

## 金プール停止の背景と問題点

### 〔要 旨〕

昨年11月に行なわれた英ポンドの平価切下げを契機として、国際通貨制度は激しい動揺期を迎えることとなり、前後3回にわたるゴールド・ラッシュの結果、61年11月以降ロンドン市場において金価格安定操作を行っていた金プールは事実上解体を余儀なくされ、金について二重価格制が実施されることとなった。

このような国際通貨危機の背景は、基本的には、米国国際収支の恒常的な赤字とそれに伴う米国保有金の大量流出の結果、ドルに対する信認が低下したことにある。金プール諸国による今次措置は、とくに市場からの金購入の停止という点において、国際通貨としての金の比重が漸進的に低下する可能性が示されたともみることができるが、むしろその第一義的なねらいは、米国からの金流出を阻止することによって、米国に国際収支改善の時間的余裕を与える点にあったと思われる。

二重価格制採用後の金市場の動きは、投機筋の利食い売りに加え、ベトナム和平会談の開始や増税案について上下両院協議会の合意が成立したことなどもあって、比較的平穩に推移している。しかしその底流には依然不安定なものが残されているようである。

今次措置に伴う当面の問題点としては、①各国金政策の動向、とくに新産金の処理の問題が必ずしも明確とはいえないことおよび②米国の国際収支改善が依然難航していること、などがあげられる。しかし現行国際通貨体制の安定は、基本的には米国国際収支の改善をおいてほかにないと思われるので、今後内需抑制を含むドル防衛策の強化がいっそう要請されることとなろう。

### 〔目 次〕

- |                         |                     |
|-------------------------|---------------------|
| 1. はし が き               | (2) 為替市場の秩序維持       |
| 2. 金プール操作停止の背景          | (3) 国際収支調整過程の促進     |
| (1) 米国国際収支の赤字           | 5. 金プール操作停止後の金・為替市場 |
| (2) ドル債務の累積と米国保有金の流出    | (1) 金 市 場           |
| (3) 民間金需要の増大            | (2) 為 替 市 場         |
| 3. 金プール操作停止に至る経緯        | 6. 今次措置の意義          |
| (1) 英ポンドの平価切下げ          | (1) 国際通貨危機打開の方向     |
| (2) 金・為替市場の動揺           | (2) 公的金準備と民間金市場の分離  |
| (3) 米国国際収支の大幅悪化とドル防衛策強化 | (3) 金政策の国際的協調       |
| (4) ドル防衛の難航             | 7. 当面の問題点           |
| (5) 第3波ゴールド・ラッシュ        | (1) 各国金政策の動向        |
| 4. ワシントン声明の概要           | (2) 米国の国際収支動向       |
| (1) 金の二重価格制             | 8. む す び            |

## 1. は し が き

昨年11月に行なわれた英ポンドの平価切下げを契機として、国際通貨体制は新たな動揺期を迎えることとなった。とくにポンド切下げ以後、前後3回にわたって発生した大規模なゴールド・ラッシュは、ドルを中心とする現行通貨体制に大きな衝撃を与えた。その結果、61年11月以降ロンドン金市場において金価格安定操作を行ってきた金プールは事実上解体を余儀なくされ、金の二重価格制という新たな事態が発生するに至った。

この金プール解体をめぐる一連のできごとは、戦後の国際通貨体制上重要な意味を持つばかりでなく、世界経済の将来に対しても大きな影響を与えるものと思われるので、ここにその背景、意義などをとりまとめてみることにした。

## 2. 金プール操作停止の背景

金プールが操作停止に追い込まれた直接の契機は、いうまでもなくゴールド・ラッシュの激化であるが、その基本的背景としては、①米国国際収支の恒常的赤字、②それによって生じた短期ドル債務の累積と米国保有金の流出、③民間金需要の増大、などのため、ドルの信認が大きく低下したことがあげられる。以下、これらの諸点についてやや詳細に検討してみることにしよう。

### (1) 米国国際収支の赤字

米国の国際収支は、第2次大戦後しばらくの間は巨額の黒字を保っていたが、朝鮮戦争がぼつ発した1950年を境にして赤字に転じ、1957年に小幅の黒字を記録したのを唯一の例外として、以来1967年に至るまで18年間恒常的に赤字を続けている。このうち、50年代後半に至るまでの期間は、赤字幅も比較的小さかった(50～56年間平均15.2億ドル、流動性ベース、以下同じ)ばかりでなく、

世界的ないわゆる「ドル不足」を緩和するものとして、戦後の世界経済の復興と発展に大きく寄与した。しかし、米国保有金が大量に流出し、主要西欧諸国の通貨が交換性を回復した1958年前後を境として、米国国際収支の赤字幅はいっそう拡大(58～67年の10年間平均27.4億ドル)する一方、今度はこのような国際収支の赤字がむしろ「ドル不安」を招くこととなった。

このような情勢に対処するため、アイゼンハワー政権下の59～60年ごろから、対外援助のひもつき強化(バイ・アメリカン政策の採用)、海外駐留軍関係費の削減などを主たる内容としたドル防衛策が実施されていた。その後、ケネディ、ジョンソン両政権の下では、これらに加え、金利平衡税の導入(63年7月)および対外投融資ガイドラインの設定(65年2月)などを中心に、資本流出規制が拡充強化された。これらの対策は一応それなりの効果をあげたが、さらに新たな悪化要因の発生があったため、国際収支全体としてはほとんど改善をみなかった(注1)。

ところがこのような国際収支の恒常的赤字は、概言すれば米国民間資本の流出および政府海外支出(対外援助および軍事支出)の増大などから生じたものであり、この間、貿易収支は巨額の黒字を維持していた(第1表)。

このような米国の国際収支構造は、現在に至るまで基本的になら変わらず、それが、米国経済の貿易依存度が極端に低い事実(商品輸入の対GNP比率はおおむね3%程度)とあいまって、これまでのドル防衛策を資本流出規制に重点指向させてきた。しかしながら、60年代後半になると、貿易収支の黒字幅縮小を中心として、上記国際収支構成項目の相対的な関係に重要な変化が生じた。その点をやや詳しくみると、次のとおりである。

(注1) 米国による国際収支対策の評価について、ニューヨーク連銀のヘイズ総裁は本年1月、次のように述べている。「われわれは近年、赤字を縮小ないし削減することの必要性と決意についてしばしば確言してきたし、また国際収支問題のなかの特定の要因を攻撃するため、多くの計画を行ってきた。しかし、なるほど個別的には成果もあがったが、絶えず新しい問題が発生してきて、全体としてはなんの改善もなかった」。

なお、従来のドル防衛策については、本年2月号を参照。

(第1表)

## 米国の国際収支動向

(単位・百万ドル)

	1960～ 64年 平均	1965年	1966年	1967年
財貨サービス収支じり	5,837	6,957	5,102	4,798
うち貿易収支	5,275	4,788	3,658	3,483
投資収益	4,552	5,901	6,245	6,783
軍事支出	2,981	2,881	3,694	4,319
送金年金	-787	-994	-1,010	-1,283
政府贈与資本取引	-3,141	-3,375	-3,446	-4,127
資本収支	-3,800	-3,496	-1,701	-2,369
うち米国資本	-4,494	-3,690	-4,213	-5,445
直接投資	-1,864	-3,371	-3,543	-3,026
その他長期	-1,354	-1,080	-257	-1,268
短期	-1,276	761	-413	-1,150
外国資本	694	194	2,512	3,076
誤差脱漏	-894	-429	-302	-595
流動性ベース収支じり	-2,784	-1,337	-1,357	-3,575

資料：Survey of Current Business.

## イ、貿易収支

貿易収支は、1959年にスエズ危機後の輸出反動減や鉄鋼ストの影響などから一時的に10億ドル弱の黒字幅に落ち込んだが、その後60年代前半まで毎年40～70億ドルの巨額の黒字を記録した。しかし65年以降は黒字幅が縮小に転じ、66、67年はいずれも30億ドル台にとどまっている。

(第2表)

## 米国の地域別貿易収支じり

(△は入超、単位・百万ドル)

	1961 年	1962 年	1963 年	1964 年	1965 年	1966 年	1967 年
合 計	6,283	5,308	6,207	7,824	6,112	4,778	4,718
先進国	4,654	3,735	4,317	5,307	4,247	2,420	2,472
低開発国	1,584	1,554	1,814	2,290	1,879	2,350	...
うち							
カナダ	556	385	422	676	811	536	74
その他 西半球	122△	252△	329	141△	97	65	892
欧 洲	3,175	3,089	3,440	3,888	3,069	2,127	2,022
ア ジ ア	2,069	1,716	2,256	2,182	1,484	1,457	1,795
大 洋 州	125	79	63	364	503	211	435
アフリカ	187	269	276	342	351	370	277

(注) 1. 再輸出および軍事物資を含む。

2. 先進国とはカナダ、西欧、日本、豪州、ニュージーランドおよび南ア共和国。

資料：Economic Report of the President, 1968から作成。ただし、1967年はSurvey of Current Businessから作成し、それ以前とは厳密には連続しない。

このような60年代前半における黒字幅拡大および後半における縮小は、もっぱら先進工業諸国との間の貿易によって生じたものである。とりわけ、対西欧貿易においては、黒字額は64年の39億ドルをピークとして67年には20億ドルとほぼ半減し、またカナダとの貿易関係においても、65年の8億ドルの黒字が67年にはほとんど消滅するに至った(第2表)。

こうした米国貿易収支の変動については、次のような循環的および構造的要因をあげることができよう。

## (イ) 米国景気の過熱と競争力の低下

米国経済は、ケネディ、ジョンソン両政権の積極的な成長政策を背景に、61年2月以降長期的な上昇過程にはいった。このうち、64年ごろまでは、年平均4%をこえる実質成長を達成したにもかかわらず、物価はきわめて安定的に推移し(GNPデフレーターは61～64年は年平均1.3%の上昇)、「経済成長を通ずる国際競争力の強化」を掲げた、いわゆるニュー・エコノミクスの理念がほぼ実現された時期であった。この結果、失業率は61年の6.7%から65年には4.6%に低下する一方、操業率(製造業)は同期間に78.5%から88.5%に上昇するなど米国経済はほぼ完全雇用状態を達成するに至った。66年にはじまるベトナム戦費の急激な膨張は、このような完全雇用下の経済に景気の過熱をもたらし、物価もGNPデフレーターで65～67年間平均2.5%アップと上昇傾向が顕著になった。ここで注目すべきことは、65年を境として、米国経済が基本的に労働力の不足に直面するようになったことであり、それまで賃金と物価の安定に寄与したガイド・ポストも、66年後半には有名無実化した。これによるコスト圧力が、財政赤字の拡大と並んで物価上昇要因となり、米国産業の国際競争力を弱める結果になったと思われる(注2)。

## (ロ) 直接投資の影響

米国の対外直接投資は50年代後半から着実に増加し、65年以降は各年30億ドルを上回るに至っ

た。投資先は、50年代後半にはラテン・アメリカとカナダが主であったが、60年代には欧州とくにEEC向けに重点が移行し、また65年以後カナダ向けも再び増加した。

ところで、直接投資が貿易収支に与える効果に関しては、本国から海外子会社に対する輸出、子会社からの逆輸入および子会社の販売と本国からの輸出との競合関係などについて検討する必要があるが、60年代における米国の直接投資の性格および対象地域からみれば、それが米国の貿易収支に対してむしろマイナスに作用した公算が強いと思われる。

すなわち、第1に、直接投資は一般に子会社に対する輸出の増加をもたらしとみられるが、しかし、その程度は投資対象地域によって大きな差がある。米財務省の調査によれば、1953～60年の期間、米国からラテン・アメリカに対する直接投資の輸出誘発係数は0.4であったが、欧州およびカナダの製造業に対する直接投資の同係数はわずか0.04にすぎなかった。第2に、65年以降におけるカナダ向け投資の著増は、同年1月締結された米・加自動車協定により両国間の自動車関税が撤廃されたことから、米国の自動車メーカーが、相対的に低賃金のカナダで増産を進めるため、カナダ工場の大量増設をあいっいで行なったことが原因であった。この結果、カナダ向け輸出も増加したものの、64年は皆無に近かったカナダからの自動車輸入は67年には16億ドルへとより急速に増大し、これが前述した対カナダ貿易収支悪化の有力な一因となった。第3に、60年代に著増した欧州向け直接投資は、いうまでもなく、EEC共通関

税障壁から受ける不利を現地生産によって回避する目的から行なわれたものが少なくなく、したがって、それは輸出代替的性格が当初から強かったといえよう。これを統計的に確証するのは困難であるが、米商務省では、海外の米系子会社の売上げの伸びが、通常米国の輸出の伸びを上回っており、とくに65年には、いくつかの産業で輸出が停滞ないし減少したにもかかわらず、同一産業の海外子会社の売上げが引き続き増加したことを指摘して、この点を示唆している(注3)。

#### ロ、資 本 収 支

米国民間資本の流出は、60～63年の年平均40億ドルから64年には65億ドルへと異常に増加し、それ以後このピークを下回っているものの、65～67年間平均では44億ドルと引き続き高水準を続けている。しかし、資本流出の内容には、この間大きな変化がみられる。すなわち、65年以降になると、長期証券投資および銀行融資等の流出は減少

(第3表)

国際ネット民間資本移動

(単位・百万ドル)

	1960～ 63年平均	1964年	1965年	1966年
米 国	-3,768	-5,351	-3,879	- 451
長 期 資 本	-2,283	-3,379	-4,565	-2,886
直 接 投 資	-1,640	-2,440	-3,361	-3,376
その他長期資本	- 643	- 939	-1,204	490
短 期 資 本	- 621	-1,023	1,101	2,818
英 国	332	- 414	107	-1,123
E E C	1,401	1,595	196	- 110
カ ナ ダ	982	728	1,150	588
日 本	554	457	- 683	-1,164

(注) 各国統計とは必ずしも一致しない。－は流出、無記号は流入。  
資料：IMF年報、1967年。

(注2) 本年の大統領経済諮問委員会(CEA)報告は、「(67年には)米国のコスト上昇は、大部分の欧州諸国におけるより早かったと思われる」旨述べている。ちなみに67年には、景気調整による生産性の停滞にもかかわらず、賃上げ圧力がきわめて強かった結果、単位当り労賃コストの上昇は5.1%と近年のトレンドをはるかに上回った。

	1947～66年平均	61～65年平均	66年	67年
時 間 当 り 賃 金 上 昇 率	5.1	3.6	4.9	6.1
生産性(1人1時間当り)	3.2	4.6	2.2	0.9
単 位 当 り 労 賃 コ ス ト	1.8	△ 1.0	2.7	5.1

(いずれも年率%、△は低下。製造業のみ)

(注3) Survey of Current Business, 66年11月号など。

し、外国資本の流入を加えたネットで見ると、直接投資以外の民間資本収支はむしろ米国の流入超に転じてきた(第3表)。一方、直接投資は、すでに述べたように、欧州およびカナダ向けを中心として、65～67年平均33億ドルと一段の増加を示し、資本流出の大宗を占めるに至った。

直接投資以外の資本収支の改善は、主として次の二つの理由による。第1は、欧米間における景気局面のずれであり、60年代前半においては、当時米国を上回る経済成長の過程にあった欧州大陸諸国からの強い資金需要が、証券投資および長短銀行融資の形態で米国資本の流出を引き起こした。これに対し、65年以降は、米国金融市場のひっ迫と急速な金利上昇が米国資本の流出を抑制したうえ、逆にユーロ市場から大量のユーロ・ドルを流入せしめた。この点は、主として銀行対外ポジションの変化に現われており、たとえば銀行の対外債権は、60～64年までの年平均15.3億ドル増に対して、65～67年の期間中ほとんど増加していない(65、66両年は純減)(注4)。

第2は、ドル防衛策の効果である。米国による国際収支対策の中心が資本流出規制にあったことは前述のとおりであるが、なかでもその重点は、証券投資および銀行対外投融資の抑制に置かれていた。このため、63年7月以降、株式・債券等に対して金利平衡税が導入されたが、これは65年10月、銀行ターム・ローンにも適用されるよう改正され、さらに67年8月には税率が引き上げられるなど、漸次強化されてきた。また、同税実施後、事実上証券金融を肩代わりするかたちで著増した銀行融資に対しては、その他金融機関や企業の投融資とともに、65年2月にガイドラインが設定され、これもその後しだいに強化されてきている。このような資本流出規制の効果は、米国資本市場

においてもっとも端的に現われたといえよう。いま、外国証券の新規発行状況を主要市場別にみると(第4表)、米国市場においては63年以後新規発行がはっきりと頭打ちに転じており、とくに欧州諸国のそれは事実上皆無に近くなっている。その結果、欧州諸国および現地で資金調達を余儀なくされるようになった海外米系企業などは、しだいにユーロ債市場に向かうようになり、66年には、ユーロ市場の新規債券発行高は、ニューヨーク市場のそれを大きく上回る規模になっている。

(第4表)

## 外国証券新規発行状況(発行市場別)

(単位・百万ドル)

市 場 名	1963年	1964年	1965年	1966年
米 国 市 場	1,443	1,155	1,451	1,271
カ ナ ダ	734	725	738	939
西 欧	351	51	180	5
ラテン・アメリカ	56	258	59	80
日 本	202	—	63	—
国 際 機 関	—	5	200	118
そ の 他	100	117	211	129
カ ナ ダ 市 場	—	—	23	37
欧 州 国 内 市 場	319	330	215	371
ユ ー ロ 市 場	169	623	1,110	2,174
計	1,931	2,108	2,800	3,853

(注) 1. 長期債(bond)のみ。株式、5年未満の債券等を除く。

2. 米国市場の内訳は発行者別。

資料：IMF年報、1967年。

## ハ、政府海外支出

政府贈与・借款などの対外経済援助は、60年代を通じて漸増を続けた。しかし、バイ・アメリカン等の推進により、経済援助の85%強がひもつきになっているため、これによる実際のドル流出は予想外に少ない。むしろ、援助見返りの輸出および既往借款の返済受取りをも含めて、総合的にみれば援助項目は、近年においてはドルの流入をも

(注4) このような銀行対外融資状態の変化について、連邦準備制度理事会は次のように述べている。「1965年12月までには、国内資金需要の急速な増加による貸出資金の枯渇(scarcity)が、米国金融機関の対外融資活動に影響を与える支配的要因として、明らかにそれまでの自主規制にとって代わりはじめていた」(同理事会年報、1966年)。実際、ガイドラインが発足以後漸次強化されたにもかかわらず、銀行のそれに対する貸出余裕枠は、65年3月末にはわずか0.7億ドルであったものが、65年末3.2億ドル、66年末8.6億ドル、67年9月末7.8億ドルと逆に拡大をみた。

たらしめているとの見方ができよう<sup>(注5)</sup>。ただ軍事支出は、ベトナム戦の拡大に伴い、65年の29億ドルから67年には43億ドルへと急増した。このうち、ベトナム戦費の負担だけでも14億ドルに上るといわれており、67年における国際収支悪化の最大の要因の一つとなっている。

## (2) ドル債務の累積と米国保有金の流出

国際収支の持続的赤字に伴い、米国の対外流動債務は、1946年末の60億ドルから67年末には331億ドルにまで累増した。このうち、直接金交換要求が可能な公的機関に対する流動債務だけでも、65年には米国の金保有高を上回り、67年末現在では157億ドルに達している。

これら公的機関保有のドル債権は、その約60%

が欧州諸国に集中している。欧州諸国は伝統的に金選好が強く、概して、対外準備のかなり高率の部分金を保有する政策をとったから、米国国際収支の赤字幅が拡大した58年以降、米国から欧州諸国に向けて金流出が急増した(第5表)。このような金の再配分の結果、57年末には228億ドル(各国当局保有金総額の61.3%)と世界の金保有の約3分の2を占めていた米国の保有金は、66年末には140億ドル(同32.4%)にまで低下した。一方、欧州工業諸国<sup>(注6)</sup>の金保有高は、同期間に73億ドル(同19.7%)から189億ドル(46.6%)へ激増し、これら諸国合計では64年以降米国を上回るに至った。

いわゆる国際金融協力の主要な目的の一つは、このような米国保有金の急速な流出を抑制するこ

(第5表)

## 米 国 の 対 外 金 取 引

(単位・百万ドル)

	1958年	1959年	1960年	1961年	1962年	1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1958～ 67年計
西 欧											
オーストリア	- 84	- 83	- 1		- 143	- 82	- 55	- 100	- 25		- 573
ベルギー	- 329	- 39	- 141	- 144	- 63		- 40	- 83			- 839
フランス		- 266	- 173		- 456	- 518	- 405	- 884	- 601		- 3,303
西ドイツ			- 34	- 23			- 225				- 282
イタリア	- 349			100			200	- 80	- 60	- 85	- 274
オランダ	- 261	- 30	- 249	- 25			- 60	- 35			- 660
スペイン	32		- 114	- 156	- 146	- 130	- 32	- 180			- 726
スイス	- 215	20	- 324	- 125	102		- 81	- 50	- 2	- 30	- 705
英国	- 900	- 350	- 550	- 306	- 387	329	618	150	80	- 879	- 2,195
B I S	- 178	- 32	- 36	- 23							- 269
その他の	- 41	- 48	- 96	- 53	- 12	1	- 7	- 37	- 50	14	- 329
合 計	- 2,326	- 827	- 1,718	- 754	- 1,105	- 399	- 88	- 1,299	- 659	- 980	- 10,155
カナダ					190				200	150	540
ラテン・アメリカ	69	19	- 100	- 109	175	32	56	17	- 41	9	127
アジア	- 34	- 186	- 113	- 101	- 93	12	3	- 24	- 86	- 44	- 666
(諸 外 国 合 計)	(- 2,294)	(- 998)	(- 1,969)	(- 970)	(- 833)	(- 392)	(- 36)	(- 1,322)	(- 608)	(- 1,031)	(- 10,453)
I M F		- 44	300	150				- 225	177	22	380
総 計	- 2,294	- 1,041	- 1,669	- 820	- 833	- 392	- 36	- 1,547	- 431	- 1,009	- 10,073

(注) - は純売却、無記号は購入。

資料：Federal Reserve Bulletin。

(注5) たとえば、67年についてみると、経済援助総額(返済を含まないグロス)は51.3億ドルに上ったが、うち約86%の44.1億ドルまでが米国商品・サービスの購入、対米返済資金の貸付などに充当され、実際のドル流出となるのは7.2億ドルである。これに過去の借款等の返済10億ドルを入れれば、差引き2.8億ドルの流入となる。

(注6) EEC諸国のほか、オーストリア、デンマーク、ノルウェー、スウェーデンおよびスイス。

とによって、ドル信認の維持を図る点にあった。たとえば、米連邦準備当局を中心にはりめぐらされたスワップ網、外貨建財務省証券(ローザ・ボンド)の発行、あるいは対米債務の期限前返済などは、いずれも過剰ドルの吸収を通じて金交換圧力を緩和する目的のものであったし、また近年では米国による金交換自粛要請も強化された。こうした国際協力の結果、フランス以外の主要国は、66年以降米国からの金買入れをほとんど行っていない。またフランスも、手元ドルがワーキング・バランスにまで落ち込んだことから、67年中は米国から金を購入していない。

### (3) 民間金需要の増大

公的当局による保有ドルの金交換が漸次自粛されるようになったのに対し、民間における金需要は著しい増加を示し、近年における金生産の停滞とあいまって、民間の金需給は窮屈化の方向をたどってきた。

民間金需要は、1956年に戦後最初の大幅な増加を記録したのち、50年代後半は年間5～6億ドル台で安定していたが、60年には一挙に10億ドル台に激増した。56年の需要増がスエズ危機に触発さ

れたものであったのに対して、60年のそれは、同年の米国保有金の大量流出および大統領選挙後における米国金政策の変更懸念など、ドルに対する信認の動揺を直接反映したものであった。そして、60年10月にロンドン自由金市場の価格が一時的にせよ40ドル以上に暴騰したことは、金プール発足(61年11月)の契機となった。さらに65年に、フランスの金買入れ攻勢、ベトナム戦争の拡大などからドル不安が再燃すると、民間需要は16億ドル台へと飛躍的に拡大し、はじめて年間新規産出量を上回るに至った。かかる需給のひっ迫状態は、66年、ソ連の金売却が停止されるに至って顕現化し、同年金プールは発足以来はじめて売り超に転じ(注7)、公的金準備はわずかながら純減を示した。さらに67年には、後述するゴールド・ラッシュを中心に、民間金需要は約30億ドル近くに激増したものと推定され、公的金準備は同年中16億ドルもの大幅減少を余儀なくされた(第6表)。

このような金需要増加の主体は退蔵(hoarding)目的によるものが多いと思われるが(注8)、以上の推移からも明らかなように、それはドルおよびポンドを中心とする国際通貨不安、あるいは低開発

国における通貨価値の間断ない下落などに対するヘッジの意味を帯びている。その際、近年における所得水準および一般物価水準の上昇などに照らして、商品としての金が相対的に廉価となってきたことが、金需要の増加を促進していることはいうまでもない。すなわち、民間金需要の実態はきわめて根深いものがある

(第6表)

### 金 の 需 要 と 供 給

(単位・百万ドル)

	1959年	1960年	1961年	1962年	1963年	1964年	1965年	1966年	1967年
新規供給	1,380	1,378	1,540	1,515	1,906	1,856	1,840	1,370	...
うち新産金	1,127	1,178	1,215	1,300	1,356	1,406	1,440	1,445	...
(南アフリカ)	(702)	(748)	(803)	(892)	(961)	(1,019)	(1,069)	(1,081)	(1,062)
共産諸国の純売却	250	200	300	215	550	450	400 <sup>Δ</sup>	75	...
民間需要	630	1,070	925	1,160	1,080	1,140	1,630	1,410	...
うち工業・工芸用	280	375	380	390	390	520	560	650	...
私的退蔵	350	695	545	770	690	620	1,070	760	...
公的金準備の増減	750	310	615	355	825	715	210 <sup>Δ</sup>	40 <sup>Δ</sup>	1,600

資料：IMF年報、1967年およびInternational Financial Statistics。

(注7) IMF年報(各年)によれば、ロンドン市場における金プールのオベは、63年および64年には、年間それぞれ約6億ドルの買い超であったが、65年には金ポジションを若干改善したにとどまり、66年には初の売り超に転じた。

(注8) 工業用(industrial)の金需要も、電子・宇宙・防衛産業の発達に伴い、近年増加が著しい。しかし、これらの産業が最も高度に発達した米国においても、工業用金の65%までは装飾品などの工芸用(artistie)需要で占められ、これは退蔵用需要と容易には区別しがたい。IMFも、工業・工芸用金需要がしばしば突然増大し(60年、64年など)、しかもそれが退蔵用需要の動きにはば照応している点からみて、工芸用金需要の相当部分が退蔵目的に出るものとしている(IMF年報、1967年)。

り、退蔵用といっても、「短期の投機的 目的による金保有は通常考えられているよりもはるかに少ない」(B I S、66年報)とみられている。したがって、いったん民間保有にはいった金は長期の蓄財手段と化し、再び市場に放出されることはあまり期待できないと考えられる。

### 3. 金プール操作停止に至る経緯

#### (1) 英ポンドの平価切下げ

問題の発端になったのは、いうまでもなく、昨年11月18日に行なわれた英ポンドの平価切下げである。すなわち、英ポンドの平価切下げは、次のような事情からポンドと表裏の関係にあるドルの信認を低下させ、その後起こったゴールド・ラッシュの直接の契機となった。

イ、今回の平価切下げによって英ポンドの国際通貨としての地位は著しく後退し、ドルが事実上唯一の準備通貨として第一線(on the front line)に立つこととなり、ドルに対する負担がいっそう増大したこと。

ロ、ポンド切下げによって国際投機筋は投機利潤を稼得し、投機資金の規模を拡大すると同時に、ドル・アタックに対しても自信を深めるに至ったこと。

ハ、英ポンド切下げの影響の大きいことにかんがみ、国際協力によってポンド切下げを回避しようとする米国の努力したにもかかわらず、結局切下げに追い込まれたことは、国際金融協力の限界を露呈するとともに、米国の力、ひいてはドルに対する信認を低下させる結果になったこと。

#### (2) 金・為替市場の動揺

ポンド切下げ直後、予想される金・為替市場の動揺を阻止するために、ジョンソン大統領は現行金価格を堅持する旨の声明を直ちに発表し、また連邦準備制度も19日、公定歩合の0.5%引上げを発表した。しかし、ロンドンをはじめ各地の金市

場では、週明け後、市場が開かれると同時に金需要が爆発的に高まり、いわゆる第1波のゴールド・ラッシュ(11月21～24日)が起こった。これは約1週間後の11月26日に、現行金価格維持を確認したフランスを除く金プール参加7か国のフランクフルト声明(注9)が発表されるに及んで鎮静した。その後、12月9日～11日に開催されたB I S中央銀行総裁会議に米国が異例にデミング財務次官を派遣することとしたため、米国は今回の会議において金市場を通ずる取引に制限を加える提案を行なうのではないかとルーマーが広まり、しかも会議終了後、一般の予想に反してなんらの声明も発表されなかったため、かえって市場の不安人気が高まり、これを契機に再びゴールド・ラッシュ(第2波、12月12～18日)が生じた。この第2波のゴールド・ラッシュは、12月16日、米国のファウラー財務長官・マーチン連邦準備制度理事会議長の、「ロンドン金市場における金取引を従来どおり維持する」旨の共同声明が発表されるに及んで一応収束に向かった。これら前後2回にわたるゴールド・ラッシュの結果、米国の金流出は、67年1～10月間合計2億ドル弱にとどまっていたものが、11～12月間では9.7億ドルに増加し、67年末の米国金保有高は12,065百万ドルとなった。

一方為替市場においては、金市場の動きに呼応して、ドルから欧州大陸通貨への逃避がかなり大規模に起こった。これに対処して、FRBスワップ枠は2回にわたって計20.5億ドル拡大され、12月27日の引出残高は17.9億ドルと既往最高額に達した。また欧州大陸中央銀行は、流入した短資をユーロ・ダラー市場に還流させるべくスワップ操作を実施し、とくにブンデスバンクによるドル放出は11～12月中8.5億ドルに上った。この間ポンド相場は、投機筋の手仕舞需要もあって11月中天井値を維持したが、切下げ前に大量に流出した短資の還流は予想外に少なく、また8%という公定

(注9) 同声明は、①金価格およびドルの金交換性を維持する、②現行為替レートおよび為替市場の秩序を維持するため協力してあたる(これに基づき、スワップ拡大などの為替市場対策が展開された)、③なお、7か国中央銀行の保有する金・外貨準備の量はこれらの行動を保証するに十分である、という内容である。

歩合の高水準にもかかわらず、投資資金の流入も比較的少なかった。このため、ポンド直物相場は12月にはいと急速に軟化し、第2波ゴールド・ラッシュに伴いほぼ新平価スレスレに落ち込んだ。

### (3) 米国国際収支の大幅悪化とドル防衛策強化

67年の米国国際収支は、第3四半期までですでに年率23億ドルの赤字をみていたが、第4四半期には実に年率76億ドルもの巨額な赤字を示現し、結局通年では35.8億ドルと戦後3番目の赤字を記録することとなった。第4四半期の国際収支悪化の一因は、ポンド危機に伴う英国のドル証券売却(5億ドル)など特殊事情があったことにもよるが、同時に貿易収支が期中顕著な悪化(黒字2.4億ドル、前期比8.3億ドル減)を示し、援助見返り輸出を除いた純商業ベースでは期中5億ドル以上の赤字に転落したことが見のがされてはならないであろう。

このような国際収支の急速な悪化およびポンド切下げ後の金・為替市場の動揺を背景として、ジョンソン大統領は本年1月1日、ドル防衛強化策を発表した<sup>(注10)</sup>。また、1月17日の一般教書において、はじめて法定金準備の撤廃を議会に要請し、現行通貨体制を守る米国の決意を表明した。このような米国のドル防衛対策の強化により、金・為替市場は2月末まで小康状態を保つこととなった。

### (4) ドル防衛の難航

しかるに上記ドル防衛策の発表後、その効果を減殺するような動きがあいつぎ、再び市場の動揺を誘う背景となった。

すなわち、2月以降ベトナム戦局が悪化し、とくに現地米軍が20万以上の大量増派を要請するに

及んで、一般にベトナム戦争のいっそうの拡大が予想されるようになった。また、米国のドル防衛策発表がカナダ・ドルの攻撃を誘発し、カナダが公定歩合の引上げや緊急借款取決めに余儀なくされたことから、米国は3月7日、対外投融資規制からカナダを全面的に免除することとした。しかしこうした動きは、米国国際収支の改善見通しにつき疑問を生じさせることになった。

さらに、米国のドル防衛決意のシンボルと化した増税案の審議が、強力な歳出抑制を条件として主張する議会の抵抗でいっとうに進捗せず、また、当初容易に承認されるとみられた法定金準備の撤廃<sup>(注11)</sup>が難航したことなどは、米国当局の政策遂行能力に対する不信感を強めた。

### (5) 第3波ゴールド・ラッシュ

こうした情勢のなかで、米国内でも金政策に対する論議が活発化していたが、2月28日、ジャビッツ上院議員が金売却の一時停止を議会に提案したことを直接の契機にして、2月29日以降ロンドン金市場で金需要が再び高まってきた。これよりさき、英国の歳出予算議定費が発表された(2月22日)が、歳出抑制が不十分であるとの見方が多く、ポンド相場の地合いが軟化していたので、金需要の再燃にポンド相場は敏感に反応し、3月4日にはニューヨーク市場において切下げ後はじめて平価を割り込むに至った。しかもこのようなポンド相場の動きは逆に金投機をあおり、金・為替市場は相互に影響しながら動揺の度を激しくしていった。

この間、3月9、10日にバーゼルで開催されたB I S中央銀行総裁会議には、マーチン連邦準備制度理事会議長が出席したことから、なんらかの

(注10) 1月1日の措置の概要は次のとおり。①企業の対外投資規制(改善目標10億ドル)、②銀行およびその他金融機関の対外投融資規制(同5億ドル)、③政府海外支出の削減(同5億ドル)、④海外旅行の抑制(同5億ドル)および⑤貿易黒字幅の拡大(同5億ドル)。

(注11) 米国議会においては、法定金準備制度(各連銀が、連邦準備券実際流通高に対し25%以上の金証券準備を維持しなければならない旨の規定)の撤廃により、保有金全額の喪失を可能にするような状態にしたいとの気持ちが強くみられたほか、財政膨張に対する歯止めが失われるとの反対論も強かった。このため、下院を199対190の僅少差で通過した(2月21日)のちも上院で一時棚上げされ、最後は3月14日、金投機の高まりのなかでかろうじて可決された(上院の票決は39対37)。

ドル防衛強化策ないし金市場対策が打ち出されるのではないかと期待されていたが、会議後発表されたコミュニケは、単に現行金政策の維持をうたったにすぎなかった。しかし、従来とは異なり、今回はこのような具体的対策を伴わない単なる声明のみでは投機に対する効果をほとんど持ちえなかった。むしろ、米国の金売却停止、ロンドン金・為替市場の一時閉鎖、イタリアの金プール脱退などのルーマーがさらに次のルーマーを呼んで投機の規模は日を追って拡大して行き、3月14日にはついに平常の100倍にも上る金が取引されたと伝えられている<sup>(注12)</sup>。しかも為替市場でも、13日にはポンドの先物ディスカウント(3ヵ月)が年率13%にも達し、パニック的状態を現出するに至った。

ここにおいて米国当局は、3月14日、公定歩合の0.5%引上げを発表すると同時に、英国当局に15日のロンドン金市場を閉鎖することを要請し、さらに週末の16～17日にかけてフランスを除く金プール参加7か国の中央銀行総裁会議を急きょワシントンで開催することとした。

#### 4. ワシントン声明の概要

今回の会議は、実際に金プール操作に参加していた米国、英国、西ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、スイスの7か国の中央銀行総裁およびオブザーバーとしてIMF専務理事とBIS総支配人が出席して開かれ、17日午後、会議の決定事項に関する声明が発表された。その要点を列挙すると次のとおりである。

##### (1) 金の二重価格制

金プールによるロンドンその他の金市場に対する金の供給は停止される。また、通貨用の金保有は現状で十分であり、通貨当局は市場から金を買入る必要はないと思われる。このため、ロンドンその他の金市場における金価格は、今後市場

の需給に応じて金の公的価格(1トロイ・オンス=35ドル)にかかわらず自由に変動することとなる。一方、米国政府は外国通貨当局に対しては、現行公的価格で金の売買を続けるから、ここに金の二重価格が発生する可能性が生ずることになる。

これに伴って生じうる問題、すなわち、①通貨当局が二重価格を利用して、金市場において金を売却し、その補充のために金売却を請求する場合には、金プール諸国はその補充買いに応じないこととし、また②通貨当局の保有金が増加しないことから将来起こりうる流動性の不足に対しては、SDRをもって対処する方針が明らかにされた。

##### (2) 為替市場の秩序維持

各国は現行為替平価およびIMF協定条項の義務を遵守する旨確認し、また急激な短資移動およびそれによる為替市場の不安定除去に協力する旨申し合わせた。このため英国に対する即時利用可能なクレジットが総額40億ドルにまで拡大され、また本声明とは別に、FRBスワップ枠の拡大(70.8→93.5億ドル)が発表された。

##### (3) 国際収支調整過程の促進

声明は、国際収支の調整過程を促進するため、各国のとるべき政策の方向を示している。すなわち、米国は国際収支の改善のため、適切な財政金融政策を採るべきであるとされ、また英国も国際収支の赤字を解消するため、必要なあらゆる措置を講ずべきであるとされた。一方、欧州大陸諸国は、国内の経済拡大を促進し、金利の上昇や金融引締めをできるだけ避けるよう申し合わせた。

なお、声明の発表と同時に、英国はロンドン金市場を3月末まで閉鎖する旨発表した。

#### 5. 金プール操作停止後の金・為替市場

##### (1) 金 市 場

ロンドン市場が閉鎖された3月15日には、事実上唯一の市場となったパリ金市場に買需要が殺到

(注12) ポンド切下げ以後、3月14日までに買われた金の量はもとより明らかでないが、約30億ドルという見方が有力である(たとえばブンデスバンク年報)。米国の保有金は67年11月以降、68年3月末までの5ヵ月間に2,236百万ドル減少したが、このうち金プールへの拠出による減少がどの程度であるかは正確にはわからない。

し、金価格は44.41ドルに暴騰した。しかし、ワシントン会議の声明発表後は利食い売りが出て相場は下押し、3月20日にはパリ市場で37.92ドルにまで低下した。その後も各地の市場は予想外に安定し、大陸市場の金価格は3月中おおむね38～40ドルの範囲内で推移した。

こうした市場の安定化傾向は、3月31日のジョーンソン大統領の北爆部分停止声明によってさらに強まり、4月1日、2週間ぶりに再開されたロンドン市場の金価格はfixing 38ドルで発足、ベトナム和平ムードが急速に盛り上がった4月4日には、公的価格をわずか1.7ドル上回るだけの36.70ドル(午前のfixing)に低下した。しかしその後はさすがに底値感から買気が台頭、4月8日には南アフリカ共和国が当面金売却を停止する旨言明したこともあって市場価格は強含みに転じ、4月末には39ドル台を回復した。

このように、市場価格がこれまで比較的落ち着いていたのは、主として次の事情によるところが大きいとみられる。すなわち、①金の二重価格制採用によって金プールを通ずる米国保有金の減少が止まり、米国は国際収支を改善する時間的余裕を得たが、これは市場においても公定金価格の引上げが当面避けられたとの予測を強め、その結果小口投機家が利食い売りに出たこと、②ベトナム和平への動きが米国の国際収支改善および経済的安定に明るい期待をいだかせるようになったこと、③3月末の10ヵ国蔵相会議において、SDRの創設につきフランスの留保はあったものの、最終的に合意をみたことが通貨不安を心理的に緩和させたこと、などである。

ところでポンド切下げ後のゴールド・ラッシュの際買われた金は、投機用というよりはむしろ退蔵用としての性格が強いとみられ、大部分はかなり長期にわたって保有される可能性が強いと考えられる。したがって、ユーロ・ダラー借入れなどの資金で金を買った小口投機家筋の利食い売りが一巡した段階では、南アが金売却を行なわないかぎり、市場価格は供給縮小を主因にジリ高を続け

ることが予想される。このようにみれば、今後の金市場の動向は、米国国際収支の動向のほかに南アの金売却方針に大きく左右されることとなろう。しかしそのいずれについても見通しが明らかなでない現在では、市場の底流はなお不安定を続けるものとみることができよう。

## (2) 為替市場

為替市場では、3月15日にドルからドイツ・マルク、スイス・フラン等大陸諸国通貨へかなり大量の逃避が発生し、ブンデスバンクおよびスイス国立銀行ではドル・サポート介入点をIMF平価変動幅の下限近くにまで引き下げ、またスイス政府とスイス国立銀行は、「スイス・フランを切上げも切下げもしない」旨共同声明を発表した。しかし、金プール7ヵ国の声明によりドル・アタックは一応収束し、4月にはいつてからは、ベトナム和平への動きや米国公定歩合の引上げなどから、大陸通貨に対してむしろ堅調に推移している。

一方、ポンド直物相場は英国の緊縮予算発表(3月19日)、ベトナム和平の動きなどが好感されて、3月18日以降4月央まではほぼ一貫して平価を維持し、この間小幅(0.5%)ながら公定歩合の引下げをも可能にした。しかし、米国公定歩合の引上げ(4月19日実施)が英国からの短資流出懸念を招き、さらにマーチン連邦準備制度理事会議長が米国の経済危機を激しいことばで警告するに及んで(4月19日)ポンド相場はその影響を受け、直物相場はまた平価を割り込んだ。とくにマーチン発言の影響は、本来ドル不安をあおって金需要として現われるはずのものが、二重価格制によりドル・アタックが困難となっているために、通貨不安の影響を最も受けやすいポンドの相場に集中的に現われたものと考えられる。このような意味で、今後のポンド相場の動向はとくに注目を要しよう。

## 6. 今次措置の意義

### (1) 国際通貨危機打開の方向

金プール参加7ヵ国による今次措置の意義を検

討するにあたっては、なによりも、それがゴールド・ラッシュが頂点に達した時点において講ぜられた緊急措置であることを考慮する必要がある。金プールを通じて、米国を中心に各国の公的金準備がさらに大量に流出するような場合には、それ自体通貨不安をいっそう激化させる材料となって、現行通貨体制に対する信認回復をますます困難にするばかりでなく、ひいては「公的当局の行動の自由を制約する」(ストッパー・スイス国立銀行総裁)ことも懸念されたのである。

このようにみれば、今次措置の第一義的なねらいは、民間に対する金供給の停止によって、さしあたり公的金準備の減少を阻止すると同時に、公定金価格維持の決意を表明することによって金市場の動揺を食い止め、その間米国に国際収支を改善する時間的余裕を与えることにあったといえよう。したがって、当面の国際通貨危機打開の方向は、あくまでも、米国の国際収支改善努力および国際金融・経済協力の強化による現行通貨体制の安定に求められていると思われる。こうした方向は、従来採られてきたところと基本的には同様であり、それが今回あらためて確認されたものといえる。

## (2) 公的金準備と民間金市場の分離

今次措置の意義は、以上のような金投機に対するいわば防衛的性格につきるものではない。ワシントン声明における「通貨用金の現在の保有量は、特別引出権ファシリティの創設が見込まれることからみて十分なので、市場から金を買入る必要はもはやないと思われる」との宣言は、金の地位を長期的にみた場合、一つの展望を内包しているように思われる。もっとも、同声明だけでは新産金の処理など必ずしも明確でない点もあり、また二重価格制の維持に関してもいろいろ問題が多いが、それらについては後述することとして、ここでは、上記の宣言が民間金市場および公的金準備のそれぞれについて、次のような意義を持ちうることを指摘したい。

## イ、民間金市場

金プールの売り操作停止だけでなく、買い操作をも停止することにより、①はじめて市場価格から1オンス=35ドルの下限が撤廃されることになる。②また、現在民間で保有されている金が通貨用に転換されるルートを開きすることによって、金の部分的な非貨幣化が達成される。したがって、自由金市場は商品としての金の市場にすぎなくなり、そこでの金の相場については、通貨当局は関知しないたてまえとなったのである。

## ロ、公的金準備

公的金準備については、その対外準備資産に占める相対的な比重が低下する展望が与えられた。しかしこの点の評価については若干の留保が必要であろう。すなわち、①そのような金の量的比重の低下自体は、米国からのドル流出に伴い、戦後一貫して続いている現象である。とくに、60年代において金生産の停滞が顕著になると(第6表)、国際流動性の追加的供給は大部分外貨およびIMFリザーブ・ポジションのかたちにおいて行なわれたのであり、これを映じて、国際流動性総量に占める金の比率は、1948年の69%から67年には54%にまで低下している。②また、66年と67年には、民間需要が金の新規供給量を上回った結果、公的金準備は世界全体として純減を余儀なくされており、それに比べれば、たとえ金準備の現状維持であってもむしろ改善といえないこともない。

しかしながら、民間市場に対する供給ルートのみを封鎖し、買入れルートのほうは従来どおり開放しておけば、後日、米・英両国の国際収支が改善された暁には、民間金需要の鎮静を通じて公的金準備が再び増加に転ずることも期待できるはずである。その意味で、公的金準備が全く増加しなくとも、SDRの創設によって追加流動性の供給は十分であるとの見解を示したことは、将来における金の地位の相対的な低下を指向したものとみることができよう。

ただ、注意しなければならないことは、ここで金の地位の低下といっても、それはさしあたり量

的な意味においてであり、金の役割の質的な変化までも意味するものではない。西ドイツ・ブンスバンのエミンガー理事は、最近、「現行通貨体制における金の役割」として、①各国為替平価の共通の単位(common denominator)、②国際的決済手段、③準備資産、④不変的価値尺度、の4点をあげたが、このような金の機能は、今次措置によっても変わるところがない。将来における金の役割の位置づけは、なお今後の課題として残されていることが忘れられてはならないであろう。

### (3) 金政策の国際的協調

1961年における金プールの発足は、米国からの大量の金流出および欧州諸国に対するその集中を背景としていた点で、戦後における米国の独占的金保有者の地位がくずれたことを示すものであったが、同時に、いわゆる国際金融協力が、それまでの為替市場対策から金市場対策へ一步拡大したことを意味するものでもあった。しかし、この国際協力関係は金プール加盟国に限られていたし、またこれらの諸国といえども、金政策のその他の分野においては、それぞれの事情に応じてかなりまちまちの政策を採ってきた。問題を通貨当局と民間金市場ないしは金生産者との取引関係に限定してみても、ロンドン市場が落ち着いている時には、当局が余剰ドルをもって通貨用に金を購入する動きが、これまでにかなり見られた。また、一般に各国当局は国内新産金を無制限に買い上げ、これを対外準備に組み入れてきたが、その際の買上げ価格は補助金等に応じて公的価格とはかなり相違している場合が多かった。

ところで、金の二重価格制の採用は、少なくとも公的金準備を民間金市場から遮断するという点に関して、単に金プール参加国のみならず、各国とくに主要金保有国の協調が不可欠になったことを意味している。公的保有金は通貨当局相互間のみを移転することとなり、ある意味では国際管理的性格を持つに至ったと見ることもできる。デミ

ング米財務次官は、最近、将来の構想の一つとして、各国の対外準備を「金交換証書」(gold conversion certificates)と引換えにIMFにプールする計画をあげたと伝えられるが、それも以上のような事態が前提になっていると考えられる。

## 7. 当面の問題点

金プール参加7か国による今次措置については、長期的および短期的の双方にわたって検討すべき問題が少なくない。しかし、事態がきわめて流動的な現在、立ち入った考察を行なうことを避けて、ここではきわめて当面の問題に限定して、各国の金政策の動向および米国の国際収支動向に言及するにとどめよう。

### (1) 各国金政策の動向

米国当局によれば、連邦準備制度理事会が3月17日のワシントン声明を92か国の中央銀行に送付したところ、73か国が公式・非公式に回答を寄せ、その圧倒的多数が同声明を原則的に支持する旨表明したと伝えられる。そのうち次の4か国について、具体的にどのような金政策の変更が行なわれたかみてみよう。

#### 米 国

財務省は3月17日に Gold Regulations を改正し、

- ① 財務省は1934年以降実施してきた国内産金業者からの金買入れおよび工業・工芸・装飾品用の金売却を停止する。
- ② 国内産金業者は、従来新産金をすべて財務省に売却してきたが、以後財務省指定業者または外国の買手に対して自由に金を売却ないし輸出することができる(指定業者は輸入も可)。

こととした。

また、4月16日には外国の公的当局が米国の業者から金を買うのを阻止するために、指定業者が外国通貨当局と金取引を行なうことを全面的に禁止<sup>(注13)</sup>する旨の改正を行なった。

(注13) なお、財務省のライセンスを持たない一般市民の金保有は、従来同様禁止されている。

## カナダ

4月4日の発表によれば、カナダ政府は、国内産金の取扱いに関し、次のとおり決定した。

- ① 1オンス＝35ドルの価格では採算割れとなる産金業者が政府に金を売却する場合には、従来どおり1オンス当り最高10.27ドルの補助金を支給する。
- ② 政府は産金業者から買い入れた金を、従来のように対外準備に組み入れることなく、当面自由市場で売却する。

## イタリア

イタリア銀行は、「3月22日以後、民間保有者から金を買わない」旨声明した(3月21日付)。

## オランダ

オランダ銀行は、3月20日から国内の金売買および金の輸出入を自由化した(従来は、中央銀行の個別許可を得た工業用金の売買のみが認められていた)。

各国の金政策のうちとくに注目されるのは、①民間市場との関係、②新産金とくに南アの新産金の処理、③米国に対する金交換請求、などの問題であろう。そこで、以下では、これらの問題について考察することとしよう。

### イ. 民間市場との関係

公的当局と民間市場との関係においては、まず市場価格が高騰した場合に、公的当局が通貨用金を市場に売却する可能性、つまりいわゆる公的保有金の漏れ(leak)の問題があろう。それが大量に起これば、金の二重価格制を維持できなくなるのはいうまでもない。しかし、金プール諸国はすでにそのような事態をも想定して、市場に売却した金の補充買いには応じないことを申し合わせている。また、金価格が騰貴するのは、換言すればドル信認がそれだけ低下しているときであるが、そのような場合に、単に利潤動機のみから通貨当局が保有金をドルに換えるとは考えられない。要するに、金プール7か国を中心とする主要金保有国の協調を前提にするかぎり、市場に対して公的保有金の leak が大量に生ずるとは考えがたい。

次に市場からの金買入れであるが、ワシントン会議の声明はこの点に関し、「市場から金を買入れる必要はないと思われる」と述べている。また実際問題として、新産金の大量売却といった事態がないかぎり、すでに民間保有になった金が売りに出される量はきわめてわずかであり、公的当局が大量に買入れることは大幅な価格上昇なしには困難であるし、現在の市場価格の下では、IMF規約に違反することにもなるので、各国公的当局が市場で金を買うことはできないと思われる。それゆえ、公的当局による民間金の購入は、ほとんど新産金の処理の問題に帰着することになるろう。

### ロ. 新産金の処理

新産金の問題については、自由世界生産の75%を占める南アの新産金の処理が決定的に重要であろう。この点に関して南ア当局は3月27日、原則的方針として自由市場への金売却を行なう旨言明したが、4月8日には、投機筋の利食い売りから自由金価格が低下していることに加え、同国国際収支の現状からみて金売却を急ぐ必要もないとの理由から、実際には当面自由市場あるいは公的当局のいずれに対しても金を売却する意図がないことを明らかにした。

南アにとって、金が全輸出の40%を占める重要輸出品である以上、同国がいずれ金売却を再開するのは不可避である。またその場合、供給先を不安定な自由市場に全面的に依存するよりは、公的当局に対する販売ルートをも確保しておきたいと希望するのも当然であろう。もし、公的当局が南アからの購入ルートを維持しておくならば、南アはこれを金需給の調整弁として利用することにより、事実上市場価格には1オンス＝35ドルの下限が生ずることとなる。また、新産金は通貨用金と民間市場とのいずれにもはいりうるため、両者の分離も徹底しないこととなろう。この点については、米国および西ドイツ当局が否定的見解を伝えている(注14)のみで、各国の態度は必ずしも明らかではない。

## ハ、米国に対する金交換要求

ワシントン声明によれば、それが市場で売却した金の補充を目的とするのでないかぎり、米国は各国通貨当局によるドルの金交換要求に応ずる旨を明らかにしている。実際、4月には若干の金交換が行なわれたと伝えられているが(5月1日、デミング財務次官の証言)、それが大量になれば、米国からの金流出という問題はなんら解決されないことになろう。もっとも、すでにみたとおり、主要国は最近ほとんど金交換を行なっておらず、当面、米国による金交換自粛要請もさらに強化されることが十分予想される。しかし、このような協力が保証されるのは、究極的には、米国国際収支の改善努力によってドル流出が減少し、金交換圧力自体が緩和されることをおいてほかにないであろう。

### (2) 米国の国際収支動向

当面の国際通貨危機の打開が、なによりも米国国際収支の改善に依存していることはいうまでもない。それなしには、金・為替市場の安定も国際金融協力の維持も不可能だからである。

しかるに、最近の米国国際収支動向をみると、本年初発表した資本流出規制は一応の成果を収めつつある模様であるが、貿易収支の大幅悪化を主因として、本年初における国際収支の改善目標30億ドルは早くも実現困難とみられるに至っている。とくに貿易収支は、67年第4四半期以降黒字幅を著しく縮小してきたが、本年3月(通関ベース1.6億ドルの赤字)にはついに65年1月以来はじめて赤字に転落し、第1四半期中の黒字(同1.8億ドル)は前年同期(同10.9億ドル)はもちろん、不

振の前期(同5.9億ドル)をも大きく下回った。貿易収支のこのような悪化は、一部にはスト懸念に伴う鉄鋼の備蓄買いや産銅ストに伴う輸入の増加(昨年第4四半期現在で1.5～2億ドルの輸入増要因)、あるいは港湾スト(3月18～28日)の影響など特殊要因にもよっているが、基本的には米国景気の急速な上昇とそれに伴うインフレの進行に由来していることが見のがされてはならない。ちなみに、本年第1四半期のGNPは、個人消費の急増などから前期比200億ドル増と史上最大の増加となり、また物価はGNPデフレーターでみて年率4%(67年中は3%)の大幅上昇ぶりである。

貿易収支の悪化に加え、一時頭打ちとなっていた国防費が、ベトナム戦の新展開に伴い再び増加に転じてきた。ジョンソン大統領は3月31日、ベトナム戦費を中心に68年度25億ドルおよび69年度26億ドルの追加歳出を要請したが、ベトナム戦費の国際収支負担は、現在では67年中実績(14億ドル)を相当上回るものとみられる。

こうした情勢に対処すべき国際収支対策の強化は、従来もっぱら金融政策のみの負担となってきた。米国の国際収支節度の指標とみられている増税は、歳出削減幅をめぐる政府と議会の対立が解決されないまま長期にわたり棚ざらしとなっていたし、旅行収支対策も事実上骨抜き<sup>(注15)</sup>にされ、実効をほとんど期待できないありさまであった。連邦準備制度が、前回引上げ時からわずか1か月余で、公定歩合の再引上げを行ない引締め強化に踏み切ったのも、こうした背景においてのこととみられる。

しかし、金融政策のみで現在のインフレ圧力を

(注14) デミング米財務次官は、南アが中央銀行および民間市場の双方に金を売却するならば、二重価格制が機能する可能性は明らかに減少する旨述べた。しかし同次官はワシントン会議声明において、通貨用金を民間市場から分離することの意味が、必ずしも完全に明確にされたとはいえなかった点をも認めている(4月12日の議会証言)。

エミンガー・ブデスバンク理事は、「南アは、市場に対する過度の供給圧力を減ずるため再び中央当局に金を売りたいと思っている。しかし、中央銀行は通貨準備として金を十分に持っている」と確信している(4月10日)と述べている。

(注15) 旅行支出抑制の下院案は、国際航空券に対する5%の課税、海外旅行者持帰り品に対する免税限度を現行100ドルから10ドルに引き下げるなどにとどめられ、政府提案のうち最も有効とみられていた旅行支出に対する累進課税が含まれていない。

抑制するのは、もとよりきわめて困難である。現在、米国経済の最大のインフレ要因は、年間200億ドルに上るとみられる連邦財政の赤字にあるのはいうまでもない。このように膨大な財政赤字が続けば、それは金融引締め効果を阻害するだけでなく、引締めの遂行自体を困難にすることが懸念されている。したがって、増税および歳出削減による財政赤字の縮小が米国経済にとって当面なよりも緊要といえよう。それだけに、過日上下両院合同協議会でようやく合意に達した増税・歳出削減案が一日も早く成立し、所期の効果を収めることが期待される。

金融、財政面からの引締め措置に加え、直接的輸入制限対策が打ち出される可能性も依然として強い。すなわち、米国は本年のドル防衛策の一環として、国境税ないし輸入課徴金の導入による貿易収支改善を検討しているといわれてきた。これに対し、英国、EFTA、日本はそれによる貿易縮小効果を懸念し、ケネディ・ラウンドによる関税引下げを繰上げ実施することによって、米国の輸入制限措置を阻止しようと試み、これにEEC諸国も合意した。しかしながら、貿易収支の悪化が急激なだけに、米国としてはより強力な貿易収支改善対策が必要となっており、また国内保護貿易派の動きが活発化しているおりから、これを封ずるためにもなんらかの直接的輸入制限措置を打ち出す可能性が全くないとはいえない。また、直接投資に対する金利平衡税など、投融資規制の強化も示唆されており、これら各種の措置を通じて、今後ドル防衛策がいつそう強化されることが予想される。

## 8. む す び

以上みたように、金投機とかたちで集約的に現われた現在の国際通貨危機は、基本的には米国国際収支の恒常的赤字を背景とするドル信認の

低下によってもたらされたものである。したがって、現在の国際通貨不安が解消するためには、基軸通貨国とくに米国の国際収支改善が不可欠の前提になる。

一方、IMFの特別引出権(SDR)創設については、さる3月末のストックホルム会議におけるフランスを除くG10諸国の合意に基づき、4月16日にIMF理事会の協定改正案が完成した。ストックホルム会議で態度を留保したフランスの最終的意向は依然不明であるが、早晚SDR制度が各国の支持を得て発足することは、ほぼまちがいないとみられる。

もちろんSDRは、将来予想される国際流動性の不足に対処するために発動されるものであり、当面のドル不安の解消に資する手段ではありえない。しかし5年余にわたる討議の結果、現行金・ドル体制のもつ諸弱点を漸進的に改善するものとして打ち出されたSDR制度がついに実現にこぎつけたことは、国際通貨制度の前途に明るい期待をいだかせるものであり、準備通貨国、とくに米国としては、その国際収支改善の際に生ずると思われる流動性縮小問題から解放されることとなる。

したがって、当面のドル不安対策としてはもちろん、SDR制度の具体化による将来の国際通貨制度の安定化のためにも、その発動の前提となっている米国国際収支の早期改善が必要となるが、他方上記ワシントン声明においても確認されたように、欧州黒字国も拡大政策の推進により米国国際収支改善に寄与するとともに、ドル防衛対策の進展に伴う世界経済に対するデフレ的影響の相殺に努めることが望まれる。ワシントン会議の成果が実を結ぶかいは、財政節度の回復を中心とする米国の国際収支改善努力と、黒字国側の国際収支節度も含めた国際収支調整過程の具体的進展に依存しているといって過言ではないであろう。