

# マネタリズムと中期財政金融戦略（上）

— サッチャリズムの検証(1) —

若 林 洋 夫

## はじめに

マーガレット・サッチャーが率いる保守党は、1979年5月の総選挙で労働党に70議席、野党全体で43議席の差を付け、政権に復帰した<sup>1)</sup>。この総選挙に当って、サッチャーは、『選挙声明』(The Conservative Manifesto)の冒頭で、「第2次大戦以来最も重大な選挙」あるいは「この国が第2次世界大戦以来最も深刻な問題に直面している」ことを強調しつつ提起した5つの課題の第1課題としてインフレーションのコントロールによるイギリスの社会経済生活の健全性の回復を掲げた。そしてそれを実現する方法として、①M.フリードマンの「k%ルール」を想起させる「マネーサプライ増加率目標の公表」(publicly stated targets for the rates of growth of the money supply)による厳密な通貨規律(proper monetary discipline)と政府借入所要額規模の漸進的削減が必要不可欠であることを明示し、②また物価統制等のあらゆる政府統制は無力であると断罪するとともに、「小さな政府」の重要性を強調した<sup>2)</sup>。

本稿は、「英国病」(British disease)克服のために実施されたサッチャリズム(Thatcherism)と総称される「サッチャー派の経済政策」(Thatcherites' economic policy)のうち最も重要な政策課題であったイギリス経済のインフレ体質を解決して成長軌道を再定置するために形の上では1980年度からサッチャー退陣に至る1990年度まで推進された中期財政金融戦略(Medium Term Financial Strategy, 以下ではMTFSと略称する場合がある<sup>3)</sup>)、かかる政策を理論的に支えたマネタリズムの政策運営上の実効性とパフォーマンス、換言すれば「マネタリズムの実験」の帰趨を検証しようとするものである。

- 1) 1979年5月の総選挙の詳細については、以下の文献を参照。D. Butler & D. Kavanagh (1980), *The British General Election of 1979*, Macmillan ; F. Conley (1990), *General Elections today*, Manchester Univ Press, pp. 46-56 (chap 5 The General Election of 1979) .
- 2) F. W. S. Craig (comp. & ed.) (1990), *British General Election Manifestos 1959-1987*, Parliamentary Research Service, pp. 267-9.
- 3) 中期財政金融戦略は、財政赤字と公共借入れの増大に帰着する政策である完全雇用を達成ないし維持するために企図されたネオ・ケインジアン的需要管理政策を拒否する新しいアプローチとして保守・労働を問わない歴代政権の政策スタンスとの断絶を象徴するものであった。(cf., L. Pliatzky (1989), *The Treasury under Mrs Thatcher*, Basil Blackwell, p. 117 ; P. Hardy (1991), *A Right Approach to Economics? Margaret Thatcher's United Kingdom*, Hodder & Stoughton, pp. 13, 19,

144 ; C. Thain & M. Wright (1995), *The Treasury and Whitehall : The Planning and Control of Public Expenditure, 1976-1993*, Clarendon Press Oxford, pp. 20-1)

## I 予備的考察 ～ マネタリズムとマネーサプライ・コントロールの現実的諸問題

周知のように、マネタリズムの理論は「インフレ管理の経済学」としてサッチャリズムのみならず1980年代の新経済政策のイデオロギーとして登場した。ここでマネタリズムの理論とその基本的前提（ワルラス的一般均衡モデル成立の仮定）を詳論する企図はないが、中期財政金融戦略の展開過程を分析しその帰趨を評価する基準を設定するために必要な限りで論及しておきたい。

マネタリズムの歴史的系譜の起源はロック（John Locke）やヒューム（David Hume）にまでさかのぼるとされるが、現代貨幣数量理論の出発点は1911年のフィッシャー教授（Prof Irving Fisher）によるフィッシャー方程式による古典派数量説の定式化（ $MV=PT$ <sup>4)</sup>）にあり、それがケンブリッジ学派により現金残高数量説（Cambridge cash balance approach）（ $M=kPY$ <sup>5)</sup>）に改良され、さらにこれに対するケインズによる批判が展開され、その批判を克服するものとしてフリードマン（Milton Friedman）のいわば現代版の新貨幣数量説（ $MV=PT$ <sup>7)</sup>）が提起されたのである。

そして、その延長線上に、スタグフレーションを解明したものとされている、貨幣賃金率（インフレ率）の変化と失業率とのトレード・オフを説くフィリップス曲線を否定する「予想で修正されたフィリップス曲線（長期フィリップス曲線）」と「自然失業率」仮説を踏まえた、インフレ率を抑制する処方箋として「貨幣ストックの増加率を固定化するルール（「k%ルール）」を立法化する<sup>8)</sup>提案が位置付けられる。

こうした現代マネタリズムの理論を前提としてインフレ率を漸進的に抑制するためにマネーサプライ増加率を目標変動幅内にコントロール可能とする、換言すれば、実践的マネタリズムの不可欠の仮定は、貨幣需要、したがってまた貨幣の流通速度が一定か、または予測可能な範囲内で変動するのではなければならない。Mの増加率の減少がVの増加により相殺されたりそれを上回る事態となれば、PY（名目国民所得または後述するマネー・GDP）は不変か、または増加することになる。マネタリストといえどもマネーサプライ増加率とインフレ率との関係が完全に予測可能とは主張してはいないし、貨幣増加率の変化と経済成長及びインフレの変化にはかなりの期間にわたる可変的なラグの存在を認めている。フリードマン自身が①貨幣増加率の変化とインフレ率の変化との間の平均12～18カ月のタイム・ラグの存在や②貨幣増加率のピークと経済活動のピークとの間の平均16カ月のタイム・ラグ（6～29カ月のレンジ）及び貨幣増加率最低点は経済活動最低点に平均12カ月（4～22カ月のレンジ）先行することを実証研究から確認している<sup>9)</sup>。

そして、現代の高度に発展した信用制度と後述するように様々な金融規制を廃止し市場の調整力（均衡化能力）に委ねる政策スタンス（自由金融市場）を前面に掲げるサッチャー政権の下で、狭義・広義を問わず様々なマネーサプライ（＝通貨集計量）の定義（Narrow Money & Broad Money）の中から、①通貨当局がコントロール可能で、②しかも流通速度が安定的で、③かつマネーサプライ増加率が引締め・緩和等の金融情勢（monetary conditions）の方向性を正確に表示するとともにマネー・GDP（したがってまたGDPデフレーターという意味でのインフレ率）と比例的関係

にあるという複数の条件を満たす、特定のマネーサプライの定義ないしカテゴリーを選択しなければならぬ。<sup>10)</sup>

その上に、政策目標として選択されうる特定のマネーサプライ指標(£M<sub>3</sub>, M<sub>1</sub>, M<sub>0</sub>等)のうちの定義がロンドン金融市場の当事者(シチー)に政策当局の通貨(金融)政策のスタンスを告知するものとして信頼されるかという問題がある。換言すれば、金融市場が信頼するマネーサプライ指標と政策当局が政策目標として適切でコントロール可能なマネーサプライ指標とは必ずしも一致しないことが起こりうるのであり、実際に1980年代半ばにこうした問題が惹起したのである。

また同時に、マネーサプライ・コントロールの方法として、①フリードマンの提唱する特定カテゴリーのマネーを直接的にコントロールする(マネタリーベース・コントロール)方法によるか(この場合、利子率は市場の需給関係を通じて自動的に調整される)、または②利子率コントロールによって貨幣需要を調整する間接的方法に頼るか、<sup>11)</sup>を選択しなければならない。こうした選択すべき適切なマネーサプライの定義をめぐって、首相官邸、大蔵省及びイングランド銀行等の中で展開された様々な論争を多少とも追跡することは興味深いことであろう。

さらに加えて理論的前提と現実世界のギャップとして留意すべき点は、ほとんどの教科書マネタリズムは外国貿易や為替相場等のような複雑性をもたない「閉鎖経済体系」(the theoretical world of the closed economy)を前提にしていることである。<sup>12)</sup>ところが現実世界では、サッチャー政権成立直後に為替管理が全廃された事実を含めて、国境を越えた資金の流出入はマネーサプライ増加率の重要な構成要因であるばかりでなく、為替レートの変動がインフレ率に重大な影響を及ぼすのである。今日の為替の変動相場制の下で政策当局は国際競争力の最も重要な要因の1つである自国の為替レートを市場の成り行きに全く委せることができるのか、あるいは市場に委せられた為替レートの変動と必ずしも同調しない(国内)インフレ率のみを政策目標としてマネーサプライ増加率をコントロールしその結果としての利子率は市場の実勢に委せるべきなのか、通貨当局は極めて難しい政策選択を迫られる。周知のように、マネーサプライ増加率コントロールないし金利政策という1つの政策手段をインフレ率抑制及び為替レート安定という2つの政策目標に割り当てることはできない。こうした問題が、第3期サッチャー政権におけるサッチャー＝ローソン対立とローソンの蔵相辞任の背景にある。

以上のように、複雑な条件と諸要因が絡んだサッチャー派の「マネタリズムの実験」に関する見方や評価は、マネーサプライ・コントロール目標として選択されたマネーの定義の追加と変更及び重点の変化、為替レートをマネーサプライ・コントロール(間接的方法としての利子率コントロール)目標とする問題、マネー GDP(名目 GDP)・GDPデフレーター・実質 GDPの中期的な増加率予測の設定等を中心として、理論的見地の相違や政策立案者の意図と結果の評価を含めて、大きく両極に分かれている。

- 4) この恒等式では、Mは一国経済に一定期間存在した平均貨幣残高としての名目貨幣残高、Vは貨幣の流通速度、Pは財価格の加重平均値または物価水準、さらにTは取引総量または取引総数を意味する。その上で、Vは銀行制度は人々の取引慣習等の技術的制度的条件に規定されるので極めてゆっくりと変化することが可能であり短期的には一定、また「需給一致のセイ法則」(完全雇用の仮定)という当時の経済学の公準により短期的には一定、と仮定した。(E. バトラー [宮川重義訳])

『フリードマンの経済学と思想』多賀出版，1989年，33-7ページ；D. Smith (1988), *Mrs Thatcher's Economics*, Heinemann, pp. 3-4)

- 5) このアプローチでは、Mは貨幣残高（現金残高）、新しい変数  $k$  は通常「マーシャルの  $k$ 」と呼ばれ所得に対する保有現金残高（貨幣ストック）の比率であり制度的心理的要因によって決定され短期的には一定と仮定される。Pは物価水準、Yは実質国民所得ないし最終生産物の産出量であり、フィッシャー方程式と同様に一定と仮定される。 $k=1/V$ （貨幣の流通速度の逆数）と置き換えれば、Vは所得の支払に用いられる貨幣の流通速度であり、貨幣の所得流通速度と呼ばれる。また、この式は左辺が貨幣供給、右辺が貨幣需要を示す貨幣の需給均衡式でありかつ貨幣供給は外部から行なわれるので、主たる関心の観点から「貨幣需要の理論」の装いを持ち貨幣価値が財貨価格と同様に市場の需給関係で決定されるフレームになっている点はフリードマンのアプローチと一致すると見なされている。（バトラー、前掲訳書、37-8ページ；Smith, *op. cit.*, pp. 4-5）
- 6) 周知のように、ケインズは貨幣の流動性選好説の観点からケンブリッジ・アプローチを批判した。すなわち、貨幣需要は利子率の変化に敏感な投機的需要と国民所得水準に比例的な取引・予備的動機による貨幣需要により構成されるのであり、 $k$ 一定の仮定は誤謬であると厳しく批判した。（Smith, *op. cit.*, p. 5）
- 7) フリードマンは貨幣数量説を洗練化してその復活を図った代表者である。ここで、Mは貨幣ストック、Vは所得取引に利用される貨幣1単位の平均回数（所得の流通速度）、Pは物価水準、Yは実質国民所得である。フリードマンは、貨幣の代替資産としてケインズのいう利子付債券のみならず多様な財貨・不動産を含め、利子率や多様な代替資産の購入・保有を含む貨幣需要を構成する全要素は相互に相殺しあい安定的な貨幣需要が導かれるとし、それは安定的流通速度と同じことを意味するとした。その上で、①最も重視されていることは貨幣量の増加率と名目所得の増加率との間に一貫した関係が存在することであり、そして②貨幣量の増加率は平均して6～9カ月のタイム・ラグで名目所得の増加率に変化をもたらすこと、③貨幣量の増加率が産出と物価に及ぼす影響に第2のラグが存在し、物価の調整には歴史的に平均6～9カ月を要し、結局、貨幣増加率の変化とインフレ率の変化との間に平均12～18カ月の変化があると見なしたのである。（Smith, *op. cit.*, pp. 5-6；バトラー、前掲訳書、「第2章 フリードマンと貨幣数量説：概説」及び「第3章 流通速度と貨幣需要」を参照）
- 8) バトラー、前掲訳書、「第7章 インフレーションと失業」及び「第10章 金融政策の役割」を参照。
- 9) Smith, *op. cit.*, pp. 7-9. cf. Memorandum by Professor M Friedman, Stanford University, *Memoranda on Monetary Policy*, Treasury and Civil Service Committee, House of Commons, Session 1979-80, HMSO, p. 59. マネタリスト自身によるマネーサプライ増加率とインフレ率との関係の完全な予測可能性の否定やタイムラグの存在の積極的な容認は、マネリズムを一国経済を「微調整する」(fine-tuning) ために利用することは不可能なことを示唆するものであり、かくして彼等は「 $k\%$ ルール」を採用しそれを堅持して少し我慢をすれば有益な結果をもたらすという政治家よりは理論家向きの勧告をすることになる。（Smith, *op. cit.*, p. 9）
- 10) Pliatzky, *op. cit.*, p. 118 ; Hardy, *op. cit.*, pp. 144-5.
- 11) バトラー、前掲訳書、99-100, 102-7ページ。ところで、マネタリーベース・コントロールの場合でもコントロールの困難な3つの要因、すなわち政府の財政赤字、返済期限の来た政府債及び通貨の海外流出が指摘されていることは止目されることである。（バトラー、前掲訳書、104ページ）
- 12) Smith, *op. cit.*, pp. 11-2.

## Ⅱ 中期財政金融戦略の主要な目的と手段及び段階区分

### Ⅱ-1 中期財政金融戦略の主要な目的と手段

1979年5月に発足したサッチャー政権は、6月に執行中の労働党予算(歳出611億ポンド/PSBR [Public Sector Borrowing Requirement]=公共部門借入所要額113億ポンド)をインフレ抑制を目指す緊縮型予算に組み替え(歳出593億ポンド/PSBR 83億ポンド)、同時に引き継いだ単年度のマネーサプライ<sup>13)</sup> =  $\text{£M}_3$ の増加率目標変動幅を前年度より1%低い7~11%(予算書では中央値の9%を提示[後掲表I-2の備考を参照])に設定した<sup>14)</sup>。発足に当たっての準備期間を必要としたMTFSは1980年度からスタートした。

1980年3月のローソン財務担当相(Nigel Lawson, Financial Secretary)名の付されたFSBRに初めて登場したMTFSはその目的と手段について、以下の4項目を提示した。多少長文であるが、原文を引用して正確を期しておくことにしたい。

- 「1. 政府のこの中期目的は、インフレ率を引き下げ産出と雇用の持続的成長の諸条件を創造することにある。
2. インフレを減退させるには、マネーストックの増加を漸進的に減少させこの目的を達成するのに必要な政策を追求することである。 $\text{£M}_3$ の7~11%の目標変動幅を公表した1980年度以後、政府はマネーサプライの年間増加率を1983年度には約6%に引き下げていくことと整合する目標変動幅を設定するつもりである。政府は、各年度の正確な目標増加率はその時点で決定するけれども、公表した方針に沿って漸進的に減速させていく意図である。
3. マネーサプライ・コントロールが数年かけてインフレ率を引き下げることになる。インフレが鎮まる速度は英国内及び海外における期待に決定的に依存する。政府がマネーサプライ増加の漸進的な削減に対する断固とした態度を公表したことがこうした期待にしっかりした基礎を与えるものである。公共支出計画、租税政策及び金利はこの目的を達成するために必要に応じて調整される。同時に、政府は引き続き租税等の誘因や市場メカニズム作用の改善によってわが国経済のサプライサイドを強化する政策を追求するものである。
4. この通貨増加の削減を達成するために金利に過度に頼るつもりはない。だから、政府は、GDP比率で見たPSBRの中期的な実質的削減を計画しているのである。PSBRとマネーサプライ増加との関係は重要であるが、単純なものではない。すなわちそれは、経済循環、インフレ率と租税構造及び借入の必要を生じさせる公共支出フローにより影響を受けるのである。しかし、PSBRと $\text{£M}_3$ の関係は年々により不安定ではあるが、公共部門借入れが近年の行き過ぎたマネーサプライ増加に対する重要な寄与因になっていることは疑いない。この高水準の公共部門借入れの結果が高い名目金利と民間部門の深刻な資金調達問題を生みだしている。急速なインフレという状況においてさえ、高い名目金利は投資の抑制因である。金利を受入れ可能水準に引き下げようとするれば、PSBRが向う数年でGDP比率で見て十分に削減されなければならない。……政府の公共支出計画により、PSBRは漸進的にGDPの1~2%に削減できるであろう。GDP成長に関して作成された慎重な仮設により、財政・金融上の諸目的はこのPSBRの経路と十分に整合する<sup>15)</sup>。」

以上、引用した文言の中に、ケインズ経済学に代わり1980年代経済学の主流となったマネタリズム、サプライサイド経済学や合理的期待等の構想の凝縮を読み取ることができる。

中期財政金融戦略は、金利と PSBR 削減（公共支出の GDP 比率の引下げを含む）を政策手段として使いながら、インフレを制度的に撲滅し、経済、特に賃金交渉という重要な領域における《インフレ期待》に影響力を及ぼすために、向う3～5年間（中期）の PSBR の対 GDP 比率及びマネーサプライ増加率の目標変動幅を公表した。同時に、これらの目標値の多少とも信頼度を高めたのはそれを支える政府の支出計画と税収見通しをも公表したからである。さらに、短期のショック療法ではなく、漸進的にインフレ率を引き下げ、また財政均衡を実現していこうとするものであったが、実際には1979～80年に既にショックは起きていた。<sup>16)</sup>

- 13)  $\text{£M}_3$  は、流通現金+ポンド建て民間部門要求払銀行預金+ポンド建て民間部門定期性銀行預金+民間部門保有ポンド建て銀行 CD（但し83年度までは公共部門預金を含む）から構成される（Pliatzky, *op. cit.*, p. 121；日本銀行調査統計局『国際比較統計』1987年版, 206ページ [II「18マネーサプライ」の各国定義]）。同時に予め留意されるべき点は、イングランド銀行が使用している資金フロー方式（the flow-of funds scheme）では、 $\text{£M}_3$  の変化を以下のように定義していることである。

$$\Delta \text{£M}_3 = \text{PSBR} - \text{非銀行民間部門への政府証券(gilts)売却額} + \text{民間部門へのポンド建て銀行貸出増加額} - \text{純対外借入} - \text{銀行非預金債務増加額}$$

イングランド銀行はこの方式に基づき政府（金緑）証券への非銀行民間部門需要と銀行貸出需要への短期金利運用の影響を予測する。また、財政政策は PSBR 規模に、為替レート政策は純対外資金フローに影響する。したがって、このカウンターパート・アプローチは金融当局に通貨コントロールの調節機構を提供する。こうした調節機構は広義のマネー（ $\text{£M}_3$ ）に対してのみ構築可能であることが、目標通貨集計量として狭義のマネー（ $\text{M}_1$ ）よりはこれを選んだ主要な理由である。（N. H. Dimsdale (1991), *British Monetary Policy since 1945*, in N. F. R. Crafts & N. Woodward (ed) (1991), *The British Economy since 1945*, Oxford Univ Press, pp. 127-8）他方で、フリードマンやワルターズ（1981年1月からサッチャー首相の私設経済顧問）のようなマネタリストが主張したマネタリーベース・コントロールを導入できなかったのは、大蔵省・イングランド銀行官僚の強い反対論ばかりでなく、大蔵省の国民経済計量モデルは構造的にケインズ主義的に構築されており、突然に数量理論を組み込んだマネタリスト的モデルに再編成できなかったからである、という指摘もある。（C. Johnson (1991), *The Economy under Mrs Thatcher 1979-1990*, Penguin Books, p. 35）

- 14) H. M. Treasury (12 June 1979), *Financial Statement and Budget Report 1979-80*（以下、*FSBR* と略称する）、HMSO, pp. 11, 14, 19.
- 15) H. M. Treasury (26 March 1980), *FSBR 1980-81*, p. 16. cf., M. Thatcher (1993), *The Downing Street Years*, Harper Collins, pp. 95-7（The 1980 Budget and the Medium Term Financial Strategy [MTFS]）（邦訳／石崎雅彦訳『サッチャー回顧録～ダウニング街の日々』日本経済新聞社, [上], 1993年, 124-8ページ）.
- 16) Smith, *op. cit.*, pp. 9-10.

## II-2 中期財政金融戦略の段階区分

こうして開始されたサッチャー派の「マネタリズムの実験」の段階区分は、その崩壊ないし失敗をめぐる時期認定と評価を含めて、多様な見方が存在する。制度＝形式的区分と実質的区分のタイムラグもあり厳密な時点区分はできないが、筆者の仮説により概括的に段階区分を設定すれば、以下の通りである。

第1段階はマネーサプライの定義に  $\text{£M}_3$  のみを採用した1979～81年度であり、「教科書版＝ドクタマ的＝イデオロギー的マネタリズム」を特徴とする。この第1段階の時期区分には多少のズレはあるが、大方の見方が一致する。但し、フィナンシャル・タイムズ編集委員のリッデルのように、第1段階は1980年で終わったと言うエコノミストもいる。<sup>17)</sup>

「マネタリズムの実験」の第1段階と第2段階を画する指標は、1980年の後半に現出していた。すなわち、マネーサプライ・コントロールの指標として選ばれた  $\text{£M}_3$  は、イングランド銀行の高水準の最低貸出金利にも拘らず(後述するように、むしろより正確には高金利ゆえに)目標変動幅上限をはるかに越えて増加し、同時に2桁インフレの下でボンド為替レートが高騰するという推移の中で、その信頼性に疑問が投げかけられていた。しかし、1981年度予算におけるMTFSではなお金融当局者間の意見不一致の下で  $\text{£M}_3$  のみの目標変動幅が掲げられたが、1982年度には  $\text{£M}_3$  とともに  $M_1$  及び  $\text{PLS}_2$  という複数のコントロール目標が提示された。しかし、後者の2目標は2カ年度で廃止され、1984年度から代わって  $M_0$  が  $\text{£M}_3$  とともにコントロール目標となった。

第2段階は「プラグマティック(実用主義的)・マネタリズム」<sup>19)</sup>と特徴づけることができるのであり、1982年初からサッチャー政権発足以来2度目のボンド危機で対ドル比価が1対1圏内に接近した1985年第1Ⅳ半期を経由して85年10月の  $\text{£M}_3$  の目標としての一時棚上げ(放棄)まで続いたと考える。1985年度のMTFSは、マネーサプライ・コントロール目標の前年度から明確になっていた  $\text{£M}_3$  から  $M_0$  への一層のシフトだけでなく、マネー・GDP・GDPデフレーター・実質GDPの中期的予測値が導入され、さらに為替レートの重視姿勢の顕在化等、マネタリズム本来のマネーサプライ・コントロールからの離脱が指摘されるようになる。

段階区分に関して評価が分かれる問題は、かなりのエコノミストが指摘しているように、1985年でイギリスにおける「マネタリズムの実験」は事実上放棄ないし失敗に帰したか否かにある。<sup>20)</sup>1987年度以降のMTFSではマネーサプライ・コントロール目標から  $\text{£M}_3$  を完全に排除し、マネタリーベースに近い  $M_0$  のみをコントロール目標として採用し、また、為替レートをもコントロール対象に採用した。こうした複雑な目標の組み合わせの事実はいわば理論的マネタリズムからは離反していると評価しうるのであるが、むしろこれはリッデルが巧妙に表現したように、87年3月～88年3月の事実上の中断を含めて1985年10月以降1989年6月までを「裁量的マネタリズム」<sup>21)</sup>(discretionary monetarism)というべき第3段階である、と筆者は考える。

こうして、サッチャー派による「マネタリズムの実験」は10年にわたり3つの段階を画して展開されたのであるが、このことはレーガノミクスにおけるアメリカの「マネタリズムの実験」が第1期半ばで断念され放棄されたこととは全く対称的であると言うべきであろう。

17) Hardy, *op. cit.*, pp. 144-5; Smith, *op. cit.*, 9-11; do (1991), *The Rise and Fall of Monetarism*, Penguin Books, pp. 102-6; A. Walters (1986), *Britain's Economic Renaissance: Margaret Thatcher's Reforms 1979-1984*, Oxford Univ Press, pp. 138-9, 148-50; W. Keegan (1985), *Mrs Thatcher's Economic Experiment*, Penguin Books, pp. 174-5; G. Maynard (1988), *The Economy under Mrs Thatcher*, Basil Blackwell, p. 96; P. Riddell (1989), *The Thatcher Decade: How Britain has changed during the 1980s*, Basil Blackwell, p. 19; N. H. Dimsdale (1991), *British Monetary Policy since 1945*, in N. F. R. Crafts & N. Woodward (ed) (1991), *The British Economy since 1945*, Ox-

ford Univ Press, pp. 134-5 ; A. Boltho & A. Graham (1992), Has Mrs. Thatcher Changed the British Economy?, in M. Baldassarri (ed) (1992), *Keynes and the Economic Policies of the 1980s*, Macmillan, p. 267.

- 18) 最低貸出金利は1981年8月以降、公表が停止され、以後、市場基準金利 (base rate) が公表されている。(Central Statistical Office (1995), *Economic Trends : Annual Supplement*, 1995 ed., pp. 252-3 [Selected Financial Statistics 5. 9-10])
- 19) Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, pp. 12-3 ; Hardy, *op. cit.*, pp. 148-9 ; Riddell, *op. cit.*, p. 19 ; Dimsdale, *op. cit.*, p. 135.
- 20) Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 13 ; Johnson, *op. cit.*, p. 74 ; Thain & Wright, *op. cit.*, p. 22.
- 21) Riddell, *op. cit.*, p. 25.

### Ⅲ 中期財政金融戦略の展開と特徴

#### Ⅲ-1 第1段階 ~ 1979-81年度 / 「イデオロギーのマネタリズム」

1975年の党首就任以来のヒース派との妥協体制の下で79年5月にサッチャーが政権に就いた時、内閣は保守党の政労使協調組合主義を支えてきた“ウェット” (wet, or wets) と呼ばれる穏健派 (ヒース派) がかなりの比重を占めていた。サッチャー派経済閣僚は、ハウ (Sir Geoffrey Howe) 蔵相、ジョセフ (Sir Keith Joseph) 産業相及びビッフエン (Mr John Biffen) 大蔵省主席国務大臣に過ぎず、内閣はサッチャー派と保守党本流との二重状態にあったといわれ、1981年度の深刻な不況下でのデフレ予算をめぐる深刻な閣内対立を経過してサッチャーが穏健派主要閣僚の解任・左遷を図った1981年9月の内閣改造まで経済政策問題はフルメンバーの閣議ではほとんど論議されず、マネタリスト同調者で事実上構成されたE委員会に委され、また長期経済戦略はハウ蔵相とジョセフ産業相主導の下で首相官邸政策部長ホスキンス (Sir John Hoskyns, Head of Prime Minister's Policy Unit) が加わった新設の経済小委員会<sup>22)</sup>の手中にあった、といわれる。

同時に、サッチャー派は「マネタリズムの実験」を推進するために、大蔵省のケインジアン官僚やイングランド銀行の総裁を初め伝統主義者との論戦のために、いくつかの布石を打ったのである。その中で言及に値する1つが1979年秋の大蔵省主席経済顧問にロンドン・ビジネススクールのバーンス教授 (Prof Terence [Terry] Burns<sup>23)</sup>) を任命したこと (1980年1月就任) であり、もう1つは1年遅れで首相私設経済顧問 (1981~83, 1989) として生粋のマネタリストであるワルターズ教授 (Prof Alan Walters) をアメリカから招聘したことである。特に、ワルターズ教授は私設経済顧問就任期間中を問わず一貫したサッチャーの支持者=助言者であり、大蔵省・イングランド銀行等に対する強力な内部批判者であった<sup>24)</sup>。

22) P. Cosgrave (1985), *Thatcher : The First Term*, Bodley Head, pp. 109-10, 118-23 ; J. Vincent (1987), *The Thatcher Governments, 1979-87*, in P. Hennessy & A. Seldon (ed), *Ruling Performance : British Governments from Attlee to Thatcher*, Basil Blackwell, pp. 282-7 ; Keegan, *op. cit.*, pp. 135-6. cf., Thatcher, *op. cit.*, pp. 147-53 (More Cabinet Dissent and the September 1981 Reshuffle) (前掲訳書, [上], 188-95ページ).

23) 大蔵省主席経済顧問の数人のマネタリスト候補者の中からバーンス教授が任命されたのは、彼が折衷主義的なエコノミストであり“健全”と見なされ、大蔵省高級官僚が彼は不況期のPSBR増加は

許容されるとの彼等の信念を共有すると考えたからである、と言われる。また、ロンドン・ビジネススクールはフリードマン派マネタリズムとは明白に距離のある「柔軟なマネタリスト学派」(the 'soft' monetarist school (Keegan))である、と見なされていた。(Platzky, *op. cit.*, pp. 117-8; Keegan, *op. cit.*, pp. 139-41; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 78-81; Cosgrave, *op. cit.*, pp. 73-4)

- 24) Platzky, *op. cit.*, pp. 10-1; Riddell, *op. cit.*, p. 18; Johnson, *op. cit.*, pp. 32-3, 39; Cosgrave, *op. cit.*, p. 115; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 19, 47-8, 50, 74; M. Reid (1991), *Mrs Thatcher and the City*, in D. Kavanagh & A. Seldon (ed) (1991), *The Thatcher Effect*, Oxford Univ. Press, pp. 50, 60. 当初、サッチャーとジョセフはワルターズ教授に大蔵省主席経済顧問への就任を要請し固辞されたが、結局、首相私設経済顧問就任への説得を受諾した、といわれる。(Keegan, *op. cit.*, p. 157)

### Ⅲ-1-1 中期財政金融戦略の策定と1980年度予算

ハウ蔵相は、初めてのMTFSを盛り込んだ1980年度予算書=FSBRの3月26日の議会提出に先立ち、その前提となる大蔵省とイングランド銀行による協議文書を含む“マネタリーコントロール”<sup>25)</sup>と題する緑書<sup>26)</sup>を議会に提出した。

わずか3ページの序文は、協議文書の内容を前提として、政府・金融当局が決定した事実上MTFSの指針を提示したものである。すなわちそれは、①通貨政策の役割、②マネタリーコントロールの短期・中期的必要条件と手段(財政政策と金利)、③通貨増加と物価・名目所得との複雑な関係をコントロールするためにM<sub>3</sub>、£M<sub>3</sub>を含む複数のマネー集計量を監視する問題、④イギリスの現在の環境に最も相応しいとの合意があるコントロール目標として£M<sub>3</sub>を選択した理由(1)市場の理解度、2)財政政策、公債売買政策、銀行信用・為替市場管理との関係性、3)インフレ減退を目指すマクロ経済政策への一般保証、4)イギリス銀行制度の見地からの定義の容易性)、⑤協議文書は短期的マネタリーコントロール問題に集中していること及び現行の直接的規制手段に関する変更や代替策を検討したものであること、<sup>27)</sup>を提起している。

協議文書は別建てで本文6章・付録2点から構成される30ページに及ぶものである。本稿はサッチャー政権下の金融政策全体を詳論するものではないが、必要最小限において言及せざるを得ない。本文書を簡潔に要約すれば以下の通りである。

①中期的なマネーサプライ・コントロールに十分な主要手段は財政政策(公共支出と租税政策)と金利である。②これらの手段で制度内のタイムラグにより生じるかなりの逸脱を望ましいトレンドに戻すことができる。③直接的な数量規制は代替策にはならない、けだしそれは金利を変更しないという点で基礎的な金融情勢に影響を与えずに流動性と信用の諸形態を迂回し変化させるからである。④4半期毎のマネーサプライ増加率の円滑な進路を達成させようマネタリーコントロール技術における多くの変更の可能性を検討して、現行制度に関して、1)補足的特別預金制度(Supplementary Special Deposit Scheme, いわゆるコルセット[corset])は実質的な使命を終えたので適切な時期に廃止する、2)全ての銀行に対する対象預金債務に対する12.5%の準備資産比率(Reserve Assets Ratio)を維持する必要性は、金利及び銀行バランスシートの増加率に影響を与える手段としても、最早なくなり廃止を提案する、3)イングランド銀行が金利の変更をさせたい時に1つのテコとなるロンドン手形交換所加盟銀行のみに適用されている現行の現金準備率制度(Cash Requirement)はより一般的な制度に代替する、4)1960年に導入された、適格債務の

特定比率を利付きベースでイングランド銀行に資金預託する特別預金制度（Special Deposits Scheme）は銀行制度全体の過剰流動性効果を抑制するために維持する、⑤論争点になっている、1) マネタリーベース・コントロールに伴う困難は乗り越えられるかどうか、2) イングランド銀行貸出金利の自動調節制度は有効かどうかに関する各界の意見を歓迎する、<sup>28)</sup> というものである。

このように、協議文書は従来実施してきた様々な金融規制の緩和措置の検討と提案を含むとともに、MTFS に関しては①狭義のマネーによるマネタリーベース・コントロール<sup>29)</sup>が、広義のマネーである  $\text{£M}_3$  等によるかのマネーサプライ・コントロールの実施方法、②中期的目標の設定等をめぐる大蔵省とイングランド銀行との角逐と妥協の産物である。例えば、金融規制緩和に<sup>30)</sup> 関してもイングランド銀行はコルセットの廃止には難色を示していた。こうした経緯はその後のマネーサプライ・コントロール目標の追加・変更を惹起し、また特に当初単一指標として設定された  $\text{£M}_3$  のコントロール目標からの断念が「マネタリズムの実験」の終焉ないし失敗を意味するかどうかという評価に直結する枢要点であるので、その経過を分析しておきたい。

1980年1月の大蔵省主席経済顧問に就任直後にバーンス教授は、インフレ率の漸進的引下げのための中期マネタリー計画の策定を求め、同時に、マネーサプライ（ $\text{£M}_3$ ）の変化と事後のインフレ率の変化との因果的相関関係を確信した。<sup>31)</sup> このような計画はまた、1966年以来フィナンシャル・タイムズ紙の経済論説主幹（principal economic commentator）を務め当時共鳴的なマネタリスト的批評家であったサミュエル・ブリタンが主張していた。<sup>32)</sup> <sup>33)</sup>

しかし、イングランド銀行は以下の理由によりこの計画に反対の態度をとったのである。すなわち、イングランド銀行は年次通貨目標の導入では先陣を切ったが、中期的計画は余りにプラグマティックすぎるとともに年次目標の達成さえいかに困難であるかを既に経験してきたからである。リチャードソン総裁（Rt Hon Gordon Richardson, the Governor of the Bank of England）はサッチャー首相に「中期マネタリー計画は首相自身の災いとなる」と指摘し、79年の付加価値税（VAT）引上げでは指導性を発揮したビッフェン大蔵省主席大臣も中期計画を「危険な未来学」（‘dangerous futurology’）と見なした。こうした経過の中で、ハウ蔵相はこの問題は未決定と聞かされた。<sup>34)</sup>

それにも拘らず、前述の緑書が作成され予算書にMTFSが明文化されて1980年度から実施されるに至った事情は以下の通りである。まず、イギリスにおいても政府官僚の頂点に立つ大蔵事務次官＝ワス（Sir Douglas Wass, Permanent Secretary to the Treasury, 1974-83）が、当初サッチャー派と難しい関係にあったが、前とは打って変わって大蔵省の政治的首脳陣に背くのを止め予期せず中期計画の受入れ姿勢を示したことである。それでも、バーンズ提案自体は懐疑的な大蔵省を確信させるにはなお不十分であった。大蔵官僚がそれを受入れたのは、バーンズ提案を既に説明したMTFSの形に仕立てあげたローソン財務担当相の精力的努力の結果である。かくして、ローソン、バーンズ教授及びミドルトン事務次官代理（Peter Middleton, Deputy Secretary to the Treasury, 後に事務次官）の合作として作成されたMTFSはサッチャー政府の経済戦略の核心として1980年度予算書に盛り込まれて議会に提出されたが、イングランド銀行総裁等への唯一の譲歩は通貨増加目標が特定目標値ではなく変動幅として提示されたことである。<sup>35)</sup>

25) A Consultation Paper by HM Treasury and the Bank of England (March 1980), *Monetary Con-*

- trol. cf.*, Bank of England (1984), *The Development and Operation of Monetary Policy 1960-1983*, Oxford Univ Press, pp. 137-47 (Monetary control).
- 26) Chancellor of the Exchequer (March 1980), *Monetary Control*, HMSO, Cmnd. 7858.
- 27) *Ibid.*, pp. i-iii.
- 28) Consultation Paper, *op. cit.*, pp. 1-15. また以下の文献を参照, 平勝廣「金融政策」, 内田勝敏編『イギリス経済～サッチャー革命の軌跡』世界思想社, 1989年所収, 199, 218-9ページ; 内藤吉朗「最近のイギリスにおける金融政策論議—Green Paperをめぐって—」, 『経済学論究』(関学), 第35巻第2号, 1981年7月, 所収。
- 29) マネーサプライの定義には, マネタリーベース= $M_0$ , 狭義のマネー= $M_1$  及び広義のマネー= $£M_3$ ,  $M_4$ …… 3つのカテゴリー (マネタリーベースを狭義のマネーと定義する場合は2つ) がある。既に言及したように  $£M_3$  等を指標とするマネーサプライを資金フロー・アプローチと言い,  $M_0$  のようなベース・マネーによるマネーサプライをマネー乗数アプローチ (money multiplier approach) とする。以下, 後者について説明する。 $M_0$  は公衆が保有する流通通貨 (紙幣+铸貨) (=C)+銀行保有現金+銀行の中央銀行勘定残高 (預け金) (銀行準備金=R) から構成される。ところで, CとRは, それぞれ, 例えば  $£M_3$  の銀行預金総額に対して一定比率で保有されていると仮定される。こうして,  $£M_3$  は  $M_0$  との間に一定の乗数 (貨幣乗数) 関係があり, マネタリーベース= $M_0$  は中央銀行によりコントロールされる, と考える。 $M_0$  と  $£M_3$  との数量的関係はディムステイルに従えば以下の通りである。

$$\alpha = \frac{C}{D} \quad \beta = \frac{R}{D} \quad \dots\dots(1)$$

但し,  $\alpha$ : 非銀行公衆の対預金固定現金保有比率,  $\beta$ :  $£M_3$  の対預金均一準備率,

C: 現金通貨, D:  $£M_3$  の預金, R: 銀行準備

$$M_0 = \text{現金通貨} + \text{銀行準備} = \alpha D + \beta D = (\alpha + \beta) D \quad \dots\dots(2)$$

$$£M_3 = \text{現金通貨} + \text{預金} = (\alpha + 1) D \quad \dots\dots(3)$$

$$(2) \text{式から} \quad D = \frac{M_0}{\alpha + \beta} \quad \dots\dots(4)$$

$$(4) \text{式を}(3) \text{式に代入する} \quad £M_3 = \frac{(1 + \alpha)}{(\alpha + \beta)} M_0 \quad \dots\dots(5)$$

$$£M_3 = m M_0 \quad \dots\dots(6) \quad \text{但し, } m = \frac{(1 + \alpha)}{(\alpha + \beta)} \quad m \text{ が貨幣乗数 (money multiplier)}$$

- そして, 留意すべき点は, マネタリーベース・コントロールの発想には, マネー (money) は勘定支払手段であり, 信用 (credit) は勘定支払遅延手段であるとして, 両者を峻別する見地があることである。(Dimsdale, *op. cit.*, pp. 93-6; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 52; Pliatzky, *op. cit.*, pp. 120-2; Walters, *op. cit.*, pp. 116-20)
- 30) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 94. 当時の大蔵省とイングランド銀行の関係及び後者の活動を規定する主要法規の内容に関しては以下の資料を参照, House of Commons: Treasury & Civil Service Committee (17 July 1980), *Memoranda on Monetary Policy*, Session 1979-80, HC720, HMSO, pp. 177-80 (Memorandum by the Bank of England).
- 31) Keegan, *op. cit.*, p. 141.
- 32) cf., S. Brittan (1982), *How to End the 'Monetarist' Controversy: A Journalist's Reflections on Output, Jobs, Prices and Money*, 2nd ed, The Institute of Economic Affairs.
- 33) Keegan, *op. cit.*, p.141.
- 34) *Ibid.*, pp. 141-2.
- 35) Keegan, *op. cit.*, pp. 142-4; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 91; Thain & Wright, *op. cit.*, p. 21.

### Ⅲ-1-2 1979~81年度における MTFFS とパフォーマンス

**1979年度～高金利・ポンド高・2桁インフレ下のマネーサプライ目標超過** サッチャー政権が成立した1979年はイラン＝ホメイニ革命を契機とした第2次石油危機（原油価格高騰）が始まり、同時に戦後2回目の世界同時不況（1980～82年）が始まりイギリスも巻き込まれた時点であった。それにも拘らず、ハウ蔵相は、同年6月、既に言及したように執行中の労働党予算を PSBR を10億ポンド削減するインフレ抑制の緊縮予算に組み替え、所得税減税（標準税率/33%⇒30%、限界税率/83%⇒60%）と VAT 増税（8% & 12.5%[贅沢品]の2本立て⇒15%、但し食料品等は免税）を実施し（表 I-1 を参照<sup>36)</sup>）、同時に、 $£M_3$  の目標増加率を前年度より1%低い9%（年率換算/その後の表示法では7~11%）に設定した。（表 I-2 を参照）

しかし、財政政策における VAT の大幅引上げとサッチャーの意に反する公共部門大幅賃上げの受入れは強力なインフレ圧力となり  $£M_3$  の目標増加率抑制との整合性を欠いた政策であった。同時に、不況の深刻化に伴う失業者の急増は財政スタビライザー機能の作動により失業手当等の社会保障支出を増大させ税収を減少させ、結果として PSBR を増加させ前述の資金フロー方式（註13）で示したように  $£M_3$  の増加要因となった。その上、注目すべきことは、79年10月、ハウ蔵相は長年継続してきた為替管理を全廃し内外資金の流入出が完全自由化され、銀行は海外金融子会社経由の英国顧客に対する貸付によって金融仲介機能の中断（disintermediation）を狙いと<sup>37)</sup>したコルセット規制を迂回可能となり、これもまた  $£M_3$  の増加要因となった。<sup>38)</sup>

こうした諸要因が合成した結果は、80年第1 IV 半期の前年同期比インフレ率（GDP デフレータ）は16.7%（1980年基準<sup>39)</sup>）の2桁インフレとなり、イングランド銀行が最低貸出金利を79年6月に14%、さらに11月には史上最高の17%に引上げた<sup>40)</sup>。同時に、高金利と北海油田の産出の本格化で「産油国通貨」（oil currency）となったポンドの為替レート指数（1975=100）は79年第1 IV 半期の82.4から80年第1 IV 半期には10ポイント以上の93.0に急騰し、対ドル比価は2.02ドルから2.25ドルへと11.8ポイントも上昇した。こうして、高金利・ポンド高・2桁インフレ下で、 $£M_3$  の年度増加率は16.2%となり目標変動幅上限を4%以上も超過し、PSBR の GDP 比率も目標値を0.3%超過した。（表 I-2 及び表 I-3 を参照） GDP の実質成長率は2.8%であった。

36) 本稿はサッチャー政権の財政政策を詳論する予定はないが、「小さな政府」と PSBR の1~2%水準への削減を目標とする財政戦略において後者は MTFFS のパフォーマンスの一部として直接関連する課題であるので検討する。そこで、前者の推移を一言すれば以下のように特徴づけることができる。サッチャー政権の財政戦略目標は、第1段階=1979~81年度：「公共支出実質削減」、第2段階=1982~86年度：「公共支出実質水準維持」、第3段階=1987~90年度：「公共支出実質増・GDP 比率削減」という3段階を経過した。（Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, pp. 28-33）

37) サッチャーは79年5月総選挙の際、公共部門賃金比較委員会（Clegg Pay Comparability Commission）の勧告に従うと公約していた。同委員会の勧告の結果、政府は16~25%の賃上げ実施を余儀なくされたのである。（Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 11；do, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 86-7；Walters, *op. cit.*, p. 78；Keegan, *op. cit.*, pp. 139, 141, 144；Thain & Wright, *op. cit.*, p. 375）

38) Walters, *op. cit.*, p. 137；Dimsdale, *op. cit.*, p. 131；Johnson, *op. cit.*, pp. 37, 197；Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 93-4；Pliatzky, *op. cit.*, p. 125。キーガンは、為替管理の廃止が生み出した1つの効果は MTFFS とマネタリーコントロール操作に対する重大な混乱である、とまで断言し

表 I-1 1979~90年における税制改革の主要項目

予算年度	個人所得税		法人税	石油税	間接税
	勤労所得	投資所得			
1979	所得税/83~33% ⇒60~30% 控除/RPI+9%	投資所得付加税 10~15% ⇒0~15%	開発土地税 80~67%⇒60%	PRT/45%⇒60%	VAT/8~12.5% ⇒15%
1980	所得税/25%⇒30% NI/6.5%⇒6.75%		エンタプライズ・ゾ ーン実施	PRT/60%⇒70% APRT/15%	
1981	控除/RPI-13% NI/6.75% ⇒7.75%		特別銀行預金税 2.5% (1年限り)	SPD/20%	物品税/RPI+
1982	控除/RPI+2% NI/7.75% ⇒8.75%	CGT 指数化	NI 付加税 3.5%⇒2.5% 2.5%⇒1.5%	PRT/70%⇒75% SPD/廃止	
1983	控除/RPI+7% NI/8.75%⇒9.0%	事業投資免税制度実 施	NI 付加税 1.5%⇒1.0%	APRT / 87.1.1 廃 止	
1984	控除/RPI+7% 生命保険割増免税廃 止	投資所得付加税廃止 印紙税/2%⇒1%	法人税/52%⇒35% (~86/87) 各種引当金制度圧縮 NI 付加税廃止		VAT/ホット・テ イク・アウェイ 飲食料に適用
1985	控除/RPI+5% NI/9.0% ⇒5/7/9%	銀行利子合算課税実 施	開発土地税廃止 NI/10.45% ⇒5/7/9/10.5%		VAT/広告掲載新 聞・雑誌等に適用 物品税/RPI+
1986	所得税/30%⇒29% 控除/RPI	個人株式計画(投資 奨励免税制度)実施 相続を除く贈与税廃 止	株取引印紙税 1%⇒0.5%		
1987	所得税/29%⇒27% 控除/RPI	利潤関連還付(適格 所得の1/2に減免税 適用) 相続税/60~30% ⇒40%			
1988	所得税/60~27% ⇒40~25% 控除/RPI+4%	住宅抵当債務金利免 税の圧縮(1軒/3万 ポンドローン) CGT 指数化/継続 (82~)	印紙税(資本税・ユ ニット信託契約税) 1%⇒廃止		
1989	NI/5/7/9% ⇒2/9% 控除/RPI				VAT/非居住者向 け建設、事業用燃 料・電力、水道に適 用
1990	地方税(rates)に替 りコミュニティ・チ ャージ(poll tax)実 施、控除/RPI	銀行利子合算課税廃 止(1991.4~)	株取引印紙税 0.5% ⇒廃止(90-91) 事業地方税存続		物品税/RPI+

備考) 控除/RPI±x は指数化所得税控除(indexed income-tax allowance)の実効率を示す。RPIは小売物価指数。NIは国民保険掛け率(National Insurance Contributions)。CGTは資本利得税(Capital Gain Tax)を示す。PRTは石油収益税(Petroleum Revenue Tax)、APRTは臨時石油収益税(Advance Petroleum Revenue Tax)、SPDは追加石油税(Supplementary Petroleum Tax)を示す。物品税/RPI+はRPI上昇率に応じた税額変更等を示す。

資料) H. M. Treasury, *Financial Statement and Budget Report* (red paper), 1979-80~1990-91, HMSO; C. Johnson (1991), *The Economy under Mrs Thatcher 1979-1990*, p. 111 (Taxation changes 1979-90), より作成。

ている。(Keegan, *op. cit.*, p. 149)

39) Central Statistical Office (以下、CSOと略称する), *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 6 (National Accounts Aggregates: index numbers) より算出。

40) do, *do*, 1995 ed., p. 252 (Bank rate / Bank of England's minimum lending rate to the market).

41) £M<sub>3</sub>の年率換算による増加率計算では目標変動幅達成を含む若干の異なる実績値が指摘されている。スミスは79年6月から10カ月間の£M<sub>3</sub>の年率換算増加率は10%であるとしている。(Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 91) ワルターズとメイナードは12% (Walters, *op. cit.*, p. 138; Maynard, *op. cit.*, p. 60), ジョンソン及びOECD対英経済調査報告では16.2% (表I-2に

同じ）となっている。（Johnson, *op. cit.*, p. 274 ; OECD (July-1987), *Economic Surveys : United Kingdom*, p. 20 [Table 5]）この違いは、年率換算の対象期間の相違及びFSBRにおける実績予測値をそのまま実績値として掲載したか、前年度末～当該年度末の実績統計で掲載したかの違いを反映している。筆者は、中央統計局作成の *Economic Trends : Annual Supplement* の Monetary Aggregates に基づいて計算した実績値を掲載した。

**1980年度～MTFSの開始と  $\text{£M}_3$  の信頼性問題** こうして、1980年度のMTFSは苦渋に満ちた出帆であった。既に言及したように、MTFSはマネタリー・コントロール指標として1976年以来単年度目標として採用してきた  $\text{£M}_3$  を採用した。その前提となった緑書ではマネー定義の調整可能性やその他のマネー集計量を考慮すると説明されていたが、後に重要となった為替レート問題に全く言及していないのは興味深い。<sup>42)</sup> 後述するように、マネタリー・コントロール指標としての  $\text{£M}_3$  は80年夏にはその信頼性に深刻な疑問と政策運営スタンスの事実上の変更が提起されるのであるが、元来、3月の  $\text{£M}_3$  の採用をめぐるイングランド銀行・大蔵省とマネタリーベース・コントロールの採用を主張する国内マネタリストとの間でかなり深刻な対立が存在していたのである。

この対立が表面化したのは、ハウ蔵相が80年3月の議会予算演説で公約していたコルセット規制が同年6月に廃止されて  $\text{£M}_3$  の急増を招き、<sup>43)</sup>  $\text{£M}_3$  の増加率が金融情勢の引締めまたは緩和の指標としての信頼性にサッチャーを含め政府内外に深刻な疑念が生じた同年の夏であった。早くもこの時が転換点であった。金利は17%のピークに張り付き、インフレ率も21%（年率）のピークに達し、またポンドの対ドル・レートは1975年以来の\$2.40のピークに記録し、さらに失業者数は150万人を越え200万人をうかがう趨勢にあった。<sup>44)</sup> こうした経済情勢の中での  $\text{£M}_3$  の急増に対して、イングランド銀行は本来的には最低貸出金利の引上げを実施しなければならないのであるが、リチャードソン総裁はサッチャー首相の了解を得て逆に7月4日に1%の引下げを実施した。さらに、11月及び翌81年3月にそれぞれ2%の引下げにより最高率から5%低い12%にまで引下げていくのである。この点では、イングランド銀行は、金融情勢の現実の中でプラグマティックな反応を示したのである。

こうした見通しの下で、首相就任以前からサッチャーの政策助言者であったイギリス国内のマネタリストの中で、グリフィス教授（Prof Brian Griffiths, LSE & City Univ/1985~90：首相官邸政策部長）とペッパー（Gordon Pepper, stock-brokers W. Greenwell）は、マネタリーベース・コントロール<sup>45)</sup> を主張していた。同様に、サッチャーの政策助言者の一人であった新古典派＝合理的期待学派のミンフォード教授（Prof Patrick Minford, Liverpool Univ）もマネタリーベース・コントロール<sup>46)</sup> の支持者であった。

イングランド銀行は初期の段階からその態度を明確にして、金利に対するコントロールを市場に委せるマネタリーベース制度への移行には反対であった。この点では、大蔵省内でもバーズ主席経済顧問や特にローソン財務担当相は  $\text{£M}_3$  をマネタリーコントロールと公共借入制限を単独集計量に包み込むのにイギリスにとってより適切なマネタリー目標であると見なしていたが、彼等を含めて大蔵省はイングランド銀行よりはなお柔軟であった。以後、サッチャー首相とイングランド銀行及び大蔵省とイングランド銀行との厄介で苦痛な論議が展開された。大蔵省とイングランド銀行とのマネタリー・コントロールをめぐる論議は80年後半から81年初めにかけて「怒

りに満ちた混乱」状態にあった、といわれる。<sup>47)48)</sup>

他方で、下院大蔵・公務特別委員会（Select Committee on Treasury & Civil Service）はマネタリーコントロールに関する政策審議を行ない、同時に、大蔵省・イングランド銀行首脳、内外大手銀行首脳と大学教授等国内外の様々な経済学派に属する広範なエコノミストを招聘した聴聞会を開催した。その中で、何よりも注目されたのはマネタリズムの大御所であるフリードマン教授（Prof Milton Friedman, Stanford University）のMTFSに関する見解（1980年6月11日付け委員会議長宛て書簡）であった。多少長文であるが、最も重要と思われる部分を引用したい。

フリードマンは先ず背景説明の一部として次のように主張している。（フリードマンの以下の主張は、戦後最大の不況下での1981年度のデフレ予算編成に少なからぬ影響を与えた）

「5. 成功するインフレ抑制政策というものは、避けられない付随的効果として経済成長の一時的減速が付き物です。しかしながら、現在のインフレ水準を持続するという、さらにインフレの一層の加速でさえ、精々、その後、一層厳しい減速という犠牲でこの減速を引延ばすだけなのです。

……

これまでの経済政策の失敗は、ソフトな選択肢の余地を残していません。我々にとって唯一の現実的代替策は、インフレ終息計画の一部として、今、一時的な経済的減速を受け入れることです。さもなければ、少し後に、持続的ないし加速的インフレの結果として、一層厳しい減速を経験することになるのです。<sup>49)</sup>」

その上で、フリードマンが行なったMTFSに関する多くの指摘のうち（その一部は既に引用した通貨増加と産出及びインフレとのタイムラグ問題を除いて）、特に注目されるのは以下の2点である。なかでもパラグラフ11は、当時のイギリス政府外のマネタリストにはよく知られていた見解である。

「9. PSBRの目標に割り当て、いる主要な役割は、……いくつかの理由で賢明ではないと私には思われます。(1)これらの数字はインフレ効果調整の失敗のためにひどい誤解を招きます。(2)PSBRの規模と通貨増加とに必然的な関係はありません。(3)PSBRの規模は金利水準に影響します。しかしながら通貨増加を所与とすれば、金利への主要な影響は実質PSBRによるものであり、名目PSBRによるものではありません。……

11. 私は、マネタリーコントロールに関する緑書の要約章の第1パラグラフを読んだ時、自分の目が決して信じられませんでした、すなわち、『マネーサプライ増加をコントロールする主要手段は財政政策～公共支出と租税政策～及び金利である』と。字義ど通りに解釈すればこの文章は全く間違いです。最近10年以上にわたるマネーサプライ・プロセスに関する溢れるほどの文献を一つも読まなかったリップ・ヴァン・ウィンクル（時代遅れの人、の意——引用者註）のような人物だけが多分この文章を書くことができたのです。直接的なマネタリーベース・コントロールが、通貨増加のコントロール手段として財政政策と金利の代替策です。直接的なマネタリーベース・コントロールは金利に影響を及ぼしますが、……しかしそれは金利を通じて通貨増加をコントロールすることは全く別の事柄であるのは、当たり前です。<sup>50)</sup>」

表 I-2 マネーの目標増加率と実績（1979-1995年）

（単位：年率/%）

目標予算年度 目録公表年月	政権				政権				政権				政権								
	79/80	80/81	81/82	82/83	83/84	84/85	85/86	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	92/93	93/94	94/95	95/96	96/97	97/98	98/99	99/00
£M <sub>3</sub> の目標増加率	9+	7-11	(6-10)	(5-9)	(4-8)	(4-8)	(4-8)	(7-11)	(6-10)	(5-9)	(4-8)	(3-7)	(2-6)								
1979年6月		6-10	(5-9)	(4-8)	(4-8)																
1980年3月		8-12	(6-10)	(5-9)	(4-8)	(4-8)	(3-7)	(2-6)													
1981年3月		7-11	(6-10)	(5-9)	(4-8)	(4-8)	(3-7)	(2-6)													
1982年3月		6-10	(5-9)	(4-8)	(4-8)	(3-7)	(2-6)														
1983年3月		5-9	(4-8)	(4-8)	(3-7)	(2-6)															
1984年3月		11-15																			
1985年3月		16.2	18.4	12.8	11.1	9.5	11.9	16.3	18.9	20.8	21.3										
1986年3月*																					
実績																					
M <sub>1</sub> 及びPSL <sub>2</sub> の目標増加率		8-12	(7-11)	(6-10)	(5-9)																
1982年3月		7-11	(6-10)	(5-9)																	
1983年3月		12.3	11.5																		
実績		14.0	12.4																		
M <sub>0</sub> の目標/監視増加率																					
1984年3月		4-8	(3-7)	(2-6)	(1-5)	(0-4)															
1985年3月		3-7	(2-6)	(1-5)	(0-4)																
1986年3月		2-6	(2-6)	(1-5)	(1-5)																
1987年3月		2-6	(1-5)	(1-5)	(0-4)																
1988年3月		1-5	(1-5)	(1-5)	(0-4)																
1989年3月		1-5	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1990年3月		1-5	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1991年3月		0-4	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1992年3月		0-4	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1993年3月		0-4	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1993年11月		0-4	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
1994年11月		0-4	(0-4)	(0-4)	(0-4)																
実績		5.4	4.1	3.5	6.4	6.8	5.0	4.6	2 1/4	4.5	5.6	7.3#	5.2 <sup>o</sup>								
M <sub>4</sub> の監視増加率																					
1993年3月																					
1993年11月																					
1994年11月																					
実績																					

備考) ① 目標増加率は必ずしも予算年度基準ではない(例えば、2月～2月)が、年率換算で提示されている。

② 1992年度までの下線付き数値は当該年度の目標変動幅(target range)、括弧内の数値は次年度以後の中期財政金融戦略のための例示用の変動幅(illustrative range)を示す。

▲はマイナスを示す。

③ 1993年度から、M<sub>0</sub>及びM<sub>1</sub>の中期財政金融戦略上の扱い方を従来の目標変動幅(target range)から監視変動幅(monitering range)に変更した。

④ 実績値は、一次統計資料間でも、同じ一次資料の年度(版)間でも、文獻上(二次資料)の統計表でも、必ずしも一致しない。実績値は一定の誤差を含む趨勢値と理解すべきである。

+ 1979年度の子算書では79年6月半ば~80年4月半ばの目標(年率換算)として表記の特定値が提示されているが、OECDの対英経済調査報告を含む管見したすべて文献では事後の表示法に倣ってこれを中央値とする上下2%の変動幅として7~11%と表示している。

\* £M<sub>3</sub>の流通速度トレンドを取り巻く不安定性が大きすぎるとして、例示用の変動幅を設定せず。

# 1994年10月の前年同月比増加率。

b 1995年10月の前年同月比増加率。

資料) HM Treasury, *Financial Statement and Budget Report* (red paper), 1979-80~1996-97; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1995 ed., HMSO, pp.227-8 (5.2 Monetary Aggregates); C. Johnson (1991), *The Economy under Mrs Thatcher 1979-1990*, pp.274-5 (Table 9) より作成。

表I-3 公共部門借入所要額(PSBR)のGDP比率の目標と実績(1979~1995年)

目標予算年度	79/80	80/81	81/82	82/83	83/84	84/85	85/86	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	92/93	93/94	94/95	95/96	96/97	97/98	98/99	99/00
目標公表年月	4.5																				
1979年6月	3.75	3.0	2.25	1.5																	
1980年3月		4.25	3.25	2.0																	
1981年3月			3.5	2.75	2.0																
1982年3月				2.75	2.0																
1983年3月				2.5	2.0																
1984年3月				2.25	2.0	1.75	1.75														
1985年3月				2.0	2.0	1.75	1.75														
1986年3月				1.75	1.75	1.5	1.5														
1987年3月				1.0	1.0	1.0	1.0														
1988年3月				▲0.75	0	0	0														
1989年3月				▲2.75	▲1.75	▲1.75	▲1.75														
1990年3月				▲1.0	▲0.5	0	0														
1991年3月				1.25	2.0	1.0	0														
1992年3月				4.25	4.75	3.5	2.5														
1993年3月				8.0	8.0	6.5	5.5														
1993年11月				5.5	5.5	4.25	3.0														
1994年11月				1.75	0.75	0	▲1.0														
集 金 額	9.926	12.514	8.629	8.904	9.677	10.131	5.622	3.542	▲3.494	▲14.682	▲7.940	▲440	13,876	36,235	45,448	35,900	29,000				
績 GDP 比率	4.8	5.3	3.3	3.1	3.1	3.1	1.5	0.9	▲0.8	▲3.0	▲1.5	▲0.1	2.4	6.0	7.1	5.4	4.0				

備考) ① 下線付き数値は当該年度の目標数値、次年度以後の数値は計画数値を示す。▲は、マイナス(public sector debt repayment(公共部門債務返済額))を示す。

② 1995~96年度の実績は、予算報告時点(1995年11月)の予測値である。

資料) HM Treasury, *Financial Statement and Budget Report* (red paper), 1979-80~1996-97; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1995 ed., pp.14-5 (1.2 Gross national and domestic product), 239-40 (Financial transactions of the public sector), より作成。

これとは全く別に、ケインジアンのカルドア教授（Lord Professor Kaldor, King's College, Cambridge）は、マネタリズム理論とサッチャー政権の経済政策の全面的批判を展開するとともに、マネーサプライ（ $\text{£M}_3$ ）増加の最大の要因はPSBRではなく銀行貸出の増加にある、との証言をした<sup>51)</sup>。

そして、大蔵・公務特別委員会は、80年7月の報告書（*Monetary Control*, HC713, HMSO）で、マネタリーベース・コントロールを念頭に置いて「たった一つのコントロール技術の自動的な適用というやり方は、議会にとっては適当でも受入れ可能でもありそうもない」と結論した<sup>52)</sup>。さらに、イングランド銀行と大蔵省の高級官僚は9月末にマネタリーベース・コントロールは実行不可能であると拒否し、サッチャー首相を失望させた<sup>53)</sup>。

そうした中で、80年10月、サッチャーの助言者であるホスキンス官邸政策部長、シャーマン政策研究センター所長（Alfred Sherman, Director of the Centre for Policy Studies<sup>54)</sup>）及びワルターズ教授の会談の結果、政策研究センターはサッチャー及びジョセフの了解の下にベルン大学のマネタリスト＝金融問題専門家のニーハンス教授（Prof Jürg Niehans, Bern University）に、イギリスの金融情勢、特にポンド高に関する調査研究を依頼した<sup>55)</sup>。この「ニーハンス報告」が、ワルターズ教授の首相私設経済顧問の任命とともに深刻な論議を呼ぶことになる。

こうした経過と前後して、3月の緑書公表以来、マネタリーベース・コントロール制度への変更及び現行制度下におけるオペレーション技術の改善可能性に関する提案を大蔵省と協議・論議してきたイングランド銀行は、80年11月24日、『マネタリーコントロールに関する背景覚書<sup>54)</sup>』を発表し、また11月中旬には $\text{£M}_3$ は年率で24%の増加（狭義のマネー集計量= $M_1$ は同年10月の前年同月比で2%程度の増加<sup>56)</sup>）を記録していたにも拘らず同日付で最低貸出金利を2%引下げた。この覚書は、 $\text{£M}_3$ を公式目標として維持しマネタリーベース・コントロールの導入を時期尚早として退けつつも、その提唱者に対するいわばイギリス流の妥協的提案を盛り込んだ。それが、1971年の「競争と信用調節」（Competition and Credit Control）に代わり81年8月20日に実施された「新金融調節方式」と呼ばれるものである。（これは1981年度の項で言及する）

また、イングランド銀行は、80年12月の『四季報』の中で、「 $\text{£M}_3$ のような広義の集計量は短期的に厳密にはコントロールできない」として「現行目標を追尾しない」との政府方針を受入れ同年7月以来の $\text{£M}_3$ 急増の下での金利引下げを公式に確認し、同時に、前月に発表した「マネタリーコントロールの方法」の変更は「たとえマネタリーベース・システムが後に賢明であると見なされるにしても、このシステムの事後的な採用と矛盾しない」措置であると指摘した<sup>57)</sup>。さらに、年末に公表された大蔵省・イングランド銀行共同の緑書では、 $\text{£M}_3$ の動向は、事実上1979～80年に見られたように、誤解を招くおそれがあると結論づけ、さらに金融情勢を評価する際にはその他の集計量の動向をも考慮すべきであると勧告した<sup>58)</sup>。

扱て、前述した「ニーハンス報告」は81年1月初めにワルターズ教授が首相私設経済顧問として官邸に赴任する前に完成し政策研究センターに提出されていた。報告の要旨は以下の通りである。第1に、信頼すべき資料は次の結論、すなわち1979～80年の金融政策は余りにも締め過ぎていることを議論の余地なく示している。第2に、ポンド高の通俗的説明である北海石油はその高騰の約20%を説明するに過ぎない。第3に、イギリスの金融政策は漸進主義に対するあらゆる譲歩を拒絶したばかりでなく、実質成長を酌量することも拒絶したように思われる。第4に、こ

これらの結論として、こうしたことは最も熱心なマネタリストの弁護さえ越えて馬鹿げているように思われること、これは歴史的にほとんど前例のない政策変更であった。最後に、金融政策が締め過ぎたのは £M<sub>3</sub> という誤った経済変数を選択したことにあり、理想的にはマネタリーベースをコントロールすべきであり、残りのことは市場に委せるべきである。この場合、金利の動揺がありうるが、インフレの終息とともにより低いトレンドとなる、<sup>60)</sup> というものであった。

さらに81年1月には、ニーハンス教授は金融政策の緩和及びポンドの対ドル・レート＝\$2.40プラスの引下げのために外国為替市場への大規模介入を擁護した。<sup>61)</sup>

ワルターズはニーハンス勧告のすべてを受け入れたわけではないが、ホスキンスとともにその分析には同意した。<sup>62)</sup> ニーハンス報告及びワルターズの見解は直ちにサッチャー首相に伝わり、大蔵省及び政府全体を困難で厄介な状態に陥れた。ニーハンス＝ワルターズ結論を支持するワルターズ＝ホスキンス陣営(首相官邸)といわば「18カ月の恐るべき政策的失敗」を断罪された形のビッフェン主席国務大臣、ローソン財務担当相及び主要官僚を中心とする大蔵省との間で戦線が引かれたのである。大蔵省は、この期の M<sub>1</sub> の増加はマネーストックの実際の増大を過小評価しているのが重大であると頑強に主張した。<sup>63)</sup><sup>64)</sup>

両者の見解の間で一定の方針を運営する進路が見つけ出されなければならなかったのは明白であるが、80年秋以来の金融政策運営の現実には両者が妥協した路線を進行していたのであり、81年度予算の議会提出(81年3月10日)の翌日には、同年2月の £M<sub>3</sub> の前年同月比増加率が20%と予算書に明記されているにも拘らず、<sup>65)</sup> イングランド銀行は最低貸出金利を2%引下げて12%(最高金利から合計5%の引下げ)にしたのである。

こうして、深刻な不況が進行中の1980年度は、GDPの実質成長率はマイナス4.0%の結果、財政は自動スタビライザーが作動して緩やかになり(PSBR=125億ポンド/GDP比率=5.3%)、PSBR実績は設定した目標を40億ポンド/GDP比率で1.5%超過し、金融は £M<sub>3</sub> の目標変動幅上限を7.4%も超過して18.4%に達したにも拘らず引き締め、インフレ率(GDPデフレーター)は年度平均9.2%とようやく1桁台に達したのである。(表I-2及びI-3を参照)だが、問題は1981年のMTFSにあった。

42) Pliatzky, *op. cit.*, p. 126.

43) 1980年3月の緑書の説明で言及した補足的特別預金制度の俗称であるコルセットとは、1973年12月、バーバー蔵相により導入された制度で、イギリスの全ての銀行は利付適格債務(利付適格ポンド預金)の増加率が定められた許容基準を超えた場合、罰則としてその超過比率に応じてその増加分の5～50%を無利子でイングランド銀行に預金させられる制度である。この制度は銀行の信用創造に外枠をはめようとするものでコルセットと俗称されたのであり、2度の中断と許容増加率及び適用除外額の変更を含んで80年6月まで続いたマネーサプライ増加に対する直接的な数量規制である。(Bank of England, *op. cit.*, pp. 117-28 [The Supplementary special deposits scheme]) コルセット規制は、「銀行の金融仲介機能の中断」(disintermediation)を意味し、その廃止は規制外のマネーの回帰、すなわち「銀行の金融仲介機能の回復」(re-intermediation)を引き起こす。したがって、大蔵省首脳も17%という史上最高の金利に引上げていた時に、銀行貸出及びマネーサプライをコントロールする有力な手段の一つを廃止するのは理論的にはおかしいとは思っていたが、サッチャー派＝ハウ蔵相の指示に従って為替管理全廃に続く金融市場自由化措置として実施したのである。(Keegan, *op. cit.*, p. 150; Pliatzky, *op. cit.*, p. 127)

ところで、イングランド銀行はコルセット規制の廃止は  $\text{£M}_3$  の1回限りの3%の増加をもたらすと警告していた（リチャードソン総裁は6月にサッチャー首相に同様の趣旨の警告）が、80年7月だけで前月比5%、8月は同、3%の急増を記録した。（Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 94.）

- 44) Pliatzky, *op. cit.*, p. 127.
- 45) この場合のマネタリーベース・コントロールとは、既に定義した  $M_0$  をベース・マネーとし目標変動幅内にコントロールし、金利に対する中央銀行のコントロールの喪失という犠牲を払って金利を専ら市場実勢に委せ、その乱高下をも受け入れることを意味する。（Keegan, *op. cit.*, pp. 125-6 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 94 ; Johnson, *op. cit.*, p. 34 ; Dimsdale, *op. cit.*, p. 133）
- 46) Keegan, *op. cit.*, pp. 125-6 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 84.
- 47) Keegan, *op. cit.*, pp. 151-8 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 94.
- 48) ケインジアンをも巻き込んだMTFS論争はMTFSの3つの主要な仮説（①  $\text{£M}_3$  増加及びインフレ率の変化は予測可能かつ因果的な関係である、②公共部門借入れが  $\text{£M}_3$  増加の主要決定要因である、③公共部門借入水準が金利水準の主要決定要因である）を含んで展開されたが、ケインジアンはこれらの仮説を即座に拒否した。（Keegan, *op. cit.*, pp. 144-5）
- 49) Memorandum by Professor M. Friedman, *op. cit.*, p. 56. cf., Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, pp. 8-9.
- 50) Memorandum by Professor M. Friedman, *op. cit.*, pp. 56-7. cf., Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 95 ; Johnson, *op. cit.*, p. 41.
- 51) Select Committee on Treasury & Civil Service (17 July 1980), *Memoranda on Monetary Policy*, HC720, Session 1979-80, HMSO, pp. 86-129. cf., N. Kaldor (1983), *The Economic Consequences of Mrs Thatchers : Speeches in the House of Lords 1979-1982*, Duckworth, in particular, 11. Facade of Monetarism (27. 11. 80).
- 52) Johnson, *op. cit.*, pp. 34-5.
- 53) Johnson, *op. cit.*, p. 34.
- 54) 政策研究センターは、1974年2月の総選挙で労働党に敗北したヒース党首のリーダーシップに保守党内から疑問が出され、党首選挙の対立候補者と目されたジョセフが創設者（会長）になり、後に実際の対立候補者となったサッチャーが理事長として加わった保守党本来の政策を体系的に研究するために設立した研究部門である。（Keegan, *op. cit.*, pp. 45-7 ; Thatcher, *op. cit.*, p. 14 [前掲訳書, (上), 27ページ]. 黒岩徹『關うリーダーシップ~マーガレット・サッチャー』文藝春秋, 1989年, 130-1ページ）
- 55) Bank of England (December 1980), *Quarterly Bulletin*, p. 409.
- 56)  $M_1$  は流通現金とポンド建て要求払預金（利付・無利子）で構成され80%は無利子であるが故に、高金利の時には無利子勘定でのマネーの保有を魅力のないものにし非銀行公衆はその保有を極力抑制する。逆の時には逆の傾向が現われる。（Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 98）
- 57) Bank of England, *The Development and Operation of Monetary Policy 1960-83*, pp. 148-9 (Methods of Monetary Control). cf., Dimsdale, *op. cit.*, pp. 133-4 ; Keegan, *op. cit.*, p. 155 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 95.
- 58) Maynard, *op. cit.*, p. 66. ところで、1980年末にはイギリス産業の競争力は主要貿易国に対して1977年比較（為替レート変動で調整した相対単位労働コスト基準）で50%悪化したが、サッチャー政府は同年の秋にはポンド高騰と高金利への対策について産業界から強い圧力を受けていた。イギリス産業連盟のベケット事務総長は雇用主組織の年次総会で政府との妥協なき戦いを約束し、またイギリスを代表する巨大企業であるICIのホジソン会長は同社は第3 IV半期の赤字決算を公表せざるを得ないと首相に前代未聞の警告を行なった。（Keegan, *op. cit.*, pp. 146, 161 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 98）

- 59) ワルターズの任命は政府内外に様々な反応を呼び起こした。部外の人々にはサッチャーが周辺スタッフに満足していなかったように見え、政府部内では「バーズ（大蔵省首席経済顧問）に対する重大な侮辱だ」という見方から「気にするな！ ワルターズは間もなく政府システムに飲込まれる」という見方であった、と言われる。サッチャーにとってワルターズの任命は、ケインジアン大蔵官僚とイングランド銀行の伝統主義者による政府経済戦略のサボタージュ陰謀が進行中であるとの政府部外のマネタリストにとって当時よく知られていた見方が一つの要因であった。他方で重要なことは、ワルターズが£M<sub>3</sub>目標設定に関与してこなかったことである。（Keegan, *op. cit.*, p. 157 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 95）
- 60) Keegan, *op. cit.*, p. 159 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 96.
- 61) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 96.
- 62) Walters, *op. cit.*, p. 145.
- 63) ローソンは、81年1月14日、チューリッヒ経済協会での「サッチャリズムの実際：経過報告」と題する演説の中で、ニーハンス報告及びワルターズ＝ホスキンス陣営に必ずしも同意しない姿勢を示して、次のように主張した。すなわち、「主要金融指標に関する事実資料は、……狭義のマネーのメッセージを確認しているように思われる」としつつも、「事はそれほど単純ではない」として、狭義のマネーの低い増加率によって金融情勢を緩くないと考える誤解に陥ったヒース政府の前例を聴衆に想起させて、真の問題は金融政策が広義のマネーの増加ペースで測って緩すぎるかどうかにある、とした。「私の結論は、イギリスの金融情勢は今までのところインフレ的ではなかったが、今からMTFSの残り3年間にかけて広義のマネーの低い増加率を確保することが不可欠であり、それによって少なくとも既に生じた過剰増加のなにかしかり取り戻すのが賢明である。」（Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 97）
- 64) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 98. また、金融引締めが十分堅固であるかに疑問を抱いていた多くのマネタリストの一人であったフィナンシャル・タイムズのブリタンは、ニーハンス報告を議論するセミナーで留保を表明した。（Keegan, *op. cit.*, p. 160）
- 65) *FSBR 1981-82*, p. 15.

不況の底における1981年度の“デフレ”予算とMTFS 1981年度予算は保守党政府下における経済政策展開の里程標ないし転換点となった。<sup>66)</sup>1981年第1Ⅳ半期は、1980～82年不況の底（the trough of the cycle or the recession）に位置し、その実質国内総生産はピーク時（1979年第2Ⅳ半期）よりも6.2%減（80年度は前年度比で4.0%減）、工業生産指数は同、17.5%減、失業者数は231万人（失業率8.6%）<sup>67)</sup>に達し、戦後最大でかつ1930年代以来の不況であると見なされた。<sup>68)</sup>保守党内外の要求は経済政策の方向の“Uターン”<sup>69)</sup>を求め、サッチャー政府は世論調査で極端に不人気であったが、サッチャーの主たる政治闘争の矛先は党内のウェット<sup>70)</sup>にあった。

ニーハンス報告に共鳴するサッチャー首相は、それを支持するワルターズ＝ホスキンスが率いる首相官邸スタッフの助言も受けながら、1981年度予算編成に関してハウ蔵相との協議を繰り返した。<sup>71)</sup>そうした経緯は、81年度予算編成で、事実上指導的役割を果たしたのがバーズ／ミドルトン命題（the Burns / Middleton hypothesis）<sup>72)</sup>を掲げた大蔵省ではなくワルターズ＝ホスキンス<sup>73)</sup>が率いる首相官邸政策スタッフであったことを示している。しかし、その結果は彼等が意図していた通りには必ずしもならなかった。すなわち、ニーハンスのメッセージが正しいとすれば金利引下げへの道を開かなければならない。それをサッチャー派版のマネタリスト的フレームで追求しなければならない。それは、不況の底にある時点での稀に見るデフレ予算（サッチャー政権下で最も厳しい予算）による財政引締めと組み合わせられた前述した

実際上の金融緩和措置（金利引下げ）の実行であった。他方で、金融緩和措置に逆行するかのよ  
うな既定方針（前年度に設定した例示用の変動幅）通りの  $\text{£M}_3$  増加率の目標変動幅の1%引下げは  
前述したローソン財務担当相のチューリッヒ演説を受け入れたものであるが、このことはウェッ  
ト派との厳しい閣内闘争の中で不況下のデフレ予算を通すためにサッチャー派内部の  $\text{£M}_3$  対  
する信頼性問題やベースマネー（ $M_0$ ）を含む代替指標の採用問題をめぐる意見の不一致を棚上げ  
したことを示唆している。<sup>74)</sup>

一方で、1981年度予算における PSBR は当初考えられていた110億ないし120億ポンドでもイ  
ギリス産業連盟がインフレ効果のためこれ以下では財政引締めと指摘していた150億ポンドでも  
なく、ワルターズ＝ホスキンス陣営が強く求めた100億ポンド以下でもないが彼等が政治的に受  
け入れられる最低水準として了解した、不況の底では「考えられない程低い」105億ポンドに決  
定された（1981年度 PSBR では前年度の135億ポンドの PSBR [推定値] に対して30億ポンドも少ない）。  
他方で、物品税の24億ポンド増税（前年の小売物価指数上昇率プラス2%に相当）、北海油田に対す  
る20%の追加石油税・1年限りの2.5%の特別銀行預金税・国民保険の本人分負担率を1%引上  
げ等による直接税12億ポンド等による合計36億ポンドに達する制度増税（戦後最大の増税）とも  
に、小売物価指数（前年度比13%）に比例した所得税控除の引上げを見送り（19億ポンドに相当）、<sup>75)</sup>  
歳入面で PSBR の圧縮を支える措置を取った。<sup>76)</sup>（表I-1を参照）

PSBR の削減はサッチャー派マネタリストにとって反インフレ戦略の成否に関わる最優先の政  
策課題であり、こうした不況期の制限的措置は（ディムステイルが指摘するように）1932年の緊縮  
予算を想起させる戦後イギリス経済政策にとっては前代未聞の出来事であった。まさに、1981年  
度予算は不況期の財政引締め・金融緩和（⇒為替レート引下げ）の組み合わせによって、MTFS  
を救い出し経済政策を「産出と雇用の持続的成長」の軌道に戻そうとする試みであった。<sup>77), 78)</sup>

こうして、サッチャーはUターンを断固として拒否し、この予算に反対してきたウェット派  
は敗北し、81年9月のウェット派閣僚更迭・左遷を中心とする内閣改造に道を開いた。<sup>79)</sup>

こうした深刻な不況下における戦後初めての本格的な“デフレ”的性格をもつ1981年度予算に  
ケンブリッジ大学を中心としてケインジアンは猛烈な反対姿勢を示した。すなわち、ハーン及び  
ニールドの2人の経済学教授（Professors Frank Hahn & Robert Nield）が反対声明を全国の経済学  
科に回送し76大学を含む364名の署名を集めた。この声明は3月30日付けのザ・タイムズ紙に掲  
載され、同時に首相官邸に送付された。声明の署名者にはノーベル経済学賞受賞者・ミード教授  
（Prof James Meade）、ホール卿（Sir Robert Hall）を初め4人の元大蔵省首席経済顧問を含み、戦  
後イギリス経済学の主流派＝ケインジアンによるサッチャリズムに対する挑戦状であった。<sup>81)</sup> 声明  
の趣旨は、以下の4点に要約できる。

- 「(a) 需要の収縮によってインフレを抑制し、それによって産出及び雇用の自動回復を誘導するという  
政府の信念には、経済理論の基礎もそれを支える証拠もない。
- (b) 現在の政策は不況を深刻にし、わが国経済の産業的基盤をむしばみ、さらに社会的・政治的安定  
を脅かすものである。
- (c) 代替策はある。
- (d) マネタリストの政策を廃棄し、持続的経済回復の最良の望みを提供する代替策を緊急に検討しな

ければならない時が来た。」<sup>82)</sup>

声明は保守党・政府内部のウェット派及び野党の見解を反映し大きな関心を呼び起こしたが、サッチャー政府はこのような批判にはほとんど注意を払わなかった。同時にこの時期を底にして景気は回復過程に入っていたという点では、結果的に、この声明は正鵠を射たものとはいえなかったと見なされている。<sup>83)</sup>

こうして、1981年度予算は金利引下げによる為替レート引下げを通じてイギリス産業の苦境を緩和することを意図していたが、事態は予期せぬ理由から急変した。1981年1月に75年以来のピークに達した為替レート指数＝105.6（£1＝\$2.43）が9月にかけてパニック的な暴落（指数＝86.6/£1＝\$1.76）を示した。これは、81年1月に発足した第1次レーガン政権が当初インフレ抑制のためマネタリズムを採用し、金利が急騰するとともにインフレ率の低下が実質金利を押し上げ、大量の資金がロンドンから引き寄せられた結果であった。<sup>84)</sup>

こうした背景の中で、81年8月20日、既に言及した「新金融調節方式」が実施された。これを詳論することは本稿の範囲外であるが、「マネタリズムの実験」としてのMTFSに直接関係する限りで言及しておきたい。「新金融調節方式」の実施に至る出発点は80年11月24日付けのイングランド銀行の『マネタリーコントロールに関する背景覚書』にあるように、同年3月のMTFSの基本文書である『マネタリーコントロールに関する緑書』である。その後、『背景覚書』は『緑書』を基礎にしたマネタリーコントロール方法の変更に関する提案を行ない、イングランド銀行は割引窓口貸付よりも公開市場操作を重視するマネー市場管理等、手形市場や政府証券市場でいくつかの重要なマネタリーコントロールの変更を試行しながら、『覚書』の諸課題を詳論した81年3月文書（『マネタリーコントロール：次の措置』<sup>85)</sup>）を関係金融機関に送付し、議論の結果を踏まえて最後に8月5日の文書（『マネタリーコントロール——規定』<sup>86)</sup>）を作成し、同月20日より「新金融調節方式」を実施することを公表したのである。

「新金融調節方式」は、前年6月の補足的特別預金制度（コルセット）の廃止の上に、①準備資産比率<sup>87)</sup>の廃止、②これ迄ロンドン手形交換所加盟銀行のみに適用されていた現金準備率（適格債務の1.5%をイングランド銀行の無利子・非運用勘定に保有義務）を変更して、公認銀行及び預金引受け認可機関に適用し適格債務の0.5%とする、③特別預金制度の存続、④割引窓口貸付を縮小し公開市場操作を重視しオペ対象となる適格手形の範囲を拡大し（大蔵省証券、地方自治体証券及び商業手形、特に適格商業手形の拡充）、同時に最低貸出金利の公表停止、短期金利構造決定における市場要因の役割を拡大させるイングランド銀行のマネー市場介入方法の変更（マネー市場から資金の揚げ超を創りだす意図的な大蔵省「金緑」証券の過剰発行の停止を含む）<sup>88)</sup>等、で組み立てられた。

「新金融調節方式」は、マネーサプライ増加率を目標変動幅でコントロールし金利と為替レートは市場に委せるという直接的なマネタリーベース・コントロールを求めるフリードマン等の批判と中央銀行による金利の変更等を通じて資金需要や為替レートにも働きかける伝統的方法との妥協の産物である。換言すれば、「プラグマティック・マネタリズム」への地均しである。すなわち、①一方でマネタリーベース・コントロールを拒絶しながら、他方で、平教授や岡本教授が指摘しているように、重要な信用規制を廃止して金融市場の規制緩和＝自由化を推進し、またイングランド銀行における現金準備率保有義務を全ての銀行・預金引受け認可機関に適用してマネ

タリーベースの基盤準備を行ない、②一方で公開市場操作という金利操作によるマネーサプライ・コントロールを保持しながら、他方で最低貸出金利の公表停止という形で「短期金利構造決定における市場要因の役割を拡大させ、これらの金利の柔軟性の拡大を許容」し、③これらの措置を通じてマネーサプライ（差し当たり  $\text{£M}_3$ ）増加率を目標変動幅でコントロールしようとしたのである。<sup>91)</sup>

こうした経過の中での1981年度のMTFSやマクロ経済指標のパフォーマンスは以下の通りである。マネーサプライ・コントロール指標の  $\text{£M}_3$  の増加率は目標変動幅上限の10%を越えたものの、1979・80両年度よりは改善して12.8%になった。これは、次の諸要因の複合的な結果である。

第1に、一方で1980～82年の世界同時不況により商品価格が急落してGDPデフレーター（インフレ率）が9.2%、マネー・GDPの増加率10.1%（GDPの実質成長率は0.3%）に留まり、他方でPSBRは105億ポンド（GDP比率4.25%）の目標を大きく下回る86億ポンド（同、3.3%）の大幅改善を達成した事実を反映したものである。（表I-2及びI-3を参照）

第2に、 $\text{£M}_3$  増加率の目標変動幅を達成する一環として、「新金融調節方式」で停止されるはずであった意図的な大蔵省証券（Treasury bills）の過剰発行（over-funding）がマネーストック削減のために引続き利用されたことである（その停止は1985年10月）。

第3に、81年8月20日から公表が停止された最低貸出金利に代わる市場基準金利（Base rate / London clearing banks : short term money rates<sup>92)</sup>）は、既に指摘した81年初来のポンド急落（対ドル比価の推移：3/10=\$2.21⇒8/28=\$1.85⇒9/29=\$1.79⇒12/1=\$1.88<sup>93)</sup>）を受けて、3月の12%から9月16日に14%、10月1日に16%に上げられた後0.5%刻みで段階的引下げられ82年3月には13%にまで下落した経過<sup>94)</sup>は、短期金利の形成において市場要因を重視するという公的スタンスにも拘らず為替レート及びマネーサプライ増加率に対するイングランド銀行による継続的な金利コントロールの存在を示唆している。

こうして、1981年度のイングランド銀行の行動は、一方では最低貸出金利の公表停止や（超）短期市場金利形成における市場趨勢の重視を掲げながら、他方ではマネーサプライ増加率目標の達成手段としてだけでなくMTFSにおける当初の目標ないし考慮事項にはなかった為替レート操作の手段としても金利を利用する、という両面志向的なプラグマティックな特徴をもっていた。

66) Hardy, *op. cit.*, p. 147 ; Riddell, *op. cit.*, p. 19.

67) CSO, *Economic Trends : Annual Supplement*, 1988 ed., pp. 6-7, 86, 104.

68) Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 12 ; do. *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 90.

69) 保守党の経済政策のUターンに関して1972年のヒース保守党政府における「ケインズ主義的Uターン」(a Keynesian U-turn)と呼ばれる前歴がある。ヒース政府は、1971年に政治的に許容不可能な100万人の失業者に直面して、72年に財政金融政策を緩和するリフレーション政策を採用しそれによって当時の蔵相の名をとった「パーバブーム」として知られる長続きしえない急成長を創り出した。その後インフレ急騰を招来し、既に言及した「コルセット」の導入を余儀なくされた。サッチャー政府は、1981年度予算編成をめぐって、こうした「Uターン」問題に直面したのである。（Hardy, *op. cit.*, pp. 145-6 ; Keegan, *op. cit.*, pp. 183-4 ; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 40-4.）

70) Hardy, *op. cit.*, p. 145 ; J. Vincent (1987), *The Thatcher Governments 1979-1987*, in P. Hennessy

- & A. Seldon (ed) (1987), *Ruling Performance : British Governments to Attlee to Thatcher*, Blackwell, p. 286.
- 71) Thatcher, *op. cit.*, pp. 132-9. (前掲訳書, [上], 170—8 ページ)
- 72) バーンズ/ミドルトン命題とは、それぞれ、一定の留保付きとはいえマネタリスト的政策に関与してきた大蔵省の首席経済顧問及び事務次官代理として、金利水準よりも「産油国通貨」として引き起こされた(と当時考えられていた)ポンド高騰による輸出産業への負担を軽減するために許容しうる妥協策として、その責任を負っている北海油田からの租税及び採掘権料の歳入を使って直接的に雇用主負担分の国民保険付加税を廃止することが必要である、と考えるものである。(Keegan, *op. cit.*, pp. 163-5)
- 73) ローソン財務担当相は、この時はハウ蔵相に協力して、事実上ワルターズ=ホスキンス陣営に加わった。(Keegan, *op. cit.*, p. 167.)
- 74) Keegan, *op. cit.*, p. 161.
- 75) ワルターズ=ホスキンス陣営は国民に事態の重大性を痛感させるために正式の所得税引上げを求めたが、サッチャー派政治家は公然たる所得税引上げは下院を通せないと確信して、いわゆる「ルーカー=ワイズ/ローソン修正条項」(the so-called Rooker-Wise / Lawson amendment) と呼ばれる指数化所得税控除の見送りに傾いた。(Keegan, *op. cit.*, pp. 168-9)
- 76) *FSBR 1981-82*, pp. 4-5. cf., Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 100-1; Keegan, *op. cit.*, pp. 168-9. M. ミラー教授の推定によれば、経済循環を考慮して調整された1979-82年の財政収支構造の動向を GDP 比率で見ると、79年の4.4%の赤字から82年の2.6%の黒字となり、不況の底での1981年度予算の財政引締め度は GDP の7%に相当する前代未聞の水準である、といわれた。(M. Miller, *Measuring the Stance of Fiscal Policy*, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 1, No. 1, Spring 1985, p. 47. cf., Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 99) また、OECD の対英経済調査報告書は、自動スタビライザーの影響を考慮して循環的に調整された1981年度予算の引締め度は GDP の約3.5%と推定し、OECD 諸国で最大であると指摘している。(OECD (Feb. 1983), *OECD Economic Surveys 1982-83: United Kingdom*, p. 25)
- 他方、大蔵省及びイングランド銀行の高級官僚は不況が1年前よりはるかに悪化したように見える時の PSBR 目標の厳しさにショックを受け、サッチャリズムを当初程度の差はあれ黙認してきた両機関の多くの官僚はここに至って彼等の本質的にプラグマティックなアプローチをして事態はひどい行き過ぎであると自答した、という。(Keegan, *op. cit.*, p. 168)
- 77) Hardy, *op. cit.*, p. 147; Dimsdale, *op. cit.*, p. 134. ワルターズ=ホスキンス陣営の観点からは1981年度予算は二重の目的があった。すなわち、緊縮財政政策を堅持することで政府がバラバラになるのを防ぎ、同時に、金利と為替レートを引下げることである。彼等は金利引下げのためには財政政策は引締めざるをえないと確信したのである。けだし、金融・財政政策のバランスは誤って前者に余りにウェイトを掛けすぎてしまったが、こうしたことを認めるわけにもいかず、また公然とサッチャー派マネタリストの金融政策が間違っていたと白状するわけにもいかなかったからである。(Keegan, *op. cit.*, p. 169)
- 78) 特にデフレ予算を念頭に置いて1981年度の MTFS を「貨幣供給量管理の要請が全てに優先したのであり、マネタリスト的『中期金融財政戦略』はいわばその絶頂期にあったといえよう」という鬼塚教授の評価(鬼塚豊吉「イギリス」、馬場宏二編『シリーズ世界経済Ⅲ ヨーロッパ』お茶の水書房、1988年、所収、90ページ。また、この評価には平教授も賛同している、前掲論文、207ページ)は、後述するその後の事態の推移を含めて、正鵠を射ているとは思えない。1981年度の MTFS で「全てに優先した」のはインフレ率の抑制であり、この観点からワルターズ=ホスキンス陣営(したがって、サッチャー首相)は、正確な金融情勢を反映しない  $£M_3$  をマネーサプライ・コントロール指標としているために引き締めすぎていると判断して金利引下げという金融緩和政策による為替レート引下げを意図し、他方でそれによって MTFS が台無しになるのを避けるために前代未聞のデフレ予算を

選択したのである。但し、後述するように、財政引締め・金融緩和の戦略は思わぬポンド急落で短命に終り、81年9月には金融引締めへの転換を余儀なくされた。大蔵省・イングランド銀行は、為替レートを含み様々な金融情勢やインフレ指標を考慮しながら、柔軟な姿勢で $\text{£M}_3$ の目標変動幅を達成しようとする行動をとった、と思われる。(Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 102-3; Walters, *op. cit.*, pp. 149-50)

- 79) Vincent, *op. cit.*, pp. 286-7; Hardy, *op. cit.*, p. 147.
- 80) サッチャー政府はこの予算の効果は持続的成長の条件を獲得するものであり、決してデフレ的ではない、と主張した。(Hardy, *op. cit.*, p. 146)
- 81) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 99-100; Johnson, *op. cit.*, p. 45. 三橋規宏『サッチャリズム～世直しの経済学』中央公論社, 1989年, 107ページ。
- 82) Johnson, *op. cit.*, p. 45. 三橋, 前掲書, 107-8ページ。
- 83) Johnson, *op. cit.*, pp. 45-6; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 100. サッチャーは声明における「代替策がある。(There are alternative policies)」という主張に反論して議会でしばしば「代替策はない(There is no alternative!)」と答弁し、マスコミはそれを皮肉ってその頭文字をとりサッチャーを“Mrs TINA”と呼んだ。(三橋, 前掲書, 110ページ)
- 84) Keegan, *op. cit.*, pp. 169-70; Walters, *op. cit.*, pp. 146-7; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 101-2.
- 85) Bank of England, *The Development and Operation of Monetary Policy 1960-1983*, pp. 152-3 (Monetary control: next steps).
- 86) *Ibid.*, pp. 154-5 (Monetary control: provisions).
- 87) 準備資産比率とは、1971年9月に導入された金融調整方式「競争と信用調節」により実施された金融調節方式の一つで、全ての銀行は適格債務の少なくとも12.5%を準備資産(イングランド銀行残高、公開市場操作対象の有価証券またはコール市場資金で構成)の保有を義務付けられた。準備資産適格資産とその他資産との収益率の歪曲が廃止理由となった。(Green Paper on Monetary Control, pp. 6-7)
- 88) 特別預金制度とは、1960年に手形交換所加盟銀行を適用対象に導入され71年9月には全ての銀行に拡大された制度で、イングランド銀行に利付きベースで適格債務の特定比率(イングランド銀行が指定)の資金預託を義務付ける制度である。この制度は、準備資産比率と関連して銀行流動性を変更させる短期金利コントロールの一要素と見なされ、後者の廃止との見合いで、銀行制度全体の過剰流動性の有害な影響の可能性を防止するために存続された。(Ibid., p. 7)
- 89) Bank of England, *op. cit.*, pp. 148-9. 新金融調節方式に関して以下の邦語文献も参照, 平勝廣, 前掲論文, 198-204ページ; 岡本磐男『現代イギリスの金融と経済』東洋経済新報社, 1988年, 146-52ページ。
- 90) 平勝廣, 前掲論文, 201, 203ページ; 岡本, 前掲書, 150-1ページ。
- 91) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 95-6.
- 92) 公表停止以前の最低貸出金利と市場基準金利の関係の統計的趨勢を見ると、最低貸出金利の変更は翌日の市場基準金利の変更に連動し、同時に両者の利率はほとんど全く同一であった。(cf., CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., pp. 200-1)
- 93) Walters, *op. cit.*, p. 147.
- 94) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 201.

**第1段階の小括** 1979～81年度におけるサッチャー派の「マネタリズムの実験」は、純粹マネタリズムにおけるマネタリーベース・コントロールではなく、 $\text{£M}_3$ という広義のマネーサプライ指標を採用してその増加率を変動幅4%という設定目標範囲内でコントロールしようとする

ものであり、この政策目標を公定歩合に相当する最低貸出金利（1981年8月以後、市場基準金利）の操作及び中央・地方政府及び公営企業の資金不足（財政赤字）である PSBR＝公共部門借入所要額の削減を目標とする財政政策という2つの政策手段を通じて達成しようとするものであった。1980年度から、それは、マネーサプライ増加率と PSBR 削減が3～4年の中期的目標の公表という MTFS＝中期財政金融戦略の形をとる。

M. フリードマンは MTFS を論評して、①通貨増加のコントロール手段としての財政政策及び金利の代替策として直接的なマネタリーベース・コントロールの採用を提案し、同時に、それとは全く別の事柄として金利を通じた通貨増加のコントロールを批判し、②PSBR の規模と通貨増加とに必然的關係はないこと及び実質 PSBR が金利に影響することを指摘して PSBR 目標に割り当てた主要な役割を批判した。

この批判はマネーサプライ・コントロールにおける公開市場操作の重視、最低貸出金利の公表停止や（超）短期金利構造決定における市場要因の役割拡大及びマネタリーベースの基盤準備を含む1981年8月実施の「新金融調節方式」に影響を与えたが、大蔵省・イングランド銀行は直接的なマネタリーベース・コントロールの採用を拒否して金利をマネーサプライ・コントロール及び為替レート操作の手段とする政策姿勢を堅持した。

それにも拘らず、「マネタリズムの実験」の第1段階が「イデオロギックのマネタリズム」とか「教科書版マネタリズム」と総称されたのは、金利及び為替レートの急騰によるイギリス製造業の国際競争力の著しい低下という極めて深刻な事態に直面してもなおインフレ抑制の基本目的のため  $\text{£M}_3$  という指標であれマネーサプライ増加率目標を厳格に達成しようとした金融政策のスタンスにあった。特に、サッチャー政権発足直後の79年6月から80年央まではこうした金融政策のスタンスが特に顕著であった。また、不況の底における1981年度の大増税＝デフレ予算はマネーサプライ（ $\text{£M}_3$ ）増加率の目標変動幅上限超過の下での金利引下げを狙ったものであり同年度もその目標変動幅上限を超過したとはいえ、マネーサプライをベースマネー（ $M_0$ ）増加率で見れば年率5%以下と引き締まった水準で推移した（1981年2月～82年2月の  $M_0$  増加率<sup>95)</sup>＝3.5%）ことに注目すべきであろう。

とはいえ、1980年央に生じた  $\text{£M}_3$  の信頼性問題は硬直した金融政策運営の修正を開始させ、また年末～81年初における「ニーハンス報告」の提出とワルターズ教授の首相私設経済顧問の就任を通じて  $\text{£M}_3$  への信頼性がいよいよ揺らぎ、金融政策運営のスタンスがプラグマティックになっていったことも事実である。そして、81年8月の「新金融調節方式」実施以降、1982年度の MTFS の策定に向けて、特に79年10月の為替管理全廃や80年6月のコルセット廃止、金融市場の革新と変化等が総括されることになる。これらが、「マネタリズムの実験」の新たな段階を準備した。

95) *FSBR 1982-3*, p. 14.