

直先スプレッドの縮小、あるいは一部諸国における金利上昇によって相殺され、当面急速に効果をあげているとは考えられないが、下半期を通じてみればやはりある程度の効果は収めるものとの見方が多い。このような短資流出抑制効果に加え、前述の対外証券投資減少もあって、第3四半期の国際収支は第2四半期(年率50億ドルの赤字)に比べかなりの好転が予想されている。

今後の見通しとしては、0.5%程度の短期金利引上げでは不十分であり、いずれ公定歩合の再引上げが不可避であるとの見方もごく一部にはあるが、欧州諸国の金融政策に著しい変化がない限り、やはり今回の措置はかなりの好影響をもたらすとみてさしつかえないであろう。

#### 民間資本流出削減のための長期対策

最初にみたように米国民間資本の大規模な海外流出がみられるに至ったのはようやく1956年ごろ以降である。戦後自由世界が目標とした自由な資本交流関係がこうしてようやく実現をみつつあった時に、米国が国際収支対策のため民間資本の自由移動にある程度のブレーキをかけざるをえなくなったのは皮肉なことといえよう。

もちろん、今回の諸対策のみで米国国際収支赤字が完全に解消するかどうかは現段階では何ともいえない。しかし米国内の一部には、今後なお収支赤字が続けば一時的にもせよ政府は直接投資抑制措置を講ぜざるをえまいとの説も聞かれるに至っている。直接投資の規制は為替管理の導入にはかならず、米国輸出の促進および貿易外収入の増加という観点からも決してプラスとはいえないが、かような論議自体、米国国際収支赤字の深刻さを端的に示すものともいえよう。しかし短期外資流出、対外証券投資の抑制に加え、直接投資の規制を実施しても、これらはいずれも問題の根本的な解決策となるものではなく、単に一時的な時間稼ぎの手段に過ぎないものであることを忘れてはならない。もともと民間資本の移動は金利隔差にも左右されるとはいえ、基本的には経済成長、通貨価値安定の国際的不均衡に基づく投資機会や

予想利潤の寡多を反映するものである。したがって米国民間資本の流出を基調的に改善するための根本的な対策は、米国経済の成長促進と国際競争力強化を通じて、投資機会を増大させる以外にはない。これは単に資本流出を抑制するばかりでなく、貿易収支のいっそうの改善をもたらすであろう。ケネディ政権が大幅な減税政策によって実現しようとしている目標も、このことにほかならないわけである。

### 米国国際収支対策後の

#### 欧州の短資動向

公定歩合引上げと金利平衡税創設を中心とする米国国際収支対策が発表されて以来、米国からの長短資金の流出はかなり静まってきているとみられる。しかし、欧州諸国は国際短資対策としてはそれぞれの経済事情に基づき、独自の立場から以下にみるように弾力的な政策態度を留保しており、必ずしも流入短資をチェックする方向のみにあるとは見受けられない。またIMF総会を前にしたドル不安人気も加わり、投機的資金の動きもみられなくはないので、米国からの短資流出速度は弱まっているとしても、既往の流出短資が大きく還流に転じているとは考えられない。このため、一部には今回の国際収支対策が十分効果をあげ得ない場合に、次に米国のとるべき措置として公定歩合の再引上げ、ないし資金流出に対する為替管理の導入などを予想する向きさえある。最近の資金移動には複雑な要因がからみ合いめいりようでない点が多いが、この辺の情勢を理解する一助として、以下に米国国際収支対策後の欧州における短資の主たる動向をみておこう。

#### 欧米主要国の短期金利の動き

まず、短資移動に大きな影響のある米英両国の短期金利の動向は次表のとおりである。すなわち、米国TBレートはすでに7月初めから公定歩合の引上げに先行して上昇傾向をたどり、公定歩合引上げ後9月中旬には3.409%に達した。一

方、英国当局もロンドンからの短資流出に備え、短期金融市場をできるだけタイトに保ち、T B レートを高目(3.7 %前後)に維持する努力を払ってきた。英国としては成長政策を遂行中であり、短資の大規模な流出によるポンド不安の発生は是非とも阻止せねばならないため、一時は、二重金利政策を発動するのではないかと噂された。しかし、幸い貿易収支を中心に英国国際収支は改善傾向にあるため、ポンドの対ドル先物相場が堅調であり、ドル、ポンドのスワップコストは9月にはいりほとんど無視しうるまでに縮小、英国は格別二重金利操作を実施するまでもなくなお米国よりも0.2~0.3 %高(先物カバーコスト考慮後)の金利差を保持してきている。もっともこの間、後述のようにドル不安に関連して英国から若干の短資流出がみられたが、このような金利事情から英国から米国へ大量の資金還流が生じているとは考えられない。

### 米 英 間 金 利 較 差

(単位・%)

	米国T B (3か月) 入札金利	英国T B (3か月) 入札金利	先物カバ ーコスト	英国への 短資流入 要因
7月第1週	3.011	3.763	0.435	0.317
2	3.164	3.778	0.364	0.250
3	3.192	3.770	0.200	0.378
4	3.206	3.761	0.293	0.262
8月第1週	3.263	3.759	0.321	0.175
2	3.253	3.671	0.293	0.125
3	3.335	3.691	0.164	0.192
4	3.335	3.775	0.136	0.304
5	3.396	3.726	0.122	0.208
9月第1週	3.384	3.703	0.014	0.305
2	3.343	3.699	0	0.356
3	3.409	3.687	0.086	0.192
4	3.379	3.675	0.122	0.174

一方、ユーロ・ダラー市場金利(3か月物)は、米国金利引上げ後7月下旬には一時3%~4%まで上昇したが、9月下旬には3%~4%とやや戻している。最近の動きをみると、ユーロ・ダラー需要はわが国のほか、イタリア、西ドイツ、

スイスなど多岐にわたりかなり根強い。すなわち、イタリアおよびスイスは国際収支とくに経常収支の逆調と国内物価の上昇を主因として、また、西ドイツは建築、輸出を中心とする景気の全般的上昇に財政揚超の季節的要因が加わり、それぞれ国内金融市場は窮屈化している。7月下旬から8月末にかけてわが国のユーロ・ダラー需要もかなりあった。このように取入れ需要が根強いにもかかわらず、金利がやや低下しているのは後述のようにフランスなど一部取手国の取入れ規制強化によるものであって供給サイドに大きな変化があったとはみられない。むしろ、米国定期預金証書金利上昇(3か月物7月17日3.38%、9月下旬3.55%)の影響などで最近米国へのユーロ・ダラー引揚げのきざしもあると伝えられるので、市場は当分の間現在の小締まり基調を続けるのではないと思われる。

### ユーロ・ダラー金利

(単位・%)

	1 か 月	3 か 月
38年7月5日	3 $\frac{1}{4}$ ~ 3 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4
12日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{5}{8}$ ~ 4 $\frac{1}{8}$
19日	3 $\frac{5}{8}$ ~ 4 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{7}{8}$ ~ 4 $\frac{3}{8}$
26日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{7}{8}$ ~ 4 $\frac{3}{8}$
8月2日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
9日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
16日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
23日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
30日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
9月6日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
13日	3 $\frac{1}{2}$ ~ 4	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
20日	3 $\frac{5}{8}$ ~ 4 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$

(フィナンシャル・タイムズ調べ)

### 大陸主要国の短資に対する政策態度

各国政策当局の外資に対する態度も、つぎにみるように必ずしも流入抑制の方向にあるとは限らず、かなり微妙な動きを示している。まず、米国の金利引上げ後公定歩合を変動した国は、ベルギー(3.5→4%)、デンマーク(6.5→6.0%)両国のみであり、これらは全く自国経済の調整手段とし

て行なわれたので、国際間短資の移動にはほとんど影響を与えなかった。一方、その他の主要国では、フランス、イタリア、スイスなどは国内景気が過熱ぎみであるが、対米協力的見地ないし国内流動性調整の見地から公定歩合を引上げることがはきわめて困難な状況にある。

このように短資流入に対して各国は概して警戒的ではあるが、その度合いは国により区々である。フランスがインフレ対策の一環として8月、居住者の外国資金借入規制(最高限、金額百万フラン、金利4%、期間2年)を強化したこと、スイスが8月に有効期限の到来した中央銀行、市中銀行間の「外資流入抑制に関する紳士協定」(非居住者預金に対する付利禁止など)を本年末まで延長したことなどは、政策当局の外資流入抑制努力を示す例である。しかし、他面、スイスが上記紳士協定の延長に際しその規制内容を緩和し(6か月未満の非居住者預金に対する年1%の手数料一逆金利一徴求規定および定期性預金引出しに関する3か月の予告期間規定を廃止)、またその有効期間も従来の6か月ベースから短縮したこと、さらにはほぼ時を同じくして居住者の定期性預金金利の引上げ(3.5→3.75%、間接的には外資に対しても吸収誘因として作用)を実施したことなどを考えあわせると、このところスイス当局の短資流入抑制態度は従来に比べかなり緩和しているのではないかとみられる。またイタリアは外資流入規制に対してはそれほどシビアな態度にでておらず、西ドイツにおいても外資流入が続いているにかかわらず、ブンデスバンクのスワップコスト操作による資本輸出を促進する積極的な態度はうかがわれない。

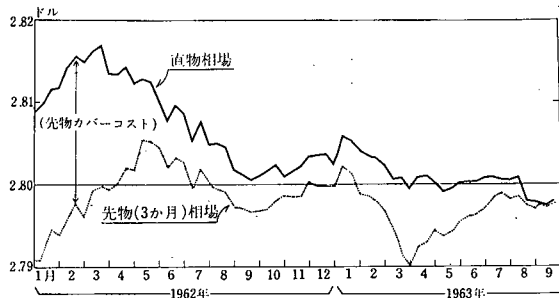
以上のような政策当局の微妙な態度の転換は国際短資移動の局面において、米国の金利引上げ効果を減殺するものであり、短資移動を複雑なものとする一因となっている。

#### ドル不安をめぐる微妙な短資の動き

さらに米欧間の短資動向にはドル不安が微妙に関係している点に注目しなければならない。IM

F総会を前にしたドル不安の再燃は恒例になった感があるが、本年はとくに金利平衡税創設などドラスチックなドル防衛策がとられ、また国際流動性問題の検討に米国も参加する意思のあることを表明したあとだけにドルに対する信認はかなり動揺した。これはポンドの対ドル先物相場の堅調、ドルの大陸通貨(とくにスイス・フラン、西ドイツ・マルク)に対する軟化や、ロンドン金相場の上昇などに反映している。ただし金相場が8月末1オンス35.11ドルまで上昇したあと、ソ連の大陸市場における金売却の再開(9月中旬約3億ドル)により9月下旬現在35.07~08ドルの水準まで戻している。

ポンドの対ドル為替相場(ロンドン市場)



一方、ポンドの対ドル為替相場(上図参照)をみると先物が堅調である反面、直物は8月中旬以降パリティを下回り軟調である。かかる直物相場の動向は、何らかの形を通じポンド売り、ドル買いの生じていることを示唆しているとみられるのであるが、他方、7、8両月とも英国の対外準備は実質わずかながら増加していることからみると、英国からの短資流出はさして多額ではないと考えられる。まして、前述のように米英間金利関係では英国が高いので英国から米国へのいわゆる金利裁定資金の流出は起こっているとはみられない。したがってドルの大陸通貨に対する軟化、前述ユーロ・ダラーの動きなどをあわせ考えると、結局ドル不安を見越してドルをショートに維持せんとする大陸筋が、決済需要のドルを手持ちポンドの売却により調達しているとか、あるいはエコノミスト誌の報ずるよう小規模ながら投機業者によ

る英国からスイスなどへの資金引揚げが行なわれそれがドルを介在させて行なわれている(先物カバ―はポンドでとる)のではないかと推測される。なお、英蘭銀行は、ポンド直物相場の軟化に対しては、ポンドの基調が当面健全であること(先物相場の堅調)にかんがみ、為替平衡操作を行なっていないとみられるので、それが英国からの外貨流出を最小限に止めている一因となっているとみられる。

米国国際収支対策発表後の短資動向はおおむね以上のとおりである。短資についてみる限りでは、米国公定歩合引上げは0.5%と小幅であり、単に、欧州諸国との金利較差を縮小したにすぎないともみられるのであるから、米国への短資還流という即効を期待することはそもそも無理であろう。しかも、すでにみてきたように欧州各国は独自の立場から短資対策を講じているので、米国金利引上げの効果が十分発揮されないという面もある。短資動向の現状は、米国にとって満足すべきほどの成果をあげているとはいえないが、長期資金面における動向とあわせて成行きを今しばらく注視することが必要であろう。

## フランスの総合物価対策

フランス政府はさる9月12日、一連の総合物価対策を発表した。7月以降の政府筋の言明からしてフランスがかなり大規模な物価対策を打ち出すであろうということは大方の予想するところであったが、その内容は金融政策、財政政策、直接的物価対策、労働力対策、住宅政策などを打って一丸としたきわめて広範かつかなりきびしいものであり、その規模の大ききにおいて、フラン切下げを含む1958年の経済安定計画以来最大と言われている。以下その内容などにつきみてみよう。

### 問題の背景

近年欧州諸国ではインフレ傾向が程度の差こそ

あれ一般的となっているが、イタリアと並んでフランスにおいてこの傾向はとくに著しい。昨1962年中のフランスの消費者物価上昇率は4.9%と欧米主要国中最高であり、本年にはいつてからはその速度を速め第2四半期の前年同期比上昇率は5.5%となった(第1表参照)。上昇の著しいのは食料品、サービス料金である。このような消費者物価上昇の原因は何よりも過剰流動性(昨年中のマネーサプライ増加率19%、他国の例をみるとイタ

(第1表) 欧米主要国の消費者物価指数推移

	1958~60 年平均	1961年	1962年	(対前年(同期)比上年率・%)		
				1963年		
				第1四半期	第2四半期	最 新 月
フランス	10.0	3.3	4.9	5.3	5.5	(8月)6.5
イタリア	1.9	2.1	4.7	6.1	7.5	(7月)6.6
西ドイツ	2.5	2.5	3.5	4.4	2.9	(7月)1.1
オランダ	3.4	1.7	3.3	5.6	4.7	(6月)3.9
ベルギー	1.6	0.9	1.4	2.2	0.8	(8月)2.2
米 国	2.5	1.1	1.4	1.2	1.0	(7月)1.5
英 国	1.6	3.4	4.3	3.0	1.5	(7月)0.8

資料: OECD 統計月報、その他

(第2表) 卸売物価指数推移

	1958~60 年平均	1961年	1962年	(対前年(同期)比上年率・%)		
				1963年		
				第1四半期	第2四半期	最 新 月
フランス	3.8	2.1	2.7	3.1	2.6	(8月)4.4
イタリア	-0.1	0.2	3.0	5.6	4.7	(7月)5.0
西ドイツ	0.2	1.5	1.1	0.9	0.5	(7月)0.3
オランダ	-0.9	-0.7	0.8	2.3		(4月)-
ベルギー	0.5	-0.2	0.8	2.1	1.4	(6月)1.4
米 国	0.2	-0.4	0.3	-0.5	-0.2	(8月)-
英 国	0.8	2.6	2.3	1.1	1.3	(7月)0.9

資料: OECD 統計月報、その他

(第3表) 製造工業の時間当り賃金収入増加率

	1958 ~60 年平均	1961年	1962年	(対前年(同期)比・%)	
				1963年	
				第1四半期	第2四半期
フランス	8.4	7.7	8.2	8.9	8.8
イタリア	3.7	7.3	14.4	15.0	15.8
西ドイツ	6.7	10.1	10.9	5.9	7.8
オランダ	4.5	12.7	5.5	10.2	8.7
ベルギー	13.3	4.8	7.8	8.1	
米 国	3.3	2.3	3.0	2.2	2.5
英 国	5.0	6.5	3.7	3.3	3.7

資料: OECD 統計月報、その他