

財務省・連銀によるアコードの検証

富田俊基

CONTENTS

国債価格の支持政策で説明可能か
第二次世界大戦中のイールドカーブの天井
朝鮮戦争からアコードまで
なぜ長期金利の安定が続いたのか

要約

- 1 いずれわが国経済がデフレから脱却する際に、その程度は別にして金利の上昇に遭遇せざるをえなくなる。その際に、1951年3月に米国で財務省と連銀（連邦準備制度）の間で締結されたアコード（合意）を参考に、金利リスクの分担を検討すべしとの意見がある。
- 2 真珠湾攻撃のあった1941年末からアコードまでの約9年間、25年物米国債の市場金利は2.5%以下で推移した。しかし、金融政策が国債管理政策に従属してきたから長期金利の上昇が抑制された、とは必ずしもいえない。
- 3 朝鮮戦争を機にインフレ期待が高まったので、連銀は戦時中に保有を増やしてきた短期国債を売りオペし、預金準備率を引き上げて投資家の期待インフレ率に働きかける一方、市場から長期国債を購入した。しかし、連銀が保有する国債の総額は増えておらず、積極的な買いオペによって金利釘付け政策を行ったわけではなかった。
- 4 アコード直後に連邦政府は、2.5%の市場性国債を2.75%の非市場性国債と交換した。後者は購入すると売却ができず、しかも満期が長期化するのので、これらをクーポンの引き上げで補償した市場での等価交換であった。事後的に損失を補償する国債市場は、市場経済には存在しないのである。
- 5 今後のわが国で仮に公的債務管理当局が、ボンド・コンバージョン（国債の交換）やスワップを行う場合においても、それは国債市場の効率性の向上が目的であって、金利水準の操作を目的としたものであってはならない。わが国においてもデフレからの出口戦略として重要なことは、投資家の自己責任と財政の健全化である。

国債価格の支持政策で 説明可能か

1 デフレの出口戦略

驚くべきことに、わが国の国債残高のGDP（国内総生産）比は、第二次世界大戦末期の水準に匹敵するほどにまで上昇している。歴史的な低金利が持続しているとはいえ、ここまで国債が累増してくると、やがて実施されねばならない国債整理の方法に大きな注目を払わざるをえない。国債整理のあり方いかんでは、金利と物価の変動を通じて、また金利リスクを誰が分担するのかという所得分配を通じて、今後の日本経済に極めて大きな影響を及ぼすからである。

古今東西の事例から、国債整理の方法は大きく3つに分類できる。第1は、ハイパーインフレーション。第2は、デフォルト（債務不履行）。ともに、わが国の選択肢となろうはずがない。選択されるべきは、財政健全化と国債整理である。その代表的事例の1つが、第二次世界大戦後の米国におけるものである。

また、わが国では、歴史上もまれな低金利が続いているが、デフレから脱却するために避けることができない出口戦略として、国債管理政策に注目が集まっている。論者によっては、デフレ終息のためには、巨額の国債を保有する銀行などが、それに伴って被るキャピタルロス回避する仕組みを作っておかねばならないという。その際に、米国でアコード締結時に採用されたボンド・コンバージョン（市場性国債の非市場性国債との交換）を参考にすべきだという意見もある。

アコードとは、1951年3月4日に米国財務

省と連銀（連邦準備制度）との間で交わされた「合意」である。この日までの約9年間にわたって、25年国債の金利は2.5%以下で推移した。連銀はアコードで金利釘付け政策（国債価格支持政策）の責務から解放され、同日は連銀の独立記念日とさえ呼ばれることがある。

しかし、第二次世界大戦中からアコードに至るまで、はたして米国では長期金利の釘付け政策が採用されてきたのか、そして、アコード締結時に金融機関の損失を回避するための仕組みが作られたのか。当時の米国で持続した低金利とアコード後の金利上昇の原因を考察することによって、アコードについての通説を再検討し、わが国でのデフレの出口戦略の参考に供することが本稿の目的である。

2 大恐慌から戦後までの国債金利

1940年代の米国の長期国債（25年債）の金利は、2.5%以下という低い水準で推移した。第二次世界大戦で国債が著しく累増し、戦後には一時的に物価上昇に見舞われたにもかかわらず、なぜ長期金利は低い水準で、しかも安定的に推移したのであろうか。まず、大恐慌期後の金利の推移を概観しておこう。

ラトガーズ大学のホーマーとニューヨーク大学のシーラの『金利の歴史』によると、1920年5月から46年までの26年間は金利低下期（グレートブル期）と位置づけられている^{文献5}。

1920年代の米国経済は、高い成長を遂げた。1921年7月の景気の谷から29年8月の景気の山までの間に2度の景気後退があったが、年平均で約5%の実質経済成長を遂げた。一方、GDPデフレーターで見た物価は

この間、年率0.5%で低下した。財政収支は黒字で、第一次世界大戦で増大した政府債務の償還が始まり、連邦政府の資金調達は借換債のみとなった。償還まで12年以上の国債の金利は、1920年8月の5.67%から27年12月の3.17%へと低下をたどった。

株式市場の加熱を抑えるためとして、公定歩合が1928年初から29年8月までの間に、3.5%から5%（ニューヨーク連銀は6%）に引き上げられ、国債金利も27年末の3.17%から29年8月には3.71%に上昇した。TB（財務省短期証券）の金利が国債金利を上回るイールドカーブ（利回り曲線）の逆転も、1927年4月から29年11月まで続いた。

1929年10月の株式大暴落に続いて、米国経済は大不況に突入した。同年8月から33年3月までの間に、GDPは名目で半減し、実質でも25%も減少した。1933年3月の失業率は25%に達した。この間、長期国債の金利は1929年9月から低下を始め、31年7月に3.15%となった。

1931年5月にオーストリアのクレジット・アンシュタルト銀行が倒産し、取り付け騒ぎが主要国に波及した。9月に英国が金本位制から離脱したことの影響から、フランスなどは米国から金を引き上げ、これに対抗するため米国では11月に公定歩合が1.5%から3.5%に引き上げられた。銀行は流動性確保のために国債を売却したので、国債金利は1932年初に4%台へと一時的に上昇した。国内景気の深刻化を受け、ようやく同年2月に公定歩合が引き下げられ、連銀は市場から国債を購入した。1932年中に連銀が保有する国債は約10億ドル増加した。国債金利は同年1月の4.26%から年末には3.35%に低下した。

周知のように、1933年3月に大統領に就任したルーズベルトは、バンクホリデー（銀行業務休止）を宣言、4月に金本位制から離脱し、6月には翌34年初からの預金保険制度の導入を決めた。加えて、ドイツでのヒトラー台頭を懸念し、大量の金が米国に流入した。これらにより、マネタリーベース（資金供給残高）は急速に拡大し、物価、景気も回復に向かった。国債金利は、1933年末に一時的に反発して3.53%となったが、34年末3%、35年末2.8%、36年末2.5%と緩やかな低下をたどった。この間、国債発行が1932年度以降増大し、32年度から36年度までの間、連邦政府の財政赤字はGDP比で4、5%台で推移した。

1937年から38年にかけて、米国経済は再び景気後退を迎えた。1938年の失業率は19%で、景気の本格回復は41年まで待たねばならなかった。1941年末の真珠湾攻撃後には極めて巨額の戦費調達が行われた。第二次世界大戦中の米国の財政支出は、総額で3680億ドルに達した。このうち、税でファイナンスされた部分は42%で、独立戦争時の21%、第一次世界大戦時の30%を上回った。1945年の税収は39年の8.8倍にも達した。それでも軍事費が極めて巨額であったために、財政赤字は1942年度から急増し、そのGDP比は42年度15%、43年度には30%、44、45年度は22%に達した。

このため国債残高は、1945年にGNP（国民総生産）の1.2倍にも達した。独立戦争、第一次世界大戦中に増加した国債残高が、戦争終了年のGDPのそれぞれ43%、31%であったことと比較すると、けた違いに大きい規模であった。この一方、国債金利は、大恐慌期よ

りも低い水準で推移した。

第二次世界大戦後、1951年3月のアコードまでの期間は、ホーマーらの分類では、米国における金利上昇の第2期（1946～81年）の最初の5年間にあたる。この間、短期金利は少し上昇したが、長期国債の金利は安定を保った。1947、48年度の財政収支は黒字化し、国債発行は借換債に限定された。一方、消費者物価の前年比上昇率は、1946年央から48年初にかけて10%を超え、この間の47年初には20%近くにまで達したが、その後49年5月から朝鮮戦争が勃発するまでの約1年間は、前年比マイナスが続きデフレ的状況にあった。

朝鮮戦争の勃発を機に、物価は上昇に転じた。しかし、朝鮮戦争の最初の6ヶ月間（1950年6月から12月まで）は、長期金利は膠着状態にあった。なぜなら、朝鮮戦争によって、再び戦時の低金利に復帰するのか、あるいはインフレと金利上昇が許容されるのか、市場は朝鮮戦争のゆくえを見極めようとしたからであった。こうした状況下で、長期国債の金利はアコード成立まで2.5%を上回することはなかった。

3 ステレオタイプの理解の限界

このように第二次世界大戦から1950年代初頭にかけて、長期国債の金利が安定した推移をたどった背景には、何があったのだろうか。これまでは、国債利払い費を抑制するために財務省が連銀に圧力をかけ、連銀が国債価格を支持するために買いオペを行って、金利を釘付けにしてきたという解釈が多かった。つまり、1951年3月に財務省と連銀との間でアコードが締結されるまでは、長期国債の価格を支持する政策が積極的に行われてい

た、という理解が通説のようになっていた。

しかし、国債価格支持政策ははたして長期にわたって持続可能な政策であろうか。連銀が、長期金利を一定水準に釘付けする国債価格支持政策にコミットしているものと仮定しよう。

この金利の水準よりも投資家が要求する金利が高い場合、投資家は保有する長期国債の売却を進める。連銀は、これに買い向かわねばならないので、マネタリーベースが急増する。このことが、期待インフレ率を高め、名目金利を押し上げる。すると、投資家はより大きなキャピタルロスを避けるために、さらに国債売却を進める。それが連銀の国債購入によるマネーサプライ（通貨供給量）の一層の増大を通じて、インフレを加速し、長期金利をさらに上昇させることになる。

逆に、市場金利が連銀によって維持される金利よりも低くなると、連銀は国債の売りオペを行い、投資家は国債を購入する。これによってマネーサプライは減少し、デフレ期待が醸成される。これがさらに金利低下を促進する。

このように、連銀による国債価格支持政策は、持続可能な政策ではない。価格支持政策では、1942年から51年初までのような長期間にわたる長期金利の安定を十分に説明できない。特に消費者物価の上昇率が2けたであった1946年央～48年初に、なぜ銀行は国債を大量に売却しなかったのか、そして物価面ではほぼ同様の環境にあった51年にはなぜアコードが必要になったのかを説明できない。

はたして、従来のステレオタイプの理解でよいのだろうか。長期金利と期待インフレ率との関係、連銀の金融調節方法、そして商業

銀行の国債保有と自己資本との関係などの観点から、以下で検討しよう。

第二次世界大戦中の イールドカーブの天井

1 準備率の引き上げと 国債の買いオペ

第二次世界大戦からアコードに至るまでの金融政策の枠組みは、準備率の操作と市場からの国債の買い入れを中心とするものであった。この枠組みは、1930年代の銀行危機以降の金融政策に淵源をもっている。

まず、連銀が国債市場に介入するための制度的な裏付けは、1932年のグラス・スティーガル法（銀行業と引き受け証券業務の兼営を禁止した1933年の同名の法律ではない）によって授権されたと見ることができる。同法は、連銀に銀行券の発行残高の60%を国債で保有することを定めており、連銀は大量の国債を保有することが可能となった。そして、1930年代を通じる銀行の超過準備の存在が、次に見るように、連銀の準備率の引き上げと

国債市場への介入を促進し、これらが40年代の金融政策をかたどることになった。

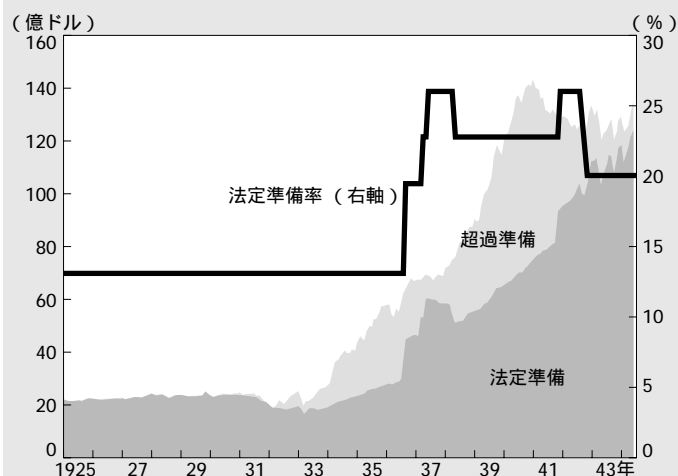
景気は金本位制離脱、公定歩合引き下げを機に、1933年に大恐慌から回復に転じ、物価、株価にも次第に上昇圧力が加わり始めた。この一方、貸し出しの低迷が続き、金融危機の再来に脅えていた銀行は、所要準備を超える準備を連銀に積み上げた。TB金利が極めて低かったことも、金利を生まない準備を増加させた要因であった。図1に見るように、超過準備の規模は、1933年末に所要準備の40%相当の8億ドルにも達した。

連銀は、増大した超過準備の取り崩しによって、1920年代後半に生じた株式市場での投機が再来するのを恐れ、銀行の超過準備への対処に悩んだものと考えられる。超過準備が巨額であるため極めてわずかな銀行しか連銀借り入れを行わなくなったので、連銀は公定歩合の引き上げでは株式投機やインフレ圧力を抑制できないことに懸念を抱くようになった。さらに、超過準備は1935年末に所要準備をも上回る30億ドルに増大した。この一方、同年末に連銀が保有する国債はわずか25億ドルと、それをすべて市場に売却したとしても、銀行の超過準備を吸収するには及ばない規模であった。

このため、連銀は1936年8月、37年3月、5月と3回に分けて法定準備率を2倍に引き上げた。以降、法定準備率の操作は金融政策の重要な手段となり、1940年代に引き継がれていった。

所要準備を増やすことによって、超過準備が所要準備に振り変わるので、金融市場に対する連銀の影響力は強まると連銀は考えたのであろうが、これには反対も多かった。銀行

図1 銀行準備と法定準備率の推移



出所) <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/contents/chapter14.html> の m14064、m14086a、m14086b

は所要準備を満たすために、保有する国債を売却しようとするので、それによる金利上昇が景気の回復を抑制することになる。また、銀行は単純に超過準備を所要準備に区分けするのではなく、追加的に超過準備を増やしたので、銀行準備は増加を続けた。このため、1936年8月からの準備率の引き上げが、37、38年の景気後退をもたらす要因となった。準備率が引き下げられたのは、1938年4月になってからであった。

この間、連銀は1937年4月4日に、「秩序ある市場を守るという観点から必要であろう」として、翌週に2500万ドルの国債を購入することに合意した。その後も金利が上昇すると、連銀は長期国債の購入を行った。「柔軟なポートフォリオ政策」と称して、連銀は1937年中に長期国債2億ドルを1.5億ドルのビルと0.5億ドルの現金と引き換えに購入した。ニューヨーク連銀の公定歩合は、同年8月27日に1%に引き下げられた。

2 秩序ある国債市場の維持

1937年に行われた連銀による市場からの長期国債の買い入れは、国債価格の安定に目的を限定して初めて行われたものであった。これに対して、ニューヨーク連銀のハリソン総裁らは、国債買いオペは非生産的であると反対した。その理由は、「所要準備の引き上げは超過準備の削減に目的がある。しかし、国債の買い入れは準備を補給することになるので目的に反する」というものであった。一方、ルーズベルト大統領に1934年11月に任命されたエックレス連銀議長は、「市場の安定」のためには国債の購入が必要であると論じた。

その後に採用された政策は、2つの立場の妥協というべきものであった。長期金利の上昇は容認するが、適度なものでなければならぬ。また、超過準備の抑制も適度なものとす、という内容であった。1938年春以降のFOMC（連邦公開市場委員会）議事録には、「秩序ある国債市場」という表現が頻繁に登場するようになったが、大規模な長期国債の買いオペは、1939年9月に欧州戦争が勃発するまでは行われなかった。

このように、1934年から欧州大戦勃発までの通貨当局は、37年の連銀の国債買い入れを例外として、秩序ある国債市場という言葉の口にしながらも、実態的には国債金利の推移を市場にゆだねるという不干渉主義であったと見ることができる。

ところで、第一次世界大戦中の欧州では、投資家が将来の金利上昇を恐れて国債の購入を躊躇し、実際に金利が上昇した。米国でこうした現象が生じるのを避けるために、国債市場の安定に向けて対策が打たれるべきだというコンセンサスが、1939年頃までに次第に醸成されていった。このため、同年4月と6月のFOMCにおいて、国債価格の低下を防ぐことを目的に国債の買い入れを行うことが認められた。

1939年9月1日にヒトラーのポーランド侵攻で欧州戦争が勃発し、連銀は市場から5億ドルの国債を購入した。当時のFOMC議事録には、「連邦準備制度は、国債の金利を一定の水準に保つ義務も能力もないが、投機やパニックによる債券価格の乱高下から市場を保護することは連銀の政策である」と記されている。こうした結果、1914年のような世界的な債券市場の暴落は生じなかったし、また

38年のミュンヘン危機時の欧州諸国のようには国債価格は下落しなかった。欧州各国の国債に比べ、米国債は安全で魅力的な資産であった。貿易収支は大幅な黒字で、金も米国に流入し、市場流動性が増大していたからである。

連邦政府の総債務は、1939年6月末から41年11月までの間に33%も増加した。この間に連銀が市場から国債を購入したのは、1939年9月の大戦勃発時に行ったほかは、ノルウェー、デンマークなどへの侵攻があった40年春に極めて少額の買い入れを行った程度である。こうした戦争拡大に伴う不確実性の高まりに対して、国債の価格が不必要に乱高下することから加盟行を守るために、また社債など他の市場金利に間接的に影響力を行使するために、そして景気回復の障害を取り除くためとして、連銀は市場から国債を購入した。

3 真珠湾攻撃と「秩序ある国債市場」政策

このように、米国が第二次世界大戦に突入するまでの期間においても、連銀は「秩序ある国債市場の維持」に一定の配慮を払っていた。とはいえ、それは無秩序な国債価格の変動を防止するという意味での「秩序ある国債市場」の維持であり、一定の価格ですべて国債を購入するという国債価格の支持政策（金利釘付け政策）やイールドカーブを固定化しようというものではなかった。

しかし、1941年12月8日の真珠湾攻撃が、この状態を大きく変えた。真珠湾攻撃が財政赤字の拡大とインフレを予想させ、国債価格は下落した。1967年から償還が可能で72年に満期を迎える2.5%利付国債の価格は、11月

5日には103.4375（2.32%）であったが、12月10日には額面にまで下落した。

真珠湾攻撃が行われてから2週間以内に、財務省とFOMCは金利の安定を目指すことに合意した。連銀は財務省に比べてより高い金利を好む傾向にあったとはいえ、双方とも金利の安定が望ましいことに異議は唱えなかった。連銀は、12月中に利付国債6000万ドルと、TB1000万ドルを市場から購入した。「秩序ある国債市場」を維持することは、単に重要な目標ではなく、明確かつ支配的な目標となったのである。

長期国債（25年債）の金利について、それが2.5%を超えることは許容されないだろうという暗黙の合意ができ始めた。2.5%の金利の天井を、1942年1月の大統領予算教書で提示するという案もあった。同年2月の財務省と連銀の会議で、財務省が2.5%を金利の上限として国債を調達し、連銀がそれに協力することを約束することが確認された。この合意は発表されることはなかったが、長期国債金利の天井として市場参加者にも理解されていた。

当時、英国の2.5%コンソル債（クーポンだけを支払い続ける償還期限のない国債）が3%台で推移していたので、英国よりも信用力の高い米国の国債の金利は2.5%であるべきだという考えが流布していた。また、賃金物価統制が過度なインフレを防止するであろうと期待されたことも、長期金利の抑制に寄与した。

2.5%の金利の天井の対象となる長期国債の種類を巡っては、1941年3月に発行され56年から償還が始まり58年に満期を迎える国債か、あるいは、41年10月に発行され67年から

償還が始まり72年に満期を迎える国債が、議論は分かれた。市場での金利推移を見て、1942年3月4日に最長期物である後者を対象とすることが合意された。そして、3月4日から14日にかけて長期国債25年物（1967～72年償還）が8億8200万ドル発行された。

4 釘付けにされたTB金利

短期金利がいかなる水準にあるべきかについては、長期金利ほど簡単には合意に至らなかった。大恐慌以降は銀行に巨額の超過準備が存在し、短期金利はゼロ近辺で推移してきた。長期金利は超過準備や短期金利の低下に対して反応が鈍く、逆に、1937年春のように所要準備の引き上げと短期金利の上昇に対して敏感に反応すると財務省は考え、低い水準の短期金利が必要と主張した。また、当時の国債市場では長期国債と3ヶ月TBの金利差は約2%で推移しており、財務省はこの金利差を投資家が長期債をもつために必要な流動性プレミアムとみなした。

これらから、長期金利を2.5%以上にしないためには、短期金利を0.5%以下に釘付けすることが不可欠と考えられた。1941年11月に法定準備率が引き上げられ、TB金利は上昇した。それ以降1942年春までの間、TB金利は0.25%で推移していたので、財務省はこの水準でのTB金利の固定化を望んだ。

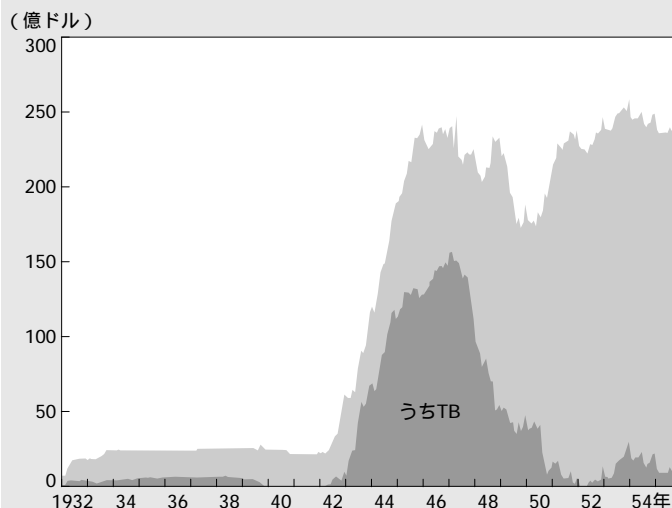
一方、連銀は、長期金利の安定が持続するためのTB金利は、これまでよりも高い0.75～1%が妥当と考えた。そして、TB金利が1937年10月来の高水準である0.375%（＝3/8%）で、連銀はTBの価格を支持することに合意した。

この合意は、一見すると、高い金利を望ん

だ連銀が財務省を押し切ったように見えるが、それは紀元前3世紀にローマ軍を多数の犠牲で打ち破ったギリシャのピュロス王の勝利にもたとえられる。なぜなら、連銀は1942年3月末から少なくとも戦争が終わるまでは、満期91日のTB金利をこの水準に釘付けにしなければならなくなったからである。実際、TB金利の釘付けは、TBの発行量についての財務省と連銀との力関係を逆転させた。それまでは、TB増発は金利上昇につながる懸念があるとして財務省は消極的であったが、この合意以降、TBの増発が金利上昇圧力を加えないように超過準備の供給を行わねばならない連銀が消極的になった。

1942年4月30日にFOMCは連銀に対して、この価格ですべてのTBを購入するよう指示した。さらに8月にFOMCは連銀に対して、TBの価格がこの水準以下であれば、連銀が買い戻すことを保証するというオプションを投資家に与えるように指示した。これによって、銀行にとってはTBは超過準備と同様の性格をもつ資産（しかも金利がつく）と位置

図2 連銀の国債保有額の推移



注) TB：財務省短期証券

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics, 1914 - 41*の表91および同1941 - 1970の表13.2

づけられるようになった。連銀によるTBの価格支持政策は、銀行準備の供給方法として、少なくとも戦争が終わるまでは継続するものと関係者に受け止められた。実際、1942年3月までは皆無であった連銀のTB保有は、前ページの図2に見るように、4月以降急速な増加をたどった。

こうして、TBの金利は（後述するように1947年7月まで）0.375%の水準に完全に釘付けされることになった。TB以外の利付国債については、連銀と財務省は一定の水準を超えて金利が上昇することを防止する行動をとるということにコミットしただけであった。これらによって、1年物利付国債（証書）には0.875～0.9%、4年半物には1.5%、という暗黙の金利の天井がついたイールドカーブが形成された。

5 長期国債を選好した民間投資家

戦争が長期化しそうだという予想が増えてくると、国債増発の長期化が懸念され、多くの投資家は国債価格が下落すると予想するようになる。このため、1942年10月に国債発行が失敗しそうになった^{文献8}。しかし、連銀によるTBの価格支持政策が揺るぎない方針であるという確信が市場に定着し、そして財務省が次々に新規に発行する国債の発行金利を引き上げないであろうことに疑いが持たれなくなると、長期国債の価格下落の懸念は解消していった。

同時に、投資家は長期国債への選好を強めた。25年国債は真性の投資家による購入が義務づけられており、要求払い預金を受け入れる商業銀行による購入は発行後10年が経過するまで禁じられていた。生命保険会社などの

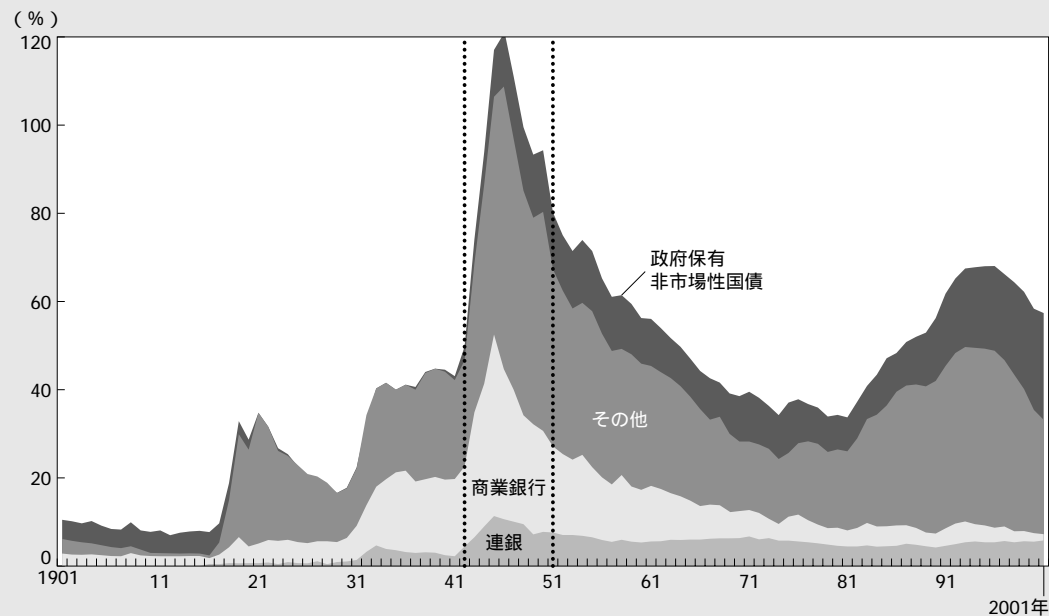
機関投資家は、価格下落への懸念が解消したなかで、長短金利差が存在していることから、長期債の購入を拡大していった。

そして、長期国債の金利は、長期国債が増発されたにもかかわらず、低下に向かった。銀行や機関投資家はイールドカーブが右上がりであることを利用して、長期債を購入して一定期間後にそれを売却すると、短期債を保有する場合よりも高い利回りを確保できた。イールドカーブをロールダウンするという投資手法である。この結果、1946年春には25年国債の金利は2.1%近くにまで低下した。

この一方、TBの人気は低下し、毎週発行されるTBに十分な入札があるかどうかの問題となった。連銀は財務省から直接国債を購入することを禁じられており、形ばかりとはいえ、国債ディーラーを通じて民間からTBを購入しなければならなかったからである。また、投資家が高い金利の長期国債を購入するためにTBを売ると、連銀はその逆のオペレーションを行った。そして、連銀は民間投資家が保有を嫌う残存期間のTBを多く保有することになった。

国債残高がピークを迎えたのは、1946年2月であった。その時点で、連銀はすべての市場性国債残高の11.5%を保有していたが、その内訳を見ると、先の事情を反映して、連銀は、TBは全発行残高の76%、利付き短期国債（証書）は20%を保有していたのに対して、中期国債は7%、長期国債は全発行額のわずか0.8%を保有しているに過ぎなかった。1942年3月から46年2月までの間に、連銀は国債の保有額を207億ドル増やしたが、その内訳を見ると、そのほとんどはTBと短期国債の増加によるものであり、長期国債は6億

図3 国債の保有構造（GDP比）



注1) 縦線は、TB金利の固定化が始まった1942年3月と、アコードが締結された51年3月を示す

2) GDP：国内総生産

出所) <http://w3.access.gpo.gov/usbudget/fy2003/hist.html>。ただし、1939年までのGDPは米国商務省編『アメリカ歴史統計』原書房、1987年による（年次）、連銀および商業銀行の国債残高については、1944年までは『アメリカ歴史統計』（国債残高は年度の値入）それ以降はFRB, *Flow of Funds Accounts of the United States*による

ドル減少していた。

次に、戦時中に増加した国債が誰によって保有されたかを見ておこう。図3に示すように、連銀と商業銀行による国債の保有が1942年から著しく増加し、45年にはGDP比で見て50%に達した。これは、1944年のわが国の日本銀行と銀行による国債保有額のGDP比に匹敵する高い水準である。

1945年末の商業銀行の国債保有額は889億ドルで、このうちTBはわずか25億ドル、満期20年以上の長期国債も28億ドルに過ぎなかった。満期1年の利付き短期国債（証書）、満期1～5年の中期債、そして満期まで5～10年の国債の比重が、それぞれ22%、28%、36%と大きいシェアを占めていた。

一方、連銀による商業銀行への国債担保貸し出しは、第二次世界大戦中はほとんど行わ

れなかった。第一次世界大戦中には銀行が流動性不足に陥った場合、連銀が国債を担保にとって公定歩合で貸し出しを行う制度が活用されたのに対して、第二次世界大戦中には連銀が買いオペで直接に国債を保有するようになり、国債担保貸し出しの増加はわずか2億ドルにとどまった。

このほか、第二次世界大戦中には、国債所有者の要求に応じて政府が額面で買い入れる貯蓄国債が急増し、その残高は1946年2月末に21億ドル、全国債残高の17%を占めた。これは、第一次世界大戦で発行された自由公債、戦勝公債の購入者が金利上昇によって損失を被ったので、それを避けるために換金性のある個人向け国債が導入されたからである。シリーズE、F、Gの名で呼ばれた戦争貯蓄公債は、当初の購入後60日あるいは6ヶ月

後という短い経過期間の後、政府が保有者の要請に応じて買い入れる義務を負った。

朝鮮戦争からアコードまで

1 インフレとデフレの交錯

第二次世界大戦中だけではなく、インフレとデフレが交錯して発生した戦後の混乱期においても、米国では長期国債の金利は安定した推移をたどった。この理由について、1951年3月の財務省と連銀によるアコードに至るまで、国債価格支持政策が実施されたからであるという解釈が定着している。

しかし、以下に見るように、朝鮮戦争が本格化するまでの間、連銀は準備率の操作と国債の売買を通じて期待インフレ率を抑制し、足下のインフレと期待インフレ率とを分離できたことが、長期金利の安定に大きく寄与したと考えられる。また、当時の市場と政策当局者には、1930年代に深刻であった銀行破綻の記憶が依然生々しく残っており、金利上昇が銀行システムの安定性に対する大きな脅威と考えられていたことも、こうした連銀の政策への信頼を高め、長期金利の安定につながったと考えられる。

長期国債の金利は、戦勝国債が発行された1945年末から翌年4月6日まで大幅に低下した。この背景には、戦後に特有の次の2つの理由を指摘することができる。第1は、戦後には過去のように金本位制に復帰し、デフレが来るのではないかという予想が働いたこと。第2は、終戦とともに長期国債が以後発行されなくなり、信用リスクのない安全な投資対象が消滅するのではないかという懸念が持たれたこと。実際、終戦とともに国債発行

は借換債の発行にほぼ限定され、1945年12月の戦勝国債の発行をもって国債の新規発行は終わった。

連邦財政は1946年にバランスに向かい、47、48年には巨額の黒字となった。そして、非市場性国債を含めたすべての国債の残高は、1946年2月末の2792億ドルをピークに減少に向かった。

2.5%利付き戦勝国債（1967年から償還が始まり満期は72年）の金利は、それが発行された1945年12月10日の2.45%から、46年4月6日の2.13%にまで低下した。この間、「2.5%国債が不足している」と多くの人々が口走るなど、一種の買いパニックが発生した^{文献7}。しかし、この日で26年間続いた金利低下は終わり、1981年9月までの長期に及ぶ金利上昇期が始まった。

消費者物価は、物価統制のもとで1943年末から前年比3%以下の上昇にとどまってきたが、46年6月に3%を超えた。このインフレ圧力は、物価統制の停止の影響に加えて、実物経済と金融の両面から生じた。欧州での復興需要が米国の輸出を増大させた。また、自動車等の個人消費や設備投資など、国内需要が1946年を通じて極めて旺盛であった。同時に、海外からの金の流入が続いた。さらに、銀行の貸し出しがあらゆる分野で拡大を続けた。これらにより、1946年7月からの消費者物価の前年比上昇率は、1年間にわたってほぼ10%を超え、特に47年末から48年初にかけて20%近くにまで達した。

このため、真珠湾攻撃の直後に形成され、金利の天井が覆っていたイールドカーブの維持は次第に困難となり、短期金利から徐々に離脱が始まった。

2 戦時の金利体系からの離脱

まず、図4に見るように、1947年7月に連銀は3ヶ月TBの購入金利を0.375%から0.875%に引き上げた。その際、連銀は秩序ある市場を維持するために必要な範囲でTBを購入し保有することを強調した。当時は、長期国債には金利の天井があるという認識が強く、しかも長期国債の流動性も高かった。このため、民間にはTBを保有するインセンティブは少なく、TBのほとんどを連銀が保有していた。したがって、TBの金利引き上げは、連銀の利子収入の増加となるが、それは連邦政府に納付されるといった理由から、TB金利引き上げの経済などへの影響は少ないものと考えられていた。

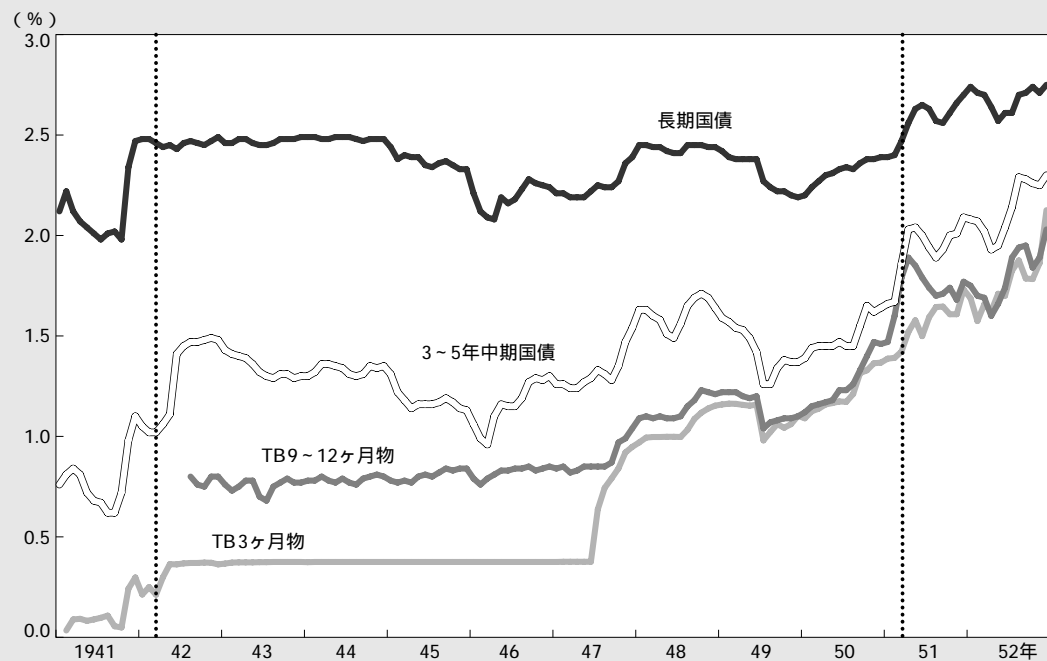
2番目の離脱は、1年物利付国債（証書）についてである。1947年8月には、連銀は1年物利付国債を0.875%で買い入れることをやめ、その市場金利は新たに発行される1年

国債の発行金利を上回らないという方針に変更した。財務省は発行金利を1.125%に次第に引き上げていった。これにつれて、3ヶ月TB金利も1%近くにまで上昇した。これらの短期金利の水準は、1948年夏まで続いた。

3番目の離脱は、1947年12月に連銀が長期国債の支持価格を少し引き下げたことであった。長期国債の価格はオーバーパー（額面より高い状態）が続き、1947年4月には期間15年超の国債金利は2.19%となった。この金利水準は低すぎるとして、財務省は4月から10月末にかけて投資勘定から18億ドルの長期国債を売却し、10月に1965年償還の非市場性国債（Gタイプ貯蓄国債）を2.5%で発行した。これらと、先に述べた短期金利の上昇、そして民間資金需要の増大とが相まって、11月に長期金利は2.37%に上昇した。

この金利上昇は急速に過ぎると判断された。エックレス前連銀議長は、「もし長期国

図4 国債金利の推移



注) 縦線は、TB金利の固定化が始まった1942年3月と、アコードが締結された51年3月を示す

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics, 1941 - 1970*の表12.2、表12.7

債が額面割れになったら、どこまで下落するのか。人々は前の戦争の後、額面割れが生じて何が起こったのかをよく記憶している」と警告した（1947年12月10日）。そして、長期国債の価格が額面価格以下とならないように、連銀は11月から年末にかけて20億ドルの長期国債の買いオペを行った。

1948年に入ってから、長期国債の額面割れに対する懸念が続いた。連銀は2月に預金準備率を20%から22%に引き上げる一方、第1四半期中に30億ドルの長期国債を購入した。エックレス前連銀議長は同年4月13日に、「我々はすべての国債を額面で買い支えるべきであると言っているのではない。長期国債を2.5%で維持すべきだと言っている。短期金利の変動は、それが有益である限りにおいて許容されるべきだが、長期国債の金利に上昇圧力を加えるところまで短期金利を引き上げることにはできない」と述べている。

また、1948年6月に預金準備率を24%に引き上げた後、マッケープ連銀議長は、「2.5%国債の価格支持が決定的に重要であることに強い確信を持っている。この政策が永遠であると言おうとしているのではなく、私は予知できる将来まで必要だと言っている」と述べている（1948年8月2日）。

戦時中の金利体系からの4番目の離脱は、1948年8月に起きた。同年第2四半期に物価上昇への懸念が残り、金利に上昇圧力が加わっていた。連銀はそれを抑えるために国債を買い入れ、保有する国債、TBの合計は増加を始めた。財務省は、8月になってついに1年物利付国債（証書）の金利が1.25%に上昇することを容認し、10月からその発行金利を1.125%から1.25%に引き上げると発表した。

これらによって、1947年6月から48年10月の間に、TBは0.375%から約1.1%へ、1年物利付国債は0.875%から1.25%へ、そして長期国債は2.2%から2.48%へと上昇した。短期金利ほど上昇幅が大きかった。

1942年初から47年7月までは、TB金利を0.375%に釘付けすることで長期国債の金利を42年の水準以下に抑えられたが、47年から48年の間は、短期金利の上昇を容認しながら、長期国債の金利が2.5%を超えないようにすることに主眼が置かれたと解釈できる。

3 朝鮮戦争の勃発

1948年6月に預金準備率が24%に引き上げられた後も、8月にはトルーマン大統領がインフレ対策を検討する議会の特別委員会を召集して準備率のさらなる引き上げを決め、9月に26%とした。銀行は準備預金を増やすために国債を20億ドル売却した。それらは連銀に購入され、それに見合っただハイパワードマネー（連銀の現金通貨＋商業銀行の準備預金）は増大したが、M1（現金通貨＋要求払い預金）で見たマネーサプライの伸び率は、1948年第1四半期から第3四半期にかけて急速に減少していた。

1948年11月から49年10月にかけての景気後退によって、国債市場の緊張はゆるんだ。卸売物価は8月に上昇が止まり、鉱工業生産は11月にピークをうった。これにつれて、商工業向け融資、そして不動産融資が弱含むと、銀行や保険会社は再び国債を購入した。1948年を通じて見ると、商業銀行は国債保有を大きく減らし、逆に49年上半期には増加させた。連銀の国債保有は1948年には買いオペで増えたが、49年上半期には国債の売却で大幅

に減少した。

1949年上半期に30億ドルもの長期国債を売却したので、景気後退期にも連銀は国債を売却しようとしている、景気後退をさらに悪化させるのではないかという強い批判を生んだ。この経験から、連銀は市場との国債売買の意図は、金利の安定化にあるのではなく、物価と所得の安定にあることを、1949年7月の連銀月報で表明した。この間、連銀は同年5月と6月に準備率を引き下げ、M₁は再び拡大に向かった。

1949年7月に工業生産の回復が始まり、50年第2四半期から消費者物価が再び上昇を始めた。これらの動きを予想して、国債市場ではすでに1949年末から金利は上昇していた。さらに1950年6月に朝鮮戦争が勃発し、それによる財政赤字の拡大懸念が、長期金利を押し上げ始めた。

4 アコードの成立

1950年9月15日、マッカーサー元帥は仁川に上陸した。これに対して、中国軍30万人が11月末に鴨緑江を渡り、軍事緊張は著しく高まった。米国政府は戦費の拡大を予想し、長期国債金利の天井を維持することの必要性を強く主張した。12月初に、トルーマン大統領はマッケブ連銀議長に、長期国債の金利釘付けを維持するように電話で求め、さらに「金利釘付けを解除することは、スターリンが望んでいることに他ならない」と手紙を書いたことが伝えられている。

米国内では、物資が不足するのではないかという予想が広がり、消費者物価は1947年末以来の急速な上昇を始めた。インフレ圧力の増大は、連銀の金融調節のあり方に直接の影

響を与えた。

市場金利の上昇とともに、連銀の国債購入が増加し、1950年第2四半期に連銀の保有する国債は再び増加を始めた。連銀は国債市場の秩序維持への関与を引き続き表明したが、同時にインフレの抑制に優先順位を置くことも再確認した。そして、連銀は、商業銀行に貸し出しの抑制を要求し、9月に消費者信用の抑制を図った。しかし、1951年2月までの3ヶ月間の消費者物価上昇率は年率で21%にも達した。

トルーマン大統領は、中国に加えてソ連が参戦し世界戦争に発展するかもしれないという緊張のなかで、1951年1月25日に賃金と物価を凍結し、住宅ローン金利を引き上げた。そして、戦費の調達に向けて、1950年9月に続き、51年1月にも企業に超過利潤税を課した。しかし、ソ連参戦となると戦費はさらに拡大する。

こうしたなかで、連銀のエックレス理事は1951年1月25日に、「国債金利を釘付けにするように市場の求めに応じて連銀が国債を購入しようとする、銀行をインフレのエンジンにすることになる」とFOMCで述べた。そして1月29日に連銀は、長期国債の購入価格を額面100に対して最小の価格変動幅である1/32だけ引き下げた。

それでも長期国債の金利はまだ2.5%以下であったが、トルーマン大統領はFOMCのメンバーとの会合を求めた。会合は1月31日に開催された。大統領は、「現在米国は、第二次世界大戦やそれ以前の戦争を含め、建国以来最大の危機に直面している。我々は多くの前線で共産主義の影響と戦わねばならない。もし国民が国債に対する信認を失うなら

ば、すべてを危険にさらすことになる」と述べた。

これに対して、マッケープ連銀議長は、「経済全体の最善の関係を常に念頭に置いて、通貨の量と金利と流動性を管理することによって、経済の安定を促進すること」と連銀の責務について述べ、国債金利については何もコミットしなかった。そして、2月1日に準備率を24%に引き上げた。

当時、政府は国債の借り換え発行に加え、新規国債発行が必要な状況に直面していた。トルーマン大統領は2月26日に「金利の変更は信用拡張を抑えるために考えられる方法のうちの1つに過ぎない」とし、マッケープ連銀議長に「民間借り入れの増大を抑制し、同時に国債市場の安定を維持する方法を研究するように」と述べた。

マーチン財務次官補と連銀との間で、妥協が模索され、3月1日のFOMCで次の内容が示された。連銀は1951年を通じて1.75%の公定歩合を維持する。財務省は市場にある市場性国債を非市場性国債と交換（ボンド・コンバージョン）し、市場性国債の残高を減らす。これによって連銀の買いオペを抑制する、という内容であった。

具体的には、1945年に発行された2.5%利付国債（満期1972年12月）の一部（約190億ドル）を額面価格で、2.75%利付きの非市場性国債と交換する。非市場性国債の満期は1980年で、75年から償還が始まる。償還期限が延長され、また非市場性国債となるため2.5%国債に比べて流動性が低下する分、クーポンを引き上げたと見ることができる。

なお、この交換を円滑にするために、財務省はこれらの国債の保有者の要求に応じて満

期が5年の1.5%利付きの市場性国債と交換することとし、連銀は交換期間中に2億ドルの範囲内で、5年国債の価格支持を行うこととされた^{文献3}。

3月3日のFOMCで財務省との合意事項が承認され、次の声明文が翌日に発表された。「財務省と連銀は、債務管理政策と金融政策が、政府の資金調達成功と同時に債務のマネタイゼーション（国債発行による通貨供給量の増加）の最小化という共通の目標をさらに追求すべきであるという点に関して完全な合意に達した」。そして、マッケープ連銀議長は辞任し、後任にはマーチン財務次官補が就いた。

なお、朝鮮戦争が限定の方向に向かい始めた時期にアコードが締結されたことにも留意しておく必要がある。金利釘付け政策を強く求めていたトルーマン大統領は、アコードの直前から、朝鮮戦争を限定する方向に傾き、ソ連の参戦や核戦争を回避するために、北緯38度線で朝鮮半島を分割することによる和平を求めた。マッカーサー元帥はこれを非現実的な政策として非難したが、大統領は元帥を4月10日に解任した。

なぜ長期金利の安定が続いたのか

1 キャピタルロスへの配慮

財務省と連銀とのアコードは、1951年3月4日に公表された。連銀は第二次世界大戦が終わってからも戦時の金利釘付け政策を続けてきたが、この日以降その責務から解放され、同日は連銀の独立記念日とさえいわれている。

アコード締結後、長期国債の金利はすぐに2.5%を超えた。財務省は3月26日から4月6日までの間、2.5%利付き市場性国債を2.75%利付きの非市場性国債と交換した。この間、連銀はアコードの内容に沿って、5年利付国債を市場から購入したが、最初の3日間で購入資金を使い果たした。狼狽した財務省は価格支持を続けるように連銀に求めたが、連銀は要求を退けた^{文献4}。

非市場性国債は136億ドル発行され、同額の金利リスクのある長期国債の残高が減少した。商業銀行のほかに保険会社、政府機関、連銀がボンド・コンバージョンに参加したが、交換適格とされた市場性国債190億ドルのうち約50億ドルはそのまま市場に残った^{文献3}。その後、連銀の国債購入は市場の混乱時にのみ限定され、その年の終わりまでに長期国債の金利は2.75%まで上昇した。

ではなぜ、消費者物価が前年比2けたも上昇した1946年央から48年初にかけてではなく、51年にアコードが締結されたのだろうか。以下で、その要因として、金融システムへの安定性への配慮と、連銀の準備率操作を通じる期待インフレ率への働きかけを取り上げる。

1951年春に至るまで金利の安定が優先されたであろう理由として、金融システムの安定への配慮があった。アコードの時点においても、ボンド・コンバージョンを通じて国債保有者の損失回避に救いの手を差し伸べようとしたのも、金融システムの脆弱性への配慮の現れといえよう。

これには、1930年代に深刻であった銀行破綻の記憶によるところが大きかったのではないかと。第二次世界大戦中には、銀行にとって

大量に発行された国債のほかには投資対象が限られていたため、銀行は国債の保有を著しく増加させた。要求払い預金を受け入れる商業銀行には、発行後10年が経過するまでは25年国債を保有できないという制限が課せられていた。それでも、1945年6月末にはすべての国債残高の約3分の1を商業銀行が保有しており、資産と負債の間に期間のミスマッチが存在していた。

1945年6月末には、銀行の国債保有額は842億ドルで、そのうち満期まで5年以上の国債は277億ドルに達した。一方、銀行の自己資本は86億ドルであったので、少しの金利上昇であっても銀行の自己資本を毀損させかねない状況にあった。1945年末には商業銀行の資産のうち55%を国債が占めるようになってしまった。このため、第二次世界大戦後の銀行システムは、債券価格の下落に対する脆弱性が極めて大きかった。

その後、1950年末までの間に、商業銀行が保有する国債は618億ドルにまで減少し、銀行の資本金は114億ドルにまで増加した。しかも、この間に、銀行が1930年代や40年代初に購入した国債も次第に満期に近づいてきた。満期まで5年以上の国債保有額も、1950年末には103億ドルに減少した。1951年末には商業銀行の資産に占める国債の比率は35%に低下した。このようにして、銀行は時の経過とともに金利リスクへの脆弱性を低下させてゆき、長期金利の安定化に対する配慮の必要性が減少していった。

2 準備率操作の効果

たとえ金融システムへの配慮から長期金利の安定した推移が必要であっても、それはい

かなる手段によって実現できるのであろうか。伝統的な文献は、連銀による国債価格維持政策の役割を強調している。

しかし、これまでに見たように、長期国債の金利の天井に暗黙の合意はあったが、それは連銀による厳密な意味での価格支持、金利釘付け政策ではなかった。連銀がコミットしたのは、3ヶ月TBを0.375% (3/8%) で釘付けにする政策であった。

また、名目長期金利を一定水準に釘付けする国債価格支持政策は、そもそも持続可能な政策ではない。連銀の国債買い入れによってマネーサプライが増加し、それが市場参加者の期待インフレ率を高めることになれば、長期金利は上昇に向かうからである。

第二次世界大戦中も、米国では銀行による長期国債の保有には制限が設けられ、また銀行が国債を担保として連銀貸し出しを受けることもほとんどなかった。国債市場は戦時の日本のように統制されたのではなく、市場機能は作動しており、長期国債の金利は、投資家の期待インフレ率を織り込んで推移したと考えることができる。

したがって、長期国債の金利の安定には、期待インフレ率の動向が極めて重要な役割を果たしたという類推が可能となる。戦争中のマネタリーベースなどの拡大は、戦争終了とともに抑制されるであろうという投資家の予想が支配的であったから、長期国債の金利が安定して推移したという考え方である。また、1946年からの物価上昇は一時的、循環的なものとみなされ、朝鮮戦争以降のインフレは持続する傾向的なものと認識されたという解釈である。

こうした期待インフレ率の動向に、連銀の

準備率操作が一定の影響を与えたと考えられることができる。1930年代に超過準備への対応から準備率の操作が行われたが、この延長線上で準備率は41年11月に、そして戦後48年に3回引き上げられた。

預金準備率を引き上げると、銀行は準備預金を確保するために国債の売却や貸し出しの抑制を迫られる。銀行が売却した国債を連銀が購入し、銀行はそれで準備預金を積む。これによって、銀行の資産は国債から準備預金に代わるので、銀行の収益は圧迫される。連銀は負債である準備預金を増やし、資産として利子を生む国債を持つことで、バランスシート（貸借対照表）を両建てで拡大させる。準備預金の増加でマネタリーベースは増加するが、貨幣乗数の低下によって広義のマネーサプライである M_1 、 M_2 (M_1 + 定期性預金) などは増勢鈍化に向かう。

実際、 M_1 の伸び率は、1948年0.5%、49年 - 1%、50年2.7%に抑制されていた。カリフォルニア大学パークリー校のアイケングリーンとブラウン大学のガーバーは、このことが市場での期待インフレ率の抑制につながったと指摘している^{文献3}。

さらに、こうした戦後のマネーサプライの抑制を市場が予想していたから、マネーサプライが年率20~30%も増加した1942~44年においても、25年国債の金利が2.5%以下で推移したという解釈が可能であろう。

このように、連銀の準備率操作が現実のインフレとインフレ期待とを分離したことが、長期国債の金利の安定に寄与したと考えることができる。しかし、短期の予想インフレ率で変化すべき3ヶ月TB金利が長期にわたって釘付けにされてきたことは、期待インフレ

率に影響しなかったのであろうか。

3 対象を限定したマネタイゼーションに過ぎなかった

1942年3月から47年7月にかけて実施されたTB金利の釘付け政策は、なぜ長期的なインフレ期待の上昇につながらなかったのか。

まず、連銀による価格維持政策の対象となったTBの発行残高を見ておこう。表1に示すように、この期間においてもTBの残高は、市場性国債の残高の1割以下に過ぎなかった。期間1年未満の利付国債の残高は、TB残高以上に急増したが、これらは金利釘付け政策の対象ではなかった。つまり、連銀による金利釘付け政策の対象であるTB残高自体が、かなり限定されていたといえる。

また、投資家にとってTBと代替的な投資対象である、満期まで3ヶ月の利付国債の金利は、金融の繁閑に合わせて変動しており、0.385%に固定されたTB金利を0.02%から0.5%も上回っていた。そして、3ヶ月利付国債の金利がTB金利を上回ると、買い戻

し条件が付いているとはいえTBの魅力は低下し、銀行やノンバンクのTB保有額は減少していった。

銀行はTB金利の固定化が始まった1942年から43年春まではTBの約6割を保有していたが、43年末には4割を切り、46年末には7%にまで低下した。商業銀行が1946年末に保有した国債786億ドルのうちTBは、1年物利付国債（証書）の10分の1の1.7%に過ぎなかった。銀行と同様に、ノンバンクによるTB保有も、利付国債3ヶ月物とTB金利の格差の拡大とともに、減少した。

このように金利が釘付けされたTBは、市場から駆逐され、連銀に保有されていった。この点から、連銀のTB購入は公開市場操作ではなく、TBを固定価格で購入する受け身の操作であったといえよう。TB残高のうち連銀の保有比率は、1943年3月末23%、44年3月末50%から、45年3月末71%、46年3月末78%、47年3月末89%に上昇した。これにつれて、表1に見るように、マネタリーベースは、1946年3月まで急速に拡大した。

表1 TB、短期国債の残高とマネタリーベース

マネタリーベース	(単位：億ドル)							
	合計	市場性国債の残高			連銀保有分			合計
		TB	利付債		TB	利付債		
			1年未満	10年以上			10年以上	
1942年	245	489	17	22	131	22	0	4
43年	291	838	92	158	165	59	21	2
44年	332	1,296	131	335	295	121	65	2
45年	405	1,634	169	430	327	197	121	2
46年	437	1,971	170	525	597	226	133	1
47年	434	1,725	170	361	548	226	151	1
48年	450	1,614	139	359	548	209	89	30
49年	469	1,557	116	376	539	217	52	59
50年	430	1,545	123	369	451	176	40	31
51年	463	1,516	136	401	436	229	17	35
52年	486	1,414	169	536	300	213	0	14

注 1) 各年とも3月末の計数

2) 国債の残高は政府保有分を除いた計数

出所) Toma, Mark, "Interest Rate Controls: The United States in the 1940s," *The Journal of Economic History*, Vol.52, No.3, 1992 および Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics, 1941 - 1970*

この間の、満期まで10年以上の国債の保有状況について見ると、連銀による保有は極めて少額であった。戦時を通じて連銀による保有比率は3%以下で、特に1944年から47年の間は1%にも満たなかった。民間の保有比率は約90%を維持し、これらの残差は税府保有分であった。この民間による長期債保有の大きさから見ても、戦時中の長期的な期待インフレ率は比較的低かったと見ることができるであろう。

戦時中には金融拡大が続くが、表1に示されているように、戦後にはそれが抑制された。戦時中の投資家の予想の通りになった。戦後の連銀はTBの保有を減らし、中長期債の保有を増やし、戦時中とは逆のオペレーションを行った。

連銀が保有する国債は1946年末の234億ドルから、49年末には189億ドルに減少し、51年末は238億ドルとなった。その内訳は、TBが大幅に減少し、中長期債の保有が増えた。満期10年以上の国債は1946年末の1.6億ドルから51年末26億ドルへの増加にとどまっている。また、すべての満期10年以上の国債のうち連銀が保有した比率は、1946年末0.3%から48年末14%に達するが、以降49年末11%、50年末8%へと低下した。このように、長期国債の価格支持政策が採用されていたとステレオタイプに理解されてきたほどには、連銀の国債保有額は増大していない。

以上で見たように、国債価格支持政策は対象をTBに限定したものであり、連銀の割引窓口はTBに対してのみ開かれていた。準備率引き上げに伴って行われた連銀の買いオペも、対象をTBに絞った限定したものであったので、預金準備率の引き上げが、インフレ

期待の抑制につながった。これらによって、第二次世界大戦中と戦後のインフレとデフレとが交錯した時期にあって、長期国債の金利は1942年から51年までという長い期間にわたって安定した推移をたどった。

しかし、朝鮮戦争の勃発で事態は大きく変わった。朝鮮戦争のために資源を動員することが国家の至上命題であると認識され、同時にインフレ期待が大きく膨らんだ。ビジネスウイーク誌の1951年第1週号には「天稔は急速なインフレの持続へと傾いた」という記事が掲載されるなど、インフレ期待が急速に高まっていった。

このため、長期国債の金利の天井は、対外政策の至上命題や経済実態と整合的でないとみなされるようになった。東西冷戦、福祉充実などの国家政策を支えるために、それまでの政府と連銀による期待インフレの抑制は放棄されねばならなくなった。そこで、アコードに至ったと解釈することができる。

4 日本の出口戦略への示唆

翻って、21世紀初頭のわが国について見ると、政府短期証券と借入金を含めた国の債務のGDP比は2002年度末で136%に達し、戦前の1943年の133%を上回ってしまった。この比率は、年金改革や地方分権改革が進まないなかで上昇を続け、特攻隊攻撃が行われた1944年の204%に迫ろうとしている。

こうしたなかで国債金利が上昇した2003年夏には、金融政策の時間軸効果への信頼が揺らいだとして、量的緩和政策へのコミットメントの強化を求める声が相次いだ。しかし、金融の量的緩和政策はデフレからの脱出を目指して進められるものであり、国債の消化を

目的とするものでは決していない。

本稿で見たように、アコードに先立つ時期においても、金融政策が債務管理政策に従属したから、長期金利の上昇が抑制されたわけではなかった。戦時中の投資家は、戦後はデフレになるとの予想のもとに長期国債に投資してきた。確かに、戦後は一時期デフレに見舞われたが、朝鮮戦争を機にインフレ期待が高まった。そこで、連銀は戦時中に保有を増やしてきた短期国債を売りオペし、預金準備率を引き上げて投資家の期待インフレ率に働きかける一方、市場から長期国債を購入した。連銀が保有する国債総額は増えておらず、積極的な買いオペによって金利釘付け政策を行ったわけではなかった。

また、アコード直後に連邦政府は、2.5%の市場性国債を2.75%の非市場性国債と交換した。後者は購入すると売却ができず、しかも満期が長期化するので、これらをクーポンの引き上げで補償した市場での等価交換であった。アコード後に長期金利は2.5%を超えて上昇した。これは東西冷戦と福祉拡充、つまり「バターも大砲も」という時代を迎えて、投資家の期待インフレ率が上昇したためであろう。この過程で、ボンド・コンバージョンで非市場性国債を手にした投資家は大きな機会損失を被った。

このようにボンド・コンバージョンは、金利上昇への備えのための1つの選択肢として、政府が投資家に提供したもので、キャピタルロスに補償するものではなかった。事後的に損失を補償する国債市場は、市場経済には存在し得ないのである。今後のわが国でデフレからの出口戦略として重要なことは、投資家の自己責任と財政健全化である。

参考文献

- 1 Cecchetti, Stephen G., "The Case of the Negative Nominal Interest Rates: New Estimates of the Term Structure of Interest Rates during the Great Depression," *Journal of Political Economy*, Vol.96, No.6, 1988
- 2 Chandler, Lester V., "Federal Reserve Policy and the Federal Debt," *The American Economic Review*, Vol.39, 1949
- 3 Eichengreen, Barry and Peter Garber, "Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy 1945 - 51," NBER Working Paper No.3380, June 1990
- 4 Hetzel, Robert L. and Ralph F. Leach, "The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account," *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Winter 2001
- 5 Homer, Sidney and Richard Sylla, *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, 1996
- 6 Marshall, David, "Origins of the Use of Treasury Debt in Open Market Operations: Lessons for the Present," *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Oct. 2002
- 7 Murphy, Henry C., *National Debt in War and Transition*, McGraw-Hill Book Company, 1950
- 8 Robinson, Marshall A., "Debt Management and Monetary Policy - Federal Debt Management: Civil War, World War I, and World War II," *The American Economic Review*, Vol.45, No.2, 1955
- 9 Toma, Mark, "Interest Rate Controls: The United States in the 1940s," *The Journal of Economic History*, Vol.52, No.3, 1992
- 10 Whittlesey, Charles R., "Federal Reserve Policy in Transition," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.60, 1946

著者

富田俊基（とみたとしき）
研究理事、京都大学経済学博士
専門は経済政策