

欧米諸国の高金利について

〔要 旨〕

1972年10月の西ドイツ公定歩合引上げを端緒とする欧米主要国の金利上昇は、インフレの加速と景気過熱化懸念に対処して各国で金融引締めが漸次強化され続けたことから、とくに73年4月以降勢いを増し、7～8月には各国の主要金利はおおむね「異常な高金利期」といわれた69～70年当時をしのぐ史上最高の水準に達した。

今回の高金利は、米国の金利上昇がユーロ・ダラー市場を媒介として各国に波及した前回のプロセスとは異なり、ほとんど平行的に各国の金利が上昇したことによってもたらされた点が大きな特色である。

こうした高金利の背景は、基本的には景気拡大による資金需要の増大ならびにインフレの進行に対処して各国で採られた安定対策の結果であった。その際、各国とも総需要抑制にあたっては、財政が総じて従来以上に成長容認的であったことから金融政策の負担が増大し、なかんずくフロート制移行に伴い政府の物価安定上の節度が弱まった国ではこの傾向がいっそう強かった。加えて、インフレ心理がますますまん延し、また先だつ金融緩和時の借りだめや短資流入によって企業の流動性の水準が高かったことから企業部門に引締め効果が浸透しにくく、所期の効果を確保するために再三の追い打ちが必要となり、これらがあいまって高金利に拍車をかけた。英・仏等ではこの間金利自由化がすすみ、預貸金金利中心に金利変動のフレが大きくなったことも高金利の一因として挙げられよう。

高金利に伴う問題としては、住宅金融部門の資金量の低下を招来したことを挙げうるが、米英両国では政治的な要請もあって同部門の安定的な流動性確保のための諸政策を講ずるに至っている。また、所得政策の実施下にあった米英両国では、金利のコストとしての側面が強く意識され、金利本来の資金需給調整機能を多分に侵害した点も見過ごしえないところであった。

さしもの高金利も秋口以降さすがに騰勢一服の気配を示しはじめており、先行き各国景気の鎮静化が強まるにつれ金利も低下していくものと見込まれるが、賃金コストの増大や石油問題等もあって、インフレの収束がなかなか期待しえないだけに、金利が大幅に低下する可能性は当分小さいように思われる。

〔目 次〕

1. 高金利の経緯と現状
2. 国際的高金利の背景
 - (1) 景気の急上昇とインフレの加速
 - (2) 金融政策の負担増大
 - (3) 金利自由化の影響
3. 高金利のもたらした影響等
 - (1) 高金利政策遂行上の問題点
 - イ. 高金利下における住宅金融
 - ロ. 所得政策実施下の高金利
 - (2) むすびにかえて

1. 高金利の経緯と現状

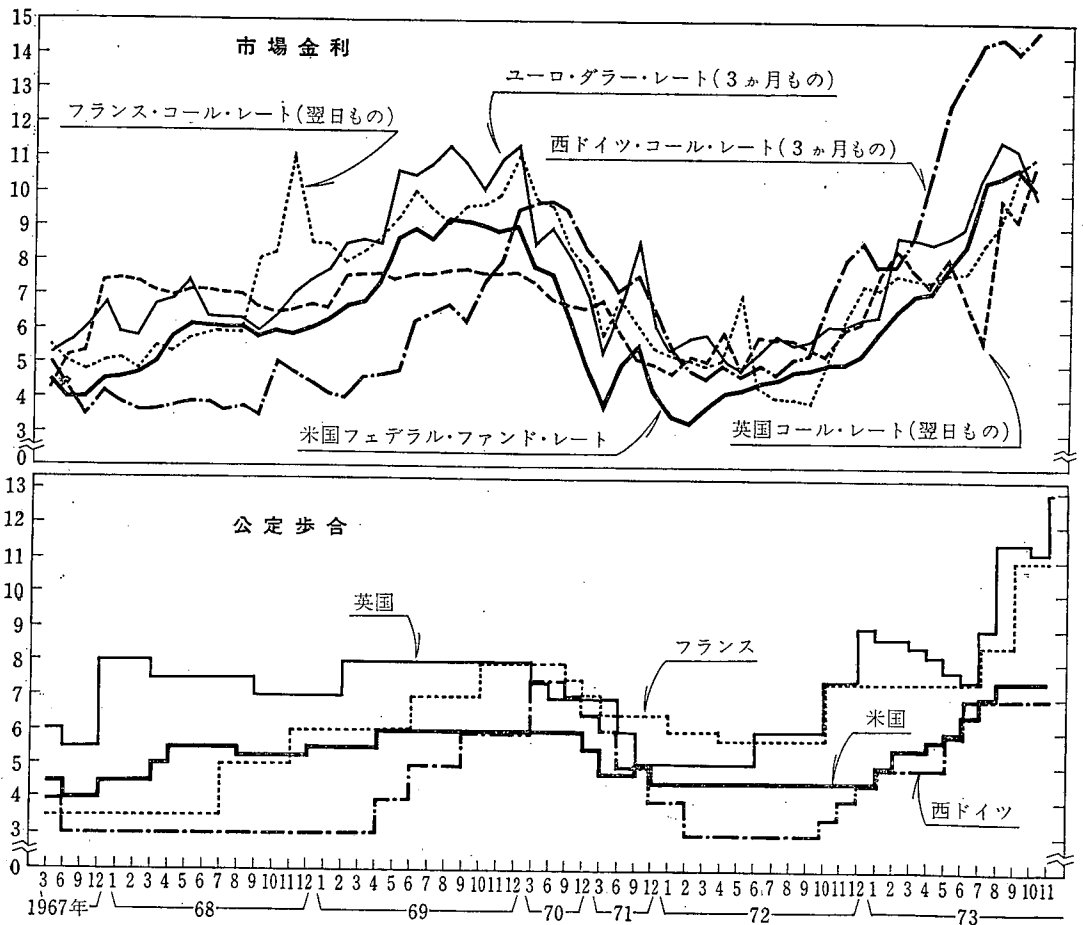
71年春以降、各国の金融緩和と政策展開の下に低下傾向にあった欧米諸国の金利は、72年後半から上昇に転じその後インフレの加速、景気の急拡大を映じて上昇テンポを速め、本年7～8月ごろま

でに「異常高金利時代」といわれた69～70年の水準をさらに上回る「超高金利」が現出するに至った(第1図)。

この間の経緯を振り返ってみると、72年央ごろまでは各国ともいまだ景気回復が本格化せず、西欧諸国では71年12月のスミソニアン合意による為

(第1図)

欧 米 主 要 国 の 金 利 動 向



(注) 英国公定歩合は、72年10月13日以降最低貸出歩合方式に変更。

替調整に伴う国内景気へのデフレ効果の懸念もあって、総じて金融緩和政策が強力に推進された。しかし、72年後半に至り、景気回復が軌道に乗り、またインフレが加速化するに及んで、各国の金融政策の運営態度には徐々に警戒色が強まり、西欧諸国では秋口以降あいついで公定歩合引上げに踏み切った。すなわち、まず西ドイツが10月6日、ほぼ2年7ヵ月ぶりに公定歩合を引き上げ(3.0→3.5%)、英国は10月13日に従来の公定歩合を最低貸出歩合方式へ転換すると同時に実質的な金利引上げを行い(6.0→7.25%)、フランス、オランダ、ベルギー等も年末までに公定歩合引上げを実施した。さらに73年春ごろからは景気が急テンポの拡大を示し、インフレが一段と加速する情勢の中で、各国の対ドル・フロート移行に伴い短資流入の懸念が弱まり、金利政策発動の自由度が高まっていたことなどもあって、主要国の公定歩合引上げテンポは加速されるに至った。このような公定歩合の動きを映じて、コール・レート等の市中金利も前回高金利期の最高水準に迫るかないしはそれを上回る水準にまで達した。なかでも、西ドイツでは極度の金融ひっ迫下にコール・レートが7月下旬、8月末と2度にわたり一時的とはいえ30~40%台の異常高を記録した。

一方、米国においても72年後半の景気急上昇一
下、旧来の金融緩和政策を手直しする姿勢(less-
ease)に変わり、更年後、所得政策第3段階移行直
後の1月15日、経済実体面の過熱・インフレ加速
懸念から公定歩合引上げに踏み切った(4.5→5.0
%)。その後は急テンポに公定歩合が引き上げられ、8月14日の第7次引上げによって、それまでの連邦準備制度史上の最高水準(7%、1920~21年)を上回る7.5%に達し、連銀の政策姿勢を端的に示すフェデラル・ファンド・レートも10%を超えるに至った。こうした引締め政策を反映して市中短期金利も急騰を続けた。

このような動きを通してみた今回の高金利の特色としては、おおむね次のような点が指摘されよう(第1表)。

まず、第1は上記のように金利水準が極端に高いことである。公定歩合については、米国(8月14日以降7.5%)、英国(11月13日以降13.0%)、フランス(9月20日以降11.0%)等では中央銀行史上最高の水準を記録している。また、米国のプライム・レート、TB、BA、CD、コマーシャル・ペーパー、英国の当座貸越金利(一流企業向け)、西ドイツの当座貸越金利(100万マルク未満)、フランスの貸出基準レート等主要国の代表的市場金利がいずれも10%を超えるという高水準に達した。

第2は金利の上昇が急ピッチかつひん繁なことである。米国が年初来8月までの間に公定歩合を7回引き上げたのをはじめ、先進主要11ヵ国では、昨年10月以降本年10月までの間に延べ47回にわたる引上げが実施(前回は69年中の1年間に25回)され、この間の引上げ幅も前回は大幅に上回るものとなった。

第3は、各国の金利上昇がそれぞれの国内要因を主因としてほぼ同時に生じたことである。69~70年は米国を発火点としてユーロ・ダラー市場の媒介により高金利が欧州各国に波及したという面が強かったのに対し、今回はほぼ平行的に欧米諸国で金利上昇をみている。こうしたプロセスの相違は、各種金利が軒並み前回高金利時の水準を上回る中で、ユーロ・ダラー金利が逆に前回のピークに及ばなかった点にはっきり現われているが、これは後述のように米国がいちはやく大口CD金利の上限規制を撤廃したため前回のように商業銀行のユーロ・ダラー取入れ依存が生じなかった(大手340行のユーロ取入れ増加額、72年12月~73年8月14億ドル、前回68年12月~69年11月81億ドル)ことによるところが大きい。もっとも平行的

(第1表)

国際的高金利の過去との比較

(年率・%)

			1965～ 66年の ピーク	時 点 (年/月)	1969～ 70年の ピーク	時 点 (年/月)	ボトム からピ ークま での上 昇幅	今回の ピーク	時 点 (年/月)	ボトム からピ ークま での上 昇幅	最 近 時
公 定 歩 合	米	国	4.5	65/12	6.0	69/ 4	2.00	7.5	73/ 8	3.00	(11 月中旬) 7.5
	英	国	7.0	66/ 7	8.0	69/ 2	2.50	13.0	73/11	8.00	(") 13.0
	西	ド	5.0	66/ 5	7.5	70/ 3	3.50	7.0	73/ 6	4.00	(") 7.0
	フ	ラ	3.5	変化 なし	8.0	69/10	4.50	11.0	73/ 9	5.25	(") 11.0
	オ	ラ	5.0	66/ 5	6.0	69/ 8	1.50	7.0	73/10	4.00	(") 7.0
	ベ	ル	5.25	66/ 6	7.5	69/ 9	3.75	7.0	73/10	3.00	(") 7.0
	カ	ナ	5.25	66/ 3	8.0	69/ 7	3.50	7.25	73/ 9	2.50	(") 7.25
コ ー ル ・ レ ー ト	米	国(週 平均)	6.25	66/11	9.68	69/10	6.18	10.84	73/ 9	7.66	(11月14日週) 10.03
	英	国(月中平均)	6.625	66/ 8	8.0	69/ 5	3.00	10.78	73/10	7.90	(10月) 10.78
	西	ド	6.5	66/ 7	9.65	70/ 4	7.59	15.78	73/ 7	13.67	(") 10.92
	フ	ラ	5.88	66/12	11.0	69/12	6.99	11.16	73/10	7.40	(") 11.16
T B レ ー ト	米	国(3 か月もの、入札)	5.586	66/ 9	8.096	69/12	4.71	9.016	73/ 9	5.95	(11月19日) 7.704
	英	国(")	6.76	66/ 9	7.916	69/ 6	2.701	12.413	73/11	8.161	(11月16日) 12.413
長 期 回 国 債	米	国(10年以上、月中平均)	4.87	66/ 8	6.99	70/ 6	2.59	6.81	73/ 8	1.48	(10月) 6.26
	英	国(2.5%コンソル債、")	7.17	66/ 8	9.78	70/11	3.44	11.59	73/ 9	3.20	(") 11.31
	西	ドイツ(7%もの、 ")	8.38	66/ 6	8.50	70/ 7	1.60	10.21	73/ 7	n.a.	(") 9.92
事 業 債	米	国(3 A 格、月 中 平 均)	5.52	66/ 9	8.48	70/ 6	3.45	7.68	73/ 8	0.63	(10月) 7.60
	英	国(20年もの、 ")	8.33	66/ 8	10.92	70/ 6	3.66	12.21	73/ 9	3.69	(") 12.15
	西	ドイツ(6%もの、 ")	8.78	66/ 6	8.53	70/10	1.70	10.59	73/ 8	n.a.	(") 10.30
ユ ー ロ ・ レ ー ト	1	か 月 も の(週 平 均)	7.75	66/11	12.88	69/ 6	8.755	11.63	73/ 8	7.505	(11月14日週) 9.80
	3	か 月 も の(")	7.38	66/11	12.88	69/ 6	8.380	11.72	73/ 8	7.033	(") 9.88

(注) 1. 今回のピークは73年11月中旬現在判明している計数によるもの。なお、公定歩合の時点は実施開始年月。

2. 英国公定歩合は、72年10月13日以降最低貸出歩合方式に変更。

3. 西ドイツの長期金利は、算出方法の変更により72年9月以前とは不連続。

とはいっても、米国の4月以降における急角度の金利上昇が欧州諸国の金利引上げを容易にする素地を作り、西ドイツの短期金利の異常高が周辺諸国に金利引上げを強いた点は見逃じえない。

なお、このほか米国については一般的な高金利のなかで長期金利の上昇テンポがきわめて緩やかである点も今回の特色の一つであろう。たとえば、3 A 格の事業債利回りはピーク時の8月においてすら7.68%とボトム比わずか0.63%しか上昇しておらず、前回のピーク8.48%をかなり下回る

状態であった。

2. 国際的高金利の背景

このような高金利をもたらした背景は、基本的には、各国の景気上昇下における資金需要の拡大にあるが、同時に安定対策面で、財政政策があまり活用されなかったため、いきおい金融政策への依存が高まり、これが金融引締めを余儀なくさせたことが大きく響いている。しかも、不況期からの物価高が持続して、インフレ心理が各層に広がっていたうえ、先だつ金融緩和や短資の流

入から企業の手元流動性が潤沢であったという事情もあって、金利引上げによる引締め効果が浸透しにくく、政策効果を高めるために従来以上に追い打ちをかける必要があったことも高金利を加速する一因となった。また、米英等一部諸国で金利自由化の動きがあったことも、金利のフレを従来に比べ大きくし、上昇を拍車した面があるように思われる。以下、こうした諸要因につきやや詳しくみることにする。

(1) 景気の急上昇とインフレの加速

(景気の急上昇)

新経済政策導入(71年8月)後の71年後半から欧州に先がけて景気回復に転じていた米国は、72年中は住宅建設の強調、個人消費の立直り等を中心に、第3四半期以降は設備投資の台頭が加わって力強い拡大を続け、72年の実質成長率は6.1%と66年以来6年ぶりに6%台の好伸を示した。一方、欧州諸国においても、イタリアを除きおおむね72年春先ないし夏ごろから

財政支出、民間消費、住宅建設の伸長を足がかりに景気が回復に転じ、さらに本年前半輸出の堅調、設備投資の立直りなどからこれが急速に拡大したが、深刻なスタグフレーションに悩んでいた英国が大型減税等積極的な景気刺激策をてこに各国と足並みをそろえて上昇過程に加わっていたこともあって、欧米景気は文字どおり「力強くかつ広範な拡大」(国際決済銀行73年年次報告)を呈するに至った

(注1)。

(第2表)

欧米主要国の物価上昇率

(単位・%)

		1969年	1970年	1971年	1972年	1973年		
						1~3月	4~6月	7~9月
卸売物価	米 国	3.9	3.7	3.2	4.6	8.6	13.1	16.1
	うち農産物・加工食品	5.5	3.3	2.0	7.6	20.3	29.7	38.3
	工業品	3.4	3.8	3.6	3.4	4.3	6.9	7.6
	英 国	3.9	7.1	9.0	5.3	6.6	5.6	7.2
	西ドイツ(製造業)	2.2	5.9	4.7	3.2	5.2	6.3	7.2
	フランス(工業製品)	10.7	7.4	2.2	4.6	10.4	12.4	15.7
消費者物価	イ タ リ ア	3.9	7.3	3.4	4.1	11.3	14.5	19.9
	カ ナ ダ	4.6	1.4	1.2	7.0	14.0	17.9	26.0
	米 国	5.4	5.9	4.3	3.3	4.1	5.5	6.8
	英 国	5.4	6.4	9.4	7.1	7.9	9.3	9.2
	西 ド イ ツ	2.7	3.8	5.2	5.8	6.8	7.7	6.9
	フ ラ ン ス	6.1	5.7	5.5	6.2	6.4	7.1	7.6
	イ、タ リ ア	2.7	4.9	4.8	5.7	8.8	10.9	11.8
	カ ナ ダ	4.5	3.3	2.9	4.8	5.9	7.3	8.2

(注) 四半期計数は季節調整前の前年同期比上昇率。

(インフレの加速とインフレ心理のまん延)

インフレ傾向は本年に入り一段と強まっており、物価上昇率は前回の景気上昇期をはるかにオーバーしている。とくに本年1月所得政策を自主規制(第3段階)へ移行させた米国における物価の騰勢が顕著で、平和時としては最大の物価上昇を示した。このため6月には60日間の価格再凍結に戻り、凍結解除後の第4段階(8月12日以降)においても第2段階並みの強制的規制の再導入を余儀なくされたが、なお物価の騰勢は収まらず、10月の卸売物価は前年を16.3%上回る高水準にある。欧州においても、EC諸国全体としての目標であった消費者物価上昇率年+4%(72年末比)の線は大きく崩れ、最近までのところ年率8%前後の上昇となっている(第2表)。

こうしたインフレ加速には各種の要因が絡み合っている。各国における輸入品価格の大幅上昇が示すように、国際商品市況の平和時としては異例

(注1) ちなみに73年第1四半期の実質成長率(前期比年率)は、米国+8.7%、西ドイツ+23.9%、英国+27.2%と急ピッチの上昇を記録。

の急騰は明らかに主因の一つであり、とくに為替相場がフロート・ダウンした国では輸入品価格が物価上昇を拍車したが、より基本的には各国とも頃来のコスト・プッシュ要因に加えて景気拡大に伴うディマンド・プル要因が強く作用するに至った点が大いように思われる。

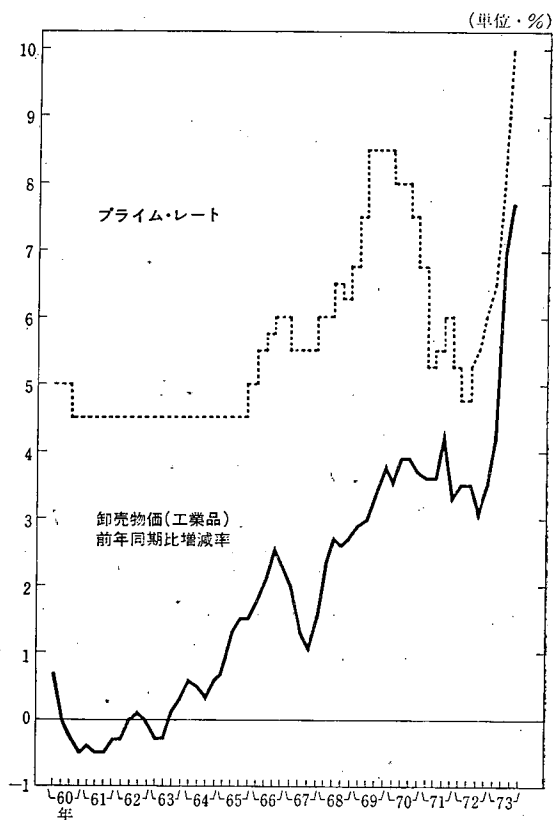
インフレ高進とともにインフレ心理もさらに強まり、金利上昇を拍車した。名目金利が10%を超えても、一方で物価上昇率が8%に達している状況下では実質上の金利負担はわずか2~3%にすぎず、そのうえ、インフレがさらに高進すれば、先行き負担はもっと軽くなるとの見方がまん延し、高金利にもかかわらず企業の資金需要ならびに個人部門の消費および住宅関連資金需要は容易に衰えもみせず、これが金利をさらに押し上げた(第2図)。

(2) 金融政策の負担増大

上記のようなインフレに対しては各国とも種々の対策を打ち出しているが、財政面については、財政支出の増大が過度に景気を刺激しないように、との配慮が払われてはいるものの総じて成長容認的である。これは、各国とも完全雇用、福祉重視という60年代の経済政策の基本的運営理念を、政治的理由から脱却しきれない事情による。安定国債の発行(西ドイツ)、高利回り国債の発行や納税準備勘定制度の創設(英国)等非銀行部門の流動性を吸収する新しい試みはあったが、西ドイツが本年5月によりやく財政支出の削減、投資税の新設、安定付加税の課税対象者層の拡大等を実施したほかは、総じて増税、財政支出の大幅圧縮等の目ばしい措置は採られていない。

このように西ドイツを除けば、米国政府が増税(前回引締め時には遅ればせながら強行)の主張に耳をかさず、フランスでも景気調整基金の年内取崩し停止などといった小手先の施策にとどまるなど、財政面でより効果的な総需要抑制策が実行されなかったことは否めず、いきおい金融政策への

(第2図) 米国における金利と物価の推移



負担が増大した。さらに、変動相場制への移行によって政府の安定政策への取組み姿勢が弱まったとみられる一部の国では、その分金融政策にしがが寄った面もあるように思われる。

このように、ただでさえ重い金融政策の負担をいっそう加重し、高金利を拍車する結果となったのは、一つが前記のインフレ心理の浸透であり、いま一つが企業流動性の増大であった。インフレ心理に打ち勝って金利効果を確保するためには、金融当局は絶えず物価上昇率の動向を考慮入れながら金利政策の運営を行わざるをえなかった。また、企業流動性の増大は、71~72年にかけての各国の積極的な金融緩和政策の展開の下で、企業部門が前回の厳しい引締めの経験とインフレ持続に伴う実質金利負担の低下に徴し、「通常の流動性補てんのほかに次の引締めを見越した手元流動

(第3表)

欧米主要国のマネー・サプライ、銀行貸出の伸び率推移

(単位・%、季節調整前)

		1969年	1970年	1971年	1972年	1973年		
						3月	6月	最近月
マネー・サプライ	米 国(M ₁)	3.6	6.0	6.6	8.3	6.3	7.4	(9月) 5.4
	(M ₂)	3.8	8.4	11.4	10.8	9.0	9.2	(") 7.8
	英 国(M ₁)	0.1	9.4	15.1	14.6	10.1	12.4	(") 8.2
	(M ₂)	3.0	9.7	13.3	28.2	26.7	23.9	(") 27.9
	西 ド イ ツ(M ₁)	6.4	8.8	12.3	14.6	13.8	5.8	(8月) 0.8
	(M ₂)	7.7	10.5	14.5	17.0	20.4	18.1	(") 17.2
	フ ラ ン ス(M ₁)	0.3	8.9	11.1	15.3	10.4	10.9	(") 8.6
	(M ₂)	5.3	15.0	17.6	18.5	13.9	13.8	(") 13.8
銀行貸出	米 国(大銀行340行分)	14.8	△ 0.5	2.3	8.5	19.0	24.1	(10月) 23.3
	西ドイツ(市中金融機関分)	15.4	12.2	14.8	16.2	16.5	14.9	(8月) 14.4
	フ ラ ン ス	11.2	20.9	18.1	22.1	16.4	16.9	(") 17.2

(注) 伸び率は各期末月の前年同月末比(△印は減少)。

追い打ちを余儀なくし、西ドイツ等では一時期、企業金融はそれほど詰まらないのに金融機関の資金繰りは極度にひっ迫し、金利が異常に高騰するという跛行現象を生ずるに至った。

なお、各国のマネー・サプライ(第3表)が今次金利上昇過程を通して69年当時とは様変わりになり高水準の伸びを持続した(とくにM₂またはM₃)のは主として上記のような事情を反映したものとみられ、また

た前述のごとく、今回米国で

性の温存ないし積増し」(国際決済銀行73年年次報告)の動きを示し、金融資産(通貨・要求払預金、定期性預金等)の蓄積を大幅に進捗させたことによる面が大きく、さらに西欧主要国においては71年以降の大量の短資流入もその要因であった。これら流動性の吸収については、企業増税等財政上の直接吸収手段が封じられていたため、中央銀行の準備率引上げ、売オペ等金融部門を通ずる措置に依存せざるをえなかったが、その効果はなかなか企業段階に浸透せず、しばしば引締め

長期金利の上昇テンポがきわめて緩やかであったのは、企業が金融緩和期に低利の長期資金を起債の形で厚めに調達、一方引締め期に入ってから主として短期資金の調達で繰り回し、コスト高となる債券発行を見合わせていたことを映じたものであろう。

(3) 金利自由化の影響

英国において71年9月、新金融調節方式が実施され、またフランスにおいても70～71年にかけて金融制度改革が進められたが、量的規制の撤廃、

(第4表)

国際的高金利下の預貸金金利

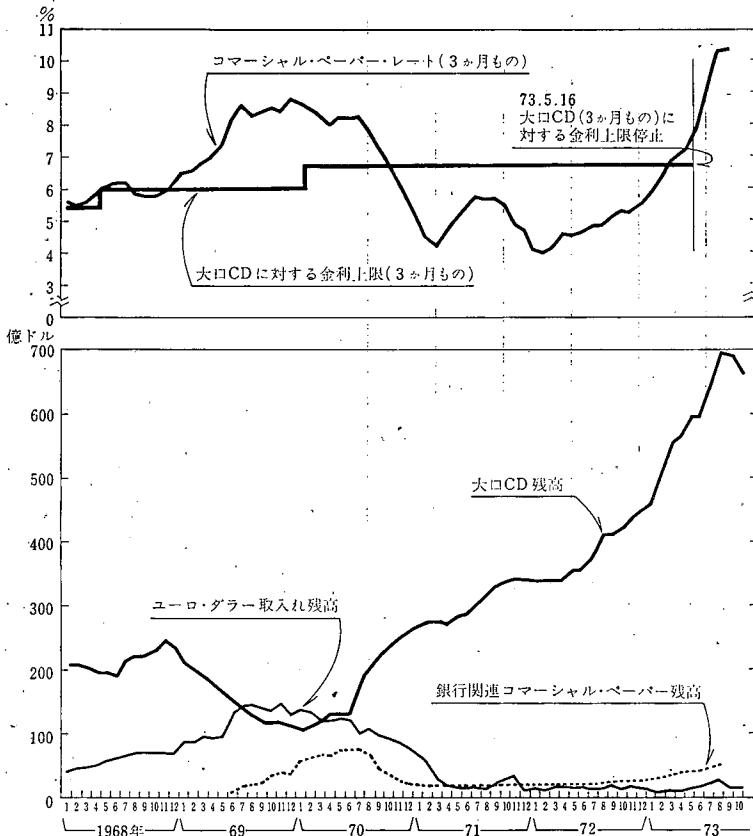
(年率・%)

		1969～70年のピーク	時点(年/月)	ボトムからピークまでの上昇幅	今回のピーク	時点(年/月)	ボトムからピークまでの上昇幅	最近時	
貸出金利	米 国(ブ ラ イ ム・レ ート)	8.5	69/ 6	3.00	10.0	73/ 9	2.50	(11月中旬)	9.75
	英 国(当 座 貸 越<一流企業向け>)	9.0	69/ 2	2.50	14.0	73/11	8.50	(")	14.0
	西ドイツ(" <平均>)	11.58	70/ 5	4.08	13.21	73/ 8	4.80		n.a.
	フランス(基 準 レ ート)	8.2	69/10	2.50	10.4	73/ 9	4.10	(11月中旬)	10.4
預金金利	米 国(CD<3ヵ月もの>発行レート)	6.75	70/ 1	1.25	11.0	73/ 9	7.5	(11月14日週)	9.0
	英 国(通 知 預 金<7日もの>)	6.0	69/ 2	2.50	11.5	73/11	9.0	(11月中旬)	11.5
	西ドイツ(3ヵ月定期預金<平均>)	7.93	70/ 5	4.92	10.67	73/ 8	4.41		n.a.

(注) 今回のピークは73年11月中旬現在判明している計数によるもの。

(第3図)

米国の大口CDに対する金利上限と銀行の資金調達



(注) 大口CD残高、ユーロ・ダラー取入れ残高は大銀行340行分。
資料: Federal Reserve Bulletin.

金利の自由化を志向したこうした動きの結果、金利のフレが従来に比べて大きくなり、今次金融引締め期において、とくに預貸金利の急テンポの上昇をもたらす一因となったとみられる(第4表)。また米国においても、前回69年当時金融機関の資金吸収力を弱めることを通じて引締めを浸透させようとのねらいから継続された大口CD等の定期性預金に対する金利上限規制(Regulation Q)が、ユーロ・ダラーの取入れ、コマーシャル・ペーパーの発行増大等による金融政策運営上の抜

け道増大、住宅金融窮迫等の問題をひき起こした。こうした経験にかんがみ、今回は、市中短期金利が大口CD等に対する金利上限を超えて上昇するやただちに同上限規制の一部を停止、これに加え、大口CDに対する追加準備率(注2)を設定、資金調達コストの上昇を通じて金融引締め効果を浸透させる方針に切り替えたため、預金金利の上昇を通して市中短期金利の上昇が拍車されることとなった(第3図)。

3. 高金利のもたらした影響等

(1) 高金利政策遂行上の問題点

高金利の影響のうちとくに問題となったのは第1に住宅金融への影響である。引締め

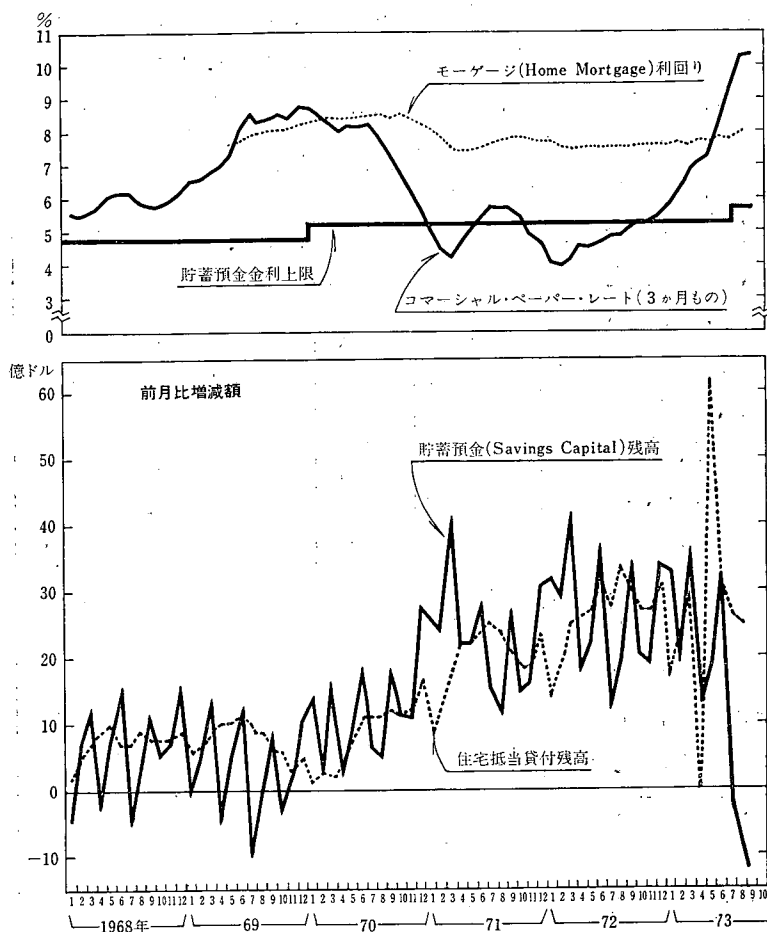
の影響を受けやすい反面、住宅の確保という福祉政策上の要請が強いことから、そのジレンマの調整が困難な問題を提起した。また、第2に、今回は、69年当時とは異なり、米、英両国において所得政策が実施されている中で高金利政策が遂行されたことから、金利のコストとしての側面を無視できず、その限りでは、景気調整政策の遂行を妨げたことも見過ごせない。

イ. 高金利下における住宅金融

住宅関連貸出を高金利にすることには政治的理

(注2) 1口10万ドル以上の大口CD等残高の基準時残高比増加分について、従来の基本準備率5%に加え3%の追加準備率を設定(5月16日)、さらにこの追加部分を6%に引き上げた(9月17日)(調査月報6月号、10月号「要録」参照)。

(第4図) 米国貯蓄貸付組合の貯蓄預金金利上限と住宅金融



資料: Federal Reserve Bulletin.

由等から障害も多く、自然その調達金利上げは抑えられざるをえない。したがって市中短期金利がある限度を超えて上昇した場合、住宅金融機関の資金吸収力の低下を招き、住宅金融自体が圧迫されることとなる。西ドイツのように住宅建設活動の抑制が引締めのおねらいの一つである場合を別として、住宅確保の要請の強い米国および英国ではこれが大きな問題となった。

米国においては、住宅金融分野の主力である連邦住宅貸付銀行制度傘下の貯蓄貸付組合等の貯蓄預金金利に上限が付されており、年初来市中短期金利がこの上限を上回って上昇を続けたため、

同組合等の貯蓄預金純流入額が減少に転じ(第4図)、これに伴い再び67~69年当時のような住宅金融のアベイラビリティの低下が懸念される事態となった。このため、連邦住宅貸付銀行制度は本年7月、貯蓄預金金利上限を0.5%引き上げたほか貯蓄貸付組合等の流動性比率規制を軽減したが、市中短期金利がさらに上昇したことから、民間住宅金融部門の安定的な資金確保という目標に照らせば、その効果はなお必ずしも十分とはいえず、このため住宅金融への影響をめぐって高金利に対する議会筋等の批判も高まるに至った。

こうした情勢の下、ニクソン大統領は8月2日、議会に送付した米国の金融制度改革に関する教書(調査月報9月号「要録」参照)の中で、そ

の柱の一つとして住宅金融部門の安定的な流動性の確保をとりあげ、その観点から、①貯蓄貸付組合の預金に対する金利上限を含めすべての定期および貯蓄預金に対する現行金利上限規制を5年半以内に漸次撤廃するとともに、②連邦貯蓄貸付組合等に対する当座預金の開設の許容(商業銀行には法人向け貯蓄預金の開設を認める)などの改革を提案した。しかし商業銀行と住宅金融機関の資金量格差等を考えればこうした措置が住宅金融部門の安定的な資金量の確保をかえって阻害する懸念も大きく、現に住宅建設業界等ではかなりの警戒感をもっていると伝えられる。したがって、本勸

告がこのままの形で実現されるかどうかは定かでないが、いずれにしてもこれが住宅金融の分野に一石を投じたことは疑いえない。

また、英国では政府が本年4月に住宅白書(Widening the Choice: the Next Step in Housing)を公表、個人の持ち家拡充を政策目標として掲げ、住宅金融の専門機関である住宅金融協会(building societies)を通じての低利、豊富な住宅資金の円滑な供給確保が大きな課題となっていた。しかし、新金融調節方式の下では銀行の預貸金金利と公定歩合のリンクがはずされ、金利が自由化されているため、金融引締め時には銀行の預金金利がひん繁に引き上げられる状態にあり、現に8月下旬には7日もの通知預金金利が9.5%に達した。これは住宅金融協会における出資金(性格は預金)金利6.75%(税込みベースに換算すると9.64%に相当)と十分競合するもので、これにより住宅金融協会への資金純流入額は8月中77百万ポンドと大幅な低下(4~7月、月平均270百万ポンド)を示すに至った。こうした状況の是正を市場機構にゆだねておけば出資金金利ひいては抵当貸付金利の引上げが不可避となり、住宅金融コストの上昇ないしアベイラビリティの低下等円滑な資金供給が阻害される懸念が強まった(第5表)。このため、英蘭銀行は9月11日、総裁名で各種金融機関代表に書簡を送り、住宅金融協会出資金と直接的な競合関係にある1口1万ポンド未満の小口預金に対する金利の上限を9.5%とするよう要請した(注3)。

本措置は、「競争と信用調節」(英蘭銀行が新金融調節方式を提案した文書、71年5月14日発表)において留保されていた手段とはいえ、競争原理の尊重、金利機能の活用という理念に支えら

れた新金融調節方式に対するエスケープ・クローズの発動であり同方式の modification ないし後退といった面は否定できず、それだけにまた高金利下における円滑な住宅資金供給のむずかしさを

(第5表) 英国の短期金利動向

(単位・%)

	最 低 貸出歩合	ベース・ レ ー ト	7日もの 通知預金 金 利	住宅金融 協会出資 金 金 利
1972. 11. 24	7.5	7.0	5.25	5.25
12. 29	9.0	7.5	5.75	
73. 1. 26	8.75	8.5	6.75	
2. 23	8.75	9.5	7.75	
3. 30	8.5	9.5	7.75	5.60
4. 27	8.25	9.0	7.25	
5. 25	7.75	8.5	6.75	6.30
6. 29	7.5	8.0	6.25	6.75
7. 6	7.5	8.0	6.25	6.75
13				
20	9.0			
27	11.5			
8. 3		10.0	9.25	
10				
17				
24		11.0	9.5	
31				
9. 7				
14				
21				
28				
10. 5				7.5
12				
19	11.25			
26				
11. 2				
9				
16	13.0	13.0	11.5	

- (注) 1. ベース・レートおよび7日もの通知預金金利が2本建て以上の場合は高い方。
2. 住宅金融協会出資金金利は税引後金利であるため、7日もの通知預金金利と直接の比較はできない。税引前ベースに換算すると、たとえば6.75→9.64%、7.5→10.71%程度になるものとみられる。

(注3) 英国政府はこれに先だつ本年4月、住宅金融協会の出資金金利の上昇が抵当貸付金利に波及、同金利が9.5%と既往最高となったうえ、出資金金利がなお強含みであったため、抵当貸付金利を9.5%に据え置く一方、協会に対しては同金利が10%と仮定した場合の利子収入との差額を利子補給金(bridging grant)として給付することを決定、同措置を3か月間継続した。

示唆しているといえよう。なお、住宅金融協会の抵当貸付金利は、本措置にもかかわらず9月14日に結局1%の引上げ(10→11%、実施は10月1日以降。出資金金利は6.75→7.5%へ)決定をみたが、放置していたならば2%の引上げが必要との見方もあったことから本措置は一応の効果をあげたものと評価されよう。

ロ. 所得政策実施下の高金利

前回との相違の一つとして、今回は米、英両国において所得政策が実施され、そうした状況下で高金利が現出した点を挙げよう。所得政策下では物価安定という観点に基づく金利の「コストとしての機能」と、その本来的な「資金需給調整機能」とをいかにバランスさせるかが問題となる。とくに、一方で労働コストとしての賃金上昇率が抑えられている場合には、金利上昇への批判が強まりこれに対する政治的介入を招くこととなり、金利の資金需給調整機能を必要以上に圧迫し、金利体系や資金の流れにゆがみをもたらすこととなりかねない。

所得政策とこうした金利機能との関連をながめてみると、米国においては71年8月の所得政策導入に際して賃金・価格等が強制的規制下におかれる一方、金利は金融機関の自主的な規制にゆだねられ、金利・配当委員会(CID、委員長はバーンズ連邦準備制度理事会議長)の監督対象とされた。導入当初は金利の下降期にあたっていたことからとくに問題もなかったが、72年春以降市中短期金利の動きと歩調を合わせてプライム・レートが上昇に転じ、所得政策導入時の水準(6%)へ接近したところから金利・配当委員会が同レートの引上げに対し批判的な姿勢を示しはじめ、10月以降介入(同委員会への引上げ理由の提出、引上げ幅の一部撤回要請等)をたびたび行うに至った。これは、賃金・価格規制の実効をあげるためコストとしての貸出金利はできるだけ抑えたいとの考

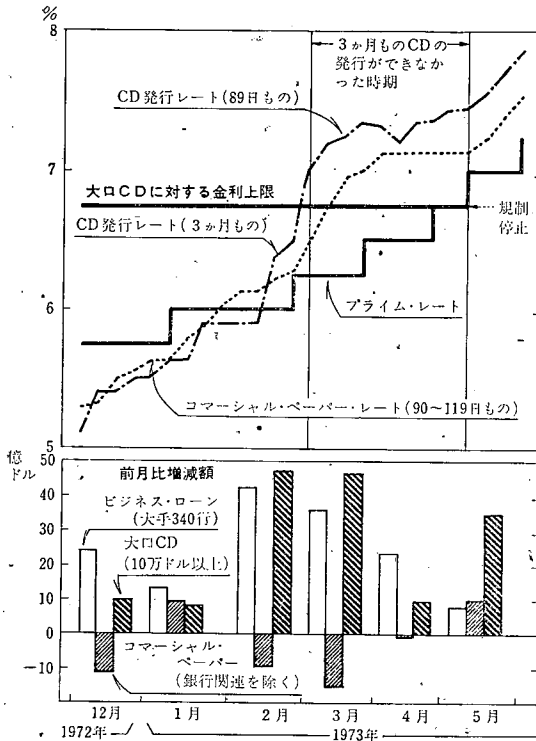
えに加えて、おりから経済安定法(賃金・価格規制の根拠法)の延長法を審議中の議会において一部の金利規制論者を刺激したくないとの配慮が大きく働いたためとみられている。

しかし、市中短期金利が上昇ペースを加速する一方で、上記のような介入からプライム・レートの引上げが思うにまかせず、かなり抑制されたため、企業の資金調達にコマーシャル・ペーパー市場から割安な銀行借入れへシフト(1～4月中のCP残高19億ドル減、大手340行のビジネス・ローンは同期間中115億ドル増)、銀行は資金調達の必要からCD金利を引き上げたため2月以降CD金利がプライム・レートを上回る異常な状況となった。とくに3月後半には90日もの以上の大口CD金利がRegulation Qによる金利規制上限(90～179日もの6.75%)に達し、各行ともやむなく89日もの以下CD(70年6月以降金利規制停止)に調達を中心にシフトしたため、同金利は急上昇し、当時のプライム・レート(6.5%)を大幅に上回るに至った。このため、企業の一部にはプライム・レートによる借入金を割高なCDに運用する(いわゆる dirty pool)などの挙に出はじめる向きもみられ、人為的なプライム・レート抑制が資金の流れにゆがみをもたらすこととなった(第5図)。

このような金融のゆがみが顕現化したうえ、銀行筋の根強い不満も重なって介入の継続は徐々に困難となり、ついに本年3月22日、バーンズ委員長は二重プライム・レート制の導入を提唱、これが4月16日に実施に移された。同制度のねらいは、プライム・レートを「大企業向けプライム・レート」と「中小企業向けプライム・レート」の2本建てとすることによって、中小企業向け貸出金利が大企業向けと必ずしも連動しなくてもよいしくみを作ったうえで、大企業向け貸出金利を金融市場の情勢に応じて弾力的に変更できるようにすることにあったといえよう(註4)。

このように、二重プライム・レート制度は結局、「資金需給調整機能」と「コストとしての機能」の二つの金利機能を同時に満足させるように図られた苦肉の策であり、導入以前に比べれば、プライム・レート引上げの弾力性が回復されたが、プライム・レート引上げは徐々に行うべしとの制約もあって、金利上昇過程においては結局C D等資金調達金利を上回することはできず、金利体系のゆがみは完全には是正されるに至らなかった。ヘイズ・ニューヨーク連銀総裁が本年1月の

(第5図) 米国金利・配当委員会による
プライム・レート抑制の影響



講演において、「金利にはそもそも総需要調節という主要な機能がある以上、そのコスト的側面に注目しての金利規制論には組みしえない」旨強調しているように、金利のコストとしての機能を重視することが市場原理に即した金融政策の裁量の余地を大幅にせばめる懸念も強く、所得政策実施下の金利の扱いは今後いっそうの検討課題といえよう。

一方、英国では、所得政策(72年11月に導入)実施^(注5)下の本年前半においては、貸出額、貸出金利(ベース・レート)が急上昇する一方、7日もの通知預金金利の引上げも同一幅で同時に行われたため、預金量も増加したが、預金中に無利息の当座預金が多いことから、上半期の主要銀行収益は軒並み前年同期比+70%以上の著増となり、銀行のもうけすぎとの世論の批判を浴びるに至った。

こうした批判に答える意味から10月8日に発表された所得政策「第3段階」(11月実施)に関する政府提案では、当座預金業務に関連した対象債務にかかる特別預金について付利を停止するとの条項が入り、実施に移されている。また、交換所加盟銀行は8月にはベース・レート引上げ幅以上に通知預金金利を引き上げるなどの配慮を行った。英国の場合は、新金融調節方式に基づく金利の資金需給調整機能への理解もかなり浸透しているため、労組等の出方、銀行収益の今後の推移等にもよるが、米国のような強硬な金利規制論者の政治的圧力にさらされる事態は生じていない。

(2) むすびにかえて

今次の高金利状態にも引締め効果発現の兆し等

(注4) 同制度導入の結果平均貸出金利が上昇して当該銀行の収益率が不当に上昇することのないよう、貸出金利を引き上げる場合、これにより当該銀行の国内部門の収益率(税引前経常利益/経常収入)が過去4暦年間に於ける最良の2年間の平均収益率を上回ってはならないとの収益率規制が新設された。

(注5) 金利は「インフレーション規制法」(本年4月以降の所得政策「第2段階」の根拠法)の規制対象外とされているが、当局と銀行との間の紳士協定により、net profit margin(受取り利息-支払利息-経費/期中平均資産額)が最近5会計年度中最高の2年度の平均を上回った場合、英蘭銀行における特別預金に対する利息(TBレート並み)の減額ないし撤廃が行われることとされている。

を映じてこのところいくぶん変化が看取される。米国では9月に入ってCD、コマーシャル・ペーパー等の金利が騰勢一服ないし弱含みに転じ、TB入札レートもひとところのピーク(3ヵ月もの、9月10日9.016%)から低下をみており、さすがに高金利は天井を打ったとの見方が広がってきている。また、西ドイツでは長期金利が、8月初に既往ピークを更新した(事業債利回り10.59%)後景気が峠を越えたとの見方から長期債への需要が著増し、金利は軟化しはじめるなど騰勢一服の気配を示している。もちろん今後の金利動向がいかなる推移をたどるかは、各国における景気動向、インフレ抑制の成否等にかかっており、また、所得政策の成り行き、為替市場の動きなども重要なポイントとなってくるであろう。現に、これらの動きをながめ11月中旬に至り金利引上げを行った英国の例もあるし、米国連邦準備制度は引締めに「基本的には重大な変更(significant change)はない」(バーンズ議長)との態度であり、また Bundesbank も、安定政策の持続的効果を達成するために引締め堅持の必要がある旨を強調(同行10月号月報)している。こうした当局の姿勢からしても、目先国際的高金利が全般的な急落局面を迎える可能性は少ないが、かりに景気が鎮静化の度

合いを強めるとしても、これまでの物価上昇を埋め合わせようとする労組の賃上げ攻勢等いわばインフレのつけは回避しがたく、まん延しているインフレ心理も容易に収束できないと予想されるため、当局の政策姿勢いかによることはもちろんながら、金利の大幅な低下には限界があらうと思われる。

しかし、それにしても今回の景気拡大局面で、たとえば30%を超えるコール・レート、10%を上回る預貸金金利といった60年代では想像もつかなかった高金利が現出し、一時的にせよこれらの金利で取引が行われたことは、その背景に種々の事情はあるにせよ、基本的にはインフレの進展によるものであり、ひとたびインフレが高進すれば過去の常識はまったく通用しなくなるという意味で、金利面からもインフレの危険を端的に示したもののといえよう。各国政府が、完全雇用重視の経済政策運営態度を今後も固執する限り、さしあたり金利はある程度の低下をみても、物価上昇テンポはあまり鈍らず、やがて訪れよう次の景気拡大期に今回を上回る破天荒の金利水準が現出しないという保証はない。かかる意味で、長期的にみた金利動向は各国の経済運営理念によって決定されるといっても過言ではないのである。