

英国最近の金融政策

1. まえがき

英国は1951年の暮れ、約20年ぶりに通貨政策を復活した。それは朝鮮動乱後の経済危機に対処するため採られたものであつたが、英当局はそれまでの危機(47年、49年)対策とは異つて、公定歩合の引上げ、伝統的な公開市場操作の復活、国債の借換政策など一連の通貨政策を実施した。

その結果1年後の52年末までには事態は著しく改善された。もつともこの時はまだ輸入制限、建築統制、配給制度など一連の直接統制方式が併用されたし、そのうえ世界経済の動向も通貨政策の効果を促進したので、伝統的な金融政策の復活がどの程度作用したか必ずしも明らかでなかつた。

しかし55年の経済危機の場合は明らかに通貨政策が主役であつた。それまでに輸入制限も次第に緩和され、建築統制、配給制度も廃止されていたので、物の統制はもはやほとんどその力を失つていたものとみてよい。しかるに、55年の経済危機の際における英国の通貨政策の効果は多くの人の期待に反した。この危機は後述するように56年4～6月ごろには一応克服されたと考えられるが、54年末に引締めを開始してから立ち直るまでに結局1年半もかかつた。しかもその間英当局は何回かにわたつて引締め強化の措置をとらざるをえなかつたのである。その結果本年4月ソーニークロフト蔵相の予算演説を契機として、金融制度調査会が設置され、目下金融制度ならびに金融政策の新しいあり方について討議が行われつつある。以下、55年以降の英国金融政策について果してどの程度の効果があつたか、またその効果が不満足であつたとすれば、いかなる事情がその効果の発揮を阻んだかについて若干の検討を加えてみたい。

2. 経済情勢の推移

本論に入る前に、まず1955年の経済危機の際に

おける情勢の推移を簡単に述べてみよう。

(1) 1954年の動向

54年上半期は英国としては最も理想的な時期であつた。すなわち、1～6月中において金ドル準備は5億ドル増加し、經常国際収支も172百万ポンドの受超を示し、英国保守党年来の目標であつた經常国際収支年間3億ポンド受超の水準に達した。鉱工業生産は前年同期比5%の増産となり、また物価水準もほとんど変動しなかつた。

しかし、6月以降オーバー・エンプロイメントを示現、求人数が失業者数を上回るに至り、さらに54年度財政で積極方針(投資促進)をとつた効果がそれに加重された。なおこの間輸入増大の反面輸出は相次ぐ労働争議もあつて伸びが止つた。上期にはポンドの自由交換への期待もあつて、長らく1ポンド2.82ドルの上限を維持していた対ドル相場は公定相場の下限に近い2.78ドル台にまで低下した。しかしこの間英国ではこれを単に季節的なものと考え、年末になるまで何らの引締措置もとらなかつた。年末によりやく英蘭銀行は公開市場操作で引締めを始めたのである。

(2) 1955年の動向

55年に入つて金ドル準備が急激な減少を示したため公定歩合を1月0.5%、2月1%引上げた。同時に政府は54年夏廃止したばかりの月賦販売条件を再び規制するに至つた(頭金最低15%、期間2年以内)。またそれまで介入しなかつた振替可能ポンドの市場に対しても為替平衡資金をして介入させるようにした。

その結果金ドル準備も為替レートも一時的に好転した。しかし55年4月の予算は総選挙直前でもあつたため大幅な減税を行つた。また6月には大規模な鉄道と港湾のストライキが発生、さらにOEECの閣僚会議でバトラー蔵相がフローティング・レートの採用を示唆したとの噂が広がつたため為替事情は再び悪化した。7月の金ドル準備は136百万ドルも激減したのである。もつとも、

これはあくまで表面的な現象にすぎず、基本的には金利上昇にもかかわらず銀行貸出が急増、物価も引続き上昇しつづけたところに問題があつたと思われる。

そこで7月バトラー蔵相は英蘭銀行総裁を通じ、市銀に対し市中貸出の残高を削減するよう要請し、さらに11月には補正予算を編成し、増税、補助金などの歳出削減を実施するとともに従来大蔵省証券増発の形式でまかなつてきた地方団体の所要資金をできるだけマーケットから調達させるようにした。

このように1、2、7、11月と4回にわたつて引締措置をとつたにもかかわらず、55年全体を通じていえばなお投資は設備・在庫投資とも増勢がやまず、経常国際収支は103百万ポンドの赤字を記録した。また物価も小売で4.5%、卸売で3%の上昇を示した。もつとも金融面でみると、55年前半と後半ではかなり異なつた様相を呈した。すなわち、前半は1、2月と公定歩合が2回引上げられたにもかかわらず銀行貸出(ロンドン手形交換所加盟銀行)は299百万ポンド増加、預金は386百万ポンド減少し、流動性比率が30%前後に低下したのに対し、後半は市中貸出減少(335百万ポンド)、預金増加(89百万ポンド)、流動性比率上昇(12月末37.4%)を示した。

(3) 1956年以降現在まで

56年に入つてからも当時は物価がやや上昇し、英政府も56年の経済白書を発表した当時(3月)まだインフレの曲り角を通過していないと述べた。しかし2月の公定歩合1%引上げ、政府の月賦販売条件の再強化、財政支出削減計画の発表などの一連の措置の追討ちで、事態は改善され、物価は4月をピークに微落に転じ、投資のテンポもスローダウンするに至つた。金ドル準備も1~6月中には265百万ドル増加した。こうして56年の上期中にようやく経済危機も一応克服されたと云いうる状態に達した。

しかし不幸にして、ようやく経済が立ち直つてきたところへ56年10月末スエズ動乱が発生した。幸にその影響は一般に懸念されていたよりは一時的かつ軽微であつた。本年4月スエズは再開され、英経済も一応落着きを取り戻したかにみえたが、

57年には再び新しいインフレが懸念されはじめた。それが8月におけるフランの実質的切下げを契機に、再び大々的な為替投機を呼び起すに至つた。

8、9月中金ドル準備は実質で7億ドルの大幅減少を示したのである。

英当局はこの事態に対処するために2月に5%へ引下げたばかりの公定歩合を一挙に7%に引上げるとともに、公共投資、銀行貸出を過去1か年並みの水準に抑える新措置を発表した。本措置以後ポンド相場は立ち直りを示しつつあり、10月上旬には対ドル、対マルクともパリティを越えるに至つた。しかしこれだけでポンドが立ち直つたとみるのは早計であり、英当局もまだ回復の最初の段階にすぎぬと声明している。

3. 英国の金融政策手段

(1) 伝統的な通貨政策

上述したように、1951年に通貨政策が復活して以来次第にそれまでの直接統制を廃止し、最近では英国の経済危機対策は主として通貨政策と財政政策によつている状況である。

ところで、英国の金融政策は何かといえ、第1に公定歩合政策、第2に公開市場操作である。この二つがいわゆるオーソドックスな通貨政策と呼ばれるものであり、英蘭銀行の金融政策の主体をなすものである。

公定歩合は51年11月約20年ぶりに2%から2.5%に引上げられて以来、去る9月19日の引上げを含めて7年間で8回変更している。もちろん今日では19世紀当時のしばしば公定歩合を変更した時には到底及ばないが、金利政策はかなり弾力的に実施されているといえよう。

また、公開市場操作も51年末それまでのセイヤーが open back door practise と呼んだ方式、すなわち無条件で何時でも大蔵省証券を低い固定価格で買上げるといふ方式をやめ、英蘭銀行のインシヤティブに基き、現に市場を支配している利子率で売買するというオーソドックスな方式に復帰して以来、著しく市況に対する統制力を強化した。現在では日常の金融調節は主として公開市場操作により行われているといつても過言ではない。

なお、英国には米国で発達し日本でも最近法制化された、いわゆる可変的支払準備制度なるものはない。しかし後に述べるように London Clearing banks は、古くからの慣習として現金準備 8% (総預金比)、流動準備 30% 以上を保有することを経営の基本原則としている。したがって、米国のように準備率の変更を通じて直接銀行信用のアヴェイラビリティを変更することはないが、この慣習的支払準備を梃子として公開市場操作など英蘭銀行の通貨政策を一層効果的ならしめている。

(2) 貸出抑制命令

このほか、信用統制手段として 50 年代から採用された比較的新しい方策であるが、市中貸出に対する直接規制の方式がある。これは 51 年の危機の際にも、また 55 年にも、そして去る 9 月にも実施された。いずれも形式は大蔵大臣が英蘭銀行総裁あてに書簡を出し、これを同行総裁が金融機関に取り次ぐというやり方のものである。55 年のときには、パトラーはその書簡のなかで銀行貸出の positive & significant な減少が必要である旨強調したが、銀行協会ではこれをうけて 6 か月以内に対民間貸出残高を 1 割削減することを申し合せた。また去る 9 月 19 日の要請では銀行貸出の残高を過去 1 年間の平均残高以内にとどめるよう要請した。

(3) 国債借換政策

この市中貸出に直接関与する方式のほか、国債借換政策 (funding operation) も時々行われる。これは大蔵省証券が増発されて銀行の流動性が高まりすぎ、慣習的な 30% の線を大きく越え銀行貸出の増大が懸念されるような場合、銀行の流動性を低下させるために短期債を長期債に借換える操作である。かかる操作は 51 年のときも、また今年の初めにも行われ、とくに 51 年のときには商業銀行は半強制的に大蔵省証券から国債に乗り換えさせられた。

(5) 資本発行委員会

次に、いわゆる質的統制手段として資本発行委員会がある。これは第 2 次大戦の初め設けられ戦後も引続き活用され、現在では 1 件 1 万ポンド以上の資金調達につき個別審査している。しかし概していえば、現在英国では質的規制よりも量的統

制に重点を置いているので、質的統制は資本発行委員会のほかはあまり行われていない (55 年には月賦販売会社に対する融資抑制を勧告したといわれる)。

(5) 道徳的説得

英国では英蘭銀行の権威が非常に高く、かつ英蘭銀行総裁がわずか 10 人程度をお茶に呼んで話をするだけで十分英蘭銀行の意向を大部分の金融機関に徹底させることができるほど独占度が高いので、この方法はしばしば用いられているようである。特に英蘭銀行には国有化後法律上市中銀行に対する指令権が与えられている。過去 10 年間この指令権はまだ一度も公には使われたことはないが、こういう裏付もあつて英蘭銀行の説得はかなり効果的のようである。ただこの説得の内容の多くは以上に述べた諸施策の遂行を促進することに向けられている。

4. オーソドックスな金融政策のメカニズム

ところで、金融政策の効果を検討する前に、まず金融政策が作用するロンドン市場独自のメカニズムを明らかにしておく必要がある。そのメカニズムというのは、第 1 に英国では古くから金融市場が発達していて、中央銀行はバジョトが言つたように最後の手段としてのみ資金供給者であること、そして第 2 にロンドン市場には整然とした金利体系ができ上がつており、これが全体として英蘭銀行の公定歩合の変更につれて変動するということである。

(1) 最後の手段としての資金供給者

まず第 1 の点は、英国では商業銀行は昔から中央銀行よりの借入れを行わない伝統がある。その代りに総預金の 30% 以上を流動資産の形式で保有して、預金支払準備を厚くしていることである。すなわち London Clearing banks は総預金に対し現金預け金 8%、コール 7~8%、大蔵省証券 15~18%、合計 30% 以上を流動準備で、3 分の 1 を国債に、残り 3 分の 1 を貸付に運用するのが最近の慣習である。この点日本の商業銀行に比べてはもちろんのこと、ほかの国の商業銀行に比べて

も著しく運用資産が流動的であるのが非常な特徴である。したがって、日々の金繰り上仮に資金手当を要する場合、英国の商業銀行はおおむねマネー・マーケットへ放出してあるコールを回収するだけで普通十分である。ただその反面 Clearing banks のシワ寄せはもつばらこれらの銀行からコールを受入れて、これを大蔵省券などの割引に運用している Discount houses が受けることになる。割引商社はその場合英蘭銀行のオープン・マーケット・オペレーションである程度は救済されるほか、さらに Clearing banks から若干の借入れ (privi leged money) もできる。しかしそれもまだ資金が不足する場合には結局公定歩合で中央銀行から借入れることになる。英国では英蘭銀行から借入れることができるのはこの割引商社だけであるが(昔からの取引先を除く)、割引商社の運用資産はすべて公定歩合よりも利率が低いので、割引商社がバンク・レートで借入れることは割引商社にとっては常に逆鞘であつて、借りれば借りるだけ損失がふえることを意味する。したがって、割引商社にとってはどうしてもマーケットから調達できない場合にしか英蘭銀行へ駆け込むことをしない。英蘭銀行が lender of last resort といわれるゆえんはここにある。

英蘭銀行としてはこのメカニズムを利用して市況を完全にコントロールできる。とくに最近では財政のウエイトが増大し、政府対民間の取引が多くなつたので、しばしば英蘭銀行からマーケットへ資金を供給する必要を生ずるが、その際英蘭銀行はその自由意思により時にはオペレーションで資金を供給し、時には貸出に追込む。そしてその際におけるオペレーションの量および価格をその好むところに決めることによつて自由に金融市況、市場金利をコントロールすることができるわけである。

(2) 金利体系

第2に、英蘭銀行の貸出残高は銀行券発行高の1%前後にすぎない。にもかかわらず、同行の公定歩合が英国全体の金利水準を決定しうるのは、ロンドン市場には古くからの伝統で整然とした金利体系ができ上がつていて、これが英蘭銀行の公定歩合変更と同時に動くからである。すなわち市

中預金金利は公定歩合の2%安のところ、Clearing banks 間の協定によつて決められており、公定歩合の変更と同時に原則として同じ幅だけ変更される。貸出金利は1%前後の幅はあるが、同様に公定歩合のほぼ1%高の水準に決められている。コール・レートは Clearing banks と Discount houses 間の協定により基準レートは公定歩合の1 $\frac{3}{4}$ %安の水準に決められている(現在は半分は基準レート、残り半分は原則として公定歩合と基準レートの中間で市況により自由に変動)。または大蔵省証券や商業手形の割引歩合は市況により自由に動く建前であるが、その上限は公定歩合、下限は基準コール・レートとなつており、原則として公定歩合より1%安前後あたりを変動する。このようにロンドン市場では金利体系がきわめて整然としている。各種金利はその体系のなかで市況により非常に狭い利幅で動くわけである。

なお、長期金利は公定歩合とは直接の関係はないが、国債価格や一般の株式・社債も公定歩合の変更につれて変動するので間接的には長期金利も支配しているわけである。それに普段はあまり行わないが、英蘭銀行はこれまでも例外的に長期国債のオペレーションを行つて長期金利を支配してきたこともあつた(たとえば戦後のドールトン蔵相時代)。

5. 金融政策の効果

伝統的な通貨政策はこのようなメカニズムを通じて、市中金利ならびに銀行貸出を規制し、それによつて国際的な短期資金の移動と、より長期的な国内均衡の回復に役立つわけである。

(1) ホット・マネー

通貨政策がホット・マネーの移動に与える効果については、かつて国際金融の中心地であつたロンドンで特に重要視されてきたが、この考え方によれば、公定歩合の引上げは短期資金をロンドンへ吸引することによつて金ドル準備を増大させ、国際収支の短期的な救済手段となるというのである。この考え方は英国では今日でもなおかつ根強く残つており、たとえば去る9月19日の公定歩合引上げもその主たるねらいがホット・マネーの還流

にあつたという人もいるくらいである。事実1955、56年の公定歩合引上げの際にもかなりのホット・マネーが流入した形跡があり、また去る9月の公定歩合引上げ後はそれまで月3億ドル以上に達していた金ドル準備の流出が一応止まり、その後はかなり還流している模様である。

しかしながら総じていえば、現状では公定歩合の変動は短期資本の移動に関しかつてのような力を持つものとは考えられない。この点為替管理制度が世界的に実施されているばかりでなく、ポンドの安定性について不安があるため、ホット・マネーの移動は戦後は昔に比べると非常な制約を受けているといわねばならない。

(2) 国内均衡

次に、公定歩合の引上げが国内均衡の回復に役立つというのは、一般金利水準の上昇と信用の抑制とによつて国内経済の拡張と在庫の蓄積が抑制され、これがひいては物価の引下げ、経済規模の縮小を招き、それまでの不均衡の要因を除去するに至るというのである。

(1) 投資への影響

この点について第1に問題になるのは、金利上昇が投資にいかなる影響を及ぼすかということである。55年の場合を例にとると、1、2月に1.5%金利が上昇したが、Clearing banksの貸出は3月24百万、4月44百万、5月35百万、6月83百万ポンド増とバンク・レートの引上げにもかかわらず銀行貸出は依然として増大しつづけた。コボルト英蘭銀行総裁は、55年10月ロンドン市長招宴会の席上でこれを“もし公定歩合が引上げられなかつたらもつと急増したものが引上げによつてこの程度でとどまつた”と述べたが、かかる消極的效果はあつたにせよ、積極的な貸出の減少をみるまでには数か月の日時を必要とした。

このように、公定歩合の引上げが必ずしも銀行貸出の減少をもたらさなかつたことが当時英国でも大きな問題になつた。その結果55年7月末に大蔵大臣の直接市中貸出削減命令が出されたわけである。このdirectiveが出されて後は銀行貸出は漸減し、12月末までに335百万ポンド（6月末残高の17%減）減少し、翌年2月には民間貸出に対する1割削減の目標をほぼ達成した。この点一つ

には公定歩合の引上げが遅れて効果を発揮しだしたせいもあるが、たしかに貸出削減命令は効果的であつたと思われる。

しかし、英国の銀行貸出は企業在庫の3分の1をまかなつているにすぎないといわれており、かかる銀行貸出の減少にもかかわらず、55年中における投資は設備・在庫投資とも増大がやまず、56年に入つてようやく改善されたのは前述の通りである。

(ロ) 預金通貨、流動性

次に金利の上昇が投資以外にいかなる影響を与えたかといえば、まず預金の減少が挙げられる。すなわち55年の場合2月下旬における公定歩合の引上げ以降5月中旬末までにClearing banksの預金は164百万ポンドの減少を示した。これは主として預金者の多くがその余裕金を引出し、それをレートの上昇した大蔵省証券に投資したためとみられている。もつともこの預金通貨の減少は必ずしも購買力の減少を意味しなかつた。企業はそれだけ預金の回転率を増大させることによつて預金減少を補つたのである。

しかし、預金の減少は銀行にとつて流動性の低下をもたらした。銀行としては預金減をまかなうために大蔵省証券を手放し、コールを引揚げざるをえなかつたからである。英蘭銀行の引締政策の一つのねらいがそれによつて銀行の流動性を減少させ、いわゆる貸出のアヴェイラビリティを低下させることにもあつたといわれている。事実市中銀行の流動性は年初は季節的にも低下する時期ではあるが、1月の34.3%（総預金比）から3月にはついに伝統的な流動比率の最低線である30%を割るに至つた。しかもこの間銀行は20百万ポンドの国債をマーケットへ売却したのである。本来ならば、流動比率が30%を割る以前に貸出はチェックされるはずであつた。そのうえ英蘭銀行当局は銀行が損失を冒してまで国債を売却し、銀行貸出を増大させるとは考えていなかつたのではなからうか。

総じて55年の金融引締めは部分的にはかなりの効果があつたが全体としては国内均衡を回復するまでには至らなかつた。55年を通じて物価は騰貴し、国際収支も赤字であつた。55年の初めと終り

では景況はかなり異なつてきていたが、55年の状況ではまだまだインフレを克服したとは到底いえない状態であつた。

しかし、さきにも述べたように、56年に入ると状況はかなり違つてきた。物価は4月をピークに漸落しはじめた。また上期の国際収支も154百万ポンドの受超となり、この間金ドル準備は265百万ドルの増加を示した。したがつて55年の経済危機は一応56年上期の終りごろまでには克服されたといえる。

(ハ) 金融政策以外の引締政策

もつとも、55年の初めから56年の上期中の引締政策がすべて金融政策のみであつたわけではない。55年2月には前年8月に廃止したばかりの月賦販売の規制を始めたし、また55年の下期から56年の初めにかけて再三財政政策によつて引締政策に追討ちをかけた。特に55年末の地方団体に対する貸付方針の変更などは大きな効果があつたとみられている。

6. 効果を阻むもの

このように、1955年の金融政策は期待されたほどの効果が容易に現われず、またその力も弱かつた。しかしそれだけで金融政策自体が無力になつてしまつたと言ひうるであろうか。確かに今は19世紀や20世紀の初めに金融政策が持つていたほどの効果は持ちえないと思われる。しかし今日金融政策が全く無力になつてしまつたと考えるのは早計である。最近の例からいえば、金融政策の効果が弱く、かつ遅かつたのは、多くの場合その効果の發揮を阻害するような他の要因が強かつたからである。

(1) 財政の散超

その第1は、54、55両年度財政の性格が著しくインフレ的であつたことである。55年度の財政は民間投資にインセンティブを与えた。また55年の財政は公定歩合引上げ後にもかかわらず、総選挙直前であつたため多額の減税を行つた。そのうえ両年度とも総合収支は4億ポンド前後の赤字財政であつたのである。こうした予算の赤字は市場が高金利であつたため国債発行でまかなわれず、も

つばら大蔵省証券の増発という最もインフレ的な方法でまかなわれた。中央銀行が公定歩合引上げによつて流動性の低下を図つても、一方の源泉からドンドン大蔵省証券が増発されれば、自然銀行の流動性は再び高まらざるをえない。事実55年末の流動性は37.4%、56年6月末にも33.5%という異例の高さにまで上昇した。

(2) コスト・インフレ

第2に最近新しく問題になつているいわゆるコスト・インフレの問題がある。英国は第2次大戦後綿業を除いてはほとんど完全雇用状態を維持してきた。55年当時は失業率は1%を割つていた。そのうえに求人数は失業者の2倍もあつた。こういう状態では自然労働者側からの賃上げ圧力は強くなるが、そのうえ英国では組織労働者の比率が高いので(労働人口24百万人中約9百万人)賃金水準は毎年6~7%も上昇している。したがつて生産性の上昇がそれを下回つている限り常にコスト面からする物価上昇要因が強い。かかる要因は一面企業利潤を低下させる傾向をもつが、英国のように産業の独占度がかかなり高い国ではこれは利潤率を低下させるよりも物価にハネ返ることの方が多。事実47年以降英国の物価は5割も上昇しているのである。こういう傾向は何も本年に限つたことではないが、最近ではほかの面でインフレ要因が少なくなつてののに以前として物価上昇傾向がやまないところから、新しいインフレの型として一部で注目されだしたのであろう。

こういういわゆるコスト・インフレというか、賃金面からの物価上昇要因とその継続を支える完全雇用政策が続く限り金融引締めの効果は相当減殺されざるをえないのはやむをえないところである。しかし最近英当局は、一時的には完全雇用政策を放棄しても money supply を抑制するとの考え方を強く押し進めているので、金融政策は今後相当の効果を期待しうる状態となつた。

(3) 市場の変化

第3に、金融市場の変遷が金融政策の効果發揮を困難ならしめていることも否定できない。英国では戦後財政のウェイトが著しく増大したが、このことは中央銀行の統制しうる範囲を縮小する。英国では現に固定設備投資の約半分は公共投資で

ある。これは主として財政資金によつてまかなわれているし、またマーケットから調達する分も公共投資はあまりコストを考へないので、金融政策の効果が及ばない。

中央銀行の統制下にあるものでも企業の自己金融力が増大しているし、そのうえ税金が高くなつているために企業は借入れのコストにあまりセンシブルでなくなつている。また金融機関のうちでも直接中央銀行の政策によつて影響されないものの力が次第に増大してきている。このように金融政策の及ぶ範囲がたしかに昔に比べて相当減殺されていることも事実である。

7. 金融政策の反省

しかし、このような金融政策の効果を阻む要因があることは否定できないにせよ、もし英蘭銀行と政府が積極的にデフレと失業の増加を辞さないほどまでに引締めを実施する覚悟があつたなら通貨政策の効果はもつと早く、かつ決定的であつたと思われる。その点政府はつい最近まで完全雇用政策を捨切れなかつたし、また英蘭銀行も政府の圧力に押されて金融引絞めの適切な実施に欠くる点が少なくなかつたといわざるをえない。

その一つは金融政策実施の時期の問題である。1955年に例をとれば、英蘭銀行としては54年の半ばごろ overemployment となつた時すでに急速に増大しかけていた投資と輸入をチェックするために引絞めを開始すべきであつた。しかるに当時は保守党年来の目標であつた年率3億ポンドの經常国際収支の黒字を実現したばかりで、先行きを政府も英蘭銀行もきわめて楽観していた。54年秋の保守党大会で当時のパトラー蔵相は今後25年間に英国民の生活水準を2倍にするという英国として

はきわめて野心的な計画を発表した。あれやこれやで英蘭銀行が引絞めに転じたのはようやく行過ぎが一般に明らかになつた年末であつた。

第2の問題は引絞めの措置の強さである。経済の行過ぎが強ければ強いほど引絞めの内容は強力でなければならぬはずである。たとえば最近の英国のように毎年物価が3~5%も上昇している国ではかりに名目利子率が少しくらい高くても、貨幣価値は實質上減価しているのであるから、實質利子率はきわめて低位にあるわけである。したがつて金融政策で引絞めるためには初めから一見ドラスティックともみえる措置をとるべきである。金利政策が経済実態に対する効果よりも心理的影響が強いと考へられている現状では特にしかりである。

しかるに、英蘭銀行は55年の1月にはわずか公定歩合を0.5%引上げたにとどまつた。交通信号でいえば橙色信号であつて危険信号とは考へられなかつた。そのため2月の金ドル準備は82百万ドルも流出したために、あわてて2月に再び1%の引上げを実施せざるをえなかつたのである。

このように、引絞めの時期ならびに強さについての認識について当時の英当局に誤りがあつたことがその後の金融政策の効果を遅らせた大きな要因であつたといわねばならない。適時適切な金融施策さえ実施すれば金融政策はまだ十分その役割を果しうるものと信ずる。この点比較的早期に適切な措置を実施している米国と西ドイツがその良き事例を提供していると思う。米国と西ドイツの例からいえば、経済の安定的発展を図るためには、何よりもまず比較的早目に適宜な金融政策を実施することが肝要であることを示しているといえよう。