

開放体制下金融政策の諸問題

1. はじめに

IMF 8 条国移行、OECD への正式加盟などいわゆる開放体制移行という新事態を迎えて、今後金融政策の果たすべき役割はいよいよ大きくなる。

まず貿易、為替管理体制が全面的に後退するなかであって、経済の安定と国際収支の均衡を維持する任務は主として金融政策が担わなくてはならない。しかも今後の金融政策は、高成長の維持という国民的要請の下に、他の政策手段と協力して産業基盤の強化、根強い消費者物価の値上がり抑制など複雑な国内政策目的に対処する一方、最近著しく高まった国際金融協力の要請に積極的に応えていかなければならない。

このような政策課題は、きわめて複雑且つ困難なものであって、とくに金融政策が独力でそのすべてを達成できるものでないことは明らかである。しかしわが国よりも一步先んじて「開放体制」に移行した欧米主要国の金融政策は、近年この複雑な政策課題に応えつつすでに相当な成果をあげてきた。しかも国際金融情勢の変化は現在なおさまざまな形で進行しつつあり、各国金融当局のこれへの適応努力は、現在なお多面的に続けられている。この意味で、開放体制にいかに対処するかは、わが国だけでなく、世界主要国共通の課題といえるのである。もちろん国情が違えば、問題のあり方や解決方法は当然同じではあり得ない。われわれとしては、あくまで日本経済の現実に即した独自の途を選ぶしかないのであるが、同時にわれわれが直面している問題の本質が、「国際化時代」と呼ぶにふさわしい現代世界共通の課題であることを知ることは重要なことであろう。

開放体制移行に伴う金融政策の課題と方向を探

るのが本稿の目的であるが、前述のように事態は現に発展中であって、開放体制下の金融政策といってもそのあり方を確定的に描き得る段階ではない。したがって本稿では、欧米諸国の政策体験を参考としながら、今後に予想される重要問題の指摘にとどめざるを得なかった。

2. 開放体制移行の意味と金融政策の立場

(自由化への対応)

最初に「開放体制移行」と呼ばれることの意味を明らかにしておく必要がある。

まずこのことは、学問的な意味で「封鎖体系 (closed system)」と対比されて使われる「開放体系 (open system)」とは正確には一致しない。つまり学者のいう「封鎖体系」とは、外国経済といっさい交渉を持たない孤立した経済領域を想定し、そこにおける経済の運動法則なり均衡の条件なりを明らかにしようとするものである。だからわが国のように、相当の貿易依存度を持ち、国際収支の動向が国民経済の安定と発展に常に重大な影響をもつという状況の下においては、たとえ為替貿易取引が政府の統制下にあったとしても、これを厳密な意味で封鎖経済と呼ぶことはできないのである。しかし貿易、為替取引を厳重に統制することによって、内外経済情勢いかにかわらず国際収支の表面的均衡を保つことは短期的には可能であろう。つまり為替、貿易管理体制はその限度において、内外経済を遮断する効果がある。そうした対外取引の統制が原則的になくなり、内外経済の変化が国際収支に直接影響するようになるということ、したがって国際収支の安定のためには原則として直接統制以外の手段で対抗するよりほかなくなるということは、もちろん大きな事態の変化である。

IMF 8 条国移行やOECD加盟をまつまでもなく、近年わが国は貿易、資本取引面の自由化をかなり急速に進めてきた。これに伴い海外との商品、資本交流は一段と活発化し、この結果わが国経済全体、とくに金融、資本市場はもはや海外市場から孤立した存在ではあり得なくなっている。この点は、たとえば海外市況の変化が、わが国の物価や国際収支に大きな影響を与える点からも明かであるが、より端的な現われは金融および資本市場の面にみられる。たとえば近年輸入ユーザンスやユーロ・マネー取入れが相当巨額に達した結果、その動きはわが国の対外準備ポジションおよび国内金融市場の流動性に大きな影響を与えるまでになった。海外要因が国内資本市場に与える影響としては、やや極端な例ではあるが昨年中の「ケネディ・ショック」を想起すれば十分であろう。

したがって「自由化」または「対外経済交流の活発化」という意味でいうならば、わが国の「開放体制移行」はすでに相当の段階まで進んでいるわけであって、今後この面で急に新しい事態が展開するわけではない。しかしそれにもかかわらず IMF 8 条国移行と OECD 加盟実現は、わが国経済にとってやはり決定的意味を持つことは否定できない。第 1 に、これによってわが国の自由化と国際協力という基本路線が、国際的誓約という形で確定するということである。とくに IMF としては、いったん 8 条国に移行した国が再び為替制限国に移行することを軽々に認めないという立場をとっている。他方 OECD の本質は先進国の経済協力のための「クラブ」であって、IMF のように加盟国の義務履行を法的に強制することを本旨とはしていない。しかし、クラブ員という性格から当然生ずる道義的義務は、ある意味では IMF や GATT の場合よりも強いと考えなくてはならない。第 2 に、8 条国移行や OECD 加盟によって、世界の日本に対する期待と関心が一段と強まるということである。これに伴い対日投資などに対する外国の興味はいっそう強まるであろうし、日本側の取引意欲も当然強まるであろう。

他方これとともに、日本の経済動向は従来以上に外国から注意深く断続的に観察され、その結果は交換性回復後の円に対する国際市場における評価となつて日々現われることになるであろう。今後の金融政策は、こうした新たな事態に対処し、為替管理なきあとの国際収支の調整と円の交換性維持の責任を一手に引き受けなければならないのである。

(国際協力体制への参加)

しかしながら開放体制下の金融政融の課題は、以上述べたような「自由化対応策」ととどまるものではない。これに劣らず重要なことは、新しい時代の要請である国際協力体制への参加という大きな課題である。

交換性回復後の国際金融情勢の変化は各方面にわたって著しいものがあるが、そのなかでも最も大きな動きは、国際経済の発展と金融秩序を維持するために先進諸国の政策協調への要請がかつてないほど高まったということであろう。その背景の一つには、戦後 20 年にして欧州諸国や日本の経済発展が著しく進み、米国経済の絶対的優位の体制がくずれたという事情がある。つまり米国経済の指導力が弱まり、世界経済の秩序維持が、主要国の多面的な協力で依存する度合いが強まったのである。第 2 の要因は、自由化が進んで国際間の経済交流が活発化し、各国経済の安定不安定は相互に波及し合い、その相互依存関係が強まったことである。第 3 には、安定と成長を旨とする各国の政策手段が強化された反面、政策の影響が国境を越えて他国へ波及するという問題が従来以上に意識されるようになったことである。この最後の点は、短資移動に及ぼす金利政策の影響力を考えれば明白であろう。同じことは各国の景気調整政策一般、成長力やコスト・物価構造に対する政策などについても多かれ少かれあてはまることなのである。

要するに世界経済はいまや無限の広さをもった存在ではなく、主要先進国の経済情勢と政策がそれぞれ大きな影響を及ぼし合う「狭い限られた世界」になったといえる。このように相互依存性が

強まった今日の世界情勢の下では、主要国の密接な政策面の協調ということがなければ解決のつかない問題が当然多くなっていくのである。国際金融の安定のごときはその最たるものであろう。金融政策のようにその対外波及効果の強い政策は、各国がこれを自国本位に勝手に運用したのでは、国際経済の安定を害し、結局その国の政策目標自体にもそぐわはしないような結果をもたらしやすいのである。

開放体制移行ということは、可及的に経済国境を排除して国民経済を大きな世界経済の流れのなかに組み入れることであるが、その場合の世界経済とは、上述したような限界と問題点をもつ具体的な世界であることを忘れてはならない。もちろん開放体制下の金融政策といえども、その第一義的任務は自国経済の利益に奉仕することであるが、今日の現実において、対外協調を意識しない金融政策はあり得なくなった。またそのような政策運営態度こそが、結局は国民経済の利益に最もよく奉仕できる途であると考えられるようになったといえる。IMFの資金強化のための10か国グループへのわが国の協力、今後に予想されるOECD第3作業部会への参加は、そのような金融政策の国際協力の方向を端的に示すものである。

なおこの場合の国際協調体制への参加とは、国際経済の調和的発展のために、世界経済の動向に対して決定的な影響力をもつ主要国が相互間に不断に積極的な話し合いを行ない、相互理解と政策調整の方途を見出すための努力である。したがってそれによって共通の利益に違反する利己的行動は制約されるが、反面参加国にとっては、それを通じて正当な国家利益を最も有効に主張できる「機会」でもある。国際協調を単なる対外追随主義と誤解すべきではない。

3. 金融政策の目標と問題点

(1) 対内目標と国際収支規範の問題

金融政策本来の任務は、国民経済の安定と発展という窮極目標に副うよう、金融市場を調節する

ことである。前述したように、この本来の任務は開放体制下にあっても全く変わらない。

(複雑な対内政策目標)

開放体制への本格的移行を迎えた現段階において、国内政策面での金融政策の任務は、それ自体著しく加重されている。すなわち金融市場の調節を通じて物価と国際収支の安定をはかるという金融政策の任務は、国際競争力強化のための産業基盤の強化や再編成への要請あるいは高成長下の消費者物価騰勢などという新たな政策環境の下に遂行されなければならない。また新情勢に即応して金融機構をいっそう強化し健全化するという問題も重要である。国際的に取引分野を拡大し、それだけ激しい国際競争の下に立つという点においては、市中金融機関の立場も一般企業と変わらない。融資先企業に対する国家の統制と保護が後退するにつれ、金融機関は従来以上に自己責任の原則に立った資金運用態度が必要となる。そうした金融機関の健全経営を側面から促進するのも、金融政策の長期的任務の一つでなくてはならない。もとよりこれらの政策目標のあるものは、金融政策本来の任務というよりも、財政・租税政策、産業政策などの責任に属するものが少なくないが、金融政策はその本来の任務の範囲内で、これらの政策活動と協力するのが当然の要請となるのである。

(国際収支規範の問題)

しかし開放体制下の金融政策にとってもっとも重要な問題は、新情勢下において国際収支の均衡と円の国際信用をいかに守り抜くかという問題である。もとより為替管理体制の下においても、国際収支の均衡達成は長期的には金融、財政政策による国内需要の調節なしに達成できることではない。たとえば過剰需要が存在する限り輸入統制を強化してみても国内物価の上昇などで結局は引締め政策をとらざるを得ない。しかし開放体制の下において、国際収支の均衡維持という課題は、金融政策にとってもはや絶対の目標となる。これからは国際収支の不均衡を調整するために一時的にせ

よ為替管理に頼ることは原則的にできなくなる。それだけではない。すでに述べたとおり今日の国際経済の現実からみると、世界経済の安定的発展は、主要国の政策協調のいかにかかる面が大きいのであるが、それはとりわけ国際収支の均衡達成という面においていえることである。各国がそれぞれ自国の国際収支の均衡化に責任をもつといういわゆる国際収支規範(balance of payments discipline)に沿った政策行動をとらない限り、国際通貨機構の安定、ひいては国際経済の均衡ある発展は期待できないからである。最近国際流動性問題をめぐる各国当局者間の論議の焦点が、国際収支規範の問題ならびに国際収支の不均衡を改善するための国内経済調整の問題(いわゆる adjustment process の問題)に集中しつつあるのもこのためである。

(経済硬直化との闘い)

現在の高度に発展した工業国家にとっては、国際収支改善のための経済調整は従来ほど簡単ではなくなったといわれる。というのは、多くの場合工業国家の国際収支不均衡が、短期の国内需給の不均衡だけによって生ずるのではなく、さまざまな国外情勢の影響、産業技術や需要構造の変化など、より複雑な、場合によっては基礎的要因とみられる事情によってもたらされる場合が多くなったからである。

もとより実際の政策は、そのときどきの情勢に即してとらるべきことであって、一概にはいえない。国際収支不均衡の要因が国外にある場合は、後述するように国際的協力が何より重要である。注意を要するのは国内の不安定要因で、しかも「構造的」といわれる諸問題に対処する場合である。

一般的にいえることは、産業構造が高度化し、賃金・物価その他経済各面の硬直性が增大するにつれて、経済不均衡の調整にはより時間をかけた多面的な対策が必要となるということである。この場合金融政策としては、このような不均衡を拡大しないよう問題発生の際が表われた段階にお

いて、これを是正するよう努力することが何よりも必要となる。国際間の資本取引が著しく自由化した現在においては、このような不均衡を放置すると思惑資金の動きを刺激し不均衡をいっそう激化させる危険もある。さらに一国の不均衡の拡大は大かれ少なかれ他国へ波及する。この場合不均衡が拡大激化したあとで急激な調整を加えるという振幅の大きい調整過程をたどることは、国内的にはもとより国際協調の面からみてもはなはだ好ましくならぬこととなる。今後の金融政策が従来以上に機動性をもち、十分予防的にキメ細かく発動される必要があるのは、このためである。

(2) 国際間の構造的な不均衡と輸入インフレの問題

(欧州における輸入インフレ)

最近の金融政策が直面してきた難問題の一つは、インフレの国際的波及の問題である。この問題の背景には、国際的な不均衡の是正という開放体制下必然のプロセスを、いかなる形で処理するかという、かなり重大問題が潜んでいる。

昨年来欧州ではフランスとイタリアのインフレ傾向が激化し、最近ではその影響が欧州全般に及ぶ傾向が認められる。欧州諸国のように経済の相互関係が密接なところでは、インフレにせよデフレにせよ経済の不均衡は容易に他国へ波及する。EECのように制度的統合が進んだ国々においてはとりわけこの傾向が強い。EECがその統合化計画のなかで、経済計画や景気政策の統合調整を大きな目標としているのは当然のことなのである。またフランスとイタリアのインフレ傾向について、昨年来EEC委員会はきびしい政策勧告を行ない、一方他の加盟国に対しては両国の安定化政策を支援するような政策をとるよう呼びかけている。EEC全体の利益のためにはこうした高度の政策調整が当然必要なのである。

しかし問題が欧州内部だけのことにとどまるならば、その処理は比較的簡単であろう。ところが実際はもっと大きな、世界的規模での不均衡調整の問題があるのである。最近欧州方面で「輸入さ

れたインフレーション」ということがしばしば問題として採り上げられている。これは、最近の欧州諸国の根強いインフレが、結局米国のインフレ政策ないし慢性的国際収支赤字によって誘発された結果であるという考え方である。つまり現在の世界的な収支不均衡、すなわち慢性的な米国の赤字と欧州の黒字傾向は、現在の国際通貨制度と米国のインフレ政策の結果であって、この間米国は赤字を通じて欧州諸国の資源を奪い、他方慢性的黒字による欧州諸国の過剰流動性は、そのインフレ対策を困難ならしめたという点が問題にされているのである。

ここ数年来米国の国内物価は世界的にみてもとも安定している。また米欧間の慢性的な国際収支のアンバランスにしても、当面では経常収支に問題があるのではなく、資本収支と対外援助支出が主たる原因となっている。とくに最近米国の赤字を増大させている最大の要因は民間資本の流出であるが、この点については米国側が指摘するように、欧州資本市場の不備、とくにかなりきびしい対外投資規制にも原因がある。また最近の欧州のインフレについていうならば、各国の財政支出の膨張はじめ政策上の問題も多分に認められる。したがって「輸入インフレ」の責任をすべて米国側にのみ負わせることはできない。

しかし過去約10年間の国際経済の推移をみれば、欧州側の「輸入インフレ」論にも多分に首肯できる点があることは事実である。53から57年ごろにかけて、米国では生産性を上回る賃金上昇とこれに基づくコスト・インフレの進行がみられ、他方欧州や日本は概して物価安定の下にめざましい復興をなしとげ、このため米国商品の国際競争上の優位は大幅に後退せざるを得なかった。もちろんその後欧州や日本などの繁栄をよそに米国経済は最近までむしろ停滞を続け、とくにこの間国内物価が著しく安定を保ったので、最近では米国商品の国際競争力は再びかなり強まっている。しかしこの間にも、米国からの資本流出が引き続き増大し、他方ドル不安の発生、思惑的国際資本の

移動、ドル防衛への協力などで欧州側の金融政策が非常な負担をこうむることになったことは事実なのである。もちろん国際収支黒字に伴う国内流動性の過剰は、金融政策によって吸収することができる。しかしこうした「不胎化」政策は国際収支の不均衡自体を是正するものではなく、むしろ国際通貨不安をいっそう激化する。事実60年前後の西ドイツはじめ欧州諸国の「健全金融政策」は国際的収支不均衡とドル不安を助長し、遂には61年にマルク、ギルダーの平価引上げという形で全面的な調整を余儀なくされた。平価変更に伴う犠牲と混乱を避けようとするれば、欧州諸国は国内インフレを容認し、それを通じて国際経済の不均衡が是正されるというコースをとらざるを得ないであろう。現実に関起った事態は、部分的な平価調整に加えて欧州側のインフレ進行という両方のプロセスであったのである。

経済の「開放化」が進み、国際間の交流が活発化すれば、国際経済の不均衡を是正する何らかの形で平準化運動が進行するであろう。この場合輸入インフレ論が指摘するように、不均衡の要因が米国側にあるのであれば、不均衡是正の責任はまず米国が負わなければならない。しかし現実の事態をみれば、米国は国際収支の赤字に苦しむ一方、国内経済の不振と高失業に悩むという特殊な状況にあった。このような状況でデフレ政策をとることは国内的に困難であったし、世界経済に与える影響からみても、そうした対策は適当であったとはいえない。このような米国経済の「構造的な不均衡」に対しては、本来ならば米ドルの他国通貨に対する平価調整がもっとも良策なのであるが、かりに当時ドル平価が切り下げられていたとしたら、国際金融の混乱はいっそう大きなものがあったであろう。

（固定平価制と物価調整の問題）

要するに「輸入インフレ」の傾向は否定できないにしても、その責任を特定の国、特定の政策にのみ帰するわけにはいかない。当時各国金融当局は交換性回復後の新事態に対して余りにも無準備

であったし、国際金融、資本市場の制度上、運営上の不備も大きかった。それに防衛努力や後進国援助負担の適切な配分という政治上の問題も検討の余地を残していた。要するに異常な事態がいくつも重なり合っていたのである。今後の問題として大切なことは、この間の不幸な経験を生かし、国際協力を通じてこうした混乱を未然に防止するために努力することである。重要な教訓としていえることは、固定平価制の下では国際的な賃金、コストの不均衡はいずれ何らかの形で平準化されざるを得ないという点である。しかも各国ともに賃金、価格の下方硬直性が強まった現状では、物価は高い国の水準にきや寄せられることになりやすい。

この点では、大国でありかつ準備通貨国である米国経済の安定的発展が何より重要であり、それだけ米当局の責任は重大である。この点は今後各国もこれを監視し必要な勧告を行なうことが必要であるが、同時に諸国の協力いかなも、米国の安定化政策の成否に影響しよう。オランダ銀行のホルトロップ総裁は、最近の演説においてこの問題に触れている。すなわち同総裁は過去における米国からの「輸入インフレ」の傾向を認めているが、しかし米国が国内インフレの抑制に成功し、またその国際収支も改善のメドがつきはじめた現在としては、過剰需要とコストプッシュの両面からくる欧州内部のインフレ抑制がいよいよ重大な課題になってきたことを強調している。欧州全体がインフレ化した場合は、欧州が新たな「インフレ輸出国」となるし、また個々の小国が国際水準を上回る物価上昇を放置した場合には、その国にとって重大な危険を招くことになろう。ホルトロップ総裁の言葉は、今や欧州諸国にとって重大な警告なのである。

輸入インフレはわが国にとっても無縁の問題ではない。米国のインフレと国際収支赤字が他国に与えた余波と危険は、欧州だけでなく日本にも及んでいる。しかも欧州諸国が米国に対する国際収支上の優位性を対外準備の増大という形で今日

まで保持したのに対し、わが国の場合は同じ優位性のすべてをあげて高成長の実現に充て、さらに米国を中心に巨額の対外借入を行ってきたのである。今やわが国の物価上昇圧力は欧州に劣らず強い。米国は資本収支を中心に国際収支の改善策を強化し、その効果があがりつつある現在、ホルトロップ総裁の言葉はわれわれにとっても重大な警鐘でなければならないのである。

4. 資本移動と金融政策技術

(1) 国際資金移動のメリットとデメリット

58年末の交換性回復以来欧米諸国の金融当局が最も苦慮し、且つ政策技術的にも最も注目すべき工夫を生んできたのは、国際間の資金移動にいかにして対処するかという問題であった。

もとより資本取引の自由化自体が国際経済の発展にマイナスになると考えてはならない。国際間の自由な資本移動は、世界的に資本の効率的使用を可能にし、高次の経済発展に貢献する。これは主として中長期資金に妥当することであるが、短期資金についても例外でない。ユーザンスの提供など短期信用の自由な交流は国際間の貿易拡大に大きく寄与しているのである。国際的金融取引の自由化によって各国の金融、資本市場は最近急速に統合化、一体化の方向に進んでいるが、これは国際経済の均衡維持にとっても大きな利点がある。たとえばある国の国際収支に不均衡が生じても、このような拡大された国際市場を利用することによって、対外準備への圧迫を回避し、対外均衡回復のために必要な時間的余裕をかせぐことができるのである。

しかしながら一方において、資本の自由交流がもたらす攪乱的影響も無視しえない。とくに国際間の金利差や、政治不安、通貨不安を敏感に反映して国際金融市場を浮動するいわゆるホットマネーは、対内対外不均衡を助長する機会が少なくなっているのである。このような資金移動の均衡破壊的作用については次の3点を指摘することができる。

第1点是对内政策の方向に逆行する外資の流出

入である。たとえば国内景気抑制のため引締め策を採用した場合、国内金利の上昇が国外から金利裁定的資金の流入を誘発し、国内流動性をかえって膨張させるという逆効果を伴う場合が少なくない。逆に国内のデフレ傾向を改めるため金融緩和策を講ずる場合に、資本が流出して国際収支を不安に陥れるという危険を伴うことがある。

短期資金の不安定な動きが均衡回復を阻害した事例は多い。西ドイツが景気過熱化に対処し59年から60年にかけて公定歩合を引き上げた結果短資流入が激化し、このためブーム下にありながら60年末から60年央にかけ再び公定歩合の引下げを余議なくされた事実はその典型的な事例である。

第2に注目されねばならないのは投機的な資金移動である。とくにキーカレンシー国である米国や英国は、ドル・ポンド不安や国際政局の不安からしばしば大量の資金流出に見舞われ、また伝統的に逃避資金の逃げ場であるスイスをはじめ欧州大陸諸国はその都度大量の流入に悩まされた。

このような投機資金は突如大規模に発生するし、金利裁定資金のように金利差取得を動機とするものではないので、関係国の国際収支に対し均衡回復的に作用するという保障が全くない点が問題である。すなわち金利裁定資金は金利操作である程度その流れをコントロールできるが、投機的資金については小さな金融技術でコントロールすることはむづかしい。これに対する金融的対策はおのずから質的に異なるものとなり、後述のごときより広範な国際的協力が要請される結果となるのである。

第3に、資金移動が収支を均衡させる方向に動いたとしても、経済の均衡回復をかえって遅らせる結果となる場合があることである。資本移動が一時的な国際収支不均衡に立ち直りの時間的余裕を与える利点があることはすでに指摘した。国内景気の行き過ぎから生じた経常収支の赤字を補てんする形で取り入れた外資が、このように均衡回復までの時間かせぎに役立つものであるならもち

ろん問題はない。しかし応々にしてこのような外資取入れによって経常収支の赤字の実勢が陰蔽され、収支改善のための国内経済の調整努力がかえって弱められる結果となることがしばしばある。すなわち対外借入による経常収支の陰蔽効果である。現行のキーカレンシー・システムが、自動的な均衡回復のメカニズムを欠き、キーカレンシー国の収支改善を怠らせたと欧州側が非難するのもこの点である。将来返済の目途のある長期外資が適正な規模で取り入れられるならば、とくに問題は無いが、不安定な短期資金への依存が高まったり、長期外資でも返済の目途のないまま漫然と利用されるということになると問題は大きい。とくに注意を要するのは、外資の取入れがある限界に達すると短資ならば突然に引揚げに転じ、長期外資の場合でも新規取入れが極端に困難になるということが起こりやすい。この場合その国はいっそう犠牲の大きなドラスティックな国内調整策を強行しなければならないはめに陥る。つまり無計画な外資依存は、国内経済の均衡的発展に必ずしもプラスにならないということになるのである。

(2) 多様な政策技術

国際間の攪乱的な資金移動に対処するため、過去数年来欧米諸国が発展させてきた各種の金融政策とその運営態度は大いに注目すべきものがある。もとより公定歩合政策、公開市場操作、支払準備政策など伝統的政策手段が中心であるが、複雑な内外情勢に応じてこれらのいわゆる正統的手段を補充しあるいはそれに代替すべき各種の方策が併用されてきた。

(金利政策の運用態度)

最も注目したいのは、国際間の金利差を調整するための金利政策の運用である。国際間の資金移動は何ととっても金利の動きに最も敏感に反応する。この意味で金利政策の重要性はいよいよ高まったのであるが、他面それだけにその運用について、国際協調的配慮がいっそう強く要求されるのである。

金利政策がデリケートな問題に直面するのは、国内景気情勢が要求する金利政策の方向が、国際収支対策として、あるいは国際協調上望ましいと考えられる金利政策の方向と矛盾する場合である。国内ブーム抑制のための金利引上げが国際資金の過剰な流入を呼び、引締め政策と逆行する結果を招いた前述の西ドイツの例、さらには国内で高水準の失業を出しながら資本流出という国際収支不安と闘わなければならなかった米国の場合などは、いずれも極端な例ではあるが、こうした金利政策の矛盾を物語っている。

しかしこれによって景気調節手段として、また国際収支防衛のための政策手段としての金利政策、とくに公定歩合政策の活用余地が小さくなったと考えては間違いである。国際収支防衛のために思い切った公定歩合引上げが行なわれた最近の例としては、英国(61年)、カナダ(62年)、米国(63年)などがあり、国内インフレ対策としては昨秋から最近にかけてのフランス、ベルギー、オランダ、スウェーデンの公定歩合引上げの例がある。ただ国際収支防衛のために金利を引き上げながらも国内景気への悪影響を少なくするため、金融、財政面で別途の措置をとったり、また国内インフレ抑制のための引締め策をとりながらも、国際資金移動への副作用を排除するための措置が併行的に講じられる場合が多い。このように政策運営上キメの細かい配慮が加えられるようになったというのが、最近の金利政策の大きな特色であろう。

(二重金利政策)

金利政策の対内効果と対外効果を別々に発揮しようとして考えられたものに、二重金利政策がある。米国が62年来行なってきた nudging operation はその典型である。これは短期資金流出対策として短期金利を引き上げる一方、長期債の買入れと国債管理政策を組み合わせる長期金利を低目に維持しようとするものである。英国では、市中金利の基準となる公定歩合を据え置き、別途資金移動に直接影響する割引市場金利を引き上げるため

に割引業者に対して臨時に公定歩合を上回る特別レート(extra penal rate)を課するという政策がとられた。国内各種市場間には自由な資金の交流がある以上、こうした二元的金利政策の効果には当然限界がある。しかしこうした政策技術をとることによって対内、対外政策目標の矛盾を相当程度回避できたということは、大いに注目すべきであろう。

内外金利格差の調整は非居住者との取引条件を制度的に差別することによっても可能である。米国における外国公的機関預金に対する預金金利最高限度の適用除外(62年10月以降)は、これらの金利を自由化することによりこれら公的機関保有ドルをできるだけ国内に引き止めようとするものである。また昨夏提案された金利平衡税構想も、内外金利を制度的に差別するという二重金利的政策意図が長期資金の分野にまで拡大応用されたものとみることができる。他方西ドイツ、スイス、フランスなどでは非居住者預金に対する付利禁止、手数料(逆金利)の徴求などが行なわれてきたが、これはいうまでもなく短資流入を抑制するねらいに基づくものである。フランスやわが国で行なっている短資取入れ金利規制も内外金利の制度的調整の一種とみるべきである。

(先物為替市場への介入)

国際金利差の調整を目的とする特別な政策手段として注目されるのは先物為替市場への当局の介入である。これによって為替直先スプレッドに影響を与え、実質的な国際間金利格差を左右しようとするのである。ここ2~3年来最も活発にこの政策を行ってきたのは米国であった。すなわち米国財務省安定基金は、61年3月来、西ドイツ・マルクを対価とするドル先物介入を手始めに漸次スイス・フラン、ギルダー、リラ、ポンドを対価とする介入に範囲を広げてきた。これらはすべて各国中央銀行を代理人とするものであって、介入のため必要な外貨資金は、当初はアウトライト取引などにより取得していたが、62年3月以降は米欧中央銀行間のスワップ取決めや各中央銀行に対す

る中期外貨建米國財務省証券の発行など一段と組織だった方法で行なわれるようになった。

なおこの操作は直物介入とともに投機的な資金移動に対しても抑制効果を有することはいうまでもない。欧米主要国は大部分このような二重の効果をねらって先物市場へ介入しうる態勢になってはいるが、米国を除けば独自の介入はごく例外的にしか行なわれていない。これは一部に、自国通貨の実勢を正當に把握するため、先物相場はできるだけ自由しておくことが望ましいとの考え方が根強いという事情にもよるとみられる。

(投機資金移動に対する対策)

他方投機的資金移動は金利裁定資金と異なり、國際政局ないし通貨面に生ずる不安が直接の動機となっているので、基本的には各国がそれぞれ政治經濟情勢の安定に努めることが最大の要件であることはいうまでもない。しかしいったん生じた資金移動に対しては、政策当局としてまず何よりも確固たる平価維持の態度を明らかにし、実現可能な諸政策を機敏に打ち出すことが投機心に打撃を加える第一歩である。この場合、公定歩合の引上げは当局の断乎たる政策態度を示すものとして投機筋に与える心理効果が大きい。また技術的には徹底した為替相場支持策の強行が投機心冷却のうえに不可欠のものとなる。この意味で、欧米主要国で、従来行なわれてきた金融当局による直先市場への介入(平衡操作)や近年米国が行なってきた西欧当局に累積した過剰ドルの一時的吸収策など、一連の為替操作は、通貨の信認回復に大きく寄与してきた。英蘭銀行が行なってきた為替平衡基金の操作はその典型である。

しかしこのような投機資金移動は大規模に上る場合が多いので、一國が独自に対処する場合には外貨準備などから、為替操作にも限界が生ずることとなる。このため徹底した為替操作を行なうためには國際的金融協力を背景とせざるを得ない。61年春と昨春のポンド危機の際英国がバーゼル協定に基づき欧州中央銀行から多額の外貨借入を行ったり、また米国が為替操作資金徴達のため中

央銀行間スワップ網の形成や中期財務省証券の発行など外国当局の協力を仰いでいるのは以上のような観点に基づくものである。またIMFやパリ・クラブなど國際機関との連携、金価格安定のためのゴールド・プールの活動などが投機資金移動に対する顕在的潜在的な圧力となってきたことは周知のとおりである。

このように考えてくると、投機的資金の移動に真の効果を期待しうるものは、実は個々のテクニックではなく各国それぞれの國際收支規範の尊重と國際的金融協力体制の確立にあるのであって、これは開放体制下における國際的金融政策の基本原則と考えてきしつかえなからう。

(国内流動性調整策)

外資の流出入が国内流動性に及ぼす影響を吸収し、国内金融市場の安定を保つことも重要な政策目的である。そのためには伝統的な公開市場操作と支払準備率制度が中心的地位を占めることはいうまでもない。事実、公開市場操作による調整は比較的市場条件の整備されている英、米、西ドイツなどにおいて、また支払準備率操作は西ドイツ、オランダなど大陸諸国においてかなり活発に行なわれてきた。

しかし外資流入に伴う国内過剰流動性を、通常の公開市場操作や支払準備率引上げなどによって吸収することは典型的な不胎化政策であり、これによって資金移動に伴う國際金融の不均衡はそのまま固定され、また場合によってはかえって激化するという危険性もある。また資金移動が活発化し、量的にも大きくなった結果、国内流動性調節操作にはその量および速度など運用面で特別の配慮が要請されるようになった。これらの点からみると、西ドイツ、イタリア、スイスなどが行なったように、中央銀行が市中銀行に対して有利な条件で外貨のスワップを行なうという政策技術は、国内流動性を調節すると同時に流入外貨の再放出を促進する巧妙な政策技術と呼ぶべきであろう。またこれは、公開市場が未発達であり、中央銀行もオペ対象証券を十分持たないというような国に

において、通常の公開市場操作に代位するという特色をもっていることはいうまでもない。

一方投機資金流入の激しいスイスでは不胎化証券の発行や市中外貨売却代金の凍結などかなりドラスティックな流動性吸収策もしばしば行なわれている。また対米協調のため政府が引き受けた中期米国財務省証券を見合に中央銀行は別途国内短期証券を市中に売却し国内流動性を吸収しているが、このような対米金融協調を積極的に国内金融調整に利用する同国のやり方にはかなり注目すべき点がある。

なお上記のほか西ドイツやイタリアでは非居住者預金に対し一般の支払準備率よりは高率の準備率を課した例があるが、これは外貨流入に直結して国内流動性を調節するものであると同時に預金受入者の資金コストを高め、その受入れ自体を抑制させる効果も期待できる。

5. 要約と教訓

以上交換性回復後の国際金融、経済の急激な発展と欧米諸国の政策体験を振り返りながら、開放体制移行下の金融政策の一般的課題と問題について概観した。われわれが強調したかった点をもう一度要約してみよう。

- (イ) 世界経済の今後の発展は、先進国の協調体制なしには考えられない段階にはいりつつあるといえる。
 - (ロ) したがってわが国の開放体制移行の意味は、単なる自由化だけではなく、国際協調体制への参加という課題をも含めて考えるべきである。
 - (ハ) 今後の金融政策は対内、対外両面でいよいよ複雑な課題に直面することになるが、国際収支の均衡維持と、国際的な物価の調整がとりわけ大きな課題である。
 - (ニ) 国際資金移動対策を中心に各国それぞれの実情に応じた多様な金融政策手段が開発され、相当の効果を収めつつある。
- もとより国際協調の必要性が強まったといっ

も、それぞれがしばしば国家的利害と対立する場合が少なくなく、したがって国際協調のすべてが必ずしも理想通りに進んでいないという現実を無視することは正しくない。現在の国際協調も、あくまで各国の国家利益の主張を背景とした積極的な話し合いを背景として進められているのである。ただ今日の国際経済情勢を5年前、10年前のそれと比較した場合、何人も否定しえないことは、国際協調ということが世界の政策当局者たちの問題意識のなかで格段に大きなウェイトを占めるようになったということである。

一方わが国の場合、同じく開放体制移行といっても、わが国独自の条件があり、さし当り欧米諸国の政策体験がそのままわが国が当面する問題であるとはいえないが、わが国が今後全面的に参加しようとする国際経済の現状と方向がいかなるものであるかを、正しく認識しておくことが何よりも必要である。その場合とくに明確にして置かなければならないことは、現在の国際金融協力の基本命題が、各当事国の国際収支に関する金融節度の問題であるということ、そして国際協力を基礎とする国際的資金援助は、国際収支改善を旨とする各国の「努力」に対して与えられるものであっても、その反対ではないということである。

今後技術的にわが国が目指しなければならないことは、複雑な政策課題に対応して諸外国が開発してきた多様な政策手段とその運営方法である。もちろん国情が違えば政策技術は当然違ってくるのであって、諸外国の政策技術を外形的にまねることは意味がない。むしろわが国の国情に即した合理的な政策手段を、欧米諸国の場合と同様あくまで現実的な態度で前向きに発展させることが、われわれに課せられた大きな課題なのである。同時に合理的政策手段にふさわしい政策環境を作り出す努力が必要であるが、開放体制下今後いっそう激化する国際競争を通じて企業および金融機関の合理的経営態度がつかわれていくことこそが、今後金融政策の効果を正しく発揮させるための最大の保証となるであろう。