

欧米諸国の高金利とその背景

〔要 旨〕

1967年秋のボンド切下げを契機とする金利上昇は、米国の金融引締め本格化とともに本年にはいって一段と勢いを強め、高金利の波は欧米主要国をおおいつくした。とくに米英両国の金利は異常といわれた66年をもはるかに上回る歴史的水準に達している。このような世界的な高金利の背景には、英仏両国の自国通貨防衛上の必要や多くの国におけるインフレなど各国それぞれの事情があるが、やはり米国の高金利がユーロ・ダラー市場を通じて各国に波及したことによる面が大きいと考えられる。

米国金利が異常な上昇をみた主因はインフレである。すなわち、65年以降数年にわたってしり上がりの物価上昇が続いたため、今後もそれが続くと思込むインフレ心理が一般に浸透し、68年央ごろからはそうした心理自体が設備投資や住宅建設を加速して景気過熱に拍車をかけるに至り、インフレはもはや放置しがたい段階に達した。このため同年暮れ以降金融引締めが本格化されたが、激しい物価の上昇を映じて資金需要の金利弾力性が著しく低下しているため、金利面を通ずる景気調整効果を確保するには異常なまでの高金利が必要となったのである。米国経済のこうした推移については、完全雇用達成後の政策運営、とくに「バターも大砲も」という形で支出増加を続けた財政にその責を帰すべき点が少なくなく、景気過熱に油を注ぎ、金融政策の負担を増し、両面から高金利の因をなした。

米国をはじめ各国のインフレ鎮静にはなお時日を要するとみられ、国際通貨不安の解消もまだ見通し難とあっては、高金利の是正も早急には期待しがたいであろう。もちろん、各国ともきびしい引締めを実施しているので今冬以降徐々に金利低下の素地がつちかわれていくものと思われる。ただ、その結果いずれ高金利解消の糸口がつかめるにしても、金利がかなり大幅に下がってその水準で安定しうるかどうかは、一にかかって各国当局のインフレ再燃防止の努力いかんにあるといえよう。

〔目 次〕

- | | |
|--------------|------------------|
| 1. 高金利の経過と特色 | (1) 米国における金利上昇要因 |
| (1) 金利上昇の経過 | (2) 西欧諸国の金利上昇 |
| (2) 今次高金利の特色 | 3. 今後の見通しと問題点 |
| 2. 国際的高金利の背景 | |

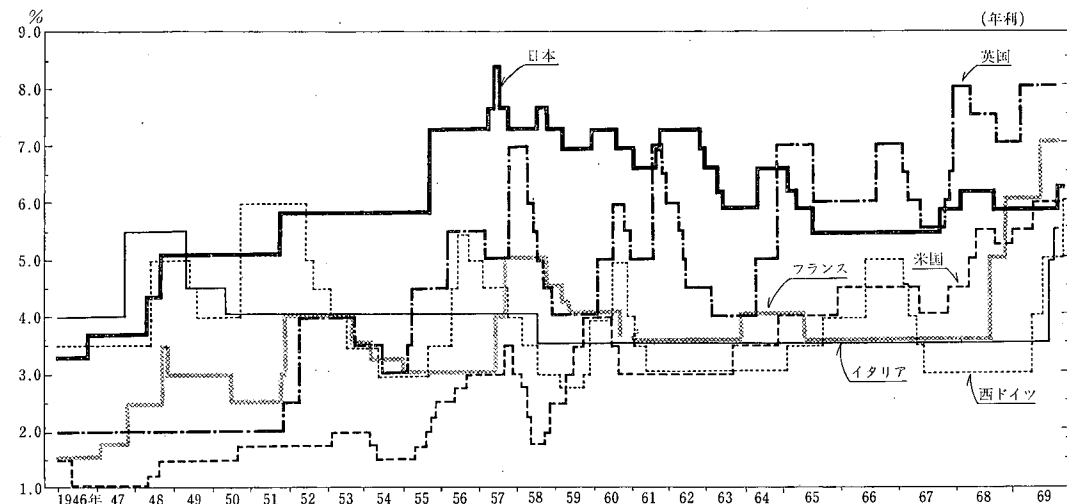
過ぎ(イタリア)などの事情から本年春から秋にかけてそれぞれ引上げに踏み切り、西ドイツは3回

にわたって6.0%まで引き上げた。

こうして68年11月以降本年9月央までに欧米主

〔第1図〕

戦後主要国公定歩合の推移



(第2表)

過去の高金利との水準比較

(1969年9月15日現在、年利・%)

		過去 最高	年/月 (注1)	最近時 の最高	年/月
公定歩合	米 国	7.0	1920/6 1921/4	6.0	1969/4~
	英 国	10.0	1830/5 1864/-	8.0	1969/2~
	西ドイツ	15.0	1931/- 1864/-	6.0	1969/9~
	フランス	8.0 (注2)	1926~27/- (1924/-)	7.0	1969/6~
	イタリア	7.0 (注2)	1926~27/- (1907/-)	5.5	1969/8~
	オランダ	6.5 (注2)	1873/- (1914/-)	6.0	1969/8~
	ベルギー	6.0 (注2)	1914/- 1926/-	7.0	1969/7~
	スイス	8.5 (注2)	1864/- 1931/-	3.75	1969/9~
	スウェーデン	8.0 (注2)	1866	7.0	1969/7~
	デンマーク	7.5 (注2)	1967/12	9.0	1969/5~
通貨の 変動	米 国	6.14	1929/8	10.2	1969/8
	英 国	6.75	1966/9	8.0	1969/5
T.B.3 の 変動	米 国	5.586	1966/9	7.22	1969/7
	英 国	6.86	1966/9	7.916	1969/6
長短期 金利 の 変動	米 国	5.67	1920/8	6.18	1969/9
	英 国	7.17	1966/8	9.65	1969/6

(注1) 年/月は月次不詳。

(注2) カッコ内は最近時の最高レートに相当する年次計数。

資料: S. Homer, A History of Interest Rates.

英蘭銀行 Changes in Bank Rate since 1694 and Movements in Long Term Interest Rates since 1731.

米連邦準備制度理事会 Federal Reserve Bulletin.

その他各国資料。

(第3表)

欧米主要国における各種金利の上昇幅

(1969年9月15日現在、年利・%)

		前 回			今 回		
		1964年の ボトム(a)	1966年の ピーク(b)	上昇幅 (b)-(a)	1967年の ボトム(a)	1969年の ピーク(b)	上昇幅 (b)-(a)
公定歩合	米 国	3.5 (11月)	4.5 (年間)	1.0	4.0 (4月)	6.0 (4月)	2.0
	英 国	5.0 (2月)	7.0 (7月)	2.0	5.5 (5月)	8.0 (2月)	2.5
	西ドイツ	3.0 (年間)	5.0 (5月)	2.0	3.0 (5月)	6.0 (9月)	3.0
	フランス	4.0 (年間)	3.5 (年間)	0.5	3.5 (年間)	7.0 (6月)	3.5
	イタリア	3.5 (年間)	3.5 (年間)	0.0	3.5 (年間)	5.5 (8月)	2.0
コル・レイト (要日物)	米 国	3.36 (10月)	5.96 (11月)	2.6	3.54 (7月)	10.2 (8月)	6.66
	英 国	3.63 (1月)	6.75 (8月)	3.12	5.0 (5月)	8.0 (5月)	3.0
	西ドイツ	3.13 (2月)	6.2 (6月)	3.07	2.41 (7月)	6.5 (9月)	4.09
	フランス	4.13 (1月)	5.41 (11月)	1.28	4.01 (1月)	10.0 (6月)	5.99
T.B.3 (3ヶ月物)	米 国	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	英 国	4.35 (4月)	6.86 (9月)	2.51	5.22 (5月)	7.92 (6月)	2.7
	西ドイツ	2.63 (年間)	5.0 (5月以降)	2.37	2.75 (6月)	5.75 (9月)	3.0
	フランス	n.a	n.a	n.a	3.25 (1月)	9.74 (6月)	6.49
長市場 金利 の 変動	米 国	4.11 (7月)	4.87 (9月)	0.76	4.37 (2月)	6.18 (9月)	1.81
	英 国	5.86 (1月)	7.17 (8月)	1.31	6.37 (4月)	9.65 (6月)	3.28
	西ドイツ	5.9 (7月)	8.6 (7.8月)	2.7	6.85 (5月)	6.99 (9月)	0.14
	フランス	4.97 (3月)	5.64 (11月)	0.67	5.44 (1月)	6.53 (5月)	1.09
事市場 金利 の 変動	米 国	4.35 (2月)	5.52 (9月)	1.17	5.0 (2月)	7.12 (9月)	2.12
	英 国	4.66 (4月)	7.41 (8月)	2.75	7.26 (4月)	10.88 (6月)	3.62
	西ドイツ	5.9 (2月)	8.3 (7月)	2.4	6.83 (4月)	7.14 (7月)	0.31
	フランス	6.27 (11月)	7.71 (6.12月)	1.44	7.35 (8月)	8.36 (5月)	1.01
ユーロ ・ ・ ・	7日もの	3.75 (1月)	6.75 (9月)	3.0	4.0 (7月)	14.75 (6月)	10.75
	1か月物	4.125 (1月)	7.75 (11月)	3.625	4.125 (4月)	12.875 (4月)	8.75
	3か月物	4.125 (1月)	7.375 (12月)	3.25	4.5 (4月)	12.875 (4月)	8.375

要国のほとんどが一再ならず公定歩合を引き上げ、デンマークの9.0%を筆頭に6.0%以上のものが9か国にも達し、これに伴って市中金利も急騰した。

(2) 今次高金利の特色

今回の世界的高金利を主として前回1966年当時と比較してみると、およそ以下のような特色を指摘することができる。

その第1は金利水準が極端に高いことである。すなわち、欧米主要国の多くで公定歩合が少なくとも戦後最高となっているのみならず、とくに米英両国では代表的金利が長短とも66年はもとよ

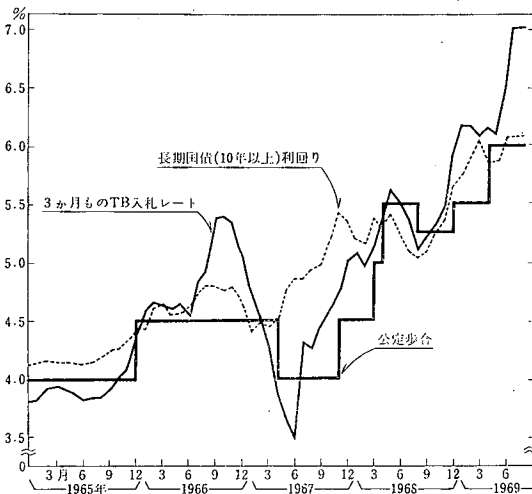
り、1920年ごろの水準をもちようがしている。またユーロ・ダラー金利の上昇ぶりにはさらに著しいものがあり、本年6月には一時的ながら13%（3ヵ月もの）近い水準を示現した（第1～3表、第1、2図）。なお、こうした海外金利水準上昇の結果わが国の金利水準の高さが目だたなくなり、本年4～8月にはわが国の公定歩合（5.84%）が米国のそれ（6.0%）を下回っていた。これはもちろん戦後はじめてのことであり、戦前でもわずかに1929年8～10月（日本5.48%、米国6.0%）にその例をみるにすぎない。

第2は金利上昇幅が大きいことである。直前の

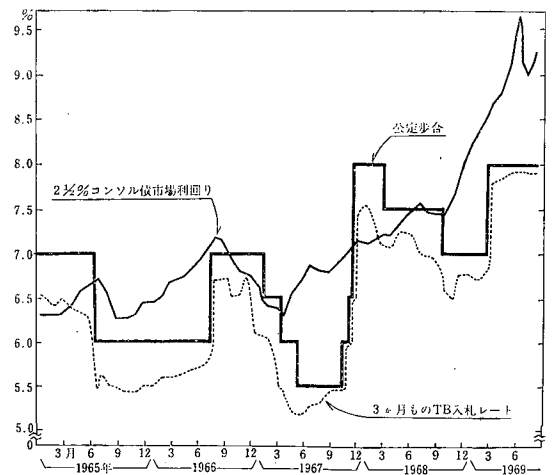
〔第2図〕

主要金利の動向（年利）

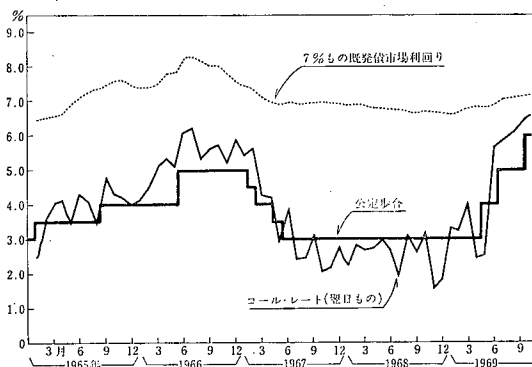
1. 米 国



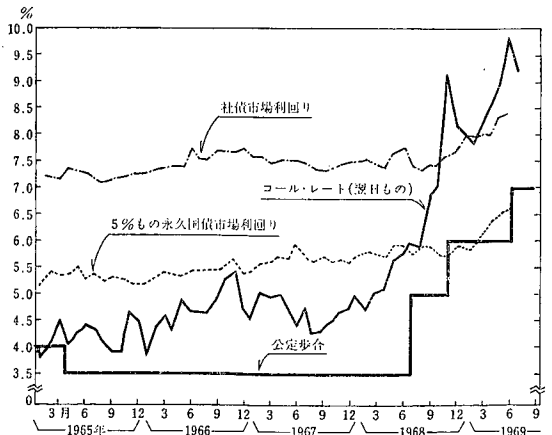
2. 英 国



3. 西ドイツ



4. フランス



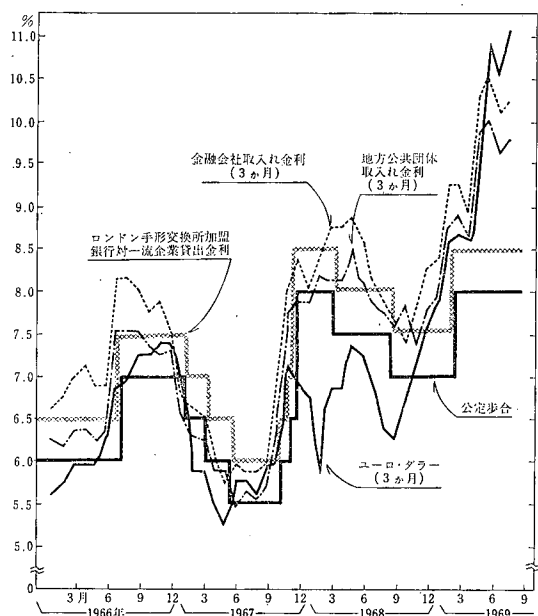
ボトムからの上昇幅を66年当時のそれと比較すると、総じて今回のほうがかなり大きい。上昇幅の差は公定歩合で1.0～4.0%ポイント(以下同じ)、3ヵ月ものTBで0.2～1.7%、長期国債市場利回りで0.4～2.0%に及んでいる。とくにユーロ・ダラー(1ヵ月もの)の上昇幅は8.75%と前回(3.625%)の2倍以上である(第3表)。

第3にとくに指摘する必要があるのは長期金利の著しい上昇である。従来は短期金利が上昇しても長期金利はそれほど上がらないのが常であった。しかるに今回の金利上昇過程では米英両国を中心に長期金利も著しい上昇を示し、高金利の根の深さを物語っている。たとえば、英国の長期金利を代表する2.5%利付コンソル公債市場利回りの上昇幅は約3.3%に及び、この間の短期金利上昇幅(公定歩合2.5%、TB入札レート2.7%)をはるかに上回った。またその水準も本年6月のピークには9.65%と、同国資本市場始まって以来の高さとなった。米国の長期金利上昇幅は短期金利ほどではないが、66年当時より両金利の平行上昇という感じが強まっている。その結果、最近の市場利回りは1920年の異常高当時をこえ(第2表)、10月には南北戦争以来といわれる8%利付中期国債の発行が予定されている。

第4は金利体系の乱れである。米国では本年7月下旬にTB(3ヵ月)入札レートが公定歩合(6.0%)を1.22%も上回った。もちろん従来も引締め期にTBレートのほうが高くなることはあったが、両者の格差が1%をこえたのははじめてである。また現在のプライム・レート(8.5%)と公定歩合の格差2.5%も、1958年9～10月の2.0%(公定歩合2.0%、プライム・レート4.0%)を上回る異例の開きである。英国では(第3図)、68年末以降のユーロ・ダラー金利高騰に伴い同資金に大きく依存しているいわゆるセカンダリー・マーケット(インター・バンク市場、地方公共団体取入れ

〔第3図〕

英国金利体系のゆがみ
(ロンドン手形交換所加盟銀行貸出金利
(と第2金融市場主要金利とのかい離))



資金市場など、伝統的な割引市場に対する新しい金融市場をさす)の諸金利が急上昇し、公定歩合と連動関係にあるロンドン手形交換所加盟銀行貸出金利等が相対的に著しく低利となった。このため加盟銀行に対する借入れ申込みが増加し、英蘭銀行の要請による貸出規制を遵守することを困難にした。本年2月の公定歩合引上げはこの辺の関係是正をもねらいの一つとしていたが、その後両市場の金利格差がむしろ拡大するに至ったため、加盟銀行は公定歩合が変更されないにもかかわらず一流企業向け貸出金利を0.5%ポイント引き上げという異例の措置を採った。

第5の特色は、公定歩合を引き上げた国の範囲が前回より広いうえに、引上げがきわめてひんばんであるということである(第1表)。68年12月の米国の引上げ以降、欧米主要12ヵ国の全部が合計27回にわたって引き上げており(前回、65年暮れの米国の引上げ以降66年末まで、8ヵ国、9回)、長年公定歩合を据え置いてきたイタリア、フラン

ス両国も例外ではない。

2. 国際的高金利の背景

このような世界的な高金利は、大観すれば米国を震源地としてその高金利がユーロ・ダラー市場を通じて西欧諸国に波及したものとみることができよう。

もちろん、今回の金利上昇のそもそもの発端がポンド切下げに伴う英国公定歩合引上げ(8.0%へ)にあったほか、フランスの「5月危機」以降の情勢急変や多くの国におけるインフレ傾向など、欧州諸国の側にも高金利を招く固有の事情があった。しかし、各国金利が現在の異常な水準にまで押し上げられたのは、やはり世界経済に大きなウェイトを占める米国の金利が著しい上昇をみたことによる面が大きいと考えられる。この間の事情は、68年暮れ以降の本格的上昇をリードしたのが米国であり、その後欧州各国が公定歩合引上げの理由に多かれ少なかれ海外金利高をあげている点からも明らかであろう。また、西欧諸国の景気拡大にしても、対米輸出著増の刺激が因となった面があり、その意味で米国のインフレ高進が欧州諸国の高金利の素地を整えたともいえるのである。

そこで、以下ではまず米国の高金利の原因を探り、次に西欧諸国側の事情をみることにする。

(1) 米国における金利上昇要因

イ、資金需要の構造的増大

米国に限ったことではないが、高金利の基本的背景として戦後における資金需要の構造的増大があげられよう。

その第1は企業部門の資金需要増大である。戦後の急テンポな技術革新は、新製品の開発、既往設備の早期陳腐化など投資機会そのものを増大させたのみならず、投資単位を著しく巨大化させ

た。その結果企業の投資資金需要も著増をみた。米国では、大型設備投資ブームが脚光を浴びた1964年ごろからとくにこうした傾向が顕著となっている。第2は、福祉国家思想の強まりや産業の著しい発展を背景に、社会保障や社会資本充実等の財政需要が増すにつれ、公共部門(地方公共団体を含む)の資本市場依存がしだいに増大したことである。さらに第3として家計部門における消費態度の変化があげられる。戦後20余年間にわたる繁栄持続は住宅や耐久消費財の購入に際して信用に依存する傾向を助長し、住宅抵当借入れあるいは消費者信用という形の資金需要が増大した。

こうした各種資金需要の増大も、戦時中生じた過剰流動性が民間各部門に残っている間は金利面にさしたる影響を及ぼさなかった。しかし経済拡大の持続によって既存の過剰流動性が吸収されるにつれ、金利上昇圧力がしだいに表面化せざるをえなかった。またこの間、戦後の長期繁栄持続とインフレ傾向とを背景に投資家が確定利付金融資産よりも株式投資に対する選好を強めたことも、長期金利を引き上げる方向に働いた。マーチン連邦準備制度理事会議長も以上のような諸点を高金利の基本的な背景として指摘している(注1)。

ロ、インフレの高進とインフレ心理の浸透

上記のごとき基本的背景があるにせよ、それだけで金利がこれほど著しい上昇をみるとは思われない。事実1960年代の前半には高成長と低金利とが両立していたのである。したがって最近の高金利の要因は1965年ごろを境にこの両立がくずれ去ったのはなぜかという点に求められなければならない。

61年に発足したケネディ政権は、500億ドルに上るとみられたデフレ・ギャップを埋めて完全雇用を達成することを目ざし、いわゆるニュー・エ

(注1) 1969年3月、上院銀行通貨委員会での証言。

コノミックスに立脚した積極政策を展開した。その結果61～65年のGNP実質成長率は年平均4.8%と、これに先だつ5年間の平均2.2%の倍以上に達し、65年には、失業率が目標(4%)に遠からぬところまで低下、設備稼働率も高まった。しかも、この間物価は比較的安定を保ち(61～65年平均上昇率は卸売0.3%、消費者1.3%)、新政策の成果にはめざましいものがあった。

ところが、65年後半以降のベトナム戦争拡大はこうした好ましい姿の持続を困難にした。すなわち、かなりの国防需要が上乘せされる一方、徴兵によって労働力が吸収されたため、すでに完全雇用を目前にしていた米国経済は一挙に過熱に追い込まれたのである。このため66年の物価上昇率は朝鮮戦争以来の大幅なものとなり、きびしい金融引締めと金利の急上昇とを招いた。

クレジット・クラッチ(credit crunch)とまでいわれた引締めの結果、67年前半にはミニ・リセッション期を迎え、金利もある程度低下をみた。しかし、労働需給がほとんど緩和しなかったこともあってこの間も賃金・物価のスパイラルの上昇はやまず、同年後半に景気が再上昇に転ずるとインフレ圧力はいつそう先鋭な形で露呈した。このようにリセッション期も含めて数年間にわたってしり上がりの物価上昇が続いたため、インフレは当分おさまらず金利も再上昇の可能性が強いとの見方が漸次一般に浸透した。68年も半ばごろになると、こうしたインフレ心理自体が景気過熱と金利上昇とをさらに拍車する作用を示しはじめた。すなわち、企業も個人もしたいに表面金利から物価上昇見込み分を差し引いた実質金利を重視するようになり、多少借入れ金利が高くとも早く投資を行なうほうが有利だと判断するようになったのである。このため、金利水準が高いにもかかわらず設備投資や住宅建設の増勢が加速され、消費の堅調とあいまって景気過熱の度合いを強めた。かく

して消費者物価の騰勢が年率5%にも達するに及び、インフレはもはや放置しえぬ段階に立ち至った。

こうした情勢に対処して68年暮れ以降金融引締めが強化されたが、インフレ心理の浸透によって資金需要の金利弾力性が低下している状況の下では、金利面を通ずる景気調整効果を確保するためには異常なまでの高金利が必要となった。なお、インフレ激化とともに投資家が株式投資選好を一段と強めたことも、金利上昇を著しくした一因として指摘されている。

要するに、現在の高金利は、物価上昇見込み分が上乘せされているうえ、おう盛な資金需要に対し供給をきびしく抑制せざるをえなくなっていることに由来するものであり、その根因はインフレにほかならない。従来と違って長期金利の騰勢が強かったのも、インフレ心理浸透を反映するものであろう。短期金利を上げる場合でもいわゆるオペレーション・ツイスト(operation twist)によって長期金利上昇を抑え成長に制約を及ぼさぬよう配慮する必要があった時代とは、経済環境が全く変わってきたのである。

ハ、政策運営上の問題

ところで、ベトナム戦争の経済面へのインパクトがいかにか大きかったにせよ、その後インフレの持続的高進を許したことについては、この間の経済政策とくに財政運営に責を帰すべき点が少なくない。すなわち「バターも大砲も」という民主党政権のオーバー・コミットメントがそれである。米国経済が60年代央にほぼ完全雇用を達成したあとの問題は、高い雇用水準を保ちつつしかも需要圧力が過度にわたらぬよう、いかにして経済をいわゆるナロウ・バンド(narrow band)の範囲内に維持していくかという点にあった。「ニュー・エコノミックス」も理論的には財政の景気刺激的役割のみならず抑制的機能をも重視していたが、実際

には、ベトナム負担増大のさなかに「貧困との戦い」のための支出が大幅に増額され、むしろ景気過熱をあおる結果となってしまった。この間の事情は、いわゆる完全雇用財政収支が66年以降赤字に転じたことに端的に現われている。また、今回の景気上昇過程においても、増税が実現したのは景気もはや過熱段階にはいった68年6月になってからのことであった。こうした財政運営の不適切さが経済のインフレ化を促進ないし放置するとともに、金融政策の負担を増し、両面から高金利の基盤を醸成したことはいふまでもない。

もっとも、金融政策自体の運営にも必ずしも適切とはいえない面もあった。その一つは、68年を通して通貨供給量の著増が続いたことである。これは、連邦準備制度が、財政の大幅赤字をまかなう国債の消化を円滑にするためイーブン・キール(even keel、国債価格支持操作)を余儀なくされた結果であったが、それが引締め効果を減殺する方向に働いたことは否定できない。いま一つは、68年後半の金融緩和である。これは、同年6月の増税法案成立に伴って有力となった「財政・金融両面からの引締めは強きにすぎ経済のオーバー・キールをもたらす」との議論に連邦準備制度が動かされたためであった。しかし、その後の経済の推移は、マーチン同制度理事会議長も認めている(註2)ように、この措置が「性急にすぎ誤り」であったことを示した。こうした誤算がインフレの高進を許した結果、68年末以降の金融引締め再強化はいっそうきびしいものとならざるをえず、ひいては金利上昇を著しくしたのである。

こうした政策の不手ざわの背景には、たとえば黒人層の不満先鋭化などそれぞれある程度やむをえぬ事情があったのであろう。しかし、客観的にみると、福祉国家思想や成長重視の政策思想が強

かったため、政策が完全雇用達成に伴う環境の基本的変化にすみやかに適応しえず、インフレ防止に機敏さを欠きまた及び腰になった、との印象をぬぐいがたい。

二、ドル防衛の要請

最後に、国際通貨不安の高まりも、米国の引締め態度をより真剣なものにし、ひいては金利の上昇に拍車をかける一因となっているといえよう。

ドルに対する信認の低下はすでに1960年前後から表面化し、米国もこれに対処して漸次ドル防衛策を強化してきたが、その主たる対象は資本取引であり、国際収支対策の見地から国内経済の成長を抑制するという考え方は全くなかったといつてよい。しかし、昨年になって、増税法案が米国の国際収支節度のシンボルとして世界の注目を集め、その遅延が数次にわたるゴールド・ラッシュを経てついに金プール停止に追い込まれる一契機となるに及び、米国としては対外的配慮からもインフレ抑制に本腰を入れざるをえなくなった。また、SDRの発動が米国の国際収支改善とからめて論議されてきたことも米国の引締め本格化と無関係ではあるまい。もちろん、ニクソン政権の標ぼうするいわゆる漸進主義(gradualism—不況を伴わぬインフレ終息)にみられるように国内均衡重視の基本に変わりはないが、「国内経済金融問題を適切に処理しないかぎり、ドルに対する内外の信認を維持することはできない」(マーチン連邦準備制度理事会議長)(註2)ことが強調されるようになってきている。

(2) 西欧諸国の金利上昇

イ、西欧諸国における独自の金利上昇要因

英国では、ポンドの弱体化を反映してすでに1957年以降しばしば公定歩合を7.0%の危機水準に引き上げることを余儀なくされていた。もっと

(註2) 1969年2月、両院合同経済委員会での証言。

も60年代央ころまではポンド相場が小康を取りもどせば4%までもどすだけの弾力性が残されていたが、国際競争力の低下を映じてポンドに対する信認がいっそう弱まるにつれて、高金利固定化の傾向が強まっていた。67年11月のポンド切下げ後も、いったん7%まで引き下げた公定歩合を再び8%にもどさざるをえなかった。このため市中金利水準も異例の高さになっているが、とくに長期金利の急上昇が目だっている。その背景としては、自国経済の先行きに対する信認の動揺という事情のほか、昨秋来英蘭銀行が長期国債の買いささえ操作を消極化したことによる面が大きいといわれている。同行のこうした態度は、国債買オペレーションがマネー・サプライ増加を通じて引締め効果を減殺したことに対する配慮に基づくものである。なお、政府は本年度財政が黒字見込みであるにもかかわらず7月に史上最高の表面利率(9%)を付した長期国債を発行したが、これは英蘭銀行の売りオペレーション用手持ち国債の不足を補うため、国内流動性を圧縮し高金利を維持しようとする当局の決意を示すものとして注目される。

フランスの場合も68年の「5月危機」により、フランが一朝にして信認を失い資本流出が激化したうえ、大幅賃上げに伴う個人消費の急増を主因に貿易収支も著しく悪化し、両々あいまって金外貨準備が急減した。こうした事情からマルク切上げおもわくとからんでフランは再三危機にさらされるに至り、その防衛上昨年来3回にわたって公定歩合を引き上げ7.0%とした。

そのほか西ドイツでは65年当時を上回るブーム状態を呈しており、またオランダ、ベルギーなども景気過熱傾向を示すなど、西欧諸国の高金利にはそれぞれ固有の事情による面も少なくない。

ロ、米国高金利の波及

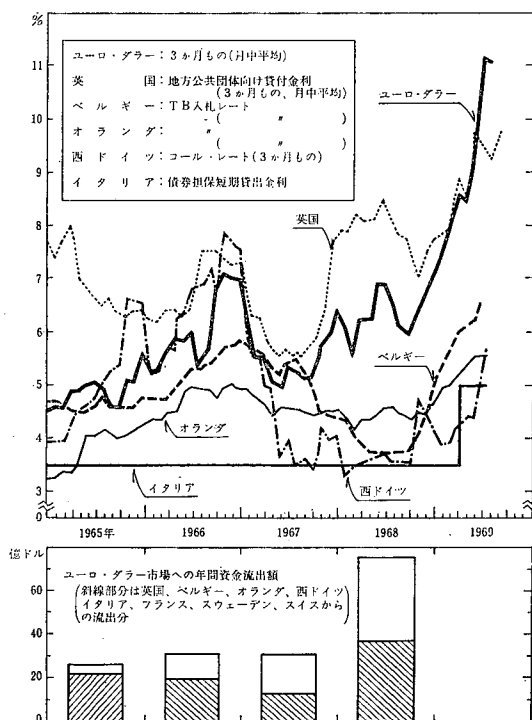
しかし、西欧諸国の金利水準をここまで押し上

げたのはユーロ・ダラー市場を通ずる米国高金利の波及である。すなわち、米国では昨年暮れの金融引締め本格化後も預金金利最高限度が据え置かれたためCD残高の減少が著しく、その影響をとくに強く受ける大銀行のユーロ・ダラー取入れが急増した(本年1～8月75億ドル、前年中28億ドル)。これに伴い同市場金利は逐月上昇して多くの西欧諸国の金利水準をはるかにりようがし、6月ごろには11～12%台に達した。その結果ユーロ市場は66年当時より一段と強い短資吸引作用を発揮し、金外貨準備減少防止のための対抗引上げ、あるいは国内流動性への影響を通ずる上昇圧力という形で、高金利を西欧各国に波及させたのである(第4図)。

すでにみたように、英国ではユーロ金利高を映じたセカンダリー・マーケット金利の上昇が公定

〔第4図〕

ユーロ・ダラー金利および西欧諸国短期金利とユーロ・ダラー市場への資金流出



歩合 8.0% 復帰の一因となつたし、フランスも最近の公定歩合引上げの理由として海外金利高をまづあげている。イタリアが1958年以来据え置いてきた公定歩合を本年7、8月と再度にわたって引き上げたのも、過度の資本流出に伴う金外貨準備減少と国内流動性ひっ迫とを防止するためであった。また、西ドイツの金利引上げはあくまで国内景気過熱対策であるが、その背景には海外金利上昇により利上げに踏み切っても資本輸出という黒字国の責任を果たすうえにあまり支障を生じない環境になったという事情もあり、広い意味では高金利波及の一形態といえよう。

諸小国は外貨準備の急減ないし枯渇を招いて最もきびしい影響を受けた。そのうち景気が過熱傾向を示していたオランダ、ベルギーなどは、海外高金利の波及も国内金利政策の方向と全く矛盾するわけではなかっただけにまだしもであった。しかし、スウェーデン、デンマークなどでは、国内的には必ずしもその必要がなかったにもかかわらず公定歩合の大幅引上げを余儀なくされたのであり、また、イタリア、ベルギー、オランダなど資本流出防止のため為替管理を強める国が増加した。こうしたことは前回高金利時(66年)にはみられなかった現象である。ここまで事態が発展したのは、ユーロ金利が異常に高くなったことのほか通貨投機の激化もあずかっているが、ユーロ市場の規模が年を追って拡大し、各国金融市場との結びつきが強まったという事情も無視できない。

なお、西欧諸国における高金利の背景として米国の対外投融資規制の影響も見のがせない。本措置は65年実施後、米国企業ないしその子会社の現地資金調達増を通じて西欧諸国の金利を高める方向に作用していたが、68年初頭の規制強化後その傾向は一段と顕著になった。

3. 今後の見通しと問題点

以上みたところからも明らかとなおり、当面の金利動向を左右するものは、各国とくに米国におけるインフレ抑制の成否と国際通貨不安の成り行きである。米国景気は大勢として鈍化の傾向にあるとはいえ、名目ペースでは依然かなりの勢いで拡大を続けており、インフレ鎮静までにはなお時日を要するものとみられる。欧州諸国も、西ドイツ、フランスなどはまだインフレ抑制のめどがつかない段階にある。一方、赤字国、黒字国間の国際収支調整もはかばかしく進んでいるとはいいがたく、西ドイツ総選挙後の事態の展開いかんにもよるとはいえ、国際通貨不安の解消もまだ見通しをつけがたい。したがって世界的な高金利が早急に解消に向かうとはみられず、目先き為替投機の成り行きいかんでは一時的にもせよさらに水準を高める可能性さえある。

もちろん、長短ともに高水準にある金利が他の諸政策ともあいまって実体経済に影響を及ぼさぬはずはなく、また米国についてはベトナム戦争縮小の影響も予想されるので、今冬以降徐々に金利低下の素地がつつかわれていくものと思われる。ただ、その結果いづれ異常高金利解消の糸口がつかめるにしても、金利がかなり大幅に下がってその水準で安定しうるかどうかは予断を許さない。

すなわち、多くの主要国がすでに完全雇用に到達してどちらかといえば過熱に陥りやすい経済体質になっているうえ、長期にわたる経済繁栄持続の経験からビジネス・マインドが強硬化しており、また米国などでは引締め政策は失業率の大幅上昇を招くほどには徹底できまいとたかをくくる空気が生じていることもあり、インフレ再燃の懸念もなしとしないからである。欧米各国ではここ数年の苦い経験から、財政運用の慎重化に努めるなど安定への配慮を強めつつあるが、福祉国家思

想の浸透などを背景とするそれぞれの政治的事情の下で、上記のような諸点を克服して再びインフレを招かないようにするためにはかなりの努力を要しよう。

いずれにせよ「高金利の問題はインフレのそれと解きがたくからみ合っている」(カナダ銀行ラズミンスキー総裁)^(注3)のである。

(注3) 1969年7月、下院での証言。