

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まり、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、その都度活発な議論を呼んできた。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

じて債券利回りの上昇を招き、債券市況をいっそう悪化させるおそれがあったことである。第2に、外資の流入懸念があげられる。西ドイツでは、昨年実施した一連の流入抑制措置(証券利子課税、非居住者預金に対する準備預金率の引上げ、非居住者定期預金に対する付利禁止、外国借入れ相当額の再割引枠削減など)によって今春までは外資流入はほぼ抑制されてきたが、5月の債券市場混乱後利回りが大幅に上昇したことから非居住者の証券投資を中心に再び外貨流入の傾向が少しずつ強まってきている。第3に著しいひっ迫を続ける金融市場への配慮があげられる。事実、市中金融機関は手元流動性の極度の低下に対処するため、ブンデスバンクの再割引依存を強め、あるいは手持ち金融市場証券を売り戻すといった動きが目立っていた。

引上げに踏み切った理由

以上のように困難な要因があったにもかかわらず今回ブンデスバンクが再引上げに踏み切ったのは、物価の騰勢、市中実勢金利の上昇という事情のほか、下記の諸情勢によるところが少なくなかったとみられる。第1に、政府が物価の根強い騰勢を重視し、ブンデスバンクに公定歩合再引上げを強く要請したという経緯があった。政府としては、きたる9月半ばに総選挙を控えており、とくに今回は接戦が予想されているだけに景気政策の面で国民の支持を失いたくないとする気持が強い。プレッシング総裁がこれまで強く自粛を要請してきた政府・地方公共団体の放漫支出も、直接の原因はこの点にあるが、政府としてはこのような事態を当面改善することが困難であるため、金融政策による過熱抑制策の強化を要望したものとみられる。

第2に、公定歩合の再引上げを困難にしていた前記要因のうち、金融、資本市場対策については別途の措置を講ずることによってこの面からの懸

念が薄らぐと判断されたことが指摘されよう。すなわち資本市場対策としては、7月末の閣議決定によって新規起債が一時的に差し止められたほか、8月には、官民合同の債券市場対策会議が開催され、政府・地方公共団体とも当面過剰起債を自粛することで意見の一致をみた。また金融市場対策としては、さる3月に決定をみた再割引限度枠削減幅を半減(要録参照)することによってブンデスバンクの再割引による追加資金供給の道を残すという措置が採られた。もっとも外資流入対策としては、とくに新しい措置は講じられなかった。これは現在までのところ外資の流入額が比較的少なかったこと、公定歩合の引上げ幅が小さいため、現在の対外金利差からみて格別の不安はないと判断されたことなどに基づくものと思われる。

引上げの効果と問題点

今回の再引上げに伴って公定歩合にリンクされている市中貸出最高金利(4年未満)は自動的に上昇し、金融市場証券(30日～2年)の売出しレートも公定歩合の引上げと同時に引き上げられたので、すでに先行して上昇していた金融機関相互間の取引レートとの格差は消滅することとなった。もちろん、公定歩合にリンクされていない市中預金最高金利(2年半未満)については変更手続に若干時間を要するが、これも10月1日から変更することに決定された。他方市中金融機関の長期預貸金金利(貸出については4年以上、預金については2年半以上)については、当局による金利規制がないので詳細は不明ながら今後はやはり上昇に向かうことが当然予想され、その結果現在低迷を続けている債券市場における債券利回りの水準に近づくものと思われる。このようにして再引上げのねらいの一つであった長・短期金利水準のゆがみ是正という目的は達成されたということができよう。

次に問題になるのは今回の公定歩合引上げの景気調整効果いかんということである。この措置によって民間の設備投資ならびに、財政の建設投資による誘発投資はかなり抑制されることが期待されるが、他方以下のような問題点がいぜん未解決のまま残されており、今後この困難をいかに打開するかが問題となろう。すなわち今回の措置は放漫財政を続ける政府・地方公共団体に根本的な政策変更を強制することなく、主として民間の犠牲において超過需要を削減し、物価騰貴を抑制せんとしている点である。本来財政政策は景気政策として好景気の局面においては過剰需要を抑制するために当然引き締めるべきであろう。この点に関したたとえばB I S年報(第35回)は国内景気対策は本来財政政策を中心に行なうべきであり、金融政策はむしろ国際収支の不均衡是正という対外的配慮を目標にすべきであるとの見解をとっている。したがって年報の立場からすれば、西ドイツのような黒字累積国は財政政策を引き締め、金融政策はむしろ緩和すべきであるということになる。しかし、西ドイツでは、財政政策をB I Sの主張するほど機動的に景気対策として運用することは実際問題として不可能な状態にあることから過剰需要に対しては金利政策がいぜんとして最も効果的な政策手段とならざるを得ないというのが実情である。ブンデスバンク当局の悩みもこの辺にあるとみられる。

今回の措置に伴う問題点はこれだけではない。第1に現在の西ドイツでは労働市場が極度にひっ迫しており、その面からの制約要因を克服するためにも、労働節約的な設備合理化投資がむしろ促進されねばならないが、今回の措置によりこのような投資が抑制されることは、少なくとも将来に問題を残すものといわなければならない。また現在重要視されている供給力不足の問題に対しても、今回の措置により設備投資が減退すれば少な

くとも長期的には需給関係のアンバランスは改善されないことになるおそれもある。

第2に、今回の措置が増大しつつある消費需要をどの程度抑制できるかという問題がある。消費需要の増大は主として賃金引上げに伴う個人所得の増加によってもたらされるものであり、金利引上げに対してきわめて非弾力的であるからである。この点に関してはブンデスバンクも今回の再引上げによって問題がすべて解決できるとは考えておらず、とくに労働組合に対しては機会あるごとに節度ある行動を要請している。

そのほか、外資流入問題も完全に解決されたわけではなく、今後再び流入が激化する事態が起こらないともいえないという問題がある。いずれにせよ今回の措置は景気政策の困難さを示す一つの事例であり、その衝にあたるブンデスバンクの苦悩をはっきり示している。

