

第二次世界大戦期における米国連邦準備政策（下）

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（以上前号）
第3章 戦時期間（以下本号）
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

第3章 戦時期間

膨大な軍事費用を調達しなければならない財務省と、それに全面的に協力しつつもインフレーションをできる限り抑制しなければならない連邦準備制度にとって、第二次世界大戦時の財政資金のファイナンスに関する運営方針は単純かつ明快なものであった。それは、政府は軍事物資を調達するために財政支出を大幅に増加させざるをえず、その資金は財政支出によって増大する国民所得の増加分から租税によって徴収する。それでも不足する部分は政府証券の発行で賄い、この購入には増大した国民所得の増加分から貯蓄を充当する、というものであった。単純に言えば、財政支出によってもたらされる国民所得の増加、つまり国民の購買力の増加を、租税と政府証券発行を通じた貯蓄の吸収で政府の購買力に移転するというものである。したがって財政金融当局の戦時ファイナンスの大きな課題の一つは、いかに国民に対してより多くの租税を徴収し、そして貯蓄形態として政府証券の保有を促進できるか、ということであった。次ページの図8は個人所得の処分形態の推移を表したものである。国防計画が開始された1941年から終戦を迎える1945年8月までに、国

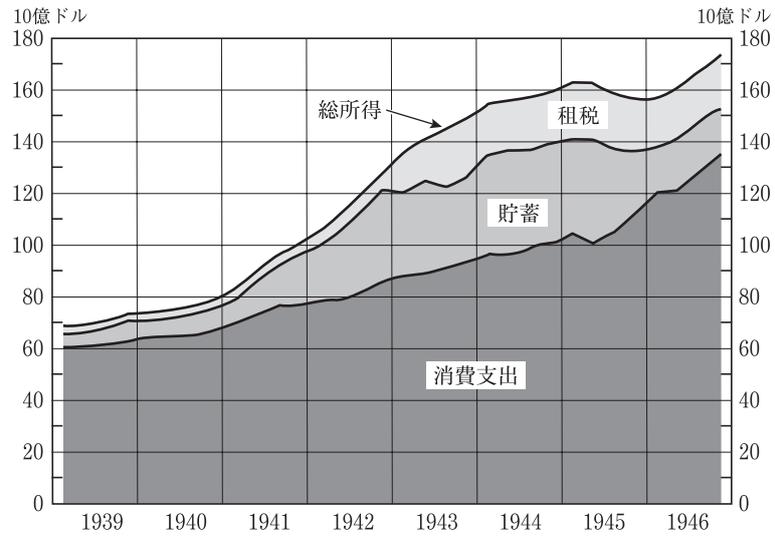
民の所得処分に占める租税と貯蓄の割合は急増した。後述するように、この間に個人の政府証券保有は大幅に増加したので、個人から政府への購買力の移転は順調に実行されたことが窺える。

他方、戦時期間には銀行部門による政府証券購入はできる限り抑制されなければならないと考えられていた。これも後に詳述するが、連邦準備制度は戦時期間に繰り返し、非銀行部門の政府証券購入は民間から政府への購買力の移転であって反インフレ的であるが、銀行部門の政府証券購入は新たな購買力としての預金の創出を伴うのでインフレ的である、と述べていた。しかし、莫大な戦費を租税と貯蓄だけで賄うことはできず、財務省に従属せざるをえなかった準備制度は、自らインフレ的と認識していた銀行部門による政府証券購入を促進せることになる。

3-1 戦債ドライブと政府証券の価格支持

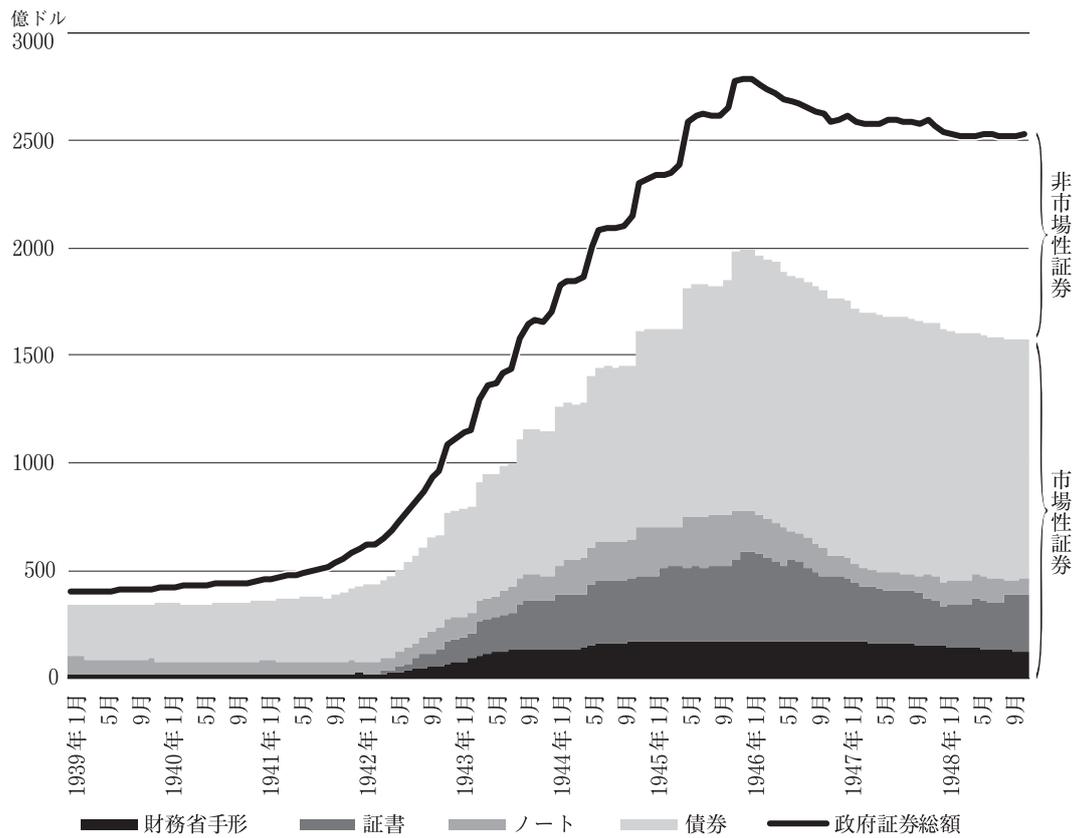
第二次世界大戦時の政府証券発行は、次ページの図9に示されるように、国防計画が本格化的に始動した1941年6月から、その残高のピークを迎える1946年2月までに約2,300億ドル増加した。発行された政府証券は多様であり、大きくは非市場性証券と市場性証券に分類される。非市場性証券は商業銀行にとって購入不適格であった。非市場性証券の大部分は、個人貯蓄向け長期国債である貯蓄債券(saving bond)であった。そしてわずかな部分が、法人税と個人所得税の納税資金の納期までの運用を目的とした短期証券である租税ノート(tax saving note)であった。²⁸⁾ 1945年末時点で非市場性証券の残高569億ドルのうち、貯蓄債券は482億ドルそして租税ノートは82億ドルであった。²⁹⁾ 後に租税ノートは、租税準備の目的だけではなく、企業の遊休残高の運用を目的とした3年償還のものも発行されるようになる。国民に対する政府証券の販売促進

図8 所得の処分形態



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report* for 1946, p.31.

図9 政府証券残高



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

の重要性から、財務省に戦時貯蓄部門が設けられ、また連邦準備制度と財務省の支援で勝利基金委員会 (Victory Fund Committee) が1942年5月に各連邦準備地区に設立された。給与の一定額を積み立てて貯蓄債券を購入する給与貯蓄計画 (payroll saving plans) への加入も増加し、1942年において加入者は2,500万人となり、月平均の積立総額は3億7,000万ドルに達した。³⁰⁾

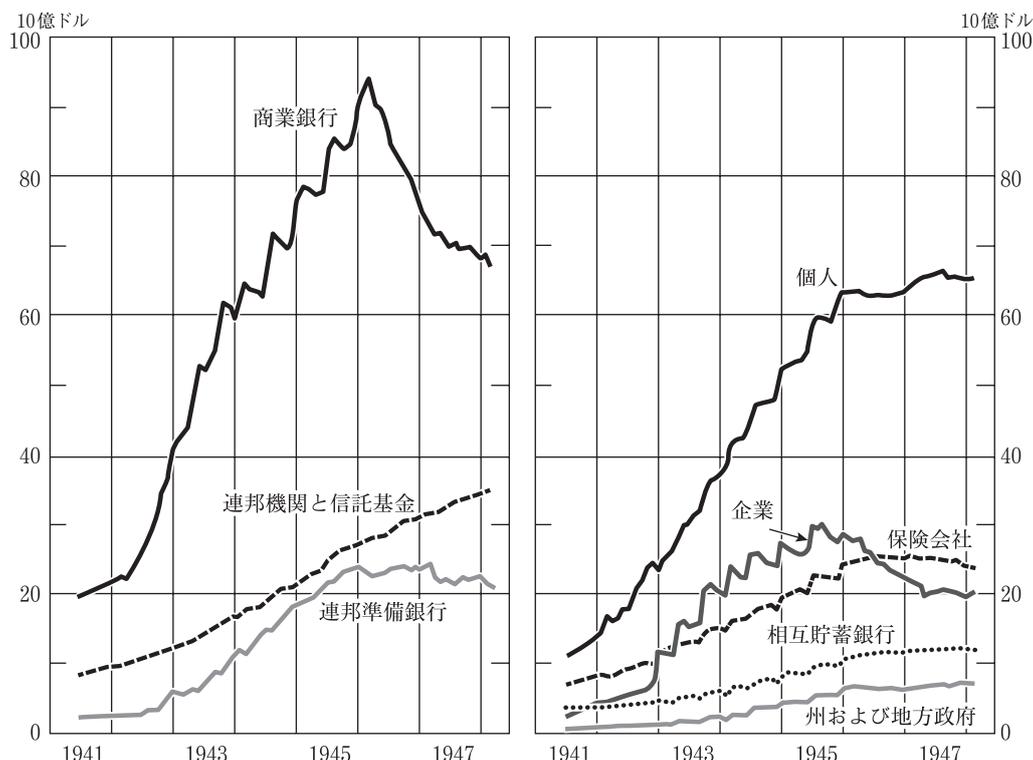
市場性証券は、財務省手形 (Treasury bills)、債務証券 (Certificates of indebtedness)、財務省ノート (Treasury notes)、および財務省市場性債券 (Treasury marketable bonds) で構成された。財務省手形は、最大12ヶ月までの償還期間の割引債券である。戦時には償還期間3ヶ月のものが、1,000ドルから100万ドルまでの額面で毎週発行された。債務証券は、償還期間1年以内の利付債券で、償還時に額面プラス利子が支払われた。戦時には償還期間11ヶ月から12ヶ月のものが1,000ドルから100万ドルまでの額面で発行された。財務省ノートは、償還期間1年以上そして5年未満の利付債券である。通常の発行は中期債券であったが、財務省手形と債務証券の償還が重なるのを避けるために13ヶ月償還期間の財務省ノートが、12ヶ月償還

期間の財務省証券の代わりに発行されることもあった。財務省市場性債券は5年以上の利付債券で、戦時にはそのほとんどが10年から25年の範囲の償還期間で発行された。³¹⁾ なお本稿では、以後この財務省市場性債券を政府債券あるいは長期債券と略記する。

毎週発行される財務省手形を含めて、市場性・非市場性のこれらの政府証券の集中的な販売促進、いわゆる戦債ドライブが1942年末から戦後の1945年末までに8回実施された。³²⁾ 8回のドライブの販売目標総額が1,060億ドルであったのに対し、実際の販売総額は1,551億ドルと目標額を大きく上回った。先に述べた財務省による戦時貯蓄部門と連邦準備制度による勝利基金委員会の創設とその活動は、政府証券の国民に対する販売促進に大きく貢献したものと考えられる。

商業銀行の政府債券購入は制限されていた。1942年11月30日から12月23日までの第1次ドライブと、1943年4月12日から5月1日までの第2次ドライブでは、10年未満の政府債券については商業銀行にも購入が認められていたが、第3次以降のドライブからは商業銀行の政府債券の購入は、わずかな例外を除いて排除されるようになった。既発債の

図10 政府証券の保有者分布



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1947*, p.14.

取引でも、商業銀行には制限が課された。市場性の25年政府債券については発行後10年が経過するまで購入が禁じられた。戦時に商業銀行が購入した政府債券は、そのほとんどが10年以内に償還されるものであった。³³⁾

以上のように戦債ドライブは、主に非銀行部門の余剰資金を政府証券に吸収することを目的としたものである。しかし、それには限界があった。前ページの図10は有利子の政府証券の保有者分布を表したものである。1945年末の発行残高2,762億ドルのうち、個人の保有額が636億ドルであるのに対して商業銀行の保有額は901億ドルであり、商業銀行の保有額は個人の保有額を大きく上回っていた。結局、財務省と連邦準備制度は商業銀行の政府証券購入をインフレ的と考え、その購入を制限したにもかかわらず、彼らの協力を得られなければ戦時金融を成功させることができなかった。そのため、連邦準備制度は商業銀行による政府証券購入を促進するために様々な措置を講じた。そのうち最も重要だったものは、政府証券の利子率の釘付け政策である。

1942年4月30日に連邦公開市場委員会は12の連邦準備銀行に対して、銀行等からオファーされる財務省手形を、3/8%に固定された買入率で購入するように指示した。その直接の目的は、「財務省手形市場を安定させる」、「手形保有の分布を広げる」、そして加盟銀行の政府証券購入を促進するために「状況変化に対して、加盟銀行の準備調整を容易にする」というものであった。³⁴⁾ いわゆる利子率の釘付け政策の開始である。3月末時点での財務省手形の市場利子率は0.212%だったので、それを上回る水準で固定された。この3/8%の買入率は、1947年7月まで継続されることになる。買入率の設定により、財務省手形を保有する銀行は必要な準備をいつでも3/8%の固定利率で連邦準備銀行から入手することが可能となった。したがって、加盟銀行にとって必要な準備調整に備えるという点では、付利のある財務省手形の保有と、付利のない過剰準備の保有は無差別となり、そのため彼らは保有する過剰準備で財務省手形を積極的に購入した。その結果、すでに1941年11月の準備預金率の引き上げで減少していた過剰準備は、1942年以降さらに急速に低下し、その後は狭い範囲で推移することになる（前掲図3参照）。第2章で指摘した1930年代に連

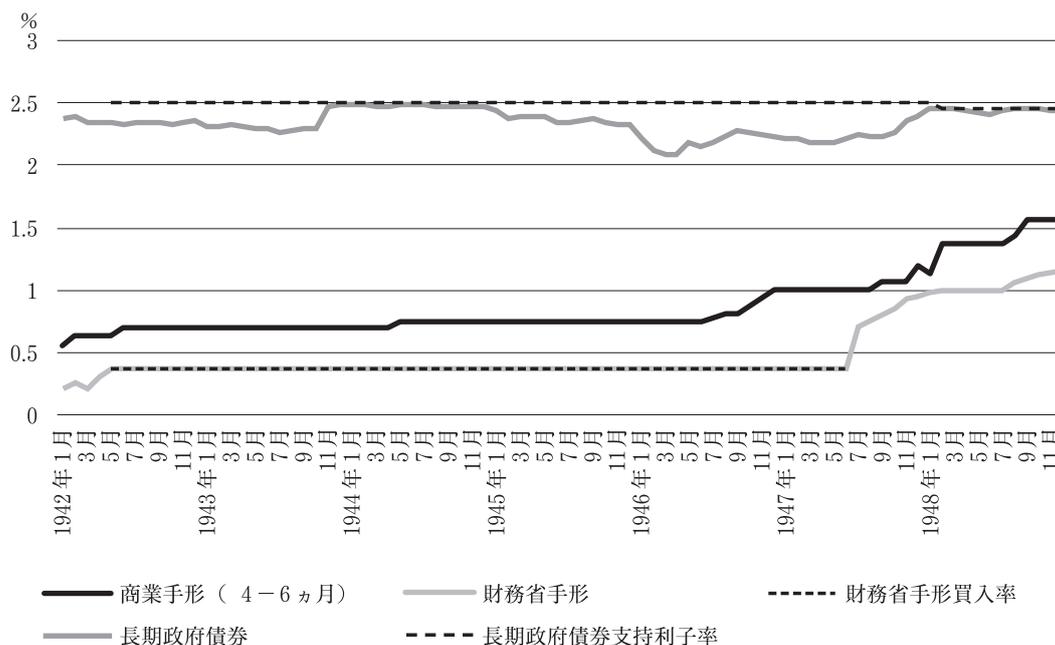
邦準備制度が不活発に陥った主たる原因である加盟銀行の大量の過剰準備保有は、このように戦時期に短期政府証券に代替された。そして、今度はこの加盟銀行による大量の短期政府証券保有が、後述のように戦後のインフレ問題の最大の懸念材料となる。

以上のように、利子率の釘付け政策の直接の目的は、加盟銀行に対して準備調整の便宜を与え、それにより過剰準備の放出を通して財務省手形の購入を促すことであった。しかしその政策の広義の目的は、「財務省に対して予め既知の金利水準の市場を保証すること」、および「投資家に対して、政府証券の購入時期を延期しようとする誘引を除去すること³⁵⁾」にあるように、全ては財務省の資金調達を成功させるためのものであった。そのため、財務省手形以外の政府証券の利子率に対しても、厳密な公約はなかったが、ほぼ当時の市場金利の水準で次の実効的な支持利子率が確立された。それらは、12ヶ月償還の債務証券については7/8%、13ヶ月償還の財務省ノートについては0.9%、4年6ヶ月償還の財務省ノートについては1.5%、そして25年償還の政府債券については2.5%というものである。³⁶⁾ このように戦時期には、政府証券のイールドカーブとなる金利パターンが確立された。

財務省手形以外の支持利子率は、厳格に釘付けされたわけではない。準備制度は市場利子率が支持利子率以上に上昇するのを防ぐために必要な量の政府証券を購入したが、市場利子率が支持利子率を下回る場合には、それを維持するために必要な量の政府証券の売却は行わなかった。図11は戦時、戦後期の市場利子率の推移を示したものである。明らかに政府債券の市場利子率は、1946年と1947年において2.5%の支持利子率をかなり下回っていた。財務省は政府債券の市場利回りの低下を嫌悪していなかった。

連邦準備制度は銀行の政府証券購入を促進するために、1942年4月末の財務省手形の買入率の設定や他の政府証券の支持利子率のパターンの確立以外にも、その後様々な措置を講じた。1942年8月、財務省手形を連邦準備銀行に売却する投資者に対して、それと同一の償還期間の同様の手形を準備銀行から再購入するオプションを認めた。³⁷⁾ これにより、遊休資金はますます財務手形に吸収されることになった。

図11 市場利子率



(出所) 図9と同じ。

また中央準備市（ニューヨーク市とシカゴ市）の加盟銀行の要求払い預金に対する準備預金率が、1942年に8月、9月および10月の三段階の変更を経て26%から20%に引き下げられた。³⁸⁾したがって中央準備市については、1941年11月の引き上げ以前よりも低い水準となった。元来、連邦準備法は中央準備市のみでの準備預金率の操作を認めていなかった。中央準備市の操作を行う場合には、必ず準備市の加盟銀行に対しても同様の操作を同時に実施しなければならないと規定していた。連邦準備制度は戦時の財務省操作によって引き起こされた、以下で述べる財政資金の地域間の不平等な配分を理由に、この二つのクラスの準備要件変更の分断を議会に求めていた。そして7月に認められた。

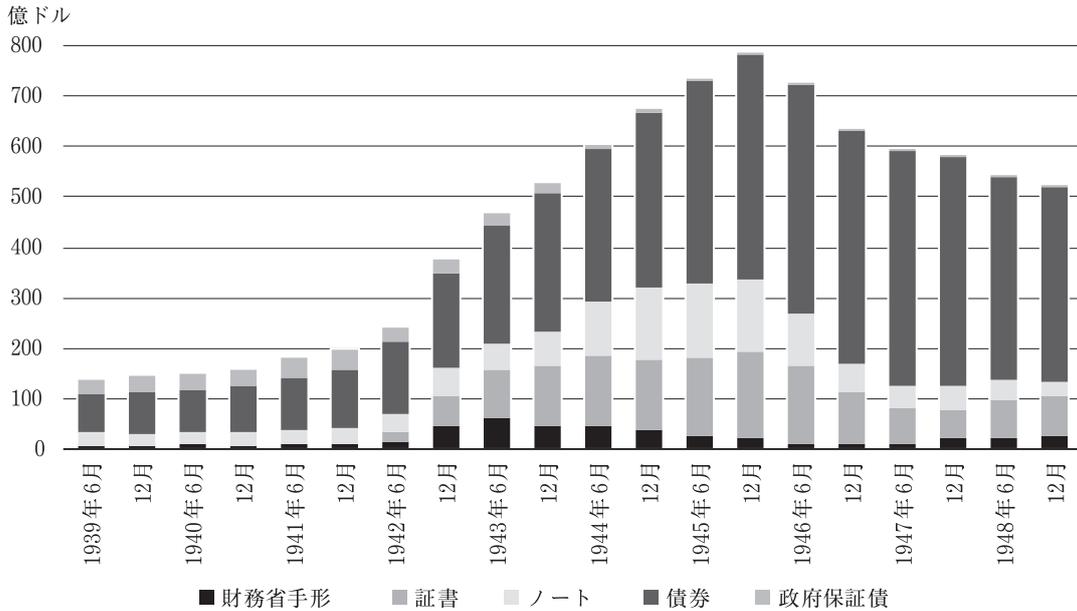
財政資金の調達に主にニューヨークで行われるため、ニューヨーク市外の投資者および納税者によるニューヨークでの政府証券購入と納税は、ニューヨーク市の銀行が受け入れていた彼らの預金を喪失させる。この財務省への支払による資金の喪失分をニューヨーク市の銀行が回復するには、その資金が再度預金としてニューヨーク市銀行に還流しない限り不可能である。しかし、財政資金は全国に散布されるため、その全てがニューヨークに還流することはない。そしてニューヨーク市外の銀行は、財政支出による新たな資金を受け入れることになる。その

結果、銀行の準備はニューヨークから他地域の銀行に流出し、ニューヨーク市の銀行は準備を喪失する。この過程は政府証券の新規発行と納税が行われる限り繰り返される。その結果、中央準備市の加盟銀行は、ピーク時には全銀行の過剰準備の1/2を保有していたが、1942年7月までに1/7へと低下した。他方で、「戦時の資金調達の成功には、中央準備市の諸銀行の参加は必要であり、それゆえに彼らに対する、この参加に必要な準備の供給は不可欠であった。³⁹⁾」こうした状況で、ニューヨークとシカゴすなわち中央準備市の加盟銀行の準備預金率だけが26%から20%に引き下げられた。準備市と地方の銀行は有効に活用されない過剰準備を保有したので、これらの銀行の準備率は、上記の7月の法改正にしたがって現状に維持された。

1942年10月には連邦準備制度は、通常の割引率が1%であるのに対して、償還1年未満の政府証券を担保とする加盟銀行への貸出については1/2%の優遇割引率を設定した。⁴⁰⁾しかし、この利率は3/8%の財務省手形の買入率を上回っていたため、加盟銀行は必要な資金を入手するのに連邦準備銀行に手形を売却した。したがって優遇割引率での連銀借入は、季節的な資金需要を満たすために利用された僅かな例外を除いて、ほとんど活用されなかった。

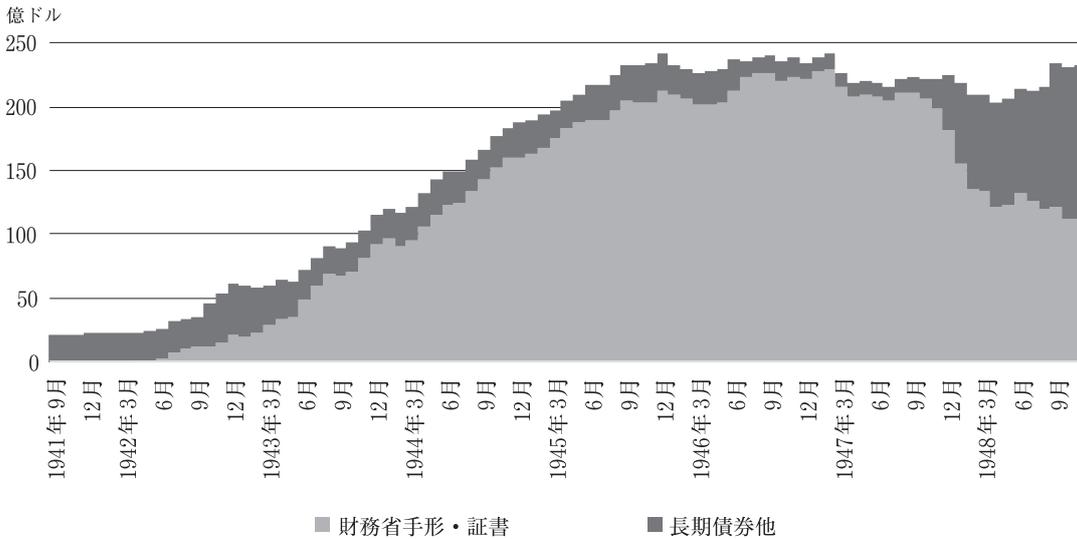
政府の戦債預金（war loan account）に関する

図12 加盟銀行の政府証券保有



(出所) 図9 と同じ。

図13 連邦準備制度保有政府証券



(出所) 図9 と同じ。

準備預金の改正も、加盟銀行に政府証券購入を促進させる要因となった。銀行は自身の勘定あるいは顧客勘定で購入した政府証券の財務省への支払いを、自行に開設される政府の戦債預金への振替で支払うことが認められていた。これは、政府証券が販売された際に、民間から連邦準備銀行の政府預金への大量の資金移動を回避させ、貨幣市場を安定させることが目的であった。戦債預金は、第一次世界大戦時より制度化されていた。しかし銀行による戦債預金の認可取得は、第二次世界大戦の勃発以降も活発で

はなかった。この活用を促すために連邦準備制度は、戦債預金を準備要件の対象から排除し、所要準備を必要としないということを法制化するよう議会に求め、1943年4月に認められた。その結果、戦債預金の利用は高まり、これまで以上に銀行の政府証券購入は活発となった。その理由は、大規模な戦債ドライブの期間には資金が民間預金から準備要件のない戦債預金に移転するため、銀行は過剰準備を保有することになり、これを財務省手形等の政府証券購入に充当できたからである。ドライブ後に財政

支出により資金が戦債預金から民間預金に還流するにつれて、今度は銀行は準備不足になるが、ドライブ期間に取得した財務省手形の一部を連邦準備制度に固定利率で売却することで、それを手当てできた。既述の通り、準備制度は財務省手形の買入率を3/8%に固定した理由に、「状況変化に対して、加盟銀行の準備調整を容易にする」ということを挙げていたが、その具体的な状況として、戦債預金にまつわる上述の銀行による準備調整を満足げに報告していた。⁴¹⁾

以上のように、連邦準備制度は財務省手形の買入率の設定を始めとする諸措置によって、加盟銀行の政府証券購入を促進した。さらに、銀行監督機関は共同で次の声明を出し、銀行のこのような積極的な資金活用を正当化した。それは、「諸銀行のあらゆる種類の政府証券投資に関する検査および監督に当たって、発行条件によって特に銀行にとって不適格でない限り、投資を抑制するものは何一つとしてないであろう」、そして「諸銀行が証券投資と貸出を行うに当たって、出来る限り遊休資金を活用することは、そして所要準備の回復が必要な時には、連邦準備銀行からの一時的借入もしくは財務省手形の売却という特権を銀行自身が活用することは、批難にあたらないであろう。」というものであった。⁴²⁾ これに呼応する形で、またこれまで見てきたように「……連邦準備当局は、諸銀行に対して彼らの保有する既存の準備をより完全に活用するように誘引する努力をし、そしてまた時々において諸銀行に売り出される政府証券を購入するのに必要となるような準備金を、彼らに対して供給した。⁴³⁾

これらの結果、図12に示されるように、加盟銀行の政府証券保有は1942年半ば以降急増した。前述したように、釘付け政策後に加盟銀行は過剰準備を財務省手形に代替させたので、1942年6月から1943年6月までに財務省手形保有は約48億ドル増大した。彼らの保有する政府証券全体の構成比で見ると7%から14%への上昇である。その後、加盟銀行は政府証券の利子率パターンが確立している下で、より収益率の高い政府証券の購入を進めた。すなわち長期債券、ノート、証書の順で購入し、その結果生じた準備不足は、財務省手形の連邦準備銀行への売却で補った。後に見ていくように連邦準備制度は戦後において、銀行のこのような政府証券の保

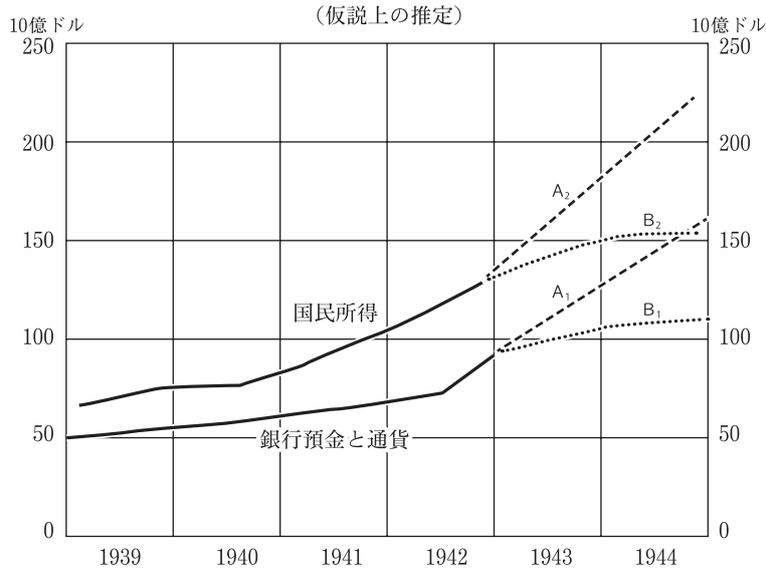
有行動を、インフレの進行を助長するものとして強く警戒した。加盟銀行が短期債から長期債への乗り換えを進めた結果、1943年半ば以降は彼らの保有する財務省手形は減少し、銀行の取得制限の範囲内での中長期債の保有が増大した。他方、連邦準備制度は、加盟銀行から財務省手形を購入する一方で、支持金利を維持するために中長期債を銀行の購入に応じて市場で売却したので、保有パターンは加盟銀行のそれと逆になった。図13に示されるように、1947年秋までは手形と証書の短期債の保有が急増し、ノート、長期債券の保有は相対的に減少傾向となった。

3-2 インフレーションへの警戒

連邦準備制度は財務省の資金調達に全面的に協力したが、常にインフレーションの進行を懸念していた。しかし、政府証券の利子率の支持、つまり価格支持が最優先された戦時においては、準備制度にインフレーションを阻止するための有効な手段はなかった。1942年の年次報告で、「戦時経済においてインフレと戦う武器は、課税と貯蓄の引き上げおよび物価と賃金の統制である。この理由で、インフレを引き起こさず戦争の資金調達を行うに際しての信用当局の役割は、必然的に他の政府諸機関の役割に従うことである。」と述べている。⁴⁴⁾ それでも、商業銀行による政府証券の取得を常にインフレーションの原因とみなしていた。矛盾ではあるが、一方では銀行による政府証券購入を促進し、他方ではインフレ阻止の立場からそれを否定的に捉えていた。なぜ連邦準備制度は銀行の政府証券購入をインフレ的と考えていたのか、以下その年次報告で展開した議論を検討していく。⁴⁵⁾

「商業銀行による政府証券購入と非銀行の投資者による政府証券購入との間には、経済効果の点で実際には大きな違いがある」とし、前者は新規預金の創出という結果になるのに対して、後者は既存の資金を経済活動に振り向けるだけである、と主張する。つまり、もし政府証券が非銀行部門の遊休資金の保有者に売却されるのであれば、この資金は活動資金となるが、供給不足の消費財の購入に充当されることはなくなる。したがってこの場合、インフレに対する効果は、銀行部門が政府証券を購入し、新たな購買力として新規の預金が創出される場合より

図14 国民所得とマネーサプライ



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report* for 1942, p.28.

も遙かに小さい。ここから政府証券の銀行の購入と非銀行の購入のより重要な違いは、貨幣供給量の統制にあるとして、図14に示される貨幣数量説に基づく仮説上の数値を用いて次のように説明している。

図では1942年時点の物価水準が不変のもとで、当時の物的資源が完全に利用された場合に達成されるであろう実質国民所得の軌跡がB₂に描かれている。1944年の実質国民所得は、約1,500億ドルに達するものと推定されている。他方、商業銀行と連邦準備銀行が直近と同様に、新規に発行される政府証券の1/2を購入するものと仮定すると、商業銀行だけで1943年と1944年にそれぞれ300億ドルから350億ドルの政府証券保有を増加させることになり、その結果これと同額の預金の増加がもたらされる。この預金と流通通貨の合計額、すなわちマネーサプライは図ではA₁の軌跡に描かれており、1944年には1,600億ドルに達するものと推定されている。そして、当時の貨幣の流通速度は約1.4と計測されていたようで、ここから名目国民所得は図のA₂の軌跡を描いて1944年には2,250億ドルに達するものと見積もられている。したがって、名目国民所得(2,250億ドル)と実質国民所得(1,500億ドル)の差となる750億ドルはインフレーションを表す。この仮説はインフレーションを過小評価している。物価上昇が進行する過程では政府支出は仮定の数値より大きくなるはずであり、銀行と連邦準備銀

行が購入する政府証券の総額も大きくなる。そのような場合、推計された数値は全て覆され、インフレーションはさらに進行する。他方、1,500億ドルの実質国民所得に適合するマネーサプライは、流通速度が変わらないものとして推計すると図のB₁の軌跡をたどって1,080ドルとなる。これを実現するには、1943年と1944年に計画されている財務省の資金調達で、銀行制度は1943年には新規の政府証券発行額670億ドルのうち140億ドルを、1944年には700億ドルのうち40億ドルを購入すればよい。上記の仮定のように連邦準備銀行と商業銀行が、その1/2を購入する必要はない。残る政府証券を非銀行部門が購入すれば、インフレーションは引き起こされない。

以上のように連邦準備制度は貨幣数量説を援用して、商業銀行の政府証券購入をインフレ的と捉えていた。財務省の資金調達を成功させるために銀行による政府証券購入を強力に促進したが、公式の報告でこのような議論を展開している以上、準備制度は商業銀行による政府証券購入をインフレに対する最大の脅威とみなしていたことは事実である。インフレを回避するためには、銀行以外の投資者による政府証券購入の必要性を重視していた。

しかし、上述の議論は現在の金融についての理解から言えば、かなり錯綜している。「商業銀行と連邦準備銀行は、新規に発行される政府証券の1/2を購入する」とあるように、連邦準備制度と商業銀行

の政府証券購入の違いを明確に区別していない。⁴⁶⁾ 前者の購入はベースマネーの増加となるが、後者はそうではない。商業銀行の購入で、「これと同額の預金の増加がもたらされる」とあるのも、この区別を認識し損なったことから生じた誤解である。もしベースマネーに変化がなければ、商業銀行全体で考えた場合、銀行の政府証券購入にはそれと同額の銀行資産の減少を伴わざるをえないので、預金量に何ら変化は生じない。ベースマネーの追加供給があった場合にのみ、銀行の政府証券購入は銀行組織全体で預金量を増加させる。しかも貨幣乗数を梃子に、当初購入した証券額の数倍の預金が生まれる。逆に言えば、非銀行部門の現金保有と銀行部門の過剰準備保有の状況に変化がないものとする、ベースマネーが一定の下では銀行部門であろうと非銀行部門であろうと、それらの政府証券購入で預金が増加することはない。したがって、この場合マネーサプライの統制という点からは、銀行部門と非銀行部門の政府証券購入を区別する理由はない。

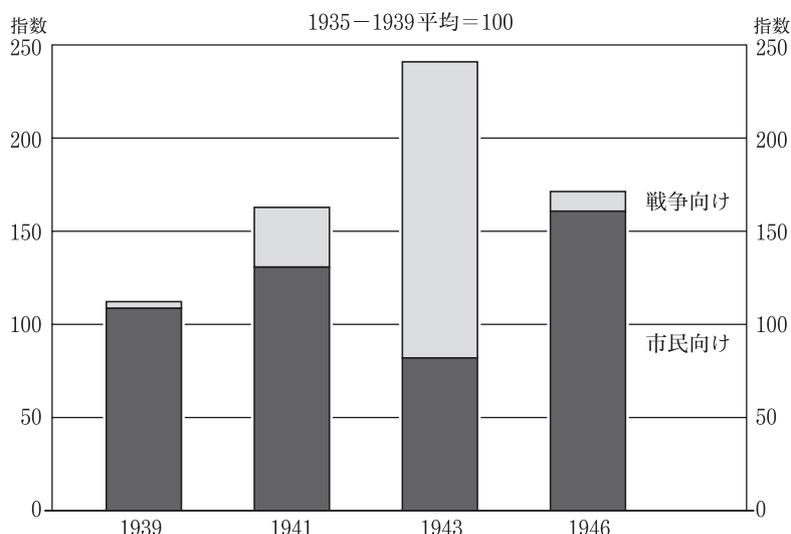
政府証券の利子率パターンが確立していた戦時期には、連邦準備制度はこれを維持するために加盟銀行の政府証券売却に無制限に応じなければならなかった。金ストックに変化がなかった当時において、これは準備制度が無制限にベースマネーを供給していたことに等しい。そのためマネーサプライを管理できなくなった。中央銀行が貨幣という流動性を手放す対価である利子率をある一定水準に固定しようとするれば、経済および金融環境の変化によって

貨幣市場で生ずる超過需要あるいは超過供給は、貨幣の追加供給あるいはその回収によって調整する以外になく、この場合マネーサプライの統制を失う。これとは逆に、マネーサプライをある一定水準に固定しようとするれば、貨幣市場で生ずる超過需要および超過供給は利子率の変動のみで調整されることになり、この場合市場利子率の統制を失う。したがって、戦時における利子率パターンを維持する試みは、この固定された諸利子率の下で営まれる経済取引および金融取引に必要な貨幣量を、ほぼ無条件で連邦準備制度は銀行組織に対するベースマネー供給を通して受動的に供給せざるをえなかった、ということと同じである。結局、戦時および戦後インフレーションの大きな原因の一つは、政府証券保有の主体の区別ではなく、連邦準備制度が政府証券の価格支持によってベースマネーを制御する能力を失ってしまったことにある。

第4章 戦後期間

戦時から平時への生産調整は順調であった。図15は戦時と戦後の工業生産の変化を、戦争向けと市民向けに分けて表したものである。戦時の工業生産を詳しく見ると、それは1943年11月に最高点に達し、終戦を迎えた1945年8月以降急速に低下し、そして1946年2月に戦後の最低点となる（前掲図1参照）。このように工業生産は1943年11月から1946年2月までに38%低下したが、図15に示され

図15 工業生産（戦争向けと市民向け）



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1946*, p.26

るように、その減少のほとんど全てが軍事生産であった。他方、同期間に市民向けの生産は大幅に増加し、1946年末には戦前を上回る水準まで回復した。名目国民所得と国民一人あたり所得も、1946年には1945年との比較で若干低下したが、1947年以降は戦時を上回る水準に回復した（前掲表1参照）。物価水準は、第1章で述べたように、1946年10月に価格統制が解除された後に急速な上昇を開始した（前掲図2参照）。繰り返すまでもなく、この物価指数の突然の大幅な上昇は、戦時の物価上昇を表面的には価格統制によって価格指標の安定として支えてきた諸作用が取り除かれたことによるものである。このようにインフレーションが進行する過程で、連邦準備制度のディレンマは際立つようになった。一方では戦中と同様に戦後においても政府証券の価格支持が最大の政策目標であり、他方でそのため限られた政策手段でインフレーションの抑制を試みなければならなかった。

4-1 公債の貨幣化についての懸念

連邦準備制度は1945年の報告で、「戦争の終結後をはじめ、戦争遂行のために引き起こされた、我が国の金融情勢について評価を与える機会を得ている」とし、インフレーションの原因と、それを抑制するために必要な諸対策について議論を展開している。⁴⁷⁾ 戦後インフレーション期間の金融政策を検討する前に、まずはその内容を吟味する。

インフレの原因として挙げたものは、先の1942年の年次報告で指摘していた通りにマネーサプライの増大であった。戦時の財務省による資金調達で、商業銀行は大量の政府証券を保有することになったが、「その結果、要求払い預金と流通通貨で測ったこの国のマネーサプライは3倍以上、すなわち1940年6月の400億ドルから1945年末時点で1,270億ドルへと増加した。有期預金は同期間にはほぼ2倍となり、現在約500億ドルに達している。」加えて、公衆は1940年時点のほぼ8倍に当たる約1,000億ドルの政府証券を保有していると、準備制度はマネーサプライの増大のみならず公衆の手中にある流動資産の大幅な増加を不安視していた。その上で、「人々の手中に支出を求めているマネーサプライが、入手可能な財・サービスの量を上回っているとき、インフレの危険が存在するのは自明である。」

そして「以前よりも数倍もの大きさの現在のマネーサプライは、入手可能な商品量を上回っているに違いなく、ある不特定の期間に、この状態が継続されることに疑いの余地はない」と言う。しかし、このようなマネーサプライと政府証券の増加は戦時における財務省の資金調達の結果であり、したがって財務省は自らが作り出したこの過程を、財政余剰で政府証券を償還させることで逆転できる、と指摘する。

だが、それだけではインフレ対策として不十分であると、次のように議論を続ける。「それにもかかわらず、戦時金融の遺産という環境のために、この抑制だけでは十分ではないであろう。この遺産のうちの一つは、1年償還の財務省債務証券の利率を、必要な場合には公開市場操作を通して7/8%に維持し続けるという、財務省に対する保証である。」1945年末時点で銀行の保有する短期政府証券のうち、3ヶ月償還の3/8%の財務省手形は僅かであり、その大部分は上記の7/8%の債務証券であった（前掲図12参照）。したがって、政府証券に関する短期の支持利率についても債務証券を念頭に議論を展開している。続けると、この利率の支持は、政府の資金調達の立場から必要であるが、その上昇を阻止するために準備制度は公開市場で債務証券の購入を用意しているので、「商業銀行は低利回りの短期政府証券を準備制度に売却でき、したがって現在の準備要件の下ではその6倍の加盟銀行の信用拡張を維持しうる準備金を獲得することができる。」そして「商業銀行がこの準備金を、彼ら自身の勘定で、もしくは顧客貸出のために使用する範囲で、あるいは高利回りの政府債券ないし他の証券を獲得する範囲で、マネーサプライは国の金融政策の如何を問わず、また他の主要国では存在している統制を受けることなく、銀行の意思に基づいて増加しうる。」と主張する。前章で検討した1942年報告でのマネーサプライに関する議論では、連邦準備制度と商業銀行の政府証券購入の違いを明確には区別していなかったが、ここでの議論は準備制度の購入によるベースマネー供給と、商業銀行の購入による預金創造を峻別している。当時の加盟銀行に課された準備預金率の下では、上記の引用から明らかなように貨幣・信用乗数は6という大きさのようであった。

以上のように、1942年の報告での議論とは異なり、連邦準備制度は政府証券の利子率の支持政策を続ける限り、ベースマネーの統制は不可能であり、したがってマネーサプライの管理も困難であると述べていた。このような商業銀行による短期政府証券の準備制度への売却という経路を通じたマネーサプライの拡張を、「公債の貨幣化 (monetization of the public debt)」と呼び、とりわけ戦時期間から継続してきている銀行の政府債券の購入に最大の不安を表明していた。この時点で、銀行購入適格の政府債券は約200億ドルあり、さらに翌15年のうちに340億ドルが銀行購入適格になる。他方、商業銀行は200億ドル余りの債務証券を保有しているので、貨幣・信用乗数を考慮すると、商業銀行は準備制度への短期証券の売却を通して購入適格となる政府債券の全てを獲得できる。それにより、同額のマネーサプライが増加しうる。当然、これは商業銀行が他の投資や貸付を行わない場合を想定しての議論であり、準備制度は実際にはそれ以上にマネーサプライが増加する可能性を示唆していた。

これを阻止するために、四つの対策を挙げている。一つ目は商業銀行側での自主規制、二つ目は債務証券の支持利子率の停止、三つ目は商業銀行に対する長期債券の保有制限、そして四つ目は加盟銀行の所要準備に関する要件の変更である。

まず、商業銀行側での政府証券購入に関する自主規制についてだが、これが巧みに実行されている国としてカナダとイギリスを挙げている。アメリカでも同様の措置は有効と考えられるが、これらの諸国とアメリカとは銀行業の環境が全く異なっているという。カナダとイギリスでは認可銀行の数が少なく、その監督機関も1つであるのに対し、アメリカでは14,000以上の銀行が競争的状态にあり、そして3つの連邦監督機関と48の州監督機関がある。このようなアメリカの銀行制度では、銀行側での自主規制は達成し難いと結論している。

二つ目の政府証券の支持利子率の停止についてだが、銀行に短期債から長期債に乗り換えることを思い止まらせるためには、このような行為がもはや利益的でなくなるくらいに長短金利差の縮小が必要であるとし、「連邦準備制度は財務省債務証券の7/8%の利子率を支持する政策を停止し、公開市場操作を長期政府債券の2 1/2%の支持のみに使用する」

ことを主張する。仮に短期利子率の7/8%から1 1/4%程度への上昇ならば、それに伴う財務省の利子費用の増加は200億ドル余りなので、「インフレーションの危険と戦うという点では、費用は小さい」と述べている。しかし、この措置は銀行側にさらなる公債の貨幣化を停止させる保証はなく、現在のマネーサプライの水準を急速に引き下げることができず、その効果は限定的であると結論している。

三つ目の商業銀行に対する長期債券の保有制限についてだが、商業銀行の預金のうち、要求払い預金との見合いで保有できる銀行の長期債券の最大量を設定する権限を、連邦準備制度理事会に与えるべきである、と主張する。この規制は政府債と民間債、双方に適用される。これにより銀行の長期債に対する需要が抑制される一方で、貸出能力は抑制されるものではない、と言う。

最後の銀行の所要準備の改正では、さらに二つの措置を講じている。一つは、全ての商業銀行に対して、財務省手形と債務証券の一定割合を要求払い預金に対する第2線準備として保有することを義務づける権限を、連邦準備制度理事会に与えるべきである、という内容である。これにより、公債の貨幣化のベースそのものが減少し、上述の長期債券の保有制限と同様に商業銀行の長期債券に対する需要は抑制されマネーサプライの増大を阻止できる。今一つはこれまでの議論のように目新しいものではなく、単に法律で準備制度に操作が認められている準備預金率の上限を引き上げる、というものである。加えてこの措置に伴って、これまでのように加盟銀行だけではなく全ての商業銀行に同一の準備要件が適用されるべきである、と主張している。

以上、連邦準備制度による、インフレーションについての分析と、それを阻止するための諸対策の提案を概括した。準備制度は、商業銀行に対して短期政府証券を第2線準備（特別準備）として保有させ、その売却を拘束させるという準備要件の変更を強く望んでいた。⁴⁸⁾しかし、諸提案のうち最終的に実施されたものは、短期政府証券の支持利子率の停止と法定準備預金率の上限の引き上げのみであった。結局、準備制度は戦後においても国債管理政策を継続しなければならず、その制約の下で実際に追求したインフレ対策の中心は、上述の議論ではマネーサプライの効果に対して限定的と述べていた、

短期政府証券の支持利子率の停止等の金利政策であった。そして、今一つは準備預金率操作である。

だが、第一章で述べたように、第二次世界大戦期のインフレーションの進行は、第一次大戦期のそれとの比較では穏やかなものであった。また戦後インフレ期間に連邦準備信用は11億ドル減少し、この期間のマネーサプライの増加も、年率で中立期間の11%、戦時の16%と比較して4%と小さいものであった。連邦準備制度は戦時の金融遺産としての公衆による政府証券を中心とした大量の流動資産保有に不安を抱いていた。なぜならば、流動資産の消費支出への積極的な活用によるインフレーションの進行を懸念していたからである。つまり、現預金そして政府証券を含めた広義流動性で定義された場合の貨幣の流通速度の急速な上昇を恐れていた。そして銀行の大量の短期政府証券保有に基づく公債の貨幣化を通じたマネーサプライの増加を不安視していた。しかし、流通速度の上昇もマネーサプライの増加も、現実には予想されうるほどのものではなかった。

4-2 金利政策

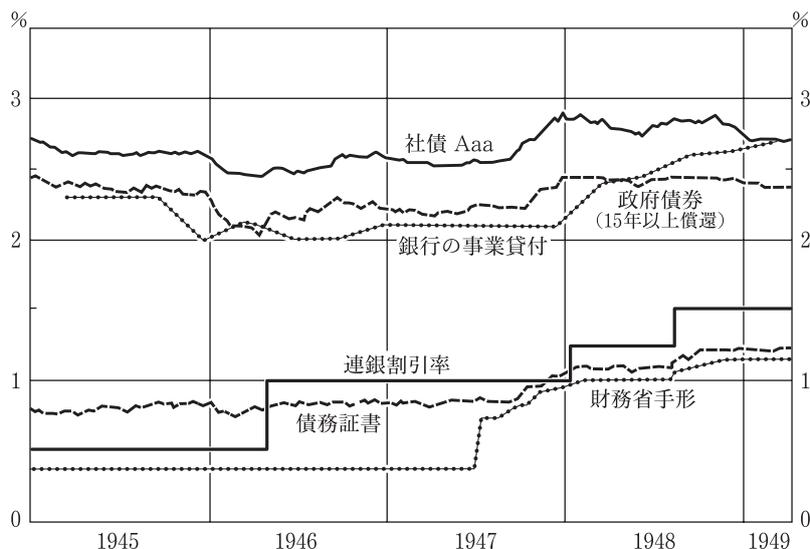
戦後インフレーション期間に連邦準備制度が実施した諸政策は次の5項目であった。①準備制度が保有する政府証券の償還促進、②短期政府証券の支持利子率の停止および連邦準備銀行の割引率の引き上げ、③加盟銀行の準備預金率の引き上げ、④消費者信用の統制の継続、⑤株式の証拠金取引の証拠金率の引き上げ、である。⁴⁹⁾ 戦後に最優先された連邦準備政策の枠組みは、基本的には国債管理政策であり、上記の諸措置もこの枠組みのなかで限定的に実施されたものである。①の準備制度保有の政府証券の償還の促進と、②の短期政府証券の支持利子率の停止と連邦準備銀行の割引率の引き上げは、財務省との協議のうえで実施された。この金利政策は1947年秋から1948年にかけて行われたものであり、1945年8月の終戦から1947年秋までは、準備制度はインフレの進行を懸念していたにもかかわらず、総じて不活発であった。この時期の連邦準備制度の立場は、次の1946年の年次報告の一節が明らかにしているものと思われる。「連邦準備制度の既存の権限の下では、そして膨大かつ広く保有分布されている公債の市場安定を維持する必要性から、連

邦準備制度は銀行準備の供給について、したがって潜在的な信用拡張について、公債市場の安定と同程度の統制をかつてのように維持することは不可能である。⁵⁰⁾」誤解を避けるために付言すると、準備制度は政府証券の価格支持の撤廃を望んでいたのではない。戦時および終戦直後の年次報告において、価格支持を否定する、あるいは否定を示唆する記述は一切行っていない。論調はむしろ、財政資金の円滑な調達とその費用をできる限り抑えることは中央銀行の責務である、といったものであった。しかし戦後の物価騰貴に直面して、準備制度は政府証券の利子率の引き上げの必要性を考えるようになった。このように、戦後の準備制度の不満は政府証券の価格支持そのものではなく、支持価格の水準についてであった。国債管理のために一般的な信用統制が困難であるなか、準備制度が戦後間もない期間に実施した諸政策は、株式市場と耐久消費財市場を対象とした「選択的信用統制」に過ぎなかった。

準備制度は、1945年2月に株式取引の証拠金率をそれまでの40%から50%に引き上げた。株価は1942年春に戦時の最低点に達した後に急速に上昇し、1945年末までに約2.2倍上昇した。この株価の上昇に伴って、株式担保貸出も急速に増大した。このような状況で連邦準備制度は1945年2月に証拠金率の引き上げを行った。しかし、この50%への引き上げではマネーサプライの拡張に起因する株価の行き過ぎた上昇を阻止できないという判断から、証拠金率は1945年7月に75%に、そして1946年1月にはさらに100%に引き上げられ、最終的には証拠金取引を現物取引と同様に完全な現金取引とした。その結果、株式担保貸出は減少に転じ、株価も安定的な推移を示した。そのため1947年11月には証拠金率は再び75%に引き下げられた。⁵¹⁾

消費者信用の統制、すなわちレギュレーションWについては既に第1章で述べたように戦後も継続され、1947年11月に終了することになる。そして既述の通り、その効果はインフレ抑制に対して限定的であった。連邦準備制度にとって戦後の消費者信用の増大は意外だったようである。準備制度による流動資産に関する調査によると、「人々は前例のない額の手元現金と他の流動資産を保有しているにもかかわらず、もし彼らが欲する商品を得ようとする場合には、広く信用を利用しようとしている」と報告

図16 戦後の金利変化



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1948*, p.28

している。⁵²⁾ その理由から、また主要な金融政策手段の活用に制限があったために、第1章で検討したように1946年当時には消費者信用の規制の継続を強く望まなかった連邦準備制度は、一転してその期限切れとなる1947年には議会に対して規制の恒久化を求めることになった。⁵³⁾

インフレ阻止のための一般的な信用統制手段として追及された諸政策の一つが、連邦準備制度保有の政府証券の償還促進であった。連邦準備制度は財務省との協議で、戦後償還を迎える準備制度保有の政府証券の一部を借り換えずに現金で償還することを決定した。その額は、1946年には45億ドル、1947年には32億ドルそして1948年には55億ドルである。⁵⁴⁾ この償還政策は、準備制度によるベースマネーの回収となるので売りオペ政策と同様の効果を持った。

戦後期の一番大きな動きは金利政策であった。⁵⁵⁾ 連邦準備制度は1942年4月30日以降、政府証券の利率パターンを支持してきたが、1947年半ば過ぎから民間の資金需要はこれまで以上に旺盛となり、準備制度はこの支持利率のもとでの銀行制度への準備金の供給を見直した。財務省との協議を経て1947年7月10日、3/8%に固定していた財務省手形の買い入れを停止し、同時に手形の売却者に認めていた再購入のオプションを打ち切った。この措置について準備制度は、「政府証券の魅力を高めるために、またさらなる貨幣拡張を抑制するために、

短期政府証券の利率の若干の上昇を容認する措置を採用した」と述べている。⁵⁶⁾ 図16は、前掲図11の諸金利の動きをさらに細分して表したものである。図から明らかなように、この7月における買い入れの停止後に、財務省手形の利率は3/8%から年末までに1%へと上昇した。1948年においても利率の上昇を容認する政策は引き継がれた。その結果、1948年の前半にはほぼ1%で安定していた財務省手形の利率は、年の後半には再び上昇を開始し、年末までに1 1/8%の水準となった。

財務省手形の利率の上昇に伴って、すべての連邦準備銀行の割引率も1948年1月に1%から1.25%に、そして8月には1.5%に引き上げられた。1948年1月時点で加盟銀行の連銀借入は、連邦準備信用全体の1.5%を占めるに過ぎない約3億ドルであり、また割引率の水準自体も短期市場利率を上回っていたので、この引き上げは連邦準備信用の統制に何ら効果はなかった。

財務省手形の利率が上昇していくのと同時に、他の長短政府証券の利率もこれと整合的に引き上げられていった。1947年8月1日、財務省は12ヶ月償還の7/8%の債務証券を、11ヶ月償還の同一利率の債務証券で借り換え、償還期間を短縮することで実質的に債務証券の金利を上げた。その後の借り換え操作でも、順次、実質的な応募者利回りの引き上げが行われ、最終的には12ヶ月償還の債務証券の平均利回りは、1947年7月の0.85%から

1948年1月には1.09%に上昇した。そして1948年にも債務証券の利子率は財務省手形の利子率とほぼ同様の推移を示し、年末までに一段と上昇した。

政府債券の利回りも1947年には堅調となった。25年償還の長期債券の利子率は、1942年4月に2.5%の水準に支持されたが、その後ほとんどの期間に渡って市場利子率はこの支持利子率を下回っていた。すでに述べたように、戦時期に採用された利子率の釘付け政策は、財務省手形を除いて厳格に利子率を固定させるものではなく、連邦準備制度は政府証券の市場利子率が支持水準以上に上昇するのを阻止する義務を負っていただけである。財務省は長期債券の市場利回り低下を嫌悪していなかったため、このような支持利子率と市場利子率との間の乖離を容認していた。

もともと財務省手形の3/8%という短期金利水準での支持と、政府債券の2.5%という長期金利水準での支持は整合性を欠いていた。財務省手形の償還期間の3ヶ月と同様の期間利回りを政府債券についてみると、償還が近づくにつれて期間利回りは手形の利子率を次第に上回るようになり、既発の政府債券は市場において額面以上で取引される結果となった。政府債券の保有者達は市場でこれを売却し、その売却資金で応募者利回り2.5%の新規の政府債券を購入するという行動を繰り返していた。当時、この状況は政策当局の意図を離れて市場の参加者達が「利子率パターンを演じている⁵⁷⁾」と言われた。

政府債券を含めた長期利子率は1947年9月以降に上昇し始めた。この時期、大手企業、保険会社および州・地方政府の資金需要が高まり、長期利子率、例えば高格付けの社債利回りは9月の2.52%から12月末には2.91%に上昇した（図16参照）。社債市場で生じた長期資金への需要の逼迫は10月以降に政府債券市場にも広がり、償還15年以上の政府債券の利回りは2.26%から11年半ばまでに2.37%に上昇した。この時点で、これ以上の利回りの上昇、すなわち政府債券価格の低下を阻止するために、準備制度は11月と12月に20億ドルの政府債券を市場で購入した。12月24日、連邦準備制度はすでに上昇していた短期政府証券の利子率と整合的な政府債券の支持利子率を2.45%に設定し、1948年3月までにさらに30億ドルの政府債券を購入してこの支持利子率を安定させた。

以上のように、戦時期に確立された政府証券の利子率の釘付け政策は、戦後インフレーション期には若干の柔軟性が与えられ、市場利子率の上昇が容認された。市場利子率の変化に伴って、準備制度と加盟銀行それぞれの政府証券の保有構成も変化した。前掲図13の連邦準備制度の保有構成をみると、短期利子率が上昇し始めた1947年9月以降、財務省手形の買い入れの停止もあり短期証券は減少し、上述のように政府債券を市場で活発に購入したため長期証券が急増した。他方、前掲図12に示される加盟銀行の保有構成は、戦後期に政府証券の保有全体が減少していくなかで、短期証券は長期証券と中期証券（ノート）ほど急速には縮小しなかった。むしろ1948年になると短期証券の利子率上昇に伴って、その保有は増加傾向を示した。したがって、準備制度が1945年の年次報告で議論していたように、長短金利差の縮小により銀行の政府債券の購入は抑制された。

既述の通り、連邦準備制度は政府債券を1947年11月と12月に20億ドル、そして1948年3月までにさらに30億ドルを市場で購入し、合計50億ドルの準備を銀行制度に供給した。しかし、この50億ドルの購入には約60億ドルの短期政府証券の減少が伴っていた（図13参照）。そのため、連邦準備信用は1948年3月末時点では1947年10月より約10億ドル下回った（前掲図4参照）。これにより、1948年には戦時、戦後期を通して初めてマネーサプライの減少が生じた。⁵⁸⁾

1948年に入り、準備制度は市場金利の上昇による引締め効果をより確実にするために、準備預金率の引き上げに着手した。1942年10月に20%に引き下げられた中央準備市の要求預金の預金準備率は2月と6月に段階的に引き上げられ、その水準は24%となった。準備市と地方については、1941年11月の引き上げでそれぞれ20%と14%と法律の上限にあったため変更は見送られていた。連邦準備制度は終戦直後から法定準備預金率の上限の引き上げを求めていたが、議会は1948年8月に、1949年6月30日までの時限措置として、この上限の引き上げを承認した。この措置によって、準備制度は9月に要求預金の準備率を中央準備市で26%、準備市で22%に、そして地方で16%へとそれぞれ引き上げ、有期預金についても一律で6%から7 1/2%

に引き上げた。⁵⁹⁾

連邦準備信用は1948年の半ば以降に再び増加に転じるが、これは一連の準備預金率の引き上げで所要準備の回復を図った加盟銀行側の行動によるものであった。したがって、この引き上げは金融市場に対して引締め効果を持った。しかし、工業生産は1948年7月に、そして物価は8月にそれぞれ戦後のピークを迎え、その後米国経済は景気後退を迎える。結局、準備制度が終戦直後から望んでいた準備預金率の上限の引き上げに応じた9月のその最終的な実施は、インフレに対してよりもむしろ生産の縮小にその効果を発揮した。

おわりに

これまで第二次世界大戦期と戦後インフレーション期の連邦準備政策を、主に年次報告を中心に検証した。連邦準備制度は、大戦の勃発直後からインフレーションの進展を懸念していた。しかし、大不況後の民間資金需要の低迷を受けて銀行制度には大量の過剰準備が蓄積され、そのため1920年代には主要な政策手段であった公開市場操作を、準備制度はこの時期には柔軟に実施することができなかった。準備預金率の操作と消費者信用の規制のみが、準備制度に残された政策手段であった。

戦時期には準備制度は財務省に従属した。財務省の資金調達を成功させるために準備制度に課された役割は、政府証券市場の安定と商業銀行に対する政府証券の販売促進であり、そのために政府証券の価格支持、すなわち利子率の釘付け政策が準備制度の活動の大部分を占めた。こうしたなか、準備制度は1942年の年次報告で、戦時ファイナンスに伴うマネーサプライの急増が原因で引き起こされかねないインフレーションについて大きな不安を表明していた。

戦後も引き続き準備制度には釘付け政策の継続が要請された。そのため、終戦直後にさらなるインフレの進行を警戒していたにもかかわらず、積極的な公開市場操作に着手することはできなかった。伝統的な政策手段の活用が閉ざされた状況で、準備制度はインフレーションを阻止するために商業銀行に対して長期債券の保有制限や、要求払預金に対する第2線準備として短期政府証券の保有を義務付けるよ

うに議会に要望していた。しかし、実現したことは法定預金準備率の上限の引き上げだけであった。そして、1948年11月に実施された最終的な準備預金率の引き上げは、戦後インフレーションに対するよりもむしろ戦後不況にその引締め効果を発揮した。1947年秋以降の貨幣市場の逼迫を背景に、財務省手形の買入率の停止が財務省との協議で進められ、準備制度は金利政策に若干の柔軟性を確保した。これは商業銀行の短期政府証券を準備制度に売却し、長期政府証券を市場で購入するというインフレ的な行為を抑制するのに、ある程度役立った。しかし政府証券価格の管理という理由で、依然として一般的な金融政策手段の活用は制限されたままであった。これが解除されるのは、1951年3月の財務省と連邦準備制度によるアコードの成立まで待たなければならなかった。

以上のように政府証券の価格支持政策を遂行するために戦時・戦後期を通じて連邦準備制度の対インフレ政策は不活発であったが、第1章で指摘したように第二次世界大戦期と戦後期の物価上昇率は、第一次世界大戦の同じ期間のそれを下回った。戦争期間の長さや戦闘規模の大きさ、そしてそれに伴う国家の経済的な動員体制を考えると、第二次世界大戦期のインフレーションは、第一次世界大戦との比較では予想されるほど進行しなかった。その最大の理由は、連邦準備制度が終戦直後に警戒していた二つの問題が表面化しなかったことによる。

その一つは、戦後におけるペントアップ需要の表面化である。戦時に耐久消費財の生産が縮小する一方で、個人所得は大幅に増大し、公衆は現預金や政府証券をはじめとする大量の流動資産を保有することになった。しかし、戦後において耐久消費財の生産が回復したにもかかわらず、公衆はこの流動資産を消費目的に活用しようとする行動を積極的にはとらなかった。すなわち、現預金そして政府証券等を含めた広義流動性で定義した場合の貨幣の流通速度は、それほど上昇しなかった。フリードマン＝シュワルツによると、ヨーロッパで大戦が勃発した1939年に、公衆の貨幣、政府証券そして貯蓄貸付組合出資証券等の流動資産の保有額は所得の13ヶ月分に相当していた。戦時中にはこの蓄積が進み、1946年末におけるこの保有額は所得の21ヶ月分に増大した。そして翌2年間において、耐久消費財の

生産の回復があったにもかかわらず、公衆はこれらの流動資産を漸進的に引き下げたに過ぎず、彼らの保有する流動資産の総額は所得の18ヶ月分に低下しただけであり、13ヶ月分という戦前の水準に戻ることはなかった。⁶⁰⁾ 公衆は流動資産の処分に慎重だったようである。これに関連して、1946年に連邦準備制度が行った流動資産に関する調査は、次のことを明らかにしている。「大部分の消費者は、彼らの保有する流動資産を永続的ないし万一の時の備えと考えており、気まぐれないし見境のない支出に処分するつもりはないと考えている。⁶¹⁾」

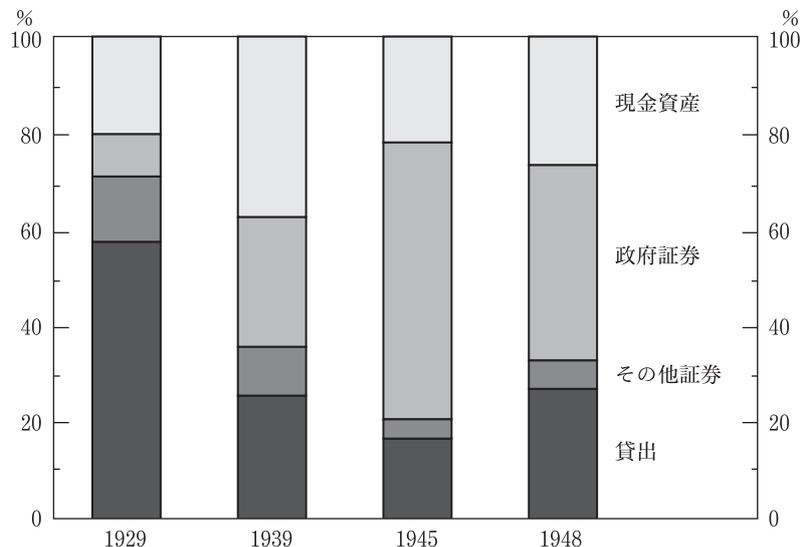
今一つの問題は、1945年の年次報告で指摘していた銀行による公債の貨幣化である。連邦準備制度は、戦時に大量の短期政府証券を保有した商業銀行が準備金を得るために、それを低利で固定されていた利子率で準備制度に売却し、この準備金をベースにより有利な長期証券への投資や貸付を増大させることを警戒していた。このような商業銀行の行動には、貨幣乗数を梃子に大幅な預金通貨の増大が伴うものと予想されていた。しかし、1945年8月の終戦から1948年8月の物価上昇のピーク時までには、ベースマネーは年率で2%、マネーサプライは同じく4%上昇したに過ぎなかった。そして、1948年にはマネーサプライはすでに減少に転じていた。したがって、公債の貨幣化は生じなかったと言える。この期間の経済活動は活発であったが、商業銀行は貸出と証券投資に慎重だったようである。前掲の図5から明らかなように、戦後の加盟銀行信用は抑制

気味に推移している。図17は加盟銀行の保有する資産の構成比を示したものである。繁栄の時代と言われる1920年代の末に、加盟銀行の保有する政府証券以外の証券と貸出は、資産全体のほぼ3/4を占めていた。第二次世界大戦が終結した1945年には、1930年代の民間資金需要の低迷とその後の戦時経済体制への移行により、この比率は1/5まで低下した。そして戦後は経済活動が活発であったにもかかわらず、この比率は1/3に回復したに過ぎず、依然として戦争勃発時の1939年の水準を下回っていた。

以上のように、公衆は消費支出に、そして銀行は対民間貸付・投資に比較的慎重な態度をとっていた。したがって、戦後において国民の間にインフレ期待は形成されなかったようである。もし形成されたとすれば、商品の買い急ぎにより公衆の保有する流動資産は実際よりも大々的に消費支出に活用されたであろうし、商品投機により銀行の対民間向けの貸出・投資は実際よりも大幅に増大したであろう。そして、このような状況で生じたであろうインフレーションは、第一次世界大戦期のそれを遥かに凌駕したかもしれない。

国民の間にインフレ期待が形成されなかった理由の一つに、1929年末から1933年初頭にかけての大不況の経験があったものと考えられる。大不況期に銀行の1/3が消滅し、そのため多額の金融資産を喪失し、そして失業に苦しんだという公衆の記憶は、戦後においても色褪せていなかったものと推測される。また、それらは遠い過去の出来事でもない。こ

図17 加盟銀行信用の構成比



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1948*, p.26

うした経験は活況時においても不況に備えて公衆や銀行に自衛的な行動を強いたはずである。もし戦後に公衆と銀行が不況についての懸念を抱かなかつたならば、潜在的なペントアップ需要が存在し、経済活動が活発だった期間に、公衆の保有する流動資産が積極的に消費支出に活用されなかったという事実、そして釘付け政策の下で大量に短期政府証券を保有していたために準備金を得る自由度が高かった銀行の対民間向けの貸出と投資が穏やかに推移したという事実は、説明できないであろう。他方、連邦準備制度によるインフレーションを阻止するための取り組み、すなわち短期政府証券を特別準備として加盟銀行に保有させるための法定準備預金の改正に関する議会への提案、準備制度保有の政府証券の償還促進、財務省手形の買入率の停止による短期市場金利の上昇の容認および準備預金率の引き上げといった諸措置は、公衆と銀行の間にインフレ期待が醸成するのを阻止するのに一定の役割を果たしたものと考えられる。

第二次世界大戦期の連邦準備政策についての論考を終えるに当たって、その後の連邦準備政策の展開を検討するうえで重要となる論点を一つ指摘しておきたい。それは、すでに考察してきたように、戦時および戦後期に準備制度はマネーサプライの重要性をことさら強調していたことである。第2章で述べたように、戦前に連邦準備制度が最も重視していた政策指針は銀行信用量であり、そしてその調整に必要な市場利率率であった。マネーサプライは、適正な経済取引と適合する銀行信用量が維持できれば、自ずと適当な水準に保たれるものと考えられていた。この限りにおいて、マネーサプライは政策指針としては、経済取引に必要な量が自動的に供給される、消極的な役割しか果たさないものと想定されていた。しかし1942年あるいは1945年の年次報告では、貨幣を購買力の棲家と捉え、マネーサプライの急増がインフレーションの原因であると断じていた。そして戦後には、マネーサプライの急増は連邦準備制度の政府証券保有を通じたベースマネーの増加によって引き起こされていたことを十分理解していた。その結果、準備制度は国民経済におけるその重要性を以前よりも増して改めて認識したことに疑いはない。

こうした認識が、国債管理政策から一般的な通

貨・信用政策への金融政策の転換の契機となった、1951年3月における財務省と連邦準備制度との間のアコードに結実する。上記の論点を踏まえた、アコードの成立過程とその歴史的意義については、稿を改めて検討したい。

注

- 28) 戦時に発行された政府証券の種類の詳細については、河村哲二著『ボックス・アメリカナの形成』東洋経済新報社、1995年4月、68-69頁、Friedman, M., and Schwartz, A.J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963, p.562, foot note. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report for 1942*, p.10-11, GPO, を参照した。なお、以下、本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。
- 29) *Annual Report for 1947*, p.13 の種類別公債発行残高表より。
- 30) *Annual Report for 1942*, p.10.
- 31) Friedman and Schwartz, *op.cit.*, p.562, foot note.
- 32) 戦債ドライブの規模については、河村哲二、前掲書、70-71頁の表1-9を参照した。
- 33) *Annual Report for 1942*, p.11.
- 34) *Annual Report for 1942*, p.14.
- 35) *Annual Report for 1942*, p.9.
- 36) Friedman and Schwartz, *op.cit.*, p.562, foot note.
- 37) *Annual Report for 1942*, p.14.
- 38) *Annual Report for 1942*, p.17.
- 39) *Annual Report for 1942*, p.20.
- 40) *Annual Report for 1942*, p.20.
- 41) *Annual Report for 1943*, p.15.
- 42) *Annual Report for 1942*, p.21.
- 43) *Annual Report for 1942*, p.9.
- 44) *Annual Report for 1942*, p.26.
- 45) *Annual Report for 1942*, pp.27-31.
- 46) 以下のマネーサプライに関する議論は、Friedman and Schwartz, *op.cit.*, pp.566-567 の考察を参考にしている。
- 47) 以下の議論は *Annual Report for 1945*, pp.1-8、より。
- 48) 連邦準備制度は銀行の準備要件の改正の必要性をその後も繰り返し主張している。例えば、*Annual Report for 1947*, pp.7-11.
- 49) *Annual Report for 1948*, p.10.
- 50) *Annual Report for 1946*, p.4.
- 51) *Annual Report for 1945*, pp.25-26.
- 52) *Annual Report for 1946*, p.20.

- 53) *Annual Report* for 1947, p.10.
- 54) *Annual Report* for 1946, p.13, *Annual Report* for 1948, p.20 の table より。
- 55) 1947年の金利動向については、*Annual Report* for 1947, pp.5-6, pp.24-25, 1948年の金利動向については、*Annual Report* for 1948, pp.27-29 を参照した。
- 56) *Annual Report* for 1947, p.5.
- 57) Friedman and Schwartz, *op,cit.*, p.563.
- 58) *Ibid.*, p.580.
- 59) *Annual Report* for 1948, p.22, および p.77 の table11.
- 60) Friedman and Schwartz, *op,cit.*, p.581.
- 61) *Annual Report* for 1946, p.24.