

資料

米国の金融政策と国際収支問題

—— マーチン連邦準備制度理事会会長の演説 ——

以下はマーチン連邦準備制度理事会会長が昨年12月28日にピッツバーグで催された全米経済協会および全米金融協会の合同昼食会で行なった演説の全訳である。マーチン会長はこのなかで、国際収支問題の重要性をあらためて指摘し、①国際通貨としてのドルの信託を維持するため金との交換性はあくまで維持しなければならないこと、②このため、金流出の根因である国際収支の赤字縮小が必要であり、③米国の経済政策は国内経済成長と国際収支の双方の目標を同時に達成するよう運営されるべきであり、またそのことは可能であると決意を表明している。

また、金融政策に関しては、これまでの景気上昇期において、連邦準備制度が金融を緩和基調に維持してきたことは成功であったとしつつも、現在経済の流動性はすでに相当高いからこれ以上の金融緩和はむしろ危険であるとし、今後の景気振興はもっぱら財政面に期待したいと述べている。

1. は し が き

連邦準備制度の任務は、政府の任務と同じであり、1946年雇用法の言葉を引用すれば、「最大限の雇用、生産および購買力の実現に努める」とともに、「自由競争企業を育成発展させること」である。この四つの目標は、秩序のあるしかも活気に満ちた経済成長 (orderly and vigorous economic growth) という簡単な表現に要約することができるであろう。

連邦準備制度はこのところ国際収支問題というもう一つの問題の解決に優先的な考慮を払っており、このため前述の4目標を無視しているとの批判がある。一方、また別の批判によれば、連邦準備制度は国際収支の問題を無視し、国内問題にかかりきりになりすぎると非難されている。この二つの批判はいずれも、わたくしにとっては明白な事実と思われる事柄、すなわち米国の国内的な目標と国際的な目標が相互に密接不可分な関係にあるという事実を見のがしている。われわれが直面しているのは、これら二つの政策目標のどちらか一方を事実上放棄し、残る一方だけを追求するというような選択の問題ではない。二つの目標は同時に達成しなければならない。さもなければそのいずれをも達成できないことになるのである。

つまり、米国の国際収支問題を解決した場合に

初めて国内経済成長が促進されるわけである。またその反対に国内経済の成長速度が大きくなれば、国際収支問題は楽になるであろう。経済の成長率がさらに大きくなれば、米国は内外の投資家にとっていっそう魅力的な市場となり、これによって現在多額に上っている投資資金の海外純流出は減少し、米国の国際収支は改善されるだろう。

ことに経済の加速度的な成長が実現すればそれに伴って国内投資と資金需要が増大し、その結果金融引締め政策を強行しなくても、市場の作用を通じてある程度金利の自然な上昇が起きることも予想される。資金需要が増大し、それによって信用と貯蓄のアベイラビリティに圧力がかかれば、米国からの資本流出額はいっそう減少するであろう。さらに、国際的な金利差が縮小すれば、主要国際金融市場相互間の気まぐれな資本移動の危険も小さくなるだろう。

同様に、生産性を徐々に引き上げながら同時に平均物価水準を妥当な範囲に安定させていくことは、国内経済の持続的な成長にとっての前提であるのみならず、同時にまた米国の輸出産業の対外競争力を強化し、また国内製品の輸入品に対する競争力を改善するためにも不可欠の要因である。しかもこれによって米国の貿易収支の黒字を増加し米国の対外支出の大きな部分をカバーすることができるのである。しかしその場合でもわた

くしは、米国のある種の産業の価格とコストが外国業者のそれに比べて高くなり、競争力を失うことがあるかもしれないということを否定するものではない。国際的な理由から、とくに激しい競争関係に立たされている産業が存在することは疑問の余地のないところである。こうした場合活力のある企業経済(strong enterprise economy)の下では、必要な調整は当該産業自身の努力によってなされるべきものであろう。

たとえ米国に国際収支の赤字問題がないとしても、米国政府はやはり秩序ありかつ活気に満ちた経済成長と全般的な物価の安定という二つの目標を追求しなければならないであろう。国際収支の赤字問題は、雇用法に示された目標実現のために連邦準備制度が効果的に寄与しようとする場合、当局が考慮に入れるべき条件がもう一つふえたということにすぎない。

2. ドルの国際的な役割

国内金融政策を決定するに当たって、連邦準備制度は国際金融問題を無視することはできない。国によって、あるいはその時の情勢いかんによっては、この問題を無視して国内金融政策を決定できる場合もある。しかし、米国はそんなことができる国でもなく、また現在はそのような時期でもない。

米国は現在自由世界の金融面における指導者であり、米ドルは自由世界の主要な国際通貨である。このような米国の指導性が存在するかぎり、米国は現在の国際決済機構の安定維持にマッチした政策をとらなければならない。

第2次世界大戦後、国際貿易と国際金融取引の量的増加がみられた結果、世界経済は前例のないほど一体化されつつある。世界経済は、貿易、投資、通信、運輸、科学および文書のきずなによって、いままでになくいっそう緊密に結合されている。これを金融面についてみれば、世界経済はドルを主要準備通貨ならびに重要な国際決済手段とする国際決済機構によって統合されているといえ

る。また世界がドルに依存するようになったために、ドルはすべての主要通貨に対して、固定金平価を基礎にして、なんの制限もなくかつ安定した為替レートで常に交換が可能であることが必要となってくる。

連邦準備制度が、米国の金準備の維持、国際収支問題およびドル相場の安定に関心を持つのは、前述のごとき米国とドルの特殊な国際的役割ならびにそれに基づく連邦準備制度の責任からいって当然のことである。

国際決済機構におけるドルの役割は、ドルがいっさいの為替制限から自由であることに基礎をおいていることをわれわれは何にもまして常に明記する必要がある。資本移動やその他の国際取引に制限を課することによって一時的に国際収支の赤字を減少させることができたとしても、こうした制限の結果ドルの国際的利用が減少することによってその効果は相殺されてしまうであろう。

3. 米国の保有金の果たす役割

米国の金保有額の持続的な減少は、次の二つの理由から米国経済にとって有害である。第1にそれは米国の国際流動性を危くする。つまり、外国人または米国居住者が保有するドルを、彼らが国際取引の決済に必要とする他のいかなる外貨にも、その需要に応じた任意の額だけ常に交換できるという米国の能力が低下することである。第2に、久しい以前から設定されている国内準備率との関係からして金保有の減少は、妥当にして望ましい国内金融政策を遂行する連邦準備制度の弾力性をそれだけ失わせるおそれがある。

米国の金保有の減少は、もし米国が外国の通貨当局に対し通貨上の目的または国際決済のために金を自由に売却するという現在の政策を停止すれば避けられるだろうということを時々耳にする。しかし、米国の金保有の減少は、国際収支赤字が原因なのであって、米国の金政策が原因なのではない。

外国人と米国内居住者との商業・金融の取引は

事実上すべてドルで決済されており、したがって、米国の国際収支赤字はまず外国人のドル保有高の増加をもたらす。もし外国の企業ないし個人がドルの保有を好まない場合は、彼らはその手元のドルを自国通貨または他の外貨に交換しようとするだろう。そのいずれの場合もドルが結局どこかの外国中央銀行の手中にはいることに変わりはない。

次に、もしドルを取得する外国中央銀行がそのドル保有の増加を望まず、しかもその取得したドルを金に交換することができないと仮定すれば、その中央銀行は米国にドルを提示して自国通貨への交換を要求するだろう。

もし、借款の可能性をも含め米国の当該国通貨の保有が枯渇するとすれば、米国はその通貨を取得するために金を売却するほかはない。かりに米国がそのような状況の下で金の売却を拒否すれば、外国の民間のドル取得者は、ドルを自国通貨または他の外貨に平価で交換することが不可能となる。

このようにして、金の売却停止は、固定価格におけるドルと金との交換性だけでなく、あらゆる外貨とドルとの固定レートによる交換性にも終止符を打つことになる。この結果ドルは銀行家、商人、投資家などがその対外債務を決済するため自由に用いることができる国際通貨としての役割を喪失することになる。

金と国内の通貨流通量とは、連邦準備法の最低金証券準備率条項によって法的に規定されているから、米国の金保有に変動があった場合、それが連銀の金証券準備率に与える影響についても考慮しなければならない。現在この準備率は、連銀預金および連邦準備券の双方に対して25%という最低所要準備額をまだ上回っている。もし、今後金保有がこの最低準備率を割るような場合には、連邦準備制度理事会は、連銀の金証券準備を一時停止(suspend)する権限を発動せざるを得なくなろう。

金証券準備を一時停止する場合の手続きについて、すでに若干興味を示す向きがあるので、いま

この点について概略を説明しておこう。金証券準備を一時停止するに当たっては、準備制度理事会は連銀に対しその準備金不足額につき累進的な税金(tax)を賦課しなければならない。ただし準備金の不足が連邦準備銀行への預け金に対する不足に限られる場合または連邦準備券に対する準備金の不足であってもその不足が最初の5%以内にとどまる場合(訳注 連銀券に対する金証券の比率が25%~20%の場合)には、この課税額は少額にとどまろう。もし、連邦準備券流通残高に対する金証券の準備率が20%を下回る時には、法規の定めにしたがってかなり急進的な累進税率が適用されることになる。

連邦準備法によれば、連邦準備券に対する金証券準備が25%を下回る場合は、その課税率分だけ連銀の公定歩合に付加されなければならない(訳注 たとえば準備率が19%となった場合、規定によりその累進税率は1.5%であるので、その時の公定歩合は1.5%だけ高くなることになる)。ただし、金準備額が連銀預金についてのみ不足している時は、ペナルティとしての課税は名目的な額にとどまり、連銀公定歩合に追加される必要はない。

米国の金保有はこの2ヵ月間少しも変動していないので、このような時期には、さしたる支障を起こさずにこうした問題を話題にすることができる。しかし、1962年中は15億ドルの輸入増も一因となって、国際収支の不均衡を是正するという目標は達成できなかった。したがって、われわれは国際収支改善のためにいっそう努力しなければならない。そして国際収支の均衡が回復するまで米国としては既往の赤字の一部を金の売却によって決済する用意がなければならない。

しかし、米国の金保有が連邦準備制度の金証券所要額を大幅に下回る水準にまで減少すれば、ドルの交換性の維持について懸念が生ずるであろう。また、このような金流出が続けば、米国の通貨当局としては国内経済に悪影響が生ずるほどの強力なデフレ政策をとらざるを得なくなり、その結果あるいはまた議会に対し後述するドル平価引

下げの圧力が、強まることとなろう。したがって、多額の金流出が続く期間をできるだけ短くし、すみやかに米国の金保有が増加するような事態をもたらすことが肝要である。

わたくしが最も強調したい点は次の点である。

すなわち米国が外国の保有するドル債務に対し支払に応ずるということは全く問題の余地なく明確なことであり、もしこのために必要があるならばわれわれはその保有する金の最後の一片までもあげて、対外ドル債務の決済に充てなければならない。これは明々白々のことである。したがって残る問題は、米国の支払が不可能になる恐れが出てくるような対外債務の累積を防ぐためには、事態をどのように処理すれば最もうまくいくか、という点にある。

4. 国際収支問題

債務者としての米国の信用の維持、ドルに対する信認の確保、金流出の阻止、ドルの交換性をそこなうことなく国際収支の均衡を実現すること、これらの諸目標はすべて同じことを色々の角度からいったものである。連邦準備制度に職を奉ずるわれわれが国際収支問題を心配するのは、米国に対する世界の全き信認をいささかなりとも動揺させないということがきわめて緊要な問題だからである。

1962年中の米国国際収支の赤字額は、GNPの0.5%を下回った。ただし、この間米国の対外資産の増加額が通貨準備の純流出額(net monetary reserves)を上回っているので、この国際収支の赤字分だけ米国の国際的資産がマルマル減少したことにはならない。しかし、過去5年間続いた巨額の国際収支赤字が1962年にもやはり不可避であったという点で、今回の赤字は軽視するわけにはいかない。

国際収支の赤字は、米国の金保有または外貨準備の減少、あるいは米国の対外短期債務の増加を意味する。いずれにしても、それは債務に対する金準備率の低下をもたらす、換言すれば米国の国

際流動性ポジションをそれだけ弱化させている。

米国は、自由世界の指導的な国際銀行家として、その預金者の信認を維持してこそ初めて、自己の役割を遂行できる。どのような銀行も、持続的な準備の減少を続ければ取付けの危険を免れることはできない。

国際収支の赤字をなくする最善の対策は、米国の輸出産業の競争力、国内産品の輸入品に対する競争力を高めることである。この方法が効果を奏するには時間がかかるが、逆にいえば時間さえかければ必ず効果があるものである。しかもこの方法が成功すれば、国内経済全般に対し縮小的ではなく拡大的な影響を与えるであろう。

5. ドル平価

一部のエコノミストは、国際収支赤字の問題と国内の失業問題を同時にかかえているような国では、一般的原則として、変動為替相場制に切り替えるか、または金平価を変更することによってその通貨の平価を切り下げるべきだと強く主張している。しかしこのような主張は、たとえばその国の通貨が、国際取引に広く用いられていないような国の場合には、あるいは妥当するかもしれないが、米国の場合にはあてはまらない。なんとすれば、世界の指導的銀行家である米国としては、諸外国が保有する通貨準備の大半を占め、また外国の民間銀行、貿易業者、および投資家が保有する国際的運転資金の大部分を占めているドルに対し責任を持たざるを得ないからである。わたくしがさきに述べたように、米国はこのような責務を進んで引き受けているのであり、そうである以上はこれを保証しなければならない。

ドル平価が切り下げられればさまざまな結果が生じるであろうが、少なくとも次のことは確実である。すなわち国際通貨としてのドルの生命は即時終了し、米国は現在占めている世界的な役割から後退しはじめ、これに伴って経済的影響のみならず広範な政治的影響をもたらされるであろう。このような事態は、世界の繁栄と平和を維持拡大

するためには欠くことのできない現在の自由国家間の友好関係を破壊させることになるものと思われる。

外国保有の短期ドル債権の一部または全部に対し金保証を与えることにより国際通貨としてのドルの地位を維持できるとの主張も時々なされている。この提案によれば、外国中央銀行または外国投資家は、金と同様な、いな利子を生むという点で金よりも優れた資産を保有することになるから、一見きわめて結構な構想にみえるかもしれない。しかし、わたくしは金保証の提案は現実的でないと思う。

その理由は第1に、もし外国のドル保有者が、ドル平価を切り下げないというこれまで米国が再三行ってきた保証を信じないとするならば、彼らは、米国の金保証、すなわち既往の公約にもかかわらずドル平価の切下げがあった場合、外国保有のドル残高の一部または全部を米国人の保有するドルよりも優遇するというわれわれの保証をも容易に信用しないものと思われるからである。

第2の理由は、金保証を与える範囲を一部または全部の外国人ドル保有者に限定することは実際上不可能だと考えられるからである。かりに外国と国内の保有者とを区別することが可能だと仮定しても、これは国内のドル保有者に対し不当な差別待遇を与えるという点に問題がある。わたくしのみるところでは、このような差別待遇については議会も世論も納得しないであろう。

国際収支が赤字であるにもかかわらず、米国は政府の対外軍事・経済援助支出を大幅に削減したり、資本移動の自由を制限を加えたりすることを差し控えてきた。もし、米国がこのようなことを行えば、自由世界における米国の経済的・政治的指導力は崩壊したであろう。また、米国がドルの現行平価の維持に失敗した場合にも、同様の事態が生じたに違いない。

6. 連邦準備制度の役割

ドルの国際的な役割による限界を前提として、

国際収支の改善と国内政策の諸目標を同時に達成するために、連邦準備制度は何をなすことができるであろうか。

わたくしの友人達は時々わたくしのことを万年楽観主義者だと批評することがある。しかし、わたくしは一方で米国の国際収支問題の解決を進めながら、同時に国内経済の諸目標を達成する道を見いだすことは可能であると確信している。また、わたくしはこの方が経済に大量の資金を注ぎ込む方法よりも、持続的な経済拡大に寄与する度合いが大きいと信じている。

事実、現在のわたくしの判断では、銀行の流動性ならびに経済全般の流動性は現在非常に高いから、これ以上通貨面からの刺激を与えても、たとえ米国の国際収支への影響の問題を別にしても、それによる効果はほとんどないばかりか実際にはむしろ有害であるかもしれない。このことは、もし経済に新たな拡大の刺激を与えるために政府の措置がさらに必要であるとするならば、それは財政面からなされねばならないということである。その場合、金融政策が果たす役割は、国内的観点からも対外的観点からも主として補助的かつ防衛的なものとなるであろう。

以上を関連して、金融政策は二つの危険性に対処しなければならないであろう。第1に、あまりに急速な金融緩和は、好ましからぬ投機を助長するのみでなく次第に国内物価とコストの上昇を招来し、その結果輸出は減少し、一方輸入は急増しよう。第2の危険は国内信用のアベイラビリティが過度に緩和し、借入コストが安くなりすぎる結果、資本流出を促進することになることである。

過去数年間にわたり、国内金融政策は国内物価水準の安定に貢献してきたが、一方この間、米国以外の主要工業国のいくつかでは、物価の持続的な上昇傾向がみられた。もっと具体的にいうならば、連邦準備制度の政策は、信用の基準が危険なまでに破壊され、あるいは銀行信用への過度の依存が一般化することを避けながら、国内経済の必

要度に適合した信用のアベイラビリティの条件を維持し、同時にまた長・短期資金が国外市場に大量に流出するのを阻止するうえに役立ってきたのである。

にもかかわらず、今回の景気サイクルを通して、米国の金融政策は前回のサイクルに比べより緩和の基調を維持してきた。これは、長期的な経済成長率が低く、景気の上昇力もあまり強くなかった最近の国内的情勢の下では、それが必要と判断されたからである。しかしながらわたくしは連邦準備制度が、金融政策の能力と限界を十分わきまえ、しかも人間のなしうることの限界において、米国の国際収支問題に対して過分でも過小でもないちょうど適当な程度の配慮を払ってきたと確信している。

最初に述べたように、今回の景気サイクルにおける連邦準備制度の金融政策に対する批判は、これを二つのグループにわけることができる。第1の批判は、連邦準備制度が金流出に際してそれに応じたマネー・サプライの縮小を実現せず、したがって固定為替相場の下における国際収支対策についての古典的な原則を犯したとするものである。第2の批判は、連邦準備制度が通貨準備減少の国内金融市場、ことに短期金利に対する影響をある程度放置したことは、国内経済に対する連邦準備制度の任務を怠ったものであると非難している。

たとえこれらの批判がどちらか一方の側からだけ行なわれたものであったとしても、わたくしはやはり批判の正当性を認めないであろう。だが、実際に批判が両方の側から行なわれたという事実は、連邦準備制度が光輝ある中道を歩んできたのだという確信を強めてくれるものである。

7. 外国為替操作

連邦準備制度は、米国の国際収支問題の解決に当たって伝統的な金融政策手段のみに頼ることは不十分であると考えた。連邦準備制度当局は米国の国際収支の均衡が回復するまでの間、ドルに対

する投機的な圧力に対して防衛的な措置を講ずる必要があると考え、また一般的にも国際決済機構を強化するため、諸外国の中央銀行と直接的な協力体制をとる必要があると考えた。われわれが今から1年前に、連邦準備の自己勘定による外国為替市場への介入措置を決定したのは、以上のような必要を認めたからにはほかならない。

財務省も同様の外国為替操作を行なっている。したがって、連邦準備制度の操作はこれまで財務省との協力の下に行なわれてきており、今後ともそうあるべきものとする。両当局の行なう為替操作の実務は、いずれもニューヨーク連銀外国局担当副頭取であり、同時に連邦公開市場委員の外国操作特別支配人の地位を兼ねる Charles A. Coombs 氏を長とする同行の同スタッフによって運営されている。このため財務省と連邦準備制度の協力はスムーズに実行されている。同時に準備制度理事会とニューヨーク連銀の両者は、諸外国の中央銀行との間にパリのOECDおよびバーゼルのBISにおける定期的な会合や中央銀行相互間の個々の接触を通じて緊密な連絡を保つように努めている。

今日までに連邦準備制度が行なった最も重要な外国為替操作は、主要諸外国中央銀行およびBISとの間に締結した相互的な通貨取決め(reciprocal currency arrangements)である。これらの取決めに基づいて、連邦準備制度は、通常3か月の売戻約定の下に一定量の外貨を取得するか、あるいはいつでもそれを取得できるように取り決めている。同時に、外国中央銀行も、これと全く同一の条件の下に同額のドルを取得することとなる。

この協定の両当事国は、スワップ取決めの実施期間中、相手国通貨の平価切下げまたは切上げによって生ずる自国通貨建て損失に対して保護されている。これらの取決めは、もちろん両者の同意によって延長または更新することができる。スワップを通じて取得された資金を預金したり投資した場合に支払われる金利は、両当事国を通じ同金利、すなわちその時の米国財務省証券の金利に近

い同一の水準に定められる。したがっていずれの側もその保有外貨を為替操作に用いないかぎり、損失も利益も生じないことになる。

現在までに、スワップ取決めの総額は約10億ドルに達しているが、その大部分はスタンド・バイ取決めである。このうち、為替市場に介入するため実際に通貨が引き出されて使用されたのはごくわずかである。またこの使用された通貨の大部分は再び買い戻されており、スワップからの引出しの返済にあてられている。スワップ取決めの締結に当たり、連邦準備制度は次の3目的を考慮に入れている。その第1は短期的観点に立ったものであり、連邦準備制度はこれによって外国為替を取得し、これをドルに対する投機的圧力に対抗するため、あるいは市場の混乱を緩和するために、市場において売却することができる。

第2に、スワップ取決めによって、外国中央銀行が必要以上にドルを蓄積した場合に生ずる米国からの好ましくない金流出を防ぐ手段を連邦準備制度に与えることになる。このことはとくに外国中央銀行が現在は余剰ドルを蓄積しているが近い将来にこの傾向が逆転する可能性の強い時にはきわめて重要である。

第3点としては、米国の国際収支が均衡を回復した暁のことであるが、世界の貿易ならびに金融取引の拡大に対処するために国際流動性の増加が必要となった場合、この外国中央銀行とのスワップ取決めは、国際流動性の長期的な増加をはかるに当たって、アウトライートの保有外貨増を補完するものとして当事国相互に有益なものとなるであ

ろう。

8. む す び

米国の総合国際収支が赤字を続け、このために通貨準備が増加するどころか逆に減少している状況では連邦準備制度は多額の外貨をアウトライートで蓄積することは不可能であろう。この間、連邦準備制度の外貨保有高も、時にはスワップ取引で増大することはあっても、当然のことながらそれは比較的少額にとどまろう。

しかし長期的には、連邦準備制度がその外貨保有高と外国為替操作を徐々に増加することは、有益であろう。もちろん将来国際決済機構の制度的改革が実施されることになれば、この点若干事情が変化するかもしれない。このような理由から、準備制度理事会のスタッフは財務省およびその他の関係政府機関のスタッフと協力して、国際決済機構の改革と強化を目ざす最近の諸提案を慎重かつ詳しく検討している。

これらの改革案がいかなる結果をもたらそうとも国際金融の分野における連邦準備制度の活動は、ここ当分継続する必要があると思われる。外国為替の問題に連邦準備制度が介入することは、自由世界の基準通貨の安定に責任を持つ中央銀行としての責務からして当然のことである。もちろんこのような責任には、現在の国際通貨機構を維持、改善することに寄与し、ひいては自由世界の安定と繁栄に貢献する責任も含まれているのである。