

## アメリカの「新しい金融政策」の 背景とその効果に関する一考察

晝 間 文 彦

### I はじめに

1979年8月、連邦準備制度理事会議長（Chairman of the Board of Governors of Federal Reserve System）に任命されたボルカー（P. A. Volker）は10月6日に、緊急連邦公開市場委員会を招集し、それにもとづいて金融政策の運営に関する重大な発表を行なった。それは、貨幣量および銀行信用に関するより適切な管理を可能ならしめ、それによって金融市場および外国為替市場における投機圧力を抑え、もってインフレ圧力を軽減することを目的とするものであった。金融政策は、フェデラルファンドレート（Federal Fund Rate, 以下では FFR で示す）の短期的変動を抑制するというそれまでのやり方から、銀行準備の供給の管理を重点に公開市場操作を行なう方向へ転換する旨が示された<sup>(1)</sup>。これが「新金融調節方式」あるいは「ボルカー革命」といわれるものであった。

それまでの金融政策は、FFRが操作目標としてだけでなく、中間目標としても考慮されていたという点から、ケイジアン的とみなされていたといえよう<sup>(2)</sup>。これに対し、「新金融調節方式」は、銀行準備を操作して、中間目標であるマネーサプライをコントロールしようというものであり、「マネタリストの実験」が始まったとみる向きも多かった。この「実験」は、FED が1982年10月9日

に、M<sub>1</sub> の成長率目標を一時的に放棄する旨の発表を行なった時点で終了したとされている<sup>13)</sup>。

そこで、本稿では、この「ボルカー革命」を巡って、その背景、内容、効果に関して研究し、その実際の意義について考えてみることにしたい。Ⅱでは、一般的背景として、1960～70年代におけるアメリカの経済状況を概観する。Ⅲでは、金融政策の変遷を概観し、「ボルカー革命」が生じた背景を少し詳しく検討するとともに、「革命」の内容について明らかにしていく。Ⅳでは、「ボルカー革命」が果たして実際に重要な変化をもたらしたかどうか、また「マネタリストの実験」とみなしうるかに関して、若干の実証的研究をとりあげて検討する。Ⅴでは、まとめとして、以上の検討結果を述べ、またこれに関連して金融政策の運営やその在り方について若干の再考を行なう。

注(1) 例えば、“Announcements: Monetary Policy Actions,” *Federal Reserve Bulletin* (October, 1979) で次のように示されている。

This action involves placing greater emphasis in day-to-day operations on the supply of bank reserves and less emphasis on confining short-term fluctuation in the federal funds rate.

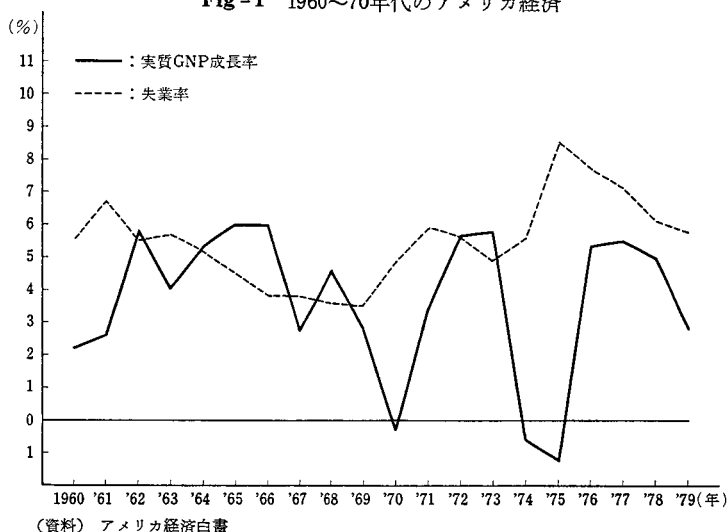
(2) 例えば、R. L. Hetzel, “The Federal Reserve System and Control of the Money Supply in the 1970s” *Journal of Money, Credit and Banking* (1981/2) pp. 41.

(3) FED は1982年10月に、金融の技術革新の進展および市場金利の高水準に対処するため、それまでの M<sub>1</sub> の成長率ターゲットを一時的に放棄すると発表した。“Review” *Federal Reserve Bank of St. Louis*. June/July, 1983. pp. 34-5.

## Ⅱ 1960～70年代のアメリカ経済

1960年代のアメリカ経済は、「黄金の60年代 (Golden Sixties)」という言葉に象徴されるように、一度の不況も経験せず、安定かつ着実な成長が実現した時代であった。60年代の実質 GNP 成長率は、Fig-1 にあるように、2.2～6%、平均4.2%で、70年代に較べ約1%高く、かつ非常に安定したものであった。

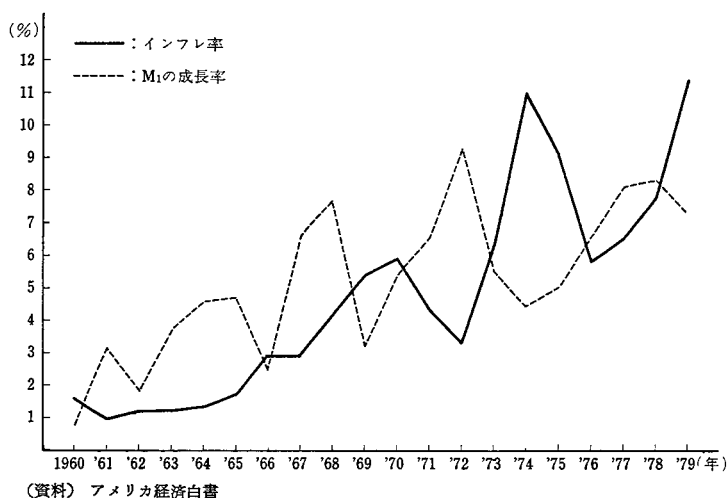
Fig-1 1960～70年代のアメリカ経済



失業率についても、60年代は3.5～6.7%で推移し、平均は約4.8%であった。これに対して、70年代の平均失業率は約6.2%へと上昇している。インフレ率は、Fig-2にみられるように、60年代後半に4～5%へ上昇しているが、それ以前は1～3%台という極めて低い水準で推移し、かつ安定的であった。しかし、このように「黄金の60年代」といわれた10年も少し詳細にみていくと、後半の5年には幾つかの異変の徴候がうかがえる。実質GNP成長率は低下の傾向を、インフレ率ははっきりと上昇傾向を示している。

衆知のように、アメリカの60年代はケネディの大統領就任(1961)に始まり、アイゼンハワー前大統領のもとでの保守的かつタイトフィットな50年代からの解放と新たな希望を象徴していた。しかし、それは新たな創造への時期であると同時に、その裏返しとしての既存秩序の崩壊、社会的混乱の時期でもあった。ケネディの不幸な死(1963)の後、大統領となったジョンソン(1963～69)は、対外的にはヴェトナムへの介入を本格化し、対内的には「偉大な社会(Great Society)」構想に従って様々な福祉プログラムを実施していった。こうしたな

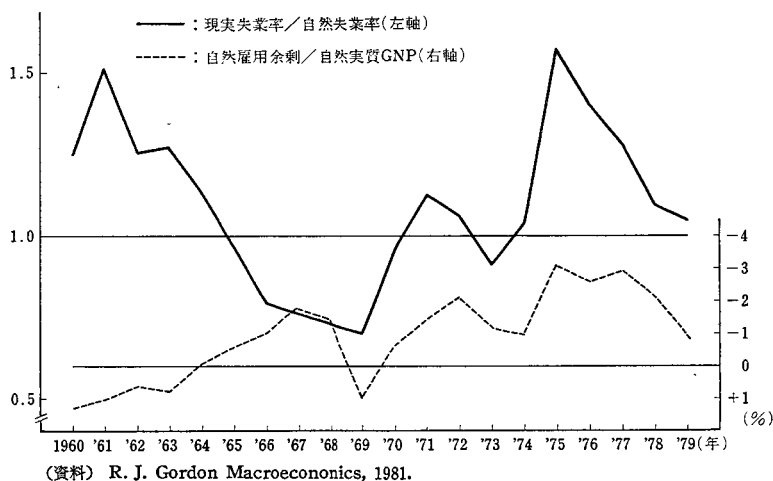
Fig-2 1960～70年代のアメリカ経済



かで、黒人差別撤廃、ヴェトナム戦争反対などを標榜してブラック・パワー、スチューデント・パワーが爆発していった。さらに、ヒッピーやドラッグが、ウーマン・リブが、性革命が生まれ出たのもこの60年代であった。マクロ経済的にみれば、安定着実ともみえた60年代も、社会・文化的側面では大きな変動に揺れ動いた、エネルギーな混沌の時代であったといえよう<sup>(1)</sup>。

こうした変動は60年代後半からの経済上の異変の徴候の一因となった。「偉大な社会」構想にもとづく福祉社会への前進とヴェトナム戦争を主因とする財政支出の膨脹が顕著になったのは1965年以降のことである。Fig-3 にみられるように、1964年に自然雇用余剰はプラスからマイナスに転じ、それ以後マイナスの幅は増加している。また、64年減税などにもとづく好況の持続の結果として、労働市場では需給の逼迫状態が生じており、65年にはほぼ1であった現実失業率／自然失業率は低下傾向を示し、60年には0.7にまでになっている。60年代後半に生じたこのような傾向は、それまでは低水準で安定的に推移していたインフレ率に上昇圧力をもたらすこととなった。

Fig-3 1960～70年代のアメリカ経済



さらに、1967～68年の金融政策も当時のインフレ傾向を助長するように作用した。65～66年のインフレ率の上昇に対して、FEDは66年に引き締め政策を実施した。これに応じて、利子率は66年から67年にかけて上昇傾向をみせ、以後その傾向は69年まで続いた。FEDはこの高水準の金利を引き締め浸透の結果とみ、引き締め政策を解除し、抑制方法に転換していた財政政策に対して、金融緩和の方向へ進んだ。Fig-2にあるように、66年には2.5%に低下したM<sub>1</sub>の成長率は、67年には6.5%、68年には7.7%へと上昇していった。ところが、この金利の高水準は、金融引き締めによる、いわゆる流動性効果によるものではなく、むしろインフレ予想による名目金利の上昇、すなわちフィッシャー効果によるものであった。このように、名目金利と実質金利の区別を明確にせず、金利の上昇原因を見誤ったために、67～68年の金融緩和政策はインフレ傾向に一層の拍車をかけることとなった<sup>[2]</sup>。

このように、インフレに対する懸念が強まる中で、ジョンソンに代って大統領に就任したニクソン(1969～74)の来たるべき70年代の経済目標はインフレ

抑制とならざるをえなかった。さいわいなことに失業率は 3.5 %にとどまっていたので、インフレ抑制こそがなすべき仕事であった。60年には早速インフレ抑制のための金融引き締め政策が採られ、M<sub>1</sub>の成長率は前年の 7.7 %から一挙に 3.2 %へと低下した。この影響で 70～71年にかけて景気は下降線を辿り、70年には実質 GNP 成長率は -0.7 %にまで低下した。さらに、その間にもインフレ抑制は十分成功したとはいえず、一方では失業率は上昇傾向を辿った。これに対して、ニクソン政府は「新経済政策」を 1971年に発表し、そのなかで、直接的にインフレを抑え込むための賃金・物価統制策を公けにした。この統制は形を変えながら 74年まで在続したが、結局は失敗に帰した。しかし、拡張的な金融政策に支えられて、71年から 72年にかけて景気は回復し、実質 GNP 成長率は 71年 3.3 %、72年 5.7 %へと上昇した。この間、インフレ率は 69年の引き締め政策の影響が出始めたためか、あるいはさらに直接的物価統制のためか、いずれにせよ一時的に低下傾向を示し、70年の 5.9 %から、71年 4.3 %、72年 5.6 %となった。しかしながら、この景気回復の期間、失業率は 71年の 5.9 %から 72年の 5.6 %へと、わずか 0.3 %低下したに過ぎなかった。

こうした状況をもとで、第一次石油ショックが 73年暮れに起こった。この時に生じた原油価格の約 4 倍もの上昇は、農産物を中心とした食料品価格の高騰と相まって、インフレ率を 73年から 74年にかけて急激に引き上げることになった。そしてさらに、この 73年を境に、アメリカの労働生産性の上昇率の鈍化傾向が明らかになってきた。ある研究によれば、1960～73年における労働生産性の上昇率は平均 3.1 %であったが、73年から 79年にかけてはわずか 1.1 %にまで低下したことが示されている<sup>[3]</sup>。失業率も 73年から 74年、75年へと上昇傾向を示しており、実質 GNP 成長率は 74、75年と連続マイナスを記録し、大きな不況に見舞れた<sup>[4]</sup>。

1975年の後半になって、やっと景気回復の兆しがみられた。経済政策の第一目標は、それ以前の不況時と同じくインフレーションであった。そのため、金

融政策は  $M_1$  の成長率を低めに抑え、緩やかな上昇がみられたのは、76年の後半からであった。一方、財政政策は減税や戻し税などによってかなり拡張的なものとなっており、景気回復への梃子として機能した。この景気回復期において、74年には11%にものぼったインフレ率も76年には5.8%にまで低下していたが、72年の水準や60年代の水準に戻るということにはなかった。いわばインフレーションにおけるラチェット効果ともいえるべきものが在在しており、いわゆる「加速インフレ(accelerating inflation)」の様相を示していたことが、図からはっきりと読みとることができよう。また、この財政主導型の景気回復期において失業率は75年から減少傾向を示したが、以前の水準には容易に戻らなかった。こうして、60年代に較べて、より高い失業率とより高いインフレ率という70年代の経済を特徴づける「スタグフレーション(stagflation)」が定着していった。

この傾向は、77年にフォード(1974~77)に代って大統領に就任したカーター政権(1977~81)のもとで、より顕著になっていった。カーター政権のもとでは、必ずしもインフレ抑制を目的とした金融政策を一貫して行なったわけではなく、77年、78年には拡張政策がとられた。76年に5.8%にまで低下しいインフレーションは上昇傾向を示し、78年7.7%、79年には、第二次石油危機もあってか、11.3%という高水準に達した。財政政策についても、75年に採られた拡張的路線が基本的には続けられた。しかしながら、実質GNP成長率は77年から低下し始め、79年には76年の約半分の2.8%にまで落ち込んだ。こうして、不況下の高インフレというスタグフレーションの症状は深刻化していった。「新金融調整方式」が採用されたのは、このような経済状況においてであった。

注(1) このような1960年代のアメリカを教えてくれるドキュメンタリーに、サラ・デビッドソン(南川他訳)『遙かなるパークレイー彼女たちの60年代一』、河出書房新社、1984年がある。また、60年代以降のアメリカ経済と大統領の経済政策との関係につ

いては、佐藤隆三『ミーン時代のアメリカー私優先社会の危機』、日本経済新聞社、1982。また、経済政策については、例えば、R. Dornbusch & S. Fischer, *Macroeconomics* (second edition) 1981, McGraw-Hill. chap. 10, 16. 邦訳『マクロ経済学』(坂本市郎他訳)、マグローヒル好学社

- (2) 鈴木淑夫『日本金融経済論』、東洋経済、1983、157—59ページ。
- (3) R. Dornbusch & S. Fischer, *Economics*, McGraw-Hill, 1984, p. 803.
- (4) 1974～75年の落ち込みの一因は、貧弱なデータにもとづく間違った金融引き締め政策にあるという意見がある。B・フリードマン(三木谷良一訳)『アメリカの金融政策』、東洋経済、1982、166～67ページ。

### III ボルカー革命とその背景

アメリカの金融政策にとって、1960年代とは50年代から続いた、短期金融市場情勢を重視し、運営目標(あるいは政策効果目標)として自由準備を選び、その一定水準を維持するように公開市場操作を行なうという運営方法から、その運営上の不適切さを認識し、次第に量的金融指標を重視する方向にむかった時代であったといえよう<sup>(1)</sup>。自由準備を指標とする政策運営の失敗は1960～61年のリセッションの時に生じた。当時、短期金利は、リセッションを反映して銀行信用に対する需要が減少し、低下していた。しかし公定歩合がそれに応じて低下しなかったので、銀行は借入れ準備を返済する方向に動いた。これにより純借入れ準備は減少(すなわち、自由準備は増大)した。この時、自由準備を一定に維持するというFEDの政策運営のために、非借入れ準備の供給を抑えた。かくして、総準備は減少して、それに応じてマネーサプライも減少し、リセッションを増幅させる方向に働いてしまった。当時の状況からすれば、準備を増大させて景気刺激策を行なうべきであったが、一定の自由準備を維持するという運営方法が反って裏目にでてしまったことになった<sup>(2)</sup>。

こうした経験を踏まえ、連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee, 以下 FOMC と訳す)内部で政策運営に関する研究が行なわれた。そ



の結果、今日よく言及される2ステージ・アプローチ的な考えが生まれた<sup>[3]</sup>。すなわち、政策運営目標を2種の目標に分けた。ひとつは、FEDが直接にはコントロールしにくい、政策の最終目標(GNPや物価など)には密接な関係が認められる変数であり中間目標(Intermediate Targets)と呼ばれる。他のひとつは、FEDが直接コントロールしやすい変数で、それを操作して中間目標を間接的にコントロールしようというもので、操作目標(Operating Targets)と呼ばれる。そして、具体的には中間目標としてはサネーサプライや銀行信用などが、操作目標としては自由準備やFFRなど従来の運営目標であった短期金融市場情勢指標が考えられていた。この研究にもとづいて、FOMCは1966年に量的金融指標として銀行準備を考慮した政策運営勧告を行なうようになった。すなわち、主要な運営目標は短期金融市場情勢指標であるが、銀行信用が望ましくない方向に変化するような場合には、短期金融市場情勢指標に関する目標水準を修正すべきであるということとなった。しかしながら、こうして貨幣集計量(monetary aggregates)や信用集計量(credit aggregates)が金融政策勧告の中で言及されるようになったとはいえ、主要な運営目標はやはり以前と同じ短期金融市場情勢指標であった。しかし、Iで述べたように、金利を運営目標とした金融政策の失敗が1968～69年に起こり、徐々に高まりつつあったインフレを一層助長する結果となった。この短期金融市場情勢指標のひとつである金利中心の政策運営の失敗は、1960年代の金融政策に関する流れであった短期金融市場情勢指標から量的金融指標への転換を促進する一大契機となったといえよう。

1970年になって、連邦準備制度理事会議長に任命されたバーンズ(A. Burns)は、60年代に進みつつあった量的金融指標重視の方向をさらに進めた。すなわち、FOMCの政策運営方針は銀行信用や貨幣量を中間目標あるいは主要目標とし、短期金融市場情勢指標を副次的目標とすることとなった。しかし、実際上は、FEDはFFRの大巾な変動を嫌い、FFRを一定の範囲にとどめるとい

う条件のもとで量的金融指標をコントロールしようとしたため、仲々目標は達成できなかった。マネタリーアグリゲートのコントローラビリティを高めるために、総準備あるいは非借入準備さらには RPD (reserves against private deposits) を操作目標とすることが提案され、1972年から73年にかけて行なわれるようになった<sup>(4)</sup>。しかし、これらの試みは成功せず、操作目標は短期金融市場情勢指標が望ましいという意見が FOMC の大勢を占めるようになった。

こうした傾向をうけて、1974年から、 $M_1$  と  $M_2$  の短期目標値域とともに、FFR の短期目標値域が公表されるようになり、操作目標は RPD から FFR へ移っていった。さらに、75年からはマネーサプライの年間目標値域が公表されるようになった。そして、毎月の FOMC では、この目標値を達成するような値域を設定し、FFR をその範囲におさめるよう政策運営を行なった。こうして、FFR のコントロールが政策運営の中心を占めるようになり、FFR は操作目標であると同時に、中間目標としても考慮されるようになったといえよう<sup>(5)</sup>。

1978年には、インフレーションを主要な国家的問題とした「ハンフリ・ホーキンス法 (The Full Employment and Balanced Growth Act) が施行され、半年毎に長期金融政策運営目標として量的金融指標 ( $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  および銀行信用) の目標値および目標達成計画案を議会に報告する義務が FED に課されることになった。しかしながら、1975年からの金融政策は基本的には、中間目標として  $M_1$  を重視する体勢をとりながらも、中間目標達成のための操作変数である FFR を重視していたといえよう。例えば、75年に目標値域が公表されたからの47ヶ月間にわたって、FFR が目標レンジからはずれたのはわずか5回であるのに対し、 $M_1$  が目標レンジからはずれたのは約 50% の 23回であった<sup>(6)</sup>。このように、1970年代における主要な経済問題がインフレ抑制となるにつれて、量的金融指標重視の政策運営の声は高まっていったが、FFR (短期金融市場情勢指標) 重視という従来からのスタンスは根強く残っていたといえよ

う。

こうした中で、1979年に入って、マネタリー・アグリゲートのコントロールが低下し、また、1976年から78年にかけてのM<sub>1</sub>の成長率の上昇の結果からか、インフレ率の急上昇が生じた<sup>7)</sup>。金融市場および商品市場での投機的色彩が強まり、ドルの価値低下が起こった。ボルカーは1979年10月6日に緊急委員会を招集し、——貨幣の成長率目標をより一層達成し、インフレ期待を緩和し、国内市場における賃金、物価に関する決定によい影響を与え、外為市場におけるドルの価値にもよい影響を与えるため——、公開市場操作の運営方法を変える方針を決定した<sup>8)</sup>。以下では、この「ボルカー革命」の内容についてみていくことにする<sup>9)</sup>。

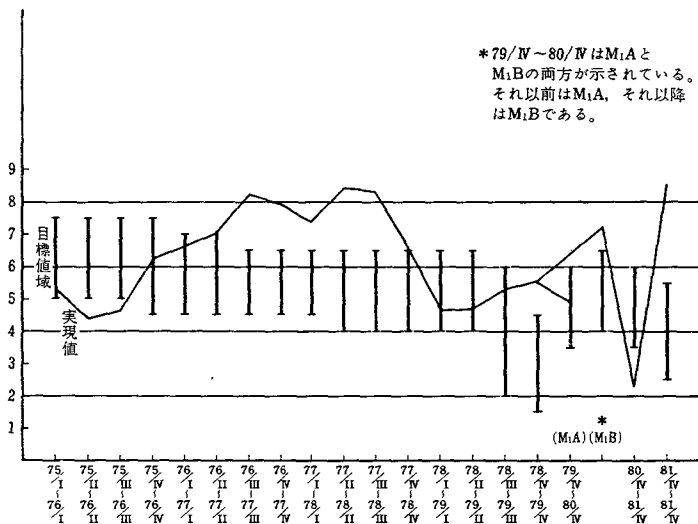
1979年10月6日に発表された「新金融調節方式」における従来の方法との基本的な違いは、従来マネタリーアグリゲートをコントロールするための操作変数として、FFRを重視していたのに対し、準備、とりわけ非借入れ準備に代えるということである。まず、FOMCは望ましいマネーサプライの成長率を決定する（以前は、2ヶ月間の目標値であったが、新方式では4半期あるいは半年間の目標値となった）。次に、これを達成するような各種の準備のタイムパスを決定する。そして、コントローラビリティの点から、とくに非借入れ準備のタイムパスを選び、このパスを達成するように公開市場操作を行なうというものである。このため、0.5～0.75%、時には0.25～0.5%と非常にせまかった従来のFFRの変動許容範囲が一挙に6～8%へと拡大され、非借入れ準備コントロールの自由度が大幅に広げられることとなった<sup>10)</sup>。このFFR重視から非借入れ準備重視への政策運営の転換は、しかし、實際上どの程度行なわれたのであろうか。また、この転換が量的金融指標重視という点からか、「マネタリストの実験」といわれることがあるが、果たしてそう解釈できるのであろうか。次節では、これらの問題について若干の実証的な研究をとり上げて検討していくことにする。

- 注(1) 自由準備とは超過準備一借入れ準備の意味である。自由準備を金融政策の効果指標としてとらえることの危険性を主張したものとして、A. J. Meigs, *Free Reserve and The Money Supply*, Univ. of Chicago Press, 1962 がある。
- (2) H. C. Wallich & P. M. Keir, "The Role of Operating Guides in U. S. Monetary Policy: A Historical Review" *Federal Reserve Bulletin*, September, 1979, pp. 679-91, B. N. Siegel, *Money, Banking and the Economy, a Monetarist View*, Academic Press, 1982, Chap. 10. および佐久間潮, 打込茂子『アメリカの金融市場, システム, マーケット, ポリシー』, 東洋経済, 1982を参照。
- (3) 2ステージ・アプローチそのものについては、例えば、拙稿「二段階アプローチとマネー重視の貨幣政策」『早稲田商学』第289号, 1981参照。
- (4) RPDとは民間一般預金対象準備のことであるが、各種預金間の移動に応じて大幅な必要準備の変動があり、マネーサプライとRPDの間の貨幣乗数は非常に不安定であった。H. C. Wallich & P. M. Keir, *Ibid*, p. 685. および佐久間, 打込『前掲書』184~185ページ。
- (5) I の注(2)を参照のこと。
- (6) B. N. Siegel, *Ibid*, p. 226.
- (7) B. N. Siegel, *Ibid*, p. 229.
- (8) *Federal Reserve Bulletin*, October, 1979, p. 830.
- (9) 以下については, "Review" *Federal Reserve Bank of St. Louis*, March, 1980, Vol. 62, No. 3, pp. 1-25 を参照。
- (10) 「新金融調節方式」にもなつて、80年2月のマネーサプライ統計の改訂、3月の金融制度改革法（支払準備率適用範囲の拡大）施行など、新しい政策運営を成功させ、マネーサプライの管理能力を高めるための様々な改革が行なわれた。竹内宏「アメリカの金融政策」『金融学会報告』58, 1984年7月, 90~94ページを参照。

#### IV ボルカー革命の実証的側面をめぐって

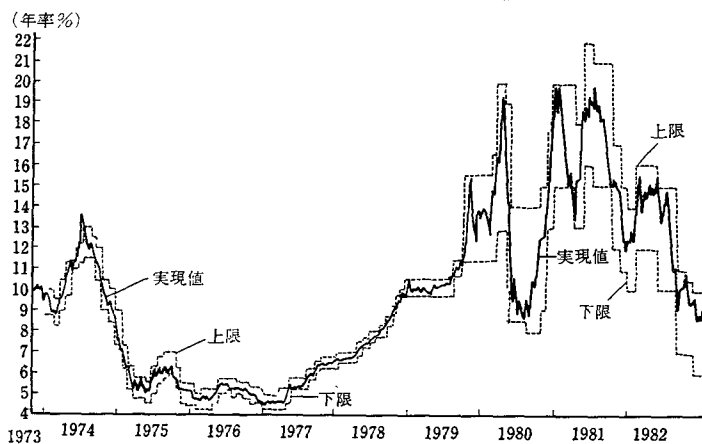
前述したように、1975年から FOMC はマネーサプライ成長年の年間目標値域を公表するようになった。そこで、マネーサプライ成長年の目標達成度をみていこう。Fig-1 では、各四半期毎に発表される年間目標値域(2~4%)とその実績値が示されている。マネーサプライはM<sub>1</sub>をとっている<sup>(1)</sup>。これをみると、目標が達成されたのは19回中7回のみ(約37%の成功率)にすぎないことがわかる。ボルカー革命以後の79年第四半期からの3回については、より正確なマ

Fig-1 マネーサプライの長期目標値と実現値



(資料) 佐久間・打込『アメリカの金融市場』東洋経済, 1982 および “Review” *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Fig-2 FFR の目標値域と実現値



(出所) The Brookings Review, Vol. 1, No. 3. Spring. 1983.

マネーサプライコントロールを目指したにも拘らず、全て目標は達成できていない。このパフォーマンスは、例えば日本の場合に較べるとかなり劣っているといえよう<sup>(2)</sup>。

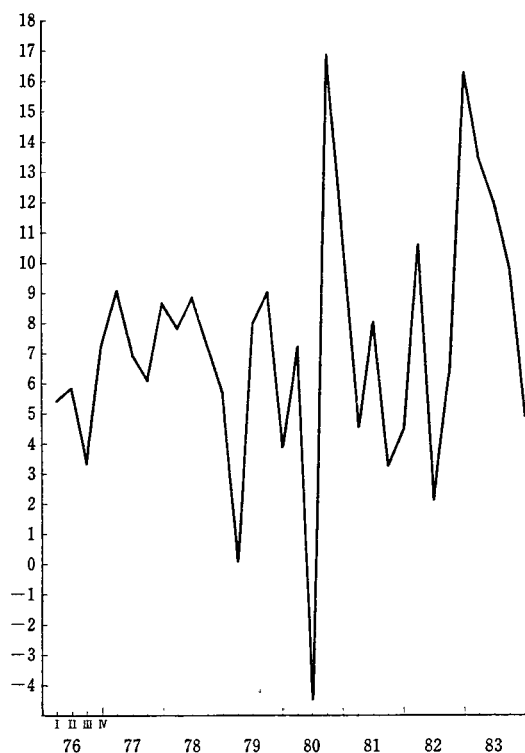
一方、FFR の目標達成度についてはどうであろうか。Fig-2 は1979～82年までの FFR の目標値域および実際値を示している。これからわかるように、革命以前の FFR の許容変動範囲は1%をこえるのはまれで、0.5～0.75%あるいは0.25～0.5%と狭い場合もあり、さらに、この許容値域に day to day basis で納めることが目標であった。このように厳しい運営目標のもとでも、その成功率は驚く程よかったことが図から明らかであろう。革命後、FFR の乱高下が始まっている。変動許容範囲は4%への大幅に拡大され、6%にまでなることもあった。さらに、許容範囲は迅速かつ柔軟に変更、決定されるようになり、さらに、day to day basis から一週間平均の FFR が許容範囲に納まればよいとの方向で緩和された。このように、FFR コントロールは緩和されたが、その目標達成率は革命以前と同様、驚く程よいことがわかる。こうしてみても、FFR コントロールが緩和されたとはいえ、目標達成度からみて、FOMC がマネーサプライ成長率と FFR のどちらを重要視していたか判然としなくなってくる。この点を強調しているのが、W・プールである<sup>(3)</sup>。プールは「ボルカー革命」について事実として4点挙げている。(1)新金融調節方式は非借入れ準備のスムーズな経路の維持を行っていない。(2)FFR を目標値域に納めるように調整し続けている。(3)FED の行動に対する市場の見方はさほど変わっていない。すなわち、FED の FFR 重視態度が変わったという見方が金融市場には現われていない。(4)FOMC の運営方法に質的に大きな変化はみられない。これらの事実を説明した後、プールは FED は以前と同じく、『直接的にか、あるいは借入れ準備ターゲットを調整することによって間接的に、利子率の変動をスムーズにすることに大きな注意を払っており、望ましくない利子率の動きを抑える必要があると感じた場合には、マネーサプライの目標成長

率からの大幅な逸脱も受け入れる用意がある』<sup>[4]</sup>としている。

次に、革命前後のマネーサプライ成長率の傾向をみると、1978年8.3%、79年7.1%、80年6.5%、81年6.4%、82年8.5%と、すうせいのには革命後低下気味になっており、この点からみれば、インフレ期待沈静化のためにマネーサプライコントロールが行なわれたようにみえる。しかし、これに対して、M. フリードマンは、このようなマネーサプライコントロールは事実を検討すれば、実はマネタリズムではないことがわかれると主張している<sup>[5]</sup>。フリードマンは、『私の知る得る限りでは、FED 設立以来、1979～82年の3年間程、マネーサプライの増加率や経済活動において大きな変動を示した年はなかった』<sup>[6]</sup>と述べて、次のようにボルカー革命がマネタリズムではないことを論じている。すなわち、

マネタリスト的政策はマネタリーアグリゲートを目標とするだけでなく、これが主要かつ中心的要素なのだが、どのようなマネタリーアグリゲートが目標として選ばれようとも、その安定的かつ予測可能（steady and predictable）な成長率を達成することをも含んでいる。この基本的な評価基準からいけば、実験は反マネタリスト的政策であった<sup>[7]</sup>。

そこで、 $M_1$ の変化率（四半期前期比の年率表示）をみてみたのが **Fig-3** である。これをみると、ボルカー革命後、とりわけ1980年における変化率の変動が極めて大きいことがわかる。ちなみに、76年第1四半期から79年第3四半期と79年第4四半期から82年第4四半期までの変化率の平均を標準偏差をみてみよう。前期の平均は6.6、標準偏差は2.25、後期については平均が7、標準偏差が5.55となっている。このことから、フリードマンが主張するように、ボルカー革命の約3年間のマネーサプライの変化率の振幅は極めて大きく、マネーサプライ成長率を一定とするマネタリスト的政策とは必ずしも言い切れない

**Fig-3** M<sub>1</sub> の変化率 (四半期前期比, %, 79Ⅲ期以前は M<sub>1</sub> A)

(資料) "Monetary Trends" Federal Reserve Bank of St. Louis.

といえよう<sup>(8)</sup>。

これまでは、マネーサプライと FFR についてそれぞれ独立にみてきたが、最後に M<sub>1</sub> と FFR との関係および M<sub>1</sub> と非借入準備 (以下, NBR と示す) との関係についてみてみよう。というのも、ボルカー革命の核心は M<sub>1</sub> コントロールのための操作変数を FFR から NBR に転換したことにあるといえるので、この両者と M<sub>1</sub> との関係を検討することは重要な意味を持っている。そこで、ここでは、これらの関係を調べる一応の目安として、M<sub>1</sub> と FFR, M<sub>1</sub> と NBR の時差相関係数を計測してみた。計測のためのデータは1975年1月より1982年12



表-1  $M_1$  と FFR,  $M_1$  と NBR の時差相関係数

	FFR <sub>0</sub>	FFR <sub>-1</sub>	FFR <sub>-2</sub>	FFR <sub>-3</sub>	FFR <sub>-4</sub>	FFR <sub>-5</sub>
全 期 間	0.879	0.865	0.854	0.846	0.861	0.878
I (75/1~79/12)	0.863	0.853	0.843	0.839	0.827	0.814
II (80/1~82/12)	0.237	0.11	-0.009	-0.125	-0.032	0.09

	NBR <sub>0</sub>	NBR <sub>-1</sub>	NBR <sub>-2</sub>	NBR <sub>-3</sub>	NBR <sub>-4</sub>	NBR <sub>-5</sub>
全 期 間	0.432	0.407	0.38	0.385	0.334	0.312
I (75/1~79/12)	0.406	0.403	0.416	0.437	0.46	0.48
II (80/1~82/12)	0.793	0.799	0.779	0.75	0.732	0.67

FFR<sub>0</sub> は同月。FFR<sub>-i</sub> は i ケ月先行。NBR についても同様。

月までである。時差は 0 ケ月から 5 ケ月までとってみた。まず、全期間を通して計測し、更に、ボルカー革命以前のケースとして、1975年 1 月から 1979年 12 月（Ⅰ期）までと、ボルカー革命期間として 1980年 1 月から 1982年 12 月（Ⅱ期）と、二つの期間に分けてそれぞれ計測した。その結果が表-1 に示されている。

表から明らかなように、 $M_1$  と FFR との時差相関係数はⅠ期では 0.8 台とかなり強い正の相関を示しているが、Ⅱ期になると 0.1 から 0.2 のレベルに落ち、わずかながらマイナスになっている時もあり、Ⅰ期にみられた強い相関は全般的に消失してしまっている<sup>(9)</sup>。一方、 $M_1$  と NBR との時差相関係数は、FFR の場合とほぼ逆の傾向になっていることがわかる。すなわち、Ⅰ期では 0.4 台であったものが、Ⅱ期では 0.7 台のうち高い値を示しており、Ⅰ期に較べて約 2 倍の大きさとなっており、Ⅱ期（ボルカー革命期間）になってかなり強い正の相関が現われたことを示唆している<sup>(10)</sup>。これらのことは、ボルカー革命が、 $M_1$  と FFR との関連を弱め、かわって NBR との関連を強めるような方向に作用したことを示すものとして解釈しうるのではないだろうか。

注(1)  $M_1$ だけでなく、 $M_2$ および $M_3$ についても、その年間目標値域は発表されてはいるが、ポルカー革命で重視されたのは、その中でも $M_1$ であった。R. C. Bryant, *Controlling Money—The Federal Reserve and Critics—*, The Brookings Institution, 1983, p. 105.

(2) 日本では、1978年から日本銀行が $M_2$ （後に $M_2+CD$ ）の各四半期の対前年比増加率の見通しを公表しているが、その見通しと実現値は以下の表の通りである。これから明らかなように、日本のマネーサプライの管理能力はアメリカに較べてすぐれているといえよう。

日本におけるマネーサプライ見通しと実績

(前年比, 単位: %)

	見 通 し (注)	実 績
53/ 7~9	おおむね11%台, 若干の振れがあるとしても12%前後。	12.1
10~12	12%台	12.2
54/ 1~3	12%台	12.3
4~6	12%台	12.1
7~9	12%前後	11.7
10~12	11%前後	11.2
55/ 1~3	10%程度	10.6
4~6	19%台	10.1
7~9	10%弱	8.4
10~12	8%程度	7.8
56/ 1~3	7%程度	7.6
4~6	7%台	7.9
7~9	9%台	9.6
10~12	10%台	10.6
57/ 1~3	11%前後	10.6
4~6	10%前後	9.2
7~9	9%前後	9.0
10~12	8%前後	8.1
58/ 1~3	7%台	7.6
4~6	7%台	7.6
7~9	7%前後	7.1
10~12	7%前後	7.2

(注) 54/4~6 以前は $M_2$ 。54/7~9 以降は $M_2+CD$ 。

(出所) 『図説日本銀行』 財経詳報社 昭和59年 155ページ。

(3) W. Pool, "Federal Reserve Operating Procedures: A Survey and Evaluation

of the Historical Record Since October 1979" *Journal of Money, Credit, and Banking*, November 1982, Part 2 pp. 574-596.

- (4) W. Pool, *Ibid.*, p. 580.
- (5) M・フリードマンの「ボルカー革命」の評価については、M. Friedman, "Monetarism in Rhetoric and in Practice", *BOJ Monetary and Economic Studies*, October, 1983, pp. 1-14. (邦訳『金融研究』第2巻第3号, 1983年11月, 日本銀行金融研究所, 73~84ページ), および, "Lessons From the 1979-82 Monetary Policy Experiment", *American Economic Review*, May, 1984, pp. 397-400.
- (6) M. Friedman, "Monetarism in Rhetoric and in Practice", pp. 9-10.
- (7) M. Friedman, "Lessons from the 1979-82, Monetary Policy Experiment" p. 397. より引用。マネタリーアグリゲートの成長率が安定的かつ予測可能であれば, 必ずしも一定の成長率である必要はない。しかし, フリードマンによれば, 我々が十分確実な経済学の知識を得ておらず, 成長率一定の方が人々の理解と支持を受けやすいという点を考慮した時, いわゆるK%ルールが望ましいものとなる。M. Friedman, *Ibid.*, (1983) p. 4 (邦訳, 75ページ) 参照のこと。
- (8) フリードマンの計測によれば, 例えば,  $M_1$ の四半期成長率の標準偏差は, 1979年10月以前の10四半期では1.59であったのに対し, 79年10月以降の10四半期では5.64と増入している。M. Friedman (1984), p. 397. を参照のこと。更に, M. Friedman (1983) にも $M_1$ の成長率の変動に関するデータが示されている。
- (9) 筆者の予想に反して, I期における $M_1$ とFFR ととの相関は負ではなく正であった。この理由は判然としないが, 強い相関が存在したことは示唆されているといえよう。「水準」での相関でなく, 「変化分」での相関をとるか, あるいはタイムトレンド分を考慮すればよいのかもしれないが, ここでは試みなかった。
- (10)  $M_1$ とFFR,  $M_2$ とNBRの偏相関係数も念のため(すべてではないが)計算してみたが, 表で示された単相関とはほぼ同じであった。

## V 要約と今後への一展望

Ⅳにおいて, ボルカー革命をめぐる,  $M_1$ とFFRの実際の動き, および $M_1$ とFFR,  $M_1$ とNBRとの関連について検討してきた。Ⅳにおける主要な結果を示せば以下になるだろう。

- (1) 1975年以降のマネーサプライ( $M_1$ )コントロールは必ずしもよい成果をおさめているとは言えず, 79年以降についてもコントロールの際立った改善

はみられない。

- (2) FFR コントロールは革命前は極めてよいパフォーマンスを示していた。また、革命後においても、FFR 自身は大きな変動を示すようになったが、変動許容範囲が拡大されたこともあって、コントロールの成功率は革命前とほとんど変わっていない。
- (3)  $M_1$ の成長率はボルカー革命の約3年間は以前と較べて極めて大きな変動を示した。
- (4) 時差相関係数でみると、 $M_1$ と FFR の強い正の相関は革命後はほぼ消失し、無相関状態になっているのに対し、 $M_1$ と NBR との相関は革命後に強まっている。

これらのことから、ボルカー革命によって、FFR コントロールが弱められ、がかわって重視されるようになったことについては認められよう。しかしながら、 $M_1$ の成長率の大幅な変動という事実を考え合わせると、この変化がただちに、「マネタリストの実験」であるとみなすことはむずかしいであろう。さらに、NBR から $M_1$ へという政策運営は、マネタリストのいう量的金融指標重視の政策とは必ずしもいえない。量的金融指標重視の運営方法としては、 $M_1$  コントロールための操作変数はむしろ、マネタリーベースあるいは総準備であるのが妥当と思われる。この点からしても、NBR コントロールは、借入準備が存在するため、必ずしもマネタリーベースや総準備コントロールにつながらないので、「マネタリストの実験」とはいいい難い面があるのではないであろうか。

ところで、先述したように、マネタリスト的政策の主要点はマネーサプライの成長率をいかに安定的に、そして予測可能なものとするかということであり、必ずしも成長率一定という政策が唯一という訳ではない。すなわち、マネーサプライの変化から予測不能な不規則な要素を可能なかぎり取り除くことがマネタリストの主眼点である<sup>(1)</sup>。こうした観点から、B. マカラムは将来にわた

って確実に進展する金融革新を踏まえて、ひとつの新たなマネタリストルールを提言しているのだ、これを紹介して結びにかえよう<sup>(2)</sup>。

B. マカラムによれば、マネーサプライは最終目標変数でもなければ、直接的に操作可能な操作変数でもない。最終目標変数により直接的に影響を与え、かつより操作可能な政策方法として、マネタリーベースのビヘイビアを決定するルールを持つことが望ましい。この修正されたマネタリストルールは次のようなものである。すなわち、マネタリーベースの成長率を名目 GNP の動きに合わせて定期的に調整をすることであり、例えば、マネタリーベースの成長率を毎月あるいは四半期に、名目 GNP がその目標径路を上回っていれば減少させ、下回っていれば増加させるというものである<sup>(3)</sup>。このマネタリストルールには、次のようなマクロパフォーマンス上の利点がある。(1)技術革新の波に従ってマネタリーベースの流通速度の変化率がすうせい的に変化する傾向を修正できる。(2)総需要に対する自動調節タイプの景気安定政策となる。(3)K%ルールのもとで生じる可能性のある財政破綻を防ぐことができる<sup>(4)</sup>。

こうしたルールのアイディアは、K%ルールと同じく M. フリードマンによるといえよう<sup>(5)</sup>。筆者はこの M. フリードマンのアイディアについて論じたことがあるので、ここで詳述はしないが、こうしたアイディアにもとづくルールが再検討される価値はあるといえよう。1979～82年の疑似マネタリスト的政策の経験から生じたベネフィットのひとつは、こうした新らしい提案が生まれたということであろう<sup>(6)</sup>。

注(1) M. Friedman (1983) p. 4. (邦訳, 75ページ) 参照のこと。

(2) B. T. McCallum, "Monetarist Rules in the Light of Recent Experience" *American Economic Review*, May, 1984, pp. 388-390. なお, B. T. McCallum, "Monetarist Principles and the Money Stock Growth Rule" *American Economic Review*, May, 1981, pp. 134-138. も参照のこと。

(3) B. T. McCallum (1984) p. 390. 参照のこと。

(4) B. T. McCallum (1981) 参照のこと。

- (5) このアイデアは、M・フリードマンの1948年の財政金融制度に関する提案にもとづいているといえる。

M. Friedman "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, June, 1948, pp. 245-264.

なお、この提案に関しては例えば、F. Hiruma, "On Monetary Automatic Stabilizer in M. Friedman's Proposal under Rational Expectations", No. 20, *Waseda Business & Economic Studies*, 1984, pp. 47-56. を参照のこと。

- (6) ここで論じた新しい提案の他にも、例えば、Lagged Reserve system から Contemporaneous Reserve system への転換などの提案があげられるが、ここでは論じていない。

(本稿は特定課題研究57A-22にもとづく研究の一部である。)