

## 資料

### エミンガー・ブンデスバンク副総裁の講演

ブンデスバンクのエミンガー副総裁は、昨年12月10日、ロンドンで開催された World Banking Conference の席上で「The Role of the Central Banker」と題する講演を行った。その中で同副総裁は、ここ数年における西ドイツの経験に主として依拠しつつ、近年の金融政策を取巻く環境の変化、金融政策の効果や限界、中央銀行家(Central banker)のあるべき姿などにつき率直な見解を披れきっており、興味深いので、以下訳出紹介することとした。なお文中の見出しは当局で適宜付したものである。

#### 1. 固定為替相場制下における金融政策運営の難しさ

私は以下中央銀行家の本来の役割と考えるものにつき、抽象的な形で述べる代りに、まずこれまで私が実際に経験した事実をお話申上げることとしたい。最初に対外金融面から述べることにしよう。

1970年初めから73年3月までの3年余の間、ブンデスバンクはブレトン・ウッズ体制下の中央銀行として230億ドルにも上る外貨を買入れ、これをマルクに転換することを余儀なくされた。かかるかく乱的な資本流入にはんろうされた状態では、ブンデスバンクは独立した機関とはいえない。われわれはこの間、大半の時間と精力とを捧げて、このような外貨の流入を防止ないし軽減したり或いはそのインフレ的な影響を相殺することに努めた。しかし、流入外貨の不胎化措置は再び海外から資本流入を招く結果となった。

もっとも、巨額の外貨流入に悩まされたのは西ドイツだけではなく、1970年から72年にかけて米国を除く主要国のマネー・サプライ( $M_1$ )残高合計は51%も増加したのである。IMFのヴィッテフェーン専務理事は、「かかる過度のマネー・サプライが世界的な好況およびその後の世界的なインフレのきっかけとなった」と述べており、私もそれに同感である。

このような事態は、各国が固定相場制を採用していたことによるところが大きい。つまり、固定相場制の下では国際収支黒字国はマネタリー・ベース(すなわち中央銀行通貨)を増加させざるを得ないが、一方赤字国は、これに対応してマネタリー・ベースを減少させざるを得ないという事態に追い込まれることがない(いわゆる“固定相場制の金融面での非対称性”)からである。

73年初のフロート制移行に伴い、こうしたインフレをもたらしがちな制度が停止されたため、ブンデスバンクは直ちにマネー・サプライをコントロールする力を取戻した(ちなみに73年4月から75年9月に至る期間中のマネー・サプライの平均増加率は、中央銀行通貨で年率7%、 $M_1$ で8%とそれぞれ72年の増加率比約半減)。

#### 2. 金融政策と財政政策との協調

##### 財政政策の協力

このようにマネー・サプライの急激な増加を速やかに抑制し得たのは、73年における高金利政策の採用によるところが大きい。加えてブンデスバンクの安定化政策に対する政府の協力も見逃すことができない。すなわち、政府は73年4月以降、税金や安定化国債の発行代り金を合わせて70億マルク近くブンデスバンクの特別勘定に預入・凍結したのであった。逆に74年から75年にかけて

不況対策の採用が必要となった際には、この凍結資金の取崩しが金融緩和策の一環として少なからぬ役割を果たした。

われわれの確信するところでは、金融政策と財政政策とは代替し合うものではなく、相互に補完的なものであって、この点は以上の例のほか、ごく最近の西ドイツの経験にも示されている。すなわち、75年を通じ民間資金需要は低迷していたが、同年中の財政収支の赤字幅が74年の3倍にも達したため、公共部門の資金需要は極めておう盛であり、結果的に資金の需給ギャップが埋め合わせられた形となった。ブンデスバンクとしても、金融緩和策を採用することによって、こうした財政面からの景気対策の遂行を容易にするよう支持した。もっとも、これには別の側面もある。つまり、いったん民間資金需要が回復した際には(これは現在すでに起りつつあるが)、金融市場におけるクラウドディング・アウトを避けるため公共部門の赤字幅は下方修正される必要がある。要するに、公共部門の赤字幅の規模とそのファイナンスの仕方は単に財政政策上の問題にとどまらず、中央銀行にとっても重大な関心事なのである。

#### 中央銀行家の使命

以上から明らかなように、中央銀行家(central banker)にとり最も重要な使命の一つは、金融政策と財政政策(financial policies of the government)の両者を矛盾させないことである。両者の関係は、さる著名な小説家が、結婚をもって「相反する立場からの協力関係(a system of antagonistic cooperation)」とした定義が適切に当てはまる。こう見てくると、政府に対し財政政策上の助言を行える能力というのが、中央銀行家にとって極めて重要ということになる。つまり、およそ中央銀行家として肝要なことは、どのような財政政策(financial policies)が経済全体としての均衡上望ましいかということを政府当局に説得

することができるかどうかという点である。本会議にも参加されているカルリ・イタリア銀行前総裁はこの点で名声を博された方である。

### 3. 中央銀行によるマネー・サプライ調節とその条件

前述のようにフロート制への移行に伴い、対外面での金融のかく乱要因が少なくとも当面は除かれた以上、今や金融政策は真の試練に直面しているといえよう。

具体的には、次の3点が問題となる。すなわち、

- ① 中央銀行はマネー・サプライを適切にコントロールしうるか、
- ② 中央銀行はマネー・サプライのコントロールを通じ、果して総需要にかなりの程度影響を及ぼしうるか、
- ③ 中央銀行は雇用や物価に重要な影響を及ぼしうるか、

等の諸点である。

#### マネー・サプライ調節の可能性

まず第1の点につき最近1年間の西ドイツの経験を回顧したい。74年12月、ブンデスバンクは75年中の「中央銀行通貨」の増加率目標値を8%とすると公表したが、最近までのところ、実際の中央銀行通貨増加率もおおむねこの線に沿っており、75年10月現在の年率増加率は9%となっている(訳注、75年中の増加率は10%)。しかし、だからといって、われわれがマネタリー・アグリゲート(量的金融指標)の増加率を極めて正確にコントロールするということにはならない。中央銀行はマネタリー・アグリゲートに対し伝統的な金融政策手段——金利政策、預金準備率操作、再割引限度わく操作、公開市場操作——を通じて間接的に影響を及ぼしうるにすぎないのである。ブンデスバンクは74年末から75年中にこれらの手段を駆使して金融緩和策を進め、これに前述の政策特別

預金の取崩しも加わったため金融が大幅に緩和し、75年末現在公定歩合は3.5%(前年同期6%)まで低下、銀行の自由流動性準備は160億マルク(前年同期40億マルク)に達している。

ところで、中央銀行から解放された流動性とマネー・サプライおよびマネー・サプライと実体経済活動の水準との間には、少なくとも短期的にみるならば厳密な関係は存在しない。それは、これら変数の相互の関係は、通貨に対する需要および通貨回転率いかにかなりの程度左右され、しかも両者いずれも景気局面によって変動するからである。

そこでわれわれとしては手探りで進まざるを得ず、そのため、戦後この方、75年ほど数多くの金融政策手段をひんばんに使用した年はないという結果となった。このように、マネー・サプライのコントロールは純粋なマネタリストが思っているほど単純ではないのである。例えば、75年中の中央銀行通貨の伸び率はおおむね目標値に近くなるうが、ここに至る過程は単純なものではなく、若干の曲折があった。つまり、75年初来7ヵ月間の中央銀行通貨の年率増加率が7%であったのに対し、8月以降3ヵ月間にはこれが12%に上昇している。これは西ドイツの景気が75年7月に底入れし、企業の資金需要が台頭してきたためである。われわれは、ブンデスバンクが実施してきた金融緩和政策が景気を回復させる上で十分な役割を果たしたと考えており、もしかすると流動性を供給し過ぎたのかもしれないとさえ感じている。しかしこれを確かめる方法は目下のところ存在しないのであって、われわれとしては西ドイツ経済がどの程度速やかに回復し、未使用の通貨流動性が吸収されるかについて、当面 wait and see の立場を続ける以外ない。

### マネー・サプライ重視傾向とその背景

マネー・サプライの目標値を提示した中央銀行

は、ひとりブンデスバンクにとどまらない。すでに1972年、EEC理事会は加盟国に対しマネー・サプライのおおよその目標値を採用することを提案したし、現在米国連邦準備制度およびスイス中央銀行はマネタリー・アグリゲートの目標値を公表し、運営目標(targets)ないし少なくとも一つの政策運営上の規準(policy criteria)としている。このように量的金融指標が最近重視されるようになったのは、一つには持続的なインフレの下で金利水準がもはや金融政策運営上の指標として信頼できなくなったためである。このほかマネー・サプライの目標値は、政府が公共部門の借入れを行ったり労使間で賃金交渉を行う場合、その限度額について見当をつける上での有益な参考指標ともなりえよう。もっとも、このようにマネタリー・アグリゲートが有益だからといって、金利がもはや金融政策手段として重要でなくなったということにはならない。それどころか、金利はマネー・サプライの目標値を実現する上で最も重要な手段の一つなのである。ただ、安定的なマネー・サプライの伸び率を達成しようとすればするだけ、金利政策を弾力的に運営する必要があるだろう。

### マネー・サプライ調節のための条件

要するに、中央銀行がマネー・サプライをコントロールしうるか否かという間に対する私の答は、次の三つの限定条件付きで「しかり」である。

第1に、中央銀行は3～6ヵ月程度の極めて短い期間中にマネー・サプライをあらかじめ定めた伸び率に維持することはできないが、長期的にみてマネー・サプライを一定限度内に抑制することは可能と思われる。

第2に、中央銀行がマネー・サプライの目標値を達成しうるためには、政府の財政政策が金融政策の目標と矛盾しないことが必要である。

第3に、金融政策はかく乱的な外資流入からしゃ断される必要がある。

#### 4. スタグフレーション下の金融政策の効果と限界

##### ケインズ経済学の前提とその非現実性

長期的にみた場合、中央銀行が量的金融指標に対して大きな影響を及ぼし、それを通じて有効需要全体に効果をもつとしたならば、金融政策は雇用および物価に対しどのような効果をもつのであろうか。仮にわれわれが、かつてケインズが想定したような世界に引続き住んでいるとしたら、需要管理政策によって完全雇用と物価安定を同時に達成することは比較的たやすい。ケインズは金融政策の有効性については懐疑的であり、むしろ財政政策の方に期待をかけたのであるが、いずれの方法にせよ有効需要を適切に管理することにより完全雇用を達成しようと信じていた。彼はその上、労働者は必要とあらば循環的な失業がなくなるまで実質賃金の減少を甘受するというように、賃金が下方硬直的でなく、一方好況期においても賃金はそれ程大幅に上昇することはないであろうから、完全雇用を達成することによって物価安定が著しく損われることはないと信じていた。このようにケインズの考えでは、賃金が安定していることが循環的失業をなくすための重要な条件となっているが、これはしばしば忘れられている点である。

ところがわれわれはケインズ的な世界に住んでいるわけではない。米国連邦準備制度理事会のバーンズ議長も繰返し指摘されているように、安定化政策に関してケインズと同じような考え方をとることは「不適切かつ時代遅れ」なのである。それはどういうことか。

まず第1に、現代の経済は完全雇用を達成するよりもはるか以前に生産設備の全般的な不足ないし特定の基幹産業部門での能力不足によってボトル・ネックに遭遇し、その結果物価上昇が生ずることがよくある。

第2に、ケインズのな需要管理政策は、いわゆるマネー・イリュージョンが一般労働者や労働組合幹部の間に広く流布されていることを前提としていたが、これも当時が1930年代の大不況期であった事を考えれば現実的な前提であった。しかるに今日では、総需要が増加すれば完全雇用が達成されるよりもはるか以前に、賃金および物価が大幅に上昇することとなろう。今や多くの国において失業と賃金上昇率との間に安定的な関係は存在しないが、これはインフレ的な行動様式やインフレ期待が人びとの間に深く浸透していることによるものである。換言すれば、かの有名なフィリップス曲線は少なくとも当面、多くの国で存在しないといえよう。つまり失業とインフレとの間に永続的なトレード・オフ関係があるという考えは、もはや捨てるべきなのである。こうした現状にかんがみ、現代のケインジアンは統制的な所得政策によって需要管理政策を補完する必要があると考えるに至っている。

##### スタグフレーションと金融政策の効果

私は今こういった複雑な問題の細目に立入ろうとは思わないが、簡単に次の4点を指摘したい。

第1に、スタグフレーション期においては、金融政策および経済政策は同時にインフレと失業を相手として闘わねばならない。われわれは、まず拡大政策によって失業問題に対処していれば、そのうちにインフレ対策に移行できるだろうなどと考えるわけにはいかないのである。二つの目標を同時に解決しようと努めない限り、好況と不況との繰返しがもたらされることとなる。この点からしても、景気上昇期においてはとりわけ警戒と節度(caution and moderation)が必要とされよう。

第2に、インフレの当初の原因が何であるにせよ(例えば穀物の不作ないし石油価格上昇等の外生的要因)、長期にわたってインフレが持続しうるのは、金融緩和政策が採用されている場合に限

られる。インフレは何よりも貨幣的な現象である (Inflation is a monetary phenomenon)。従ってインフレの場合には常に中央銀行がその責を負うべきである。

第3に、安定政策が成功するか否かは、世論の支持があるかどうか、また安定化政策が一般に信頼されているか否かによるところが大きい。この点で、金融政策を遂行するに際しては首尾一貫して堅固な意思をもち続けること (consistent and strong-willed monetary policy) が結果的に優れているようである。その典型的な例は最近におけるスイスにみられる。すなわち同国で一貫して実施されてきた金融引締め政策はスイス・フランの大幅なフロート・アップと相まってインフレ抑制に効果を奏し、一時年率12%に達した消費者物価は最近では4%にまで低下してきた。他の国でもこれ程顕著でないにせよ金融政策はインフレ抑制に役立っている。確かに多くの場合、インフレ率は不況期にしては今も依然として高い。しかしながらわれわれは、困難な事態を切り抜ける唯一の道はインフレと共に生きる術を学ぶことだとしてあきらめる最近流行の考え方には断じて屈してはならない。金融政策を過少評価すべからず、である (Don't discount monetary policy!)

第4に、われわれとしては他方の極端、つまり中央銀行の力を過信する考え方に対しても注意する必要がある。金融政策は万能薬ではないのであって、財政政策が極めてインフレ的な場合にはその効果を完全に相殺することはできないし、賃金の下方硬直性やその他もろもろの経済に内在する硬直性を一気になくしてしまう魔法の杖でもないのである。

## 5. 内外均衡の達成と金融政策

### 政策の「割当て」説の非現実性

最後に、といっても重要性においてこれまで

の問題に比しいささかも劣るところはないが、対外面における中央銀行の役割について述べてみたい。ひところ学界や国際機関の一部では、財政政策を対内均衡の達成に、金融政策を対外均衡の達成にそれぞれ割当てるべしという考え方が流行したことがあった。しかしわれわれはいまだかつて、このような一方的な割当て説 (one-sided assignment) を信じたことは一度もない。またこれとは逆に、最近では財政政策はむしろ対外均衡達成に、金融政策は主として対内均衡の達成にそれぞれ責任があるとする説も出て来ている。しかしわれわれは、金融政策と財政政策の役割をこのように分業させる考え方にも組しない。実際の経験の示すところでは、財政政策と金融政策の両者が相まって初めて、対内・対外両面にわたり極めて効果的な影響をもたらすのである。

確かに、金融政策が金利操作を通じて対外バランスの主要項目たる資本移動に極めて直接的な影響をもたらすのは事実である。現在のフロート制の下においては、この金利効果は為替相場の動向にも反映される。例えば、過去2年間米ドルとE C諸国の通貨との関係は、少なくとも短期的には米欧間の金利差およびマネー・サプライの伸び率いかによってかなりの程度まで説明できよう。もっとも長期間をとってみれば、一国の為替相場の決定要因としては、国際収支のすう勢とインフレ率とが決定的に重要である。

### 中央銀行と為替市場への介入

周知のように先般のランブイエ首脳会談の結果、主要国中央銀行は為替市場への介入に際し従来よりも広範な責任を引受けることとなった。すなわち、中央銀行はかねてから目指してきた「正常な市場条件の維持」に加えて、為替相場の「乱高下」を防ぐことも要請されるに至ったのである。ところで何が為替の「乱高下」であろうか。これは、当該国の基本的な経済動向によっては説

明できない相場変動を指すものであり、各国間の金利差がこの基本的な経済動向に含まれるか否かは一概に言えない。従ってわれわれはこの分野においても、いわば手探りで進まざるを得ない(feel our way)ことになる。

各国中央銀行は、日々お互いに情報を交換してこの任に当たっている。中央銀行は、実際の為替相場の変動が果してどの程度まで一時的な乱高下であり、どの程度までが基調的な性格のものかを試行錯誤の過程を通じて知りうる唯一のところである。

もとより各国の為替相場の長期的な動向については、例えばOECD第3作業部会などで意見の交換が行われてはいるが。

為替市場への介入に関して、ブンデスバンクはいささか経験を積んでいる。74年来ブンデスバンクは為替市場への介入に際し、単に市場の混乱状態を是正するにとどまらず、時には一定方向に数か月間にわたって介入を続けることを通じて相場の乱高下をならすよう努めてきた。このような介入の規模を示す一つの手がかりとしてブンデスバンクの対外流動性ポジションをみると、74年初めから75年10月までの間に流入額140億マルク、流出額160億マルク、差引き約20億マルクの外貨準備減となっており、ネット・ベースでみればさしたる額ではない。このことからして、全期間を通してみた場合、ブンデスバンクの行った介入が為替市場の基調に逆らうようなものではなかったことが明らかである。

中央銀行と為替市場との関連について次の2点を強調したい。

まず第1に、主要通貨のフロート制は、73年以降生じた様々の世界的な国際収支かく乱要因(中東戦争、石油価格高騰、各国間のインフレ率の大幅な格差、米国国際収支の基調変化等)を考慮

するならば、まずまず試練に耐えたといえよう。

第2に、中央銀行相互の協力関係は有意義であるということである。これはとりわけB I Sにおける定例的な中央銀行の集まりおよびE C中央銀行総裁会議についていえることであり、これらの会合を重ねることによって、参加国の為替相場が互いに固定されていなくとも、金融政策面で協調したり国際金融問題に関して協調的な態度をとることが可能だという点が立証された。

## 6. 結びにかえて

要するに、金融政策というものは果して重要なのであろうか。この間に関連して、かの高名なジョン・スチュアート・ミルの次の言葉を想起される方もあろう。「およそ経済界において通貨ほど時間と労働を節約するという点を別とすれば無意味な(insignificant)ものはないのである。通貨は物事を迅速かつ便利に遂行するための機械(machinery)なのであって、これがなくても、それだけ時間がかかり不便にはなるが何とかなる。そしてそれがうまく作用しなくなった時に、初めてはっきりした影響を及ぼすこととなるものである。」

私は次のように付け加えよう。「しかし、この機械がどうにも働かなくなると、何と甚大な影響がもたらされることか。結果的に生じる無秩序状態は一国の全社会・政治構造を崩壊させることにもなりかねない。中央銀行に職を奉じる者の主要な職務の一つは、この機械が働かなくなることを防ぎ、仮にそうなった場合には修理することにある。最近のようにインフレ圧力の高い時代ではこの通貨という機械が絶えず故障する危険にさらされていることは疑いもない。従ってわれわれ中央銀行家の任務は従来にも増して困難に、しかも重要となって来ているのである。」