

## 現下の通貨政策上の諸問題について

西ドイツ・ブンデスバンク・プレッシング総裁が、第2次金融引締め措置発表後の10月30日、エッセン商工会議所で行なった演説要旨

世界なかんずく米国の景気後退の影響により、1957年末以降西ドイツにおいても景気停滞が顕著となり、石炭をはじめ鉄鋼・繊維など若干の産業部門では58年から本年初めにかけて明確な不況が生じた。かかる景気後退はわれわれに金融引締めの緩和を可能ならしめ、むしろ景気対策の見地からこれを必要なものとした。われわれは58年1月に公定歩合を4%から3½%へ引き下げ、6月には3%へ、本年1月にはさらに2¾%へ引き下げた。同時にわれわれは、58年末ごろまで続いた外貨流入の効果を従来よりはいくぶん強い程度に金融市場に反映せしめた。

これらの措置により資本市場は急速に緩慢化し、長期金利は1957年末の8%強から59年5月には5%強に低下した。貯蓄活動の上昇のみならず、金利低下傾向により投資者の流動性選好が減退し、長期投資意欲が強まった結果、市場の消化能力は増大した。西ドイツの金融市場および資本市場の金利は58年末および59年初頭には海外主要市場の水準に接近し、この結果、資本輸出による国際収支の黒字問題の解決が可能となった。

以上を総括すれば、1957年末から59年夏までのわれわれの政策は以下を目標として行なわれたといえよう。

- (1) 停滞した景気を低利かつ潤沢な資金の供給によって振興すること。
- (2) 資本市場における諸関係を改善し、資本市場を再び機能的なものとする。
- (3) 資本輸出を促進し、国際収支の黒字問題を軽減すること。

これらの目標は多かれ少なかれ達成された。当然のことながら、われわれがこの政策を堅持しえ

たのは、それにより全般的な物価水準上昇と国内経済の安定の喪失が懸念されることがなかったからである。しかしわれわれは、広範囲の景気上昇が予期されると確信するに至った場合には、この政策を修正しなければならないことについてはなんらの疑念もいかなかった。

すでに1959年初夏にはかかる景気上昇が建築業から生じつつある徴候がみられた。しかし先行きの見通しは必ずしも明白ではなかった。物価は建築部門および農業部門を除き満足すべき状態にあった。労働組合は平静であり、貯蓄率が依然高い以上、大衆所得の増大からは当面物価への悪影響は生じなかった。個人消費は前年を4%上回っていたにすぎない。建築景気が部分的過熱化の徴候を示したことは明らかであったが、その他の産業部門における生産と受注の増大が継続的なものであるのか、一時的な在庫投資の循環的現象にすぎないものであるかは明らかでなかった。

建築景気については、われわれは公共建築の繰延べと建築施工の冬期への引延しによってこれ以上の過熱化は避けられると信じた。それゆえわれわれはすでに夏に、公共当局に建築発注を抑制せしめるために連邦政府と交渉した。われわれの説得は理論上は納得されたが、実際の効果はほとんどなかった。そこでブンデスバンクは9月3日に警告射撃を行ない、公定歩合を2¾%から3%へ引き上げた。これによりわれわれは過熱化の徴候がこれ以上拡大する場合には景気上昇を野放しにしておく意図はないということを表明しようとしたのである。

9月から10月初めに至る間に、われわれは建築景気に加うるに投資景気が生じているという確信

を徐々に深めた。さらに在庫が販売業者のみならず生産者であっても蓄積されており、しかもこれが部分的には価格値上り期待に基づくものだということが立証された。要するに、われわれは、景気上昇が抑制されなければ賃金、物価、個人所得、消費に影響が及ぶのは時間の問題にすぎないとの見解に達したのである。

これらの診断に基づき、われわれは賃金・物価に恐るべき結果をもたらす需要の過度の上昇に、早めに——すなわち、景気の過熱化、賃金・物価の上昇が現実を生ずるのを待たないで——対処するため、直ちに予防的金融引締め措置を実施するのが正しいとの結論に達した。この結果、われわれは10月22日に公定歩合を1%引き上げて3%を4%とし、これに伴い金融市場証券の売却レートを引き上げ、さらに支払準備率の1割引上げを発表した。

当然のことながら、われわれはこれらの措置により景気を抑圧せんとする意図はない。われわれは景気をよりゆるやかな上昇に導き、過熱化を阻止せんとしているのである。またわれわれは最高の成長率を望むものではあるが、もちろんこれは国内均衡がそなわれない限りにおいてのことである。賃金・物価問題と公共支出に節度が保たれ、責任の自覚が支配的であればあるほど、中央銀行の措置はきびしくないものとなりうるであろう。わたくしはこれに関し、公共部門の建築発注に対するブンデスバンクの繰延べ要請が十分応じられなかったことを遺憾に思うものである。

われわれの10月22日の措置には広く一般の理解が得られたが、しかし批判の声がないわけではない。その一つは、金利水準を1958年および59年上半期に大幅に引き下げたのは誤りである、特に本年1月に公定歩合を2%まで引き下げたのは誤りであったというのである。わたくしはこの批判者に、1月には景況先行きに対する顕著なベシズムが広範囲にわたって支配的であったということ想起してほしいと思う。当時は景気振興策を求める声は蔓延しており、西ドイツは広範囲の自

由化のために海外諸国の過剰生産物のゴミ捨場となったということばが好んで用いられた。しかし連邦政府とわれわれは、財政面からの景気振興策擁護論者や自由化反対論者の圧迫に屈することなく、市場原理に従い金利引下げを選んだ。もし西ドイツが高金利のままであったとすれば、海外諸国の景気後退の影響は1958年の冬にもっと強く及んだであろう。

今一つの批判は、9月3日の措置が比較的軽度のものであったのに比べると、今回の措置はあまりに強烈だということである。これに対するわたくしの解答は以下の通りである。6週間後の10月22日に至る間に、景気上昇を野放しにしておくということになるかがわかつたのである。9月3日の場合には、われわれは比較的軽度の措置を採るか、それとも初めからかなりきびしい措置をもって臨むかの選択の前に立たされていた。前者の場合には、米国金利の上昇のために、西ドイツの銀行が短期海外運用資金を引き揚げる恐れはなかった。もし公定歩合を大幅に引き上げるならば、一部の海外運用資金引揚げが生じるであろうし、その場合われわれはこれを中和させるための措置を採らざるをえない。当時なお明瞭でなかった景気の動向に徴しても、かかる強烈な措置はわれわれにはなお時宜に適したものでないように思われた。10月22日の引締め措置は、その後景気上昇による緊張が一段と強まったという印象のもとに行なわれた。われわれは今度の場合には海外短期運用資金の還流が生じたとしても、もはややむをえぬものと考え、これを中和するために支払準備率を引き上げ、さらに連邦政府に少なくとも一時的にせよブンデスバンクに現金を蓄積するよう促した。公定歩合の引上げ幅については、漸進的な措置につきものの不確実さをはじめから避けるために、必要なことを一氣に行なうのがよいというのがわれわれの見解であった。

さらに今一つの批判は、冬場の季節的な景気後退期が直前に迫っているというのに、中央銀行がかくもきびしい措置を採ったのは全く理解できな

いということである。この点についてはわれわれの側でも詳細な検討を行なったが、われわれとしては、来年の投資計画および建築計画が現在作製されており、したがって、今企業の来年度の計画に影響を与えることが重要だとの結論に達した。

最後に、今回の措置により、われわれの資本市場育成策と資本輸出促進策が挫折するに至ったという批判がある。わたくしがすでに述べたごとく、われわれは国内経済の安定が危殆に瀕しているという確信をいただくに至った場合には直ちに針路を変更しなければならないということにはなんら疑念はいただいていた。しかし針路を変更することがわれわれにとって決して容易なことではなかったことはおわかりであろう。資本市場と国際収支の見地からは、景況の上昇が適度であれば、針路を変更しないことが望ましかった。対外面においても、われわれが従来の針路を堅持する方が好ましかったであろう。しかしわれわれの第1の責務は通貨価値の安定を維持することにあるがゆえに、われわれはついに針路を変じたのである。本年夏までとられていた針路を維持することは技術的には困難なことではないが、しかしそうすれば賃金物価の上昇が生じ、それによりマルクの価値が徐々に下落する危険がある。われわれはこの危険を冒すことはできなかつたし、そうする意図もなかった。景気上昇により必要となったわれわれの針路の変更を従来の政策の挫折とみるものは救いようがない。かれは誤った前提から出発しているのである。ヨット遊びをする人は誰でも知っていることだが、あまりに風が強いとき、あるいはあまりにないでいる時には乗り手は舵をとらねばならない。景気と中央銀行との関係は全くこれに類似したものである。金融引締めを緩和しうる、もしくはしなければならぬ景気の状態がある一方では、きびしい引締めを行なわなければならない状態がある。現在のように全面的な物価上昇の危険が内在している状態においては、資本市場における諸関係ならびに国際収支関係はいかに重要なものであろうとも、中央銀行としてはド

イツマルクの購買力を維持するという最も重要な責務と抵触しないかぎりにおいてそれを考慮するにとどまる。景気上昇はわれわれが政策の重点を国際収支および資本市場から、国内経済の安定に置き替えることを必要としたのである。将来これが変更される時がまた再びくるであろう。

次に資本市場の問題について若干申し述べたい。1957年末から59年初頭に至るまで人々は資本市場における金利は低下するものと予想した。有価証券を適時に購入したものは利益を得るチャンスがあり、このチャンスが犬いに利用された。投資者が有価証券を買い進む反面、資本需要者は金利低下を期待して抑制的態度を採った。しかしながら、本年5月ごろから景気上昇が顕著となり、資本需要が供給の限界に突き当たり始めるとともに金利予測は逆の方向に転じた。今有価証券の購入者は抑制的態度に転じ、将来もっと有利な条件で購入しようという予想のもとに、以前購入した確定利付債を手放すに至り、一方資本需要者はなるべく早く調達しようとするに至った。かくて金利予測の変化が確定利付債市場の逼迫をもたらしたのである。

金利予想の変化、および多くの金融機関ならびに証券界の節度に乏しい態度とともに、資本市場の逼迫を促進したものは新聞の報道であった。かれらは資本市場における拡大要因を相応に評価せず、縮小要因を過度に強調した。確定利付債の価格について諸種の議論が行なわれた結果、確定利付債市場には心理的不安と実情から遊離したペンミズムが生じた。連邦の起債希望は地平線上の暗雲とみられ、それが金利に及ぼす影響が過大に予想された。

景況発展は資本需要の増大を内蔵しており、その結果生ずる資本市場金利のある程度の上昇は是認しえないものではない。このことから、ブデスバンクでは、投機的および心理的な誇張を排し、実勢を顧慮した明確な関係が再び形成された場合にのみ市場の逼迫を除去しようという見解がもたれた。この目的のため、連邦蔵相と協力のも

とに、10月22日の措置と同時に、連邦の借入政策に対する疑惑もまた除去された。われわれは直ちに連邦の借入を実施に移すことを適当と考え、かくて、連邦債シンジケートは11月の前半に連邦債の第1回発行分3億マルクを発行することを提案し、連邦蔵相はこれを承認した。応募者利回りは6.12%であり、これは市場の実勢を考慮したものである。わたくしは確定利付債市場に再び平静と正気がよみがえることを希望しており、高水準の貯蓄形成よりみて市場が今後この新しい金利水準でうまくゆくことを疑わない。

中央銀行は連邦政府と協力のもとに、いかなる事態においてもドイツマルクを防衛せんとする決意を披瀝した。それゆえ、投資者は安んじて連邦債を購入することができる。

財政支出に関しては、われわれが懸念する点の一つある。議会の支出意欲は連邦、州、市町村を問わず今やわれわれの力をこえた程度に達しはじめている。しかし、支出は必要なものであるとしても、これを税収の増大によりカバーする努力が払われねばならない。税収を増大しないで、防衛費支出と完全な社会福祉国家の実現と後進国援助を同時に行なうことはできない。適当な口実を設けて資本市場に依存するのは、資本市場の能力の限界を誤認するものである。現状下で決定的に重要なのは、いかなる事情があっても公共支出に節度が保たれねばならないことであるように思われる。

過去の経験により、雇用と生産を高水準に維持し、景気後退を耐えうる程度に食い止めることは可能であることがわかった。もし往時のように無節操の悪徳に再び陥ることがなければ、今後さらに国民所得の高い成長率を期待しうるのである。この場合わたくしの言う節度とは、財政の節度のみならず企業ならびに労働組合の節度もさすのである。

企業者は従来の価格を引き上げない範囲で提供されたチャンスを広範囲に利用し、数量景気(Mengenkoujunktur)へと前進してきた。しかし、生産性向上により値下げできる場合にもしばしば価格の引下げを怠ったことも事実である。率直に言って大部分の企業は最近よい収益をあげているとみられるが、収益の一部分が価格引下げにより消費者に均霑させられたとすれば、もっと全体への奉仕になったであろう。生産性向上による利益がほとんど企業者に帰属するのでは、労働者の賃金について節度を望むことは困難である。ゆえにわれわれは全般的な物価水準維持についてのわれわれの努力を支持するよう企業者の良識に訴えたい。

しかしわれわれは同時にまた労働者および労働組合に対しても賃上げ要求につき、現状において必要とされる節度を守るよう訴えたい。労働者が生産性上昇に対する自己の分け前を得ることは自明の理であるが、それ以上の過大な要求は必ずや価格上昇を招き、必然的にコスト・インフレーションの危険を生ずる。

われわれはドイツマルクの購買力を維持する決意を示した。われわれは企業者と労働者に節度と自制が欠如するとしても、この決意をまげるものではない。しかし、その場合には結果はより好ましくないものとなろう。節度は引き合うものである。わたくしはこのことが理解され、われわれが兵器庫から一段ときびしい武器を引き出すよう強いられることがないことを希望する。今回実施した措置以上に何もしないことができるのであれば、これほどわれわれにとって好ましいことはない。

貯蓄者と投資者はわれわれにたよることができる。われわれはかれらの権利と利益を侵害させはしない。ドイツマルクの価値を傷つける者は結局自らが大火傷をするであろう。