

資料

通貨政策の諸問題

— ブレッシング総裁の演説 —

以下はブンデスバンク・ブレッシング総裁が、1960年12月7日、シュトゥットガルト工科大学で行なった講演の要旨である。頃来西ドイツの金融政策が「ジレンマ」に当面していることは周知のとおりである。すなわち、国内景気抑制のために行なわれた金融引締め措置が、金利水準の上昇により多額の短資流入を招き、これが引締め効果を減殺するとともに、さなきだに巨額の金・外貨準備をさらに増加させ、国際流動性に悪影響を及ぼし、最近のドル不安の一因をも形成するに至っている。このような情勢のもと、従来国内均衡一本やりで進んできた西ドイツの金融政策にとって、いまや国際均衡面の考慮が取り入れられざるをえなくなったのは、けだし必然の結果ともいえよう。ブンデスバンクはついに11月11日、国内景気過熱化の危険が解消していないにもかかわらず、公定歩合引下げに踏み切るに至り、ここに従来の国内均衡優先主義が修正され、今後金融政策の運営にあたって国際均衡の維持に強いアクセントが置かれることが明らかにされた。この点は12月2日キールにおいて行なわれた同行エミンガー理事の講演において指摘されたが、引続きその後7日に行なわれたブレッシング総裁の本講演においても同様の趣旨がやや抽象的な形で示された。責任当局としての立場上おのずから微妙な表現をとらざるをえなかったが、現在の諸条件のもとにおいて内外均衡乖離のジレンマに直面する苦悩が言外にうかがわれ、その点では従来の演説とはかなり調子の異なっていることが注目される。また今後各国とも場合によっては当面せざるをえないかもしれない内外均衡の調整問題に対する中央銀行の考え方という点でも示唆するところが多いと思われるので、ここに抄訳して紹介することとした次第である。なお文中の小見出しは訳出にあたって便宜的に付したものである。

1. 通貨政策一般の問題

現在の国際通貨制度が古典的な金本位制と異なる点は、現在では金貨が流通しておらず、金兌換条項が存在しないということよりはむしろ、対外的安定、すなわち国際収支の均衡が対内均衡にもはや無条件に優先させられていない点にある。現在、多数の諸国の通貨ならびに経済政策上の目標は、1914年以前ほど一致して同じ方向を指向するものではない。われわれは、大衆民主主義、福祉国家ならびに完全雇用の時代、すなわち、国家が当時とは異なったより広範な社会的・経済政策的目標を設定している時代に生きている。1914年以前には、今日完全雇用と成長率の名のもとに理解されているようなことは諸国民およびその政府の意識にはほとんどのぼらなかつた。しかるに現在では超完全雇用とクリーピング・インフレーションの犠牲を払っても高い成長率を得ようとする努

力が払われている。現在では金本位のメカニズムから生じた調整力の自動的発動は阻止され、政府自らが定めた特定の目標を追求すれば、一段と大きな福祉に達しうるものと信じられている。

各国の政策目標が相互に遊離し、かつ個々に追求されていることは、今日、通貨政策当局者にとって頭痛の種となっている。オランダの同僚はかつてこれをいくらかドラスティックに次のように表現した。各国が自己の主権をあくまで主張し、インフレーション政策を実施する限り、国際通貨秩序を維持することは困難であると。高い成長率はクリーピング・インフレーションなしでも達成できるということは、一般的にみて過去数年間に次第次第に認識されるに至ってきているが、個々の国ではその考え方に依然種々のニュアンスの差があり、景気発展にズレが生じている。したがって、現在離れ離れに行なわれている目標設定を絶えず協調させ、相互に近づけること、すなわち、

かつて金本位制が多かれ少なかれ自動的に配慮したことを、各国当局者の強固な意志と協働によってその実現を求めることは決して容易な課題ではない。何よりも第一に、基本的な見方で一致をみることが必要であると思われる。

今日主要な中央銀行間に通貨政策の基本問題に関する限りほとんど意見の相違がないと確認することはわたくしの喜びとするところである。かれらはすべてクリーピング・インフレーションに反対しており、絶え間なき安定的成長は、クリーピング・インフレーションの犠牲においてあがないうる一時的な高い成長率よりも重要であると自覚している。わたくしは主要中央銀行間の自由な意見の交換と協働が今日ほど行なわれている時ではなかったと言っていると信ずる。個々の中央銀行がその行動の自由の行使をさし控えている場合には、かれらが事情のいかんでは自己の政策により他国に及ぼすかもしれない影響を考慮してのことなのである。しかしながら、中央銀行は——これをわたくしは明確に確認しておきたいのだが——オールマイティではない。中央銀行が政府ならびに議会の財政・経済政策により支持されず、雇用者と被雇用者が対内均衡を考慮せずして、生産性向上の限度をこえた賃上げを要求するならば、通貨政策上の協調は依然困難に当面するに違いない。

この点につき主要諸国には格別の責任が帰せられる。その影響が広範囲に及ぶからである。かれらが物価の安定を目標とする政策を行なうならば、これはすべてにとって有益な効果をもたらすであろう。他方大国のインフレーション的政策の影響は他国の通貨にも伝染するであろう。

2. ドル問題

(1) 米国の国際収支

ドルは現在の国際通貨組織で卓越した地位を占

めている。ドルは西側諸国の主要通貨である。大部分の諸国は外貨準備の一部をドルで保有しており、それらの国の為替レートは第一にドルに、そして間接的にドルから金にリンクされている。1914年以前の金本位制は多くの点でポンド本位制であったが、現在の国際通貨本位は事実上ドル本位である。米国は西側世界において、ただに政治、外交など世界政策の分野で重要な地位を占めているにとどまらず、通貨の分野でも重要な地位を占めている。したがってこの大国が実施する通貨政策は、西側世界全体にとってまさに決定的な意義を有するものである。ドルに対する信頼がゆるげば西側世界全体に重大な結果を生ずるであろう。

わたくしの考えでは、現在の米国の国際収支の困難は大げさに取り扱わぬよう用心すべきである。米国の国際収支は根底においては往々考えられているよりはるかによい状態にある。経常収支すなわち、貿易収支とサービス収支は著しい黒字を示している。多額の金流出に示されている重大な困難は大部分米国と欧州間の金利差がその根源となっている。なかんずく最近に至りこの金利差は欧州への多額のドルの流出をもたらしたが、流出の一部はまたドル切下げの懸念、またはマルク切上げ予想といった投機的な根拠に基づくものであった。この流出がいつかはやむであろうことは確実であり、さらに逆の動きが生じるであろう。

米国人は最近に至るまで、およそ国際収支の何たるかをほとんど知らず、豊かな生活に慣れ切っていたのだが、ドルの将来が危いと認識するや、一転して修正諸力を作動させはじめた。ドルをめぐるルーマーがはじめて生じたのは1958年のことで、その後再び鎮静したが、このことが直ちに米国当局に注目すべき熱心さで予算を均衡化させる誘因となった。信用政策も1960年半ばまでは同様に引締めコースにあり、この結果、米国の物価

水準は過去約1年半にわたって注目に値するほど安定していた。クリーピング・インフレーション論議は過去1年半ないし2年前まではきわめて活発であったが、今では全く影をひそめている。

わたくしは次期政権も、ドルを強化し西側世界の主要通貨としての機能を維持するために全力を尽すであろうと信じて疑わない。

現在米国と欧州の間には景気循環の局面に相違がある。米国はマイルドなリセッションに支配されているが、欧州諸国は——全体としてみた場合——好景気の状態にあり、たぶん西ドイツはその最たるものである。この関連から最近は米国の物価水準とコスト構造が欧州の価格・コストよりも安定しているという事実が生じている。かような発展の結果、米国と欧州の間の国際収支が徐々に均衡するだろうと判断するのはたぶんまだ早いであろうが、ともかくも現存の緊張を和らげるような均衡諸力がすでに働いているといえることができる。

(2) 金価格の引上げ

したがってわたくしは金に対するドルの切下げを要求する見解を正しいとすることはできない。それどころかわたくしは、無尽蔵の資源と巨大な生産力を有する米国は遠からぬ将来再び均衡を回復するものと信じている。われわれが忘れてはならないことは、米国の対外短期債務は210億ドルであるが、これに対し、180億ドルの金準備と410億ドルの民間——もちろん長期の——対外投資と176億ドルの公共対外投資があるということである。

その上、いったいドルの切下げ、すなわち金価格の引上げはいかなる意味を有するであろうか。現状では、大多数の諸国は現在のドルへのパリティを固守するであろうし、そうなれば結局は中央銀行の金準備を人為的に切上げ評価し、世界的な規模でのインフレーションが生ずる追加的な余地

を生み出すだけのことである。われわれが必要とするのは、追加的な国際流動性ではない——これは必要とあれば、IMF機構により造出できる。われわれが必要とするのは、インフレーションを全面的に放棄することであり、金本位制のもとにおけると同様、国際収支の均衡を一段と強く指向する通貨政策的な行動なのである。

交換性回復後2年にわたり続いている現在の国際通貨秩序が弱点や欠点を有するものであることは疑いない。しかしながら、そのゆえをもってブレトンウッズ機構全体を非とし、これにラディカルな変化を与えんとするのは誤りであろう。この種の組織の変更には、困難の前に屈伏し、最も抵抗の少ない路線を歩むことにつきものの致命的な副作用が伴うのである。われわれはテンポの早い時代に生きている。国際収支の不均衡の状態は往々考えられるよりはずっと早く改善されることがありうる。われわれは少しはしんぼうしなければならず、修正諸力が働くのに時を貸さねばならない。容易に連鎖反応をもたらす為替レートの変更は世界貿易に資するものではないであろう。西側陣営にあるわれわれが、大規模な通貨上の無秩序ないしは通貨上の危機さえ起こさせるわけにはゆかないということは明らかである。だがこの危機がひとたび認識されれば——実際にすでに認識されているのだが——それだけでもう問題は半分解決されたも同然であるといえよう。

3. 西ドイツの通貨情勢

(1) 国際収支

ここで西ドイツの通貨情勢について申し述べさせていただきます。諸君も御承知のとおり、わが国は過去何年来巨額の対外黒字を続けており、これがわれわれにとって面倒な種となり、あたかもわが国が富裕であるかのような評判が立つ一つの理由となったのである。ちなみにつけ加えておき

たいが、米国は国際収支の困難があるからといって貧乏なわけではなく、西ドイツは国際収支の黒字があるからといって富裕なわけではない。貧富は所得と生活水準の問題で、国際収支の問題ではないのである。

この黒字をドイツ・マルクの切上げによって、減少させるか除くかすべきだという提言が各方面から非常に激しくなされている。切上げを行わないという決定(注、1960年9月のIMF総会における声明を意味する)がなされた以上わたくしは切上げの問題にはもはや言及したくない。ただ、わたくしとしては次の一点を指摘しておきたい。これは、最近の多額の外貨の流入は真の国際収支の黒字とは評価しえないものであるということである。本年年初来10月末までにブンデスバンクは74.1億マルクの外貨流入を記録したが、このうち純粋な経常収支の黒字は38.8億マルクにすぎなかった。そして資本移動、すなわち、ネットの資金および資本輸入の額は35億マルクである。この巨額の資金および資本輸入は以下の三つの原因に起因する。

イ、対外金利差が外国の金利引下げにより拡大し、この結果わが国の金利水準が外国人に有利な投資機会を与えたこと。

ロ、マルク切上げルーマーにより投機的な資金流入が生じたこと。輸出総額の75%はマルク建なので、外国人は期限前に支払い、他方わが国の輸入業者は輸入が概して外貨建であるので、逆に支払を遅らせた。

ハ、ロンドンの金価格の高騰に発したドル不安により、多くの国からホット・マネーがわが国に流入し、10月の後半には9.5億マルクを下らぬ額の外貨流入が行なわれた。西ドイツの企業ならびに商社が過去数ヶ月外国から信用を受け入れたことも多額の外貨の流入に少なからず寄与した。多数の外国の金融市場——わたくしの

念頭に浮ぶものだけでもオランダ、スイス——の状況は非常に流動的で、これら諸国はまた多額の外貨を有しているので、これら外国の銀行の代理人は貸出先を見つけるためにわが国の企業や商社の門をたたいたのである。

かような資金の流入は、われわれが6月初め、西ドイツの銀行に非居住者預金に付利することを禁じ、また短期証券を非居住者に売却することを禁じたにもかかわらず生じたのである。もとよりわれわれはかかる資金輸入をドラスティックな行政的措置、すなわち一種のネガティブな為替管理によって防ぐことはできたであろう。しかし、かかる交換性回復に逆行する措置の採用を政府もブンデスバンクも決意することはできなかったのである。

われわれは巨額の多貨流入に眼を奪われて、わが国の国際収支の真の動向を見誤ってはならない。わが国の経常収支の黒字が縮小傾向にあることは疑いない。これはなにかんづく輸入が輸出を上回って増加していることに負うところが大きい。したがってわが国においても緊張を緩和する修正力が働いているのである。わが国に逃避してきている外国のホット・マネーはいつか再び流出し、外貨流入により隠蔽されている真の関係は再び現われるであろう。

国際通貨の分野で現在生じている困難が、米国と西ドイツの国際収支の不均衡に起因するというのは事実を正当に評価しない単純化である。西ドイツと米国間の経常収支は駐留軍費を含めてもおおむね均衡している。均衡していないのは資本収支だけで、これは一部には米国人が西ドイツの有価証券を購入し、直接投資を行なう動きのほうが西ドイツ人が米国で行なう動きより大きいためであり、また一部には米国の短期資金が多量に西ドイツに流入したがためである。しかし多角的な視点に立ってみても、重要なのは、米一独問題では

なく米國—欧州問題である。スイス、イタリア、オランダならびにフランスも外貨の流入に見舞われており、これら諸国の貿易規模からみれば、これらは時として西ドイツへの流入にも比すべきものなのである。

われわれ西ドイツは為替レートを変更するか、外国の物価・コストの水準へわが国物価のしわ寄せを許すか、どちらの方法をとらなければならないといわれた場合、わたくしはこの二者択一を受け入れることを拒むものである。わが国のコスト・物価が最近の大幅な質上げの後でもなお比較の対象になる外国の水準よりも低いかどうかはわたくしにははっきりしないが、このことを別としても、わたくしの考えでは、われわれならびに他の若干の諸国が通貨政策上大きな節度を示したことが、これまでよりインフレーションの傾向のあった諸国に対して、それらの国が通貨政策上の節度をより一層強く示すように大きな影響力を与えてきたし、またいまなお与えていることは疑いがない。国際的社會において、最もインフレーションの傾向を有する通貨に対していつも他の通貨が追随しなければならないとしたら、どういうことになるだろうか。だからといって、わたくしは世界を救うものは西ドイツの通貨組織だなどというつもりはない。これは潜越不遜の言辭であろうし、われわれは自己の能力と限界を熟知している。しかしながらわれわれ西欧諸国がクリーピング・インフレーションの時代から脱しようとするならば、これら諸国の間で放漫な施策を容易に続けさせるようなことがあってはならないのである。

(2) 国内経済

西ドイツは好況のうちであり、物価とコストはますます上昇傾向を示している。われわれは、これまで時おりすすめられたように景気を野放しにすることはしないで、従来同様これを支配下に置

くことに最善を尽すであろう。なるほどわれわれは11月11日に公定歩合を5%から4%へ引き下げた。しかしわれわれが引下げを行なったのは全く対外的理由に基づくもので、この点にわれわれはなんらの疑いを残してはいない。外国、なかんずく米國の公定歩合引下げとこれにより金利関係が変化したことはわれわれに他の選択を許さなかったのである。これを理由に基本的な進路の変更があったものと結論するのは誤りである。われわれは7月以降の預金増加分についての支払準備率を最近引き下げたことを例外とすれば、その他の面では量的な規制を完全に堅持している。これまで増加分についての支払準備率をとくに高率にした措置は、元来一時的な対策として実施されたものであり、その上その適用が長きにわたればわたるほど実益のないものとなり、色々な面で困難を生ずる性格のものである。市中流動性に与える影響の点では本措置の意義は小さく、二、三の方面から本措置に与えられた解釈は、幻想的なものである。

わたくしは中央銀行がある種のジレンマの中にあることを認める。われわれが金融引締めをあまり強く行なうときは現在の諸条件のもとでは外貨が流入してきて、われわれの引締め努力の一部が無効にしてしまう。他方景気情勢は金融面からの抑圧をも必要としている。総需要は生産能力に比し依然大きすぎる。それゆえわれわれの目的は、外貨の流入をあまり刺激しないで、できるだけこれを抑圧することにある。このためには常に変化する情勢に即してわれわれの政策を弾力的に実施することが必要である。外貨の流入をもたらしたのは金利差だけではなく、投機的要因も働いているのである。

1959年秋以来われわれが引締め政策のもとで歩まねばならなかった道はかなり長いものであった。われわれは引締め措置が実効を現わすまで

に、市中銀行の流動性のクッション——海外運用資金と公開市場証券の保有——にぶつかったのである。しかしながら金融市場の状況からみると、現在金融政策のブレーキは十分にきいている。銀行の流動性ははなはだしく縮小しているし、納税期が近づいているため今後も引続き縮小したまま推移するであろう。加うるに、後進国援助基金の増額が市場資金を吸収するであろう。

後進国援助基金ならびにそれが資金を吸い上げる効果についてどう考えようと自由だが、わたくしの考えでは、これによって景気政策的な点でもある程度の効果が得られるように思える。西ドイツ金融機関がもっと大規模に追加クレジットを供与することは容易ではないが、この問題を別にしても、必ずしもすべての企業が後進国援助に対する寄与額を外国でもしくは銀行借入れによって調達するわけではないであろう。わたくしは実例を知っているが、かなり多くの企業は自己の投資を若干制限して自己の出資額を調達するであろう。それゆえ後進国援助基金の設立のための措置は、われわれが11月11日の割引政策上の決定を行なうのを容易にしたのである。

だからといって後進国援助基金の設立とこれによる所得循環からの資金の吸収によって、いまやすべての面で最善の秩序が得られたと信ずるのは誤りであろう。豊かに流れ込んで来る税金の一部を今後も——これは過去数か月すでに行なわれていることだが——ブンデスバンクに積み上げておくことにせよ、投資計画なかんずく建築面で従来以上に現存能力と建築労働者の数を考慮することにせよ、公共当局が中央銀行を支持することは依然として緊要なのである。

(3) む す び

好況は永遠に続くものではなく、現在の好況もいつかは消滅するであろう。そうすれば、われわれが金融引締めを緩和し、西ドイツの金利水準を再び外国に近づける時期が来るであろう。わたくしはわが国の経常収支の黒字を資本輸出の方法で解決することは不可能だという意見にはくみしない。わたくしはブーメランの理論という異論があることは認めるが、他の諸国、なかんずく米国がなお多額の国際収支の黒字を有していた時に示された歴史的経験はこの理論が当たっていないことを物語っている。わが国の国内の資本需要は依然強く、資本輸出は資本の余剰を前提とするものだという異論は唱えられる。しかし、いろいろな徴候が全部誤りというのでなければ、多くの分野で資本需要は今よりは少なくなるだろう。わたくしは住宅不足を補填する需要が、月々次第に少なくなっている住宅建築のことを考えているのだが、さらにわたくしは産業投資もいつかは若干テンポがゆるやかになるだろうと信じている。したがって、わが国がいつか資本余剰国にならないとは言えないのである。そのほかわたくしは、わが国の企業が将来これまでよりも対外投資をふやし、外国での活動を盛んにすることを望むものである。カイザー治下のドイツは1913年には250ないし300億金マルクの民間資本投資を行なっていたし、米国の民間対外投資はわたくしが前に述べたように410億ドルに上っている。何年かのうちに政府により促進される後進国投資とならんで、民間の対外民間投資をも促進することができないという理由がはたしてあるだろうか。