

国際短期資金移動と金融政策

——交換性回復後の欧米諸国の政策動向を中心に——

1. は し が き

1950年代初頭に欧米主要諸国においていわゆる通貨政策の復活が行なわれてから以降、金融政策は景気調節手段としての中心的役割を与えられ、金融・資本市場の整備、金利メカニズムの活用などとあいまって、弾力的な金融政策の運営は、自由市場経済の円滑な調整をはかるうえで大きな効果をあげてきた。そしてこのような金融政策の運営は単に国内景気の調節手段として有効なだけでなく、貿易ならびに国際収支の調整手段としても必要不可欠の手段として考えられてきた。一方1958年末の西欧諸国通貨の交換性回復は、従来の貿易自由化をいっそう徹底させるとともに資本取引についても自由化を急速に進展せしめ、とくに最近のEECにおける経済統合の発展を契機として各国経済は著しく緊密化の度合を深めるに至った。かかる世界経済の動向のもと、各国において経済の内外均衡の統一的達成をめざす金融政策の役割はいよいよ重要性を増すことになったが、しかし同時にこうした新たな国際金融情勢の変化のもと、金融政策はその運営面で従来あまり意識されなかった多くの困難な課題や要請にも直面せざるをえなかった。そのうち最も重要な問題の一つは、いうまでもなく国際短期資金の移動による攪乱的影響に対処していかに内外均衡の達成をはかるかという点であった。以下本稿においてはこのような短期資金移動を中心とする国際金融情勢の展開が、海外主要国の金融政策にいかに影響したか、また各国がこれに対していかなる対策をとってきたかについてふりかえるとともに、この間金融政策の運営に関連して提起されたおもな問題点について検討してみたい。

2. 通貨交換性回復後における国際短期資金移動の実情とこれをめぐる諸対策

西欧主要国通貨の交換性回復以降各国通貨に対する一般的信頼度が増大し、また全般的な資本移動の自由化とあいまって金利裁定による短期資金の移動がしだいに活発化した。これに伴って各国とも金融政策の運営は国内経済に対する観点のみならずたえず十分な対外的考慮をもってこれにあたらなければならないとなったが、当初国際短期資金の動向(西ドイツ、スイスなど→英国、フランス、米国など)は概して国際的均衡に矛盾するものではなかった。

(1) 1959年秋～1960年夏における西ドイツへの流入

短期資金の移動が均衡攪乱的な動きを示すようになったのは1959年秋、西ドイツが国内景気の過熱化を阻止するため金融引締め政策に転じ、9月、10月の2回にわたって公定歩合を引き上げ(2.75%→4%)てから以降のことである。それまでブンデスバンクは数年にわたる国際収支尻の大幅黒字累積傾向を是正する目的で前年来の景気停滞を利用して金利水準の引下げに努め、その結果西ドイツ金融機関により多額(約10億ドル)の短期資本輸出が行なわれていた。しかるに上記の公定歩合引上げは、西欧諸国間の金利体系に大きな変化を生ぜしめ、西ドイツ金融機関の海外運用資金の引揚げと外国短期資金の流入を惹起するに至った。この結果近隣諸国は重大な影響を受け、金・外貨準備が減少したベルギーは12月に公定歩合の引上げ(3.5%→4%)を余儀なくされ、英国も翌1960年1月公定歩合を引き上げた(4%→5%)。

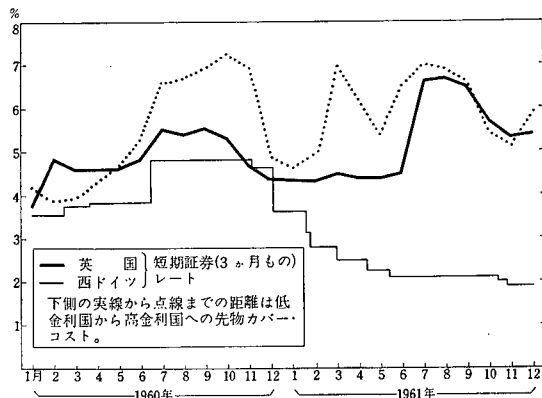
かかる短期資金の移動の原因となった西ドイツ

の引締め措置は西欧諸国の国際均衡を害するものとして近隣諸国の非難を浴び、2月に開かれたEEC 6ヵ国蔵相会議において各国金融政策の協調が論議された。もっとも西ドイツはすでに前年10月から米ドル先物市場に介入して各国間の実質金利差の縮小に努め、また11月以降支払準備率を2回引き上げて流動性の圧縮をはかり、さらに1月からはとくに非居住者預金(今後の増加分)に対する支払準備率を法定最高限度いっぱい引き上げるなどの諸対策をとり、これによって短資の流入はかなり抑制されていた。しかし今後再び同様な事態が生ずることを恐れて同会議ではかなり突込んだ論議が行なわれ、その結果当分の間各国とも国内のインフレ傾向抑制のためには直接金利の上昇をもたらすような措置は避け、支払準備率操作などの活用、財政面における協力などを通じて対策を講ずべきであるとの方針が確認された(爾後西ドイツは同年秋金融政策の転換が行なわれるまで数度にわたって支払準備率を引き上げ、国内金融市場の過剰流動性を吸収する方策をとっている)。

しかし西ドイツではその後も国内景気がますます上昇傾向をたどったにもかかわらず貿易収支の黒字は依然として続き、しかも春以降米国金利の低下などから在外余資の引揚げが再び活発化し、さらにマルク切上げルーマーにより主としてリーズ・アンド・ラグズの形で思惑資金が流入したため、国内のインフレ圧力はいよいよ増大した。このため金融当局としては引締め体制をいっそう強化する必要に迫られ5月に公定歩合を再び引き上げたが(4%→5%)、同時にその対外リパークッションを緩和するため短資流入阻止策として非居住者預金の付利禁止、非居住者による短期証券取得禁止などの措置をとった。短資の流入量はここを峠として爾後著しく減少したが、それでもなお絶対量としては相当の流入が続き、これがひいては6月の英国公定歩合再引上げ(5%→6%)の一因となったことは周知のとおりである(1959年秋から1960年夏までの西ドイツへの流入は約10億ドルと推計される)。

〔第1図〕

英・独金利の推移



(2) 1960年夏におけるベルギー、南アからスイスへの流入

1960年7月以降のコンゴ問題の発生、南アにおける人種差別問題の騒擾化などを主因にこれら両国から多額の資金(1ヵ月間に2.3億ドル)がスイスへ逃避した。このため8月にベルギーは国内では金融緩和を適当とするような時期において公定歩合の引上げ(4%→5%)を余儀なくされ、また南アも同様に引上げ(4%→4.5%)を行なった。一方流入国であるスイスでは、かかる短資の流入によって生じた国内金融市場の流動性の増加がたまたま上昇過程にある同国経済に強い潜在的インフレ圧力を加えたため、中央銀行は8月商業銀行との間に紳士協定を締結し、非居住者預金の最低3ヵ月間の据置・付利禁止・手数料徴求、スイス有価証券などに対する投資の抑制など短資流入防止措置をとるに至った。

(3) 1960年夏～1961年初めにおける米国からの流出

西欧諸国で以上のように金利水準が上昇したのに対し、1960年春ごろから米国では景気後退の様相がしだいに顕著となり、6月および8月の2回にわたって公定歩合が引き下げ(4%→3%)られ、金利水準は低下した。このため両地域間の金利差はしだいに拡大し、金利裁定動機による米国からの資金流出がしだいに活発化したが、これとともに従来から続いていた米国国際収支の大幅赤

字累積と金流出を背景とするドル不安人気が台頭し、投機ないし逃避的な資金移動がこれに加わった。しかも10月中旬以降ロンドン市場における金相場の暴騰はドル不安をいっそう刺激し、英国を主たる流出先として別表のごとく10～12月のみで約17億ドル、1960年春から1961年春までを通計すれば30億ドル以上という巨額の短資流出をみるに至った。

かかる情勢に対応し米国のみならず国際的にも各種の対策が講ぜられた。まず7月にEECのMonetary Committeeは国際金融問題を検討し、西ドイツと諸外国との間に永続的な不均衡があるものと判断し、為替レート調整が不可避であるとの見解を明らかにしたが、この問題は翌年春まで西ドイツとの間に討議が続けられた。また9月のIMF総会においては、各国が金融政策の運営にあたり対外均衡によりいっそう慎重な配慮を払う必要があることが強調されている。

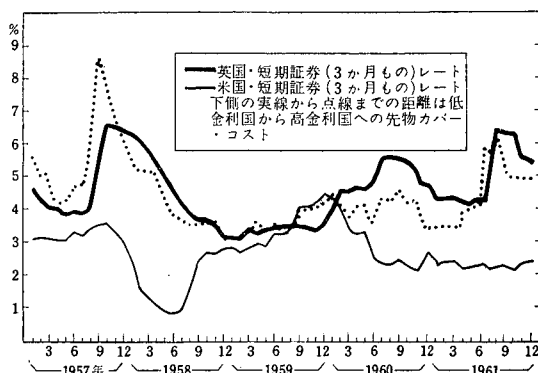
このような事情を背景に、西ドイツでは8月以降国内金融機関に対し1%（レートはその後変更）のプレミアムをもって対ドル先物取引に応ずることとし、国内金融機関による海外借入の抑制とユーロ・ダラーの形式による資金輸出の促進をはかったが、全体として資金の流入傾向を完全に抑制することができず、11月に至りついに金融政策の転換を行ない、金利の引下げと資本輸出の促進に全力を傾注することとなった。こうして西ドイツは11月と翌年1月の2回にわたり公定歩合を引き下げる（5%→3.5%）一方、12月以降数次にわたって支払準備率の引下げを行なった。この結果11月ごろから短資は流出傾向に転じている。

英国も西ドイツと併行して10月と12月に公定歩合を引き下げたが（6%→5%）、一方米国側でもこれに対応して金利差の縮小をはかるため従来のbill-only-policyを修正し、11月以降中、長期債の買いオペを始め、金融緩和基調を維持しながらも短期金利の下落を防止する措置をとった。また金相場の安定をはかるため、10月末以降英蘭銀行は米当局との協力のもとに金市場の安定操作を行な

い、西欧諸国中央銀行も Trans-Atlantic Parity（35ドル20セント前後）をこえた価格では金を買入れない旨の紳士協定を締結したといわれる。

〔第2図〕

米・英金利の推移



(4) 1960年春における英国からの流出

以上のような種々の努力や、ケネディ新政権がドル防衛の堅い決意を表明したことなどで国際金融情勢はしばらく安定していたが、かかる情勢を利用し3月初め西ドイツがついにマルク切上げに踏み切り、ついでオランダがこれに追随した。しかしその切上げ幅が5%と比較的小幅であったこともあって両国の平価調整はかえって通貨不安を呼び起こし（ポンド切下げ、大陸諸通貨切上げ不安）、英国から欧州諸国および米国に向けて大量（約15億ドル）の短資流出が生じ、ポンドは重大な危機に陥るに至った。

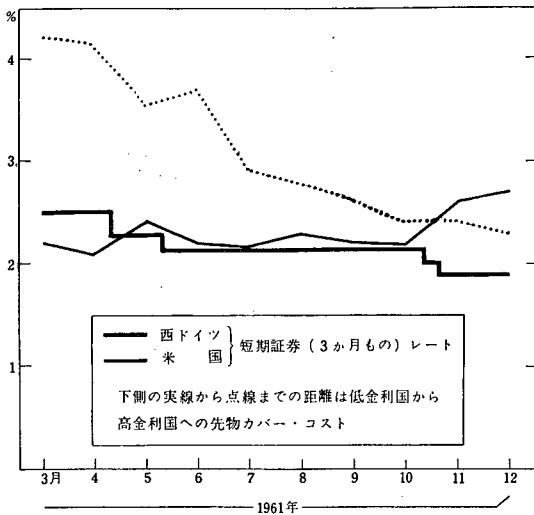
これに対処するため3月下旬BISの総裁会議においてポンド支援に関する西欧諸国中央銀行間の合意（いわゆるバーゼル協定）が成立し、多額の信用供与（ピーク時の6月には約9億ドル）が行なわれ、為替市場の混乱は一応鎮静に向かった。この間流入先となったスイスでは非居住者預金の増加分を凍結するため商業銀行との間に支払準備に関する紳士協定が締結され、また西ドイツではさらに公定歩合を引き下げ（3.5%→3%）、金融緩和を促進するとともに非居住者預金（底積分）に対する支払準備率を引き上げ、短資流入の阻止をは

かっている。そして7月に至り英国が公定歩合の大幅引上げ(5%→7%)を含む総合的な引締め措置を実施し、IMFから巨額の借入が行なわれるに至るや、当面ポンド不安は解消し英国からの流出は完全に停止した。

なおこの時期において潜在的なドル不安に対処し、米国が対西欧通貨先物市場に介入を始めたこと(最初スイス・フラン、爾後マルク、ポンド)が注目され、またIMFの強化措置に関する検討が関係国の間で精力的に続けられた。

〔第3図〕

米・独金利の推移
(マルク切上げ後)



(5) 1961年夏から秋における英国への流入

上記のごとく当面ポンド不安が解消し、しかもロンドン市場の金利が高水準に引き上げられるや、当時ベルリン問題の緊迫化という事情も加わって、米国、西ドイツその他から金利裁定および逃避資金が再び英国へ流入しはじめた。当初はリーズ・アンド・ラッグズの形によるものが多かったが、9月末のIMF総会終了後はドル不安再燃のきざしもみられて流入規模も急速に拡大した。これによって国内の流動性は激増したが、引締め体制下にある英国にとってかかる短資の流入が望ましくないことはいうまでもない。そこで英国は

米ドルに対する配慮も含めて10月、11月と相次いで公定歩合を引き下げたが(7%→6%)、その結果短資流入は年末に至りおおむね停止するに至っている。

3. 短資移動が不均衡的役割を演じた事情

このような最近の短期資金の移動は全体としてみた場合、内外均衡の統一の実現をめざす金融政策の効果を補強するというよりはむしろ減殺する作用のほうが大きかった。これは1959年当時に短資移動に対していだかれた金本位制時代における均衡的役割の再現という期待を確かに裏切るものであったといえよう。なぜこういうことになったかを明らかにするためには、経済金融構造の変化やさらに最近の事例についてみられる各種の特殊事情などを含めて多面的に検討することが必要である。

まず金本位制時代の短資の役割について考えてみよう。第1次大戦前においては、とくにロンドンを中心として展開された国際短期資金の移動は一般的に均衡的役割を果たしたものと信ぜられている。すなわち景気上昇に伴い貿易収支が逆調に転じ、金準備が減少している際、金利を引き上げると短資が流入する。この短資流入は一方において金準備の急減を阻止し、通貨の対外信用の保持に寄与するとともに、他面金融引締めの経済調整効果が現われて貿易収支の好転をもたらすための時間的余裕を与えた。この意味では短資流入は国内対策の面であまりに急激な収縮政策をとらずに済むという効果があったといわれている。たしかにかつての英国などの金融政策の運営実績からみて、この指摘はまちがいはない。しかしこのような利点は今日においても同様に機能している。むしろ今日主として問題とされているのは短資流入により金融政策の対内効果が相殺されるという点であるが、この点は上述したところからも明らかのように、金本位制時代においても今日と全く同様であった。

ただ往時においては企業の投資態度や物価の動

きなどが今日ほど硬直的でなく、金利の上昇や景気変動に対してより敏感に反応した。そのうえ運輸通信機能や情報網が今日に比べて発達した程度が低く、金利裁定資金の移動が生ずるテンポが若干遅かったという事情もあった。したがってこれら二つの理由から、短資流入が景気調節に及ぼす効果のうち、上述した好ましい面のほうが、マイナス面よりもより大きく現われたということはいえるであろう。ただこうした差異を誇張して考えることは正しくない。今日では企業の金利に対する反応度はある意味では鈍くなっているが今日においても国内流動性を弾力的に圧縮し、資金のオペラビリティを低下させれば、企業の投資態度や市場人気に十分な影響を与え、景気動向を有効に抑制できるということはこれまで屢次の金融引締め体験に徴しても明らかである。しかも流動性を調節するための政策手段や技術（公開市場操作、支払準備率操作など）は往時に比しはるかに発達したし、市場金融機関の発達が金融政策効果の伝播力、浸透力をいっそう強めた点も忘れてはならない。これらの点を考慮すれば、短資移動の金融政策の効果に及ぼす影響は、それが金利裁定に基づくものである限り今日もなお金本位制時代とほぼ同様の関係にあるといえる。

最近短資移動について前記のごとくとくにその不均衡の効果が目立つのは、むしろその他の特殊事情に関連した面が多いと思われる。その最大の要因は為替レートの不均衡とこれに関連した為替思惑であった。西ドイツ金融当局が政策上のジレンマに立たされたのは、為替レートの不均衡から景気過熱時においても貿易収支が大幅な黒字を続け、これに伴って切上げルーマーが根強く存在したことに大きく影響されている。1960年秋以降開始された金利引下げによる資本輸出政策も、マルク切上げをまっしてはじめて正常な軌道に乗りえたとし、金融政策もこれによっではじめて正常に機能しうる条件を回復できたのである。

また、西ドイツのみならず一般に最近の短資移動を著しく不均衡のならしめた要因の一つはキ

ー・カレンシーに対する不安の存在である。かかる通貨不安が存在する限り、投機的ホット・マネーが横行し、各国金融政策が攪乱の影響をこうむったのはある程度不可避の成り行きであった。したがって金融政策の円滑な運営をはかるためには、国際通貨秩序の安定が緊要であるが、最近ヤコブソン提案を基礎にしてIMFの強化方策が固まったことは、なにはともあれ今後の金融政策の運営上きわめて大きな好環境を与えたものといえるであろう。

最後にやはり西ドイツ金融当局を困惑させた要因の一つとして財政面からの影響を見のがしてはならない。景気調節が主として金融政策の責任だとしても、あらゆる場合に金融政策が独力で十分な効果を収めることができると考えてはならない。金融政策を有効に補完する他の諸手段、とりわけ財政面からの協力はとくに重要である。しかるに1959年秋以降西ドイツでは金融引締めを必要とするような事態のもとにおいて、財政面ではかなり積極的な支出政策が続けられ、とくに建築投資に対する促進策は政治的な背景もあって容易に改められなかった。このため金融引締めによる早期の景気調節は著しく困難なものとなり、やがてその後に金融当局をジレンマに追込む重要な要因の一つとなったのである。

4. 最近の経験が教える教訓

一昨年以來の激しい国際短期資金の移動は前述のごとく色々な事情や要因を背景としており、したがってその対策についても単純に、あるいは一律に論ずることはできない。事実各国がとった対策もそれぞれの事情に応じて多種多様であり、これから一般的な教訓を引き出すことは必ずしも容易ではないが、おおむね次のような諸点は指摘できるであろう。

(1) 短資移動に対する根本的立場

まずこれらの短資の自由な移動は世界的な経済自由化、国際化の動向の当然の帰結であり、またその不可欠な一環でもあった。したがって各国と

も短資移動の攪乱的影響を防止するために腐心はしたが、直接的な為替管理の措置に頼ろうとするような態度は全くとられなかった。しいて例外を求めれば、スイスや西ドイツでとられたような、流入短資に対する過重準備率の適用、付利禁止などの措置があり、また米国では短資流出防止のため非居住者預金に対する税法上ならびに金利上の優遇措置が論議されたことなどがあげられる。これらは一般的な金融政策と区別して一種の選択的措置と呼ぶべきであろうが、いずれにせよそれはあくまで金融的措置であって、通常の為替管理とは性格が違う点を銘記すべきであろう。

(2) 金融政策運営上の諸問題

かかる立場から短資対策として金融政策の運営上種々の工夫がなされたことはいうまでもない。これに関してとくに次の2点が注目されよう。

イ. 金融政策の予防的・弾力的運用

まず第1は金融政策の予防的・弾力的運用により、景気変動のできるだけ早期の段階において、対策を講ずることが必要となってきたことである。この点は国内的観点からいっても重要であるが、最近の情勢のもとでは、短資移動との関連において、いっそうその必要性が増大した。昨年夏のポンド危機に際し英国は公定歩合を大幅に引き上げたが、その後ポンド危機が小康を得るやいち早く危機の公定歩合を引下げに転じていることは、一つの好例であろう。

ロ. 金融政策手段の多様化

第2点は、金融政策の基本的3手段をはじめ市場金利に影響する多様な政策手段を整備し、これらを総合的に、しかも適時適切に運用するという点である。同時にこれらの多様な政策手段を円滑に運用できるよう金融・資本市場をいっそう整備することが必要になった。1959年秋の西ドイツの引締め政策が国際金融安定の見地からとくに批判されたのも、それが当初公定歩合中心の引締めに偏したために国際短資の移動をとりわけはなはだしく刺激したからであった。もとよりすでに指摘したように当時の西ドイツとしては為替平価の不

均衡を改めて国際収支の構造的黒字を是正し、国内景気の過熱に対しては緊縮財政の協力を得て調整するのが最も適当であったかもしれない。しかし金融面においても、その後の政策がそうであったように、当初から支払準備率や公開市場操作などをより総合的に運用していたら、事態の急激な悪化はかなり避けられたのではなかろうか。

多くの西欧諸国の例にみるように、特定の市中金利が公定歩合に連動して動くようなシステムをとる国において、公定歩合操作はとくに短期資金の移動を刺激しやすい。市中金利を当局が直接統制する場合も同様である。金融・資本市場が整備され、その金利形成機能が強まるにつれて、市中金利に対する当局の直接の干渉は後退するはずである。当局の金融操作は直接市場金利を操作するよりも公開市場操作その他多様な政策手段を使って市場資金(流動性)を適切に調節し、これを通じて間接に市場金利に影響する方向へ漸次重点を移行するのが自然の成り行きだからである。今日米国やカナダに典型をみるようなこうした政策のあり方のほうが、一般的には国際金融の安定という見地からみて望ましいと考えられる。

もっとも以上のことは、今日なお多くの国で公定歩合政策が中心的な役割を果たしている事実を否定することではない。とくに公定歩合政策の変更は金融当局の確乎たる政策方針の宣明であり、その市場心理に与える影響力は為替思惑との闘いにおいて絶大な効果を発揮する。また状況によっては、さきに指摘した金利裁定資金への直接的な刺激効果を逆に利用しなければならない場合もある。英国がポンド防衛のために公定歩合をいかに有効に運用してきたかを考えれば、この点は明瞭であろう。ただ英国の場合にせよ、公定歩合の短資吸引力がきわめて高いがゆえに、これに対する過度の依存は控えなければならないというのが実情である。

なお政策手段の多様化については、米国におけるビル・オンリー政策の修正についても触れる必要がある。これは前述のように短資流出を刺激

する短期金利の低下を避けつつ、金融緩和を促進するために当局がとくに長期市場に買い出動するという形で行なわれた。かかる政策は長・短期両市場の金利裁定が完全に行なわれる限り無意味なはずであって、その点米国においても専門家の間では政策修正をそれほど高くは評価しない空気もある。しかし両市場の金利の波及がそれほど円滑でないのが現実であるとすれば、当局がその摩擦現象を利用して金利体系に必要な影響を与えることは望ましいことであり、これまた政策の多様化の一例とみてさしつかえないであろう。

要するに公定歩合にせよ他の政策技術にせよその運用を実情に即して適宜弾力的に行なうべきであるという点が重要であり、金融政策手段の多様化の意義もまさにここにあると考える。

(3) 先物市場への介入

さらに短資対策として注目されるのは先物為替市場への介入である。金利裁定資金の移動は通常先物コストを含めた金利差に基づいて行なわれているから、もし中央銀行が先物為替市場に介入して実質金利差を変更することができれば、短資移動に及ぼす影響はきわめて大きい。とくに国内金利水準の変更をはかることが当面他の関係から障害がある場合、短資対策としてきわめて有力な手段となる。また金利裁定とは別に投機的な資金流出が生じている場合にも中央銀行が下落しつつある先物相場に介入してこれをサポートしたり、あるいは積極的に大幅なディスカウントの圧縮に努めれば、かかる資金移動に対し心理的にかなり大きな影響をもたらすことができよう。

すでにかかる先物操作は英国、西ドイツ、米国などによって実施され、ある程度の効果をあげてきている。もとより理論的にも先物操作の効果にはそれぞれ限界があり、短資対策に関する万能薬ではない。

(4) 他の諸政策の協力

前述のごとく内外均衡の統一的達成をはかる主たる責務が金融政策に課せられているとしても、他の諸政策の協力なくしては円滑にその目的を達

成しえないことはいうまでもない。政府の軍事・外交政策の運営いかんにより、また経済政策に対する信頼度に影響を及ぼすような態度や発言が当局者によって行なわれるような場合、通貨不安などから不当に短期資金の移動を激化させ、金融政策の運営を困難ならしめた事例も少なくない。

他の諸政策との協力について最も重要な問題は財政政策との協力である。両政策の方向が一致せず、これが金融調整を困難にした例については西ドイツの場合について指摘した。さらに財政政策は積極的に金融政策の効果を補強するような措置を個別的にとることもできる。たとえば不況期における公募国債の発行は、不当に金利を低下させず景気を刺激する効果があろう。好況期に財政支出を縮減し国債の償還を行なえば金利高騰を避けながら景気抑制を助けるだろう。とくに租税政策の多様な運用は、内外均衡の調和的達成をめざす金融政策の効果を大いに補強しうるに違いない。このような弾力的財政政策も、その理想的な運用については制度的・技術的な困難が伴い、現在のところ理論的な提案にとどまるものが多いが、近時この点に関する認識が一段に高まり、部分的には実施の段階にはいろいろとしている。昨年7月英国が引締めのための総合措置をとり、その一つとして消費税の弾力的引上げ措置を講じたこと、また最近の米国の予算教書において所得税の弾力的変更措置が勧告されたことなどはその種の例である。ただ国内景気や対外収支の根本的調整をはかろうとする場合の政策の中心はあくまで金融政策にあり、財政政策は、その効果を補完するものにすぎない。たとえば昨年7月に、もし英国が公定歩合の引上げなしに消費税率の引上げのみを行なったとしたら、ポンド・ポジションの改善はもとより不可能であったであろうし、国内的にはかえって物価高を助長し、インフレを激化させる結果に終わったであろう。

(5) 国際協力と金融的節度

世界経済が緊密化し、短資移動がきわめて活発

化している現在、国際協力なしには各国経済の内外均衡の達成はむずかしい。この点はその国が国際金融経済市場で大きなウェイトを占めるほど重要であろう。とくにこの問題は短期資金の移動を刺激しやすい公定歩合の運用などについてはとくに著しい。EECやOECD内部で金融政策の調整の問題が真剣に取り上げられ、また米英両国が内外金融面で密接に協力体制をとっているのはこのためである。このような意味における国際協力は通貨交換性回復後に生じた金融政策運営に対する新しいルールの一つとなっているときえいえるだろう。またIMFの機能を強化する諸対策が各国の協力によって推進されていることもかかる国際協力の重要な一項目ということができ、今後とくにキイ・カレンシイの動揺を防ぐため国際協力はいっそうその重要性を増大しよう。

しかしこのような国際協力の原則が効果をあげるためには、各国当局がきびしい「金融的節度 (Monetary Discipline)」を遵守することを不可欠の前提としている。節度の保持なくして国際協力を求めることは事態をいたずらに混迷に陥れるのみであろう。また国際収支が基本的に不均衡となっているにもかかわらず、これを根本的に改善する措置をとることなく、短資の流入に依存して基本的調整を後に延ばそうとすることは、やがて自国の景気調節をいっそう困難にするだけでなく、国際的にも無用の摩擦を生ぜしめることになる。英国が1960年中にすでに基本的国際収支は大幅の赤字になっているにもかかわらず、短資流入に依存してその是正策の実施を怠ったことは今日批判の対象となっている。

5. む す び

すでに繰り返して指摘したとおり、金融政策はいかなる時、いかなる条件のもとにおいても独力で所期の効果を収めうるというような万能薬ではない。大きな政治上の不安定要因が存在する場合、為替相場に著しい不均衡がある場合、あるいは国内の財政政策が反対の方向に動く場合、さら

には金融政策手段や金融市場が著しく未整備な場合などに金融政策の円滑な運営がある程度阻害されることは避けがたいことである。前記のごとく最近の国際金融事情の発展に伴い金融政策が従来以上に困難な問題に直面したことは事実であるが、これをもって直ちに金融政策が無効になったというような判断を下すのははなはだしい短見である。金融政策は対外、対内両面の動きをあわせもつのが本来の姿である。金融政策のもつ対外効果のゆえに、国内景気調整に十分な機能を発揮できないと考えることは、国民経済を封鎖体系の中においてのみ考えるところからくる幻想である。為替ないし資本取引が自由化された開放体系のもとにおいても、金融政策を制約する特別に異常な外部の諸条件が可及的に是正されているとすれば、そして中央銀行が毅然たる態度と周到なる配慮、緻密な工夫とをもって金融政策を運営するならば、国内経済と対外収支とを同時にかつ有効に調整するという目的に対して、金融政策は他のいかなる政策にもまして有効な効果を発揮するであろう。このことは欧米各国のこれまでの体験からも明らかであるところである。

わが国はこれまで欧米諸国ほどの諸困難はいまだ経験していない。しかしすでに一昨年来多額の短期資金の流入をみており、金融政策の運営にあたってもしだいに内外両面に対して慎重な配慮を加えなければならない状態になりつつある。しかも今後貿易、資本取引の両面にわたって急速な自由化が要請されていることは周知のとおりである。したがってわが国が今後欧米諸国と同様の課題といっそう真剣に取り組まねばなくなることとは当然と考えなくてはならない。このようなわが国にとって、前述した欧米諸国の体験から学ぶべきことはきわめて多い。同時にこのような海外の事例についても、そのときどきの情勢に即して総合的に理解することが必要であり、この点を見視した公式的な適用がかえって危険であることはいうまでもない。たとえばわが国にとって今後公定歩合中心の政策体制から漸次政策手段の多様化

への方向へ進むのが当然であるが、当面はあくまで公定歩合の弾力的運用を中心に金利機能が円滑

に発揮される条件を整えることが急務であるといえよう。

交 換 性 回 復 後 の 短 期 資 金 移 動

(単位・億ドル)

	1959年					1960年					1961年			
	I	II	III	IV	(年間)	I	II	III	IV	(年間)	I	II	III	IV
米 国	+7.1	+5.1	+2.2	-0.6	(+13.6)	+3.0	-3.3	-7.5	-16.8	(-24.7)	-7.2	-0.9		
米 国 資 本	+1.6	-0.6	+0.6	-2.3	-0.8	-0.9	-1.6	-4.5	-6.1	-13.1	-4.5	-2.3		
銀 行 関 係	+1.2	-0.2	+0.5	-2.4	-0.8	-1.1	-0.4	-4.0	-4.4	-9.8	-3.4	-1.0	-0.8	
非 金 融 機 関	+0.3	-0.4	+0.1	+0.1	+0.0	+0.2	-1.3	-0.5	-1.7	-3.3	-1.1	-1.3		
外 国 資 本	+5.8	+4.0	+2.9	+1.5	+14.1	+4.7	+0.8	-0.6	-4.9	-0.0	-1.4	+5.5	+1.3	
商 業 銀 行	+3.5	+2.8	+2.5	+2.8	+11.6	+4.5	+1.5	-0.1	-4.9	+0.9	-0.2	+4.6	+1.0	
その他の非居住者	+2.3	+1.2	+0.4	-1.3	+2.5	+0.2	-0.7	-0.5	+0.0	-1.0	-1.2	+0.9	+0.3	
未 報 告 分 (注1)	-0.3	+1.7	-1.3	+0.2	+0.3	-0.8	-2.5	-2.4	-5.8	-11.5	-1.3	-4.1		
英 国	+4.2	-0.2	+1.6	-3.1	(+2.5)	+3.6	+4.3	+8.7	+6.6	(+23.2)	-1.7	-11.4		
民間短期資本取引	+1.9	-0.8	+0.1	-0.5	(+0.7)	+0.6	+0.6	+2.3	+0.1	(+3.5)	+1.7	-0.4		
民間スターリング残高増減	-0.2	+1.5	+0.9	-0.6	(+1.6)	-0.5	+2.0	+3.2	+4.7	(+9.5)	-5.5	-11.7		
誤 差 脱 漏	+2.5	-0.9	+0.6	-1.9	(+0.3)	+3.4	+1.7	+3.2	+1.9	(+10.2)	+2.0	+0.7		
西 ド イ ツ	-3.4	-1.6	-0.3	+1.3	(-3.8)	+0.7	+6.5	+3.9	-0.9	(+10.2)	(1~2月) -4.1	(3~6月) +3.2	-2.0	(10月) -1.1
民間短期資本取引	-3.3	-0.9	-1.0	+2.4	(-2.8)	+0.4	+4.2	+1.4	+1.0	(+6.9)	-5.2	+1.4	-0.03	
金融機関短期債権	-2.0	-1.4	-1.5	+1.2	(-3.7)	+0.03	+2.8	+0.5	-0.7	(+2.6)	-4.6	-0.4	+0.6	-0.3
〃 短期債務	-1.2	+0.6	+0.01	+1.3	(+0.7)	+0.3	+1.0	+0.3	+1.2	(+2.7)	-1.0	+3.9	-0.4	-0.7
誤 差 脱 漏	-0.1	-0.7	+0.8	-1.0	(-1.1)	+0.3	+2.3	+2.5	-1.9	(+3.3)	+1.1	+1.8	-2.0	-0.3
フ ラ ン ス					(+3.4)					(+0.8)				
民間短期資本取引					(+3.4)					(+0.6)				
誤 差 脱 漏					(0)					(+0.2)				
イ タ リ ア	+0.6	+0.3	+0.6	-0.7	(+0.9)	-1.0	-0.7	-0.9	-0.8	(-3.3)	(1~2月) -0.5	(3~6月) +0.5		
金融機関債権	-0.3	-0.9	-0.04	-0.3	(-1.5)	-0.3	-0.6	-0.6	-2.2	(-3.7)	-1.1	-0.5		
〃 債務	+0.9	+1.2	+0.7	-0.4	(+2.4)	-0.7	-0.06	-0.3	+1.4	(+0.4)	+0.5	+1.0		
オ ラ ン ダ	-1.2	-0.4	-0.8	-1.2	(-4.2)	-1.2	+0.2	+0.2	+1.1	(+0.8)				
ベルギー・ルクセンブルグ	-0.4	-0.3	+0.4		(-0.3)	-0.1	-0.2	-0.1	+0.1	(-0.3)	(1~2月) -0.1			
ス イ ス								+2.5	+2.5	(+5.0)		(3~6月) +3.0		

(注1) 誤差脱漏に、記録外流出として各四半期につき125百万ドル、年間5億ドルを加えたもの。

(注2) パーゼル協定による各国中央銀行ボンド保有高9億ドルを含む。