

カナダの金融政策

I はし が き

カナダの中央銀行であるカナダ銀行は、1956年11月以降、その公定歩合を市場金利の変動に応じて毎週決定するという、他に例をみない方式を採用し、その金融政策はにわかには注目を浴びるに至つた。

カナダ銀行は1935年の創立で比較的新しいが、その金融調整手段については、よく英、米など先進国の方式を取り入れ、特に短期金融市場の確立をみたこと2年余りの間に、その金融政策は同国経済の均衡・拡大に重要な役割を果すようになった。

ここでは、1956年を中心として、カナダ銀行の金融政策の目標がどこにおかれたか、またいかなる信用調整の方法がとられたか、さらにその問題となつた点について述べることにしたい。

II 一般経済情勢——インフレ圧力の増大

まず、金融政策の背景となつた経済情勢について簡単にふり返つてみよう。

カナダ経済は、1955年後半には1954年のゆるやかなリセッションから完全に回復し、1956年には生産、雇用、需要いずれも引続き上昇した。

国民総生産は前年に比し7%増加し、1947年から1955年までの年平均増加率4%に比しきわめて大幅である。この一因は、1956年の穀物収穫が良好であつたことにあるが、労働力の面において従来職を求めなかつた人々、たとえば既婚婦人、すでに引退した人などが追加労働力として生産に参加したことが大きく寄与しており、1956年における雇用増加のうち、約3分の1はこれに該当するものといわれる。

需要増大の主因は、事業設備投資の増加で、前年に比し約25%増加した。1955～56年を通じ、カナダの1次生産物、特に林産物、鉱物に対する外国の需要、またエネルギー源、なかんずく石油、天然ガス、電力に対する需要は急速に増大した。

これらの資源開発は、従来からも進められていたが、1955～56年には特に活発となり、これに付随する投資支出は前年を60%も上回つた。

設備投資の増大はその他の需要全般を誘い、個人所得の急速な増加と、ほとんどすべての消費財、サービスに対する需要の喚起を促し、耐久消費財向け支出は前年比10%、非耐久財、サービス向け支出は前年比7%増加した。事業在庫もかなり増加した。住宅建築は、その着工数が年の後半において若干低下したものの、その支出額はなお高水準を続けている。政府の物資・サービス向け支出も増加し、特に州政府の資本支出増加が目立っている。

カナダ国内で生産される物資およびサービスでは、このように盛んな需要を十分に満たすことができず、いきおい外国の資源に依存することとなつた。このため、物資およびサービスの輸入は前年比20%近く増大し、反面輸出はそれほどの伸びを示さなかつたので、国際収支経常勘定の赤字は前年の7億ドルから14億ドルへと倍増した。この国際収支の赤字は外資の流入によつてカバーされ、しかもそれは入超額を上回つたので、1950年10月以降自由市場において決定されているカナダ・ドルの為替相場は年間約4%の上昇を示し、年末には1カナダ・ドル=1.04米ドルとなつた。

物価は1956年を通じて引続き上昇し、1956年末には前年末に比し約4%高い水準にある。輸入品価格に対しては、カナダ・ドル相場の上昇が抑制効果を及ぼしているにもかかわらず物価が上昇したことは、国内需要の圧迫が大きかつたことを示すものといえよう。特に需要が強大であつた設備関係品目の価格上昇は顕著で、年間6%、1955年年央からの1年半で10%上昇した。一方、安定を示していた消費者物価も、1956年6月ごろから上昇に転じ、年末までにその指数は3%増加した。

また、1956年における物価の全般的上昇は、労働力の不足を反映したものである。同年の夏から秋にかけての失業者率は1.7%にまで低下し

た。

主要経済指標

	1954年	1955年	1956年
総国民生産(百万カナダ・ドル)	24,317	26,769	(暫定) 29,700
鉱工業生産指数 ^(1935~) ₍₃₉₌₁₀₀₎	244.6	265.8	(暫定) 284.5
卸売物価指数 ^(12月, 1935~) ₍₃₉₌₁₀₀₎	215.4	221.5	228.1
消費者物価指数 ^(12月, 1949=) ₁₀₀	116.6	116.9	120.4
就業者数 ^(12月, 千人)	5,187	5,388	5,555
失業者数 ^(12月, 千人)	248	200	186
輸出額(百万カナダ・ドル)	3,947	4,351	4,864
輸入額(百万カナダ・ドル)	4,093	4,712	5,710
金ドル準備 ^(年末, 百万米ドル) (政府およびカナダ銀行保有分)	1,942.6	1,900.8	1,936.2
資本支出(百万カナダ・ドル)	(実績) 6,350	(推定実績) 7,900	(見込) 8,533

Ⅲ 金融政策の目標

—物価の安定と経済の成長

1950～51年のインフレーションは朝鮮動乱およびそれに伴う軍事費の増大にその原因があつたのに対し、1955年後半からの今次インフレ圧力の主因は、国内における資本支出の増大、いわゆる投資ブーム、特に資源開発産業その他の建設、設備などの投資にある。その対策も前回は消費者信用統制、銀行信用の総額制限のほか、増税、物資の直接統制などが行われたのに対し、今回は現在までのところでは、もっぱら金融政策に依存している。

過去2か年間におけるカナダの金融政策は、信用の拡大を抑制し、貯蓄を増強し、ある程度借入れを圧縮させることを目標とした。1956年におけるカナダの国民総支出額は297億カナダ・ドルにのぼり、前年に比し約30億カナダ・ドル増加した。カナダ銀行では、この支出額は経済の一般的安定と健全な成長にとつて望ましいと思われる額より少なくとも10億ドルは多かつたとみている。

カナダ銀行の1956年年報は「中央銀行の任務は経済の成長と物価の安定に役立つように、通貨量を調節することにある」と述べている。1956年におけるカナダ銀行の政策は、この二つを目標として行われたが、両者を完全に達成することはできなかったといえよう。すなわち、物価の安定という目標だけならば、過剰と思われる需要がなくな

るまで金融引締めを行わなければならないが、カナダ銀行は、そこまでの強度の引締めを行うことが適当であるとは考えなかつたし、また実際行わなかつた。資本市場の秩序維持、貯蓄から投資に向かつての資金の移動を円滑ならしめることも、経済成長の観点から中央銀行の責務であるとしている。このため、カナダ銀行は国債市場において売りが多く、国債価格が低落する場合には、その価格および利回りの変動を緩和するために、国債を買入れ、逆の場合には国債を売却する。これは、短期間の、日々の変動を最小にするために行うもので、需要と供給の真の変動に基く長期的傾向を妨げるものではないが、1956年中にカナダ銀行は結局その国債保有を10百万カナダ・ドル増加した。1956年度の連邦政府財政は健全財政で、黒字は国債償還に向けられた。1956年中における国債および政府保証債の償還超過額は780百万カナダ・ドルにのぼり、それは財政の黒字272百万カナダ・ドル、予算外収支の黒字186百万カナダ・ドルおよび政府預金の減少322百万カナダ・ドルによつて行われた。カナダ銀行の国債買入れと連邦政府の国債償還は資本市場の金利上昇を緩和する効果があつたとみられる。

なお、1956年中の海外からの資本流入は、約5億カナダ・ドルの直接投資を含め、総額1,398百万カナダ・ドルに達した。その国内金融に対する影響について、カナダ銀行では、「カナダは自由為替市場を持つており、政府あるいは中央銀行が外貨を買入れる義務はなく、流入外貨はすでに民間に供給されているカナダ・ドルと交換されるので、海外からの借入れは通貨量を膨脹させることはない。むしろ、それによる物資・サービスの輸入が需要を充足する効果がある」としている。

Ⅳ 信用調整手段

カナダ銀行は、信用調整手段として貸出政策(金利政策)のほか、公開市場操作、支払準備率の変更について、法律によりその権限が与えられている。このほか、中央銀行と商業銀行との非公式会談、中央銀行の道義的説得、さらにそれに基く自主規制といった法律によらない調整手段もしばしば用いられている。カナダには、商業銀行い

いわゆる特許銀行の店舗は約3,600あり、同国銀行業の95%以上を占め、個人貯蓄の80%を保有しているが、支店銀行制度をとり、銀行数がわずかに9行にとどまつていることも、かかる手段を行いやすくしている。

(1) 貸出政策（公定歩合政策）

イ、貸出の意義

カナダ銀行の商業銀行および貯蓄銀行に対する貸出は、1956年の年平均で8百万カナダ・ドル、これに対し銀行現金準備は873百万カナダ・ドルであり、カナダ銀行の貸出は、商業銀行現金準備の主要源とはなっていない。

カナダ銀行の貸出は、銀行に貸出資金を供給することではなく、予期しない資金の流出によつて個々の銀行の現金準備または流動資産が枯渇した場合に、それを補充することを目的とする。すなわち、カナダ銀行は最終的貸し手として行動する。カナダ銀行は、銀行がその現金準備を調節するには、できうる限り金融市場を利用すべきものとし、銀行の資金が予期しない多額の流出をみ、しかも金融市場で day-to-day loans（注）の回収、財務省証券の売却などの手段によつて完全に補充できない場合にだけ貸出を行うこととしている。預金に対し最低8%という法定現金準備、および現金準備、day-to-day loans、財務省証券の合計で預金の最低15%を維持するという商業銀行間の協定（1955年12月協定、1956年6月実施）は、毎月間の1日平均について適用される。したがつて特許銀行は、これらの所要準備に不足をきたした場合にも、直ちにカナダ銀行の貸出を仰ぐ必要はなく、通例、その後の数日間のうちに金融市場において国債を売却することによつて所要準備を補充している。

カナダ銀行の貸出は適格証券担保により行われる。また貸出および貸出の更新は7日間固定貸付の方式を採つている。すなわち、取引先銀行は7日以内に借入れを返済しても、7日間の金利を支払わなければならない。7日以後は借入れを更新しなければならない。各月における一銀行に対する最初の貸出は、各行について定められている一定額まで、公定歩合すなわち中央銀行貸出の最低利率が適用され、各月における同一銀行に対する2

回目以後の貸出、貸出の更新および一定額をこえる貸出には公定歩合を上回る高率の利率が適用される。

（注） day-to-day loans

金融市場育成を目的として、1954年に設けられたもので、商業銀行が政府証券ディーラーに対して財務省証券および3年以内満期の国債を担保として行う短期貸付である。これにより、銀行は過剰現金ある場合には、day-to-day loans に運用し、現金不足の場合にはそれを回収するが、正午までに請求すれば、その日の支払に充当することができる。資金を引揚げられた政府証券ディーラーは、その所要資金を銀行外において調達し、それができない場合に、次に述べる方法によりカナダ銀行の融資を受ける。

ロ、ディーラーに対する売戻条件付買上操作

カナダ銀行は売戻条件付で、金融市場の政府証券ディーラーから証券を買入れる。この操作もまた銀行の現金準備の一時的増加をもたらす。この買入操作の目的は、金融市場に流動性を与え、銀行が現金準備を調節するのに金融市場を利用するようにさせることにある。その利率は公定歩合と同率である。売戻しは30日以内にディーラーの請求により行われるが、平均2.5日間程度である。1956年における最高残高は37百万カナダ・ドル、年間1日平均残高2百万カナダ・ドルである。

ハ、公定歩合

カナダ銀行は最終的貸し手であるから、その貸出利率は金融市場で最も流動性のある証券、すなわち財務省証券の利回りより低くてはならない。もし財務省証券利回りが、公定歩合を上回れば、金融市場を利用せずに、カナダ銀行貸出に依存する原因となる。1956年11月1日以前は、カナダ銀行はその貸出利率を財務省証券利回りより高くしておく方針で、財務省証券利回りが公定歩合に近づき、または一時的にそれをこえた場合に、公定歩合引上げを行つた。1956年中の引上げは、4月4日2¾%から3%へ、8月9日3¾%へ、10月17日3½%へ、の3回に及んでいる。この従来の方式について、カナダ銀行は、「中央銀行はその最低貸出利率を変更、公表することによつて、すべての金利を決定、調整している、との誤解を招くおそれがあった。それは、借入れおよび金利を伴う投資を計画し、あるいは取引協定を締結しよう

とする企業および個人にかく乱的影響を与える。金利は、市場における資金の供給と需要の関係によつて決定されるものである。」と述べている。すなわち、公定歩合の変更が金融界に対し中央銀行の意図ないし期待を示す、いわゆる信号であるとする考え方を好ましくないとしている点が注目される。

公定歩合を常に財務省証券利回りより高くしておく最も簡単な方法として、財務省証券利回りの変動に応じて、それを一定の幅で上回る利率に公定歩合を保つ方法が考えられ、1956年11月1日に実施された。すなわち、カナダ銀行は、毎週木曜日に行われる91日物財務省証券の平均入札利回りを0.25%上回る点に公定歩合を自動的に定めることとし、毎週木曜日午後1時ごろ発表、翌金曜日から次週木曜日まで適用すると発表した。

なお、カナダ銀行では、この公定歩合の新しい決定方式が望ましいものでなくなつた場合、すなわち財務省証券利回りが金融市場の実勢を示す最良の指標でなくなつた場合、市場金利と公定歩合の幅を変更した方がより適当である場合、金融情勢の変更がきわめて著しい場合などには、変更を行うことがある、と発表している。

主要金利（年利%）

	1954年末	1955年末	1956年末
公定歩合	2.00	2.75	3.92
day-to-day loans	0.75	2.50	3.00
財務省証券	1.06	2.56	3.67
国債			
1年	1.60	3.03	4.41
5年	2.59	3.42	4.60
20年	3.21	3.41	4.00
社債	4.00	4.15	5.22
プライム・レート	4.50	4.50	5.50
貯蓄預金（商業銀行）	2.00	2.00	2.50

(2) 公開市場操作

イ、国債市場における操作

公開市場操作は、従来からすでに金融政策の主要な手段となつていたが、公定歩合の新方式採用により、今後のカナダ金融政策の重点はますます公開市場操作に置かれることになつた。カナダ銀行は設立直後から国債市場で取引を開始したが、1954年以前は短期金融市場が発達していなかつたため、銀行は現金準備調整には、中央銀行に対し財

務省証券を売却した。これに対し、カナダ銀行は銀行の流動性を確保するために、財務省証券買入れを拒否することは決してなかつた。しかし、この方式は1954年における day-to-day loans 制度の導入、短期金融市場の確立により終りを告げた。

カナダ銀行の公開市場操作は、各種満期の国債を対象として行われる。その目的は三つあるといわれる。第1は、市場の変動を最小にすること、および市場の流動性の季節的その他一時的変動を相殺すること、第2は、現金準備を金融政策の目的に適合する水準におくこと、第3は、国債市場の拡大である。

国債および連邦保証債保有状況

1956年12月末（年間増減）

（単位、百万カナダ・ドル）

区分	財務省証券	国債	その他	貯蓄債	合計
カナダ銀行	507 (243)	(-500)	1,919 (267)		2,426 (10)
商業銀行	743 (315)		1,791 (-913)		2,534 (-598)
政府勘定	40 (3)		1,478 (24)		1,518 (27)
一般	285 (-211)		5,916 (-116)	2,541 (108)	8,742 (-219)
合計	1,575 (350)	(-500)	11,104 (-738)	2,541 (108)	15,220 (-780)

ロ、財務省証券入札時における操作

カナダの財務省証券は現在91日物だけで毎週発行される。1956年末で、毎週の発行額125百万カナダ・ドル、発行残高1,575百万カナダ・ドルとなつており、その保有内訳はカナダ銀行507百万カナダ・ドル、商業銀行743百万カナダ・ドル、その他325百万カナダ・ドルとなつている。

財務省証券の売出しは競争入札で行われる。銀行および投資ディーラーが参加するが、それぞれ自己のためおよび依頼人、顧客の委託を受けて入札する。入札は木曜日正午、カナダ銀行において大蔵大臣代理によつて開かれる。最高入札価格より漸次割当てられる。割当を受けた入札全部の平均利回りが計算され、大蔵大臣の代理としてのカナダ銀行により公表される。

カナダ銀行も他の入札者と同じ方法で入札に参加する。カナダ銀行は、金融情勢に関するその見方、その時の通貨量を追加すべきかどうか、ま

たはその逆に減少すべきかどうかにより、その入札額を増減することがある。この方法により、カナダ銀行は公開市場における売買操作とは別に、少なくとも毎週1回はその国債保有を増減させる機会を持つことになる。しかし、もし財務省証券入札の結果が通貨量に好ましくないと思われる変化を生ぜしめた場合には、カナダ銀行は市場において売買を行う。

通例、総入札額は発行額を上回るが、満額に達しない場合の対策として、カナダ銀行は発行総額に対して予備入札を行う。

政府は財務省証券利回りに影響を与えるような行動はとらない。発行額の変更はひん繁にまた大幅に行われることはなく、それは政府手持現金の状態に大きな変化がある場合、多額の国債償還が行われる場合、財務省証券以外の方法で新しい資金が入る場合、などに限られている。

(3) 支払準備制度

カナダ銀行は、カナダ銀行法により銀行の法定最低現金準備率を変更する権限が与えられている。その率は預金の8%と12%の間であるが、カナダ銀行はその変更の際して、変更の1か月前に公告すること、また月に1%以上の変更を行わないことが法律により要求されている。

1954年にこの権限が与えられて以来、法定準備率は8%で、変更は一度も行われていない。これについてカナダ銀行では、法定支払準備率の変更は例外的情況の場合にのみ行われる、と述べている。

1955年12月に流動資産保有に関する銀行間の協定ができたことは前に述べたが、これは当時銀行が事業貸出を増加しようとして、手持の財務省証券を処分する傾向が強かったため採られた措置である。

(4) 消費者信用調整

カナダの消費者信用残高は、1955年中に339百万カナダ・ドル、1956年中に283百万カナダ・ドルをそれぞれ増加し、1956年末には2,465百万カナダ・ドルに達している。そのうち、銀行の直接個人貸——消費者信用に当る分——は1955年には89百万カナダ・ドル増加したが、1956年には6百万カナダ・ドル減少したので、この分を除いた消

費者信用の増加は1955年250百万カナダ・ドル、1956年289百万カナダ・ドルにのぼっている。各種消費者信用のうち、1956年中に最大の増加を示したのは月賦金融で（197百万カナダ・ドル）、そのうち月賦金融会社の与えた信用は165百万カナダ・ドルとなつている。

月賦金融会社および小口貸付会社が消費者信用および企業貸付を行うために必要な資金の源泉は各種ある。1956年中でみれば、取引先銀行から98百万カナダ・ドル、金融市場での短期手形発行により90百万カナダ・ドル、株式・社債などにより25百万カナダ・ドルとなつている。さらに海外に親会社をもつ会社はそこから資金の供与を受けている。

月賦金融会社は短期手形の発行により金融市場から、また証券市場からも資金を調達する。消費者は金利をあまり問題にしないで信用を受けるので、月賦金融会社も高金利で資金を集める。カナダでは、銀行の貸出金利は最高6%と銀行法により定められているが、月賦金融会社にはこのような制限はなく、その金利は手数料を含め月1%から2%、すなわち年12%から24%、あるいはそれ以上になつている。また月賦金融会社は銀行・生命保険会社などと違い、準備を維持しなければならないという規定もない。

消費者信用調整に関する措置は、まず1955年秋特許銀行の自主規制によつて行われた。すなわち1955年11月以降月賦金融会社に対するクレジット・ラインの引上げを認めないこととした。しかしながら、この限度額と利用額との間に開きがあつたため、この種の銀行貸出はその後増加し続けた。

そこで、1956年11月に銀行は、主要金融会社に対するクレジット・ラインを変更し、その時までの最高額をこえて貸出を行わないこととした。

消費者信用、特に月賦金融は、銀行信用の増勢が鈍化した1956年後半に入つてもなお急速に増加したので、カナダ銀行は9月に主要月賦金融会社の代表と会談し、月賦金融がさらに大幅に増加するのを防止するため、業界の自主的協定が可能であるかどうかを検討した。しかしそれは不可能であるとの結論に達した。一部の月賦金融会社はそ

の後、貸出条件を強化したが、その他の一般は相変わらずで、特に自動車の場合には現金払分の低下、返済期限の長期化などの傾向がみられるといわれる。

カナダ銀行はまた、耐久消費財の信用販売を行っている主要百貨店およびチェーン・ストアの代表とも会談した。これらは自己資金で金融するほか、場合により月賦金融会社によつて与えられる資金にも依存している。代表たちは信用条件をゆるめていないと述べ、やはり協定はできなかつた。なおこの会談に先立つて、主要百貨店は現金払なしの商品販売を行わないとの相互協定を締結している。

(5) 証券金融調整

カナダではマージン・リクワイアメントは50%と定められているが、カナダ銀行はそれを課したり、変更したりする権限を与えられていない。

マージン取引のための株式金融は、異常な増勢を示し、1955年3月と1956年7月との間に、ほとんど2倍に増大した。このためカナダ銀行は、1956年9月に、モントリオール、カナディアン、およびトロントの三つの取引所の主要会員と会談した。この結果、株式金融がさらに増大することは好ましくないということに意見一致をみ、三つの取引所よりその会員に対し通牒が発せられた。会談当時株式金融はすでに7月のピークを若干下回っていたが、その後さらに減少を示している。

V カナダ銀行の新提案

1957年3月、カナダ銀行は商業銀行に対し、二つの提案を行つた。第1は、1957年中に新たに150百万カナダ・ドルを住宅金融にふり向けること、第2に、貯蓄預金を要求払預金と分離し、短期貸付に使用することを中止することである。

銀行の政府保証住宅金融は、1954年に始められ、1954年74百万カナダ・ドル、1955年220百万カナダ・ドル、1956年199百万カナダ・ドルをそれぞれ増加しているが、金融引締りのためその増勢は鈍化している。第1の提案は、一つにはこの住宅

関係資金確保のためであり、またこれにより、一般事業貸出の抑制をねらつたものといえよう。銀行側はこれに同意したといわれる。

カナダの商業銀行は個人貯蓄預金の80%を保有しており、預金のうち約40億カナダ・ドルが要求払預金、60億カナダ・ドル余りが個人貯蓄預金となつている。第2の提案は、短期貸付に向けられる資金を抑制し、投資資金を確保することをねらつたものとみられるが、この提案については銀行側に反対が強い。その理由としては、第1に、この提案は銀行制度そのものに関係するので、慎重に時間をかけて検討すべきであること、第2に、この提案通り行えば、要求払預金がさらに15億ドル程度増加しなければ短期貸付を行うことができないこと、第3に、貯蓄預金と要求払預金との間に明確な区別がつけにくいこと、などが挙げられている。

またカナダ銀行は、消費者信用について新たな規制措置が必要であると述べた。1956年に月賦金融会社の説得に失敗したところよりみて、今回の提案は法的規制を要求したものと思われる。

VI むすび

カナダの金融政策は、インフレ圧力が強いにもかかわらず、どちらかといえば、物価の安定より経済の成長に重点がおかれているように思われる。それは資本市場の安定策にみられるところであり、このため一部には将来の長期金利高騰を見込んで借入れを急ぐ向きもあるという。1957年の資本投資は85億カナダ・ドルと、1956年をさらに8%上回る見込みである。インフレ圧力の主因であるこの投資ブームに対し、金融面で従来通りの政策を継続できるかどうか注目に値する。

また、消費者信用調整の例にみられるように、カナダ銀行の金融政策の手段として重要な役割を果たしてきた道義的説得という方法は、ようやくその限界に達したようにみられ、今後の動向に関心をもたれるところである。