

背景には、IMFが英国の引出し(14億ドル)を承認し、英国として30億ドル緊急借款の期限(5月下旬)到来後の資金手当に目途をつけることができたという事情が大きく影響している。しかるに、5月半ばに4月の貿易収支赤字幅拡大が発表されるやポンド相場は再び軟化し、最近ではほぼ予算発表(4月上旬)ごろの水準に戻っている。ポンド相場の軟化についてはいろいろな見方が可能であろうが、前述のような国内情勢に加え、米国の国際収支の改善に伴う一般的なドル需要増大が伝えられていることなどからみて、必ずしも一時的なものとはいいい切れぬものがある。この点については、ポンドの先物が急落している点にも注意しなければならない。もちろんポンドは大勢としては回復基調にあるといえようが、まだ本格的な安定といえる段階にはない。たとえば今回のIMF引出しにしても、当面はポンド強化に役立っているが、この結果英国は昨秋の引出しと合わせて、IMFに対して総額24億ドルというほぼ対外準備保有額に匹敵する巨額の債務を負うに至っている。今後英国が国際競争力強化のために必要な国内投資をまかないつつこれを返済していくには、なみだいていことでは済まないのである。

英国の巨額な引出しに関連して、IMFはその不足資金の補充を昨秋に続き今回も一般借入れ取決め(GAB)の発動に仰がざるを得なかった。IMFの融資活動が拡大され、とくに準備通貨への金融支援が大きな課題となる段階においては、現行クオータの下では当然IMFの運用資金とくに欧州諸国通貨の手持ちは不足する。GABはまさしくそうした事態に対処するためのものであり、今回のIMFのポンド支援操作は、そうしたGABの存在意義を改めて立証したのとして意義深い。しかし同時に、GAB発動を通じて欧州大陸諸国の国際金融問題に対する発言力が著しく高まったこと、そしてその反面IMFの主体性ないし

機動力がそれだけ制約されざるを得ないという現実をも、われわれとしては見のがしてはならないのである。前後2回の引出し通貨調達に当たって、GAB利用は38.7%にとどめられ、27.1%はIMFの金売却——これはIMF自体の流動性を低下させる——によらざるを得なかったという事実が、このことを物語っている。

一方現在のGAB協定はその有効期限が明年10月に到来する。これを延長するためには失効の1年前までに参加国の合意を成立させなければならない定めとなっており、目下参加国間でそのための検討が行なわれている。目下のところ延長自体については関係国内にさして異論はないとみられているが、延長年限あるいは発動手続の改正については、前述した諸情勢と関連して関係国の合意を得ることは必ずしも容易ではないかもしれない。問題は今後の国際通貨制度改革にもからんでくるだけにかなりデリケートな面を含んでおり、今後の成行きが注目されよう。

西ドイツ資本市場の動向

混乱を招いた債券市場

西ドイツ債券市場は更年後も軟化を続けたが、3月以降一段と軟化の歩調を速め5月にはいって連邦鉄道債(260百万マルク、表面金利6%、発行価格96%、期間8年)の発行を契機としてついに大幅な値くずれ(応募者利回りの上昇)をみせるに至った。すなわち全債券平均応募者利回りは4月末の6.69%(表面金利6%もの)から6.79%(5月6日)、6.88%(10日)、6.97%(12日)と7%の水準に迫る異例の上昇を示した。とりわけ公債(連邦および地方公共団体債、連邦鉄道債、連邦郵便債、負担平衡基金^(注)債)の利回り上昇は著しく、5月4日まで6.50~6.70%の水準で推移してきたもの

が6.80%(5日)、7.00%(7日)と続伸し、12日には7.12%と7%の大台を越え、わずか8日間に0.42%の急騰をみせた。こうして今後の起債は7%とならざるを得まいとする見解が支配的となっている。

(注) Lastenausgleichsfond 財産税、等を財源とする特別会計で戦争被害者、通貨改革に伴い損害をこうむった者等に種々の信用を与える。

以下西ドイツ債券市場混乱の背景、当局の措置、今後の金融政策上の問題点を探ってみることとする。

西ドイツ債券市場の利回り (表面金利6%もの)

(年率・%)

	全債券平均	公債	抵当債	事業債
1965年1月末	6.48	6.52	6.50	6.43
2 〃	6.54	6.62	6.51	6.48
3 〃	6.61	6.68	6.64	6.52
4 〃	6.69	6.70	6.75	6.63
5月4日	6.71	6.70	6.80	6.63
6日	6.79	6.95	6.80	6.64
10日	6.88	7.08	6.87	6.75
12日	6.97	7.12	6.94	6.87

混乱を招いた背景

市況の混乱を招いた基本的な原因は、引き続き金融市場の引締まりの結果金融機関が大量に換金売りに走ったことにある。すなわち①景気過熱対策として1月下旬には公定歩合が引き上げられ、これにつれて市中金利の上昇をみたこと、②国際収支が貿易収支の黒字幅(1~3月11億マルク、前年同期24億マルク)縮小を主因に総合収支尻では赤字(5億マルク、前年同期0)となったこと、③大幅な財政揚超がみられたことなどから、市中金融機関の手元流動性は年初来ひっ迫の度合いを強めてきた(コール・レートは最近4 $\frac{1}{2}$ ~4 $\frac{3}{4}$ %と公定歩合を $\frac{3}{8}$ ~ $\frac{7}{8}$ %上回る異常高)。その結果金融機関は資金繰り上の要請から手元保有有価証券の売却(注)を余儀なくされるに至った。4~5月にかけてみられたような金融機関による大量の換金売

りはこのような背景からもたらされたものである。

(注) 西ドイツでは金融機関が証券業務(起債、市場取引とも)を兼営していることから金融市場の動向が資本市場に直接影響する度合いが強いといわれる。

本年にはいつて公債発行当事者は市況軟化に対処するため新規起債の期間を8~12年の中期債(従来は15~20年が中心)としたが、これが機関投資家の乗換え(期間の長い手元保有既発債を売却して、期間の短く採算上有利なものを購入)目当ての売りを誘発、同時に先行きいっそうの市況軟化を見越した買控えが助長されたが、このような機関投資家の仕振りが市況軟化に相当の影響を与えるものとなった。

以上のような金融市場の引締まりないしは乗換え取引のほかにも最近の債券市場にみられる混乱をもたらした遠因、近因がいくつかある。まず第1に指摘されるのは資本収益税法案の影響である。資本収益税法案(40年2月号「要録」参照)は非居住者の西ドイツ債券購入に対して利子所得の $\frac{1}{4}$ を資本収益税として徴収し、これによって外貨流入を阻止せんとするものであり、本年2月に成立した。64年春にこの法案が発表されて以来非居住者の保有債券売却が目立ち、たとえば64年4月~65年3月の1年間では5億マルクの売却超となった(63年4月~64年3月は購入超19億マルク)。また本年1~3月中でもそれは若干ながら売却超を続け前年同期(購入超4億マルク)と著しい様変わりを見せている。

第2に、最近における著しい起債規模の拡大による市場圧迫があげられる。最近における西ドイツの起債規模は年々著しく拡大してきており、64年中に144億マルク(ネット)、65年1~3月には50億マルクに達している。これは西ドイツの国民総生産の規模からみてもかなり過大な額といわなければならない(64年中の起債額と国民総生産の割合は西ドイツ3.5%、米国0.1%、英国2.3%)。新規起債のうちでは抵当債のウェイトが特に高く

全体の4～5割に達しているのが注目される。

最後に、最近の西ドイツ債券市場の混乱については、ブンデスバンクによる債券市場買いさきえ操作の行き詰まりという特殊事情に触れる必要がある。さる2月に中央起債調整委員会により新規発行抑制措置がとられたことから2月中の市況は一応小康を保らえたものの、その解除とともに再び市況の軟化が徐々にではあったが始まったので、ブンデスバンクは4月以降債券市場の価格支持政策に乗り出した。この操作は、ブンデスバンクが国庫代理人として行なう(損益は国庫に帰属)特殊のオペレーションで、表面金利6%ものの公債を価格96%にさきえするという目標のもとに行なわれ、それなりに公債市場の安定に役立ってきたのであるが、5月5日に至り場外取引で94½～95%の投げ売りが始まり、これが場内取引で大量の集中売りを誘発するに至ったために、ブンデスバンクもついに買いさきえ操作は断念せざるを得なくなった。この結果市場価格は94½%に急落した。かかる情勢から、ブンデスバンクは5月4日に従来の買いさきえ相場(96%)で新規に売り出した連邦鉄道債の売価格を7日には94½%に改訂するという異例の措置を購じ(旧価格で購入した向きに対しては差額割戻し)、市場実勢に追随を余儀なくされた。

外債市場への影響

上述のような西ドイツ債券市場の混乱によって、当面マルク建外債発行も一頓坐をきたしつつある。米国の利子平衡税以来、西欧外債市場への期待が高まり、とくにマルク建外債は西ドイツ当局の資本輸出政策にさきえられて最近著しい伸びを示し、63年中1.1億マルクにすぎなかった新規外債発行額は、64年中に約8倍の8.9億マルクへと急増、65年1～3月中にはわずか3か月間で5.8億マルクと64年1か年間の発行額の約%に及んでいる。マルク建外債の表面金利は国内債よりは低

く3月中は5½%に押えられていたにもかかわらず、非居住者の外債購入は資本収益税の適用外として優遇されたことから非居住者による購入はかになり進んでいた。このため本年にはいっても外債価格は軟化をみせず、連日低落を続ける国内債と好対照をなしてきた。しかしながら前述した最近の債券市場混乱にかんがみ、中央起債調整委員会は外債についても新規起債抑制措置がとられることになり、新規外債の発行も当分見合わせられることとなった。

今後の問題点

以上のような債券市場の混乱はかねて資本市場育成策に努力してきた政府、中央銀行にとっては大きな打撃であり、とくにかねてブンデスバンクによって推進されてきた長期金利の割高是正政策はこれによって再びふり出しに戻った観がある。しかしながら、現段階においては、当局としても当分新規債の発行抑制のほか格別の措置をとらず、事態を静観するほかはないとの態度とみられる。

当面起債調整の任に当たっているのは中央起債調整委員会であり、同委員会の手によってさしあたり引き続き発行を予定されていたラインラント・プファルツ州債、負担平衡銀行債について当分これを延期することが決定された。一方政府も5月10日の臨時閣議で近々予定されていた連邦鉄道債、連邦郵便債、負担平衡基金債などの発行延期を決定した。

金融政策の面についてみると、今回の債券市場の混乱の主たる原因が金融市場のひっ迫であったことから市中銀行筋を中心に金融緩和を望む声が強まっているが、ブンデスバンクとしては、こうした資本市場の混乱にもかかわらずかねてからの金融引締めの方針はあくまで堅持するとの態度を明らかにしている。同行としてはこの際金利上昇もやむをえないとし、むしろ発行コスト上昇によ

る起債計画の見送りが、当面のインフレ情勢の鎮静に役立つとの考え方を示しており政府としてもこれを了承している模様である。

しかし西ドイツ経済がおかれた内外環境からすればこうした金利水準の上昇は若干の困難な問題をもたらすことも見のがしてはならない。

第1に長期金利の7%台への上昇によってたとえ利子所得の1/4の資本収益税を支払ってもなお5 1/4%の残余があることから再び非居住者に西ドイツ債券購入の意欲を与えることになりはしないかという問題がある。実際市況軟化傾向が続いた本年1～3月間に非居住者による債券新規購入額は4.7億マルクと前年10～12月間(3.3億マルク)を上回るに至っている。

第2に短期金融市場金利の異常高(4 1/8～4 3/8%)から公定歩合との関係が順軌(%～7%)となっているが、このような情勢からブンデスバンクが公定歩合の追随上げ(上げ幅1/2%)をねらっているとするルーマーが絶えず流れ金融市場に不安を与えていることがある。しかし公定歩合再引上げは現状でも行過ぎであるとする市中金融機関筋の反対、生産コストを高めるという観点からする企業側からの反対が予想され簡単に実施できない状態となっている。したがって今後もし金融引締め再強化の必要ある場合など公定歩合を動かさずにさる3月初めから実施された新金利調整令(40年3月号「要録」参照)に基づく貸出最高限度の変更を行なうとか、再割引限度枠の縮小を行なうとかいったキメの細かい政策がとられていくことになるものと思われる。

南北問題解決への

動き強まる

昨春開催された国連貿易開発会議は、南北問題を大きくクローズアップし、参加国の大多数を占

める低開発国が貿易、援助の面で先進国に大幅譲歩を求める59の勧告案を採択するなど世界的な関心を集めたが、この国連貿易開発会議を通じて明白化してきた低開発諸国の団結と発言力の強化は、南北問題の解決が好むと好まざるとにかかわらずいつそう促進されざるを得ない情勢にあることを示唆している。すでに昨年12月の国連総会において、同会議を国連の常設会議(3年に1回開催)とするとともにその下部機関として正式に認めた貿易開発理事会(Trade and Development Board)の第1回会合によって今後の作業計画ならびにその機構づくりが本決まりとなったほか、ガット、OECDなどでも改めて南北問題に取り組む積極的な姿勢を明らかにしている。

このような動きは、本問題がいよいよ具体策検討の段階にはいったことを示すものにほかならない。以下今後の世界経済の進展、国際貿易の流れに多大の影響を及ぼす南北問題の最近の動きをみてみよう。

第1回国連貿易開発理事会の開催

第1回国連貿易開発理事会は、54理事国^(註)の参加のもとに4月5日から30日までニューヨークで開催された。

(註) 理事会は、日本を含む先進国18、低開発国32、共産圏5の55か国によって構成されているが、インドネシアは欠席した。

今回の会議は、昨春の国連貿易開発会議の勧告に対する今後の作業計画、ならびにそれに必要な機構づくりが主要内容であったが、とくに機構づくりについてはこれが今後の作業の実質的な方向づけに大きな影響を与えることとなるだけに、先進、低開発国相互でかなり活発な討議が行なわれた。

本会議で採択された作業計画は、国連貿易開発会議の勧告に関する具体的検討を下記の4常設委員会に付託するとともに、それら勧告に対する先進諸国の実施状況を定期的に審査するなどであ