

## 資料

## 経済成長と通貨価値の安定

— ペール・ヤコブソン・ファウンデーション開会式における  
フレール前ベルギー国民銀行総裁の演説 —

フレール・前ベルギー国民銀行総裁は、さる1964年11月9日パーゼルで開催されたペール・ヤコブソン・ファウンデーション(The Per Jacobsson Foundation)の開会式において、「経済成長と通貨価値の安定」(Economic growth and Monetary Stability)と題する開会演説を行なった。同総裁はこの演説のなかで、経済成長を達成するためには通貨価値の安定が必須の要件であることを、理論上ならびに経験的事実に徴して述べるとともに、通貨価値の維持のためには中央銀行の中立性がいかに大切であるかを率直に指摘している。以下はその演説の抄訳である。

なお、ペール・ヤコブソン・ファウンデーションは、故ヤコブソンIMF専務理事の遺業を記念し、国際金融問題に関する講演会の開催およびその出版などを通じて国際金融協調の促進に寄与することを目的として設立された財団である。同財団の基金はIMF、BISのほか主要国中央銀行、民間金融機関および一般個人などの拠出に成り、わが国でも本行、各市中銀行などがこれに協力している。

## 演 説 要 旨

通貨価値の安定は、急速でしかも持続的な成長を達成するためにはならぬ条件の一つである。というのは、通貨価値の安定は貯蓄増強の最大の推進力であるが、貯蓄なくしては投資が行なわれ得ず、投資なくしては成長が行なわれ得ないからである。また通貨価値の安定は、外国投資家の信認をうるための必須条件であるが、この外国からの投資によって、国内投資需要をまかなうための国内貯蓄を補完することが期待できるのである。通貨価値の安定は、生産性を急速に向上させるために必要であるが、この生産性向上もまた経済成長にとっての基本的要件である。

以上に述べたところは、過去20年間の経験に徴しても明らかである。欧州における戦後の状況をみると通貨価値の安定を再び確立し、かつそれを一定の範囲内で擁護するために、金融政策の面で必要な手段を採用するという態度を明らかにした国では、以前には解決不可能と思われた諸問題が急速な解決をみ、繁栄がもたらされた。例をあげ

れば、1946年以降のベルギー、1947年以降のイタリア、1948年以降の西ドイツ、1949年以降のオランダ、1951年以降のオーストリア、1957年以降の英国、1958年以降のフランス、1960年以降のスペインなどがそれである。1936年以降平価切下げが行なわれていないスイスでは、戦後引き続き、いくぶん過大と思われるほどの繁栄がもたらされている。欧州以外の国々でも同様の事態が起こっている。戦後断固としてその通貨価値の擁護にあたったメキシコは、きわめて安定した政治的環境のもと、過去15年以上の間すばらしい成長率を記録した。同様のことは日本についてもいえるのであって、1954～63年間における日本の平均実質成長率は西ドイツのそれを約3割上回り、米国のその約2倍半であった。

このように、通貨価値の安定が経済成長に好ましい影響を与えるということは、理論的な分析によってもまた実際の経験によっても明瞭に確認されうるように思われる。では、なぜこの通貨価値の安定という目標が、もっと力強く確信をもって追求されないのかという疑問が当然生じてこよ

う。というのは、どの政府も——たとえ実際採用している政策が通貨価値の安定とは反対の結果をもたらすのにきまっているような場合でも——口先では通貨価値の擁護に賛成であると声明し続けているからである。その理由は明白である。すなわち通貨価値の安定のためには、節度(discipline)が必要であるが、普通選挙によって選出される政府というものは、往々にしてその節度に従うことを欲しないものだからである。この節度の原則によれば、まず赤字財政をまかなうために不換紙幣を直接あるいは間接的方法で増発することを避けることが必要となる。

通貨価値の安定のために要求される節度は、また物価および通貨価値安定の擁護のために最も有効な政策手段を自由に行使することを必要とする。その政策手段とは金利政策である。互いに相関関係にある経済諸要因のうち、金利がとくに弾力的でなくてはならないのはこのためである。高金利は成長を阻害し、低金利は成長を促進するものと一般に考えられているために、どの国においても金利の引上げは不幸なことに必ず反対に遭遇するものである。こうした考えは確かに基本的には正しいが、しかしそのような意見が公式化され、対処すべき情勢を評価するにあたって、考慮しなければならない諸要因を無視して、杓子定規に、単純化しすぎた形で適用される場合には、危険なものとなる。

同じ時期における同一の利子率でも、ある国では低いと考えられ、またある国では著しく高いとみられることがある。ある市場における適当な利子率が何であるかを判断するにあたって重要なことは、先入観念をすっかり捨て去り、低金利・緩和政策は無条件に良いものであり、高金利・引締め政策は無条件に悪いものであると考えないようにすることである。実際の経験に徹しても、比較的 low金利を維持しながらもその発展が緩慢な国が存在する一方、高金利とみられる金利を維持しながらも急速な成長を遂げている国もある。たとえば、米国ではこの30年間金融緩和政策をとり、ま

た概していえばかなり低水準の金利を維持してきたにもかかわらず、しばしば比較的高水準の失業が存在した。一方、日本や西ドイツでは過去15年間、かなりの高金利・引締め政策を採用してきたにもかかわらず、これらの両国では、急速な成長を達成することができたし、その労働人口は着実に増加し、失業率はきわめて低かったのである。

わたくしはここで経済金融政策にあたっては先入観にまどわされず、とくに一般的情勢に基づいて判断を下すことの必要性をきわめて適切に表現したペール・ヤコブソンの言葉を引用したいと思う。すなわち彼は、「経済に関しては、全く予期していないことが起こってもよいようにいつでも準備していなくてはならない。それ故硬直的な態度はとるべきではない。ある情勢の下では必要であった政策手段も、何か月もしないうちに変更しなければならなくなるかもしれない。低金利政策を採るのが良い時もあれば、高金利政策を採るのが良い時もある。それらはすべてその時の環境、とくにその時期の景気動向によるものである」と述べている。

不幸なことには、金利政策を実施しようとする、いつも強力な政治的圧力を受けるものである。国の政府機構の中で、金融政策にはとくに中立性が認められているのは、このためにほかならない。金融政策の実施には深い専門的知識と経験とが要求されるが、大部分の政治家はこのような知識も経験も持っていない。これが金融政策はできるだけ専門家にゆだねるべきであり、一般の政策にあまり依存させてはならないという理由であると思われる。

金融政策上の誤りや怠慢が、デフレーションの結果をもたらすことは実際上まれではあるし、また事実そうした結果が起こったとしても、間もなくそれを是正する手段が採られるであろう。金融政策の分野では、誤りや怠慢は、実際上必ずといってもよいほどインフレーションの方向に働くものである。インフレーションの徴候が最初にみえ始めた時に、直ちに行動を起こすことはためらわ

れ勝ちである。というのは、誰もが満足している拡大傾向を停止させ、遅滞させるのではないかという危惧が、良かれ悪しかれもたらされるからである。このようにしてインフレーションの要因は残存し、その効果は次第に強力となり、そして遂には国際収支の逆調が起り、その結果金準備は国外に流出しはじめ、平価切下げの危険性が発生するに至るのである。平価切下げという手段は致命的な影響をもつのであるから、こうした状態を招く前にデフレーション政策が採られなければならない。しかしデフレーション政策は、いつの世にも不人気である。現在の社会組織では、こうした政策は強力な反対に遭遇するものであり、概して短期間しか適用されえない。

インフレーションの発生が認められる時には、いつでも直ちに冷静な対策が講ぜられなくてはならないのは、主としてこうしたデフレーション政策をとる必要が起るのを避けるためである。インフレーションの根源を探ってみると、そこには必ずといってよいほど通貨供給にあたって守られねばならない原則が無視されているという事情がある。インフレーションの最も明瞭な形態は、しばしば政府予算の赤字に基づく流動性不足をまかなうために、中央銀行が政府に対して直接貸付を行なうことによって生ずるものである。国債価格を支持し、間接に金利上昇を防ぐために、中央銀行が市場で政府証券を買いさきえかつそれを保有する操作も、また同様の結果をもたらす。また、表面的には短期の商業手形ではあるが、書換えによって長期化している手形を、中央銀行が割引く場合もインフレーションの原因となる。

さらにより潜行性のインフレーションの形態としては、いわゆる「国外から輸入された」インフレーションがある。このようなインフレーションの存在が最初に感じ始められたのは、第2次世界大戦中ことにその末期においてであった。その当時は、通貨交換性は問題となっておらず、また各国ともその金準備を守ることに汲々としていたところであった。こうしたインフレーションは、政府

間の双務清算協定の形で起こったとみることがができる。双務清算協定では、二国間に国際収支の一時的な不均衡が起っても金で決済することを避ける目的で、それぞれの国の中央銀行に互に相手国の勘定——その額は時として巨額に上った——を開くことをきめていた。

経験によれば、實際上インフレーションの防止に努めかつ他国よりも成功した少数の中央銀行があったが、それらは上述の協定網によって他国に縛られていたので、その中央銀行に開かれた他国の勘定は、大部分の相手国によって、そのぎりぎりまで、しかもいっせいに利用されたのであった。その結果、これらの国の中央銀行は、確定満期日もなく、流動化もできず、また多くの場合きわめて低率の金利しかつけられないこれら勘定に見合って、多額の交換不能通貨建て債権を蓄積することとなった。このような勘定の設定によって、受信国は国際収支改善策の採用を遅らせることが可能になったことは確かであるが、しかし同時にそれは信用供与国において、根強いそして時として過剰な財貨需要を発生させるものとなった。そして、こうした需要は物価上昇の直接の原因となったのである。この形態のインフレーションは、通貨交換性回復後の現在でも、以前とほぼ同様の経過で発生する。すなわちそれは、中央銀行間の協定により、ある国の中央銀行が他の国の中央銀行から信用供与をうける場合である。その結果、受信国が国際収支赤字を終息させる手段を適用するのをためらいあるいは遅らせるつもりならば、その国際収支赤字の金による決済を延期することができることになるからである。そのような信用は、その形式がどのようなものであろうとも、結局はいつも長期信用に転化してしまうものであるが、中央銀行たるものは健全な金融政策の原則からすれば、決してこのような長期信用を供与すべきではない。信用供与国においてインフレーション効果をもつような信用供与を防止するためには、受信国が資本市場において中期債を発行して資金を調達することが可能でなくてはならな

い。もちろんこうした信用供与は、外国為替市場の安定や為替平価の維持のために欠くことのできない中央銀行間の協力の一形態である。しかしこうした協力の目標は、中央銀行間の信用供与期間について厳格な規律が課せられ、しかもそれが細心に遵守されてはじめて達成されるものである。

インフレーションが起こる可能性を確実に封じるためには、中央銀行を政府に従属させようとする人々の意志を排して、中央銀行が政府に対し広範な中立性をもつことが最も大切であると思われる。わたくしのみるところでは政府と中央銀行の見解の相違は、それぞれの機関の構造的な性格によるものであり、したがって政府や中央銀行など関係機関自体のためにも相手の意見をとり入れることが有益と思われる。このような意見の相違があるということは、これらの機関がそれぞれうまく機能していることの最良の証拠である。

大蔵大臣と中央銀行責任者とは、それぞれの責任範囲が異なるので、時として重要な金融問題を解決する方法について見解を異にするのが当然である。大蔵大臣としては、ある程度政治的な配慮をしなければならないので、その決定が長期的にみてどのような結果をもたらすかをあまり考慮できず、短期的な見地からこれらの問題を取り扱う傾向がある。これに反して、中央銀行の責任者は、その職務が比較的永続的でありまた金融技術上の経験を持っていることから、一般的にその決定が長期的にどういう意味をもつかをより深く考慮に入れるものである。

こうした異なる立場からの二つの見解が互に対決する過程を経て、その問題についての最良の解決策が見出されるのである。

採用されるべき政策について深刻な意見の不一致が起こった場合には、意見の相違を仲裁する手段が設けられるべきであるとか、政府はみずからの見解をおしつけることができるようにすべきであると考える人があるかもしれない。私自身の経験に徴して考えてみると、そのような規定を設けることなく、公開の議論をできるだけ避けて、そ

の事態に最も適した解決を見出すよう人間の叡智に信頼する方が良いと思う。中央銀行の影響力は、中央銀行が行使しうる自由裁量の余地が大きいほど常により効果的となる。

わたくしの考えでは、中央銀行の中立性を保証するために最も重要なことは、その衝にあたる人々がかなり長期の在任期間をもって任命され、例外的な手続きによらなければそれらの人々を任期中に解任することができないようにすることであると思う。また中央銀行責任者の在任期間は、いうまでもないことだが、政権交代の時期となるべく一致しないようにすることが必要である。

最後に、金融政策が委員会制によって決定される場合には、政変が委員会全体に及ぼす影響を減殺しかつ遅延させるために、各委員の任期を適当にずらすことが肝要である。

この意味で、政府が交代すると中央銀行の最高幹部を交代させるしくみになっている国々の制度はきわめて危険なものといえよう。それは、専門家達によってのみ——しかも完全な中立性をもって——運営されるべき職務に政治性を導入することとなるからである。

しかし、インフレーションに対して確実に有効な防衛手段を講ずるためには、中央銀行の政府からの中立性があるだけでは十分ではない。この中立性が法律制度によって補強され、そのため政府が中央銀行に対して圧力をかけようとしても、中央銀行の責任者が有効に反抗できる基礎が確保されていることがきわめて重要である。

こうした法律の規定が存在していない国では、その職責に対して良心的な大蔵大臣がまず第1の義務と心得るべきは、そのような規定を法文化することである。また政府と中央銀行の関係を定めた法律では、どのような形態であれ中央銀行が国庫に対して行なう貸出の限度額についてきわめて厳格な制限を設けることが肝要である。しかし将来の経済情勢は確実に予測しがたいので、この制限は絶対に融通のきかないようなものであってはならない。例外的な事情がある場合には、例外

的な手続きでかつ厳重に限られた期間だけ一定限度までその貸出限度額をこえて貸出を行なう可能性が残されていなければならない。

先進国の政府が、その直面している多くの問題のうち、通貨価値の安定維持という問題を第二的な重要性しか持たないものであり、現在の社会においても通貨価値の安定が為替および物価の厳重な統制を通じて確保できると考えているとすれば、それは重大かつ危険きわまりない幻想というべきであろう。そのような統制下においても、インフレーションはいくらでも進行しうるものである。限られた期間についてだけならば、そのような統制によって一見通貨価値の安定が維持されているかのごとき状態をつくり出すことは、確かに現在でも可能であろう。しかしインフレーションの力が強くなると、このような抑制による通貨価値の安定は間もなく無意味なものとなり、行き詰まりに到達するのである。

結論として、以上の理論的分析からもまた経済金融現象の具体的観察からも明確にいえることは、生産の拡大と生活水準の改善を達成するために、経済生活および社会生活において次の二つの基本的目標を同時に追求することが可能だということである。その目標とは、政治的ならびに経済

的自由と通貨価値および物価の安定の達成である。これらの目標は決して互いに相矛盾するものではなく、それどころか相互補完的でさえある。この点について最も強い確信をもっていたのはペール・ヤコブソンであった。彼はこのことを次のようにきわめて適切に表現している。

「安定した通貨がなければ、正義も進歩も確保されず、通貨価値の急激な変更による不安感に悩まされるようでは、人類は全能力を発揮することができないということは、歴史的な教訓であるように思われる。

国民もまた自尊心(これは国粋主義的なプライドとは別のものである)をもち、かつ他の国民の尊敬をかちえなくてはならない。しかしこのことは健全な通貨を持つことによってはじめて可能なのである。近代の通貨は信用に依存しているが、信用は信頼感から切り離すことはできない。金融的技術が演ずる役割は確かに重大である。しかし、そうした技術的な問題よりもさらに重要なものは精神的な要素である。すなわち、金融組織の運営にあたって生ずる多くの問題について適切な解決策を見出すために、国内的ならびに国際的に協力しようとする強い決心と意志とが必要なのである」。