

マネタリズムと中期財政金融戦略（下）

— サッチャリズムの検証(1) —

若林 洋夫

Ⅲ 中期財政金融戦略の展開と特徴

Ⅲ-2 第2段階～1982年度—1985年10月／「プラグマティック・マネタリズム」

1981年末には、イギリスにおける「マネタリズムの実験」は深刻な困難に陥っていたと思われる。金融当局は銀行貸出ないし銀行信用（民間企業の信用需要）が（短期的には）金利の変化に対して非感応的ないし鈍感であること（銀行信用の金利に対する相対的な非弾力性）⁹⁶⁾に気づいていたにも拘らず、1981年度も引続き £M_3 をマネーサプライ・コントロールのなお唯一の指標として採用し、その結果として、イングランド銀行は £M_3 の増加を抑制するために公約（1980年11月24日付けの「マネタリーコントロールに関する背景覚書」5-(iv)-(c)）に反して PSBR を越えて過剰発行した大蔵省証券（金縁証券）を非銀行民間部門に売却する事態が続いていたというだけではない。

インフレ率は1930年代以来の最悪の不況にも拘らずサッチャーの政権就任時より高い約12%であり、失業は81年だけで約75万人増加（合計277万人=10.3%）⁹⁷⁾して300万人に近づきつつあり、さらに81年度予算で公式に開始した金融政策緩和措置もボンド急落という為替市場の動向により同年9月以来停止し、10月には史上最高に近い16%、年末にかけて3回にわたり小刻みに引き下げられてたが14.5%に止まり81年度予算公表直後に実施された12%にはなお程遠かった。⁹⁸⁾

81年9月のサッチャー内閣の大幅改造による“ウェット”反対派の解任・左遷にも拘らず、各省予算申告書に基づく各省歳出担当閣外相との予算折衝の責任者である歴代大蔵省主席國務大臣（79年5月～81年9月／ビッフエン⇒81年9月～83年6月／ブリタン [Leon Brittan]）にとって歳出予算編成は悪夢である、⁹⁸⁾といわれた。公共支出は厳しい引締め姿勢の下でも、一部は高い失業・社会保障手当への自動的な制度支出増により、一部は選挙公約による法秩序と防衛への意図的な支出増により減税財源を食い潰し、また公共支出の実質削減目標の実現どころか結果的には実質増加をもたらした。⁹⁹⁾

こうした中で、1979年に「不満の冬」を経験した国民の期待を一身に受けて登場したサッチャーの政治的声望は今や地に落ちつ、あった。選挙民にアピールしていた彼女の精神力と決断力は今や「強情癖」という評価に変わり始め、フォークランド戦争は未だ先の事態であり予想されえなかった。下院議員の任期は5年であるが、戦後の保守・労働の2大政党制時代において通常4年目に実施されていたという意味では83年は総選挙年であり、82年度予算で保守党人気を回復することが政治的課題になりつ、あった。¹⁰⁰⁾

以上のような複合的な諸要因が結合した結果、マネーサプライ・コントロール指標として £M_3 の信頼性問題の顕在化、79年10月の為替管理の全廃や80年6月の補足的特別預金制度（コルセット）の廃止及び81年8月の「新金融調節方式」実施による金融制度の変更やMTFS運営の考慮事項にはなかった為替レート課題の浮上という条件変化の下で、試行錯誤を続け実質的に変更されつつあった中期財政金融戦略は1982年度予算から明示的にも変更された。それは、総括的には、マネーサプライ・コントロールを過度に高金利（ \Rightarrow 金融政策）に頼り過ぎた姿勢を軌道修正し、財政政策とのバランスを取りつ、金利引下げの余地を作りだす点にあった¹⁰¹⁾。

すなわち、一方では、元来のインフレ率の引下げ課題を前面に掲げこれと相関関係にある為替レートを金融情勢判断の重要事項に加えた上で、その枠組の下で通貨目標の厳格な遵守を放棄し判断力を行使するという意味でのプラグマティックなマネーサプライ・コントロール姿勢に転換し、またコントロール指標として £M_3 のみの単独指標ルールを改め狭義の通貨指標である M_1 及び広義の通貨指標である PSL_2 （＝民間部門流動性₂/ £M_3 [民間保有2年以上満期定期預金を除く] + 銀行手形+TB+地方政府預金+納税預金証券等民間保有貨幣市場証券）を採用し、さらにMTFS創設時の82年度以後の £M_3 の増加率の目標変動幅（5-9% \Rightarrow 4-8%）を変更して3%引上げた（当初の中期目標の放棄¹⁰²⁾）。

他方では、財政引締め姿勢とPSBRのGDP比率を1~2%に漸進的に削減する中期目標を堅持しつつも、公共支出の総合的目標はGDP比率の引下げという共通の枠組み（「小さな政府」「市場力への信頼」の指向）の下で着実な〈実質削減〉から〈実質水準維持〉への事実上の方向転換が行なわれた¹⁰³⁾。

1982年度から中期財政金融戦略における厳格なマネタリズムからプラグマティック・マネタリズムへの金融戦略の変更について、フォルデ・イングランド銀行総裁顧問は、82年5月にニューヨーク連邦準備銀行が主催した「通貨目標化に関する会議」（a conference on monetary targeting）での「通貨目標の設定」と題する報告で以下のように論評した。先ず、報告の冒頭で、次のように指摘した。

「簡単に言えば、英国通貨当局は改めて次のことを確認したのであります。すなわち、反インフレ戦略は実質的に変更はないままである一方で、この戦略を追求するための中間目標であるマネーサプライの表示の仕方は1979年以来の経験に照らして修正されたのであります。この相対的にプラグマティックなアプローチが、実際の適用及び知的・政治的な表現において、いかに展開するかを確かめることが残されます。しかし、これが、通貨政策分野でむしろ経験主義を一層重視することを表わしていることは明白です。」¹⁰⁴⁾

さらに、彼は、次のような結論を提示した。

「今や明らかであると思われるが、このことは、マネーサプライの目標を設定しそれを成し遂げるために努力することが一層控え目な仕事になっていることを意味します。このことは決意または明確な意味での方向を欠くものではありませんが、上首尾な通貨政策の遂行には判断力の行使と展開している事実証拠のパターンに対して絶えず解釈を加えるアプローチが必要であります。何らかの重大な緊

急時または新戦略の当初局面を除いて、マネーサプライについての何らかの単純かつ厳格で数量的な¹⁰⁵ルールのために判断を放棄することは受入れ可能な結果をもたらさないことは確かであります。

こうして、「マネタリズムの実験」は第2段階の「プラグマティック・マネタリズム」に移行し85年10月まで続くが、それはまた2つの局面に区分できる。第1局面は上記の3つのマネーサプライ指標が保持された1982～83年度であり、第2局面は M_1 及び PSL_2 がコントロール指標として放棄され、同時に、MTFS開始当初からの指標でありフリードマン派マネタリストから批判の厳しい $\text{£}M_3$ が「説明に役立つもの」という位置付けに後退しつつ、通貨当局がイギリスにおける広義のマネタリーベースないしベース・マネーと見做した M_0 がマネーサプライ・コントロール指標として前面に出てきた1984年度～85年10月である。

96) Johnson, *op. cit.*, pp. 42-3; Dimsdale, *op. cit.*, p. 135.

97) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 104, より計算。

98) 因みに、イギリスにおける歳出予算編成過程(Public Expenditure Survey & Control [PESC] round)は、以下の順序で行なわれる。①当該年度予算成立後(春)に、関係大臣(閣内・閣外相)が次年度歳出の予算申告書(bids)を大蔵省に提出⇒②夏季期間中(7月)に、各省官僚(財政担当局長)と大蔵上級官僚で構成される公共支出精査委員会(Public Expenditure Survey Committee)で予算申告書を詳細に検討⇒③9月、大蔵省主席國務大臣(歳出担当/大蔵大臣に次ぐNo. 2)と各省歳出担当相との予算折衝。各省と大蔵省との多くの未決問題は上級相の閣僚委員会=円卓会議(the so-called Star Chamber of senior ministers)で解決する。歳出担当相が円卓会議での裁断を受け入れない場合、総理大臣が最終審判者となる⇒④11月、大蔵大臣が次年度の歳出目標を含む『秋季声明』(Autumn Statement)を発表⇒⑤『秋季声明』～翌年3月/予算案確定、この間、歳出目標に関する一層の調整余地がある。(Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 32; L. Pliatzky (1984), *Getting and Spending: Public Expenditure, Employment and Inflation*, rev ed., pp. 48-50; do, *The Treasury under Mrs Thatcher*, pp. 39-49)

99) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 105.

100) *Ibid.*, p. 106.

101) cf., Maynard, *op. cit.*, pp. 97-8.

102) Johnson, *op. cit.*, p. 46; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 107-8; do, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 17; Walters, *op. cit.*, p. 150; Pliatzky, *The Treasury under Mrs Thatcher*, p. 133; Hardy, *op. cit.*, p. 148; Dimsdale, *op. cit.*, pp. 134-5.

103) Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 32; do, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 106; Keegan, *op. cit.*, pp. 174-5; Dimsdale, *op. cit.*, p. 134.

104) J. S. Ffolde, Setting Monetary Objectives, in Bank of England, *The Development and Operation of Monetary Policy 1960-83*, p. 65. cf., Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, pp. 12-3; do, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 108.

105) *Ibid.*, p. 73. cf., Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 32; do, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 109; Riddell, *op. cit.*, p. 19. ところで、スミスはフォルデのこの結論について、「このことは、ミルトン・フリードマンの非裁量的な通貨ルールからはるかに遠く離反してしまったものでは決してあり得ない」と解説した(Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 109)が、首肯しうる指摘である。なぜなら、マネーサプライ・コントロールの数値目標(目標変動幅)を掲げそれを可能な限り達成するという政策姿勢が堅持されている以上、その運営に柔軟性があるにせよ、「非裁量的な通貨ルール」とは一定の距離内の同心円上の関係にあるものと理論的には規定できる、と考えるからである。

(Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 109) また、この通貨政策の明白な緩和が多くの人々に「マネタリズムは今や死んだ」と信じさせることにもなった (Keegan, *op. cit.*, p. 174) ののであるが、これは全く早計であったと言わざるをえない。

Ⅲ—2—1 第2段階／第1局面～1982-83年度

1979年10月の為替管理全廃、80年6月の補足的特別預金制度（コルセット）終結、その延長線上にある81年8月の「新金融調節方式」実施に至る制度改革や金融革新等の経緯に照らして、「I 予備的考察」で分析したこの実験の現実的条件である、①通貨当局がコントロール可能であり、②流通速度が安定的であり、③マネーサプライ増加率が引締め・緩和等の金融情勢の方向性を正確に表示しマネーGDP（⇨GDPデフレーター）と比例の関係にあり、④ロンドン金融市場の当事者（シチー）が信頼を置くという複数の条件を満たすマネーサプライ指標の選択をめぐる諸問題を『財政金融説明及び予算報告 1982～83年度』（Financial Statement and Budget Report 1982-83）の「第2部 中期財政金融戦略」において総括した結果、サッチャー派の「マネタリズムの実験」は第2段階に移行した。

1982年度～MTFSのフレームワークの再構成 “FSBR 1982-83”の中で、サッチャー政府のMTFSの優先的目的が「引き続き、インフレ率を引下げ、それによって産出及び雇用の持続的成長を促進すること」に置いている点は首尾一貫している。その中で、「産出及び雇用の持続的成長」の最も重要な条件は労働コストの動向、特に賃金増加が生産性の増加を越えないことにあるとし、同時に、公共部門の効率向上と国内経済の長期的な供給能力（supply performance）を改善する政策措置を取っていることを強調している。¹⁰⁶⁾

その前提の下で、財政金融フレームワークについて、以下のように総括した。第1に、MTFSの目的がインフレの一層の引下げをもたらす通貨情勢の維持にあることを再確認した上で、数年という期間で見れば通貨集計量、マネーGDP及び物価はかなり安定的な関係にあったが、短期的にはいずれかのマネー集計量とマネー（名目）所得の関係は為替レートの動向、金利の水準と構造、貯蓄行動の変化、金利と財政政策の釣合いや制度的変化をも含む一連の要因による影響を受けるとして、マネーサプライ増加率とインフレ率の関係について中長期と短期の区別を政策判断に入れることを示唆した。¹⁰⁷⁾

第2に、広義・狭義の様々なマネー集計量は、長期的には比較可能な比率で増加するが、短期的（年次レベル）には鋭い相違が存在した。そして、狭義の集計量（M₁）と広義の集計量（£M₃, PSL₂）の増加率趨勢が、1974年末～78年末と78年末～81年末の2つの期間をとると、逆転していることを指摘した。（表I—4を参照）このパターンの変化は、金利の水準と構造の変化及び総

表I—4 通貨増加率 1975～1981年（年平均／％）

	M ₁	£M ₃	PSL ₂
1974年末～1981年末	13	12½	12
1974年末～78年末	16½	10½	11½
1978年末～81年末	8	15½	13

備考）銀行月～12月央-12月央。期首の通貨ストックに対する累積フローの百分率。1981年11月の銀行部門の定義変更を調整していない。

資料）FSBR 1982-83, p. 13, より借用。

金融資産保有に関する貯蓄行動の変化の効果を反映したものである、と分析した。¹⁰⁸⁾

第3に、様々なマネー集計量間の関係が最近の金融市場の革新、構造変化や一時的歪曲の影響を受けたこと、その事例として £M_3 や M_3 は為替管理の廃止と補足的特別預金制度の終結により、 M_0 及び M_1 の無利子の構成部分は決済機構の変化により、影響されたことを指摘した。¹⁰⁹⁾

第4に、当初のMTFSにはなかったインフレ抑制との関係での為替レート重視姿勢の明確化である。すなわち、為替レートの動向は、特に様々な集計量が歪曲されていると分かっている場合の通貨情勢の解釈に役立つのであり、また為替レートはマネーサプライの変化がインフレに影響を及ぼすルートだからである。換言すれば、為替レートは国内通貨情勢をモニターし政策決定を行なう重要な指標と位置付ける、という姿勢を前面に打ち出したのである。¹¹⁰⁾

以上のように、長期的な財政金融フレームワークを総括した上で、さらに近年の金融情勢をも分析して、 PSL_2 及び M_1 をコントロール指標に加える理由を以下のように説明した。第1に、 £M_3 の最近の増加の一部が金融市場の人為的抑制の廃止による制度的変化を反映しており、特に抵当貸付が他の金融機関からの業務シフトを示す程度に応じてその他のマネー集計量に比べて £M_3 の増加率を上げること、第2に、金融市場はなお構造変化に対する調整過程にあり、より広い集計量 (PSL_2) が広義のマネーに対する貴重な指標になりうると位置付けたこと、第3に、広義マネーの相対的に速い増加にも拘らず最近1年の金融情勢は適度に制限的であったことは狭義のマネー (M_1) の増加及びマネーGDPの実績により裏付けられている。¹¹¹⁾

このような総括的分析と判断を踏まえて、3つの主要通貨集計量の増加率目標変動幅をすべてそれ迄の単独指標であった £M_3 の当初の目標変動幅（例示用）を5~9%から3%引上げて8~12%に設定したことについて、『財政金融説明及び予算報告』は「中期的目的の達成に向かう現実的通過点をなす」と見なした。¹¹²⁾ その上で、3つの通貨集計量に同一の目標変動幅を設定した理由について、間接的に、以下のように説明した。一方で、広義のマネー集計量は上記の指摘に加えて一層の金融革新と構造変化によって影響を受ける可能性があり、他方で、狭義のマネー集計量増加の一時的加速は金利低下の正常な反応となる。後者の最近3年間の比較的低い増加率は主として高い名目金利の結果であった。インフレと金利の低下の持続的進展は無利子形態のマネーにシフトする可能性がある。したがって、 M_1 の一時的な急増は容認しうることである。そして最後に、この目標変動幅は、年々の為替レートに重大な変化がないという仮定により構成されたことを指摘した。¹¹³⁾

製造業を中心とする過剰雇用の整理（失業率の急上昇）が進みようやく不況から脱出し景気は回復軌道に乗りつつありまた総選挙前年という政治的環境にあった1982年度の財政政策は、一方で、前年度の増税とは打って変わって19億8500万ポンド（所得税控除引上げ等所得減税20.5億ポンド・国民保険付加税〔雇用主負担〕10億ポンドの減税、物品税等間接税増税12.35億ポンド）の減税（平年度ベースで34億8500万ポンド）（名目金額=非指数化ベース）を行なったものの、他方で、歳出は81年度と同様になお厳しい引締め姿勢を継続しPSBRは前年度よりも11億ポンド少ない95億ポンド（GDP比率3.5%）とし、全体として景気中立型となった。¹¹⁴⁾ また、1982年度以降、財政（予算）政策は、マクロ経済的姿勢よりも供給面のインセンティブ改善というミクロ経済的効果を狙う姿勢に転換したと見做すことができる。さらに、止目すべきことは、規制緩和と並ぶサプライサイド政策の一環として、1982年度から本格的に推進され始めた国有企業民営化政策による純資産売却（収

入)額(資産売却額-資産購入額)がプラスに転じたことがPSBR縮小に寄与し、これを〈マイナスの支出=予算額からの控除〉として計上したため、財政規模が見掛け上過小に表示されることになった点である。¹¹⁵⁾

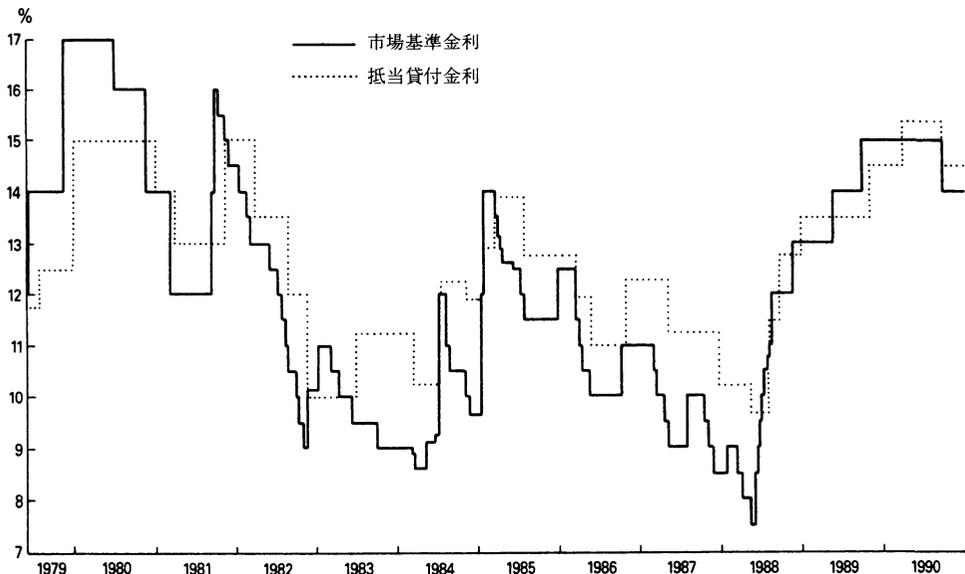
こうして踏み出された「マネタリズムの実験」の第2段階・第1局面の初年度の経過とパフォーマンスを簡潔に分析する。

周知のように、1982年度の政治的な重大事件は4~5月のアルゼンチンとのフォークランド戦争であり、これが総選挙を前にしながらサッチャー政府による景気回復公約の欠落から国民の関心を逸らすのに便利であった。¹¹⁶⁾ フォークランド戦争におけるイギリスの勝利は総選挙に対する世論調査での保守党の明白なリードに表われたが、失業者はなお増加趨勢にあり300万人の大台に近づきつつあるという不安定な政治情勢で推移する。サッチャー政府はMTFSの基本原則を抵触しない限りでの景気回復に向けた政策運営を推進することになる。

そうした政策運営の一環として、サッチャー政府の一連の金融分野の規制緩和・自由化政策の中での1982年度における余り知られていない重要な措置は、同年7月に実施された公的割賦規制(official hire purchase controls)の全廃である。これは、キーガンによれば、82年度税制改革による雇用主負担の国民保険付加税の僅かな引下げとは違った、かなりの間産業助成を泐っていたサッチャー政府の産業ロビーに対する突然の譲歩である。この措置は銀行業界の住宅ローン市場への進出を一層加速したといわれ、就業者の実質所得の回復とともに、82年下半年~83年上半期の消費支出の回復に貢献した。¹¹⁷⁾

1982年度のインフレ率はイングランド銀行が「インフレ引下げの予期しない程早い進展」と結論した程の格段の鎮静化趨勢を示し4半期ベースの推移を前年同期比で見ると7.5%⇒7.5%⇒7.0%⇒6.5%(年度平均7.1%)¹¹⁹⁾になり、それに合わせてイングランド銀行は金利引下げを誘導し市場基準金利(Base rate)は3月の13%から0.5%づつ小刻みに引下げられて11月には9%になっ

図 I-1 市場基準金利と抵当貸付金利の推移(1979~90年)



資料) C. Johnson (1991), *The Economy under Mrs Thatcher 1979-1990*, Penguin Books, p. 71, より借用。

¹²⁰⁾た。(図 I-1 を参照) この金利引下げは、一方で、 M_1 の急増(82年6~8月=17.7%⇒9~11月=17.3% [季節調整済/年率])を招来したが $£M_3$ は銀行の対産業貸出がなお緩やかな景気回復に伴う在庫調整によるキャッシュ・ポジションの改善と政府(金緑)証券の過剰発行を通じたマネーストック増加率の縮減により逡減傾向で推移し(同, 12.5%⇒¹²¹⁾12.0%), 他方で、為替レートではアメリカの高金利政策によって対 US ドル・レートで3月の1.81ドルから11月には1.63ドルへと9.3%の下落をもたらしたものの、ポンド為替レート指数(1975=100)は僅かな下落(90.8⇒¹²²⁾89.5)に留まった。

むしろ注目されるのは、82年11月末~83年1月の市場基準金利の11%への2%引上げ及び3月までに10%への微調整が行なわれたが、総選挙予測の不安定性による通貨投機、石油価格の下落予想や「金融スタンスの緩み」評価等が重なって、為替市場は神経質になり、ポンドの対 US ドル・レートは83年3月に1.49ドルとなり、為替レート指数も79.1に急落した¹²³⁾ことである。

1982年度の3つの通貨集計量の増加率目標変動幅に対する実績は前稿表 I-2 の通りである。 $£M_3$ は目標圏内に収まり M_1 及び PSL_2 は上限値を越えているが、83年度予算編成時の82年3月~83年2月の実績(季節調整済/年率)では、 $£M_3$ は9.8%, M_1 は11.0%, PSL_2 は8.8%であり、すべて目標圏内に収まっていた。しかし、特に $£M_3$ が目標圏内に収まったのは PSBR 以上に過剰発行された大蔵省証券の非銀行民間部門への売却(過剰分=19億ポンド/ $£M_3$ の約2.0%相当)による¹²⁴⁾ものである。

1982年度の実質経済(GDP)成長率は¹²⁵⁾1.9%となり不況をようやく脱出し、PSBR 実績は目標より6億ポンド(89億ポンド)、GDP 比率で0.4%(3.1%)も超過達成した。(表 I-3 を参照)

だが、82年度の工業生産は79年度の86.4%の水準に留まり前年度比では全くの横這いであり、実質民間消費支出の増加(1.9%)に全く与からなかったのである。また、失業者数は83年3月には281万人(10.5%)に達し、79年3月の118万人(¹²⁶⁾4.5%)に比べて2.4倍であり、総選挙を前にして保守党内で深刻な懸念が広がっていた。

106) *FSBR 1982-83*, p. 13.

107) *Ibid.*, p. 13.

108) *Ibid.*, p. 13.

109) *Ibid.*, p. 14.

110) *Ibid.*, p. 14.

111) *Ibid.*, pp. 14-5.

112) *Ibid.*, p. 15. cf., Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 12; Pliatzky, *The Treasury under Mrs Thatcher*, p. 133.

113) *Ibid.*, p. 15.

114) *Ibid.*, pp. 3-11, 15-8. cf., Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 109; Keegan, *op. cit.*, pp. 174-5; Johnson, *op. cit.*, p. 46.

115) Maynard, *op. cit.*, p. 70; Smith, *Mrs Thatcher's Economics*, p. 34; OECD (Feb 1983), *Economic Surveys 1982-1983: United Kingdom*, pp. 25-6.

116) Keegan, *op. cit.*, pp. 176-7. cf., B. Arnold (1983), *Margaret Thatcher: A Study in Power*, Hamish Hamilton, Part Two: Winning, chap. 20 Falklands; K. Harris (1988), *Thatcher*, Weidenfeld & Nicolson, chap. 9 The Falklands War; S. Hall & M. Jacques (ed) (1983), *The Politics of Thatcherism*, Lawrence & Wishart, III The Falklands Factor; Thatcher, *op. cit.*, chaps. VII & VIII. (前掲訳

書, [上], 第7章及び第8章)

- 117) *Ibid.*, p. 117. cf., OECD, *op. cit.*, pp. 32, 34; Johnson, *op. cit.*, pp. 47-8; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 111.
- 118) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 23, No. 1, March 1983, p. 7.
- 119) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 7, より算出。
- 120) *Ibid.*, p. 201.
- 121) Bank of England, *op. cit.*, pp. 7, 20. ウルターズは, この金利引下げを「少し行き過ぎ」であり, 「通貨スタンスに緩みがあった」と評価した。(Walters, *op. cit.*, p. 151)
- 122) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, p. 131.
- 123) *Ibid.*, p. 131; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 201; Walters, *op. cit.*, p. 151.
- 124) Bank of England, *op. cit.*, pp. 21-3; do, *do*, Vol. 27, No. 2, May 1987, p. 216. PSBR を越えた大蔵省(金緑)証券の過剰発行による非銀行民間部門資金の吸収は民間企業への信用増加を相殺するものである。信用需要は金利上昇に非感応的であることが証明されてきた。そこで金融当局は通貨目標を達成するために金利操作よりはむしろ大蔵省証券の過剰発行を好した。しかしこれは銀行部門に流動性不足を惹起させる。その結果, イングランド銀行は, この流動性不足を解消するために手形市場で商業手形の買いオペレーションを実施することになり, 同行に“手形の山”(bill mountain)が形成された。こうして, イングランド銀行は短期金利を支配し, 政府証券売り・手形買いによって短期金利と比べて長期金利を引上げることにより収益曲線(the yield curve)を歪曲している, と批判された。(Dimsdale, *op. cit.*, p. 135; Johnson, *op. cit.*, pp. 47-8)
- 125) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 7, より算出。
- 126) *Ibid.*, pp. 17, 107, 111. 失業者数に(義務教育)学校卒業者を含めると既に300万人を越えていた(320万人)。(CSO, (Jan 1986), *Economic Trends: Annual Supplement*, No 397, p. 360)

1983年度～総選挙年予算とマネーサプライ・コントロール指標変更の提案 多くの国民は総選挙年と予想された1983年度の予算が〈選挙運動予算〉(‘electioneering Budget’)となることを期待したが, それは必ずしも果たされなかった。¹²⁷⁾なぜなら, 1983年度のMTFSの目的はインフレ抑制の継続, イギリス経済のパフォーマンスの改善による生産と雇用の持続的成長基盤の形成に置かれ, マネーサプライ・コントロールがこの戦略の基軸的部分に位置づけられ, 財政政策はこの通貨フレームワークとインフレ引下げの総合的目的に整合するように計画され, またPSBRのGDP比率の引下げが名目・実質両面での金利引下げを保証する基本的な役割を演じると見做されたからである。¹²⁸⁾

ハウ蔵相は総選挙直前のリフレッシュ予算は失業者数に何らかの効果が及ぶとは判断せず, サッチャー首相とともに, 表面上, 財政的清廉(fiscal rectitude)と見做す路線に固執し, 財政政策は引き続き抑制が必要であるとした。PSBR抑制策が成功して省庁の予算執行が過小支出になっており, 予算書の議会提出時の82年度のPSBR実績予測は当初計画より20億ポンド少ない75億ポンド(GDP比率2¼%)と推定され, 83年度計画は80億ポンド(GDP比率2¼%)に設定された。¹²⁹⁾しかし, このPSBR計画には国有企業民営化政策による資産(株式)売却収入(約11億ポンド)が隠されていることを見逃すことはできない。¹³⁰⁾

こうして一見「抑制」的と見える財政政策の下で, 総選挙を意識して, 歳入面ではサプライ・サイド(ミクロ経済政策)的な税制改革を実施するとともに, 歳出面では公務員の削減(2万5千

人減）及び賃上げ抑制（4%増）、公共（建設）投資増加（前年度当初予算比14億ポンド増）、失業者増・給付額引上げによる社会保障関係費の増加（同、24億ポンド増）及び国防費増加（同、19億ポンド増）を行なった。前者の税制改革ではサッチャー政権はなお直間比率改革に執着し、一方で、所得税の各種人的控除を小売物価指数増加分（1982暦年基準7%）を越える約14%引上げや累進税率適用区分の調整（減税総額20億ポンド／平年度ベース22.5億ポンド）、中小企業減税を含むその他の直接税減税が3.1億ポンド、国民保険付加税の0.5%の引下げ（⇒1.0%／2.15億ポンド／平年度ベース3.9億ポンド）を実施し、他方で、ガソリン税・タバコ税・酒税等物品税をインフレスライド方式の税率引上げにより5.95億ポンド（平年度ベース6.05億ポンド）の増税を行ない、全体として19.4億ポンド（平年度ベース27.5億ポンド）の減税を実施した（すべて金額は名目＝非指数化ベース¹³¹⁾）。

サッチャー首相は、綿密な政治的な計算と判断及び用意周到な準備を進めて、300万人の大量失業下で83年6月総選挙に打って出た。サッチャーは、『選挙声明』¹³²⁾（Conservative Manifesto 1983）の「我々の時代の挑戦」と題する前文で、国防、雇用及び経済的繁栄を3つの挑戦として掲げ、野党（労働党）による偽の社会契約と政府浪費は結局雇用機会を台無しにすると非難し、失業の持続的削減への唯一の道は立派な勤労に支えられた正当な価格で立派な製品を作ることであり、政府の役割はインフレを抑制し企業に真のインセンティブを提供することである、と強調した¹³³⁾。

保守党『選挙声明』本文冒頭の「経済回復への道」の項では、インフレとの闘いに成功しつつあることを前面に掲げた上で、賃金・物価・配当・外国為替・割賦購入等に対する規制廃止、顧客への良質なサービス提供と納税者負担の節約のための国有企業の民営化の推進、所得税減税と控除の引上げ、インフレスライドを越えた年金保障や国民保健サービスの強化、居住者への公営住宅購入権の付与や警察・国防力強化等を公共支出抑制の公約を守りながら成し遂げたことを指摘し、さらに英国機動部隊がフォークランド諸島を奪還した勇気、熟練及び決断力は世界中に響き渡ったことを誇示して、サッチャー政権4年間の実績を強調した。これらを前提として、今後の5大課題の最初に物価安定、持続的な繁栄と雇用をもたらす経済の創造を掲げて、現下の大量失業は世界同時不況による先進国共通の困難であるとしながら、それが解決可能であることに有権者の理解を求めた¹³⁴⁾。

選挙結果は、フォークランド戦勝気分が大量失業の存在という負の要因をかき消して、サッチャー保守党の圧勝であった。すなわち、79年総選挙より58議席も増やして397議席となり、労働党に188議席差、野党全体には144議席差を付けるという戦後最大の勝利であった¹³⁵⁾。総選挙勝利の結果、サッチャー首相は新内閣を組閣し、主要3閣僚のうち大蔵大臣にMTFS設計の立役者で81年9月の内閣改造でエネルギー大臣として初入閣し以後その職にあったローソンを大抜擢し（『サッチャー回顧録』）、ハウ蔵相を本人の希望で外務大臣に異動させ、81年1月以来大蔵省主席国務大臣としての功績が評価されたL.ブリタンを内務大臣に抜擢した¹³⁶⁾。

この項の最後に、1983年度のその後のMTFSをめぐる基本的経緯とパフォーマンスを簡潔に摘出しておきたい、と考える。

財政政策では、PSBRの対GDP比率目標値の達成が困難な見通しの中でそれを元の軌道に戻すため、ローソン蔵相は総選挙後1月以内という7月6日の閣議に5億ポンドの歳出削減及び同額の国有化産業株（英国石油の政府保有株の一部）¹³⁷⁾追加売却の合計10億ポンドの緊急包括措置を提出した。歳出削減提案はサッチャー首相の堅固な支持により急ぎ合意されたが、その他の閣僚を

激怒させたといわれる。この激怒は閣議当日に唯一の予告がザ・タイムズ紙のリーク記事として提供された事実により強まり、さらに歳出削減の中心が国防省の2億4000万ポンドであったことからヘーゼルタイン（Michael Heseltine）国防相はこのような歓迎されざる既成事実を提案されたためにローソンを容易に許さなかった、といわれる。¹³⁸⁾¹³⁹⁾

経済成長（83年度実質 GDP 成長率=3.3%）が軌道に乗り雇用が増加し始めた中で、こうした緊縮措置にも拘らず83年度の PSBR は目標（82億ポンド/2.75%）を達成できず約15億ポンド/GDP 比率で0.35%の超過となった。（表 I-3 を参照）これは、主として1983年から86年までベビーブーム世代の労働市場への参入という人口統計学的要因が続き失業者が増え続けて失業手当等社会保障関係費も増え続けた事実によるものである。¹⁴⁰⁾

金融政策の推移とマネーサプライ増加率目標のパフォーマンスについて追跡しよう。1983年度のマネーサプライ増加率目標変動幅は、 £M_3 、 M_1 及び PSL_2 とともに、前年度予算提出時の例示的変動幅の通り、前年度よりも上下とも1%づつ引下げられて7~11%に設定され（表 I-2 を参照）、金融情勢の判断基準として為替レート、利子率動向、貯蓄率及び金融市場の構造変化が重視された。こうした目標変動幅の下で、市場基準金利は年初の11%から83年度予算提出日に0.5%引下げられたのを手始めに、0.5%づつ小刻みに合計4回引下げられた10月には9%にまで低下した。しかし、金利低下・原油価格下落・景気回復による輸入増加が秋口の為替レート下落（ポンドの対 US ドル比が年度最高値であった5月の\$1.57から11月に\$1.48、翌84年1月に年度最低値の\$1.41まで下落）を惹起し、市場基準金利は下げ止まり翌年3月まで横這いで推移した。¹⁴¹⁾

保守党のマネタリズムに関する思索家であり MTFs 設計者のローソンが、エネルギー相時代に £M_3 とともに「マネタリズムの実験」の第2段階第1局面で M_1 及び PSL_2 の広義2指標・狭義1指標のマネーサプライ・コントロール目標設定を行なった前任者・ハウの方針に盲目的に従うことで満足しないことは明白であった。方針変更の予告は83年10月20日のロンドン市長主催の銀行家晩餐会での重要演説（Lord Mayor's dinner for bankers : The Chancellor's Mansion House Speech）として行なわれた。そこでローソンは蔵相就任以来通貨政策の重大な再検討を行ってきたことを明らかにし、次のように言明した。

「私は、（通貨）政策運営の若干の技術的局面を再検討をすること、そして特にルールと裁量のバランス、また通貨政策と財政政策のバランス、さらに我々は金融情勢を判断する際に最も有用な指標を適切なウェイトで考慮しているのか、を検討することは有意義なことであると考えております。」¹⁴²⁾

そして、続けて、ローソンは、通貨目標の役割について次のように指摘した。

「通貨目標とは、ある種の自動的なパイロットではなかったし、況んやかつてそうであることを意図したこともなかったのであります。この数年にわたって我々は目標自体を調整してきたのであり、また金融革新ないし制度改革に帰すべきかどうかは別にして、貨幣需要の変化を考慮するように常に追求してきたのであります。」¹⁴³⁾

さらに、ローソンは次のような趣旨の発言を行った。1982年に狭義の通貨集計量である M_1 を明示的な目標とする決定したことを想起して、 M_1 は利付き部分を含むが故に $£M_3$ の歪みの若干を受けることを自ら示してきた。それ故、「短期利子率決定にとって」最も頼りになる狭義のマネーの集計量を探求してきた。その探求は、いわゆる広義のマネタリーベース（the so-called wide monetary base）である M_0 に突き当たった（ M_0 はシチーでは皮肉を込めて直に「リトル M_0 」（Little M_0 ）としてよく知られるようになった）。このことはマネタリーベース・コントロール陣営が政策論争に勝利したことを意味するのかという設問にはローソンは、以下のような理由で「ノー」と答えた。

「私の指摘がマネタリーベース・コントロールへの移行を提唱しているものと受け取ってはならないのであります。現行の市場管理の方法は我々にはうまく役立ってきたのであり、私はこれを何ら変更するつもりはありません。¹⁴⁴⁾」

ローソンのこの演説は、マネーサプライ指標として M_0 を $£M_3$ と同様に重視する姿勢を表明したばかりでなく、ハウ前蔵相が残した《プラグマティック・マネタリズム》の緩やかな目標のフレームワークを整理した点で重要であった。一方では、短期利子率に感応的な M_0 はその目標超過が金利引上げの合図と見做され、かつ低い目標変動幅においてさえコントロールが容易であるというメリットがあり、他方では、 $£M_3$ は財政政策及び資金借上げ（政府証券売却）政策を決定する上で重要である、と見做された。しかし、前稿で言及したように、1981年1月のチャーリッヒ演説ではローソンは M_1 を含む狭義のマネーを無視していたことも事実である。そうした事実にも拘らず、 M_0 が重視され84年度から M_1 （及び PSL_2 ）に代わり公式指標として採用されたのは、メイナードが指摘しているように、①取引に直接使用される（原理的に無利子）資産（＝マネー）の動向を反映し、②金利変化に明白に反応し、③マネーGDPと安定的関係にある、という指標的特長の確認の上¹⁴⁵⁾に立った現実的理由によるものであろう。

「マネタリズムの実験」の第2段階の第1局面から第2局面の移行期にあって、3つのマネーサプライ指標の増加率目標パフォーマンスに関しては、 $£M_3$ が中央値付近に収まった（PSBR 過剰発行額＝41億ポンド／ $£M_3$ の約4.0%相当）が、 M_1 は上限を僅かに超過（但し1984年度予算報告に記載された83年2月～84年2月では上限に張り付き状態¹⁴⁶⁾）、さらに PSL_2 は上限を1.4%超過した。（表I-2を参照）景気回復で懸念されたインフレ率は4.7%となり（83年度GDPデフレーター上昇率¹⁴⁷⁾）、前年度をさらに2.4%も減速した。

127) Keegan, *op. cit.*, p. 178.

128) *FSBR 1983-84*, p. 5.

129) *FSBR 1983-84*, p. 7; Keegan, *op. cit.*, p. 178.

130) Hardy, *op. cit.*, p. 61. イギリスの民営化政策については別稿で論じる予定である。

131) *FSBR 1983-84*, pp. 3-4, 13, 23-9, 33, 36-7; Keegan, *op. cit.*, p. 178; Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, pp. 112-3.

132) Thatcher, *op. cit.*, chap. XI Home and Dry.（前掲訳書，[上]，「第11章 再選を果たして」）を参照。

- 133) Craig, *op. cit.*, p. 321.
- 134) *Ibid.*, pp. 322-3.
- 135) F. W. S. Craig (comp & ed) (1984), *British Parliamentary Election Results 1974-1983*, Parliamentary Research Service; F. W. S. Craig (comp & ed) (1988), *Britain Votes 4: British Parliamentary Election Results 1983-1987*, Parliamentary Research Service. Gower; D. Butler (1989), *British General Elections since 1945*, Basil Blackwell, pp. 36-8; Conley, *op. cit.*, pp. 57-70 (6 The General Election 1983); Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 113.
- 136) Thatcher, *op. cit.*, pp. 307-10 (前掲訳書, [上], 384-6ページ); Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 114. スミスによれば, 元ジャーナリスト(サンデー・テレグラフ紙のシチー担当編集主幹, スペクテイター紙の編集主幹)のローソンは, 事務弁護士で党内及びシチーの信頼ばかりでなく野党の尊敬さえ受けた典型的な英国紳士と言われたハウとはかなり違った性格の持ち主であった。ローソンは余りに賢こすぎるといふ印象をもたれ, 議会では辛辣かつ攻撃的で与野党ともに人気に乏しいが, 想像力と構想力が豊かで経済学全般及び特にマネタリズムの実際性に関する主要な思索家, 通貨理論と様々な貨幣集計量を詳細に探究してきた人物と見做された。その上, ローソンはエネルギー相時代には, 1984~85年の炭鉱ストをめぐって政府側の勝利に重要な役割を果たした発電所の膨大な石炭備蓄を統率したと信じられた。(Smith, *op. cit.*, p. 114)
- 137) 国有化産業(国営企業)の民営化政策に伴う民営化株式売却収入は第2期サッチャー政権成立後急増してピーク時の1988年度には71億ポンドに達し, PSBRの削減と財政収支余剰(Public Sector Debt Repayment / 公共部門債務返済額)の形成に最も重要な貢献をした。(HM Treasury (June 1992), *Guide to the UK Privatisation Programme*, p. 27. cf., Hardy, *op. cit.*, pp. 60-1)
- 138) Smith, *op. cit.*, pp. 114-5; Johnson, *op. cit.*, p. 49.
- 139) ところで, ローソンの10億ポンドの緊急包括措置はシチー(ロンドン国際金融市場)に混成した印象を生み出したといわれる。すなわち, 政府借入れに対する調整的行動は歓迎されたが, 流儀の点でこの包括措置はハウの堅実な手法よりはむしろヒーリー(Denis Healey / 第2次ウィルソン・キャラハン両労働党内閣蔵相)の頻繁な経済的調整を想起させ, これ以後ローソンは金融市場と強い愛憎関係を持つことになった。(Smith, *op. cit.*, p. 115)
- 140) Hardy, *op. cit.*, p. 148; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 7; CSO, *Social Trends 16*, 1986 ed., pp. 19-20.
- 141) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, pp. 131, 142.
- 142) Smith, *op. cit.*, p. 115.
- 143) *Ibid.*, pp. 115-6.
- 144) *Ibid.*, pp. 116-7.
- 145) *Ibid.*, pp. 117; Johnson, *op. cit.*, p. 50; Maynard, *op. cit.*, p. 79.
- 146) *FSTR 1984-85*, p. 5.
- 147) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 7, より算出。

Ⅲ—2—2 第2段階／第2局面 ～ 1984年度—1985年10月

既に示唆したように, サッチャー派の「マネタリズムの実験」の第2段階・第2局面は, MTFIS 発足時からの広義のマナー集計量 $£M_3$ と広義のマネタリーベース(ないし狭義のマナー集計量)である M_0 の2つのマナーサプライ指標をコントロール目標として採用した。同時に, 1982年度から事実上の財政戦略目標となった公共支出のGDP比率の引下げを目指す「公共支出実質水準維持(=据置き)」原則を明示的に掲げ(従来公共支出実質水準の絶対的削減目標の名実共の破棄を意味する), 84年度から向う3年間堅持し, 公共支出のGDP比率を毎年1%づつ削減し

て83年度の43%から86年度には40%にする計画をサッチャー政府の決意として白書の形で公表し、同時に、MTFSの中で向う5年間のPSBRの70億ポンドでの凍結とそのGDP比率の2.25%から1.75%への漸進的削減の計画(目標・例示的表示)、及び市場価格によるマネーGDP予測値を公表した。¹⁴⁸⁾

148) HM Treasury (Feb 1984), *White Paper / The Government's Expenditure Plans 1984-85 to 1986-87*, Cmnd 9143-I & II, HMSO, in particular, Vol. I, pp. 2-17. cf., HM Treasury (March 1984), *Green Paper / The Next Ten Years: Public Expenditure and Taxation into the 1990s*, HMSO, in particular, pp. 3, 20-1; *FSBR 1984-85*, pp. 8, 10, 38.

1984年度～ローソンのポンド危機とサッチャーによる「フリードマン理念の放棄」 83年度の実質GDP成長率3.3%という10年来で最も高い経済成長とマネーサプライ、特に £M_3 の増加率目標の良好な達成の実績を背景に、ローソン蔵相は1984年度予算で政府の財政金融目標達成における顕著な成功を公表することができた。そして、自信に溢れたローソンはマネーサプライ増加率を抑制しPSBRの一層の削減とそのGDP比率の低下を通じて名目・実質両面での金利引き下げを達成するための新版MTFSを出帆させる。しかし、敗北したとはいえ全国炭鉱労組(National Union of Mineworkers)の84年3月からの12カ月にわたる無期限ストによるMTFSに対する重大で深刻な影響をも受け、それは、後述するように、ローソンにとって東の間の蜜月ではあった。¹⁴⁹⁾

扱て、ローソンは、MTFSについての従来目的と手段を堅持しながら、その期間を3年から5年に拡大した。

財政政策においてローソンは、歳入面すなわち税制改革でローソン色を前面に出そうとした。サプライサイド改善(労働インセンティブと公平負担=タカリの精神の排除)の観点から所得課税から消費課税へのシフト(直間比率の一層の変更)の重視である。

一方では、所得税の各種人的控除の小売物価指数上昇分を7%越える12.5%の引上げや累進税率区分の引上げ(所得減税総額18.2億ポンド/平年度ベース26.1億ポンド)とその他の所得税目(付加・免税)の廃止、法人税制の急進的な抜本改革¹⁵⁰⁾(2.8億ポンド/平年度ベース2.5億ポンドの減税)、雇用労働に対する重課といわれた国民保険付加税(雇用主負担)の廃止(3.35億ポンド/平年度ベース8.65億ポンドの減税)等、直接税合計27.1億ポンド(平年度ベース39.4億ポンド)の減税を実施した。他方では、付加価値税の適用対象の拡大(ホット・テイク・アウェイ飲料)・同標準税率の適用対象の拡大及び輸入品に対する延納制度の廃止による増税(24.1億ポンド/平年度ベース13.3億ポンド)、酒税・タバコ税・道路燃料税等間接税をインフレスライド方式により8.35億ポンド(平年度ベース8.6億ポンド)の増税、間接税合計約24億ポンド(平年度ベース約15億ポンド)の増税、差引きで単年度わずか3億ポンドの減税を実施した。(すべて金額は名目=非指数化ベース)¹⁵¹⁾

一般公共支出(中央・地方政府、国有産業・公営企業部門)総額は、既に指摘したように、インフレ率予測分のみを見込んだ前年度実績見積り比61億ポンド(5.0%)増を予測し、その中で絶対額では社会保障及び医療・個人向け社会サービスの26億ポンド(5.2%)増が最大であり、次いで国防費の13億ポンド(8.3%)増が大きい。他方で、国有産業・公営企業補助金を大幅に削減(6.2億ポンド=21.6%)、国家公務員総数(軍隊を除く)の第2次中期削減計画(83年10月63.6万人⇨88年

4月59.3万人=4.3万人減/第1次削減実績=79年4月⇨83年10月=9.6万人減)によるインフレ率をかなり下回る給与費の実質削減計画が目立つ。¹⁵²⁾

以上の財政収支の結果として、84年度のPSBRは前年度当初計画より10億ポンド少ない72億ポンド、GDP比率で2.25%という大胆な計画を策定した。そしてこの計画目標達成の成否は、中央政府の財政収支の動向に掛かっていた。すなわち、予算提出時のPSBR前年度実績見積り100億ポンドと比較した削減額28億ポンドのうち27億ポンドは中央政府赤字削減分であったから¹⁵³⁾である。(表I-3を参照)

1984年度MTFSは、マネーサプライ・コントロール指標を当初からの広義のマネー、 £M_3 と狭義のマネー、 M_0 の2目標に設定し、その他の指標を除外した理由を若干説明している。すなわち、① M_1 が除外された理由は利付き預金比率の増加が解釈を複雑にし取引残高(transactions balances)のますます不適当な基準になったこと、② PSL_2 の除外理由は必ずしも明確ではないが、 £M_3 と同じ広義のマネーであるとともに制度変更の結果としてかなりの競争金利による住宅貯蓄貸付組合(building society)への大量の資金流入の存在を示唆し、③狭義のマネー、 M_2 を採用しなかったのは比較的新しい集計量であり、また住宅貯蓄貸付組合勘定に関する制度変更の影響を受けている、と説明している。¹⁵⁴⁾

その上で、1984年度の £M_3 の目標変動幅を82年度以来の例示の設定通りに6~10%とし、 M_0 は4~8%とし、以後、毎年の変動幅を1%ずつ引下げて、88年度にはそれぞれ2~6%、0~4%という例示の変動幅を設定した。1982及び83両年度のマネーサプライ3指標の同一目標変動幅とは違って、 £M_3 と M_0 に異なる目標変動幅を設定した明示的な理由は説明されていないが、80年度以来の2指標の増加率趨勢を考慮したことは容易に推測できる。¹⁵⁵⁾ M_0 の低い増加率は、ディムステイルが指摘しているように、(金融制度革新による小切手及びクレジット・カード利用の拡大に伴う)公衆の現金保有の節約による所得の流通速度の安定的な上昇趨勢を反映したものである。¹⁵⁶⁾

ところで、ローソンはその年の6月18日のシチーの銀行家を対象とした講演では広義・狭義のマネー目標は政策決定を導く上では同じ重みを持っていると指摘していたが、彼の本音は £M_3 は金融情勢及び金利変更の必要性の頼りになる指標ではなくなっていたという意味で「ますますお情けでのみ居場所を与えられている」¹⁵⁷⁾(プライアツキィ)、「『説明用のみ』」¹⁵⁸⁾のためであった(メイナード)という方向に傾斜し、これとは反対に、金融市場(シチー)は M_0 を頼りにせず本気で受け入れなかったという重大なミスマッチが存在したことが注目される。¹⁵⁹⁾

この項の最後に、1984年度のMTFSのパフォーマンスを簡潔に摘出する。84年7月と85年1月に2度にわたるポンド危機に襲われた。1981年以来続いていた穏やかなポンド下落が6月の £M_3 の前月比増加率が1.7%(M_0 は0.96%)であると公表された84年7月初旬から地滑りのように急落し、ポンド為替レート指数(1975=100)は78、対USドルレートは\$1.32(7月平均)になり、3月の8.5~8.75%から緩やかな上昇傾向を描いていた市場基準金利は7月12日には12%に引上げられた。その後もポンドの下落傾向は続いていた(11月を除く)が、市場基準金利は11月末にかけて9.5~9.75%へと緩やかに引下げられていた。これは、炭鉱ストが重大な段階に達していた中で国民経済の平静さの維持及びブリティッシュ・テレコム为民営化株売却の市場条件創出のために低金利を必要としていたからである。しかし、84年12月に始まっていた2回目のポンド危機は翌年1月に遂に「満面開花のポンド危機」(スミス)に陥った。サッチャー首相は怒り狂った

といわれ、大蔵省は行動に駆り立てられた。ポンド為替レート指数は71.5、対 US ドルレートは \$ 1.13（1月平均）と史上最低に近づき、市場基準金利は1月28日に14%と82年1月以来の「危機水準」になり、対 US ドルレート（月平均）史上最低を記録した85年2月（\$ 1.09）を経過して市場基準金利は年度末にかけて0.5~1.0%程度引下げられるに留まった。¹⁶⁰⁾

炭鉱ストは85年3月にサッチャー政府の労働組合規制立法や秘密裏の膨大な石炭備蓄と追加的な手配等の様々な用意周到な準備が効を奏して組合側の敗北に終わったが、PSBRは当初計画よりも29億ポンドも多い101億ポンドにも達し、GDP比率も0.75%高い3.1%となった。¹⁶¹⁾（表I-3を参照）¹⁶²⁾

1984年7月と85年1月のポンド危機は、第1に炭鉱無期限ストによるPSBRの大幅超過の見通しの影響とポンド信認の低下、第2に世界的な原油価格下落、第3に85年9月の「ブラザ合意」までの「ドル高」が重畳した結果であった。¹⁶³⁾

マネーサプライ・コントロールのパフォーマンスは、 M_0 が金利上昇による「減少効果」で目標変動幅（4-8%）中央値以下の5.4%に納まったもの、 $£M_3$ はイングランド銀行によるPSBRを越える膨大な過剰資金調達（政府「金緑」証券の非銀行民間部門への売却/過剰分=45億ポンド/ $£M_3$ の3.9%相当）にも拘らず目標変動幅（8-10%）上限を越えて11.9%に達した。（表I-2を参照）84年度の実質GDP成長率は炭鉱ストに影響され2.7%に留まり、インフレ率は4.4%（GDPデフレーター上昇率）となり一層減速した。¹⁶⁴⁾

こうして、1984年度のMTFSのパフォーマンスはローソン蔵相にとって散々な結果となったが、2度目のポンド危機の最中における85年1月28日の市場基準金利の14%への引上げ直後のチャンネル4番組（the Channel 4 programme）でのピーター・ジェイによるインタビュー（A Weekend in Politics）に対するサッチャー首相の回答は、サンデー・タイムズ経済編集委員スミスをして「イギリスのマネタリズムの実験」の転換点であると判断した重大な発言であった。

すなわち、

「質問（ピーター・ジェイ）：マネタリストのエコノミストは、自然失業率と呼ばれるものを信じています。それはインフレが停止するか、加速するのが止まる失業率と想定されています。さて、首相は、今週の空前の記録的な失業者数を見て、たとえインフレが15年毎にポンドの価値を半減させるに十分な程なお進んでいるとしても、既にこの自然失業率に到達したと思いますか？」

回答（サッチャー）：それは私が同意したドクトリンではありません。私が考えるには、それは実際にはミルトン・フリードマンに関わったドクトリンです。私はそれをずっと熟視してきましたが、採用したことはありません。それは、私が決して賛成したことはない理論です。現時点で、325万人の失業者にも拘らず、5年間連続して、¹⁶⁵⁾ 経常勘定余剰があるのです。」

スミスはこゝでのサッチャー首相の発言を重視して1985年1月を転換点と位置付け、次のような評価を下した。すなわち、84年末には保守党政府は名目上マネタリスト的政策はなおそのままであると主張することができたが、85年1月には「イギリスのマネタリストの実験」は歴史のゴミ箱に引き渡されてしまっていたのであり、保守党政治家は既に記録を塗り替えていたのである。サッチャー女史のフリードマンの自然失業率概念の拒絶はまた4年間の野党指導者時代に育んで

いたマネタリストの理念の拒否でもあった。6年間のマネタリストの実験は、70年代半ばのヒーリー時代と同じく、ポンドを有害で連鎖的な売り圧力を受け易い¹⁶⁶⁾にした。

そしてさらにスミスは、以下のように続ける。1985年1月は遂に、プラグマティック・マネタリズムからプラグマティズムへの転換点を刻印した故に説明されることになった。サッチャー政府は、ポンド危機にすべての戦後歴代政府と同じ手法で行動していた。このことは、通貨集計量または記録に残るインフレ率に関わるパフォーマンスにも拘らず、利子率は高いまゝ維持されなければならなかったことを意味する¹⁶⁷⁾。

以上のようなスミスの評価は、後述する85年10月のMTFSにおける通貨（金融）政策のより明示的な転換を、「マネタリズムは正式に死んだ」（“Monetarism is Dead - Official”, a leading article of Financial Times, written by Anthony Harris）と見做すのか、筆者のように「裁量的マネタリズム」への新たな段階への移行と見做すのか、という基本的評価の相違に連結するものである。とはいえ、明確なことは、①MTFSの基本的目的をインフレ抑制に置きつつも、金利操作という政策手段を為替レート安定とマネーサプライ・コントロール目標変動幅の達成の2つの政策目標に割り当てることは出来ない、②したがって、為替レート安定を唯一ないし優先的な政策目標に置きそのために金利操作を行なう場合には、同時にマネーサプライ・コントロールを実行することは出来ない（マネタリズムの放棄を意味する）、ということである。さらに指摘すべきことは、MTFSの当初からのマネーサプライ・コントロール目標であった $£M_3$ を放棄することが直ちにマネタリズムの放棄を意味すると断定することは出来ないということである。項を改めて、検討したいと考える。

149) Smith, *The Rise and Fall of Monetarism*, p. 117.

150) この法人税制改革の基本的骨格は、高率インフレの70年代半ばに導入された在庫評価特例措置（stock relief）の廃止、機械設備・プラント・工業用建築物等に対する投資支出の初年度及び初期の特別償却制度を86年度までに段階的に廃止、それに代わり法人税を現行の50%から5%づつ引下げて86年度には35%（中小企業は30%）にするというものである。この改革は従来の法人税制は、直接的な投資補助金とともに民間設備投資による経済成長を狙いとしてきたが、収益率の低い無駄な投資を誘発し資本係数の過度の上昇（資本による労働の過度の代替）を進め、生産性向上を阻害し失業率を増加させたという批判的認識に基づくものである。（FSBR 1984-85, pp. 3, 27-8; Maynard, *op. cit.*, pp. 71-2; Smith, *op. cit.*, p. 118; J. Edwards (1984), *The 1984 Corporation Tax Reform, Fiscal Studies*, Vol. 5, pp. 30-44)

151) FSBR 1984-85, pp. 3, 26-35.

152) FSBR 1984-85, p. 39; HM Treasury (Feb 1984), *The Government's Expenditure Plans 1984-85 to 1986-87*, Cmnd 9143-I, pp. 3, 10-1.

153) FSBR 1984-85, pp. 39, 44-5.

154) FSBR 1984-85, pp. 5-7.

155) FSBR 1984-85, pp. 6-7. cf., Smith, *op. cit.*, p. 118; Dimsdale, *op. cit.*, p. 136.

156) Dimsdale, *op. cit.*, p. 136.

157) Pliatzky, *The Treasury under Mrs Thatcher*, p. 136.

158) Maynard, *op. cit.*, p. 76.

159) Smith, *op. cit.*, p. 119.

160) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, pp. 111, 131; do, *Economic Trends: Annual Sup-*

- plement, 1988 ed., p. 201; Smith, *op. cit.*, pp. 119-22; Dimsdale, *op. cit.*, p. 136; A. Cairncross (1992), *The British Economy since 1945: Economic Policy and Performance, 1945-1990*, Blackwell, pp. 251-2.
- 161) 労働組合改革及び炭鉱ストに関しては、さしあたり次の文献を参照。D. Farnham (1990), *Trade Union Policy 1979-89: Restriction or Reform?*, in S. P. Savage & L. Robins (ed) (1990), *Public Policy under Thatcher*, Macmillan; C. G. Hanson (1991), *Taming the Trade Unions: A Guide to the Thatcher Government's Employment Reforms, 1980-90*, Macmillan; B. Fine & R. Millar (1985), *Policing the Miners' Strike*, Lawrence & Wishart; P. Wilsher, D. Macintyre & M. Jones (1985), *Strike: Thatcher, Scargill and the Miners* (A Sunday Times Insight Book), Andre Deutsch; I. MacGregor (1986), *The Enemies Within: The Story of the Miners' Strike, 1980-85*, Collins.
- 162) 1985年度の『財政金融説明及び予算報告』によれば、炭鉱ストに伴う PSBR 追加額は27.5億ポンドと推定されている。(PSBR 1985-86, p. 7)
- 163) Smith, *op. cit.*, p. 120; Dimsdale, *op. cit.*, p. 136; Johnson, *op. cit.*, p. 53. cf., *FSBR 1985-86*, p. 6.
- 164) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., p. 7; Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 27, No. 2, May 1987, p. 216; Dimsdale, *op. cit.*, p. 136.
- 165) Smith, *op. cit.*, p. 122. サッチャー首相は、『サッチャー回顧録』の中で1985年1月のポンド危機を述懐しているが、後述するように、この時点でマネタリズムを放棄したという認識は全くない。(Thatcher, *op. cit.*, p. 694. [前掲訳書, (下), 296ページ]) フリードマン理論に関する明示的な評価的判断は全く見当たらない。そして、サッチャーがその後もマネタリストのワルターズ教授を頼りにしたことは、ジェイのインタビューでの質問への反応が本音なのか、その場限りの苦しい言い訳なのかは不明である。
- 166) Smith, *op. cit.*, p. 123.
- 167) *Ibid.*, p. 123.

1985年10月の £M_3 の目標棚上げと PSBR を越える「過剰資金調達」の停止 84年度の2度にわたるポンド危機、特に85年1月のポンド危機は閣内におけるローソンの立場にも影響し、彼は法人税制の大改革を公表した84年度予算演説で翌年には追求するとしていた個人税改革を党内での公然たる反対に直面して断念せざるをえなくなった。¹⁶⁸⁾ それは1988年の個人所得税制の急進的な抜本改革まで待つことになった。

1984年度からマネーサプライ・コントロール指標を £M_3 と M_0 に設定したが、それを継続した85年度の MTFS のフレームワークの変化とその重点の移動が確認される。MTFS のフレームワークの変化とは、① £M_3 と M_0 の増加率目標変動幅がマネーGDP 成長率予測値と関連付けられ、両者の関係は £M_3 と M_0 の増加率目標変動幅はマネーGDP 成長率の引下げ圧力を維持するために選択される」と規定され、②また PSBR の目標設定と関連して、マネーGDP、GDP デフレ率及び実質 GDP の予測値が提示されたことである。¹⁶⁹⁾ (表 I-5 を参照)

このことは、既に言及したように、 M_0 がマネーGDP と安定的関係にあるという指標の特長の観点から予測されていたと同時に、MTFS の通貨政策は形式的には M_0 と £M_3 に同等の比重を付与するとはされているが、事実上の重点が £M_3 から M_0 への移動していることを示唆するものである。すなわち、84年度のマネーサプライ諸指標の動向を以下のように総括している。

まず指摘していることは、 M_0 以外の狭義のマネーサプライ指標は M_0 よりもかなり急速に増加したが、それは確認可能な要因によって歪曲されたものであると、判断したことある。 M_1 の

表 I-5 MTFs に基づくマネー GDP, GDP デフレーター及び
実質 GDP の予測値と実績値 (1985~2000年)

(単位: 年率/%)

目標予算年度	85/6	86/7	87/8	88/9	89/90	90/91	91/2	92/3	93/4	94/5	95/6	96/7	97/8	98/9	99/00
目標公表年月	サッチャー政権					メージャー政権					?				
マネー GDP 成長率															
1985年3月	8½	6½	5¾	5											
1986年3月		6¾	6½	6	5½										
1987年3月			7½	6½	6	5½									
1988年3月				7½	6½	6	5½								
1989年3月					7¾	6	6	5¾							
1990年3月						5¾	6¾	6½	5¾						
1991年3月							6	7½	7	6½					
1992年3月								6½	6¾	6¾	6	5¼			
1993年3月									4¾	7	6½	5¼	4¾		
1993年11月										6½	6¾	5¾	5½	5	
1994年11月											6¼	5¼	5	4¾	4¾
実績	9.5	7.6	10.7	11.3	8.5	6.4	4.3	4.2	5.6	5.9	5.0*				
GDP デフレーター															
1985年3月	5	4½	3½	3											
1986年3月		3¾	3¾	3½	3										
1987年3月			4½	4	3½	3									
1988年3月				4½	4	3½	3								
1989年3月					5½	4	3	2½							
1990年3月						4½	4¾	3½	3						
1991年3月							7	4½	3¾	3					
1992年3月								4½	3½	3	2½	2			
1993年3月									2¾	4¼	3¾	2½	2		
1993年11月										4	3¾	2½	2¼	2	
1994年11月											3¾	2½	2¼	2	2
実績	5.5	3.3	5.4	7.2	6.4	6.7	6.3	3.9	3.2	1.8	2.8*				
実質 GDP 成長率															
1985年3月	3½	2	2	2											
1986年3月		3	2½	2½	2½										
1987年3月			3	2½	2½	2½									
1988年3月				3	2½	2½	2½								
1989年3月					2¼	2	2¾	2¾							
1990年3月						1	2	2¾	2¾						
1991年3月							-1	3	3¾	3					
1992年3月								2	3¼	3¾	3½	3¼			
1993年3月									2	2½	2¾	2¾	2¾		
1993年11月										2½	2¾	3	3	3	
1994年11月											3	2¾	2¾	2¾	2¾
実績	3.8	4.1	5.0	3.8	1.9	-0.2	-1.3	0.7	2.8	4.0	2¼*				

備考) ① 実績値は、1985~90年度は1985年基準統計、1991年度以降は1990年度基準統計である。

② FSBR 1996-97のMTFSには関連する本表のマクロ経済3指標の予測値の公表は行われなかった。

* 資料のFSBR 1996-97における1995年11月時点の推定実績値である。

資料) HM Treasury, *Financial Statement & Budget Report 1985-86~1996-97*; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1992 ed. & 1995 ed., より作成。

増加は、利子付き構成部分の上昇により引続き吊り上げられた。その¾が利子付きであるM₂は、一層、広義のマネー集計量のような反応を示した。若干の住宅貯蓄貸付組合勘定に関する変化により解釈が複雑になり、¹⁷⁰⁾いずれの集計量もM₀を補足する狭義のマネーについての有用な情報を提供しなかった。

次に、広義のマネーサプライ指標について、以下のように総括した。広義のマネーのすべての集計量、特に PSL_2 は、ある程度、金融自由化及び銀行と住宅貯蓄貸付組合との競争の激化により影響を受けた。貯蓄形態の流動資産需要の増加を反映していると思われる最近5年間にわたる家計における広義の流動金融資産の形成がインフレの低下とマネー GDP 増加の着実な下落と整合してきた結果、通貨指標としての広義の集計量の意義は幾分低下した、と判断した。さらに、昨年の $£M_3$ の比較的高い増加は、その一部は膨大な政府証券売却により相殺されたものの、高い公共部門借入れ及び高い銀行貸出の結合と関連したものである、と見做した(これは前稿で言及した1980年のカルドア教授の指摘を事実上認めたことになる¹⁷¹⁾。

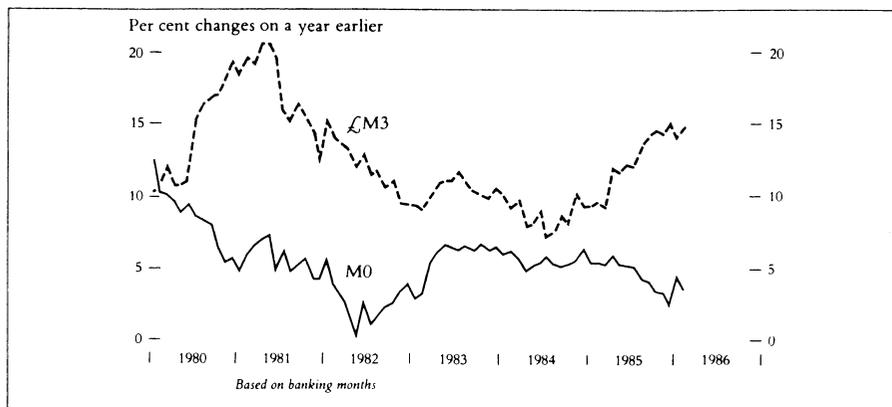
こうした総括の上に、インフレ率を一層抑制するために、1983・84両年度に設定した例示通りにマネーサプライ増加率目標変動幅の1%引下げ($£M_3=5\sim9\%$ 、 $M_0=3\sim7\%$)を図り、為替レートの重大な変化がいわばインフレ期待に影響を与える場合には短期利子率水準の(市場の調整に委せるのではなく)政策調整を重視する方針を明示した¹⁷²⁾。以上の分析を通じて明確になったことは、85年1月の「満面開花のポンド危機」をめぐる政治的経験を通じて $£M_3$ 及び M_0 の2つのマネーサプライ・コントロール目標以外の金融情勢判断のための(多くの指標のうちの1指標ではなく)最大の指標に為替レートを位置付けたことである。このことは、MTFSの新しい変化ないし変質を準備するものである。

MTFSのもう一つの構成部分である財政政策は、歳入(税制)面では、各種人的控除を小売物価上昇率の2倍の10%引上げ等の所得税減税(15.9億ポンド/平年度20.3億ポンド)、国民保険拠出金の低所得労働者の本人(9%⇒5/7%)・雇用主(10.45%⇒5/7/9%)・自営業者の負担軽減[計1.6億ポンド/平年度4.5億ポンド]等の直接税減税、物品税・付加価値税の間接税増税(8.8億ポンド/平年度10.3億ポンド)という既定の税制改革方針を進め(金額はすべて名目=非指数化ベース)、歳出面では330万人(失業率12%)水準の大量失業に直面して雇用創出計画(若年労働者訓練計画・地域プログラムの拡充)を重視した。PSBR 目標は、過去2カ年度の大幅超過の実績にも拘らず例示的予測値通りに、71億ポンド/GDP 比率2.0%という大胆な目標値を設定した¹⁷³⁾。

以上のように設定された85年度のMTFSではあったが、既に示唆したように、85年10月、発足当初からMTFSの基軸的位置を占めたマネーサプライ・コントロール指標である $£M_3$ の目標追求の停止(一時棚上げ)される重大事態が起った。その経過は、以下の通りである。

増加率目標幅が5~9%(年率)に設定された $£M_3$ は、85年度に入って最初の4カ月は12%台(12.6%⇒12.1%⇒12.9%⇒12.7%)で推移したが、8月に14.0%に跳ね上がる事態となった。(図I-2を参照) こうした経過に対して、イングランド銀行は、主として金融制度内部の構造変化のために広義のマネー増加率は金融の引締まり程度を過小評価していると判断し、差し当り $£M_3$ 増加率の目標超過はその他の金融情勢指標がインフレ減退と持続的な経済成長という究極的な政策目的の達成と一致する限りで容認する方針を決定し¹⁷⁴⁾、3月から7月末にかけて、市場基準金利を13.5~14%水準から11.5%へと引下げ誘導を実施した。(図I-1を参照)¹⁷⁵⁾

そして同年9月、同行は、金融情勢に関するその他の指標がインフレ率を引下げ、経済活動の基本的目的に一致している場合、 $£M_3$ が目標値を越えて増加しても許容することを再確認し、PSBR を越える政府証券の非銀行民間部門への売却による過剰資金調達(オーバーファンディング)操作によって $£M_3$ を目標変動幅内に抑制することはない、との公式発表を行った¹⁷⁶⁾。

図 I-2 £M₃ 及び M₀ の増加率（年率）

資料) HM Treasury (March 1986), *Financial Statement and Budget Report 1986-87*, p. 11, より借用。

これはオーバーファンディング操作が今や限界に達し、機能不全に陥った結果であった。イングランド銀行は、当初 £M₃ の増加率を目標変動幅以内に抑制するために政府長期債を非銀行民間部門への売却して作り出した人為的な市場資金不足を銀行部門保有の大蔵省手形（短期）の買取りで調整してきたが、その後、銀行部門保有の大蔵省手形ストックが減少して市場資金不足相殺額を下回るようになると銀行部門が割り引いた商業手形の買オペレーションにますます頼るようになった。これは「手形の山」となり、イングランド銀行保有の商業手形は85年中に150億ポンドを越えた。そして、結局、イングランド銀行のこうした行動は回り回って £M₃ の増加の主要因である民間企業向け銀行貸出を増加させることになったのである。¹⁷⁷⁾

そして9月の £M₃ 増加率が1.8%（年率21.7%）に達したことが確認された後の10月17日、ローソン蔵相は、ロンドン市長公邸（Mansion House）でシチーの銀行家を前にMTFSに関する重要演説を行った。それは、第1に、1985年度の残りの期間の £M₃ の目標設定を停止（棚上げ）し、86年度については予算提出時に設定する。ただし £M₃ の目標達成のために必要とされる金利の大幅引上げは受け入れ可能でも適当でもないと思われ、また金融制度の変化が広義マネー保有を増加させること等によって £M₃ が今後のインフレ率とリンクすることはありそうにないとした。第2に、狭義のマネーである M₀ の変化は引き続き監視し（目標とするのではない（not targeted）[Hardy]）、必要に応じてその他のマネー集計量も考慮すると表明した。第3に、金融政策決定においてより重視すべきは為替レートであり、加えて、金融情勢を引締めることが適切な時はいつでも短期金利引上げを利用すると指摘した。第4に、マネーサプライ目標達成のための手段としてのオーバーファンディングの慣行を放棄したこと、今後、マネー増加率のコントロール手段として短期金利を重視するとした。¹⁷⁸⁾

様々な批評家は、こうしたローソン演説に厳しい批判を加えた。良きにつけ悪きにつけ、イギリス・マネタリズムのシンボルである £M₃ の目標放棄は、インフレとの闘いへの政府の関与に疑問を呼び起こし、政府の経済政策の重大な敗北と見做した。また、「インフレ率が判事であり陪審である」というローソン発言は、奇妙な右旋回であり、マネタリズムの本質が新しいプラグマティズムにより見失われている、と論評された。さらに、通貨政策決定における為替の重視

と必要ならば金利を上げるという決定は単独のマネーサプライ目標として理解するのは容易ではないし、為替政策と金利政策とは独立的ではない、と批判した。こうした批評の一環として、ローソン演説の翌日、前述したフィナンシャル・タイムズのハリスによる論説「マネタリズムは正式に死んだ」が掲載されたのである。こうして、多くのエコノミストは、85年10月をイギリスにおける「マネタリズムの実験」の事実上の放棄または失敗と見做した。¹⁷⁹⁾

168) *Ibid.*, p. 123.

169) *FSBR 1985-86*, pp. 7, 10.

170) *FSBR 1985-86*, pp. 5-6.

171) *FSBR 1985-86*, p. 6. cf., Pliatzky, *op. cit.*, p. 136.

172) *FSBR 1985-86*, p. 7. cf., Smith, *op. cit.*, pp. 123-4.

173) *FSBR 1985-86*, pp. 3-4, 7-11, 26-38; HM Treasury (Jan. 1985), *White Paper / The Government's Expenditure Plans 1985-86 to 1987-88*, Cmnd 9428-II, HMSO, pp. 67, 79-86. cf., Smith, *op. cit.*, p. 124.

174) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 25, No. 2, June 1985, p. 167.

175) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, pp. 113, 142. cf., Dimsdale, *op. cit.*, p. 136.

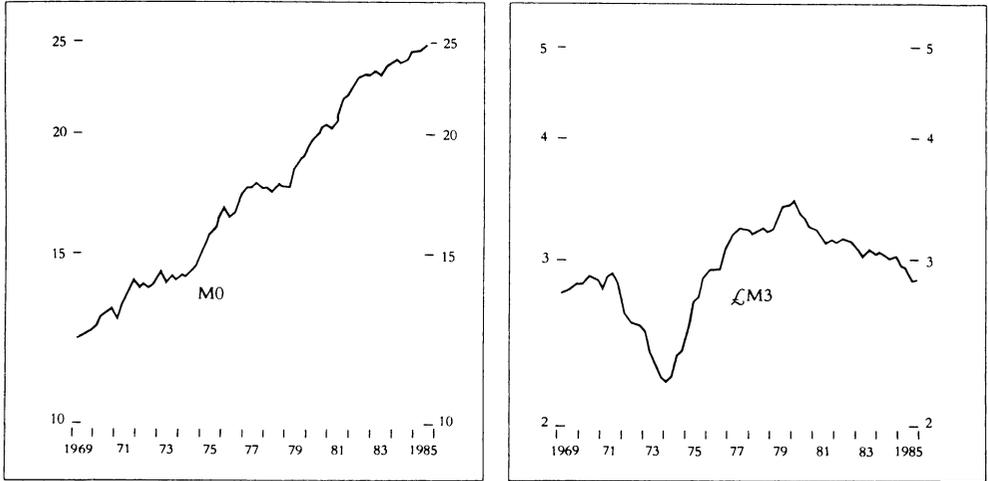
176) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 25, No. 3, Sept. 1985, p. 362.

177) Smith, *op. cit.*, pp. 124-5. ところで、イングランド銀行は、85年における £M_3 の相対的に急速な増加は次の2つの特定要因にあるとした。第1は、銀行が85年に高金利小売預金口座への住宅貯蓄貸付組合からの資金シフトに成功し、この預金資金を抵当貸付総額のかんりのシェア増加のために融資したこと。第2に、住宅貯蓄貸付組合自身が保有流動資産の一部を政府(金緑)証券から銀行預金及び譲渡預金証書(CD)に転換したこと。(Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 25, No. 4, Dec 1985, p. 519)

178) Hardy, *op. cit.*, pp. 148-50; Smith, *op. cit.*, pp. 124-5; Dimsdale, *op. cit.*, pp. 136-7, Johnson, *op. cit.*, p. 55; OECD (Jan 1986), *OECD Economic Surveys 1985 / 1986*, pp. 11, 13-5, 60.

179) Hardy, *op. cit.*, pp. 149-50; Smith, *op. cit.*, pp. 124-6; Thain & Wright, *op. cit.*, p. 22; Dimsdale, *op. cit.*, p. 139. フィナンシャル・タイムズの経済論説主幹=S. ブリタンは、ハリスの論説掲載を認めた1週間後に署名入り論評で「マネタリズムは決して死んでいない」と主張したが、それをスミスは「しかしながら、どの点から見ても、マネタリズムは死んだ」と論評した。(Smith, *op. cit.*, p. 125)

第2段階の小括 サッチャー政権発足以来の金融自由化とそれに伴う制度変更及び金融革新の進行の中で、「イギリス・マネタリズムの実験」のシンボルとなった広義のマネー指標、 £M_3 を構成する各種預金にその増加を刺激する激変が起こり、また特にそのカウンターパートの最も重要な構成要素である民間企業向け銀行貸出しは金利に非感応的であることが明確になり金融当局(大蔵省・イングランド銀行)にとって金融情勢の判断指標としての役割に重大な疑問が生じ、同時に £M_3 の流通速度が一貫して低下する趨勢(1979年第3 IV半期=年率3.90回⇒82年第1 IV半期=3.21回⇒85年第3 IV半期=2.96回¹⁸⁰⁾)で推移した。(図I-3をも参照) その中で、1982年度に £M_3 の増加率目標変動幅の3%の上方修正を行なったものの、以後年々1%ずつ漸減させていく目標達成のために積上がる「手形の山」に抗しきれず、85年10月、金融当局は、遂に、 £M_3 の増加率目標の設定と追跡の(一時)停止を余儀なくされた。このことは、マネーサプライ・コントロール指標である £M_3 に関して「マネタリズムの実験」の前提である「流通速度が安定的で予測可

図 I-3 £M₃ 及び M₀ の流通速度（年率）

資料) HM Treasury (March 1986), *Financial Statement and Budget Report 1986-87*, p. 12, より借用。

能であるという仮定¹⁸¹⁾が成立していないことを金融当局が公式に確認したことを意味する。

筆者は、この事実を、「マネタリズムの実験」が重大な危機に瀕したと見做すことはできるが、その放棄、断念とか失敗であると即断することはできないと考える。後述するように、1986年度には£M₃の1年限りの目標変動幅設定とM₀の4年にわたる目標と例示のための変動幅設定が行なわれ、さらに87年度には£M₃は増加率目標のコントロール指標から監視指標に変更され89年6月まで公表され続けた。問題は監視指標としての£M₃の政策的な対応にあった、と考える。

他方で、コントロール指標として名実ともにM₀のみへのシフトが明確になる。金融当局がマネーサプライ・コントロール対象にした通貨指標としてのM₀はシチーには信頼されない不運ないし不幸があったのは事実であり、そのことは金融政策運営への信頼性を危うくする可能性をもつ。それにも拘らず、インフレ率の抑制ないし引下げのためにM₀の増加率変動幅がともかくもコントロール目標とされ為替レート等が重要な金融指標とされて、政策手段として金利操作が使用されている限りでは、これをフィナンシャル・タイムズのアメリカ編集委員＝リッデルが表現したように「裁量的マネタリズム¹⁸²⁾」と規定できるのではないかと考える。

ところで、フリードマン、ワルターズ始め理論派マネタリストはM₀に最も近いマネタリーベースのコントロールを主張していたことを想起すべきである。但し、M₀を唯一のコントロール指標にすることが金利操作を達成手段としている限りは、通貨量の直接的コントロールであるマネタリーベース・コントロールを意味しないことも事実ではある。

第3段階の分析に先立って、「マネタリズムは死んだ」と見なす評価と関わる£M₃（1987年央以後、M₃に名称変更）目標設定の放棄とM₀のみの目標設定をめぐる問題点を指摘しておきたい。

一方では、既に再三指摘したように、£M₃の増加率はその主要構成部分である銀行預金のカウンターパートである民間企業向け銀行貸出動向で確認されるように金利変化に短期的に非感応的で金融政策の判断指標になりにくいとしても銀行による過度の信用創造(⇒銀行預金増)は平均12カ月～18カ月(最長36カ月)のタイム・ラグを経てインフレに結果する経験則がある故に、

£M₃ 増加率目標の設定と短期的コントロールを断念するにしても、インフレ監視指標として金融政策決定に反映させるスキームが不可欠な点である。その上、£M₃ は財政政策や為替レートを含む対外金融取引等に関係していることにも留意すべきである。

他方で、M₀ の増加率は金利変化に感応的であるとしても、現代の高度に発展した信用経済の動向指標を反映せず、同時に、財政政策や為替レートを含む対外金融取引等に関係せず、「シチーの指導的経済評論家の一人」といわれるコングドンが指摘するように、インフレ予測者としては警告性にも正確さにも乏しい。¹⁸³⁾

したがって、ローソン蔵相が「インフレ率が判事であり陪審である」と言うのであれば、£M₃ はインフレ監視指標として金融政策決定に反映させるスキームを設計すべきであるが、その後の経過はERM (Exchange Rate Mechanism [為替レートメカニズム]) 加入によるドイツマルクに対する為替レート・コントロールに固執し £M₃ の増加率動向を事実上軽視ないし無視し、89年6月を最後に公表さえ中止するに至り、「マネタリズムの実験」は断念ないし放棄する結果となった。しかしまた、筆者は、これをもって10年にわたる「マネタリズムの実験」全体を失敗であったと一括することはできない、と考えるものである。

ところで、サッチャー首相自身は、『回顧録』の中で、マネタリズム、MTFS、£M₃ と M₀、金利と為替レート等について、以下のように述懐している。

「『マネタリズム』——インフレは貨幣現象である……という信念——は、政府借入れを削減させた財政政策によって支えられていた。……この(金融と財政を)結合したアプローチはMTFSにより表示されていた。¹⁸⁴⁾」

「為替レートが、金融政策にとって指標の一つであるということに反して、本質的に目標になる場合には、『マネタリズム』自体が放棄されたことになる。……」

マネーサプライ、または為替レートのいずれかを目標にすることはできるが、両方を目標にすることはできない。……インフレをコントロールする唯一の有効な方法は、金利を使ってマネーサプライをコントロールすることである。¹⁸⁵⁾

「この時(1983年のローソン蔵相就任時[引用者])、為替レートは金融情勢を評価するために考慮すべき1つの要因にすぎなかった。重要なのは通貨集計量(monetary aggregates)であった。……£M₃ は元来MTFSにおいて選んだものであるが、ひどく歪められていた。£M₃ の大部分は金利を得るために投資されていた事実上一種の預金である。ナイジェルの最初の予算(1984年)において広義のマネーと狭義のマネーとに異なる目標変動幅を設定した。前者のM₀ はかなりゆっくりと上向しており、今後の方向を設定するために考慮された。しかしこの段階では、M₃ (£M₃ の誤記であろう[引用者])とM₀ は政策運営上公式には同一の重要性を付与されていた。為替レートを含む他の金融指標も考慮されることになった。……この変更 (£M₃ と M₀ をコントロール目標にし、特に為替レートを考慮すること[引用者])は適切であったが、この時からMTFSの明瞭性がほやける始まりを刻印することになった。¹⁸⁶⁾」

「最後に、£M₃ は通貨指標としてますます疑わしいものになっていた。なぜなら、そのコントロールがますます『過剰資金調達』('overfunding')に依存し、その結果、いわゆる『手形の山』('bill mountain')が増加したからである。……」

1985年夏、私はインフレ見通しに懸念を持ち始めた。… £M₃ はや、急速に増加していた。不動産

価格が騰貴していた、これはいつも危険な兆候である。『手形の山』もまた心配であった。……われわれは、1981年に遡って『過剰資金調達』政策を認めない決定をしていたのに、それが権限委任なしに大規模に再開されていた事実は政策一般の実施方法への私の信任を強めなかったのである。……

…アラン・ワルターズは M_0 が最適な指標であると信じており、私の他の顧問と同様に、金融政策は引き締まっている、と見做した。¹⁸⁷⁾

以上の引用文に明らかなように、サッチャー首相のいわゆる「イギリスにおけるマネタリズム」とMTFSに関する認識は明確である。すなわち、①マネタリズムとはいずれかのマネーサプライ指標の増加率目標（MTFSでは目標変動幅）を達成するために金利操作を使用することである、②MTFSはPSBRを削減する財政政策によっても支えられたイギリスにおけるマネタリズムである、③マネーサプライ指標としての $\text{£}M_3$ には「過剰資金調達」との関連で疑問をもっていたが、 M_0 にも必ずしも全幅の信頼を寄せているわけではない、④為替レートは金融情勢の判断指標として重要であるが、これを目標にすればマネーサプライ・コントロールが犠牲になり（金利操作がマネーサプライ・コントロールに使用できなくなる／この点は理論的に妥当である）、マネタリズムは放棄されることになる、為替レートは究極的には市場に委せるべきである。（この点は、他の箇所でも言及された、「プラザ合意」や「ルーブル合意」は誤りないし有害であったという回顧やERM〈為替レート・メカニズム〉加入への一貫した反対姿勢にも表われ、これらはローソン蔵相辞任に至る論争点となった）

180) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, p. 113. 図I-3のトレンドと財政金融統計（月報）の数値は一致しない。その理由は不明である。

181) N. M. Healey (1993), *The Conservative Government's 'Fight Against Inflation': Ten Years without cheers*, in N. M. Healey (1993) (ed), *Britain's Economic Miracle: Myth or reality?*, Routledge, p. 132.

182) Riddell, *op. cit.*, p. 25.

183) T. Congdon (1989), *Monetarism Lost and why it must be regained*, Centre for Policy Studies, p. 14. コングドン著の50ページ余のこのパンフレットは、シチーがマネーサプライ指標として $\text{£}M_3$ に固執した根拠について詳述している。

184) Thatcher, *op. cit.*, p. 688. (前掲訳書, [下], 289ページ)

185) *Ibid.*, p. 690. (前掲訳書, [下], 291ページ)

186) *Ibid.*, pp. 693-4 (前掲訳書, [下], 295-6ページ)

187) *Ibid.*, pp. 695-6. (前掲訳書, [下], 297-8ページ)

Ⅲ-3 第3段階～1985年10月—1989年6月／「裁量的マネタリズム」

サッチャー派の「マネタリズムの実験」の最期に当る「裁量的マネタリズム」と規定すべき第3段階は、1985年10月から為替レート政策及びEMS（European Monetary System [欧州通貨制度]）下のERM加入問題をめぐるサッチャー首相との対立の深刻化によりローソン蔵相が辞任する89年10月の直前の89年6月までである、と考える。この段階では、マネーサプライ・コントロール指標として狭義のマネー（広義のマネタリーベース）である M_0 だけが選択されたが、看過してはならないことは大多数の金融専門家やシチーの銀行家が「イギリス・マネタリズム」のシンボル

として認める M_3 の増加率が広義のマネーサプライ指標の一つとして監視され（monitoring）、公表され続けてきたことである。

既に示唆したように、 M_0 はシチーにも金融問題専門家にもほとんど信認されておらず、 M_0 増加率の目標変動幅的中度合いが金融情勢の動向指標として信頼されないという意味で、「マネタリズムの実験」のこの段階は、本稿の「I 予備的考察」で論じた実践的マネタリズムの基本的4条件（①通貨当局によるコントロールの現実的可能性、②流通速度の安定性、③マネーサプライ増加率が引締め・緩和の金融情勢の方向性を正確に表示、かつマネーGDP及びGDPデフレーターとの比例的関係、④金融市場＝シチーの当事者の信認）の全てを十全に満たすマネーサプライ指標の不在が明確になる中での実効性に乏しい最期の試行錯誤であった、と言えよう。

しかも、ローソン蔵相は、『ルーブル合意』直後の87年3月から88年3月まで、サッチャー首相の承認なしに、 M_0 増加率のコントロールさえ事実上放棄してポンドをERMの基軸通貨＝ドイツ・マルクとの変動幅を狭い範囲（shadow EMS band/£1＝DM2.85～3.00 ceiling）で維持するドイツ・マルク追尾（尾行）政策を追求し、¹⁸⁸⁾ そのために為替市場への大規模介入と金利操作を実施した。

そして、ドイツ・マルク追尾政策を断念させられた88年3月以後も、ローソン蔵相は事実上マネーサプライ指標の M_0 の増加率目標と為替レート安定という対立する2つの目標を追求する姿勢を見せ、国内通貨政策と為替政策・ERM加入問題をめぐるサッチャー首相との政治的対立は解き難くなっていった。この時、ローソンは金融・通貨問題専門家として、実践的マネタリズムの基本的条件が既に失われ、最良のインフレ抑制パフォーマンスをもつドイツマルクを基軸通貨とするERM加入によるポンド為替レート安定が最良のインフレ抑制策であると考えたのである。しかし、サッチャーはマネーサプライ・コントロールに固執し、またERM加入は国家主権の重要な一部である通貨主権をドイツ連邦銀行に譲り渡すものであるとして一貫した反対の立場を取った。したがって、第3段階は、金融（通貨）政策の中心を、マネーサプライ・コントロールに置くか、為替レート・コントロールに置くかをめぐって動揺した段階でもあった。¹⁹⁰⁾

こうしたサッチャー＝ローソン対抗軸の中で、①ドイツ・マルク追尾政策最中の87年10月19日の「ブラック・マンデー」（ニューヨーク発の国際的株式市況崩壊）後の景気後退懸念の中での国際協調による金利引下げ政策、②またその延長線上での1988年度の急進的で抜本的な所得税制改革による大幅減税もローソンのサプライサイド経済学に対する信念に基づく政策実践ではあるが、いずれの政策も、一方ではインフレ圧力を高め、他方では M_0 増加率を押し上げその目標達成に重大な悪影響を与えることになったのである。

こうした見通しの中でのMTFSにおける最期の段階の「マネタリズムの実験」を追跡したい、と考える。

188) Thatcher, *op. cit.*, pp. 699-705 (Shadowing the Deutschmark : 1987-88). (前掲訳書, [下], 302-9)

189) Hardy, *op. cit.*, p. 155; Johnson, *op. cit.*, p. 59; Dimsdale, *op. cit.*, p. 137.

190) Healey, *op. cit.*, pp. 140-3; Riddell, *op. cit.*, pp. 22-3.

1985年度 MTFFS のパフォーマンス こうして目標の設定と追求が一時棚上げされた £M_3 の85年度増加率実績は年度当初目標の5~9%に対して85年10月のPSBRを越える政府（金繰）証券発行による過剰資金調達停止等の影響を受け7.3%の大幅超過の16.3%増となったが、それとは反対に M_0 は目標の3~7%に対して4.1%と下限値に近い結果となった。（表I-2を参照）PSBRは、実質GDP成長率が予測値より0.3%高い3.8%（マネーGDPは予測値=8.5%に対して実績値=9.5%）が幸いして一般政府歳入が目標値より17億ポンド多く、それとは反対に一般政府歳出が14億ポンド少なくなり、当初達成困難と見做された目標の71億ポンド/GDP比率2.0%に対して約56億ポンド/GDP比率1.5%という極めて良好なパフォーマンスを記録し、1980年度のMTFS創設当初のPSBRの中期目標（GDP比率1~2%）を達成した。（表I-3及び表I-5を参照）

市場基準金利は、85年7月末以来11.5%のまゝ推移してきたが、北海原油のスポット市場価格の急落（85年秋/バーレル当り30ドル以上⇒86年1月/同、20ドル未満⇒86年春/同、10ドル以下¹⁹¹⁾）のため86年1月に1%引上げられて12.5%になった。ポンド為替レートは、前年9月の5カ国蔵相・中央銀行総裁会議における『プラザ合意』によるドル高是正の協調行動により対ドルではそれ程下落しなかったが、対ドイツ・マルクでは85年7月の4.01DMから86年1月には3.47DMへと13.5%下落し、有効為替レート指数（1975=100）も、同、83.3から76.6に下落した¹⁹²⁾。ERM加入問題及びドイツ・マルク追尾問題が再燃した背景である。他方で、インフレ率（GDPデフレーター）は、予測値よりも0.5%高い5.5%であった。

191) Smith, *op. cit.*, p. 126.

192) CSO (Feb 1986), *Financial Statistics*, No. 286, p. 131.

1986年度のMTFS目標の再設計と £M_3 目標化の最終的放棄の準備 以上説明してきた85年度のMTFSをめぐる金融情勢の推移と方針変更及びMTFSを構成する目標と予測値のパフォーマンスが明らかになる中で、1986年度のMTFSがその冒頭で80年以来共通の経済政策フレームワークであることを再確認しながら、以下のように再設計される。

まず第1に、マクロ経済政策のスタンスの変化が一層明確になり、以下の観点が政策の目的と枠組に関わって繰り返し強調されている。「経済政策は名目値の枠組の中で組み立てられ、公共支出は金額表示で管理され、マネーGDP成長率は金融・財政政策によって徐々に引き下げられる。マネーGDP成長率が下落するにつれてインフレが搾りだされ、マネーGDP成長率の実質成長率とインフレへの分割が改善される¹⁹³⁾」とした。

第2に、堅実な金融政策は低いPSBRにより支えられる一方で、特に短期的には、財政・金融政策のバランスは変更する余地がある。予算は財政政策を再検討する主要な機会を提供し、他方で、短期金利は金融情勢を軌道上で維持するためにより頻繁に変更しうる。そして金融情勢は、狭義・広義のマネー及びその他の金融指標、特に為替レートの動向に照らして評価される、とし¹⁹⁴⁾た。

第3に、86年度のMTFSは、マネーGDP成長率予測値、 M_0 及び £M_3 の増加率目標変動幅が設定されたが、 M_0 に関して次年度以降3カ年度の例示的変動幅が提示されたのに対して、

£M₃は当該年度だけの目標変動幅設定に留まり、いわば「金融政策の説明ないし参考として役立つ」程度の位置付けに名実ともに傾斜した。それらの根拠は以下のように説明されている。

まず狭義のマネーについて、以下のように評価する。理想的には、狭義のマネーの目標集計量は、①直接に取引に使われる(原則として無利子の)資産を表わし、②短期金利に明白に反応するが過敏ではないこと、③またマネー GDP と安定的な関係にあること、である。これらのすべての基準を満たす単独の狭義のマネー集計量はないとしながらも、M₀が近年金融情勢の適切な指標であることを証明し、目標設定のために狭義の集計量の最適の選択である、と見做した。¹⁹⁵⁾

これに対して広義のマネー集計量に関しては厳しい見方を提示した。すなわち、それは、1970年代とは対称的に、最近6年間にわたって一貫してマネー GDP よりも急速に増加してきた。高い実質金利が金融資産の相対的な魅力を高め、金融自由化及び銀行と住宅貯蓄貸付組合との競争激化が流動性及び負債両方の急速な形成を引き起こすと同時に、広義のマネーのうち利付き預金の高い比率は短期金利の変化に対する広義流動性集計量の直接的反応がひどく不安定であることを意味している、と評価したことである。¹⁹⁶⁾

このような評価と判断にたつて、M₀の86年度の目標変動幅は前年度の例示通り2~6%とし、次年度以降はマネー GDP の下降軌道と一致させ87・88年度について1~5%を例示したが、£M₃に関しては流通速度の急速な下落と予算提出時の85年2月半~86年2月半の最新実績情報(14%増)を考慮して、逆に前年度の例示(4~8%)に対して7%も高い11~15%を目標変動幅とするとともに、次年度以降の例示の変動幅の提示についてはその流通速度トレンドを取り巻く不安定性が余りに大きい点を理由に停止した。そして、短期金利の変更決定に当って、その結果が明確に表われるM₀と為替レートの動向を重視する政策運営姿勢を鮮明にした。換言すれば、「金利の変化が、目標期間内に£M₃の増加率の有意な変更をもたらすことはありそうにない」、すなわち金利変化と増加率変化の12カ月を越えるタイムラグの長さを理由にして、£M₃増加率のコントロール手段の不在を事実上認めたのである。¹⁹⁷⁾

他方、財政政策は、歳入面では、所得税の基準(最低)税率の1%引下げ(30%⇒29%)及びインフレ指数(5.7%)化控除・累進税率区分調整等で20.8億ポンド(平年度27.8億ポンド)の減税、インフレ・スライドによる物品税増税(約8億ポンド/平年度8.2億ポンド)等、全体として13.5億ポンド(平年度18.9億ポンド)の減税、歳入合計で前年度当初より63億ポンド増、歳出面では、民営化株売却益47億ポンドを「負の支出」として計上しつつ一般政府支出合計で同じく57億ポンド増の1634億ポンド、GDP 比率42.5%(前年度比1.5%減)と見込んだ結果、PSBRは前年度当初と同額の71億ポンド、GDP 比率1.75%とした。¹⁹⁸⁾

こうして、85年度から示唆されていた金融政策重視か財政政策重視かについて必ずしも明確でなくなり、金融情勢の変化に対する政策決定において為替レートを重視する姿勢が一層鮮明になった。ところで、1986年には、金融自由化・金融制度改革の一環として84年から本格的に準備されてきた《ビッグ・バン》と呼ばれる証券市場(ロンドン証券取引所)の大改革(証券取引手数料自由化、株式売買方法改革や国債市場改革等)が実行に移されたことを特記しておきたい。¹⁹⁹⁾

扱て、86年度に再設計された「イギリス・マネタリズムの実験」のシンボルである£M₃の増加率趨勢は目標変動幅の上方への大幅シフトにも拘らず、持続的な経済成長の弾みを受けた銀行による民間部門貸出の急増により目標変動幅上限をかなり越える年率18~20%の増加で推移した。

それとは対称的に、 M_0 は目標変動幅射程内の3~5%前後で推移し、インフレ率は2~3%台に低下してきた。イングランド銀行は、時折ドイツ連邦銀行と協調しながらポンドを支えるための大規模な為替市場介入を実施する一方で、市場基準金利を3月の11.5%から5月末に10%に下げ、10月に11%に上げた後、翌年3月に再び10%に戻した。²⁰⁰⁾

£ M_3 増加率の再設定された目標変動幅上限をもかなり超過する事態を目の当たりにして、86年10月、金融当局トップのローソン蔵相とリーペンバートン（Robin Leigh-Pemberton）・イングランド銀行総裁（サッチャー首相任命／在任期間1983~93年）は、事実上、MTFSにおける£ M_3 増加率目標設定の最終的放棄ないし断念に向けて、別々に重要発言を行った。ローソンはマンション・ハウスでの演説で、目標射程内にある M_0 増加率への信頼を求め、£ M_3 等の広義のマネー及び信用の急増はインフレ的ではない、と発言した。この発言を信用した聴衆はほとんどいなかった、という。²⁰¹⁾

リーペンバートン総裁は一層重要な役回りを演じた。10月22日、ラフバラ大学銀行センター（Loughborough University Banking Centre）での「金融的变化と広義のマネー」と題する講演で、²⁰²⁾

表 I-6 各種通貨集計量の増加率(4半期率・年率/%)、市場基準金利及び為替レートの動向

		1986FY		1987FY			1988FY				1989FY			
		3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月
狭義のマネー	M ₀	▲1.0 +3.5	+1.1 +4.2	+2.3 +5.2	+1.8 +4.2	+0.4 +6.4	+2.5 +7.7	+3.4 +8.5	+1.1 +7.7	▲0.9 +6.2	+2.1 +5.9	+1.7 +4.7	+2.3 +6.0	+0.1 +6.3
	無利子 M ₁	+2.1 +10.2	+7.1 +13.5	+1.4 +6.0	+0.9 +9.9	+6.4 +15.2	+0.9 +10.8	+1.3 +12.4	+3.8 +12.1	▲3.2 +2.9	▲4.8 ▲3.2	▲0.3 ▲6.5	+4.1 ▲5.5	▲4.1 ▲4.4
	M ₁	+7.6 +22.6	+7.0 +23.8	+4.6 +20.3	+2.7 +22.7	+5.6 +21.0	+4.2 +18.9	+2.8 +17.4	+1.7 +14.3	+4.8 +13.9	+3.9 +13.7			
	M ₂	+1.3 +12.2	+3.8 +12.0	+2.5 +10.0	+2.2 +10.4	+4.2 +13.6	+4.4 +15.0	+4.2 +16.9	+3.1 +16.8	+2.6 +15.2	+2.2 +12.2	+3.2 +9.9	+2.5 +9.8	+0.8 +8.6
広義のマネー	M ₃ (旧 £M ₃)	+6.8 +19.0	+5.0 +19.1	+5.1 +19.5	+5.0 +22.8	+4.1 +20.9	+4.7 +20.3	+6.6 +22.7	+4.0 +20.5	+4.7 +21.3	+5.2 +22.1			
	M _{3c} (旧 M ₃)	+5.7 +21.5	+4.4 +20.3	+5.1 +18.3	+4.2 +20.5	+3.4 +18.5	+4.9 +18.6	+6.1 +20.3	+3.7 +19.0	+4.9 +20.7	+6.8 +23.2			
	M ₄	+4.1 +13.9	+4.0 +13.8	+4.1 +14.9	+3.8 +16.3	+3.5 +16.8	+3.9 +16.8	+5.7 +18.5	+3.4 +17.5	+4.5 +18.4	+4.3 +19.1	+4.4 +17.3	+3.9 +18.2	+3.5 +17.4
	M ₅ (旧 PSL ₂)	+3.9 +13.4	+4.1 +13.5	+3.9 +14.3	+3.7 +15.8	+3.5 +16.6	+3.5 +16.2	+5.5 +17.8	+3.0 +16.5	+4.4 +17.4	+4.5 +18.6	+5.7 +22.1	+4.3 +17.9	+4.4 +17.1
市場基準金利 (short term money rate / base rate)		3/10= 10.5% ↘3/19 =10.0%	↘4/29=9.5% ↗8/7=10.0% ↘11/5=9.0% ↗2/2=9.0%	↘5/11=9.0% ↘10/26=9.5% ↘12/4=8.5% ↘3/17=8.5%			4/11=8.0% ↗6/3=8.0% ↗6/22=9.0% ↗7/5=10.0% ↗8/8=10.5~11.0% 11.0~12.0% 12.0%↗	↘5/18=7.5% ↗6/6=8.5% ↗6/29=9.5% ↗7/19=10.5% ↗8/25= 11.0~12.0% ↗8/26= 13.0%↗			5/24=14.0% ↗10/5=15.0% (↘90.10/8=14.0%)			
為替	為替指数	86.7	90.4	90.5	92.7	93.5	96.6	95.2	96.7	97.1	93.6	91.7	88.1	88.1
レ	USドル・レート	1.5431	1.6410	1.6184	1.7535	1.7972	1.8390	1.6951	1.7915	1.7477	1.6259	1.5971	1.5849	1.6565
替	DMレート	2.837	2.964	2.974	2.989	3.013	3.142	3.165	3.175	3.233	3.140	3.071	2.876	2.800

備考) ① 通貨集計量は、上段が当該月を最終月とする4半期の前4半期比増加率、下段は当該月の前年同月比増加率を示す。1988年9月までは季節未調整数値、同年12月以後は季節調整済数値。M₀は週平均、89年度のみ各月水曜日平均で計算。

▲はマイナスを示す。空欄は、公表ナシを示す。↘は次期の金利変更は引下げ、↗は同、引上げを示す。

② 資料により数値が異なる場合は、最新数値を掲載した。本表の数値は必ずしも表I-2とは一致しない。

③ マネーの定義(1987年5月)は、次の通りである。

M₀=流通現金+市中銀行手元現金+市中銀行のイングランド銀行預け金。

無利子 M₁=流通現金+ポンド建て民間部門無利子要求払預金。M₁=無利子 M₁+民間部門利付要求払預金。

M₂=無利子 M₁+民間部門利付小口預金+民間部門利付BS出資金・預金+民間部門保有国民貯蓄銀行通常勘定

M₃(旧 £M₃)=M₁+ポンド建て民間部門定期預金+民間部門保有ポンド建て銀行CD。

M_{3c}(旧 M₃)=M₃+民間部門保有外貨銀行預金。

M₄=M₃+民間部門保有BS出資金・預金・ポンド建てCD-BS保有銀行預金・銀行CD・手元現金。

M₅(旧 PSL₂)=M₄+民間部門(BSを除く)保有マネーマーケット証券(銀行手形、大蔵省証券、地方公共団体預金)・納税預金証券+国民貯蓄証券(証券、SAYE及びその他長期預金を除く)。

* BSはBuilding Society(住宅貯蓄貸付組合)を示す。SAYEはSave As You Earn(給与天引貯金)を示す。

④ 市場基準金利の月日表示は金利変更実施日を意味する。為替レートの数値は全て当該月を最終月とする4半期平均である。

(有効)為替指数の基準は1985年=100である。外国為替レートは、£1.00当り比価を示す。

資料) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 27 / No. 2 ~ Vol. 30 / No. 3; May 1987 ~ Aug. 1990; CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1992 ed., p. 160. より作成。

以来最高のパフォーマンスを記録し、80年度のMTFS創設時の目標を超過達成した。GDP関連予測指標も、実質GDP成長率が予測値を1%以上上回る4.1%、その分がマネーGDP成長率の予測値を押しあげて7.6%、GDPデフレーターは予測値よりも低い3.3%というかつてない良好なパフォーマンスを記録した。（表I-2、I-3及びI-5を参照）唯一の問題は £M_3 増加率が目標変動幅をかなり超過したことであり、金利引上げが一定のタイム・ラグでそれを抑制する効果を持つであろうが、 £M_3 とマネーGDP成長率やGDPデフレーター（インフレ率）との相関ないし因果関係が不明確で政策運営基準が設定できないことである。

他方で、比較的高い経済成長、PSBR削減及びインフレ抑制の良好なパフォーマンスが、原油価格下落に対するポンド為替レートへの過度の反応への修正を含めて、86年第4IV半期を底として2年余りポンド騰貴への市場圧力が生み出すことになり、後述する『ルーブル合意』やERM加入問題と関連してローソン蔵相により秘密裏のドイツ・マルク追尾政策が実施される背景となる。

193) *FSBR 1986-87*, p. 9. cf., Johnson, *op. cit.*, p. 56.

194) *FSBR 1986-87*, p. 10.

195) *FSBR 1986-87*, pp. 10-1.

196) *FSBR 1986-87*, p. 11.

197) *FSBR 1986-87*, p. 12. スミスは、85年10月のマンション・ハウス演説との関連で、86年度における £M_3 目標設定とシチーとの関係を次のように論評した。シチーは、ローソンが言及したように £M_3 の目標設定について検討はするであろうが、実行はしないと受け取った。しかしローソンは、多分、1970年代初頭のヒース＝バーバーの金融放縦策への復帰を恐れる若干の評論家とともに10月演説へのシチーの反応に苦悩して、目標設定を行なった。そして、 £M_3 増加率目標変動幅を11～15%に設定した点について、「(ローソンに)金融市場に £M_3 を永久に捨てさせるマキアヴェリ流の意図がないのだとすれば、意図されたこととは逆効果である」と酷評した。(Smith, *op. cit.*, p. 126)

198) *FSBR 1986-87*, pp. 4-6, 13-6, 42-3, 55-6.

199) 《ビッグ・バン》の詳細についてはさしあたり次の文献を参照。H. マクレイ & F. ケンクロス著／中前忠訳『キャピタル・シティ～挑戦するロンドン国際金融センター』東洋経済新報社、1986年「5章 証券市場のビッグ・バン」；C. チャップマン著／徳田太司他訳『ザ・ビッグ・バン～ロンドン・シティは生き残れるか』東洋経済新報社、1987年。

200) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 27, No. 1, Feb. 1987, pp. 26-9; CSO (May 1987), *Financial Statistics*, No. 301, p. 111; do, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1988 ed., pp. 150, 201; Smith, *op. cit.*, p. 126; Dimsdale, *op. cit.*, p. 137.

201) Smith, *op. cit.*, p. 127.

202) Pliatzky, *op. cit.*, p. 136.

203) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 26, No. 4, Dec. 1986, pp. 499-507. スミスは、リーベンバートン総裁の特に最後の発言は「イギリス・マネタリズムの棺にもう1本のクギを打ち込んだ」ものである、と見做した。(Smith, *op. cit.*, p. 128) £M_3 の目標設定をイギリス・マネタリズムのいわば絶対的な条件と見做す限りではスミスの指摘は至当であるが、筆者は £M_3 と M_0 に対するシチーの信認問題に関するスミスの指摘を共有するが、 £M_3 を絶対的条件とする見解を経済理論的・政策論的には受け入れ難い。

204) Smith, *op. cit.*, p. 128; Thain & Wright, *op. cit.*, p. 236. スミスはこの変更を79年の保守党の経済政策綱領のもう一つの項目が打撃を受けたと見做したが、筆者にはこれは誇大視であると思われる。87年度公共支出計画は明らかに「総選挙運動」予算ではあるが、後述するように、社会保障、医療・

個人的社会サービスや教育・科学を中心とした増額を計画しており、80年以來の趨勢を考慮したプラグマティックな判断による政策措置でもあり、公共支出及びPSBRのGDP比率の削減という最も重要な基本原則を放棄したわけではないのである。

205) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 27, No. 2, May 1987, pp. 190-1; do, do, Vol. 27, No. 3, Aug. 1987, p. 345.

1987年度～ドイツ・マルク追尾政策による M_0 増加率コントロールの軽視 87年度のMTFSでも金融情勢は狭義・広義のマネー及びその他の金融指標、特に為替レートの動向に照らして評価するが、これらの要因を考慮する機械的公式はないとしてマネーGDPとインフレに対する政府目標と整合する為替レートと国内通貨増加率との均衡が達成されなければならない、と規定した。しかし他方で、87年2月の『ルーブル合意²⁰⁶⁾』に言及し、MTFS計画はポンド為替レート指数にもポンド/ドル為替レートにも重大な変化がないことを想定していると指摘し、これらに重大な変化がある場合には為替市場介入や金利操作を実施することを示唆した。このことは、通貨増加率コントロールと為替レート安定を併記しているものの、為替レート安定重視姿勢の暗黙の表明である、と思われる。

通貨政策では、狭義のマネーにおいては M_0 がマネーGDPとの安定的関係、流通速度の長期的に比較的着実な増加趨勢により金融情勢の頼りになる指標であると規定した。原則的には、 M_1 の無利子構成部分のようにより広義の無利子の集計量に移行する問題があるが、この集計量は流通速度がかなりの変動を示し要求払預金の急増によって目下悪化し、また金利変化に対して極端に敏感であるとして、マネーサプライ・コントロール指標としての採用を否定した。こうして選択された M_0 の増加率目標変動幅は前年度の例示通りの2~6%に設定された。同時に、 M_0 の増加率が目標変動幅から有意に外れる恐れがありその他の指標が金融情勢は満足すべきであることを示唆していることが明確でない場合、政府は金利行動をとるつもりであると表明した。²⁰⁸⁾

そして遂に、マネーサプライ・コントロール指標から $£M_3$ が消え、それに代わる広義のマネーサプライ指標も採用されなかった。それに関する『財政金融説明と予算報告 1987~88年度』における説明は次のとおりである。

近年、広義のマネーはマネーGDPよりかなり急速に増加してきた。その一部は、高い実質金利と1985年の過剰資金調達を終結によるものである。しかし、最も重要なのは、近年の金融市場における競争の激化が民間部門の流動性と借入れを急増させたことである。民間部門借入れは今やGDPの10%を越え、これが実質金利の上昇圧力になっていることは明白である。この趨勢は持続する見込みであり、広義マネーの増加率はマネーGDPをかなり超過し近年の水準で続くであろう。また、1986年住宅貯蓄貸付組合法(の施行)により同組合の行動は銀行に一層接近してきたので、住宅貯蓄貸付組合の債務を含むより広義の集計量は $£M_3$ 程ではないが迷走的な状態が続く見込みである。大蔵大臣とイングランド銀行総裁は、広義マネーの変化を解釈する困難性の増大に留意した。金融慣行の急速に広がっている変化により、広義マネー増加率とマネーGDPとの単純な関係はなくなっている。このために、政府は、1987年度の広義マネーの公式目標は設定すべきでないことを決定した。しかし、広義マネーの増加率は無視できないので、金融情勢評価の際に引き続き考慮する。²⁰⁹⁾

ここで指摘されている要点は、1979年以來の金融自由化(規制廃止)と金融制度改革を通じて、

金融市場における競争激化と構造変化が起りなおそれが継続して、広義のマネー指標を構成する様々な利子付き金融資産と負債の増加率は予測不能であり、コントロール不可能であるということである。換言すれば、金融市場激変の中での「マネタリズムの実験」は極めて厳しい困難に直面しているということであり、このことが「金融情勢評価の際に引き続き考慮する」と銘記しながら金融政策運営において結果的に事実上 LM_3 増加率を無視することになったのである。

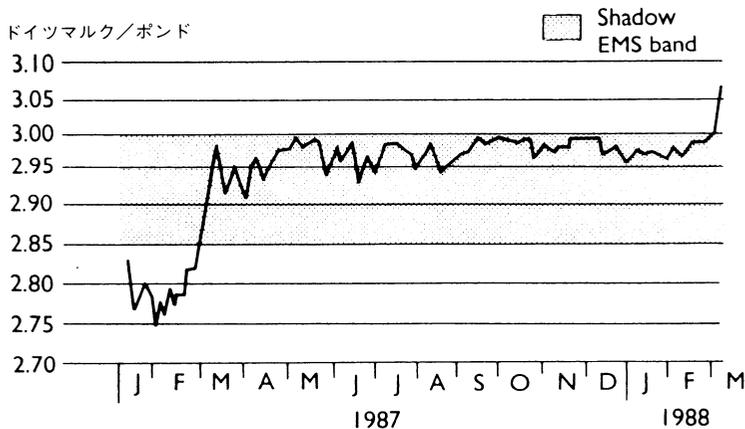
これに対して、財政政策はいわば順風満帆の勢いである。87年度の公共支出計画は、前年度当初比で実質98億ポンド増額した上で、公共支出（一般政府支出）のGDP比率を同じく0.25%引下げて42¼%（但し、国有企業民営化株売却収入50億ポンドを「負の支出」として計上している）として、PSBRを同、32億ポンド少ない39億ポンド、GDP比率は例示的予測数値よりも0.75%少ない1.0%を目標とした。そして公共支出増額分の98億ポンドを、サッチャー政権のイメージとは必ずしも一致しない主として社会保障及び医療・個人的社会サービス（45億ポンド）と教育・科学（23億ポンド）に充当した。歳入（税制）面では、所得税の基準（最低）税率の2%引下げ（29%⇒27%）及びインフレ指数（3.7%）化控除・累進税率区分調整等で26.8億ポンドの減税、法人税減税（3億ポンド）、付加価値税課税対象の拡大による増税（1.8億ポンド）、インフレ・スライドによる物品税増税の見送り等、全体として29億ポンドの減税、歳入合計で前年度当初より24億ポンド増を見込んだ²¹⁰⁾。

なお失業者数が300万人を越える（301万人=10.7%〔季節調整済〕/学校卒業者を含む失業者数322万人=11.5%〔季節未調整〕²¹¹⁾）社会情勢の下で、こうした「選挙運動」予算を前面に掲げ、「次の前進」(The Next Moves Forward)と題する『選挙声明』でサッチャー政権8年間の成果を誇示して、6月総選挙に打って出た。『選挙声明』前文でサッチャー首相は「保守党の夢が遂に現実になりつつある」と強い自信を示し、本文冒頭では「不治の『英国病』は不治ではなかった」し『「逆転不能の衰退」は逆転した』と謳い、全面的な積極的改革の綱領による8年間の達成を基礎にして、健全な財政金融管理、インフレ征服、起業の奨励や雇用の増進、持ち家・民営化株所有や年金・貯蓄の拡充等を続けることを訴えた²¹²⁾。総選挙結果は、83年程ではなかったが、労働党に147議席差、野党全体には102議席差を付けて376議席を獲得し保守党の再度の圧勝であった²¹³⁾。

扱て、ローソン蔵相は、サッチャー首相の反対のために公然とは認め得ないが、87年2月下旬の『ルール合意』直後から、 $\text{DM}2.85 \leq \text{£}1.00 \leq \text{DM}3.00$ のドイツ・マルク追尾（尾行）（'shadowing' the D-Mark exchange rate）政策を開始した。（図I-4を参照）ローソン蔵相には金利に対する独裁的権限が認められていないにも拘らず、この目標を達成するために国内景気浮揚の中でのインフレ上昇圧力のリスク覚悟で外国投資家によるポンド価値押上げ（投機買い）圧力を防ぐために、イングランド銀行を通じて金利操作と外国為替市場への大規模介入を組み合わせたり使い分けたりして実施した。87年度は、国内景気の浮揚・過熱懸念による金利引上げ要請及びポンド為替レート高騰とドイツ・マルク追尾政策による金利引下げ要請との矛盾に絶えず直面した²¹⁴⁾。

一方では、市場基準金利は87年3月初めの11.0%から微調整されながら88年3月には8.50%まで引下げられた（87.4/29=9.50%⇒5/11=9.00%〈以上2回の金利引下げはポンド騰貴抑制措置〉⇒8/7=10.00%〈7月末～8月のポンド軟化と国内景気過熱抑制への措置〉⇒10/26=9.50%⇒11/5=9.00%⇒12/4=8.50%〈以上3回の金利引下げは10月19日の「ブラック・マンデー」後の金融市場信認回復・ドル軟

図 I-4 ポンドのドイツマルク追尾政策のパフォーマンス



資料) P. Hardy (1991), *A Right Approach to Economics: Margaret Thatcher's United Kingdom*, Hodder & Stoughton, p. 155, より借用。

弱化是正措置) ⇒ $88.2/2=9.00\%$ (為替レートのわずかな軟弱化とロンドン株式市場回復の下での反インフレ政策姿勢を明示) ⇒ $3.17=8.50\%$ (ポンド急騰 ($3.17/£1.00=DM3.10\&\$1.86$) 抑制措置)。他方では、イングランド銀行は外国為替市場への大規模介入を再三にわたって実施した(その結果、87暦年で経常収支が42億ポンドの赤字にも拘らず外貨準備は224億ドルも増加した)。市場介入ポンド資金がマネーサプライ急増に直結するのを避けるために、そのかなりの部分は「不胎化」策としてイングランド銀行保有の政府(金緑)証券と金の売却で回収したといわれる。²¹⁵⁾

こうして、ドイツ・マルク追尾政策追求の経過と重畳する形で年度の中間に位置する87年10月19日に起きた史上最大のウォールストリート(株価)崩落を引き金とする国際的な株式市場崩落(「ブラック・マンデー」²¹⁶⁾)は消費への「逆資産効果」による不況に対する広範な懸念から世界的な金利低下と過剰流動性に拍車をかけ、イギリス経済においては金融政策の緩和がマネーサプライ・コントロールを鈍らせ積極財政政策とともに、結果として(当時、大多数のエコノミストが見過した)景気過熱の徴候を加速しインフレ懸念が強まることになった。²¹⁷⁾ 他方で、ERM加入をも目指してドイツ・マルク追尾政策に伴う大規模な為替市場介入(マルク買い・ポンド売り)を指揮してきたローソン蔵相とこれに反対するサッチャー首相との対立が88年3月には一つの頂点に達し、またDM3.00上限を越える為替情勢の中で、この政策はサッチャー首相の指示により、同月7日、遂に放棄された。²¹⁸⁾

以上の結果、唯一のマネーサプライ・コントロール指標となった M_0 の87年度の増加率(年率)は、87年6月に4.2%、9月に5.2%、12月に4.2%と推移して目標変動幅内に収まっていたものの、年度末には上限をわずかに上回り6.4%となった。コントロール指標から外された $£M_3$ 増加率は前年度を2%弱上回り20.8%ないし20.9%となった。(表I-2及び表I-6を参照)ところで、 $£M_3$ 増加率20.9%のうち13.7%が個人部門・商工企業であり、そのカウンターパート(信用供与)増加率25.4%のうち両者で $\frac{3}{4}$ に当る19.8%も占めた。

マネー GDP 成長率は10.7%(予測値より3.2%超過)、実質 GDP 成長率は5.0%(同、2.0%超過)という高水準に達し、GDP デフレーターは金融当局が物価安定基準の上限とした「インフレ率

²¹⁹⁾ 5%」を越える5.4%（同、0.9%超過）であり、景気過熱傾向を明らかに示している。（表I-5を参照）この事実を M_3 を含むマネーサプライ増加率実績と重ね合わせれば、監視指標に位置付けた広義のマネーサプライ増加率を抑制してインフレ抑制のための予防措置を実施すべき金融情勢を示していた、と見做しうる。

PSBR は予想以上の景気上昇を反映して歳入が56億ポンド増、歳出1億ポンド減の結果、²²⁰⁾ マイナス35億ポンド（公共収支余剰であるPSDR＝公共部門債務返済額）、GDP比率もマイナス0.8%と1950年代初頭以来の2度目の黒字（民営化収入を除いた場合のPSBR [16.5億ポンド] のGDP比率＝0.38%も1969年度以来の低率）を記録した。（表I-3を参照）また、指摘しておくべき点は、「小さな政府」をめざすサッチャー政権の国家公務員の第2次中期削減計画＝3万1千人（1984年4月＝62.4万人⇒88年4月＝59.3万人）が超過達成（3万4千人減で58.0万人）されたことである。²²¹⁾

- 206) 【ルーブル合意】（2月22日）は、パリ・ルーブル宮で開催されたイタリアを除く先進6カ国蔵相・中央銀行総裁会議が均衡為替レートの安定維持（為替レートを当面の水準の周辺に安定させること）で緊密に協力することに合意したものである。これは、「変動相場制のなかで目標相場圏（安定的均衡相場範囲の確認）の考え方に近い」といわれる。（兼光秀郎『国際経済政策～サミット・保護主義・ガットの世界』東洋経済新報社、1991年、46-7ページ、参照）
- 207) *FSBR 1987-88*, p. 9.
- 208) *FSBR 1987-88*, pp. 10-1.
- 209) *FSBR 1987-88*, pp. 11-2.
- 210) *FSBR 1987-88*, pp. 4-7, 12-5, 37-43, 51, 55.
- 211) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1989 ed., pp. 114, 117, 121.
- 212) Craig (comp & ed), *British General Election Manifestos 1959-87*, pp. 417-55.
- 213) Butler, *op. cit.*, pp. 38-41; Conley, *op. cit.*, pp. 71-85; E. B. Geelhoed (1992), *Margaret Thatcher: In Victory and Downfall, 1987 and 1990*, Praeger, chap. 5 Election Fever. cf., Craig (comp & ed), *Britain Votes 4: British Parliamentary Election Results 1983-1987*; R. Waller (1991), *The Almanac of British Politics*, 4th ed., Routledge.
- 214) 【サッチャー回顧録】によれば、サッチャー首相自身がローソンによるドイツ・マルク追尾政策の存在を知ったのは87年11月20日にフィナンシャル・タイムズ紙の記者によるインタビューを受けた時であった、と明記している。（Thatcher, *op. cit.*, pp. 699-705 (Shadowing the Deutschmark: 1987-1988). 前掲訳書, [下], 302-9ページ）
- 215) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1992 ed., pp. 142-3, 157, 222; Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. 27, No. 3, Aug. 1987, pp. 344-5; do, do, Vol. 27, No. 3, pp. 498-9; do, do, Vol. 28, No. 1, pp. 27-8; do, do, Vol. 28, No. 2, pp. 180-1; Hardy, *op. cit.*, pp. 152, 155-6; Johnson, *op. cit.*, pp. 58-60; Dimsdale, *op. cit.*, pp. 137-8.
- 216) 「ブラック・マンデー」の詳細については、次の文献を参照。M. Bose (1988), *The Crash: The fundamental flaws which caused the 1987-8 world stock market slump — and what they mean for future financial stability*, Bloomsbury; *Financial Times*, Oct. 20th 1987 & Oct. 24th 1987.
- 217) Hardy, *op. cit.*, pp. 153-4; Congdon, *op. cit.*, pp. 37-8.
- 218) Hardy, *op. cit.*, p. 155; Congdon, *op. cit.*, p. 40; Thatcher, *op. cit.*, pp. 702-3（前掲訳書, [下], 305-8ページ）。
- 219) Healey, *op. cit.*, pp. 137, 140.
- 220) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1990 ed., p. 170, より計算。
- 221) Thain & Wright, *op. cit.*, p. 380.

1988年度～所得税大幅減税によるブーム加速と厳しい金融引締め政策の復活 1987年半ばの景気の過熱懸念は10月の株価崩落（ブラック・マンデー）で突然不況懸念に変わり、さらに株価崩落が実体経済にほとんど影響のないことが判明した88年初には一部のエコノミストの間で景気過熱＝インフレ懸念が再現した。しかし、1979～81年の「インフレ期」を上回る3年続きの20%前後の M_0 増加率に示された住宅ローン急増を含む信用（貸出）ブームによるインフレの危険性認識をローソンも大蔵省高官も共有せず、ローソンはサプライサイド（供給重視）経済学への信念により蔵相就任以来抱き続け1985年度に実行できなかった所得税制の抜本的改革による大幅減税をなお財政収支余剰見通しのある88年度予算で断行する。ここには、景気過熱懸念とは反対に減税がなければイギリス経済はかなりの不振に陥る（⇒88年度のGDP実質成長率予測値3%を達成できない）という明白な含意があった²²³⁾。

『財政金融説明と予算報告 1988～89年度』のMTFSはその冒頭でフレームワークが80年以來変りないことを再確認し、金融・財政政策はマネーGDP成長率が中期的に下降趨勢を維持するように設計されると指摘している。前年度と比べて、特に強調されていることは1988年度のMTFSが中期的な均衡予算を準備するものであるし、かつ市場機能と並んで企業家精神、効率及び柔軟性を奨励する新規の予算措置により国民経済のサプライ・サイドを改善する政策により補足される、とした点である。その上で政策の目的とフレームワークについて、中期的な見通しにおけるマネーGDP成長率、インフレ率（GDPデフレーター）の漸次的減少を目指し、その下での実質レベルの持続的経済成長（88年度のGDP成長率＝3%、以後3カ年度はすべて2.5%）を予測している²²⁴⁾。（表I-5を参照）

これと整合性ある金融（通貨）政策は中期的な通貨増加率の減少を必要とするとして、「引続き金融情勢の信頼における指標」と見做した M_0 について、1988年度の増加率を前年度の例示通りに1～5%の目標変動幅とし、以後の例示の変動幅は86年度MTFSの先例に倣って2カ年度ごとの1%引下げ方式を踏襲して89年度は同一数値とし1990・91両年度は0～4%とした。そして、広義のマネーの目標変動幅については明示的には設定しないとする一方で、金融情勢評価の際には引き続き広義のマネーまたは流動性を考慮すると明記した。さらに、金利決定はインフレ引下げ圧力を維持するために通貨情勢の総合的な評価を基礎に行うとしたが、為替レートが国内通貨決定と国際的政策協調における中心的役割を演じると位置づけている²²⁵⁾。「広義のマネーまたは流動性を考慮する」と明記しながら事実上等閑視すると同時に、コングドンが指摘しているように、資産価格インフレを反映しない・国際収支悪化に対する予防的メッセージを与えないという M_0 の弱点をも見逃し、「マネタリズムの実験の終末」を想起させることとなった。

MTFSのもう一つの柱である財政政策は、86年3月にローソン蔵相が議会に提出した白書『個人税制の改革』²²⁶⁾を基礎とした所得税の制度改革と大幅減税及び中期的な均衡予算政策で彩られている。所得税減税規模は史上最高の初年度47億5000万ポンド（平年度58.5億ポンド／筆者推計）に達した。個人控除と基準（最低）税率適用限度をインフレ指数（87年暦年小売物価上昇率3.7%）の2倍（15.3億ポンドの減税）とし、税率は基準税率を27%から2%引下げ25%（課税所得£19,300までに適用／25.7億ポンドの減税）と最高税率40%（課税所得£19,300以上分一律適用／40%以上の税率は廃止／10.25億ポンドの減税）の2本立てとした上で、自動車手当等のFRINGE・ベネフィット課税2倍化や住宅改良ローン金利免税の廃止等で3.75億ポンドの増税措置を実施した²²⁷⁾。

他方で、物品税の5.75億ポンド増税を実施し直接税から間接税へのシフトを一層強化した。その他の増減税措置を含めて、全体として、42億7500万ポンドの減税となった。それでもなお88年度の一般政府収支余剰は20億ポンド、公共収支余剰=PSDRは32億ポンドと予測されている。（数値はすべて非インフレ指数化ベースである）さらに、1989～91年の3カ年度のPSBRはゼロという均衡予算（現行の民営化収入がない場合はPSBRはGDPの1%）が編成可能になったと自画自賛している。（表I-5を参照）²²⁸⁾

インフレ率（GDPデフレーター）=4.5%（年度ベース）及び経常収支赤字=40億ポンド（暦年ベース）という楽観的な見通しの中で、1988年度の所得税大幅減税によるブームの加速（景気過熱）は短期的には国内供給力不足によるインフレ圧力の増大と貿易収支赤字拡大に伴う経常収支赤字の急増という2つの難問に直面させることになった。サプライサイド原理に反するとして減税実施の延期または破棄を拒否したローソンは、インフレ圧力と経常収支赤字の急増という2つの政策問題に対して短期金利を唯一の政策手段として対処する「ワンクラブ・ゴルファー」（エドワード・ヒースによる非難²²⁹⁾）を演ずることになった。

ところで、インフレ率の実際の推移を追跡すると、小売物価上昇率（前年同月比）は88年1月及び2月に86年11月以来の最低値=3.3%を記録した後、4月=3.9%⇒9月=5.5%⇒12月=6.5%⇒89年3月=7.7%、そして同年7月（=8.3%）まで毎月上がり続け、GDPデフレーター上昇率（前年同期比上昇率）も88年第2Ⅳ半期の6.3%以降、第3Ⅳ半期=7.1%、第4Ⅳ半期=7.0%、89年第1Ⅳ半期=8.2%と上昇趨勢を示して、金融当局が物価安定=インフレ抑制基準の上限とした5%を一貫して超過した。年度平均では前年度を上回る7.2%となり、高インフレ期の81年度以来の高水準となった。²³⁰⁾88年末には後述する年度当初比で2倍化に近い金利引き上げの結果、ブームは終焉していたが、インフレ趨勢はすぐには減速ないし鎮静化せず持続し、かなりのタイムラグのあることが証明された形になった。

また、経常収支赤字（季節調整済）の推移を4半期ベースで見ると、88年第1Ⅳ半期=30.6億ポンド⇒第2Ⅳ半期=27.9億ポンド⇒第3Ⅳ半期=33.3億ポンド⇒第4Ⅳ半期=54.9億ポンドとなり、88年暦年で40億ポンドの赤字見通しに対して3倍を越える147億ポンドの赤字（貿易収支赤字は208億ポンド）を記録した。²³¹⁾

こうした見通しと経過にも拘らず、88年度当初、広義のマネーサプライ指標の動向を事実上無視し景気過熱とインフレへの懸念を共有しなかった金融当局は、3月7日にフロート制に復帰したポンド為替レートの高騰（特に対ドイツマルク・レート）を懸念して市場基準金利を3月17日に続いて4月11日及び5月18日と2度にわたって0.5%づつ引下げ、1979年以降最低の7.5%にした。コングドンはこれを「金利と為替レートのある種の混合措置」と見做した。²³²⁾

しかし、時間の経過とともに景気過熱とインフレ懸念、さらに予測を越える経常収支赤字の趨勢が明らかになるにつれて、サッチャー首相の強い指示もありM₀の増加率削減と金融引締め及び経常収支赤字削減を目的として6月3日から11月25日の間に市場基準金利を7.5%から10回連続して引上げて13.0%にした。²³³⁾

この一本調子の高金利への復帰は、マネタリスト的エコノミストと見做された=N. ヒーリー（リッデル）をして「金利は『マネタリスト的実験』期間中の最後に目の当たりにした水準に引戻された」と評し、「その違いは、通貨目標と為替レート目標をめぐって内部的に分裂した政府は

もはや何らかの明白な政策指針を持っているとは思われないことである」と指摘し、「この政府は、中期的目標に全く煩わされずに、通貨集計量も為替レートも信用せず、インフレ自体が下落し始めるまで金融政策を引締め続けたことがあった²³⁴⁾（本稿での「マネタリズムの実験」の第1段階を指す）ことを想起したのである。しかし、景気過熱を金融引締め（金利引上げ）政策だけで鎮静化させるやり方は、住宅・不動産投資で膨張した個人（家計）部門における借入増の抑制を可能にする一方で、為替レート上昇による国際競争力の低下と産業投資の収益条件の悪化を通じてサプライ・サイド（特に製造業）の改善にもブレーキをかける点で、皮肉にもローソン蔵相の意図した所得税の改革と大幅減税のサプライサイド効果を減殺するのである。それだけではなく、巨額の公共収支余剰（予算黒字）下の高金利政策の持続は景気後退ないし不況を惹起しかねないのである。（実際、イギリスは1990年第3Ⅳ半期から約2年にわたる不況を経験した）

そして、マネーサプライ増加率の実勢を見ると、 M_0 は4半期ベースでは一定のタイムラグがありながら減少傾向を示した（88.10-12=1.1%増⇒89.1-3=0.9%減）が、89年3月の年率ベース（6.8%〔表Ⅰ-2〕ないし6.2%〔表Ⅰ-6〕〈この差は一次統計資料の年次基準の違いによる〉）ではほぼ前年度末と同一水準に留まり目標変動幅上限=5%を超えた。しかし他方で、広義のマネー指標の M_3 にはほとんど反応せず年率ベースで20~22%台という高水準で推移した。（表Ⅰ-6を参照）ところで、88年6月以来10回にもわたる連続的な市場基準金利の引上げを余儀なくさせた金融当局の見通しと政策のかなりひどい判断ミスと失敗の理由に関して、イングランド銀行も大蔵省・ローソン蔵相も議論を躊躇して沈黙を守り、また景気過熱=ブーム（特に不動産ブーム=「バブル」）を引き起した信用ブーム（信用通貨の膨張）、すなわち M_3 を含む広義のマネーについて全く言及していなかった²³⁶⁾。こうして、イギリスにおける「マネタリズムの実験」は最期の曲がり角に達した。

マネーサプライ・コントロールの惨めなパフォーマンスとは反対に、財政政策は32億ポンド/GDP比率=0.75%の公共収支余剰=PSDRの目標に対して147億ポンド/GDP比率=3.0%という記録的な巨額の余剰を生み出した。実質GDP成長率に関しては、予測値=3%に対して高金利政策によるブームの終焉にも拘らず実績値は3.8%（マネーGDPは予測値=7.5%に対して実績値は11.3%）となった。（表Ⅰ-3及びⅠ-5を参照）これと関連して指摘しておくべき点は、「小さな政府」のめざす最も重要な指標である一般政府支出のGDP比率が、サッチャー政権下におけるピーク時の82年度=46.7%に比べて7.7%減少して40%を割り込んで39.0%になり、1960年代半ばの水準に戻ったことである²³⁷⁾。

222) サプライサイド経済学を簡潔に要約すれば、財・サービスの供給主体（企業・経営者・管理職層及び労働者）における品質向上・コスト低下等の企業経営管理の効率化、貯蓄率の向上とそれに対応する生産的投資の拡大と生産性向上、さらに勤労意欲を奨励・刺激して一国の供給能力を拡充するために、規制緩和・国有企業民営化や市場自由化、税制を含む経済制度改革を構想する経済学である。さし当り次の文献を参照。P. Robins (1993), *Government Policy, Taxation and Supply-side Economics*, in Healey (ed), *op. cit.*, pp. 151-73. G. ギルダー（齊藤精一郎訳）『富と貧困——供給重視の経済学——』日本放送出版協会、1981年。齊藤精一郎『サプライサイド・エコノミクス～最新のアメリカ経済事情』日本経済新聞社、1981年。

223) Hardy, *op. cit.*, pp. 153-4, 157; Congdon, *op. cit.*, pp. 26-9, 34, 36-9, 41-3.

224) *FSBR 1988-89*, pp. 7-8.

- 225) *FSBR 1988-89*, pp. 8-10.
- 226) Chancellor of the Exchequer (March 1986), *The Reform of Personal Taxation*, Cmnd 9756, HMSO, pp. 82.
- 227) *FSBR 1988-89*, pp. 4-5, 35-41, 43-8.
- 228) *FSBR 1988-89*, pp. 4, 41-2, 48-9.
- 229) Johnson, *op. cit.*, p. 64; Hardy, *op. cit.*, pp. 157-9.
- 230) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1990 ed., pp. 9, 132.
- 231) *Ibid*, pp. 152-3.
- 232) Congdon, *op. cit.*, p. 46.
- 233) サッチャーは『回顧録』の中で1988年の金融政策について、以下のように述懐している。すなわち、
 ① サッチャー自身は為替レートについて「理想的には市場においてポンドが自らの水準を決めること」という見地を堅持していたが、5月18日に市場基準金利を7.5%まで引下げたことについて「私が蔵相とある程度我慢できる関係を保つための代償であった」が「この政治的自制を受入れた経済的コストは、今となってみればあまりにも高かった」とし「金利はポンド平価、あるいは蔵相の血圧への影響がどうであれ、ずっと高く設定されるべきであった」と反省し、② M_0 が目標変動幅を超え、インフレ予測が常に上方修正される情勢の中での連続的な市場基準金利の引上げ措置を「ナイジェルが最初の議会会期中（第1次サッチャー政権期～引用者）に試され検証された戦略から乖離してしまった後始末」への取組み（筆者の理解では、金利操作を政策手段としたインフレ抑制【サッチャーの例示では2%】と M_0 というマネーサプライ増加率目標追求との連関の再建、を意味する）と見做した。（Thatcher, *op. cit.*, pp. 705-6. 前掲訳書、[下], 308-10ページ）
- 234) Healey, *op. cit.*, pp. 141-2.
- 235) cf., Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Aug. 1989, Vol. 29, No. 3, p. 337; Riddell, *op. cit.*, p. 24.
- 236) *FSBR 1990-91*, p. 19. cf., Johnson, *op. cit.*, pp. 282-3 (Table 16).
- 237) Congdon, *op. cit.*, p. 47.

1989年6月を最期とする $\text{£}M_3$ 増加率の公表停止～「マネタリズムの実験」の終末 1989年上半期にはイギリスにおける「マネタリズムの実験」は、最期の転機＝危機に直面していた。すなわち、為替管理の廃止、金融のほぼ全面的な自由化により銀行等金融機関による信用（信用通貨）創造に対する直接的な数量規制手段を全く欠きしかも金融革新の急展開という情勢の下で、広義のマネーサプライ指標、特にシチーが最も信頼する指標である $\text{£}M_3$ は、流通速度が不安定かつその変化は予測不能であり、しかも金利変化に対するその増加率の変化は12月カ以上（最長36カ月）のタイムラグがあり、短期的な金融（通貨）政策運営上の対応は不可能に近いことが明白になった。こうした事態の中で、マネタリズム理論の前提条件にはない「開放経済」下でのインフレ抑制という政策目的のために $\text{£}M_3$ を中心とする広義のマネーサプライ指標及び M_0 を中心とする狭義のマネーサプライ指標に関してどのように政策的な位置と意味を再構成するかが問われることになった、と考える。

ところが、『財政金融説明と予算報告 1989～90年度』の「第2章 中期財政金融戦略」には、前年度の経済見通しと金融政策運営の失敗についても、沉んやその理由についての言及は全くないばかりか、むしろ開き直りとも思える指摘が行われている。すなわち、

「イギリスにおける最近の予想よりかなり強い需要の増加は、高い実質金利と財政政策のかなりの引

締めにも拘らず生じたのである。²³⁸⁾

「マネー GDP（マネー GDP の引下げはインフレ抑制と因果関係にあると想定されている [引用者]）との関係で信頼でき予測可能な M_0 で測定された狭義のマネーの12カ月増加率は、マネー GDP の高い増加率を反映して1988年度を通じて目標変動幅を超過した。 M_0 は3～9月に特に急増したが、88年後半の高金利に反応して秋から急減速した。最近6カ月（88年9月～89年2月を指す [引用者]）の季節調整済の M_0 増加率（年率）は3%以下であり、1987年半ば以来最低である。」²³⁹⁾

他方で、為替管理の廃止とその他の金融自由化措置に伴って広義のマネーとマネー GDP との以前のような関係（比例的関係のこと [筆者]）は変化したことを強調した。また、「インフレに下方圧力をかける課題は健全な財政的フレームワークの中で実施される通貨政策の責任である」が、「直接的な数量的規制は、……非効率かつ歪曲的で望ましくないばかりでなく、今日の極めて複雑な金融市場では無力である」²⁴¹⁾、との判断を下した。

そして、金融市場の追加的自由化措置として、株式・債券市場における新規発行の自由化（戦後の資本市場規制の最後の痕跡の一つと見做された借入規制令 [Control of Borrowing Order] の廃止、但し地方行政府に関しては地方行政・住宅法案に含まれる新しい借入規制の施行まで存続）²⁴²⁾ を公表した。

その上で、「金利決定に関して金融情勢を評価する際、目標変動幅との関係で狭義のマネーの動向及び為替レートを特別に重視する」とし、かつ「広義のマネーまたは流動性の動向にも注意を払う」²⁴³⁾ としながらも、「金融情勢を評価する際、広義のマネーの解釈は重要な判断を必要とする」として、「近年、広義のマネーと支出との関係に重要な変化がある」と強調した。その理由として、「広義のマネーは、爾後のインフレ圧力に関する限りで、その増加率ばかりでなく支出よりもむしろ利子付きマネー残高を保有しようとする程度がどれほど重要であるとしても、取引目的にも価値の貯蔵として利用されている」²⁴⁴⁾ ことを挙げた。

これらの指摘を総括すると、80年代を通じて激変した金融市場環境の下では $\text{£}M_3$ などの広義のマネーは、最早、インフレ抑制のための金融政策運営上の有効な指標としては使用できないことを示唆している、と見做さざるをえない。こうした見方ができるのは、1986年度から89年度までの『財政金融説明と予算報告』のMTFSに関する説明において、ローソン蔵相等大蔵省・金融当局にとって、インフレ抑制や金融政策の有効性を計る基準として $\text{£}M_3$ を中心とした広義のマネーまたは流動性に対する信頼度が段階的に低下していくのを読み取ることができるからである。「広義のマネーまたは流動性の動向にも注意を払う」という文言は、従来からの常套文句ないし修辞法にすぎない。

こうして、1989年度の M_0 の目標変動幅は前年度のMTFSにおける例示通り1～5%に設定し、年度初めはこの変動幅を超過するが、その後、最近月の減速の継続につれて目標変動幅に戻ると予測した。そして、為替レートが金融情勢の主要な影響要因であり主要な指標である故に、これが金融（通貨）政策決定の際に国内諸指標に関するすべての証拠資料とともに考慮されなければならない²⁴⁵⁾、と位置付けられた。

財政政策では、従業者負担分の国民保険拠出金改革と減額による9.8億ポンド減税、所得税のインフレ指数化による14.65億ポンド減税、VATの3.15億ポンド増税等により全体で21.5億ポンドの減税、138億ポンドに達する公共部門収支余剰（GDP比率2.75%）²⁴⁶⁾ を予測した。そして、マ

ネー GDP 成長率は $7\frac{3}{4}\%$ （前年度の例示的予測より $1\frac{1}{4}\%$ 高い）、GDP デフレーターは $5\frac{1}{2}\%$ （同、 $1\frac{1}{2}\%$ 高い）、実質 GDP 成長率は $2\frac{1}{4}\%$ （同、 1% 低い）と予測された。1985年度 MTFs で GDP に関する 3 予測指標が設定されるようになって以来初めて 5% を越える GDP デフレーターを予測せざるをえなくなった点が注目される。（表 I—5 を参照）

扱て、イングランド銀行『四季報』（1989年8月）を資料として、「マネタリズムの実験」の最期の局面である89年4～6月に的を絞って金融政策運営の特徴を分析しよう。

『四季報』の「金融政策運営」（Operation of Monetary Policy）という定版の報告解説記事は冒頭で、次のように指摘した。この4半期の経済指標は、前年の金融引締め政策に伴いイギリス経済が引続き調整局面にあることを示していたが、金融政策はこの調整速度に対する市場のいらだちを考慮せざるをえなかったものであり、この市場のいらだちは世界的なドル高の副作用と結び付いたポンド為替レートへの下落圧力と金利上昇圧力（ポンド安・金利高という別の「ストップ・ゴー循環」²⁴⁷⁾の再燃期へと引き込んだのである、という。そして、金融引締めの主要な効果は個人部門の特に住宅市場（住宅価格の減速ないし下落と最近3カ月の着工件数の下向き）に、したがって家計による抵当借入れの増加率低下に現われた。そして、消費需要も、まず耐久消費財、ついで非耐久財支出の減退という形で、減速の兆候を示してきた。²⁴⁸⁾

しかし、前年からなお続くインフレ余波の中で5月19日に公表された4月の小売物価指数（前年同月比で7.9%の上昇 [1987年基準]²⁴⁹⁾に国際金融市場は反応し、ポンド為替レートはドルだけでなくその他の通貨に対しても急落を引き起した。マネーサプライ・コントロール指標である M_0 の増加率動向は前述した3月時点の『財政金融説明と予算報告 1989～90年度』における予測の範囲内で推移しており（89年6月で年率5.9%増 [表 I—6 を参照]）金利引上げの必要性はなかったと考えられるが、金融当局には現行の政策姿勢を掘り崩すポンド下落を受け入れる用意はなく、5月24日に市場基準金利を1%引上げて14%にした。²⁵⁰⁾ まさに、マネーサプライ増加率目標よりも為替レート維持重視の金融（短期金利）政策運営であった。

1989年6月の $\text{£}M_3$ （新 M_3 ）の増加率（年率）は民間企業部門の銀行借入れ及び債券発行の増勢の継続等もあり22.1%という高水準を記録していた。そして、89年7月以降、金融当局は、その理由の公式的な説明を全くしないまま、 $\text{£}M_3$ 及び M_3 （新 M_{3c} ）の増加率実績の公表を停止してしまったのである。しかもその上、10月5日、ドイツ連邦銀行が割引金利及びロンバード金利を1%引上げたのに対して、5月に続くサッチャー首相のローソン蔵相への妥協の結果、²⁵¹⁾ イングランド銀行は再びポンド急落を懸念して即座に反応し同日付けで市場基準金利を1%引上げ15%にしたのである。²⁵²⁾ こうして、筆者は、1989年6月がイギリスにおける「マネタリズムの実験」が終焉した時期と規定したのである。

そして、こうした情勢の中でERMへの加入を強く主張するローソン（ハウ外相 [89年7月に外相を辞任] もローソンを支持）とそれに反対するサッチャーとの対立は頂点に達し、ローソンは89年10月26日に蔵相を辞任した。しかし、サッチャー首相は、辞任する前月の90年10月、メジャー外相・ラモント蔵相の下で、皮肉にも小売物価指数が10%台に急騰する中でERM加入に同意せざるをえなかった。²⁵³⁾

- 239) *FSBR 1989-90*, p. 13.
- 240) *FSBR 1989-90*, p. 8.
- 241) *FSBR 1989-90*, p. 11.
- 242) *FSBR 1989-90*, pp. 11-2.
- 243) *FSBR 1989-90*, p. 13.
- 244) *FSBR 1989-90*, p. 15.
- 245) *FSBR 1989-90*, pp. 13-4.
- 246) *FSBR 1989-90*, pp. 4-7, 43-7.
- 247) コングドンは、89年5月、「1985～88年の混乱したプラグマティズムは別のストップ・ゴー循環に導いた」と規定し、「サッチャー政府が90年代初頭にまた別のストップ・ゴー循環を防ごうとしたいのならもう一度これにうまく役立つ制度（85年以前の制度を意味する [引用者]）に復帰しなければならないだけである」（Congdon, *op. cit.*, pp. 55-6）と提案した。同様に、ジョンソンやディムステイルも、1985～88年、特に87～88年の金利引下げに伴う信用膨張による景気過熱が引き起こしたインフレ期待昂進と国際収支赤字拡大を「ストップ・ゴー循環」の復活と見做した。（Johnson, *op. cit.*, p. 74; Dimsdale, *op. cit.*, p. 140）
- 248) Bank of England, *op. cit.*, p. 337.
- 249) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1990 ed., p. 132.
- 250) Bank of England, *op. cit.*, pp. 338-9.
- 251) Thatcher, *op. cit.*, p. 707. 前掲訳書, [下], 311ページ。
- 252) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Nov. 1989, Vol. 29, No. 4, p. 443-4. 1988年7月にサッチャー首相の私設経済顧問に復帰していたワルターズ教授は、金融引締めがあまりにも厳しすぎるため経済は深刻な景気後退に陥ると警告し、金利の15%への引上げには強く反対した、とサッチャーは回顧している。（Thatcher, *op. cit.*, p. 707. [前掲訳書, (下), 311ページ]）
- 253) Johnson, *op. cit.*, p. 75; Healey, *op. cit.*, p. 143.

結 語

1980年代イギリスにおける「マネタリズムの実験」は、マネタリズムという経済理論がインフレ管理ないしインフレ抑制という政策目的に対する実際の経済政策、特に金融政策の運営（政策目的に対する政策手段の運用）の場面で有効に実践できるかというエコノミストから見て興味深いまさに格好の実験であった。サッチャー政権は、この「マネタリズムの実験」を中期財政金融戦略という金融と財政を統合した政策システムの下で実行した。

そして、この実験の現実的過程で、PSBR（公共部門借入所要額）＝公共収支赤字をGDPの1%以内にする中期目標は1986年に達成し以後の4年間は公共収支余剰を記録するとともに一般政府支出規模も40%を割って「小さな政府」に近づく積極的な成果を挙げたが、金利を政策手段としてマネーサプライを設定した増加率目標変動幅以内にコントロールすることによるインフレ抑制の政策課題は重大な困難に逢着して1989年半ばに断念された。筆者は、これを「マネタリズムの実験」の失敗と単純に規定しただけでは、経済理論と実際の政策運営との関係及び純経済理論と応用経済理論との関係等に関する教訓を総括する意味を後景に退けるだけである、と考える。

「インフレーションは貨幣＝マネー現象である」ことを否定する経済学はない。インフレは

財・サービス価値と比較した「過剰なマネーサプライ」による貨幣の相対価格の下落（貨幣価値の減価）と定義できる。すなわち、実体経済における財・サービスの総供給量（原初価格を前提とした総取引価格）に対して、貨幣の流通速度を一定とした場合のマネーサプライの超過が貨幣価値の減価を引き起す現象である。

前者を前提とした貨幣需要に対してマネーサプライを自動的に調整する機構が存在していれば、インフレは起こらない。金本位制度とは、そのような機構である。現代の管理通貨制度（中央銀行等によるそれ自体では実体的価値を持たない紙幣・硬貨の強制的流通制度）の下では、マネーサプライは金融当局の自由裁量となる。財政赤字のファイナンスが民間貯蓄からではなく中央銀行による追加的なマネーサプライに依るのであればインフレを惹起する。他方で、国民経済全体における貨幣需要は名目国民所得水準に対して安定的関係（あるいはマネーサプライ残高とマネー・GDPとの比例的関係）にあるかどうかという点では、マネタリズムは肯定的でありケインジアンは否定的である。マネタリズムの立場に立てば、管理通貨制度の下でインフレを抑制する方法は、名目国民所得水準に対して安定的関係、すなわち流通速度が相対的に安定的で予測可能であるマネーサプライ指標の増加率をコントロールすることにある。しかし、それは選択されたマネーサプライ指標が金融市場で信任されており、かつその通貨の為替レートが安定していることが前提条件である。1970年代の厳しい金融規制と為替管理も下で前者の条件を満たすマネーサプライ指標は $£M_3$ であった。

狭義の「マネタリズムの実験」は、① マネタリズムの理論的前提と現実の生きた経済システムとの原理的乖離という問題、② 現代の高度に発展した金融（信用創造）市場の下で増加率コントロールが可能なマネーサプライ指標の選択問題と選択されたマネーサプライ指標に対する金融市場（シチー）の信任（ビジネス・コンフィデンス）との整合性問題、③ 様々なマネーサプライ指標の増加率の変化とインフレ率の変化とのタイムラグが政策（金融政策）当局の許容範囲に入りうるか否かという問題、④ 新自由主義（新古典派経済学）の信念に基づく金融の全面的な自由化措置の実施と金融革新の急展開の中でそれとは矛盾するように見えるマネーサプライ・コントロールの手段の選択問題等、「マネタリズムの実験」にとって極めて困難な諸問題に次々に直面したのである。

第1の問題は、「I 予備的考察」で指摘したように、マネタリズムの理論は、外国貿易や外国為替市場等のような複雑性をもつ「開放経済体系」ではなく、それをもたない「閉鎖経済体系」を前提にしている原理的乖離問題である。周知のように、自国為替レートの騰貴は輸入物価水準を引き下げるが輸出品の国際競争力を低下させ、それとは反対に為替レートの下落は輸入物価水準を引き上げるが輸出品の国際競争力を強化する。インフレ抑制課題から見れば、貿易依存度の高いイギリスでは国内要因によるインフレをマネーサプライ・コントロールを通じて抑制する政策努力を減殺する為替レート下落による輸入インフレは極力回避しなければならない。金融政策当局としては為替レートは市場に委せればよいと「ピナイン・ネグレクト」を決め込むわけにはいかないのである。しかし、金利操作という政策手段を為替レートとマネーサプライの2つの目標に割り当て、コントロールすることはできない。これが、特に1985年以降、金融政策が混乱を引き起した理由である。

第2の問題は第3の問題と表裏一体の関係にあり、また第4の問題とも密接な関係にある。第

2の問題自体は、ロンドン金融市場(シチー)が伝統的に信頼するマネーサプライ指標は広義のマネーである £M_3 (87年以降の M_3)であるが、金融当局は84年から事実上、87年からは名実ともマネーサプライ・コントロール指標からはずし、特に85年10月以後の第3段階では現代の高度に発展した信用貨幣(信用創造)経済の下で £M_3 の10%前後(最も広義のマネー[PSL_2 (87年央以降の M_5)]の1/20~1/30)に過ぎずそしてますます比重を下げつつあったほとんど現金(紙幣と硬貨)のみで構成される M_0 のみをコントロール指標とした事実を指す。

金融当局がこうした政策判断をせざるを得なくなったのは、まさに £M_3 を構成するカウンターパートの最も大きな部分である民間企業向け貸出の増減動向が金利に非感応的で12カ月以上~最長36カ月という政策運営(予算年度)の基準期間12カ月を越えるタイムラグがあり(第3の問題)、しかも £M_3 の流通速度が低下傾向にあって予測不能であるという70年代とは全く異なる80年代における金融自由化・金融革新下の新しい事態の発生(第4の問題)²⁵⁴⁾に基づいている。まさに、金融自由化とマネーサプライ・コントロールとはトレード・オフの関係にあった、といっ

よい。
金融の全面的自由化により金利(特に短期金利)操作以外のコントロール手段を失ったマネーサプライ・コントロールは、財政赤字によるマネーサプライ膨張ではなく民間(家計及び企業)部門の信用(金融負債)膨張を金利変化に非感応である(12カ月という予算年度内での感応性に欠く民間企業向け銀行貸出)広義のマネー= £M_3 に関して事実上断念せざるを得なかった。しかも、1989年度には戦後金融規制の最後の痕跡といわれた借入規制令をも廃止した。理論マネタリズムは、 M_0 をマネタリーベースとして金利操作ではなく、直接的数量規制によるサプライ・コントロール(金利はその結果としてマネーの需給関係により金融市場が決定し中央銀行は金利決定権を失う)を主張した。金融当局(大蔵省及びイングランド銀行)はこの提案を最後まで受け入れなかったが、例え実行可能だとしても現代の高度に発展した信用貨幣経済の下でインフレ抑制のための有効なマネーサプライ・コントロール指標として機能するかどうかには重大な疑問が残る。

筆者は、金融自由化の政策路線の推進は不可避であったとしても、少なくともインフレ抑制に関わる緊急事態の発生を想定した例外的な金融規制法令を残すべきであった(規制の原則廃止、例外存置)し、金利規制(金利操作)のみを最後の砦にしたのは愚策であった、と考える。

金融の全面的な自由化、金融革新及び金融市場構造の激変の中での「マネタリズムの実験」は不運ないし不幸に付き纏われた実験であった。この点は、ヒーリー教授の指摘に同感である。²⁵⁵⁾

そして、1980年代(1980~89)のイギリスにおける「マネタリズムの実験」のパフォーマンスとしてのインフレ率(消費支出デフレーター)を見ると、イギリスはアメリカとともにフランスやイタリアよりも急速にインフレを減速させたが、それは厳しい不況と大量失業の犠牲により賃金と物価への一定の鎮静効果をもった結果であった。10年間の平均インフレ率7.0%は、フランス(7.2%)及びEC平均(6.9%)にかなり接近しているが、OECD平均(5.6%)やアメリカ(5.2%)²⁵⁶⁾より高く、ドイツ(2.9%)及び日本(2.2%)よりはるかに高くなっている。これは、80年代後半の信用ブームと景気過熱に伴うインフレ再燃が大幅な低下を妨げた結果でもある。

最後に指摘しておくべきことは、1980年代における戦後イギリス経済史上稀に見る大量失業の下においても「自然失業率仮説」は検証されなかったことである。すなわち、インフレ率が0%になる失業率には経験的に到達しなかった。暦年基準による1980年代の最高失業率は86年の

11.9%（331万人）であったが、その年の小売物価上昇率は3.4%であった。²⁵⁷⁾現実の市場は不完全でかつ需給関係に即座に反応するほど柔軟ではなく粘着性をもっている。特に、労働市場は、サッチャー政権による労働組合改革によって組合員数と争議件数・参加者数が減少傾向で推移したとはいえ、大量失業下でも実質賃金率は上昇趨勢にあったのである。ヒーリー教授は、中期財政金融戦略のもっとも顕著な弱点は自然失業率が存在するという基本的理論仮説に立って構築されたことである、と指摘している。²⁵⁸⁾

以上分析したことを総括すれば、マネタリズム理論に基づくマネーサプライ増加率コントロールによるインフレ抑制政策は80年代前半に注目し評価すべき成果を挙げ、その後別途の道が残されていたもの、80年代末に政治的に挫折した、と言うべきであろう。

254) コングドンは、 £M_3 （87年以降は M_3 ）に代わる広義のマネーのコントロール指標として M_4 を採用するように提唱した。その根拠は、① M_4 には M_3 プラス住宅貯蓄貸付組合預金により成るすべての資産を含み、今日ではこの預金はますます取引用に使用され、多くの国民はこの預金を銀行預金と同じように見ている、② 近年の M_4 の増加率は £M_3 よりも着実であったし、住宅貯蓄貸付組合信用は金利水準に常に感応的であったからである、と指摘した。（Congdon, *op. cit.*, pp. 52-5）ところで、メージャー政府は、1993年度に M_0 を目標指標から監視指標に変更するとともに、 M_4 を監視指標に追加した。（表 I—2 を参照）

255) Healey, *op. cit.*, p. 145.

256) Johnson, *op. cit.*, pp. 73-4, 280 (Table 14. Inflation indicators).

257) CSO, *Economic Trends: Annual Supplement*, 1990 ed., pp. 111, 128.

258) Healey, *op. cit.*, p. 144.