

## 海外経済情勢

### 概観

7月下旬の引締め強化措置発表直後には、かねて軟調のポンド相場もさすがに若干反発を示した。しかしこれもわずか数日間のことにとどまり、8月初めに前月の外貨準備減少が発表されるやポンド売り人氣が再燃、対ドル直物相場は再び2.79ドルすれすれにまで低落、以後その線で低迷を続けている。直先スプレッドも3ヵ月物年率2.5%前後まで拡大した。このため先物カバーコストを計算に入れた米英間の実質金利差(TBレート比較)は0.8%程度的大幅ニューヨーク有利という状態が続いており、両国金融当局が今後いかにこれに対処するかが注目される。

昨年来労働党政府の引締め政策が徹底を欠いたことについては国際的批判が強く、この点がポンド不安を助長したおもな要因といってもよい。しかしながら、労働党政府もその後きびしい現実と直面し必要な過熱防止策をとらざるを得なくなり、今日となつてはおよそ考え得る引締め政策がほとんど実施に移されたといつてよい。それにもかかわらずこれがほとんどポンド相場支援材料となっていないことは、ポンドの病根の深さとこれに対する国際金融市場の根強い不安感を示すものといえよう。もっとも、最近の英国経済の動きをみると、生産の頭打ち、求人数の減少、一部企業の労働時間短縮などようやく引締め効果浸透の気配が現われ始めており、国際収支対策に関する限り事態は漸次改善に向いつつあるものとみられる。もとより、巨額の債務返済の負担を考えれ

ば、その前途には幾多の困難が残されているであろう。

一方、7月中旬以降急騰したロンドン金相場は8月6日には伸値1オンス35.20ドルと1961年11月以来の高値を示現、取引量も一時市場再開以来の記録の水準に達した。しかし8月中旬、ソ連の小麦大量買付け発表からその金売却再開が予想されるに及んで相場は急速に軟化、下旬にはいつて35.10~13ドルの小浮動を続け落着きを取戻している。

かかる金市場の波乱にはポンド不安に伴う中共等の大量買いが大きな影響を及ぼしたことは事実である。しかしこれと同時に、今回の急騰がフランスのファウラー提案拒否(7月19日)を契機として始まった点からみて、これが国際金融協力の将来に対する新たな不安感と結びついた面があることは無視できないであろう。私的退蔵需要もかなり多かつたといわれているのはこれを物語るものである。

いずれにせよ、IMF総会を控えて、国際通貨制度の改革に関する各国の動きがいよいよ注目されることになった。7月上旬国際通貨会議を提唱したファウラー米財務長官は、関係国との意見調整を目的として8月末から9月初めにかけて訪欧することとなったが、その成果いかんはとりわけ注視を要しよう。なおこれに先立つ8月25日ジョンソン大統領は、国際通貨会議について、米国としては固定的なスケジュールにこだわるものではなく、また他国の意向を十分に尊重するが、問題解決に向かってあくまで前進する堅い決意をもっていることを改めて強調した。

米国経済は予想以上の順調な拡大を続けてい

る。加えて、ベトナム軍需増大が適度の景気刺激要因と受け取られ、ビジネス・マインドはいっそう明るさを増し、このため明年以降の景気停滞懸念も急速に薄れつつある。もちろん一部には、軍事支出や徴兵人員の増勢いかんによっては雇用、運輸等の面で隘路が発生し、これがインフレを再燃させる危険があるとの見方がないではない。最近の物価上昇傾向は必ずしも季節的なもののみとはいき切れないという金融筋の見方もあり、上記のような懸念を全くの杞憂と片付けることはできないであろう。しかし米国経済の規模は朝鮮動乱時の2倍以上に達しているので、今後軍事支出の拡大が続くにしてもよほどのことがない限り景気過熱の危険とか、朝鮮動乱当時のような経済統制の必要といった事態は起り得ないという見解が一般的である。

他方注目を要するのは米国の国際収支である。第2四半期の通常収支(季節調整済み)は約8年ぶりに黒字(132百万ドル)を実現したが、これは自主規制の当初効果が大きかったことや前期の港湾ストの影響といった一時的要因に負うところが大きい。今後はそうした一時的要因が消滅するほか、輸入の増勢と輸出の伸び悩みとによる貿易収支黒字幅減少、さらには観光支出やベトナム関係海外支出の増大など悪化要因が多く、今後の見通しはなお余断を許さないものとみられている。政府当局もこの点を重視し、自主規制の堅持があくまで必要である旨をくり返し強調している。なおこの点に関連して最近ユーロダラー金利がかなり低下したことが注目される。これは自主規制の実施に伴う米系銀行、企業などの在外短資引揚げの動きがようやく一巡したことを示すものとみられるからである。

EEC当局はこのほど、EEC全体の実質成長率見込みを3.5%から年初の見通しである4%に戻した。再改訂の要因としてはイタリアの景気回

復の見通しがいっそう明るさを増してきたことが大きい。一方ドイツでは8月13日、いぜんたる景気過熱状態に対処して公定歩合が3.5%から4%へ引き上げられた。金融、資本市場ひっ迫が著しいところからかねて金融緩和を望む声が強かったにもかかわらず、ブンデスバンクがあえて引上げに踏み切ったのは、9月19日の総選挙を控えて財政面からの引締め措置がいよいよ困難になったという事情があったとみられる。いずれにせよ今回の引上げは、「国内景気対策は財政政策を中心とし、金融政策は国際金融協力を主眼として運用することが望ましい」というB I Sなどの政策勧告が、理想論としてはともかく、実際にはなかなか実現がむずかしいということを示すものといえよう。

このように米国経済の好調に加えてイタリア経済の好転など明るい要因も少なくないが、他面多くの西欧諸国、日本などのスローダウン傾向等世界景気の前途にはまだまだ問題が多い。たとえば西ドイツ、英国、オランダ、北欧諸国などは引締め効果がこれからようやく浸透しはじめる段階にある。またかねて過熱傾向が著しかったスイス、オーストリアなどの経済はこのところ鎮静傾向が目立ってきた。一方、フランスの景気回復は時間の問題ともみられようが、政府の慎重な政策態度からみて当面目立った回復はむずかしいであろう。不況脱却に悩む日本経済の足どりについては改めていうまでもないであろう。

工業国の景気情勢がこのようなものである以上、今後ベトナム情勢などにもかかわらず一次産品市況の反騰は当面予想し難く、低開発国の購買力不足傾向はいっそう深刻化すると見ざるを得まい。最近OECD当局がフランスに対して景気刺激策の採用を勧告したのも、かかる世界経済情勢全般の動きを念頭に置いたものといえよう。

転じて共産圏の動きをみると、ソ連では工業生産は軽工業部門の回復を主因に上期中9.3%と好

調な伸びを示しているが、農業生産は昨年来の増産措置にもかかわらず、気象条件に恵まれなかったため、またまたかなりの減産が予想されるに至った。これがため、同政府はこのほどカナダ、アルゼンチンなどから約8百万トンに上る小麦および小麦粉の買付けを行なった模様である。この数量は一昨秋の買付高には及ばないが、今後の収穫状況によってはさらにその買付高が増大する可能性も強く、またこれが輸入代金調達のため金の売却などの拳に出る公算もあり、その動きによっては国際経済面にかかなりの影響をまき起こすことが予想される。一方中共経済は上期の工業生産が18%増と引き続き順調な推移を示しているようで、これを映じて自由諸国との貿易も着実な拡大傾向をたどっており、またA A諸国への援助活動も活発化している。

## 西ドイツの公定歩合再引上げ をめぐる諸問題

8月12日、中央銀行理事会は公定歩合の再引上げ(3.5%→4%、「要録」参照)に踏み切り、景気過熱に対する危険信号を明確に打ち出した。その主たるねらいが金利引上げを通じて超過需要を削減し、それに基づく物価上昇を抑制しようとする点にあったことはいうまでもないが、他方長・短期金融市場における実勢金利の不均等な上昇の結果生じた金利体系のアンバランスを是正しようとする意図が含まれていたことも見のがせない。以下公定歩合引上げの背景、効果、問題点等について概観してみよう。

### 物価情勢と金利の動き

西ドイツの物価水準は5月ごろから上昇傾向を一段と強め、とくに生計費の騰勢が目立つようになった。すなわち年初来卸売物価は毎月平均0.2%強の上昇率(前年1～6月同0.07%)を示してお

り、他方生計費は0.5%(0.2%)、とくに5月0.6%、6月0.9%と騰勢を強めた。これは、1月下旬、景気の過熱を警戒して公定歩合が引き上げられた(3%→3.5%)にもかかわらず、旺盛な設備投資と高水準の個人消費とを背景に西ドイツ経済が拡大の一途をたどってきたことのいわば当然の帰結であるが、しかし最近数ヶ月間の物価の上昇率は意外に大きく、同国経済が最近一段と過熱傾向を強めつつあることがわかる。

一方金融市場は3月以降急速に引き締められ、金融機関の手元流動性ひっ迫が目立ってきた。これを反映してコール・レートはほとんど4%前後で推移し、公定歩合を½%程度上回るのがむしろ常態となった。財政の大幅払超にもかかわらず金融市場がこのように引き締まっているのは、国際収支がほぼ一貫して逆超を続け、また個人所得の増大に伴い現金通貨需要が大幅に増加した結果である。また資本市場では地方公共団体の過剰起債を主因に市況が再三悪化し利回りが高騰した結果、金融機関による長期貸出金利との間には½%程度の乖離が生じていた。

### 公定歩合引上げを困難にしてきた三つの要因

このような情勢下で西ドイツではこれまでたびたび公定歩合の再引上げが問題とされ、その都度活発な論議を呼んできた。たとえば3月にはブレンシング総裁が「現在の景況の下では4%の公定歩合の方がより適当である。」と公開の席上で述べているし、また4月はじめ5月半ばには公定歩合再引上げのルーマーが流れ、いずれも中央銀行理事会によって拒否されたという経緯もあった。それにもかかわらず再引上げが実施されなかったのは、それを決定的に困難にする次のような要因があったからである。

まず第1に、市況悪化を続けていた資本市場とくに債券市場への配慮があげられる。公定歩合の引上げが金融機関の長・短期貸出金利の上昇を通