

米国の公定歩合引上げと 今後の問題

連邦準備制度は、11月19日(日曜)、ニューヨークなど10地区連銀(セントルイスおよびフィラデルフィア連銀を除く)の公定歩合を4.0%から4.5%に引き上げ^(註)、20日から実施する旨発表した。以下、今次措置の背景、今後の問題点等を概観してみよう。

(注) その後フィラデルフィア連銀が21日、またセントルイス連銀も27日に、それぞれ追隨引上げ(同じく4.0%→4.5%)を実施した。

公定歩合引上げの背景

(1) 英ポンドの平価切下げと対英金利格差の拡大

今回の米国公定歩合引上げは、直接的には11月18日の英ポンド平価切下げに伴い、ドルの信認をいっそう強化する必要に迫られたこと、英国の公定歩合が大幅に引き上げられた結果、対英金利格差が拡大したことに対処し、短資の大量流出を防止するねらいから実施されたものとみられる。すなわち、英ポンド平価の切下げは、当然のことながら、国際金融市場や為替市場において投機筋のドルに対する攻撃を激化させることが予想された。しかも、英国の公定歩合が7%の「危機レート」をしのぐ8%の異常な高水準にまで押し上げられたため、これまで米国内に流入してきた短期資金^(註)が逆に英国に向けて流出するという事態の発生が懸念されるに至った。とくに、先ごろ発表された本年初来第3四半期までの国際収支の赤字(流動性ベース、季節調整済み)が、すでに年率23億ドル(昨年中の同ベース赤字は14億ドル)にも達し、基調的に赤字幅が拡大する傾向にあるため、米国としては短資の過度の流出を押えるため、とりあえず公定歩合の引上げに踏み切らざるをえなかったものとみられる。

(注) 夏ごろから米銀によるユーロ資金の取入れが活発化し、10月には米銀取入れ残が33億ドルと、昨年ピーク(30億ドル)を上回るに至ったといわれる(10月19日付アメリカン・バンカー紙)。

(2) インフレ圧力の増大

今次措置には、以上のほか、最近米国内に高まってきたインフレ懸念に対処するねらいもあるとみられている。すなわち、マーチン連邦準備制度理事会議長は、先ごろ、米国経済の現状について、「現在のところ経済の強さがストライキの影響などによって隠されているが、今や論議の中心は、拡大基調が続くかどうかということから、拡大の幅とテンポおよびその影響いかんという点に移っている。今後財政赤字を抑制しえないかぎり、金融政策をどのように運営してみても困難な事態に立ち至ることになる。」(11月15日シカゴでの講演)と指摘し、インフレ回避のため、増税・歳出削減を含む財政抑制措置の必要性を重ねて強調した。

現に、1968年度7～9月期の財政赤字(行政予算ベース)は、税収不振に伴う歳入の伸び悩みと、歳出の5割強を占める国防費支出の増加(前年同期比34億ドル増)を主因に、前年同期に比し28億ドルの増大をみている。また、この資金調達のため増発されたTBの連銀による買いささえを背景に、マネー・サプライも、4～9月には年率7.2%とかなり高い増加率を示している。

政府は、すでにこのような財政赤字の拡大、マネー・サプライの増加からインフレ懸念が増大することに対処して、さる8月、個人所得税および法人税に対する10%の付加税実施を提案したが、歳出膨張を憂慮する議会側の強い抵抗にあって審議が難航し、政府の増税提案は早急には実施できそうもない状況にあった。

このため、増大するインフレ懸念に対して、金融面からなんらかの措置を打ち出さざるをえない情勢にあった。

公定歩合引上げ後の動き

(1) 市中金利の一段高

従来、金融緩和下にもかかわらず上昇を続けてきた市中金利は、公定歩合引上げを契機に、総じて一段高の様相を呈している。

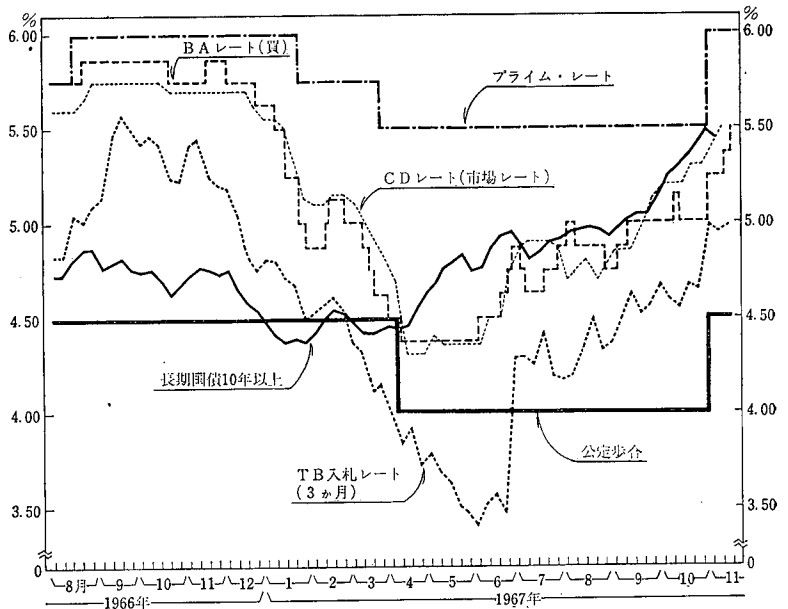
すなわち、短期市場金利はTB(3ヵ月物)入札

主要金利の動向

レートが、20日、4.989%（前週4.648%）に急騰したのをはじめ、フェデラル・ファンド、BA、コマーシャル・ペーパーなど軒並み0.25~0.5%方上昇、また、長期債市場では債券価格が軟化、このため一部起債延期（ニューヨーク州住宅金融機関など）の動きがみられた。

一方、プライム・レートについては、コンチネンタル・イリノイが、20日、5.5%から6.0%へ引き上げたのに次いで、21日には大手銀行筋も追随引上げを実施、同レートは再び昨年ピークの水準にま

で上昇した。また住宅金融市場でも、モーゲージ金利の引上げ（シカゴ地区の貯蓄貸付組合）が目だった。さらにCD発行レートも、3か月以上が規制限度（5.5%）の天井に達し、このため銀行筋では、ユーロ・달러・レートの上昇見通しともからみ、この際 Regulation Q の改正による定期預



金金利の最高限度引上げを望む声が強まっている。

(2) 増税審議の再開

増税案の審議難航にみられるような財政面での行きづまりは、ドル不安をいっそう助長する懸念があり、かたがた国際収支改善のため、インフレ抑制効果をもつ増税の実施が急務となったことから、政府は、歳出削減に関する議会側の要請にこたえる態度を示し、増税審議の再開を議会に強く要請した。この結果、10月初旬以来政府増税案の審議を中止してきた下院歳入委員会は、20日、審議を再開する旨表明し、29日にはファウラー財務長官、マーチン連邦準備制度理事会議長等の証言を聴取した。その際、政府は、歳出削減41億ドルを含む大幅な赤字圧縮(註)を提案するとともに、当初増税案(個人所

米国主要金利の推移

(年利・%)

	昨年ピーク	本年ボトム	最近時点
フェデラル・ファンド	11月ごろ 6.0以上	—	11/20~ 4.5
プライム・レート	8/16~1/27 6.0	3/27 5.5	11/20~ 6.0
B A(3か月物、買い)	8~11月 5.875	4~6月 4.375	12/5~ 5.375
C D(3か月物、発行)	春~1/27 5.5	5月 4.0~4.5	11/20~ 5.5
コマーシャル・ペーパー (direct placement)	11~12月 5.75~6.0	5月 4.25~4.5	12/5~ 5.25~5.5
T B(3か月物)	9/19 5.586	6/5 3.386	12/4 4.989
ユーロ(3か月物)	11~12月 7.38	5/1 4.5~5.0	11/24(ピーク) 6.75~7.25
長期国債(10年以上)	9/3 4.87	2/3 4.37	12/5 5.875~6.375
社債(ムーディAaa)	9/10 5.52	2/10 5.00	11/25 5.45
			12/2 6.12

得税、法人税につき各10%の付加税をそれぞれ10月1日、7月1日に遡及して実施する等)の早期成立を重ねて要請した。

(注) 政府提案の内容は、①本年度歳出を26億ドル削減し、これに、さきの議会側の15億ドル削減(対外援助・貧困対策費等)と合わせ合計41億ドルの歳出削減を行なう、②ベトナム戦費を20億ドル増(8月ごろの見通しでは40億ドル増)にとどめる、③他方、当初案どおりの増税および参加証券の発行(50億ドル)などを行なう、④この結果、本年度財政赤字(行政予算ベース)を137億ドル以内に収める、というもの(増税しない場合の赤字は290億ドル)。

今後の問題点

(1) 経済拡大テンポの鈍化

10月の主要景気指標には、鉱工業生産指数(1957～59年=100)が156.2と前月比0.5ポイント低下したのをはじめ、製造業新規受注、小売売上高なども前月を下回り、また失業率も4.3%と9月(4.1%)に引き続き上昇を示すなど、総じて悪化の傾向がみうけられる。

政府筋はかかる景気の現状をフォード社のスト(9月6日～10月25日)による直接・間接的影響、中東動乱の終息に伴う原油生産の反動減など一時的要因によるものと説明しており、また失業率の上昇も、若年層の求職集中や黒人等低質労働力の急増によって生じたもので、労働市場が必ずしも引きゆるんできたことを示すものではないと受け取り、先行き依然強気の景気見通しを変えていない。事実、第3四半期の企業利潤が4期ぶりに回復(67/Ⅱ789億ドル→67/Ⅲ801億ドル)に転じたこと、明年の設備投資が本年比5%程度の増加(11月央のマグロー・ヒル社調査、本年は昨年比2.3%増)を示すとみられることなど、強気説を支持する材料も最近あいついで発表されている。

このように米国経済の現状については、引き続き拡大基調にあるとの見方が強いが、他方政府増税案の審議難航から、金融政策が従来の緩和基調から less easy に転換する公算はきわめて大きくなってきている。しかもその場合でも歳出削減と増税がいずれは実施されることとなるであろうから、金融・財政両面からの影響で今後の経済拡大

テンポが鈍化することは避けられないと思われる。

金融政策が今後 less easy の基調に転じ、また歳出削減と増税が実施されれば次のような影響が生ずることになるろう。

イ. 住宅金融市場の資金枯渇から、現在の住宅建築の回復(10月着工1,496千戸、前年比76%増)が短命に終わる公算が大きいこと。

ロ. 消費者信用のオペイラビリティの低下、増税による可処分所得の減少などから、個人消費の伸びが低下すると予想されること。

ハ. 内部留保の不足(増税はこの傾向をさらに強める)から企業の外部借入れへの依存度が上昇しており、このため金融引締め政策が民間の投資活動を抑制する効果は、以前よりも強まっているとみられること。

ニ. さらに政府支出の削減は、そのマイナスの乗数効果により、削減額を上回る総需要の減少を引き起こすと考えられること。

こうした点から、来年の米国経済が、さきに発表された民間機関の予測(GNP成長率、名目7%前後、実質4%前後)どおりの高成長を達成しうるかどうかが疑問なしとしない。

(2) 内外金利の上昇傾向

この間、金融面では、今次措置に伴い内外ともに引き続き高金利の持続は必至とみられる。

まず、今後の国内金利動向については、いずれ金融緩和政策の転換が予想されるほか、以下の理由から、まだ昨年最高水準にまで達していない短期金利がさらに上昇を続けることは避けられないものとみられる。すなわち、財政赤字の増大に伴い政府の大量起債はなお続くこととみられるほか、景気上昇に伴い在庫の積み増しや設備投資の回復持続等から企業需資の増大が予想され、さきの英国の公定歩合引上げにより、国外からの金利上昇圧力も一段と強まってきているからである。

一方、国際金利動向に及ぼす影響をみると、米国の今次公定歩合の引上げは直ちにカナダの公定歩合引上げ(5.0%→6.0%)を誘い、さらにユーロ・

ダラー金利の上昇傾向を助長している。かくして、9月25日の10ヵ国蔵相会議の席上における「国際的な金利軍縮(interest disarmament)についての話し合い」にもかかわらず、その後の情勢は国際的な高金利への傾向を強めている。ことに問題は、最近におけるユーロ・ダラー・レートの上昇^(注)が、国内景況の低迷から現在低金利政策を維持している欧州大陸諸国の金利に波及して「不況下の金利高」現象を招き、ひいてはこれら諸国の景気回復テンポを遅らせる結果ともなりかねないことである。いずれにせよ、米国、英国の公定歩合引上げは、国際通貨不安に対処するというねらいが中心となっており、また、米国、カナダの場合には、両国経済に内在しているインフレ懸念が金利水準を押し上げているという面があるだけに、現在の高金利が容易に是正されるとはみられない。

(注) ユーロ・ダラー・レート(3ヵ月物)の推移

		(年利・%)	
11月17日	5.625~6.125	11月28日	6.625~7.125
21日	6.50 ~6.75	12月1日	6.375~6.875
24日	6.75 ~7.25		

(3) ドル防衛問題の新たな展開

今次公定歩合の引上げは、すでに見たごとく、主として英ポンド平価切下げに対するドル防衛の事前的措置としてとられたものであるが、はたしてポンド切下げ後ヨーロッパ市場での金需要の異常な増大^(注)、ドルから欧州通貨への逃避等の動きが生じた。このため米国政府は、ドル価値の信認確保のため、再三にわたって現行金価格の堅持を表明、また11月26日には、米・英・西ドイツ等フランスを除く金プール加盟7ヵ国の中央銀行も、金価格維持に関する共同声明(「要録」参照)を発表するなど、国際金融協力を含むドル防衛措置が打ち出された。

かくして、金投機の動きは現在のところ一応小康を保ってはいるが、米国の国際収支が依然改善の傾向をみせていないだけに、ドルに対する信認が再び低下する懸念はまったく払拭されておらず、米国としては国際収支対策を中心としたドル

防衛強化策を講ずる必要性が一段と強まっている。

(注) ファウラー財務長官は、29日の下院歳入委員会において、「先週、投機筋が買入れた金は、それに先だつ4ヵ月間の買入れ量の4倍に達した」と証言している。

こうしたことから、ニューヨーク連銀は、11月30日、わが国をはじめ英国、西ドイツ等8ヵ国の中央銀行および国際決済銀行を対象に、スワップ取決めを拡大するに至った(「要録」参照)。これは、主として英米間金利格差の拡大に伴う米国からの短資流出に備えるための措置とみられている。

また最近、民間論調においては、これを契機に国際収支改善策の抜本的検討を期待する声が強まってきているのが注目される。たとえば、ニューヨーク・タイムズ紙は、11月23日付社説で「必要とあれば、対外投融資のモラトリアム施行さえも考えられる」とかなりセンセーショナルな提唱を行なっている。こうした世論の支持を背景に、政府が新たな国際収支改善策を打ち出す公算が強

米国の主要経済指標

	7月	8月	9月	10月
鉱工業生産指数* (1957~59年=100)	156.6	158.2	156.7	156.2
製造業新規受注高* (百万ドル)	45,977	45,900	45,274	45,490
小売売上高* (百万ドル)	26,444	26,422	26,753	26,152
製造・卸・小売在庫* (百万ドル)	137,405	138,187	138,342	
民間住宅着工* (年率、千戸)	1,369	1,403	1,429	1,496
失業率(%)*	3.9	3.8	4.1	4.3
消費者物価指数 (1957~59年=100)	116.5	116.9	117.1	117.5
卸売物価指数 (1957~59年=100)	106.5	106.1	106.2	106.1
マネー・サプライ* (月中平均、十億ドル)	177.9	179.1	179.2	180.2
輸出(百万ドル)*	2,591	2,561	2,632	2,383
輸入(百万ドル)*	2,235	2,114	2,215	2,216
金保有高(百万ドル)	13,136	13,075	13,077	13,039

* 季節変動調整済み。

く、明年年初に発表される一連の教書の内容が注目の的となっている。

さらに、ドルの信認を高める措置として、かねて懸案の連邦準備券に対する金準備の撤廃問題^(注)もこのところクローズ・アップされてきた。もっとも、現時点での実施については、依然慎重論が大勢を占めているが、近い将来撤廃が具体化して行く可能性は小さくないとみられている。

(注) 連邦準備法第16条第3項では、

「各連邦準備銀行はその連邦準備券の実際流通高に対する準備として25%以上の金額の金証券を維持しなければならない」

とされているが、政府は本年3月、すでに同準備の撤廃に関する法案を下院銀行通貨委員会に提出済みであり、今後同法案の審議が促進される公算が強い。

国 別 動 向

欧州諸国

◇ E E C

英ポンド切下げに対する反応

英ポンド切下げの発表後、E E Cは即刻通貨評議会を召集し、また翌19日には、6か国の蔵相および中央銀行総裁がバりに参集して英国政府の措置とその影響等について検討するなど、大きな反応を示した。まず通貨評議会では、諸般の事情を考慮したのち、E E C諸国はポンド切下げ措置に追随しないことを確認するとともに、今回の英国政府の決定に支障をきたすような行動は採らないことを申し合わせた。この通貨評議会の決定を受けついで、6か国の蔵相および中央銀行総裁は、会議終了後概要次のようなコミュニケを発表、ポンド切下げ措置を支持するとの意向を表明した。

すなわち、

「6か国の蔵相および中央銀行総裁は、英国政府によって採られた勇断を一致して高く評価し、その成功に協力することを約するものである。共同市場の6か国蔵相は、英当局の諸決定に伴い、欧州経済共同体の現実の経済政策運営に当たり、今後いっそう慎重な配慮が必要となることを確認した。」

上記コミュニケの後段からも察知されるように、ポンドの切下げなど一連の措置は、ようやく回復の緒についたE E C経済に、今後かなりの影響を及ぼすものとみられている。現に、E E C委員会は英国の大幅な公定歩合引上げ、それに追随した米国、カナダの公定歩合引上げなど、高金利再現の動きが一段と強まりつつあるおりから、中期経済計画との関連もあり、別途ポンド切下げの及ぼす影響について検討を開始することとなった。