

## 資料

## 国際決済銀行第31回年次報告要旨

下記はさる6月9日バーゼルにおいて開催された国際決済銀行第31回年次総会で発表された年次報告の要旨である。同報告は1960年から本年初頭に至る世界経済の動向を分析するとともに、現下の世界経済の当面する重要問題、とくに短期資金の国際的移動や金融政策の課題などに関して多くの示唆を与えており、参考になる点が多いと思われるのでここに紹介することとした。

## 1. は し が き

1961年春の世界経済の動向にはかなりの明るさが見られる。

米国はリセッションから回復しつつある反面、西欧では従来の過剰需要圧力が減退し、安定的な成長の持続が予想されている。原料生産国の見通しも明るい。米国の景気回復と西欧の好況持続とは国際商品価格に好ましい影響を与えているし、またこれらの先進工業諸国からの援助も増大が見込まれるからである。

国際金融情勢も米国国際収支の顕著な改善や、西ドイツの均衡回復への努力、さらに中央銀行間の国際協力などの動きによって、一時に比べればかなり落ち着きを示してきたように見える。

しかしこのような楽観的ないくつかの兆候にもかかわらず、西欧諸国が昨年中直面した困難な問題は完全に解決されたわけではなく、現在事態が小康状態を呈している間にやがて再びきたるべき困難に対処するための準備を整えておかなければならないとする意見があることを忘れてはならない。現在の局面はとりわけ、経済安定政策にとって従来とは全く異なった新しい問題を提起しているものといえよう。

## 2. 最近の国際通貨情勢

各国の政策当局者がここ2年以上にもわたって対処しなければならなかった国際収支問題は二つに大別することができる。一つは經常収支および長期資本収支の不均衡であり、もう一つは不均衡化的な短期資金移動である。そしてこの二つの問題は、米国の国際収支の赤字と西欧大陸諸国の黒字、英国の対外ポジションの悪化という現象のう

ちに顕現してきた。

1960年のいわゆるドル不安が、1957年のポンド危機の場合と同様に米国の貿易収支の改善過程において生じたことはまことに興味深い。米国の經常収支（軍事支出を含む）は1960年中、30億ドルの黒字を示しており、これは1959年の赤字9億ドルに比べれば大幅の改善といえよう。ドル不安をもたらした主因は1957年の英国の場合と同様、切下げのおもわくによる短期資金の移動であったが、昨年はさらに金利裁定動機による資金移動が別個の要因として加わった。ドルに対する信頼はその後幸い回復されたが、最近再びポンドに対する売り圧力が強くなっていることは問題であろう。

冒頭に述べたように1960年中に、国際決済面での基礎的不均衡はかなり改善された。しかし主要国の国際収支の赤字や黒字は現在でもなお大きすぎることは明らかであり、また米国の景気上昇と西欧景気のスロー・ダウンを考えれば、今後の問題として無視しえぬことはいうまでもない。

最近、国際決済面における不均衡の責任を、赤字国、黒字国の双方で分担すべきだということが認識されるようになった。しかしこれによって問題の本質を見失ってはならない。米国の国際収支の不均衡の原因の一つが、賃金・物価のスパイラルによる国際競争力の弱体化にあったことは明らかである。ドルの安定は通貨交換性が円滑に機能するための条件であり、もしドルが不安定であれば西欧の個々の国々はインフレーションに屈する以外に道はなくなる。西欧諸国にとって国力相応の後進国援助や防衛の分担が義務であることはもちろんであるが、米国もまたそのインフレーションを抑制する義務があるものといわねばならない。

以上の基礎的不均衡の問題とは別に、短期資金の移動が大きな不均衡要因となっていることは先に述べたとおりである。1960年中における米国からの短期資金の流出は20億ドルに近く、また本年にはいつから1週間の間に西欧内で移動した短期資金の量は最高約5億ドルに上っている。このような大規模な短期資金の移動は流出国にとっても流入国にとっても大きな問題である。多くの国々において、かかる短期資金移動を抑制しようとする政策がとられており、とくに西ドイツとスイスにおいては短期資金流入抑制のための特別措置が実施された。もちろん基礎的な国際収支の均衡こそ、かかる短期資金の移動を食い止めるための前提条件であることは認識されているが、昨年の体験は政策当局をして短期資金の移動に対処する手段ならびに方法について検討を行なわしめるに至っている。

これらの政策問題について二つのことが考えられている。一つは国内政策手段を使用する場合における協調である。これはとくに金利差に基づく資金移動についてあてはまることである。もう一つはおもわく短期資金移動を制御する場合における国際協力の必要である。短期資金の移動はしばしばその規模があまりにも大きいので、これを一国の対外準備のみで対処することはできない場合が多い。準備の減少はさらに加速的な減少をもたらすという点を考慮すればこの点はいっそう明らかである。

この問題についてOECDやBIS理事会などでこれまで多くの有益な討議がなされてきた。そしてまず、昨年10月のロンドン市場における金価格の暴騰の直後、英蘭銀行の金市場介入について米英間に了解が成立し、また同時に各国の中央銀行は、米国の公定金価格に移転費を加えた価格以上で金の購入をすることをさし控えてきた。こうした動きは、米国政府のドル防衛策とあいまって、金市場に落ち着きを取りもどさせる大きな要因となった。1961年2月から3月にかけて金相場が鎮静に向かうにつれて、各国中央銀行はさらに、こうした状況を再び乱すことがないよう市場での売買に注意を払うこと、ならびにこの点につき相互に接触を保つことについて意見の一致をみるに至

っている。3月の西ドイツとオランダの平価切上げ以後の中央銀行間の国際協力は、各国の準備に大きな衝撃を与えることを避け、為替市場を混乱から救うという点で、大きな成果をあげたことはいうまでもない。

以上の動きとは別に現在、IMFの強化についても主要国間の協調のもとに討議がなされつつあり、中央銀行の活動を強化する可能性も検討されつつある。

こうした動きは、国際通貨問題解決のためにきわめて有益であることはいうまでもない。しかし国際信用の放漫かつ自動的な拡大は正しい回答ではない。短期資金の移動による国際収支の一時的な赤字をファイナンスすることが長期的な信用膨張をまねくという危険を冒すことがないよう、正しい方途を見いだすことが必要である。

### 3. 金融政策の動向

昨年中、相互に関連した三つの問題が米国ならびに西欧諸国の金融政策に影響を与えた。

第1は短期資金の不均衡化的移動の抑制という問題である。この問題は米国と西欧との景気局面の相違ならびにそれから生じた各国の金利差に端を発するものである。このため1960年以降、各国で金利の構造を変える努力がなされた。すなわち短期金利は国際的考慮によって調整される一方、国内の流動性および経済活動に影響を与える手段として長期金利が重視されるようになった。しかし、この試みは、投資家が最も利回りのよい証券に投資するという自由な金融市場の自然の動向に反する面も少なくないのでこれまで限られた効果を示したにすぎず、今後の動向が注目される。

第2は対外準備の増減が各国の国内流動性に大きな影響を与えた結果、政策当局が有効な金融政策を実施しうるためには対外準備の国内流動性に対する影響を相殺することが必要となった点である。1958年および1959年上期においては、西欧諸国の対外準備の増加から生じた過剰流動性はあるいは中央銀行借入の返済にあてられ、あるいは内外金融資産に投資されたために、相殺操作の必要は感じられなかった。しかし1959年下期から1960年にかけて、いくつかの国々で国内の資金需要が

高まるにつれて、金融当局は流動性に対するコントロールをいっそう積極化しようとし、支払準備率政策やファンディング・オペレーションにうったえるようになった。そしてこうした政策方針はさらに、西ドイツ、スイス、およびオランダにおいては短期資金の流入ないし還流抑制のための各種の直接措置（非居住者債務に対する特別支払準備制度、短資の流入額に見合う流動性の不胎化措置など）にまで発展した。米国においては反対に1957年以來の金流出に伴う銀行の流動資金減少を相殺するため、買いオペと支払準備率の引下げが行なわれてきた。

第3は、完全雇用、経済成長ならびに物価の安定に寄与するように国内信用の流れに影響を与える必要があるという点である。西欧の一部の諸国においては、従来蓄積されてきた高度の流動性や、金融機関の余剰資金を吸収しきれないという事情によって、金融引締め政策の遂行が著しく困難となった。こうした条件のもとでは、たとえ金融引締め政策の遂行が、国内流動性の減退と信用のコストの上昇に役立つとしても、総需要に対してはしっかりした抑制効果を持つことはできないといえよう。反対に経済界の国内・国外における信用の利用や、流動資産の引出しは、これらの国の総需要を高める大きな要因となった。

米国においてリセッションと、巨額の金流出が生じ、一方西欧において経済の拡大と対外準備のいっそうの増大が生じたことは一部の国の金融政策にジレンマを生ぜしめた。すなわち対外準備の観点から要請される金利政策と国内景気情勢から要請される金利政策の方向とが異なるというジレンマである。しかしこうしたジレンマが交換性回復後の世界において避けられぬものと結論するのは誤りである。このジレンマが示すところのものは、妥当な為替レートのもとでの適切な財政政策ならびに物価・賃金政策の遂行が、金融政策の効果的運営のための前提条件だということである。こうした条件が備われば、国内均衡を目的とした弾力的な金融政策、あるいはそれによって生ずる国際金利差に伴う短期資金の移動は通常經常勘定収支のアンバランスを是正する方向に機能するであろう。しかし、こうした条件がなければ、金融

政策が過大な負担に耐えうる余地はほとんどないものといつてよい。

#### 4. 今後の問題点

昨年から本年にかけての経済動向は工業諸国において解決されなくてはならないいくつかの基本的な問題があることを示している。

(1) 昨年以降、各国の直面した問題は、米国、カナダのリセッション、米国、英国における国際収支の悪化ならびにその他の西欧諸国における過剰需要圧力の発生などさまざまな現象形態をとってはいるものの、これらはすべてなんらかの形で潜在的あるいは顕在的なコスト・インフレーションに由来する面をもっている。

米国の金融当局は1959年中国際収支面の考慮から物価の上昇傾向を抑制すべく引締め政策をとったが、この物価の騰勢は通貨のインフレーションに由来するものではなく賃金の上昇と一部の半独占的企業の管理価格によるものであった。今日では米国の国際収支はかなりの改善をみているとはいえ、物価上昇の危険は完全に除去されたわけではない。今後米国は、雇用水準との関連を考慮しつつこの問題に対処しなければならないであろう。英国においてコスト・インフレーションの問題が国際収支安定のためのかぎであることはいうまでもない。また西欧におけるインフレ傾向の存在は主として国際収支の不均衡に由来するものであるが、賃金や管理価格の圧力も無視しえないものとなってきた。こうした物価・賃金の動きをコントロールしようとする西欧の一部の国の努力が国際収支面の不均衡の是正を遅らせたともいえるであろう。

最近ではこの問題の基本的な性格がいっそうはっきりと認識されてきたようであり、労使双方に節度を確立し、生産性向上による利益を企業労働者、消費者に適正に配分するための努力がなされている。とくに米国においてはこの問題解決のために大統領の諮問委員会が設立されたことが注目される。この問題解決のための努力の重要性はいくら強調しても、強調しすぎることはないといえよう。

(2) 一部の西欧諸国において、その内外の不均

衡の是正のために、財政政策などの政策手段の利用が不十分であったことが指摘されなくてはならない。

経済の不均衡是正のためには経済政策・金融政策の高度の弾力的運営が必要である。国際収支の黒字の影響を受けている国においては財政の黒字は不均衡を長びかせる傾向があるのでこれを回避しなければならない。またインフレの原因となりやすい建築などの経済部門においては奨励措置を避ける必要があろう。一方、景気の沈滞による失業の増加に悩む国においては租税の軽減や財政支出の増加が必要であろう。

政府がその政策手段を有効に使用しない場合、すべては金融政策の負担となる。しかし最近の情勢においては金融政策は必ずしも万能ではなく、経済・金融に関する全体的戦略の一部として利用されない限り十分の効果をあげることはできない。むしろそれどころか有害な影響を及ぼすことさえある。昨年生じた大規模な短期資金の移動は、金融政策のみに国内安定の責を負わせた結果といえるであろう。

今日この問題は1年前よりもはるかに十分の理解を得るに至っている。英国の予算にみられる財政政策活用のための準備措置はその一つの証左であろう。さらにまた西欧と米国およびカナダが最近のOECDを通じて景気政策調整の問題について話し合いを進めているのはまことに喜ばしい。

(3) 第3に今後大規模な国際的短期資金移動の危険があることならびにそれが国際通貨制度に重大な影響を与える恐れがあることが指摘されなくてはならない。

交換性回復下の世界経済においては短期資金の移動はそれ自体、決して異常な現象ではない。しかし、ある金融センターからの資金移動があまりにも巨額に上る場合には大きな危険が生ずることは明らかである。最近生じているこの種の危険は、基礎的国際収支の不均衡、政策協調の欠除およびその他種々の条件に由来している。1960年10月に生じた自由金市場の暴騰や1961年3月の西欧

為替市場の動揺は現在おおむね鎮静し、また金融政策の協調の面でも著しい進展がみられるが、すべての危険が除去されたわけではない。

問題は国際流動性の不足にあるのではない。現在では各国中央銀行の手持ち金・外貨準備以外に最近増資されたばかりのIMF資金があり、しかもそのごく一部が利用されているにすぎないからである。また現在の国際通貨制度そのものに欠陥があるわけでもない。問題は心理的不安を鎮静させること、主要通貨に対する信頼を強めることである。そしてこのためには何よりもまず国際収支の基礎的な均衡を回復することが必要であり、これがいかに困難であろうとも、これなくしてはいかなる彌縫的手段も成功することはありえない。しかし一面、基礎的不均衡が徐々に改善の方向をたどっている限り、短期資金流出国を援助するため各国間で短期のクレジットを供与することはむしろ望ましいことである。

この問題はとくに各国の中央銀行によって対処されるべき性質のものである。従来、欧米主要国の中央銀行はこの問題についての協調をいっそう強化してきた。国際決済銀行は各中央銀行の会合の場であるとともに、各中央銀行の協同的行動のための道具でもある。各中央銀行の力を合わせることによって、世界は力強い武器を持つことになるのである。

しかし、この種の中央銀行間の協力だけではたして十分であろうか、また中央銀行間の短期クレジットは、政府間協定によるいっそう多額かつ長期のクレジットによって補完すべきではなからうか、さらに現在IMFから得られるファシリティ以外にどの程度の、またどんな形の資金源が必要であろうか、などといった諸点が現在問題になっている。もちろん、短期資金移動の悪影響を排除することを目的とした政府間クレジットがかなりの効果を持つことは否定できない。しかし、こうしたクレジットが他の目的に流用されれば、弊害が生ずることも明らかであるから、このようなリスクを伴う協定は避けらるべきであろう。