

て小さいかぎり、貿易収支の黒字累増を避けることは容易ではないと思われる。

イタリアでは、2月末賦払信用規制、一部間接税引上げなど従来に比べかなり具体的なインフレ対策が打ち出されたが、リラ相場の軟化と資本逃避は止まず、リラ平価切下げのルーマーも強まってきた。このため政府は、3月14日、米国政府および欧州主要中央銀行などとの間に総額10億ドルに上る借款の一括取決めを結び、さらに31日にはIMF資金225百万ドルの引出しを実行した。これは、国際金融協力がキイ・カレンシー以外の通貨に対して広範に発動された最初の例であり、主要国の通貨危機は国際的観点からも放置することは許されなことを示唆するものとして注目される。しかしイタリアにとっては、上記借款はせいぜい時をかせぐための手段にすぎず、インフレと国際収支の赤字が抜本的に是正されるかどうかは本格的安定対策の成否にかかっていることはいうまでもない。借款貸与国側の関心ももっぱらここに向けられているようである。

最近における

国際金融市場の動向

波乱含みの国際金融市場

最近の国際金融市場には、きわめてあわただしい動きが見受けられる。もちろん、短期資本が国際的に活発な移動をすること自体は、別段新しい現象ではない。ただ昨年中は、最も問題であった米国からの短資流出が米国自身の一連のドル防衛対策によって下半期には大幅に縮小したのをはじめ、欧米諸国間の密接な金融協力、さらには年央以降ソ連の西欧市場における大量の金売却などもあって、国際短資の動きは概して平穩に推移したといえる。ところが本年にはいると、とりわけ西欧諸国間の短資の移動が著しく敏感となっているうえ、移動の方向にいわば一方交通的な性格がはっきりしてきており、このため各国の対外金融政

策の重点がますます短資対策に置かれるようになっていくことが特徴的である。

まずスイスにおいては、本年初から、非居住者預金付利禁止、非居住者要求預金受入れ禁止など外資流入抑制措置について、従来の中央銀行と市中銀行との間の紳士協定を法的規制に切り替えることにより、その履行の厳正化がはかられた。その目的が外資流入に起因する国内流動性の過剰によりインフレ高進に拍車がかげられることを防止するにあることはいうまでもない。もともとスイスは、欧州における伝統的な資本逃避先であり、外資の流出入によって国内経済が攪乱される場合が多いのであるが、今回このようなドラステックな外資流入抑制策が講じられたこと自体、イタリアをはじめとする各国からの資本の逃避がいかに激しかったかを物語るものといえよう。スイス金融市場の波乱は国際金融市場の動揺の縮図とみられるのである。

英国の今回の公定歩合引上げは、政府の公式説明では国内経済の行き過ぎた拡大を正常に戻すことが主目的とされているが、より直接的には当面の短資流出の阻止とポンド価値の防衛をねらいとするものであったことは疑いない。しかも、主として米国に対する顧慮から、短資移動に対する本措置の効果は、流出を十分に防ぐとともに積極的な流入を誘うことになってはならないといった、微妙なものであることを要した。その後の推移からみて、英国当局がTBレートの上昇を小幅に押えるなどの操作により、米国からの短資流入を回避しようという政策意図は現在のところかなり成功しているといえる。

西ドイツは、昨年中6億ドル余の対外準備増を示したが、年明け後もその増勢は止まず、従来からの貿易収支の黒字、中長期外資の流入に加えて、短資の流入も活発化してきた。これは、マルクが堅調を続けてしばしば切上げルーマーさえ呼んでいるところへ、リラ不安やキプロス紛争、ギリシア国王死去などに伴う政情不安から動揺する国際短資が、スイスの外資流入抑制措置もあつ

て、西ドイツへ流入するものが多いためとみられる。しかし、すでに国内物価の漸騰過程にある西ドイツは、このような外資流入による国内流動性の増勢を放置するわけにはいかない。2月以降 Bundesbank は外資対策を次第に強化し、長期国債発行金利引下げと国内向け優先売出し、米国TBを対象とする対市中ドル・スワップ、非居住者預金支払準備率の引上げと非居住者定期性預金に対する付利禁止などの措置を次々と打ち出した。なお政府も最近、中長期外資対策として、非居住者の国内証券利子所得に対する課税と国内における外国起債に対する証券発行税の免除を立法化しようとしている。ここではいまや、外資の流入抑制、流出促進に経済安定の鍵が託されている感が強い。

欧州通貨の対ドル為替相場（直物）

	英ポンド ドル	イタリア・ リラ セント	西ドイツ・ マルク セント
1月 末	2.7978	0.160675	25.1675
2月 20日	2.7961	0.16065	25.1725
28日	2.7980	0.16065	25.1700
3月 10日	2.7983	0.16065	25.1650
16日	2.7980	0.16060	25.1675
20日	2.7984	0.16005	25.1625
25日	2.7984	0.16005	25.1575

(注) 1. ニューヨーク市場相場。
2. 3月2日のリラ相場は59年3月1日以降の最低リラ先物相場は3月13日をボトム以後回復。

これと対照的に、イタリアでは昨年来大幅の国際収支赤字を続け、なかでも民間資本逃避は63年中14～5億ドルに上った模様であるが、これまでのところ商業銀行の大量の短期外資取入れによりその大部分をまかない、金外貨準備の減少をからくも最小限度に食い止めてきた。しかし最近に至り、国際収支の危機が一段と深まり、リラ切下げ不安も強まって為替市場におけるリラの売投機が激化したため、3月下旬米国政府および欧州主要国中央銀行からの合計10億ドルに上る借款取決めとIMFゴールド・トランシュ225百万ドルの引出しに依存せざるを得なくなった。

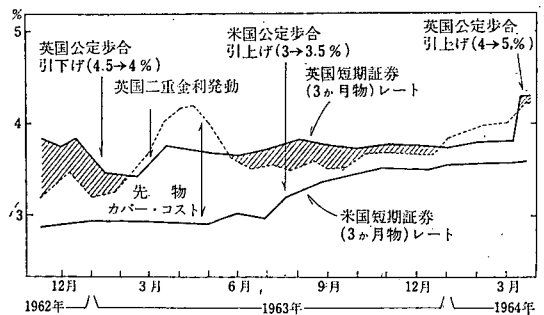
米欧間短資移動の相対的安定

以上のような最近の国際金融市場の動向を特徴

づけるものは何であろうか。第1に注目されるのは、波乱が主として欧州諸国間の短資移動においてみられ、米国と欧州との関係はこれまでのところ比較的平静を維持していることである。

これが端的に示されるものとして、ニューヨーク、ロンドン間の関係をみよう。英国の公定歩合引上げ以前において、米国TBレートの公定歩合を上回る水準維持とポンド対ドル相場の直先スプレッド拡大から、英米金利差は先物カバー後でわずかながら米国高となっていたが、英国経済の好調とポンドの堅調にささえられて、英米間の目立った短資移動を呼ぶには至っていなかった。英国からの大量の短資流出が発生したのは、2月中旬英国貿易収支の大幅悪化が伝えられてポンド不安が急激に高まってからであった。しかし、英国の公定歩合引上げによってこのポンド・アタックが鎮静し、同時にドルからポンドへの資金移動も効果的に阻止されていることは、前記のとおりである。要するに、波乱含みの国際金融市場において、英米間の短資移動がともかくも大きな攪乱要因となることが避けられているということは、幸いとしなければならない。これは基本的には、ドルとポンドに対する信認がなお高いことによるものとみてよいが、こうした信認をささえている力としては、ドル不安の根因である米国国際収支の赤字が昨夏来の一連の国際収支対策によって漸次改善の方向に向かっていること、一方英国当局もポンド危機回避のためには断固たる措置を講ずる

英米間短期金利の推移



注 斜線の部分は英国フェーパー

決意をもつことを示していること、さらに両国間の密接な金融協力がキイ・カレンシーの安定に大きな役割を果たしていること、の3点があげられよう。

なお、ロンドン金市場が比較的平静に推移しているのも、ソ連の大量金売却の影響を無視しがたいとはいえ、ドルの安定がその基盤となっているものとみられよう。すなわち、ロンドン金相場は、3月上旬前記リラ切下げルーマーやギリシアの政情不安などを反映する買い需要の増加から、35.10ドルまで上昇したが、イタリアの国際借款の成立やソ連の金売却再開(3月中旬約45百万ドル)もあって間もなく鎮静し、昨年11月ソ連の金売却一段落後の35.07~08ドルの線を大きくはずれることはなかった。むしろ、上記ソ連の金売却再開直後には35.06ドルにまで低下し、金プール機構の買い出動さえみられたようである。

ロンドン金相場推移

(1オンス当り・ドル)

	建 値	終 仲 値
63年12月末	35.07 ³ / ₈	35.07 ¹ / ₂
64年1月末	35.07 ⁷ / ₈	35.08
2月末	35.08	35.08
3月5日	35.09 ⁷ / ₈	35.10
10日	35.09 ¹ / ₄	35.09 ¹ / ₂
16日	35.08 ¹ / ₈	35.08 ¹ / ₂
20日	35.05 ⁷ / ₈	35.06

ところで、このような米欧間の短資移動の安定は、米国と欧州諸国との間の実体経済面の微妙なバランスを抜きにしては考えられない。最近スイス中央銀行シュヴェグラー総裁が述べたところによると、ごく最近における欧米間国際収支の平準化への動きは、一方における米国の国際収支改善対策と、他方における欧州諸国の賃金、物価の急激な上昇によるものであることが強調されている。そして、たとえば1955~62年間に、米国の賃金コストの上昇率が10%に過ぎなかったのに対して欧州諸国のそれは30~40%に上ったこと、E.E.

C全体の経常収支は1959~61年3年間の30億ドル以上の黒字、62年中の15億ドルの黒字から、63年中は若干の赤字に転じ、本64年には約10億ドルの赤字が予想されること、などが指摘されている。

目下のところ、米国にとって対外経済環境はきわめて有利となっていることは疑えない。しかし、今後欧州のインフレがさらに高進して金利の上昇が続くことになると、米国からの短資流出が再び問題化する可能性が強い。また、大規模な減税実施後の米国の経済拡大が賃金物価の上昇をもたらし、これが国際競争力の優位性をおびやかして貿易収支の悪化を招くようになれば、米国の金利政策も現在のままでは済まされないかもしれない。かくて、米欧間短資移動の先行きは、必ずしも予断を許さないものがある。

欧州諸国間短資移動の不均衡化

国際金融市場の最近の動きにみられる第2の特徴は、欧州諸国間で短資が主として西ドイツに向かって一方的に流れる傾向のあることである。とりわけ前記のように、従来短資流入の多かったスイスがきびしい流入抑制措置を講じているため、今後の欧州内の短資移動は他の諸国から西ドイツへというルートで行なわれる可能性が一段と強まっている。そうとすれば、ただでさえ国際競争力の優位と国内長期金利の割高から貿易および長期資本収支の恒常的黒字傾向にある西ドイツに短資の流入が加わって、金外貨準備の累増がいつそうそのテンポを速めることとなる。

西ドイツと他の欧州諸国との間のこうした不均衡は、何よりもインフレの性格と程度の差に基づくものとみられる。もともと欧州諸国のインフレは、対米国際収支の黒字を通じて米国から「輸入」されたものとする見解が、欧州においては強かったが、最近のインフレは、対米収支の均衡ないし赤字にもかかわらず、多かれ少なかれ国内需要の過剰、賃金コストの上昇などの要因によって自生的に生じているものとみられており、それだからこそ各国とも需要供給両面にわたる広範なインフレ対策に努力を傾けているのである。とこ

ろが欧州にあって西ドイツは、生産性の上昇度がとりわけ高いため、現在までのところ内的要因に基づくインフレ圧力は他の諸国に比してはるかに小さい。むしろかつて欧州諸国が米国に対してそうであったように、対外黒字に伴う過剰流動性が最大のインフレ圧力となっている。このような外的要因からする流動性過剰化は、国内的な引締め政策によっては解決することができず、引締めはかえって外資の誘引に拍車して対外不均衡をいっそう激化することとなる。

西ドイツがこのような対外不均衡を是正する道は、マルクの切上げを断行するか、それともみずから他国と同程度のインフレを甘受するかの二つしかないとする向きが少なくない。しかし西ドイツ当局としては、そのいずれにも従うわけにいかない。他の諸国のそれぞれのインフレ抑制措置に期待しつつ、当面は外資の流入超過をできるだけ阻止するというのが、西ドイツ当局に現在許された唯一の現実的な方法なのであろう。

こうみえてくると、欧州内部における短資の西ドイツ集中傾向は西ドイツと他の諸国との間の経済的不均衡に根ざすものであり、この不均衡を是正する責めは、他の諸国の側により多く負われるべきものであるように思われる。この意味において注目されるのは、最近EEC委員会が各国のインフレ対策の強化を呼びかけ、4月の定例理事会では各国の経済関係閣僚、中央銀行総裁列席のもとで景気対策の協調について話し合いが予定されていること、またOECD経済政策委員会が当面の物価ならびに国際収支問題をとりあげて真剣な論議を行なっていることなどである。欧州諸国の間にインフレを共通の問題としてその解決の具体的な方途を検討しようとする気運が高まっているものとみられよう。

なお、欧州における短資移動に関連して、ユーロ・ドル市場の動向を見落とすことはできない。ユーロ・ドル金利は、2月下旬英国公定歩合引上げに伴い $\frac{1}{4}$ %方上昇をみたが、その後米国、西ドイツなど期末納税資金需要の強調がみら

れたものの、市場の実勢は概して落ち着き模様にある。BISをはじめ欧州各国の金融筋では、ユーロ・ドル市場をいまや確立した短資市場とみて、その短期資金配分への均衡化作用を積極的に評価する見解が強まってきたようである。事実たとえば昨年来のイタリアの金外貨の喪失は、商業銀行によるユーロ・ドルの取入れがなかったならばおそらく莫大な額に上ったであろう。しかし反面、これによって国際収支の実質的な赤字が隠蔽されること、資金が転々取引される結果出し手にとって最終の借り手がはつきりつかめず予期せぬクレジット・リスクを生ずることなどの弊害も無視できない。今後ユーロ・ドル市場が国際短資移動に対する有効な安全弁としての役割を果たすためには、取引の健全化という点でいっそうの配慮が必要ではないかと思われる。

ユーロ・ドル金利

(単位: %)

	1か月物	3か月物
66年1月末	3% ~ 4 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{3}{4}$ ~ 4 $\frac{1}{4}$
2月末	〃	〃
3月第1週	3% ~ 4%	4 $\frac{1}{2}$
2	〃	〃
3	3% ~ 4 $\frac{1}{2}$	〃
4	〃	〃

資料: フィナンシャル・タイムズ

東南アジア諸国の経済成長

東南アジア諸国は、経済の自立化と発展を旨としてそれぞれ野心的な開発計画を推進しているが、これら開発計画は総じて所期の成果をあげるに至らず、国民総生産の増加率はほとんどの国が国連の「開発の10年」における成長目標(年率5%)を下回っている。とくにこの間における人口の増加を考慮すれば、1人当り所得の伸びは著しく低く、先進諸国との格差はさらに拡大の傾向にある。こうした経済成長の停滞が、いわゆる「南北問題」