

英国の予防的金融政策

1. はしがき

交換性回復前の英国経済は、戦後1947年以降奇数年ごとに5度のポンド危機を経験した。しかしながら交換性回復後の新しい時代、すなわちヤコブソンのいうインフレなき時代においては、以前のごとき失敗を繰り返すわけにはいかない。世界経済が安定的成長を達成しつつある時に一国のみがインフレ傾向を続けることはそれだけ自由競争の世界からの一歩後退を意味し、とくに共同市場の域外に立つ英国の場合はその影響はいっそう深刻なものとなる恐れがある。

近年英国の世界輸出総額に占める割合は逐年ジリ貧をたどり、一昨年はついに西ドイツに追い越されて第3位に転落し、英国の伝統的輸出市場たるスターリング地域向け輸出においてさえ、西ドイツ、日本などの競争相手国に次第に侵食されている。これは、英国が戦後しばしば経済危機を繰り返しているうちに、英国の輸出物価がこれら競争国のそれよりも大幅に上昇したことが大きな要因となっている。したがって英国は物価安定の目標を少なくとも貿易競争相手国の物価上昇速度以内に押えなければならない。

交換性回復後の英国は、経済力の回復とともに輸入制限を撤廃したが、それに伴い今後の国際収支対策は金融政策以外にはないと認識が次第に深まってきている。今次の英国の公定歩合の引上げに始まる一連の金融引締め政策の展開は、貿易自由化の進展に伴い、インフレの発生を未然に防止するとともに、国際競争力の増強を図ることが主要な政策目標となってきたことを物語っている。以下これが実施に至った経緯、政策上の問題点を明らかにしたい。

2. 銀行貸出の動向と一般経済情勢の推移

今次の英国経済の拡大および過熱の危険性を導くに至った最大の原動力は銀行貸出であり、この銀行貸出がなぜ景気の推進力となるほど著増していったかという事情をまずたずねてみよう。

英国は1958年初来の国際収支の好調により、国内景気の回復を促進するため、同年3月以降5回にわたり公定歩合の引下げ（7%→4%）を行なったが、これと平行して7月には銀行貸出制限の解除、資本発行委員会の審査基準の緩和を内容とする金融緩和措置を発表、これを契機として、これまで産業資金供給源としてのウェイト低下に悩んでいた商業銀行はその打開策として従来の伝統的商業金融のからを破って積極的に賦払金融会社への資本参加、個人貸付制度の創設など消費者信用の分野に進出した。

このため銀行貸出は消費関係を中心に驚くほどの急増を示した。すなわち、金融緩和後の1958年8月以降今次引締め再開後の60年2月に至るまでの英国銀行協会加盟銀行貸出増加額は11.5億ポンドと1年半に55%の著増を示し、このうち個人、小売業、賦払信用会社などの消費関係貸出は全体の半分を占める状況である。それでは、この銀行貸出は銀行経営の面からみていかにして行なわれたのであろうか。

銀行が流動比率（総預金に対する流動資産の割合）を伝統的な30%の最低線を割ることなく借入需要に応ずるためには、預金の増加に期待するほか、非流動資産である長期国債を売却する以外に道はないが、金融緩和以来の銀行貸出の増加は次表にみるごとく手持国債の売却が有力な資金源となっている。パークレイス銀行のテューク会長は銀行経営上預貸率の上限は45~50%、証券投資対預金比率は20%を一応の基準としているが、預貸

率は1958年8月の30.3%から本年6月には45.5%に上昇、逆に証券投資対預金比率は58年8月の30.3%から漸落して本年6月にはついに20%を割って19.2%となった。

ロンドン手形交換所加盟銀行の
貸出増加と調達資金の推移

(単位・百万ポンド)

区 分	貸出増加額	預金増加額	証券投資増加額	証券投資対預金	貸出増加額	証券投資対預金	流動資産対預金
1958年上期	+148.6	-260.5	+129.8	* 30.4	* 32.7	* 32.8	
下期	+239.6	+530.2	- 76.0	* 31.5	* 29.3	* 34.6	
59年上期	+333.0	-410.9	-286.5	* 38.3	* 26.7	* 32.2	
下期	+323.3	+651.2	- 96.1	* 39.5	* 23.1	* 34.2	
60年上期	+322.0	- 71.9	-343.4	* 45.5	* 19.2	* 31.5	
1月	+ 27.4	- 39.4	- 22.2	40.0	22.9	34.3	
2月	+ 86.5	-257.7	- 79.9	42.7	22.7	32.1	
3月	+ 80.6	- 94.7	-117.2	44.4	21.3	31.6	
4月	+ 98.4	+163.9	- 61.2	44.8	20.0	31.5	
5月	+ 26.0	-112.5	- 34.1	45.9	19.6	31.6	
6月	+ 3.1	+ 68.5	- 28.8	45.5	19.2	31.5	

(注) *は期末係数。

上記のごとき銀行貸出の推移に加え、賦払信用の膨脹（賦払信用規制撤廃時の1958年10月の490百万ポンドが規制復活時の本年4月には949百万ポンドと1.9倍の著増）、59年度予算の減税措置もあって、英国経済は耐久消費財産業を中心に回復から上昇の過程をたどり、昨夏には消費ブームを現出、これが自動車、鉄鋼などを中心に投資の台頭を促し、資本財産業も活況を呈するに至った。これを映じて鉱工業生産指数は59年中10%増と55年ブームのそれ（5%）を倍も上回ったが、この間物価の上昇を伴わず、昨年に関する限り賃金と物価の悪循環は完全に断ち切れ、英国経済は健全なる拡大過程をたどってきた。

しかしながら、本年1月19日商務省発表の本年の民間企業投資計画が昨夏の集計では前年比5%減であったのが16%増の急増を示し、国内需要の伸びをそのまま放置すれば生産資源および国際収支に困難が生ずる兆候が現われるに至った。いち早くこの傾向をみてとった英蘭銀行はこの予測調査発表のわずか2日後の1月21日に公定歩合

を4%から5%へ引き上げた。その当時までに発表されていた経済諸指標には、この商務省の予測調査以外にとくにははっきりとした景気行き過ぎの兆候が現われていたわけではなかったため、この措置は一般にはやや意外の感をもって受け取られた。したがってこの措置に対する一般の論調はearly warning ないしstitch in time（ほころびが大きくならぬ前に繕えば一針ですむ）と評し、過去の公定歩合引上げが非常警報の意味をもっていったのと区別して使用している。英国はこの1月の公定歩合引上げを契機として一連の金融引締め政策を実施に移したのであるが、戦後の英国金融政策史上画期的ともいえるこの早めの金融政策への開眼はどこから生れたのであろうか。

予防的金融政策展開前後の物価動向

(1958年12月=100)

区 分	卸売物価	消費者物価	輸出力物価	賃金指数
1958年平均	99.5	98.9	100.0	98.1
59年1月	100.0	100.2	99.1	100.1
3月	100.2	100.1	99.1	100.4
6月	99.6	100.1	99.1	100.5
9月	99.8	98.6	99.1	100.9
12月	100.1	100.0	100.9	101.1
60年1月	100.1	99.7	100.9	101.6
2月	100.2	99.7	100.9	101.7
3月	100.2	99.5	100.9	102.2
4月	100.7	100.1	101.8	102.8
5月	100.9	100.1	100.9	102.9

3. 予防的金融政策の展開

まず過去の金融政策の失敗がどこに原因があったのかをたづねてみよう。金融政策の効果をばむものとして、戦後財政の膨脹により中央銀行の統制しうる範囲がせばまったこと、政府の国債管理政策のために英蘭銀行の行動の自由が制限されたこと、また企業の側においても重税のため借入コストにあまりセンシブルでなくなり、金利政策の効果を弱めたことなど特殊な事情があげられる。かかる特殊事情はその後顕著な改善をみたわけではないが、経済動向の診断を迅速、正確に行

なって早めに金融政策が打ち出されていたならば、かなりの効果が期待されたはずである。

すなわち、過去5度にわたる失敗の経験(1947年、49年、51年、55年、57年)をひもといてみると、引締め対策が打ち出された時期は、過剰需要の発生期間中にすでにコストの上昇が一般化して、全般的な物価騰貴を招来した後であった。このコスト高による物価騰貴はその後の景気後退期にも低落することなく、英国の物価水準を欧州各国に比し相対的に高いものにしてしまったのである。したがって、引締めがもっと早めに適切に行なわれていたならば、国際競争力の相対的低下を招き、景気の回復を必要以上に遅らせることはなかったであろうというのが過去における歴史の教訓であった。

それでは、この歴史の教訓、過去の金融政策に対する反省が交換性回復後における国際競争激化の情勢に対処するにあたって、いかに生かされ、いかに実践に移され、それがいかなる問題点を有しているかを次にみてみよう。

(1) 公定歩合の引上げ

1月の公定歩合引上げは、前記商務省の予測調査が過去の経験よりみて相当信頼度が高いことや、昨秋来輸入の増加により入超幅が拡大傾向にあり、しかも当面の問題として海外との金利差に基づく短期資金の流出から金・外貨準備が減少していたことなどを総合的に判断して行なわれたのであった。この措置がいかに時宜に適したものであったかということは、その後5月になって発表された2月の機械新規受注(13百万ポンド)、本年第1四半期の工場建築許可統計(992件、34百万平方フィート)、がいずれも従来の最高を記録して、1955年の投資ブームを上回り、明らかに景気行き過ぎの兆候を示していたことから明らかであろう。

とはいえ、公定歩合政策だけが唯一の中央銀行政策であった時代は過ぎ去ったのであって、今日においては信用膨脹を押える他の手段に頼らねばならぬ事態が一段と多くなってきている。とくに

英国においては前記のごとき金融政策の効果をはばむ諸条件のほかに、英国商業銀行の資産構成が流動資産、貸出、長期国債に3分され、しかも国債価格が支持されている限り、国債が売却されれば、公定歩合の引上げのみをもって、銀行の貸出態度を改めさせることはむずかしい。ここに他の政策手段の補完が必要となってきた。

(2) 国債価格支持政策の中止

公定歩合以外の伝統的金融政策には公開市場操作があるが、第2次大戦以来大蔵省証券の発行残高が累増しているため、英蘭銀行の公開市場操作は信用量調整という当初の目的が次第に薄れ、財政対民間収支尻による市中銀行の毎日の現金過不足を調整することが主目的となってきている。したがって市中銀行の流動性を押えるためには大蔵省証券を、流動準備に算入されない中・長期国債に借り換えさせる国債借換操作(funding operation)が必要となる。しかしながら英蘭銀行が国債価格を支持している限り、銀行は手持国債を売却して貸出のための資金を調達できるから、国債借換操作も十分な引締め効果をあげることはできない。

そこで銀行貸出を押えるためには、その供給源となる国債の売却を不利ならしめることが必要になり、英蘭銀行は2月24日突如国債価格支持政策を中止し、原則として市場価格の成行きにまかせることにしたのである。このことは、英蘭銀行としては「最後の買い手」としての機能を停止することであって、重大な政策の転換を意味している。かかる政策の転換は、ラドクリフ報告における、長期金利は国内の経済状況に応じたものにすべきであって過度の市場支持を行なうべきではないという勧告を採用したものとみられる。この対策は先行き国債購入意欲を阻害し、国債借換操作上支障をきたす恐れがあるので国債価格の暴落を全く放置するわけではないが、ある程度かかる危険を冒してまでも英蘭銀行がこれを貸出抑制対策として行なったことは、国債管理政策に金融政策を反映させた積極的な政策ということができよ

う。

(3) 1960年度予算と金融政策の関係

1955年の危機対策の失敗の一つは、初期の対策において一方で金融引締めブレーキをかけながら他方で減税および財政支出の増加というアクセルをかけたからである。この失敗の経験に徴して、新年度予算編成にあたっては減税ないし過度の通貨供給をもたらす刺激予算を避け、経済に対して中立的性格を有する予算が組まれたが、過剰需要を抑制する役割は依然として金融政策にゆだねられる形となった。したがって予算面は無策で、金融にのみ引締め機能を期待することは重荷にすぎるとの批判がなされている。このように英国においても財政政策は金融政策と協調的に行なわれなければならないとするオーソドックスな主張が強調されていることは注目を要するところである。

蔵相はこの予算演説において景気過熱の危険性を指摘し、これまで経済拡大の刺激となってきた信用膨脹はいま警戒を要する段階であり、近い将来さらに民間信用引締めの措置をとる用意がある旨を明らかにした。この警告は、4月1日発表の1959年国際収支の経常勘定黒字が昨秋以降の在庫蓄積急増により意外に少なかったこと、4月以降は納税期も過ぎて銀行貸出が預金の増加によってまかないうることなどを勘案して行なわれたものである。この予告は予想以上に強い不安感を証券市場に与え、市中銀行では貸出抑制対策として特別預金、賦払信用規制などが実施されるのではないかと予想し、これに対処するため貸出の自主調整を強化した。貸出の自主調整は1月の公定歩合引上げおよび、2月の国債価格支持政策の中止後は不動産金融、賦払金融会社向け貸出、株式金融などの大口貸出について引き締められていたが、さらに支店長裁量の小口貸出にまで拡大された。しかしながらこの種の自主調整におのずから限界のあることは明らかであった。

(4) 特別預金制度の発動と賦払信用規制の復活

以上の諸対策にもかかわらず本年4月の銀行貸

出は月中98百万ポンド増と昨年3月以来最高の増加を示した。4月以降は預金も増加し、それが貸出の資金源になることから、さらに新たな貸出抑制手段が必要になり、当局は4月28日特別預金制度(注1)を6月15日から実施し、その預入率をロンドン手形交換所加盟銀行1%、スコットランド系銀行0.5%とする旨発表、同時に賦払信用規制の復活(注2)を翌4月29日より行なうことにした。賦払信用規制の復活が必要になったのは、景気過熱の根因が耐久消費財産業を中心とする消費景気にあったことから、直接的な病源対策を併用することがいっそう効果的と認められたからである。

(注1) ①預入率は総預金に対する比率。②特別預金は銀行の流動資産(最低30%)には算入されない。③預入額に対してはその時のTBレートに準じた金利が付される。④特別預金は法律による強制でなく、英蘭銀行の要請に対して銀行が自発的に行なう紳士協定。

(注2) 自動車など広範囲の消費財に対して頭金20%(ただし家具などは10%)を課す。返済期限は通常2年(1部品目は4年)。

特別預金制度は1958年夏金融緩和措置を行なった際に、従来の貸出残高規制に代る新しい金融政策手段を考えてほしいという蔵相の要請に基づき英蘭銀行が創設したものである。ところがその後ラドクリフ報告は貸出抑制対策として特別預金制度を勧告せず、緊急の場合にはむしろ預貸率による貸出制限のほうが適当であるとの提案を行なった。しかしながら緊急の事態に至ってからその対策を講ずるよりは早めに衝撃の少ない措置をとることが賢明な政策であることは明らかであるし、預貸率による直接規制は貸出削減分が国債にふり向けられるにすぎないこと、現金ならびに流動比率を遵守する伝統的慣習の上に、預貸率制限のごとき銀行の経験に基礎を置かない行動基準を課すことは銀行の健全経営に対する責任を鈍らせること、などを考慮すれば特別預金制度のほうが望ましいものであることは言うまでもない。

しかしながら、特別預金制度の発動に関して

は、市中銀行が長期国債の売却によって貸出資金をまかなえばその効果がなくなるという欠陥があった。これに対しては、すでに国債価格支持の中止というブレーキがかけられているが、それにもかかわらず市中銀行が資本損失を犠牲にしてまで国債売却による貸出態度を改めない場合には、英蘭銀行としてはさらに特別預金率を引き上げ、政策意図の徹底を図るほかはない。将来特別預金を有力な金融政策の武器として使うためには、その欠陥を恐れるよりも、まず実験に移してみる必要があった。それゆえに、最初は一般の予想（2～3%）よりも低い預入率が適用されたのである。

このような経緯を経てはじめて登場した新しい金融政策たる特別預金の発動効果はまず金融面に現われてきた。すなわち、ロンドン手形交換所加盟銀行の貸出は5月26百万ポンド増、6月3百万ポンド増と増勢頭打ち、手持国債の売却も月ごとに少なくなった。また賦払信用規制についても、中古車の需要が減退に転ずるなどその効果が漸次浸透しはじめ、一般には英蘭銀行も当分はすでに打たれた一連の金融政策の効果を見きわめるため、景気動向の推移を静観するものとみられていた。

(5) 引締め再強化

ところが英蘭銀行は6月23日に至り、公定歩合を5%から6%へ引き上げると同時に、特別預金率を従来の2倍（ロンドン手形交換所加盟銀行2%、スコットランド系銀行1%）にする旨発表した（追加額の預入期限は半額が7月20日まで、残りの半額が8月17日まで）。さらに蔵相は同日の議会において、公共投資の抑制は民間投資に影響を及ぼすことから、引締め再強化を補完する必要上、1961～62財政年度の公共投資を本年度の現行水準（年額1,675百万ポンド）に押える旨言明した。

シティ筋では引締め再強化必至とみる向きもあったが、これを妥当とする統計が出そろっていたわけではなく、4月の引締め措置の発現効果よりみてもう少し様子を見るべきであるとの見解が多

かったことから、全般的には意外に早い措置とみられている。このように追打ちが必要になった理由としては、①景気の主導要因が消費財から資本財に移ってきている現状では、耐久消費財ブームの鎮静傾向のみをもってしては、総需要の増勢が鈍化しはじめたものと確信が持てないこと、②貿易収支の赤字が3月以降逐月拡大し、とくに期待された輸出が頭打ち傾向を示していること、③今年の経常国際収支の見通しが、年間250百万ポンドと予想される海外投資をまかなうに十分ではなく、下期に100百万ポンドの金・外貨準備の減少が見込まれること、④ドイツマルク切上げのルーマーがポンドの圧迫要因となる恐れがあったこと、などがあげられ、これらを総合的に判断すれば当局としても安閑としていることはできなかったのである。

4. 英国金融政策の基本問題

引締め再強化措置に対する論調をみると、前記のごとき4月の引締め措置の発現効果よりみて今回の措置が必要であったかどうかを疑問とし、時期尚早の措置が経済成長に必要な生産的投資を押しはしないかという点が指摘されている。投資は今回のブームで最も遅れて拡大しはじめた部門であり、せつかくそれが台頭してきた時に金融引締めを行なわざるをえなくなったところに問題があるわけである。

しかしながら戦後の英国経済の発展を顧みると、その最も大きな欠陥はあまりにも景気の激動を繰り返して、持続的な経済成長を遂げえなかったところにある。そのために経済が拡大に転ずる時は前のピークよりかなり低い水準から出発し、経済の回復に必要な以上の期間がかかり、かつ経済が拡大過程にはいるやほどなく金・外貨準備および労働力の壁にぶつかって急激に経済拡大を抑制しなければならなかったため、生産、投資、輸出などの経済諸量が英国の競争相手国に比して常に下回らなければならなかったのである。

ハロッド教授は、「受注が経済能力を大幅に上

回ることはよくないが、経済の潜在的成長力をフルに発揮させることが望ましく、そのためにはきわめて慎重なかじ取りが必要である。ところが実際にかじを取るにあたって政府は慎重のあまり悲観的に失する傾向があり、そうなるのも対外収支状況にとらわれすぎるためである。」と言っている。しかしながら責任ある当局の立場としては、ソーニクロフト元蔵相が「暴食するな、そうすればはかなくてすむ」と述べているごとく、経済能力の限度一杯まで成長を図ることは、どこが限度であるかを正確に判断することが困難な実情では、言うべくして行ない難いことなのである。

ハロッド教授の言うごとく最大限の成長を行なうことが望ましいことはいまさら言うまでもないが、前述のごとくそのような政策が所期の目的を達成しえなかったことはすでに実験済のことである。そしてその原因は結局複雑な英国の経済構造に求めなければならない。すなわち、第1に当局が常に国際収支問題に慎重ならざるをえないのは、英国は経済構造上食料、原材料の大半を輸入し、工業製品の3割近くを輸出しており、その貿易に対する依存度が大きく、さらに国際通貨としてのポンドの防衛がその至上命令となっているからである。

第2に、長期的にみれば経済成長を左右するものは投資であり、これによる国際競争力の増強は国際均衡の達成にもつながるが、戦後の英国の投資政策をふり返ってみると、ポンド圏をかかえているためにある程度国内投資を犠牲にして年々約2億ポンドが海外投資に向けられたこと、景気上昇期における国内投資は前述のごとく金・外貨準備と労働力の壁に突き当たって抑制を余儀なくされたこと、さらに戦後重点的に行なわれた原子力や航空機産業への投資が所期の成果をあげえなかったこと、などのため輸出促進に役立つ投資が十分に行なわれなかった。

第3に、戦後労働党が完全雇用を標榜して経済

力以上の福祉政策を急いだ結果は、重税による投資意欲の減退、生産性の向上を上回る賃金の上昇、勤労意欲の低下などを招き、ついに国際競争力を弱めるに至ったのである。

最後に、英国がスターリング地域をかかえていることが共同市場加入の障害となり、域外孤立を余儀なくされ、貿易・資本交流の両面において不利をこうむりつつあることも見のがせないところである。

過去の実績がそのようである以上、英国の基本的経済政策が変わらないかぎり、金融政策の面から体質改善を促進しつつ、安定と成長、国際均衡と国内均衡を同時に矛盾なく解決しようとするれば、予防的金融政策にまつほかはないのである。

5. む す び

経済の安定的成長と国際競争力の増強を図る予防的金融政策は過剰需要の発生を未然に防止する前向きな政策であり、経済危機を招いてからあわてて行使する緊急対策とは本質的に性格を異にする。したがって経済の成長を不必要に抑圧しないように、すなわち角をためて牛を殺すのではなくて、これを生かすように仕向けるところにその要諦がある。それゆえにその実施にあたっては早めにしかも弾力的に行なうことが必要なのである。

エイモリ蔵相はさる6月25日、公定歩合の変更は小幅に弾力的に行ないたい旨を明らかにした。その意図するところが景気変動の波を小さくし、経済の持続的成長を達成しようとするにあることは言うまでもない。早めに予防措置を講ずることが結果的にはたとえ行き過ぎであったとしても、過熱の危険が遠のけば直ちにゆるめられるであろうし、それが再拡大へのコースを開くならば次の飛躍のための一時的な後退として意義があるであろう。英国が積極的な予防的金融政策の展開によってどこまでその意図を実現しうるか、その成果は期して待つべきものがある。