は2.21%から2.65%へ、それぞれかなり急速に上昇した。¹¹⁾ この事態を受けて連邦準備制度は、「政府証券市場の秩序ある状態を維持する」ために、9月に総額4億7,300万ドルの買いオペを実施した。¹²⁾ このように連邦準備制度は大戦の勃発とほぼ同時に機敏な行動をとったが、こうした政府証券市場の安定を目的として買いオペを実施したことは、これまでなかった。以前の買いオペ政策の目的は、金融市場の安定ではなく加盟銀行の連銀借入や過剰準備といった量的指標に影響を及ぼすことであった。

1920年代に展開された連邦準備制度の公開市場操作の枠組みは、景気過熱期には政府証券の売りオペによって準備不足に陥る加盟銀行に連銀借入を誘導し、景気停滞期には買いオペによって過剰準備を保有することになる加盟銀行に連銀借入の返済を促進させるというものであった。加盟銀行にとって連銀借入は権利ではなく特権なので、出来る限りその活用を忌避していたために、連銀借入が増大していく銀行にはその返済圧力がかかり、銀行信用の清算を導く傾向にあった。逆に連銀借入から抜け出した状態では、銀行は自由に貸出や証券投資を増大させることができた。¹³⁾ したがって、当時は加盟銀行の連銀借入量と市場金利および銀行信用量との間には

密接な関係があった。連銀借入が増大する過程では市場金利は上昇し、銀行信用は縮小した。連銀借入が減少する過程では市場金利は低下し、銀行信用は増加した。このように公開市場操作は景気動向を注視して加盟銀行の連銀借入量を調整し、それによって銀行信用の拡張や縮小を導くように運用されていた。その一例を挙げれば、大不況の初期の1929年11月に実施した買いオペ政策の目的は、「加盟銀行に連銀借入の増加を回避させる、また可能な場合にはその低下を促進させる」というものであった。¹⁴⁾しかし、1930年代初期の金融恐慌で多くの銀行が閉鎖されていく過程で、加盟銀行は積極的に連銀借入を返済し、さらには預金取り付けに対処するための流動性の渴望から過剰準備の蓄積を開始した。そのため、この時期の連邦準備制度の公開市場操作の目的は、連銀借入量ではなく過剰準備の水準を引き上げる、もしくはその水準を維持するというものになった。例えば、銀行閉鎖が頻発していた1932年7月における買いオペ政策の目的は、「加盟銀行の過剰準備を維持する」ことであった。¹⁵⁾

以上のように、1920年代と1930年代初期における公開市場操作は、加盟銀行の連銀借入や過剰準備といった量的指標の調整を目的に運営されており、既述の第二次世界大戦の勃発時の買いオペ政策のように「政府証券市場の秩序ある状態を維持する」という、いわば市場利子率の安定を目的で実施されたことはなかった。この公開市場操作の目的の変更の理由を理解するために、また当時の金融市場の状態を認識するためにも、大戦が勃発した1939年全般に渡る連邦準備制度の公開市場政策を検討する必要がある。

連邦準備制度は1939年当初より、公開市場操作のあり方を見直していた。公開市場操作は、大不況期の1932年に10億ドル以上の大規模な買いオペを実施して以来、その後の期間は総じて不活発であった。1937年の不況時に小規模な買いオペを実施したが、1938年にほぼ同額が売却されたため、連邦準備制度の保有する政府証券は1933年秋から1949年8月まで、約25億ドルの水準でほぼ一定に維持されていた。¹⁶⁾1920年代初期から大不況期まで、連邦準備制度の主要な政策手段であった公開市場操作が、それ以降このように不活発に陥った最大の理由は、加盟銀行による大量の過剰準備の蓄積であっ

た。加盟銀行は1920年代には過剰準備を保有することはなかった。しかし既述の通り1930年代初期の大不況時の銀行危機に瀕して、その後大量の過剰準備を保有するようになった。1939年9月時点で、過剰準備は総準備の46%を占めていた（図3参照）。こうした大量の過剰準備の存在は、1930年代を通して停滞気味であった経済活動を反映して、民間の資金需要が低迷していたことを表している。そのため市場金利は低位にあり、上述のように1939年8月の財務省手形の利子率は0.046%という極めて低い水準にあった。このような停滞気味の経済状況では、連邦準備制度は過剰準備を吸収するために売りオペを実施する理由もなければ、吸収するための政府証券を保有してもいなかった。また買いオペについても、加盟銀行の連銀借入れがほとんどなく、また大量の過剰準備が蓄積されていった大不況後において、これを実施する理由もなかった。その結果、大不況後から第二次世界大戦前までに連邦準備制度が公開市場操作を活用する機会はそう多くなく、政府証券の保有額はほぼ一定に維持されていた。

そうしたなか、1949年に連邦準備制度は、この年の6月に償還となる保有する財務省手形4億7,700万ドルを借り換えないことを決定した。売りオペ政策と効果は同じである。その理由は、財務省手形の利子率が0近傍にあり、場合によってはマイナス金利となるプレミアムを支払うことなしに、これを入手することができなくなったためである。財務省手形の売り手を探すのが困難なほど、金融市場は超緩和状態にあった。この政策の変更を準備制度は次のように説明している。「1939年において、連邦準備制度が過去6年間に渡って維持してきた固定的なポートフォリオに代えて、柔軟なポートフォリオを採用したことは、過去数年間に及んで進展した金融情勢への対応であった。以前の年々には準備制度のポートフォリオの変更は、加盟銀行の連銀借入量あるいは過剰準備量に対する影響という点から行われていた。銀行準備は不断に増大し前例のない水準にあり、また個人および機関投資家の手中には、はけ口を求めている巨額の資金量があるので、準備制度の公開市場操作によって引き起こされる加盟銀行準備の変化は、もはや信用状態の逼迫あるいは緩和の主要な要因ではない。¹⁷⁾」

こうして準備制度は1939年6月までに、政府証券保有を4億7,700万ドル減少させた。9月の大戦勃発時には、先に述べたようにこれまでと全く異なる「政府証券市場の秩序ある状態を維持するために」という目的で、4億7,300億ドルの買いオペを実施した。この公開市場操作の目的の変更について、連邦準備制度は次のように説明している。「他方、そのような公開市場操作は資本市場の状態に影響を及ぼす。活発な買い手あるいは売り手として連邦準備制度が市場に出入りすることは、準備制度が購入ないし売却する特定の発行物の価格のみならず、政府証券全体の市場、そしてある程度は一般的な資本市場にもまた影響を及ぼす。加盟銀行が大量に国債と社債を保有しているという事実から、連邦準備制度の秩序ある債券市場の維持に貢献しようとする努力は、銀行状態を安定させる傾向にあり、また資本市場に対するその効果を通して一般的な景気回復にも寄与する。¹⁸⁾」

後述するように、戦時・戦後期間に連邦準備制度はもっぱら政府証券の価格支持のために公開市場操作に従事することになる。大戦の勃発と同時に公開市場操作の目的が、加盟銀行の準備量から政府証券市場の安定に変更されたことは、その後の政府証券の価格支持政策の展開を検討する上で何とも示唆的である。8月から9月にかけて購入した4億7,300万ドルの政府証券のうち7,700万ドルは、長期政府証券の利子率が低下に転じた11月と12月に売却され、1939年全体では連邦準備の政府証券保有は8,000万ドルの微増であった。

2-2 準備預金率操作と消費者信用統制

1941年10月までアメリカへの大規模な金流入は継続し、これにより加盟銀行の過剰準備は1940年半ばには総準備のほぼ1/2を占めるようになった(図3参照)。連邦準備制度は、1940年6月に市場利子率が開戦前の水準以下に低下し、その後も堅調に推移したことを受けて、この期間に政府証券を3億ドル売却した。1940年末時点で準備制度の政府証券保有額は、1933年9月以降の最低水準となった。¹⁹⁾翌1941年の12月における参戦まで、この水準に変化はなかった。

1940年6月から国防計画が本格的に始動し、経済活動は戦時色を強めていった。その結果、戦争物

資の生産が激増するのに伴って失業率は低下し、個人所得が増加する一方で、消費財の民需用の生産は大幅に縮小したためインフレーションが進行した。準備制度は、1940年末の経済情勢を次のように報告している。「国防計画は将来かなりの期間に渡って高水準の経済活動を保証するであろうが、生活水準はこれに応じて高い水準になるとは予想できない。なぜならば、生産される商品の多くは戦争物資になるからである。貨幣所得の増加の一部は税の引き上げに費やされるであろうし、またその一部は生計費のこれまで以上の高騰に費やされるかもしれない。²⁰⁾」そして1941年には、「年末までに税金の引き上げと貯蓄の高率の増加があったにもかかわらず、消費者は支出可能な高額の所得を得てきている。とかくするうちに、消費者にとって高額の所得に対応する入手可能な商品の供給の増加はすでになく、購買力が上昇していく圧力は小売および卸売双方のあらゆる方面で物価上昇に映し出されている。²¹⁾」と報告している。

国防計画に沿って、銀行制度は戦争物資の生産に必要とされる信用を十分に供給しなければならず、財務省はその資金調達を成功させるためには、政府証券市場の安定を必須の条件と考えていた。そして、連邦準備制度の政府証券保有は低水準にあった。そのため、物価上昇を阻止するための売りオペ操作は望めなかった。そこで準備制度が採用した手段が、準備預金率の引き上げと消費者信用の統制であった。

加盟銀行が受け入れた預金に対する連邦準備銀への準備預金の割合、すなわち準備預金率を変更する権限は、1935年銀行法によって連邦準備制度に認められた。1930年代に加盟銀行の過剰準備が増大していくなか、準備制度はこの操作を重要な政策手段として位置づけ、1937年3月から1938年4月にかけて、準備預金率を数回に渡って変更していた。準備制度はインフレの進行を阻止するために、1941年11月1日実施で、要求払い預金の準備率を中央準備市では22 3/4%から26%に、準備市では17 1/2%から20%に、そして地方では12%から14%にそれぞれ引き上げた。また、所在地に関わりなく全加盟銀行に適応される有期預金の準備率も5%から6%に引き上げた。これで全ての準備預金率は当時、法律で認められていた最高限度の水準となっ

た。²²⁾ この措置に対して加盟銀行は過剰準備の再構築を図ろうとはしなかったため、当時 47 億ドルの水準にあった過剰準備うち 12 億ドルが所要準備に吸収された（図 3 参照）。したがってこの引き上げは、潜在的な信用拡張の抑制という点で一定の引締め効果を持った。

さらにこの引き上げ後に財務長官と連邦準備制度理事会は共同で、インフレを阻止するのに必要な場合には、準備預金に対してさらなる措置をとる旨の声明を出した。²³⁾ 戦時、戦後のインフレ期間に、国債管理政策のために公開市場操作の活用が制限された連邦準備制度にとって、準備預金率操作はこれまで以上に重要な政策手段として位置づけられるようになる。後述のように、準備制度は戦後期には準備預金率の上限の変更のみならず、特別準備預金の新規の創設などを議会に求めることになる。

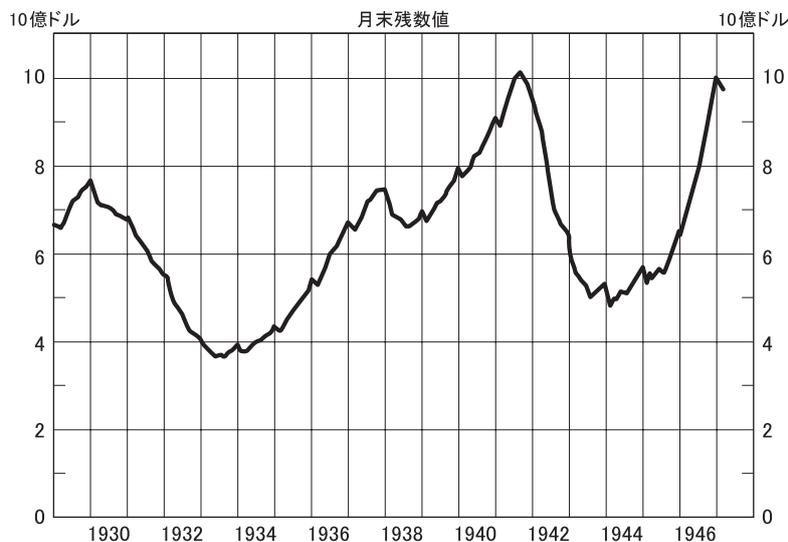
中立期間実施された連邦準備制度の新たな試みに、レギュレーション W と言われる消費者信用の規制がある。1941 年 8 月 9 日の大統領の行政命令により、連邦準備制度は国家緊急事態の期間に消費者信用の統制を措置するよう命じられ、そしてその権限が与えられた。この目的は二つあった。一つは、国防のために必要な原材料の転換によって耐久消費財の供給が制限されるので、その需要を抑制することであった。いま一つは、消費者信用全般の拡張の防止を通してインフレーションの進行を阻止することであった。²⁴⁾

レギュレーション W は具体的には、自動車、家電そして家具等の耐久消費財の割賦販売において、その頭金の最低支払額と割賦の最長期間を規制することであった。これは 1941 年 9 月 1 日より実施された。自動車については、頭金は購入価格の 33 1/3%以上、家電については 20%以上そして家具については 10%以上に、また割賦期間はそれぞれ 18 ヶ月間以内に規制された。その後規制は二度に渡り強化され、1942 年 3 月には規制品目が上記の範囲の耐久消費財以外にも拡張され、頭金額も大部分の耐久消費財が自動車と同様の 33 1/3%に引き上げられた。そして割賦期間も、自動車が 18 ヶ月から 15 ヶ月に、他は 12 ヶ月に短縮された。さらに、規制が導入された当初は、その対象は割賦販売の信用に限られていたが、1942 年 3 月までに割賦形態以外の消費財購入に対する消費者信用にも拡大され、その融資期間が規制されるようになった。²⁵⁾ これらの規制は戦後も継続され、最終的には 1947 年 11 月 1 日に終了する。

消費者信用の統制は、選択的信用統制手段と言われるものである。連邦準備制度の伝統的な通貨・信用統制手段である割引率操作と公開市場操作を補完する目的で、1934 年に株式の信用取引の保証金率を操作する権限が準備制度に与えられたのが、その始まりである。そして、戦時期に消費者信用の規制が選択的信用統制手段に加えられた。

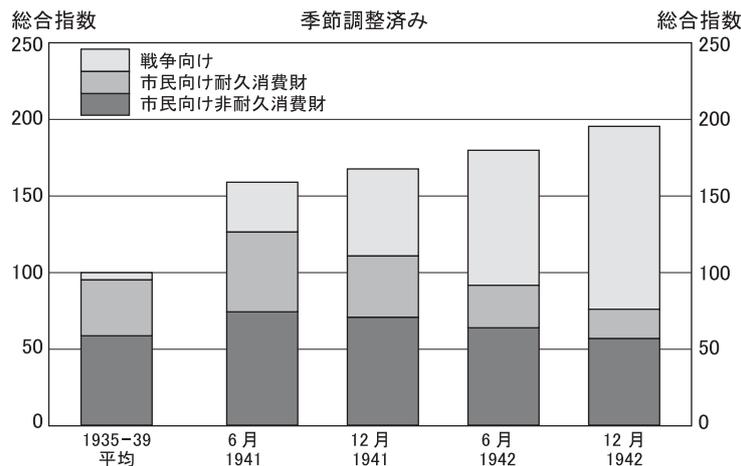
結論から言うと、消費者信用の規制は戦時のイン

図 6 消費者信用の推移



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1946*, p.20.
消費者信用の内訳を省略して掲載。

図7 工業生産（軍需目的と民需目的）



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report* for 1942, p.4

フレの抑制にはそれほど有効ではなかった。図6は消費者信用の残高の推移を表したものである。残高自体は規制が開始された1941年11月から1944年初めまで激減し、1945年8月の終戦後に急速に増加した。この動きは、国防期間および戦時期間における生産設備と原材料の軍事生産への転換による耐久消費財の供給の抑制と、戦後のそれらの再配置による耐久消費財の供給の回復によって、大部分は規定された。図7には軍事目的と民需目的とを区分して、国防期から戦時初期にかけての生産量の変化が示されている。1941年6月から1942年末までに軍事物資の生産が急速に高まるにつれて、市民向けの耐久消費財の生産は激減した。したがって、戦時中は市民にとって購入可能な耐久消費財は市場からほぼ一掃されたので、消費者信用の規制はほとんど意味を持たなかった。次章以下で論ずるように、戦時中に市民は戦後の需要に充当できる流動資産を大量に蓄積したにもかかわらず、図6に示されるように、戦後期には耐久消費財の生産の回復とともに消費者信用の利用を高めていった。したがって、その抑制に効果のある消費者信用の規制は、戦後のインフレ阻止に対して何らかの影響を持ったものと考えられる。しかし、その効果は、連邦準備制度が次のように述べているように懐疑的なものであった。

準備制度は、当初より規制のみで消費者信用の抑制が十分に図られるとは考えていなかったようである。1942年に、「レギュレーションWに加えて他の諸要因も消費者信用の減少に重要な影響を及ぼした」とし、その最大の要因に自動車と家電製品の供

給不足を挙げ、むしろ「レギュレーションWはこの要因を補強するものであった」と述べている。²⁶⁾ また戦後期には次のように報告し、レギュレーションWを戦時における限定的な措置と考えていた。「消費者信用の過度の変動は、戦時の行政命令に基づいて1941年以来、準備制度理事会が維持してきたような、柔軟に施行された規制によって制御された。しかしながら、準備制度理事会は、適切な立法上の再考が必要とされる時期を超えてまで、また消費者信用問題に特定の法律が必要か否かに関する議会の決定の範囲を超えてまで、行政命令を根拠にこの権限を継続すべきであるとは考えていない。²⁷⁾」

注

- 1) 第二次世界大戦期の経済動向全般の包括的な研究としては、河村哲二著『パックス・アメリカナの形成』東洋経済新報社、1995年4月、ニューディールからアコードに至る期間の米国の金融制度改革と金融政策については、須藤功著『戦後アメリカ通貨金融政策の形成』名古屋大学出版会、2008年2月、第二次大戦期の連邦準備制度による国債価格支持についての研究としては、富田俊基「財務省・連銀によるアコードの検証」『知的資産創造』2004年1月号、野村総合研究所、等がある。
- 2) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report*, Washington, GPO. 以下、本論文における連邦準備制度の年次報告からの引用および参照については、*Annual Report* とのみ記載する。
- 3) 国防計画期から戦時期の財政については、河村哲二、前掲書、47-67頁を参照した。

- 4) ニューディール期の財政政策については、森恒夫『現代アメリカ財政論』日本評論社、1979年3月、121-173頁で詳細に考察されている。
- 5) Friedman, M., and Schwartz, A.J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963. 第一次世界大戦期の物価については、pp.206-207のTable 10、第二次世界大戦期の物価については、pp.548-549のTable 23を参照した。
- 6) *Annual Report* for 1945, p.21.
- 7) Friedman and Schwartz, *op.cit.*, p.558.
- 8) *Ibid.*, p.206, p.548.
- 9) *Annual Report* for 1939, P.1.
- 10) Friedman and Schwartz, *op.cit.*, pp.548-549, Table 23. 以下、戦時期と戦後期のベースマネーとマネーサプライの変化率も同様。
- 11) *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, October 1939, p.998. 以下、本論文の対象となる期間の市場利子率、連邦準備信用、金ストック、加盟銀行準備、政府証券残高等の数値の出所は、特に断りのない限り *Federal Reserve Bulletin* からである。
- 12) *Annual Report* for 1939, P.7.
- 13) 連邦準備当局がこのような公開市場操作の枠組みを明示的に報告したものとして、*Annual Report of the Federal Reserve Bank of New York* for 1924, pp.13-14, がある。より詳しい議論については、拙稿「リーフラー＝バージェス・ドクトリン再考—大不況期の連邦準備政策との関連で」『下関市立大学論集』第44巻第1号、2000年5月、を参照していただきたい。
- 14) Kesaris, p., *papers of the Federal Reserve System, Part II, Minutes of Meetings of the Federal Open Market Committee, 1923-1975*, Microfilm, Frederick, University Publication of America, 1983より、*Minutes of the Open Market Investment Committee*, November 12, 1929.
- 15) *Minutes of the Open Market Policy Conference*, July 14, 1932.
- 16) *Annual Report* for 1939, P.2.
- 17) *Annual Report* for 1939, P.9
- 18) *Annual Report* for 1939, P.9.
- 19) *Annual Report* for 1940, P.4.
- 20) *Annual Report* for 1940, P.16.
- 21) *Annual Report* for 1941, P.4.
- 22) *Annual Report* for 1941, P.7.
- 23) *Annual Report* for 1941, P.8.
- 24) *Annual Report* for 1941, pp.8-10.
- 25) *Annual Report* for 1942, pp.23-26, p.73, Table 9.
- 26) *Annual Report* for 1942, p.25.
- 27) *Annual Report* for 1946, p.8.