

經濟論叢

第123卷 第1・2号

- マルクスにおける生産諸力の概念について(2)……平 田 清 明 1
- 自由保有地における
旧体系の壊顔と慣習保有地の情況……………尾 崎 芳 治 24
- 国債発行と資本蓄積……………池 島 正 興 54
- ヒュームの学問・技芸論……………田 中 秀 夫 82
- The Engineering Magazine と原価管理……………田 井 修 司 99
-

昭和54年1・2月

京 都 大 學 經 濟 學 會

国債発行と資本蓄積

—「アコード」評価に関連して—

池 島 正 興

はじめに

1975年度を境にして、わが国の財政は「国債を抱いた財政」から世界最高の「国債に抱かれた」財政へと転化し、日本経済は今や未曾有の大型国債発行時代に突入している。政策当局は大型国債発行と巨額の国債残高の累積に対応した国債・金融市場「づくり」を積極理に推進する一方、インフレーション昂進の問題を無視しえず、大型国債発行時代になかった国債管理政策の確立こそが焦眉の課題であると主張している。そして、政策当局者も含めて活発な国債管理論議が展開されているのも現在の特徴であろう。そこでの主要な論調は、従来の人為的低金利政策を基調とした統制的国債管理政策ではインフレーションは必然的に激化せざるをえず、マネーサプライ管理の条件を確立しインフレーション抑制を可能とするためには、金利の自由化を基軸とした市場尊重型国債管理政策に転換すべきである、というものである¹⁾。こうした論陣を張る論者が、その論拠の一つとして共通して引き合いに出すのが、戦後アメリカでの1951年の「財務省・連邦準備制度アコード」の成立である²⁾。

1) 例えば、吉富勝、金利の自由化を訴える、上・下、「日本経済新聞」1978年3月6日—7日、中島将隆「日本の国債管理政策」1977年を参照せよ。

2) 「アコード」とは、財務省長官と連邦準備制度理事長による次の声明を指す。「財務省と連邦準備は、政府所要資金の調達を成功を保証し、同時に公債の換金化を最小限にするという共通の目的を促進するためになされるべき国債管理政策および貨幣政策に関して、完全なる了解に達した」U. S. Cong., J. C. E. R. Subcommittee on General Credit and Debt Management, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Report, 1952, Appendix: Treasury-Federal Accord, p. 79.*

そして、「アコードは中央銀行政策の、財務省の利子率政策への従属の時期を終結させた」

ふりかえてみれば、「アコード」により連邦準備のマネーサプライ統制機能、金利引上げの自由が回復されたのは事実である。そして、この「アコード」による「金融政策の復活」後の初の金融引締め政策が1955-57年に展開された。しかし、その期には売りオペをも含む厳しいマネーサプライ統制がなされたにもかかわらず、過剰な供給能力下でのインフレーション、いわゆる「新しいインフレーション」が生じた。この側面は現在の国債管理論議では全く言及されていないが、これもまた歴史的事実である。

そこで小論はこうした歴史的事実を踏まえ、第一に、巨額の戦時国債を抱え込んだアメリカ経済が平時経済への転換を遂行するに当り、国債価格支持政策が果たした歴史的役割と「アコード」成立への契機を現実資本の資本運動との関連で考察し³⁾、第二に、マネーサプライ統制下での国債の流通と償還の運動と「新しいインフレーション」の関連を現実資本とりわけ金融資本の蓄積行動を分析の基軸に据えて考察する⁴⁾。そして第一に、国債がマネーサプライ統制下

(T. C. Gains, *Technique of Treasury Debt Management*, 1962, p. 62) との主張に見られる様に、戦後から「アコード」の成立に至るまでの国債価格支持政策の展開を、膨大な国債の利子費用の節減と円滑な借換を目的とした財務省の低金利政策の要請への、連邦準備の金融政策の従属（公開市場操作を国債の高価格での買操作に固定化＝金融引締め政策の放棄）と把握し、そして、インフレーションの進行に従い、金融政策の独自の重要性が認識されるに至って、財務省と連邦準備の対立が表面化し、やがて「アコード」により国債価格支持政策が撤廃され、「金融政策の復活」＝連邦準備のインフレ抑制機能の回復が確認されたとするのが、通説的理解である。わが国での、こうした通説的立場からの代表的な研究成果としては、伊東政吉「アメリカの金融政策」1966年があげられる。そこで、最近の論議では、大量国債発行にもかかわらずインフレ抑制を可能とするような国債管理政策を構築するためには、この「アコード」成立の経緯からしても、人為的低金利政策の撤廃が重要なポイントであることが主張されるわけである。例えば、中島将隆、前掲書、9-18ページを参照せよ。

- 3) 既に述べたように、「アコード」の成立を財務省と連邦準備の政策的対立という視点から把握するのが通説的立場である。これに対し、その過程を社会的背景や支配階層内の利害対立に関連づけて概括した数少ない先駆的業績としては、柴田徳衛、米国最近の国債問題、「経済と経済学」第5号、1957年がある。
- 4) この「新しいインフレーション」やその解明にむけてのアメリカでの研究成果は、わが国の研究者にも当然ながら注目された。とりわけ、管理価格インフレ論やC. L. ジュルツの需要シフトインフレ論が、伊東光晴氏や高須賀義博氏によって積極的に紹介され、それらが「生産性格差インフレ論」として発展させられたことは周知のことである（伊東光晴「新しいインフレーション」1966年を参照せよ）。しかし、両氏の「新しいインフレーション」研究への問題視角が、「この新しいインフレーションを祖上にのせ、その原因が……現代資本主義の構造に深く根ざしていることを強調しようとした」（伊東光晴、同上、2ページ）ことにあるにもかかわらず、「古典的」イ

で金融資本の強蓄積を推進する上で果たした特徴的な機能と役割を明らかにし、「新しいインフレーション」との内的連関を究明し⁹⁾、第二に、その上で「アコード」を金融資本の資本運動の点から歴史的に評価する。これが小論の課題であり、現在の国債管理論議を深める上で重要な意義をもつと思われる。

この問題を検討する上での基本資料は、「貨幣・信用・財政政策に関する小委員会」（通称、ダグラス委員会）の諸資料である¹⁰⁾。これらの資料は、国債価格支持政策の展開がなぜ必要とされ、そしてまた、その後その撤廃の要求がなぜ生じざるをえなかったのか、この点を平時経済への移行期における資本（特に銀行資本）の蓄積方式や蓄積政策との関連で考察する上で重要な手がかりを与えてくれる。これらの資料によりつつ、国債価格支持政策から「アコード」の成立への動因を析出し、日本の論議の見落としていた問題に解明の光をあててゆくことにしよう。

I 国債価格支持政策から「アコード」の成立へ

国債価格支持政策（以下単に支持政策と略す）の展開がなぜ必要とされたのか、まずこの点について、政策当局の見解を考察しておきたい。スナイダー

ンフレーション要因が存在しない下での積極的物価騰要因を、「貨幣論的」接近を排し、財政や金融との具体的連関を断たれ、抽象化された「再生産構造的視点」から検出することに力点が置かれたため、事実上、「新しいインフレーション」研究への分析視角が産業構造とインフレーション問題に限定されてしまったことは否定できないように思われる（高須賀義博、現代アメリカの物価上昇機構、『経済評論』10巻2号、1966年を参照せよ）。それゆえ、わが国の研究にあっては、財政・金融問題や国債問題が、「新しいインフレーション」の総合的かつ「構造論的」究明の中に位置づけられて考察されることは全くなかった。

- 5) 国家独占資本主義のもとでのインフレーションを研究対象とする以上、財政や国策と結合した金融寡頭制の蓄積方式に、分析の照準をあわせる必要があることを主張したのは、鳥恭彦氏である（鳥恭彦「インフレーション」1977年、72-73ページを参照せよ）。
- 6) ダグラス委員会の資料としては、U. S. Cong., J. C. E. R., Subcommittee on Money, Credit, and Fiscal Policies, *A Compendium of Materials on Monetary, Credit, and Fiscal Policies*, 1950; ditto, *Monetary, Credit, and Fiscal Policies, Hearings*, 1950; ditto, *Monetary, Credit, and Fiscal Policies, Report*, 1950がある。以下、単に各々、*Compendium, Hearings, Report*と略記する。インフレ抑制のために、連邦準備の、信用を制限し、金利引上げの自由は回復されるべきことを勧告した、このダグラス委員会の報告は、「金融政策の復活」の先駆をなし、「アコード」の成立にむけての連邦準備の理論的後盾となったと言われている（伊東政吉、前掲書、34ページを参照せよ）。

H. G. Snyder 財務長官の見解は次のように要約される。第一。国債総額は戦時中に5倍以上に増大し、1946年2月段階で2800億ドルに達し、私的・公的な全債務額の60%以上を占めていた。そして、国債は商業銀行、生命保険会社、相互貯蓄銀行の各資産の71,46,64%を占めていた。だから、国債に関する決定は政府財政のみならず、金融、経済全体に重大な影響を及ぼさざるをえなかったであろう。第二。それゆえ、財務省と連邦準備当局が協力して国債価格を支持し国債市場の安定性を維持する事は、この戦時から平時への移行期にあっては決定的に重要であった。なぜなら、国債総額やその金融市場に占める比重が現在よりもはるかに小さかった第一次大戦後の初期においてさえ、国債価格の急激な下落は投資家に莫大な損失をもたらし、資本市場を混乱させ、経済的瓦解を生じさせる重大な要因となった。いわんや、第二次大戦後の現在、国債価格の大幅な下落がいかに深刻な事態を引き起すのかは全く明日であったからである。第三。国債価格は額面以上で支持されねばならなかった。支持価格の額面以下への引下げは、反インフレーション政策どころか、政府信用の信頼性を損い、その結果として連邦準備銀行がより大量の国債を購入する事を不可避にし、それだけインフレーションを激化させる事になったからである⁷⁾。

連邦準備制度のマッケーブ T. B. McCabe 理事長も支持政策に関しては、このスナイダー長官の見解と基本的には合致した内容の見解を述べている⁸⁾。こうした政策当局首脳の公式見解から、私達は支持政策の政策課題というものを理解できるであろう。

7) *Compendium*, pp. 4-10 および *Hearings*, pp. 394-395 のスナイダー発言を参照せよ。

8) 「しかし、連邦準備は、安定的かつ秩序ある政府債券市場を維持することは、現在の状況の下では優先されるべき目標であるという点で財務省とは全く意見が一致している。長期債券価格は額面以下に下落させられるべきではないという点は、合意されていた。これを決定するに至ったのは次の点を考慮したからである。つまり、政府長期債券残高の未曾有の額、財務省の巨額の借換の問題、政府長期債券価格の下落の不安からくる大量放出の可能性、政府債券価格の下落が大量の政府債を保有する多くの金融機関のポジションを悪化させるかもしれないという懸念、である。……この期間中、(政府債券価格の)支持の立場を放棄していたならば、必ず金融メカニズム全体に悪影響を及ぼすとともに、経済全般に重大な不幸な結果を与えたであろうと私は確信している。」*Compendium*, p. 40.

まず確認しておかねばならないのは、戦時国債の巨額の累積は終戦に伴い国民経済の死重として立ち現われ、アメリカ経済を国家財政をも含む全般的な信用恐慌や強烈なインフレーションの危機に直面させていた事である。戦時経済から平時経済への転換は当然、公的部門に比べ民間部門からの資金需要を著しく強めることになる。金融機関は過度に保有している国債を放出することにより、民間部門の資金需要に応えざるをえない。しかし、金融市場メカニズムそのものは、金融機関が莫大なキャピタルロスをこうむらず円滑に資金調達することを決して保障しない。むしろ、資金需要の増大による市場金利の高騰や国債の大量売却は国債価格の大幅な下落の可能性をこそ強めるであろう。現に第一次大戦後の1920-21年には、国債価格は額面を大きく下回り82½まで下落したと言われている。第二次大戦直後の国債規模や金融機関の国債保有状況からすれば、国債価格のそうした下落は金融機関に莫大なキャピタルロスをもたらし、信用不安を醸成し取付け騒ぎを引き起すこととなり、これはまた、一層の国債の投売りや価格の下落を促進するであろう⁹⁾。こうした過程は、結局は国債市場を中心とした全般的な信用恐慌に至らせざるをえないであろう。そして、国債価格の下落、信用不安の拡大、国債放出の急増と国債市場の崩壊の危機という段階で、連邦準備銀行は積極的に介入するかもしれないが、連邦準備銀行による膨大な額の国債の買支えは強烈なインフレーションを爆発させ、国債「価値」を急速に減価させ、国債放出に拍車をかけインフレーションを一層激化させるであろう。国家財政についても、国債価格の下落は一方で、国債利回りを上昇させて利子コストを急増させ、他方では、償還要求を強めさせて、巨額の借換え操作を全く困難にさせるので、財政危機を一挙に顕在化させるであろう¹⁰⁾。こうした事態に財務省が新規国債発行で対処しようとしても、いきお

9) 連邦預金保険会社のハール頭取は、戦時中に政府高官が戦後も国債を額面価格で支持することを約束したこと、そして、これを信じてこそ、国債価格の15%下落という過去の苦い経験をもつ銀行家であっても国債買入れに協力し、この国の銀行家は資産の半分以上も国債に投資するに至った、と述べ、取付け騒ぎを起さないためにも、国債価格支持政策を続行すべきことを強調している。Hearings, pp. 114-115 のハール発言を参照せよ。

10) 1946年と1947年に満期になる国債は、財務省証券を除外しても、各々、533億ドル、345億ドル

いそれは連邦準備銀行の買入れに頼らざるをえず、これまたインフレーションを激化させるだけであろう。

こうして、第二次大戦直後の段階では、国債価格の下落を放置し、大幅な値崩れを許すことは、国家財政をも巻き込んだ全般的な信用恐慌やそれに伴う強烈なインフレーションを爆発させたであろう。そしてこれこそ、政策当局者が平時経済への転換に当り、最も懸念した問題であった。それゆえ、国債価格の下落を阻止し、信用恐慌や強烈なインフレーションを回避しながら戦時の財政金融体制を平時へ円滑に移行させることが政策当局の最重点課題となり、この課題の遂行にむけて財政金融政策が動員され、支持政策と国債償還政策が展開されることとなったのである。

支持政策により、公開市場操作の主任務は国債価格を額面以上に保ち、国債市場を安定化させることに置かれた。国債価格の下落は阻止され、国債市場の値崩れによる信用恐慌の勃発は回避される。国債の安定的高価格での買支えが保障されることにより、金融機関の性急な国債の投売りは抑制される。金融機関は民間の資金需要の増大や有利な投資機会の出現に応じて、キャピタルロスを全くこうむることなく国債を放出し、円滑に資金を調達するよう保障される。こうして支持政策は金融機関の利潤を最大限に保障しつつ、平時の資金供給体制への円滑な移行を促進したのである。また、支持後策がインフレーションを引き起さざるをえないのに対し、支持政策と基本的には同じ役割を果たしながらも反インフレーション政策としての位置付けも与えられて、国債償還政策が積極的に展開されたことをも銘記しなければならない¹¹⁾。

という巨額に達したと言う。Gains, *op. cit.*, pp. 56-57 を参照せよ。

- 11) 財務省は国債総額の減少、特に銀行保有国債の減少を国債管理計画の主目標の一つに設定した。この国債償還政策を実行するために二つの方策が取られた。一つは、国債償還を可能とする連邦予算を編成することであった。このために、トルーマン大統領は減税法案に3度も拒否権を発動し、予算支出も最低限必要な額に制限したと言う。事実、1946年の現金残高や1947—48会計年度の前年剰剰は重要な償還資金源となった。そして、他の一つの方法は、個人の零細資金の吸収を目的として、貯蓄債券を大々的に販売し、この売り上げ金を償還資金源にすることであった。この国債償還政策により、1946年2月から49年6月の間に、国債総額は285億ドル減少し、銀行保有国債は340億ドル減少した。Compendium, pp. 5-9; p. 14 を参照せよ。

これらの政策は産業資本の平時生産体制への円滑な移行をも当然のことながら容易にする。なぜなら、支持政策はまた戦時中の低金利水準を継続させるが、この支持政策により、産業資本は平時生産への転換資金を必要に応じて金融機関から低金利で円滑に供給されるよう保障されたからである。国家財政に関しても、国債市場の安定化と国債の高価格買入れ保障が借換え操作を容易にし、低金利水準が財政の国債コストの軽減化を促進したことは言うまでもない。かくして、支持政策の展開は結果的にも、スナイダー財務長官が自負するように、「わが国の金融制度の基礎固めに貢献し、政府のみならず産業界や実業界の平時経済への転換を容易にしたのである。」¹²⁾

支持政策の課題が国債市場の崩壊による信用恐慌の勃発を回避しながら戦時財政金融体制を平時へ円滑に移行させることにあり、また同時に、それはこの移行期の金融資本（とりわけ銀行資本）の利潤保障機構でもあることは以上の経過からみて自明であ

第1表 商業銀行の国債保有と満期構成（百万ドル）

	1946年6月	1947年12月	1948年9月
総計	76,549	61,342	55,299
財務省証券	1,142	2,052	2,191
債務証券	16,676	6,538	7,474
中期債・長期債			
1年以内	5,655	8,244	4,219
1—5年	25,285	33,415	31,468
5—10年	21,933	6,090	6,250
10年以上	5,858	5,003	3,672

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1949, p. 56 より作成。

れ¹³⁾、信用恐慌の誘因そのものが弱められたという状況が生みだされる。この新しい状況下で銀行の利益追求はどのような形をとるのであろうか？ 報告に

12) *Hearings*, p. 395, スナイダー発言。

13) 国債の平均満期は1946年の9年1ヶ月から、1951年の6年7ヶ月に短期化した。これは、1946年以後長期債が新規発行は勿論のこと、借換の操作においても一切発行されなかったことによる。*Gains, op. cit.*, pp. 56-58 を参照せよ。

よれば、「連邦準備に政府債券の価格支持を止めさせる、あるいは支持価格を低くさせるという動きは、大部分は銀行から生じてきた」¹⁴⁾とされている。事実、公聴会でのナショナル・シティ・バンク・オブ・ニューヨークの頭取であるバージス W. R. Burgess の陳述は銀行の支持政策撤廃の目的を率直に表明している。次に氏の主張を概観することにしよう。

氏はまず、信用量の統制は利子率や国債価格に影響を及ぼさざるをえないが、また「利子率に影響を与えずして信用を引締める、あるいは緩和することはできない」¹⁵⁾ことを強調する。そして割引政策の重要性を説き、また割引政策による金利操作が十全な社会的影響力をもつためには、公開市場操作がそれに連動されるべきであるとする。それゆえ、現実の課題となっているインフレーションの抑制に対しては、公開市場での国債購入価格の引下げや売りオペを通して国債価格を下落させ利回りを上昇させることによって、全般的な金利水準を高騰させることが緊要の課題であると主張する¹⁶⁾。そして氏は、たとえこのような措置がとられても、今や銀行は保有国債の平均満期を3年にまで引下げ、580億ドルの保有国債の中で、5年以上満期の国債はわずか110億ドルしか保有しなくなっているので、「銀行に関する限り、長期債価格の若干の下落はとりわけ深刻なことではなくなっている」¹⁷⁾と断言する。いやそれどころか、氏は、利子率の上昇をもたらすインフレーション抑制政策の展開は銀行の利益と全く一致することを臆面もなく表明する。氏によれば、銀行の収益率は他産業に比べて低く、そのため株式発行による資本調達も困難になっているが、「これは非常に低い利子率と大部分の現金が高い支払準備率のために不動化されているという事実が原因」¹⁸⁾だからである。支持政策による低金利水準の固定化と支

14) *Hearings*, p. 115, ダグラス発言。

15) *Hearings*, p. 178, バージス発言。

16) ダグラス上院議員：「銀行の信用の拡大、したがってまた、物価騰貴を阻止するために、利子率を上昇させよというあなたの提案は、政府債券の購入価格の引下げ、それゆえ、それらの利回りの上昇という操作を通じて実施されるわけですね。」バージス氏：「はい、そうです。あるいはまた、政府債券がいくらか売り出されることもありましょう。」*Hearings*, p. 185.

17) *Hearings*, p. 182, バージス発言。

18) *Hearings*, p. 191, バージス発言。

持政策下のインフレーション抑制策としての支払準備政策の強化、つまり支持政策の展開そのものが銀行の収益を低水準に押し留めていることを示唆するわけである。これらのバージス氏の主張を手がかりとするならば、支持政策の展開から「アロード」への移行過程は次のように把握できよう。

国債価格の大幅な下落が予期される段階で支持政策は、金融機関が莫大なキャピタルロスや取付騒ぎ、信用恐慌を経験することなく、利潤を保護されながら平時の金融体制へ移行するよう保障した。そしてこの下で、金融機関は「過剰」保有国債を放出し資産調整を進行させ、他方、保有国債満期を短期化させ保有国債の流動性を高めた。こうして、金融機関が平時の金融体制を整え、国債価格の大幅下落による莫大なキャピタルロスをこうむる危険性が弱められた段階では、支持政策は金融機関の利潤保障条件から蓄積阻害条件に転化する。支持政策は国債価格を安定的高価格に釘付けるとともに、戦時中の低利回り体系を基本的にはそのまま維持することを意味するし、また国債価格の下落を誘発するような国債利子率の上昇も極力避けられてきた。そしてまた、それは、国債市場が金融市場に圧倒的な比重を占めるがゆえに、一般的に金利水準を低く固定化することになる。それゆえ、支持政策は、金融機関の利潤保障条件としての主要な役割を終えた段階では、むしろ金利水準を低位に固定化することで、蓄積阻害条件に転化するわけである。そこで、低金利水準を打破し高金利水準への移行を可能とするためには、支持政策が撤廃されることが必須の課題となる。金融機関は今や、「金利引上げの自由」を認めうる「自由な公開市場操作」を要求するのである。支持政策は、財政の国債利子コストを軽減する一方、明白なインフレーション容認政策である。したがって、金融機関の「金利引上げの自由」を求める運動は、財務省の低金利要求＝支持政策からの連邦準備のインフレーション抑制機能の回復＝「金融政策の復活」という政策上の主張に包含されることにより、より支持基盤を広げて展開されえた。そしてこれは、「インフレーション回避の利益は非常に大きいので……全般的な安定化のためには、連邦準備の、信用を制限し利子率を引上げる自由は回復されねばな

らない」¹⁹⁾ というダグラス委員会の政府勧告に結実し、「アコード」により公式に支持政策の撤廃が確認された。かくして、金融機関は、「アコード」により「金利引上げの自由」を回復し、低金利水準から高金利水準への移行の契機を獲得したのである。

しかし、高金利水準への移行を認めることは、産業資本の利子コストを増大させることになる。そこで政府は、1950年の歳入法で特別償却制度を復活し、また、朝鮮戦争を契機として軍事予算を大幅に拡大することで、産業資本の要求をも受け入れることを忘れなかった。また財務省としても、「アコード」以後、特別発行への依存を強めることで国債負担の軽減化を図るようになったことも述べておかねばならない²⁰⁾。

以上の検討によって、「アコード」による支持政策の撤廃や連邦準備のインフレーション抑制機能の回復＝弾力的な公開市場操作の復活、というものが金融機関の「金利引上げの自由」の回復という積極的な要求を反映する側面をもつものであることは明らかであろう。そして次には、この「金融政策の復活」の後、初めてインフレーション抑制のために金融引締め政策が展開された1955-57年の時期に、国債がいかなる形で流通し、現実資本（産業資本と銀行資本を中心として）の資本蓄積やインフレーションとどのように関連したのかを考察しなければならない。

II 反インフレーション政策の展開と国債の流通・償還

1954年のリセッション期には積極的な金融緩和政策がとられた。そのため、住宅抵当貸付や自動車信用の拡大に支えられた住宅・自動車ブームが生じ、こ

19) *Report*, p. 2.

20) 「特別発行を拡大する動機は、主として、1951年の財務省アコードや連邦準備の金融引締め政策から生じる、高利子率の支払を避けることであった（かくして、1950—57年に、特別発行は、国債総額の14.8%から20.7%へと飛躍的に拡大した）。」 J. O'Conner, *The Fiscal Crisis of the State*, 1973, p. 201. 特別発行とは、老後・遺族保険信託基金などの政府関係諸基金の余裕金を対象にして、政府が直接に発行する証券を指す。それは政府の内部金融の一形態である。

れが景気回復のペースメーカーの役割を果たした。そして、55年第2四半期からは設備投資ブームも生じた。しかし、この設備ブームと全般的超過需要の出現に伴い、物価も騰貴し始めた。この「1955年中に抬頭してきたインフレ傾向に対して、政府はかなり早めにその抑制に乗り出した。そのうえ、全般的信用拡張を抑制しようという努力は、その後も容赦なく続けられた。」²¹⁾ 実際、連邦準備銀行は、支払準備率を据え置きながらも、55年10月から57年6月にかけて18億ドルの売りオペを行ない、また、割引率を55年4月の1½%から徐々に引上げ、57年8月には3½%(ニューヨーク連銀)とした。このため、割引率は「1920年代以降の最高水準」²²⁾に達し、銀行の貸出利率もこれに連動して上昇させられた。こうして、「連邦準備制度理事会は、1954年以後のこのインフレーションをくいとめるために、もっぱら割引率に依存した」²³⁾積極的な金融引締め政策を展開した。しかし、連邦準備銀行はマネーサプライの統制には成功したものの、それが直接の統制対象とする商業銀行の貸付活動を抑制できなかった。商業銀行は、54年12月から57年6月に貸付額を706億ドルから933億ドルへと、32%も増大させたのである。W. L. スミスによれば、「連邦準備銀行がマネーサプライの統制に成功したその時期に、銀行が貸付を充分に増大させ

第2表 商業銀行のポートフォリオ構成の変化

	貸付・投資額 (10億ドル)				貸付・投資配分比率(%)		
	総計	貸付	政府証券	その他の証券	貸付	政府証券	その他の証券
1954年12月	155.9	70.6	69.0	16.3	46	44	11
1955年6月	155.3	75.2	63.3	16.8	48	41	11
1956年6月	160.0	86.9	56.5	16.5	55	35	10
1957年6月	165.6	93.3	55.5	16.8	56	34	10

(出所) Gains, *op. cit.*, Table 6, p. 100 より作成。

21) A. F. Burns, *Prosperity without Inflation*, 1957, p. 37. 後藤著之助訳「景気循環は克服できるか」1958年, 57ページ。

22) P. B. Trescott, *Money, Banking, and Economic Welfare*, 1960, p. 490.

23) H. G. Vatter, *The U. S. Economy in the 1950's*, 1963, p. 129.

ることができたという事実があるが、これは主として二要因によって説明される。²⁴⁾ その一つは、所得上昇からする定期預金の増大であるが、問題とされるべき他の重要な要因は、銀行の保有する政府証券の減少であった。「銀行は政府証券を銀行以外の投資家へ売却するか、満期時に現金に償還することにより、貸付の拡大に利用される資金の約半分を調達したのである。」²⁵⁾

第3表 国債保有構成の変化 (10億ドル)

		1955年12月	1957年6月	増・減(-)
国債総額 ¹⁾		230.6	221.5	-9.1
政府機関・ 信託基金保 有額	一般発行	7.8	8.7	0.9
	特別発行	43.9	46.8	2.9
計		178.9	166.0	-12.9
民間 保有 額	連邦準備制度 ²⁾	24.8	23.0	-1.8
	商業銀行	62.0	55.8	-6.2
	相互貯蓄銀行	8.5	7.9	-0.6
	生命保険会社	14.3	12.3	-2.0
	非金融法人	23.3	15.7	-7.6
	州・地方政府	15.1	16.9	1.8
	個人	15.4	18.3	2.9
その他		15.6	16.1	0.5

[注記] 1. 貯蓄債券は除いてある。2. ここでは便宜上民間部門に入れる。

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1958, p. 56 より作成。

この国債による資金調達の具体的過程を詳しく検討してみよう。引締め政策が強化された55年12月から57年6月の期間中、大量の国債が、商業銀行(62億ドル)、非金融法人(76億ドル)、相互貯蓄銀行(6億ドル)、生命保険第社(20億ドル)によって放出された。非金融法人の場合には自己の支出を賄うために、そして他の投資家グループは貸付資金を調達するために、総計164億ドルもの国債を処分したのである。この大量の国債の放出は連邦準備銀行の18億ドル

24) W. L. Smith, *Debt Management in the United States*, J. E. C. Study Paper No. 19, 1960, p. 103.

25) *Ibid.*, p. 103.

の売りオペの効果を全く弱めた。しかし、ここで注目すべきは、国債の購入額は、州・地方政府（18億ドル）、個人（29億ドル）、政府機関・信託基金（9億ドル）、その他（5億ドル）を合計しても、わずかに57億ドルにすぎず、残りの121億ドルは現金償還によって消化されたことである²⁶⁾。

この巨額の現金償還を可能にした基本的要因としては次のものを指摘できる。第一に、1956-57年の両会計年度においては、「主として、信託基金勘定での持続的な剰余と……所得の上昇による歳入の拡大」²⁷⁾に起因して、行政予算レベルでは各々16億ドルの予算剰余が、現金予算レベルでは45, 21億ドルの現金剰余が生じた。まずこれが現金償還の重要な資金源となった。この償還資金をもとに、上記期間中の政府機関・信託基金の特別発行証券の29億ドルの保有増に見られる様に、政府の内部金融が強化されたり、また、国庫剰余金の取崩しが行なわれるなどして、積極的な償還政策が展開されたことである。第二には、55-57年の期間中、「現金発行で販売された約150億ドルのレギュラーの財務省諸証券は……主として、赤字操作のための資金調達よりも、むしろ、非市場性証券の純償還（120億ドル）や新規発行証券とは交換されない市場性証券の償還（80億ドル）の資金調達のためになされた」²⁸⁾という指摘に見られる様に、この期の国債操作が巨額の国債償還を保障し促進する方向でなされたことである。

W. L. スミスは「銀行が十分に短・中期証券を供給されていたから、銀行には實際上、閉じ込め（locked in）効果が生じなかった」²⁹⁾と述べた。しかしまた、銀行のそのような国債の保有構造は、政府の積極的な償還政策や国債操作に支えられながらも、銀行が金融引締めに敏速に対応して、償還率を高めて貸付資金を調達することを容易にしたのである。

26) この金融引締め期の国債運動の具体的過程とその意義を明らかにしたのも、またスミスである。

Ibid., pp. 114-115 を参照せよ。

27) Vatter, *op. cit.*, p. 99.

28) Gains, *op. cit.*, p. 73.

29) Smith, *op. cit.*, p. 106.

勿論、アイゼンハワー政府の「健全財政主義」からすれば、インフレーション期に財政余剰を生じさせ、これを国債償還に充当することは至極当然のことであろう。しかし、「この剰余を大規模な国債償還政策を実行するために使用し、それが金融引締め政策の有効性を弱めることとなったのは全く明白である。」³⁰⁾

銀行は金融引締め期にも、国債を放出することで貸付資金を調達できた。しかも、大量の国債の放出は、国家資金に支えられてこそ可能となった。この事は巨額の現金償還はもとより、政府機関・信託基金や州・地方政府の国債購入をも合わせ考えるならば一層明瞭である。かくして、金融引締め期に、民間部門の資金需要は、国債を媒介として公的部門から資金を供給されることにより、充足されえたのであった。

第4表 国債償還率〔%〕

暦年	償 還 率
1951	7.6
1952	11.3
1953	6.6
1954	9.1
1955	11.2
1956	12.5
1957	16.8

(出所) Smith, *op. cit.*,
Table III-1, p. 57
より作成。

III 金融統制と集中融資

国債の放出により貸付資金を調達した銀行は、マネーサプライが統制された段階でいかなる融資活動を展開したのか？ これを統計的に析出することで、この期の民間部門での資金循環の鳥瞰図を描き出してみよう。

第5表は、この期の融資分野別の貸付額の増減を、1952年12月から1954年6月の金融緩和期のそれと比較して示している。これによると、農業貸付や証券操作のための貸付は金融緩和期には著しく増大していたのに、この期では逆に貸付額が大幅に減少している。他方、貸付が増大したグループを見れば、商工業貸付、その他、不動産貸付以外の個人貸付、不動産貸付の順に、高い増加率を示している。しかし、金融緩和期のデーターを考慮するならば、商工業貸付こそが最高の顕著な伸びを示し、一方、個人部門への貸付は伸び率が鈍化した

30) *Ibid.*, p. 115.

第5表 商業銀行の貸付額の増・減〔%〕

	1952年12月～1954年6月	1955年12月～1957年6月
総 額	4	11
商 工 業 貸 付	△7	18
農 業 貸 付	41	△10
証 券 操 作 貸 付	17	△25
不 動 産 貸 付	10	8
個人貸付(不動産貸付を除く)	14	13
そ の 他	△4	15

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1955, p. 38; 1957, p. 1380 より作成。

と言えよう。したがって、商工業貸付の著しい増大こそが、この期の銀行の融資活動の特徴をなすものである。

第6表 加盟銀行の産業別貸付額

	額 (10億ドル)		分配比率 (%)	
	1955年	1957年	1955年	1957年
総 計	30.8	40.6	100.0	100.0
製 造 業 ・ 鉱 業	11.3	16.1	36.8	39.7
金属・金属製品	3.2	5.5	10.5	13.6
石油・石炭・化学製品・ゴム	2.6	3.8	8.4	9.2
食料・飲料・タバコ	1.9	2.4	6.1	5.9
繊維・衣服・皮革	1.7	1.7	5.6	4.1
そ の 他	1.9	2.8	6.2	6.9
商 業	6.9	8.4	21.3	20.6
サ ー ビ ス	12.9	16.1	41.8	39.7

(出所) *The American Bankers Association, The Commercial Banking Industry, A Monograph prepared for The Commission on Money and Credit*, 1962, p. 136.

次に、この商工業貸付の増大の内容を吟味するために、その産業部門別の貸付額の変化に目を転じよう。製造業・鉱業、商業、サービスの各部門で貸付額は増大しているが、特に製造業・鉱業部門で著しい。これは、総貸付額の分配比率の、製造業・鉱業部門での増大とその他の部門での低下に表わされている。しかし、その製造業・鉱業部門にあっても、繊維・衣服・皮革産業グルー

への貸付額は全く増大していない。食品・飲料・タバコ産業グループでは、貸付額は増大したが、部門の貸付総額中の比率は、むしろ減少している。他方、金属・金属製品、石油・石炭・化学・ゴム産業グループでは、各々、71、46%の伸びを示し、両グループだけで、その部門への貸付額の増大の73%を説明する。かくして、この期には、重化学工業グループへ融資が集中されたのである。

この融資の集中化をより正確に把握するために、借手を資産規模別に分類し

第7表 商工業貸付（借手の資産別）〔%〕

	全借手	借手の資産					
		5万ドル以下	5~25	25~100	100~500	500~2500	2500万以上
1955年							
貸付数	100.0	42.5	35.0	10.6	3.2	0.9	0.9
貸付額	100.0	4.9	14.6	16.0	18.1	15.4	27.7
1957年							
貸付数	100.0	39.4	38.6	12.3	3.8	1.0	0.9
貸付額	100.0	3.6	12.9	15.5	16.7	14.6	33.7

〔注記〕 原資料自体に誤差が含まれているので、個々の数値の合計は100にならない。

〔出所〕 *Statistical Abstract of the United States*, 1959, p. 443 より作成。

て、その貸付額の増減を見てみよう。55年段階でも、資産2500万ドル以上の借手には、貸付数から見れば全体の0.9%にしかすぎないのに、実に貸付総額の27.7%が集中されていた。そして、注目すべきは、金融引締め期にこの少数大企業への融資の集中化が著しく促進されたことである。第8表は、この大企業へと重化学工業グループへの融資の集中化を相互に関連させて示しており、金融引締め期の集中融資の実態を如実に表現している。まず、製造業・鉱業部門全体を見た場合、資産5万ドル以下の階層では貸付額が21%も減額される一方、資産階層が上昇するにつれ貸付額もやや増額されているが、資産2500万ドル以上の階層では、貸付額が89%、約2倍弱にと飛躍的に増大されている。こうした全体傾向に、更に産業グループ別分類を加味して見るならば、次のことも分る。つまり、どの資産階層を見ても、金属・金属製品、石油・化学・石炭・ゴ

第8表 加盟銀行の貸付額の増減（産業グループ、借手の資産別）
 1955—57年（%）

	全借手	借手の資産					
		5万ドル以下	5~25	25~100	100~500	500~2500	2500万ドル以上
製造業・鉱業	42	△21	4	17	24	20	89
食品・飲料・タバコ	27	△36	6	23	5	△5	60
繊維・衣服・皮革品	△4	△38	△21	△8	△4	△10	26
金属・金属製品	70	△19	19	20	46	35	134
石油・化学品・石炭・ゴム	44	△17	2	40	18	7	76
その他	47	△8	8	20	46	75	97

（出所） *Statistical Abstract of the United States*, 1958, p. 445; 1959, p. 443 より作成。

ム、食品・飲料・タバコ、繊維・衣服・皮革産業グループの順に、貸付の増額率が高いということである。この点は、金属・金属製品産業グループと繊維・衣服・皮革産業グループとの対比の中に全く明瞭に表われている。後者では、貸付額が増大されたのは、資産2500万ドル以上の階層だけであり、しかも、わずか26%にすぎない。しかし、前者にあっては、資産5万ドル以上の各階層で全て貸付額が増大されており、資産2500万ドル以上の階層では、実に2.3倍という驚異的な勢いで増額されているのである。

これらの分析を通じて、重化学工業部門や大企業へ融資が集中され、特に重化学工業部門の大企業へは巨額の融資が供与されたことを析出してきた。そして、これはまた、この期に大企業への巨大銀行の資金供給ルートが強化されたことを意味する。というのは、「貸出す側の銀行の規模と借手の規模とは密接に関連している」³¹⁾ からである。これは第9表を見れば明らかである。預金総額10億ドル以上の少数巨大銀行が、大企業への総貸付額の64.2%を供給しており、しかも、この期に大企業への貸付は59.3%も増大されているのである。

以上の検討から次の点が明らかとなった。銀行は、金融引締め直面して選別融資を強め、個人部門や農業・繊維部門などの低成長産業、中小零細企業へ

31) The American Bankers Associations, *The Commercial Banking Industry, A Monograph prepared for The Commission on Money and Credit*, 1962, p. 136.

第9表 銀行と借手の規模の連関

借手の規模	全銀行	銀行規模 (預金総額, 100万ドル)			
		10 以下	10~100	100~1,000	1,000以上
貸付残高 (1957年10月16日, 100万ドル)					
全借手	40,618	1,684	6,439	14,192	18,304
小企業	7,001	792	2,082	2,613	1,514
中規模企業	17,706	814	3,446	6,686	6,761
大企業	14,704	38	715	4,517	9,434
借手の規模別グループ内での分配比率 (%)					
全借手	100.0	4.1	15.9	34.9	44.1
小企業	100.0	11.3	29.7	37.3	21.6
中規模企業	100.0	4.6	19.5	37.8	38.2
大企業	100.0	0.3	4.9	30.7	64.2
貸付残高の増減 (1955~57年, %)					
全借手	31.9	12.0	21.7	27.4	42.2
小企業	10.6	5.0	11.3	10.3	13.5
中規模企業	28.0	22.9	26.4	25.5	32.0
大企業	50.7	△ 1.8	31.2	38.7	59.3

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1959, p. 404.

の信用供与を縮小する一方、国債放出による貸付資金をもとに重化学工業部門の大企業への強烈な集中融資を展開し、巨額の融資を供与した。そしてまた、そうした銀行活動の中心的役割を担ったのは少数巨大銀行であった。それゆえ、金融引締め期にこそ、国債を媒介として、公的部門——巨大銀行——独占の大企業の資金供給ルートが強化され、金融資本の金融力が強められたのである。

そこで次には、ここでの分析を前提として、金融引締め政策下での、金融資本の資本蓄積の具体的な展開と「新しいインフレーション」との関連について、考察しておかねばならない。

IV 金融資本の強蓄積過程と「新しいインフレーション」

前述したように、1954-55年にかけて、自動車・住宅、設備投資ブームとそれに伴う物価騰貴が生じ、連邦準備銀行の金融政策は、緩和政策から積極的な引締め政策へ転換された。そして、引締め政策の強化と市中の金利水準の高騰は、自動車信用や住宅抵当貸付を大幅に減少させた。それは、利子コストの急騰による信用需要そのものの減少と、マネーサプライ統制に対応した金融機関側の貸付拒否や貸付制限によるものであった。その結果、住宅・自動車ブームは55年第3四半期から急速に終息し、これらの部門を中心に不況要素が拡大していった。しかし、設備投資ブームは、引締め政策の強化にもかかわらず、57年第3四半期まで活発に持続されたのである。

そこで、この設備投資ブームについて、少し立入って考察してみよう。そもそも、この設備投資ブームの重要な契機となったのは、54年の歳入法の改正であった。50年には特別償却制度が復活されているが、それは、国防施設にのみ適用され、しかも、国防体制が完成すれば廃止される性格のものであった。54年の歳入法でようやく、産業界が戦後久しく待ち望んでいた、恒久的かつ設備投資一般に適用される加速度償却制度が認められたのであった³²⁾。この加速度償却制度は、第一に、無利子の投資資金供与の性格をもち、第二に、設備の急速な陳腐化に対する安全弁となり、第三に、年々継続的に固定資本が拡大されれば、毎年企業に利益をもたらす、ものである³³⁾。それゆえ、大企業の設備投資への強い刺激となるものである。かくて、55-57年にかけて、電子工学やオートメーションなど最新の技術進歩に立脚した、戦後初の大規模な技術革新投資ブームが生じたのである。しかし、この設備投資ブームを現実にしたものは、金融引締め下での金融機関の投資資金の供給であった。というのは、企業は56年には既に内部資金に依存した設備・在庫投資の拡大が困難となり、

32) W. Adams and H. M. Gray, *Monopoly in America*, 1955, pp. 90-94 を参照せよ。

33) 池上梓「アメリカ資本主義の経済と財政」1978年、188ページを参照せよ。

投資計画を維持するためには、国債などの流動資産を処分するとともに、外部資金への依存を強めていかざるをえなかったからである¹⁴⁾。既に見たように、製造業・鉱業部門への商工業貸付の著しい拡大は、こうした資金需要を反映したものである。しかしまた、この商工業貸付は重化学工業部門や大企業に集中され、特にその部門の大企業へは巨額の融資が供与されていた。「引締めの影響を受けた銀行は、また銀行制度全体としては、設備投資支出、在庫蓄積、一般的な活動水準の点から、最も急速に拡大している産業への貸付を最大にしたのである。」³⁵⁾したがって、重化学工業部門の大企業は、金融引締めにもかかわらず巨額の投資資金を調達し、自らの投資計画を完遂するよう保障され、その部門は全体としても一層拡大されることとなる。他方、農業部門や繊維、食料などの消費財産業の中小零細企業は、引締めの影響をものに受け、設備投資の好機を全く利用しえず、部門全体としても縮小を余儀なくされる。このことは、実際の設備投資の動向に明確に反映されている。

農業部門の粗投資は、55年41億ドル、56年38億ドル、57年40億ドルと全く低位にあった。一方、第10表を見れば、製造業部門において、耐久財産業では、非鉄金属、鉄鉄・鋼など基礎資材産業での記録的な高投資を筆頭に、輸送手段、機械関連産業でも高水準の投資活動が展開された。そしてまた、非耐久財産業では、化学関連産業で高水準の設備投資がおこなわれた。しかし、食料・飲料、織物産業や「その他」の項目の産業では、平均以下の低い投資水準しか示していないのである。更に、企業規模別では、「1954年の第4四半期と1956年の第2四半期の間に、資産100万ドル以下の会社の粗投資は0.7%増大したが、資産1億ドル以上の会社のそれは、16.6%も増大したのである。」³⁶⁾

かくして、55-57年の投資ブームというものは、重化学工業部門（特に基礎

34) Vatter, *op. cit.*, p. 113 を参照せよ。

35) G. L. Bach and C. J. Huizenga, *The Differential Effects of Tight Money, American Economic Review*, Vol. LI, No. 1, March, 1961, p. 76.

36) J. K. Galbraith, *Market Structure and Stabilization Policy, The Review of Economic and Statistics*, Vol. XXXIX, No. 2, May, 1957, p. 126.

第10表 設備投資支出 (1955年=100)

	1956年	1957年
製 造 業	131	140
耐 久 財	140	148
銃 鉄・鋼	147	200
非 鉄 金 属	193	380
電 機	138	137
機 械	134	158
乗 用 車	150	94
輸 送 手 段	161	199
砥石・粘土・ガス	138	115
そ の 他 ¹	119	118
非 耐 久 財	122	132
食 料・飲 料	112	118
織 物	127	111
紙・紙 製 品	155	157
化 学 製 品	143	170
石 油・石 炭 製 品	112	123
ゴ ム 製 品	134	133
そ の 他 ²	109	112

〔注記〕 1. 加工金属製品, 材木品, 家具, 器具, 兵器等を含む。
2. 衣類, タバコ, 皮革品, 出版を含む。

(出所) *Statistical Abstract of the United States*, 1959, p. 497 より作成。

資材産業)の大企業の高水準の技術革新投資, 大規模なスクラップ・アンド・ビルトの展開過程であり, それは集中融資による十全な投資資金の供給によって可能となったものである。それゆえ, 「ますます強められる信用引締めの影響を受けた銀行が, 一部莫大な投資支出と在庫の持越し費用を反映する, 優良事業顧客の貨幣需要に対し, 貸付を増大させ続けたという事実は, 金融引締めが投資ブームにおける特に主要な活動を阻止するようには行動しなかったことを意味するのである。」³⁷⁾

こうして, 金融引締めの政策は, 一方で貨幣総量を規制し, 個人貸付や低成長産業の中小企業融資を縮小させることで総需要を抑制しつつ, 他方で集中化

37) Bach and Huiuzenga, *op. cit.*, p. 79.

された巨額の融資供与を認めることにより、投資ブームを継続させた。その結果、「1955年と1957年の期間は、総需要と生産高の全く緩慢な上昇と投資支出の非常に急速な増大によって特徴づけられる」³⁸⁾ こととなり、「1955年の秋から1957年の秋にかけて、設備能力は約13%拡大されたのに生産高は2%足らずしか増大せず、1956年と1957年には遊休資源が着実に増加したのである。」³⁹⁾ したがって、55年末から57年の時期には、超過需要は存在せず、むしろ供給過剰の状態であった。しかし、この期に顕著な物価騰貴が生じたのである。

第11表 卸売価格 (商品別), 1947~49=100

		1955年	1957年
全 商 品		110.7	117.6
農 産 物		89.6	90.9
加 工 食 品		101.7	105.6
そ の 他	総 計	117.0	125.6
	織 維・衣 服	95.3	95.4
	皮・皮 革 品	93.8	99.4
	化学・関 連 品	106.6	109.5
	ゴ ム・ゴ ム 製 品	143.8	145.2
	金 属・金 属 製 品	136.6	151.2
	機 械・乗 用 車	128.4	146.1
	家 具 類	115.9	122.2
	非 金 属 材 料	124.2	134.6
	タ バ コ・ア ル コ ー ル・飲 料	121.6	126.1
	木・材 木	123.6	119.0
	パ ル プ・紙	119.3	129.6
	そ の 他	92.0	89.6

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1958, p. 1340.

C. L. シュルツは、この物価騰貴の最大の要因が、事実関係として次の点にあったことを指摘した。つまり、投資ブームに関連して間接費が著しく増大し

38) U. S. Cong., J. C. E., *Employment, Growth, and Price Levels, Hearings*, 1959, p. 2181, アンダーソン T. A. Anderson の陳述。

39) *Ibid.*, p. 2162.

たにもかかわらず、生産高を充分に上昇させえず、そのため、企業は間接費の増大による負担を、価格引上げによって回収しようとしたからである⁴⁰⁾。他方、J. K. ガルブレイスは、産業部門間の価格運動の不均等性に着目し、この相違が競争市場と寡占市場での市場支配力の相違によるものであるとし、この期の物価騰貴に果す寡占価格の重要な役割を強調した⁴¹⁾。これらの指摘を踏まえ、前述の集中融資問題とも関連させて考察するならば、この期の物価騰貴の基本的メカニズムは次のように把握できよう。

金融引締めとその下での集中融資の強化は、重化学工業部門の大企業の技術革新投資を可能とし、生産能力を飛躍的に高めたものの、必然的に過剰能力をも現出させた。そして、過剰能力を抱え込んだこれらの大企業への巨額の融資供与は、単に投資資金を供給するのみならず、また、在庫融資、救済融資の性格をも持つものである。それは、大企業の市場支配力を、過剰能力をかかえていたとしても、より強固なものとする。したがって、それは、大企業が莫大な技術革新投資に伴う諸コストを、現実に価格に組み込み独占価格を引上げることを容易にしたのである。

そして、鉄鋼、非鉄金属などの基礎資材や機械の大幅な価格騰貴は、金融引締めの強化と相俟って、不況要素を一層拡大する。農業部門や繊維、食料品などの消費財産業の中小零細企業は、総需要抑制により価格騰貴が抑止されるとともに、原材料費の高騰に直面させられ、「原料高・製品安」に追い込まれる。しかも、選別融資が強化され、経営基盤が弱く最も融資を必要とする彼らには、十分な資金が与えられない。彼らは投資ブームに全くあやかれないどころか、「多くはブームのさなかに巨大会社の一つへ身売りを余儀なくされるか、または倒産することによって信用引締めの犠牲となる。」⁴²⁾ この金融引締め期に、

40) C. L. Shulze, *Recent Inflation in the United States*, J. E. C. Study Paper No. 1, 1959 を参照せよ。

41) Galbraith, *op. cit.*, p. 125 を参照せよ。

42) Victor Perlo, *The Empire of High Finance*, 1957, 浅尾孝訳「最高の金融帝国」1958年、76ページ。

第12表 倒産、吸収・合併、1950～57年

年	調査1万社当りの倒産数	鉱工業における吸収・合併数
1950	34.3	219
1951	30.7	235
1952	28.7	288
1953	33.2	294
1954	42.0	388
1955	41.6	525
1956	48.0	537
1957	51.7	490

(出所) *Economic Almanac* 1967-68, 1967, p. 140; *Statistical Abstract of the United States*, 1958, p. 505 より作成。

第13表 加盟銀行の経常利益
1946—57年〔千ドル〕

1946	135.4
1947	134.2
1948	149.3
1949	159.1
1950	181.1
1951	210.1
1952	281.1
1953	268.2
1954	274.4
1955	317.5
1956	371.1
1957	398.7

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1952, p. 555; 1955, p. 564; 1957, p. 517; 1958, p. 710 より作成。

倒産や吸収・合併の発生率が、リセッション期と言われる53-54年よりも高くなっているのは、その証左である。

以上、金融引締め政策下での大企業の強蓄積メカニズムについてみてきたが、今度は銀行資本の資本蓄積に目を転じよう。貨幣総量の厳しい規制や積極的な割引政策は金利水準を急騰させた。これを反映して、銀行の経常利益は、高金利水準下での貸付額の拡大により、「アコード」以後の52年からの増加傾向を更に飛躍的に高水準に引上げられた。しかし、注目すべきは、中小銀行はその経常利益を数%弱しか増加させえなかったのに、5億ドル以上の預金総額を有する巨大銀行は24%以上も利益を増大させたことである。これらの巨大銀行は

第14表 1955—57年の経常利益増加率の銀行規模別比較

預金総額(百万ドル)	～2	2～5	5～10	10～25	25～50	50～100	100～500	500～
増加率(%)	3.5	2.5	3.6	5.8	4.8	10.2	17.9	24.4

[注記] 増加率は各階層1行当りの平均経常利益に基づいて算出。

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 1956, p. 514; 1958, p. 714 より作成。

第15表 加盟銀行全経常利益の銀行規模別配分比率

預金総額 (百万ドル)	全銀行	～2	2～5	5～10	10～25	25～ 50	50～ 100	100～ 500	500～
1955年	100.0(%)	1.0	4.4	5.5	8.4	6.5	7.1	23.2	43.9
1957	100.0	0.8	3.5	4.8	7.4	5.9	7.0	22.8	47.8

(出所) 第14表に同じ。

全加盟銀行数の1%にも満たない存在である。しかし、55年においても、加盟銀行の全経常利益の43.9%を占め、しかも、55-57年の引締め期に、経常利益を自らの手に一層集中させている。この巨大銀行の経常利益の著しい集積と集中化は、巨大銀行が大企業への資金供給ルートを強化し、大企業に集中化された商工業貸付を大量に拡大したことにより、もたらされたものである。これはまた、巨大銀行こそが、金融引締め期に貸付活動を強化した中核的存在であっ

第16表 経常収入構成の銀行規模別比較

		預金総額 (百万ドル)	～2	25～50	500～
全 の 経 常 収 入 中 (%)	証券利子・ 配当所得	1955年	27.0	28.4	25.3
		1957年	29.5	26.7	18.3
	貸付利子・ 割引所得	1955年	62.5	55.0	57.0
		1957年	60.0	57.5	64.5

(出所) 第14表に同じ。

たことを示すものでもある。この点は、弱小銀行、中規模銀行、巨大銀行の、55-57年の経常収入構成の変化の比較の中にも明瞭に表わされている。

かくして、巨大銀行は、マネーサプライ統制下でも、国債を媒介として公的部門から貸付資金を供給されることにより、高金利水準下で貸付を大幅に拡大し、経常収益を急増させることができた。国債保有により、巨大銀行の自由な営業活動が保障されているもとは、金融引締め政策は、巨大銀行の信用活動を抑制するどころか、むしろ、巨大銀行の強蓄積条件になったと言えるのである。

金融資本は、金融引締め期にも、国債を媒介とした公的部門からの資金供給により、十全な資金を調達しえた。そしてそれは、金融資本の、金融統制下での自由な資本活動と強蓄積を保障した。しかし、金融引締め下での金融資本の強蓄積活動は、不況下の物価騰貴圧力を強めるとともに、不況要素を一層拡大した。これが「新しいインフレーション」の重要な基本的要因であった。

お わ り に

国債価格支持政策から「アコード」の成立過程と、「アコード」後初の金融引締め期となる1955-57年の国債の流通・償還と「新しいインフレーション」の関連を考察してきた。ここでの論点は次のようにまとめられる。

第一。国債価格支持政策は、戦時国債の巨額の累積が終戦に伴い国民経済の死重と化した段階で、信用恐慌を回避しながら、平時財政金融体制へ円滑に移行するために必要とされたものであり、その段階での金融資本の利潤保障機構であった。しかし、平時体制への円滑な転換が進行するにつれ、銀行資本にとっては、国債価格支持政策は蓄積阻害条件に転化し、「金利上げの自由」を回復するには、その撤廃が必須の課題となった。そして、「アコード」で、国債価格支持政策の撤廃が確認され、銀行資本は低金利段階から高金利段階への移行の契機、「金利上げの自由」を獲得した。

第二。「アコード」に基き、金融引締め期に売りオペをも含むマネーサプライ統制がなされても、金融資本は十全な資金を調達しえた。銀行は国債償還率を高め、政府関係機関へ国債を売却することにより、公的部門から資金を供給されたからである。かくして、金融引締め期に、国債を媒介として公的部門——巨大銀行——独占の大企業の資金供給ルートが強められ、金融資本の金融力は強化された。

第三。それは、金融統制下にあっても、金融資本の自由な資本活動と強蓄積を保障した。金融引締めにより選別融資が強化され、個人部門や中小企業分野への融資は削減された。これは総需要を抑制し、不況部門を拡大した。しかる

に、重化学工業部門の大企業は十全な資金調達に支えられて、莫大な技術革新投資を強行し、投資諸コストを独占価格の引上げによって回収した。これは、物価騰貴圧力を強めるとともに、中小企業や低成長産業のスクラップ化を促進し、不況要素を拡大した。他方、巨大銀行は、金融引締め政策によってもたらされた高金利水準下で貸付を拡大し、利益を急増させた。金融引締め下での金融資本の強蓄積が「新しいインフレーション」の基本的な推進力であった。

国債価格支持政策の撤廃を要求する一般的論拠は次の点にあったはずである。つまり、「インフレーション回避の利益は非常に大きく、しかも、金融引締め政策はこの目的に大いに貢献するので、全般的な安定化のために、連邦準備の、信用を制限しかつ利率を上げる自由は回復されるべきである」⁴³⁾と。しかし、55-57年の金融引締め政策の現実的効果を見る限り、それは金利水準を高騰させ、巨大銀行の利益を増大させたが、物価騰貴を抑制しえず、「新しいインフレーション」をもたらしした。したがって、「アコード」は、金融引締め・高金利水準という新たな段階での金融資本の強蓄積を可能にしたけれども、インフレーションの抑制そのものを決して保障したものではなかった。「アコード」の成立を、単に「金融政策の復活」という視角から把握するよりも、むしろ、金融資本の強蓄積政策の転換として把握した方が、「アコード」成立後の事態もより合理的に理解できると思われる。

その点で、ダグラス委員会の委員を、そして「一般的信用統制と国債管理政策に関する小委員会」（通称、パットマン委員会）の委員長を勤め、「アコード」の成立に積極的に貢献したパットマン W. Patman 議員が次のように述べたことは非常に象徴的であった。

「金融引締め・高金利政策の効果は全く明白である。それらは経済成長を減速させ、学校、家、道路、その他の共同施設の建築を妨げ、小事業を押しつぶし、経済の競争的構造を弱め、所得の分配を金融エリートに有利なように変化させた。……それらがインフレーションを抑止しなかったのは確かであり、そ

43) *Report*, p. 2.

れらが物価騰貴を阻止するどころか、むしろ、過去数年間の物価騰貴の主要な要因であったことは明白である。」⁴⁴⁾

すくなくとも、国債管理問題を考えるならば、「アコード」のこの側面を考
えておくことは前提条件であると思われる。 (1978年7月脱稿)

44) J. E. C., *Employment, Growth, and Price Levels, Report*, 1960, p. 29.