

英蘭銀行の公定歩合

引上げについて

英蘭銀行は2月27日、公定歩合を1.0%引き上げて8.0%とする旨発表し、即日実施した(同行の公式声明は「要録」参照)。

英国の公定歩合は、1昨年11月のbond平価切下げの際、6.5%から一挙に8.0%に引き上げられたあと、bondが小康状態にあった昨年3月21日および9月19日に、それぞれ0.5%方引き下げられたが、今次措置によって再び超危機水準へ逆もどりしたことになる。

以下、今次措置実施の背景等について略述することとしよう。

1. 今次措置の背景

(1) 市中貸出規制措置の不徹底

国内需要は、平価切下げ以降実施された一連の緊縮措置にもかかわらず、昨年後半にはいっても高水準を改めず、これが輸入面での平価切下げ効果の発現を遅らせ、国際収支の改善を予想以上に遅らせることとなった。

こうした事態に対処して英蘭銀行は、フラン、マルク投機のあおりでbondが動揺した昨年11月、市中貸出規制措置を強化し、内需の抑制に一段と努力することとした。新しい措置の主内容は、ロンドン手形交換所加盟銀行およびスコットランド系銀行の国内民間部門および海外向け貸出(年利5.5%の固定金利による中期輸出および造船関連貸出を除く季節調整後残高)を、本年3月央までに67年11月央の水準の98%以下に削減させることであり、当時、3月央までに削減を要する貸出額は約1億ポンドといわれていた。しかるに、交換所加盟銀行の貸出はその後も増加を続け、1月央には目標に比して約1.5億ポンドの貸出超過となった。かかる貸出の増加持続を憂慮した英蘭銀行は1月31日、パーソンズ副総裁名で交換所加盟銀行協会会長に書簡を送り、貸出規制強化措置の遵守を要請したが、これも実効をあげえず、2月

央には1月央計数をさらに上回る約2億ポンドの貸出超過額が生ずるに至ったといわれている。

このように貸出規制措置が遵守されていないことについては、平価切下げ以降の根強い事業債利回りの上昇持続(20年物、2月24日現在約9.5%)などから、当座貸越枠に余裕のある企業が枠一杯まで割安な銀行借入れ(交換所加盟銀行の対一流企業当座貸越金利は公定歩合の0.5%高)を利用する動きが強まったことが主因として指摘され、同加盟銀行の貸出金利を引き上げないかぎり、貸出規制措置の実効をあげることは困難であるとの論議が強まるようになった。

(2) 金利体系のゆがみ

昨年末高騰したユーロ・ダラー金利は、本年にはいってもさしたる低落を示さず、とくに1月末以降は、米国金融市場のひっ迫持続に伴う米銀筋のユーロ取入れを主因に再び騰勢を強めた。

こうしたユーロ金利の上昇は、英国では、ユーロ市場との間で直接的な金利裁定取引が行なわれる第2金融市場(インター・バンク市場、地方公共団体預金市場など、伝統的な割引市場に対する新しい金融市場)における金利の上昇となってはね返り、さらに第2市場の金利上昇は、主として同市場(とくにインター・バンク市場)をbond資金調達源としている米銀出先などの貸出金利の引上げをもたらしようになった。すなわち、これら銀行のうち、①従来、貸出金利の決定にあたって公定歩合基準、市場金利基準の両方式を併用して

市場金利の動向

(年率・%)

	公定歩合	インター・ バンク金利 (7日物)	地方公共団 体預金金利 (3か月物)
1968年9月19日	7.0	7.25	7.5
12月31日		7.75	7.75
69年1月8日		7.315	7.75
15〃		7.0625	7.875
29〃		7.25	8.0
2月5日		7.5	8.0625
19〃		7.5	8.0
27〃	↓ 8.0	8.375	8.6875

いたものが、市場金利基準による貸出のウェイトを増大させるようになったほか、②英国での業績が古く、地場銀行の慣行に従って公定歩合を基準として貸出金利を決定していたものも、市場金利

を基準として貸出金利を決定するようになった。

こうして、公定歩合にリンクしている交換所加盟銀行などの貸出金利とその他の市中金利との格差が拡大したため、公定歩合の引上げによって金

ポ ン ド 相 場 (N Y 市 場)

	直 物 (ドル)	先 物 (3か月・ドル)	ディスカウ ント 幅 (年率・%)	備 考
1968. 11. 2	2.38050	2.33800	7.1413	(11/20~22) ロンドン為替市場閉鎖
22	2.38025	2.36100	3.2349	(11/22) 緊縮強化措置発表
25	2.38740	2.36040	4.5237	(11/25) 為替市場再開
29	2.38525	2.36550	3.3120	
12. 12	2.38340	2.34845	5.8655	(12/12) 11月貿易収支発表
17	2.38505	2.36280	3.7315	(12/17) 米国公定歩合引上げ(5.25→5.5%)
24	2.38415	2.36050	3.9678	
69. 1. 13	2.38645	2.36880	2.9583	
14	2.38545	2.36700	3.0937	(1/14) 12月貿易収支発表
20	2.38815	2.37160	2.7720	
31	2.39060	2.37535	2.5516	
2. 5	2.39140	2.37600	2.5758	
13	2.39265	2.37820	2.4157	(2/13) 1月貿易収支発表
14	2.39365	2.38040	2.2141	
17	2.39315	2.38295	1.7040	
21	2.39065	2.37900	1.9492	
25	2.39055	2.37940	1.8656	
26	2.39180	2.38030	1.9232	
27	2.39355	2.37955	2.3396	(2/27) 英国公定歩合引上げ(7.0→8.0%)
28	2.39385	2.37785	2.6735	
3. 5	2.39545	2.38030	2.5297	

内 外 金 利 差 (英国地方公共団体短資取入れ金利、)
ユーロ・ドル預金金利間

(年率・%)

	英国地方公 共団体3か 月物短資取 入れ金利	ユーロ・ダ ラー3か月 物預金金利	先物カバ ー・コスト (当日)	実質金利差 (△印米国高)	備 考
1968. 11. 15	6.9375	6.625	2.2658	△ 1.9533	
19	7.3750	6.875	2.7860	△ 2.2860	(11/22) 緊縮強化措置発表
12. 4	7.6250	6.875	3.6902	△ 2.9402	
12	8.1250	7.125	5.8655	△ 4.8655	(12/12) 11月貿易収支発表
18	7.8750	6.875	4.1834	△ 3.1834	(12/17) 米国公定歩合引上げ(5.25→5.5%)
31	7.7500	7.000	3.3663	△ 2.6163	
69. 1. 8	7.7500	7.500	3.3456	△ 3.0956	
22	7.8750	7.000	2.7608	△ 1.8858	(1/14) 12月貿易収支発表
29	8.0000	7.375	2.7109	△ 2.0859	
2. 10	8.0000	7.785	2.5095	△ 2.2945	
14	7.9375	7.875	2.2141	△ 2.2766	(2/13) 1月貿易収支発表
24	8.1250	8.250	1.9240	△ 2.0490	
3. 5	8.7500	8.250	2.5297	△ 2.0297	(2/27) 英国公定歩合引上げ(7.0→8.0%)

利体系のゆがみを是正すべきであるとの意見が出るようになった。

(3) 短資の流出傾向

上記のようなユーロ金利の上昇は、ポンド面にもしだいに微妙な影響を及ぼすようになった。すなわちポンド直物相場は、1月貿易収支の好転(2月13日発表、国際収支ベース10百万ポンド、前月55百万ポンドの各赤字)などから14日に2.39365ドルと昨年8月12日以来の高水準となったあと、ユーロ市場への資金流出もあっていくぶん下押しぎみとなった(2月26日2.3918ドル)。もっとも、相場の水準からみて、短資の流出額はそれほど多額のものとはみられなかったが、英国は本年中、IMF借款(1965年5月引出し分)など多額の海外借款の返済を迫られており、短資流出の激化は金・外貨繰り上、許容できない事情にあったため、こうした面への配慮としてあらかじめ金利を引き上げることが妥当であった。

(4) ポンドの小康持続等

さらに、当局が今回時点で公定歩合の引上げに踏み切ったことについては、次の諸事情もあわせて考慮されたものとみることができよう。

イ. 先行きのポンド不安材料として、①明年度(1969年4月～70年3月)予算案(4月15日発表の見込み)が政治的事情などから必ずしも十分に緊縮的な性格のものとならない可能性があること、②フランスにおける賃金改訂交渉ともからんで、3月にはいればフランが動揺する可能性があること、などを指摘する向きもあり、「ポンド直物相場が多少下押ししたとはいえ2.39ドル台の水準を持続し、小康状態を保っている現時点で公定歩合を引き上げたほうが、ポンド不安を直接にあおる危険性が少ない」とみられたこと。

ロ. 英国が本年中に国際収支の黒字を達成したとしても、本年中の海外借款返済要資の全額を自力で調達することは困難とみられ、このため、英国政府は近く海外主要国、国際機関に対して、再借入れ^(註)、借款返済の一部繰延べを要

請するための交渉を始める方針であると伝えられており、こうした交渉を順便に行なうためには、事前に緊縮政策貫徹の意志を表明する必要があったこと。

(注) 英国は1965年5月のIMF引出し分(14億ドル)のうち4億ドルを返済しており、IMF借入れ枠に同額の余裕が生じている。

2. 今次措置の影響

(1) 国内経済面

国内生産活動は、外需の増加、個人消費の高水準維持を主因に引き続き活発で(鉱工業生産は昨年第4四半期中年率約4.5%増)、すでに産業界からは「近々主として熟練労働力の不足などから供給余力の限界に達するのではないか」との声も出ている。このため最近、輸出のいっそうの促進と輸入の削減を図るためには、内需の抑制をさらに強化すべきであるという論議が強まってきた。

こうした情勢下打ち出された今次措置は、昨年11月に実施された、①間接税引上げ、②輸入預託金制度、③市中貸出規制強化措置、とあいまって内需の抑制に効果を発揮することが期待されている。とくに、市中貸出規制強化措置(貸出総額を削減したほか、輸入金融、個人消費関連金融を引き続き非優先貸出とした)については、前述のとおり従来ほとんど効果があがっていなかったが、今次措置実施に伴う交換所加盟銀行貸出金利の引上げ(公定歩合スライド)によって貸出規制の実施が多少とも容易となり、個人消費、輸入需要が徐々に抑制されるものと政府筋では期待している。

一方、設備投資については、このところ機械受注指数などによりやく立直りの気配がうかがわれるが、企業の投資マインドにはなおいくぶん気迷いがある段階にあるだけに、今次措置が本格的な投資回復を多少とも遅らせる懸念もある。

(2) ポンド面

ポンド直物相場は2月27日、公定歩合引上げの報を入れて反発を示し(同日ニューヨーク市場closing 伸値、2.3936ドル、前日比18ポイント高)、その後も、3月5日までのところ2.393～

2.396ドル台で安定的に推移している。一方、先物ディスカウント幅は2月央、ユーロ市場への資金流出に伴う先物カバー取引などからやや縮小の傾向にあったが(3ヵ月物、1月31日年率2.6%→2月18日1.5%)、27日以降いくぶん拡大している(3月5日年率2.5%)。しかし、これは主として今次措置実施に伴う内外表面金利差の拡大を映じた技術的なものであり、ポンド不安の増大を示すものではない。

このように今次措置発表直後の為替市場の動向でみるかぎり、超危機水準への公定歩合引上げはポンドに対する新たな不安感をひき起こすというマイナス効果を示しておらず、同措置の短資流出抑制効果は一応あがっているものとみられる。

(3) 国際経済面

今次措置発表直後スウェーデンが公定歩合を引き上げ(5.0→6.0%)、またその後のユーロ金利等海外金利の一段高(3ヵ月物、2月26日8.25%→2月28日8.56%)をながめて、カナダが3月

3日(6.5→7.0%)、ベルギーが3月6日(4.5→5.0%)、それぞれ公定歩合を引き上げた。

このように、英国の今次措置を契機として世界的な高金利情勢は一段と定着した感があるが、これがただちに米国の公定歩合引上げをももたらすとは必ずしも断言できない。たしかに米国では、今次措置発表後のユーロ金利の上昇を主因に、資金調達源としてユーロ市場を活用している大手銀行のプライム・レート引上げの可能性が強まりつつあるが、連邦準備制度としては、金利上昇のエスカレートを抑え、同時に市中のアベイラビリティを抑制するという当面の政策的配慮から、むしろユーロ取入れ規制などを考慮する公算が大きいように思われる。ただ市中金利と公定歩合との開きが一段と拡大する場合、当局がなお公定歩合の引上げを見送りうるかどうかについては予断を許さず、今後の動きが注目される。

一方、欧州主要国についてもただちに追随引上げがあるとは思われない。すなわちフランスでは、

英国の主要経済指標

	1967年	1968年								1969年
	年間	年間	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
産業総合生産指数 (1958年=100)	133 (0.0)	139 (4.5)	139 (4.5)	140 (5.3)	141 (6.0)	139 (4.5)	141 (5.2)	142 (5.2)	143 (3.6)	
機械工業新規受注指数 (1958年=100)*	144 (0.7)		146 (0.0)	154 (9.2)	140 (14.8)	155 (4.0)	170 (21.4)	165 (13.8)		
小売売上数量指数 (1966年=100)	101 (1.0)	103.5 (2.5)	103 (2.0)	102 (1.0)	104 (2.0)	102 (0.0)	103 (1.0)	106 (1.9)	104 (Δ 1.0)	
貿易収支じり (百万ポンド・ 国際収支ベース)	Δ 44	Δ 59	Δ 50	Δ 81	Δ 27	Δ 33	Δ 68	Δ 16	Δ 55	Δ 10
輸出 (FOB)	434	531	509	529	557	561	545	581	554	576
輸入 (CIF)	533	646	608	665	649	651	665	651	651	647
金・外貨準備高 (百万ポンド)*	年末 1,123 (1,107)	年末 1,009 (1,123)	1,118 (1,181)	1,139 (1,163)	1,111 (1,149)	1,132 (1,139)	1,128 (1,170)	1,046 (1,223)	1,009 (1,123)	1,014 (1,145)
交換所加盟銀行貸出 (百万ポンド)	4,639 (Δ 0.7)	4,995 (7.7)	4,950 (8.6)	5,060 (8.1)	4,980 (6.5)	5,035 (6.9)	4,985 (4.8)	4,985 (3.6)	5,100 (5.3)	5,117 (5.6)
失業者数(千人)	560	564	569	580	585	575	551	529	520	506
卸売物価指数 (1954年=100)	134.4 (1.1)	141.0 (4.9)	141.5 (6.0)	141.6 (5.4)	141.6 (5.1)	141.7 (5.0)	141.9 (4.8)	142.1 (4.6)	142.2 (4.2)	

(注) 1. *印は季節調整前。

2. カッコ内は前年(前年同月)比増減(Δ)率(%).ただし、金・外貨準備高は前年同月実数。

為替管理の再導入(昨年11月下旬)以後の短資還流によってフラン相場は総じて小康状態にあり、目下のところコール・レート操作の余地も拡大している。早急に公定歩合の引上げを必要とする状況にはなく、また西ドイツでは、このところ景気過熱の気配はうかがわれるが、金利の引上げが国際収支の黒字をいっそう増大させるという問題があるだけに、当面景気調整策は金利政策以外の措置によって行なわれる公算が強いように思われる。

このように、欧米主要国が英国の今次措置にただちに追従する可能性は少ないとみられる。しかしながら、昨年末、米国国内金利およびユーロ金利の上昇に対して英国も公定歩合を引き上げるべきではないかとの論議が強まったにもかかわらず引上げを見送った当局が、結局今回、引上げに踏み切ったのは、前述したように国内経済への配慮による面が多いが、同時に「ほどなく米国金利の反転下落があるだろう」との期待が裏切られ、「米国の高金利が予想外に長い期間持続する」との見通しが強まったことをも背景としたものとみられる。このように、今次措置によって世界的な高金利の持続が決定的となりつつある以上、わが国としては今後の海外金利の動向に一段と注目する必要があるだろう。

国 別 動 向

米 州 諸 国

◇ 米 国

ニクソン新政権の基本方針

ニクソン新政権は、1月20日発足後各分野における政策運営態度を漸次明らかにしつつあるが、その姿勢はきわめて慎重で、いままでのところ、具体策の伴わない基本方針の表明にとどまっているものが多い。

まず、国内景気対策の基本線としては、1月27日の記者会見において、失業率をあまり高めない

でインフレ収束を図ることを最優先の目標とする旨明らかにした。これは急激な引締めを避け、時間をかけ漸進的に景気鎮静を図る方針を表明したもので、金融面で現在の引締め態勢を堅持する一方、財政面では69年度および70年度の財政収支を黒字に保つことを目標に掲げている。もっとも、後者については最近メイヨー予算局長が、金利高騰による国庫債務の金利負担増や農産物価格支持のための支出増などから、ジョンソン予算が見込んだ69年度24億ドル、70年度34億ドルの黒字実現は必ずしも容易でない旨の発言を行っており、こうした事情から、いずれにせよ、10%付加税の新年度延長は避けがたいとみられている。また物価政策については、シュルツ労務長官が20日の両院合同経済委員会の証言で、ガイド・ポスト政策は有効な手段ではないと述べ、これを導入する意向のないことを明かにした。

一方、保護貿易色の強化が懸念されていた貿易問題については、ニクソン新大統領は、今後も自由貿易を標ぼうし、各国の非関税障壁の撤廃等に努力する基本方針を表明し、ジョンソン前大統領とほとんど変わらない姿勢であることを明らかにした。ただ、問題の繊維品輸入制限については、業界の圧力が強く処理に苦慮している模様である。

公約の一つであった対外投資規制の撤廃については、2月末スタンス商務長官が、1～2ヵ月以内に直接投資の規制緩和を行なう旨の発言を行なったが、具体的内容には触れられてはおらず、国際収支の現状では、ごく部分的な緩和にとどまるものとみられている。

なお、国際通貨問題に関し、ニクソン新大統領は、2月14日の財務省職員への訓話の中で、「いまや新たなアプローチを念頭において、現行国際通貨制度を再検討する時期が来ているように思う」との発言を行ない反響を呼んだが、これはその後のボルカー財務次官などの発言により、為替相場の弾力化等の論議について今後時間をかけてオープン・マインドに検討を加えるという、ニクソン政権の姿勢を表明したものにすぎないことが