

欧米主要国の高金利とその背景

〔要 旨〕

昨年12月の米国公定歩合引上げ以来、日本、フランス、イタリアを除く先進主要国において主要金利が著しく上昇し、今では1930年以来の高金利といわれるまでの高水準に達している。

このような高金利現象の背景には、国によりそれぞれ複雑な要因がからんではいるが、需要とコスト両面からする根強いインフレ傾向が基本的要因としてあげられる。そして、このインフレ傾向を抑止するための諸対策がもっぱら金融引締め政策の強化というかたちで行なわれたことが、金利上昇をさらに拍車したと考えられる。

このような高金利の底流に循環的要因以外の趨勢的な要因が存在すると思われる点も注目に値する。労働需給のひっ迫を背景とするコスト・プッシュと近代化投資への根強い要請から、企業の外部資金依存度が増大したことや、財政支出の増加により公共部門が資金不足に陥ったことなどがそれである。

一方、金利上昇の国際的波及がかなり明瞭に看取される点も見のがせない。この背景にはユーロ・ダラーをはじめとする国際資本移動の活発化により、各国の国際収支が資本収支の面からその振幅を増大することとなり、この結果、各国とも金利政策面での対外的な配慮を従来以上に重視するに至った事情が指摘されよう。

これまで国際的に割高といわれてきたわが国の金利水準も、欧米主要国の金利上昇によって割高幅を縮小し、ものによってはむしろ割安の金利まで現われるに至っている。昨今のドル・ポンド両準備通貨の動揺や上に述べた高金利現象の背景などを考慮すれば、現在の高金利が是正されるにはなおしばらくの時日を要するようと思われる。この意味で今後の政策運営に当たっては海外金融情勢の帰趨にいっそうの関心を払う必要がある。同時にインフレ対策の実施については政策手段の多様化、特にポリシー・ミックスの重要性を最近の高金利現象から得られる教訓として銘記すべきであろう。

〔目 次〕

は し が き

1. 高金利の実態

(1) 高金利の現状

(2) 高金利現象のなかにみられる特色

イ. 金利体系上ないし金利上昇過程での特色

ロ. 金利上昇の国際的な波及現象

ハ. 経済拡大テンポの鈍化と金利上昇

2. 高金利をもたらした背景

(1) 基本的要因

イ. 国内面での要因

ロ. 政策面からの要因

ハ. 対外的配慮

(2) 金利上昇の国際的な波及のメカニズム

イ. 国際的な資本移動の活発化

ロ. ユーロ・マネー市場の発展

ハ. 欧州資本市場と米国の直接投資規制

3. む す び

は し が き

昨年12月に米国が公定歩合を引き上げて以来、欧米諸国の金利水準は月を追って上昇傾向をたどり、特に、さる5月から7月にかけて、欧州主要6か国が相次いで公定歩合引上げを実施するに至って、世界的な高金利現象が顕著となった。

この間、わが国においても、米国B. A. レートの再三にわたる引上げが輸入ユーザンスの円シフトというかたちで短期資本収支に影響を及ぼすこととなり、今や海外の高金利現象を軽視しえない情勢となった。

この高金利現象が、単にこれまでの高度成長の結果にすぎないとすれば、それ自体ことさら問題とする必要はないかもしれない。しかし、これが特に問題視されるのは、現在の水準が記録的な水準であるという点ばかりでなく、国により相異はあるにせよ、これが金利体系のうえにかかってないゆがみを生ぜしめたり、また経済の拡大テンポが鈍化している国にも金利上昇がみられる、といった異様な現象を伴っているからである。つまり、昨今の金利上昇には循環的な要因以外の、長期的ないし構造的な要因も少なからず介在しているように思われる。そうだとすれば、現在の海外高金利は容易に反転する性格のものではないということになり、わが国としても、そういった観点から現在の内外金利差の縮小ないし逆転という現象を見直す必要がある。

さらに、金利上昇の過程で国際的な波及現象がかなり明瞭なかたちで現われたことも、今後の影響を考えると、見過ごすことのできない点である。

これらの諸点を考え合わせるならば、わが国の今後の政策運営とも関連して、この高金利現象の問題点を現時点で十分把握する必要があるように感

じられる。

本稿は、このような問題意識に立って、現下の欧米主要国における高金利の実態を整理し、そのよってきたる諸要因を解明しようと試みたものである。

1. 高金利の実態

米国の主要短期金利は今や6%前後に達して1930年来の最高を記録しており、欧州諸国でも長短金利が著しく上昇している。特に本年5月から7月にかけて、欧州の主要6か国が公定歩合を引き上げてからというものは、欧米主要国における高金利現象は確定的なものとなった。先進主要11か国^(注1)のうちこのような金利上昇傾向が現われていないのは、日本、フランス、イタリアの3か国のみであり、この結果国際的に割高といわれてきたわが国の金利水準も、その割高幅を急速に縮小することとなった。

(1) 高金利の現状

主要国における各種金利の現行水準は、第1表および巻末の付表1のとおりであるが、これを主要金利別にとりまとめてみれば次のようになる。

イ. 公 定 歩 合

昨年12月6日の米国公定歩合引上げから、さる7月14日英国が公定歩合を引き上げるまで、先進11か国中8か国が公定歩合を引き上げている。この結果、米国(4.5%)、ベルギー(5.25%)、スイス(3.5%)およびスウェーデン(6%)の公定歩合は1930年以来の最高となり、英国(7%)およびオランダ(5.0%)も戦後の最高水準を再現している。かくして、公定歩合を中心に各国の主要金利は高位に平準化する傾向を示すこととなった。

ロ. 短期市場金利(コール・レート、T. B. レート、B. A. レート)

昨年12月からの9か月間に、短期市場金利はほ

(注1) 10か国グループの諸国およびスイス。

とんどの国で台替わりを示した。

特に、米英両準備通貨国における上昇が目立ち、米国ではコール・レート(フェデラル・ファンド)が2%も上昇(6.125%)したのをはじめ、これまで比較的落ち着いた動きを示していたT.B.(3ヵ月)も8月からは急上昇に転じて5%を越え、またB.A.レートも6%に達するなど、いずれも戦後最高の水準を記録した。英国においても、コール・レート、T.B.レートはともに1%を越える上昇ぶりであり、これまた戦後の最高水準を示現している。こうした傾向はその他の国についても同様であり、特にコール・レートはほとんどの国で公定歩合の上昇幅(0.5~1.0%)を上回って上昇し、伝統的な低金利国であるスイスにおいてすらコール・レート(3.75%)はこれまでの最高水準に達している。この結果、多くの国で短期市場金利が公定歩合を上回ることとなった。

ハ、長期金利(国債利回り、事業債利回り)

長期金利も各国で大幅に上昇した。なかでも米英両国、西ドイツおよびオランダにおける債券利回りの上昇が顕著である。これら諸国の長期国債利回りは米国の4.73%(8月第2週)をはじめ、英国(7.04%、7月中)、西ドイツ(8.3%、6月末)、オランダ(6.32%、7月中旬)ともかかってない高水準に達している(注2)。事業

債についても同様で、米国(5.3%)、英国(7.93%)、西ドイツ(8.15%)それぞれに戦後の最高を記録している。ただ、ここで気をつくことは、欧州諸国に比べて米国の長期金利(特に国債利回り)の上昇幅が小さいことである(第1表)。過去の高金利時代と比較した第2表と第1表とから、米国では短期金利の上昇圧力がより強く、欧州諸国ではそれに加えて長期金利にもかなりの上昇圧力がかかっている、という傾向を指摘することができよう。

二、預金・貸出金利

米国では、昨年12月に「規程Q」を改訂し、預金

(第1表) 主要国の各種金利の上昇

(単位・年利、%)

| | | 1965年 12月(注) | 最近時点 | 上昇幅 | 備 考 |
|--|-------------|-----------------|-------|-------|--|
| 公 定 歩 合 | 米 国 | 4.0 | 4.5 | 0.5 | |
| | 英 国 | 6.0 | 7.5 | 1.0 | |
| | 西ドイツ | 4.0 | 5.0 | 1.0 | |
| | オランダ | 4.5 | 5.0 | 0.5 | |
| コ ー ル ・ レ ー ト (翌 日 物) | 米 国 | 4.125 (9/8) | 6.125 | 2.00 | フェデラル・ファンド |
| | 英 国 | 4.0 (8/25) | 5.375 | 1.375 | |
| | 西ドイツ | 5.625 | 6.625 | 1.00 | |
| | オランダ | 3.88 (7/15) | 6.32 | 2.44 | |
| T ・ B (3 か 月) | 米 国 | 3.47 (7/15) | 5.13 | 1.66 | |
| | 英 国 | 4.115 (9/15) | 5.40 | 1.285 | |
| | 西ドイツ | 5.53 (8/26) | 6.75 | 1.22 | |
| | オランダ | 3.875 (8月中) | 4.875 | 1.00 | |
| 長 期 国 債 利 回 り | 米 国 | 4.29 (7/15) | 4.94 | 0.65 | |
| | 英 国 | 4.36 (8/2週) | 4.73 | 0.37 | 10年(新規債の発行利率 以上(5年以上) 上限4.25% 2.5%永久債の時価利回り 10~20年、7%物、6/30 8.30 |
| | 西ドイツ | 6.44 (7月中) | 7.04 | 0.60 | |
| | オランダ | 7.41 (8/24) | 8.13 | 0.72 | |
| オランダ | 5.89 (7/15) | 6.32 | 0.43 | | |
| 事 業 債 利 回 り | 米 国 | 4.60 (8/3週) | 5.30 | 0.70 | 6/30 8.47 |
| | 英 国 | 7.14 (7月中) | 7.93 | 0.79 | |
| | 西ドイツ | 7.41 (8/24) | 8.15 | 0.74 | |
| | オランダ | — | — | — | |

(注) 米国は、公定歩合引上げ(1965.12.6)前の水準。米国BAレート(90日物)は、昨年12月の4.375%から5.75%(8/25)へ上昇。

(注2) 1966年8月発行のオランダの長期国債は応募者利回り7.06%

表面利率7%、期間25年、発行価格、額面の99.5%、発行額2億ギルダー。

金利の最高限度を引き上げ(4~4.5%→5.5%)(注3)で以来、定期預金金利が急速に最高限度へサヤ寄せされてきている。現にCDの市場レートは3ヵ月物5.75%、6ヵ月物6.0%(いずれも8/29現在)と「規程Q」にいう最高限度の水準を上回っており、12月来の上昇幅は1.1~1.2%に達している。欧州諸国においても、公定歩合引上げにスライドしたり、あるいは貯蓄奨励など独自の理由から、預金金利は0.5~1.0%の幅で引き上げられている。

一方貸出金利をみると、米国のプライム・レートは公定歩合引上げ直後、3月初、6月央、8月央と4回にわたって引き上げられ、現在6%という戦後の最高水準にある。この間の上昇幅も短期市場金利のそれに匹敵する1.5%に及んでいる。欧州でも、フランス、イタリアなど特定の国を除き貸出金利の上昇が一般化している。たとえば、

(表2表)

過去の高金利時代との比較

(単位・年利、%)

| | | 大 慌 恐 時 | (年/月) | 前 回 引 締 め 時 | (年/月) | 最 近 時 点 | (年・月・日) |
|---------------|------|---------|---------|-------------|-------|---------|---------|
| 公定歩合 | 米 国 | 6.0 | 29/8~10 | 4.0 | 59/ 9 | 4.5 | 65/12 |
| | 英 国 | 6.0 | 31/— | 7.0 | 61/ 7 | 7.0 | 66/ 7 |
| | 西ドイツ | 15.0 | 31/— | 5.0 | 60/ 6 | 5.0 | 66/ 5 |
| コト(翌日・日・月) | 米 国 | — | 31/— | 4.00 | 59/11 | 6.125 | 9/ 8 |
| | 英 国 | 6.5 | 31/— | 5.375 | 61/ 8 | 5.375 | 8/25 |
| | 西ドイツ | 8.41 | 31/— | 6.125 | | 6.625 | |
| T・B(3ヵ月) | 米 国 | 3.276 | 29/12 | 4.572 | 59/12 | 5.40 | 9/15 |
| | 英 国 | 5.625 | 31/— | 6.75 | 61/ 8 | 6.75 | 8/26 |
| | 西ドイツ | — | — | 4.875 | 60/ 6 | 4.875 | 8月中 |
| 長期国債 | 米 国 | 4.26 | 32/ 1 | 4.37 | 60/ 1 | 4.73 | 8月第2週 |
| | 英 国 | 5.05 | 31/— | 6.59 | 61/ 8 | 7.04 | 7月中 |
| | 西ドイツ | — | — | 6.70 | 60/ 7 | 8.13 | 8/24 |
| 事業債 | 米 国 | 5.41 | 32/ 6 | 3.60 | 59/ 9 | 5.30 | 8月第3週 |
| | 英 国 | — | — | 7.44 | 61/ 8 | 7.93 | 7月中 |
| | 西ドイツ | — | — | 6.50 | 60/ 7 | 8.15 | 8/24 |
| 米国BAレート(90日物) | | 5.5 | 29/ 4~6 | 4.78 | 60/ 1 | 5.75 | 8/25 |

(注3) ただし、貯蓄預金は据え置き。

当座貸越の最高利率は、英国ではさる7月1%引き上げられて7.5%~8.5%というこれまでの最高水準と肩を並べることとなり、西ドイツでも5月に同じく1%の引上げが行なわれ、前回の引締め時の9.5%と同水準に達した。

(2) 高金利現象のなかにみられる特色

以上概観したように、欧米主要国における金利水準は1930年以來の高水準に達し、しかも年初来すでに9ヵ月を経てなおその上昇基調に変化のきざしがうかがわれないが、この高金利現象のなかには従来とはやや異なった特色として指摘しうる点が少なくない。金利体系のうえにみられるゆがみ、金利上昇の国際的な波及現象、一部諸国にみられる経済拡大テンポの鈍化と金利上昇の併存などの特色は、高金利現象の背後にある諸要因を探るうえで重要な手がかりを提供するものといえる。

以下、これらの特色を取りまとめてみよう。

イ、金利体系上ないし金利上昇過程での特色

(イ) 金利体系のゆがみ

景気の上昇期、下降期に金利体系上のゆがみが生ずることはしばしばみられることである。したがって、ここでは現在の高金利現象の性格の一端を示していると思われる点、すなわち長短金利の逆ザヤ現象および公定歩合と短期市場金利の乖離についての、みていくこととする。

(長短金利の逆ザヤ現象)

まず長短金利の逆ザヤ現象は米国においてみられる特色

である。長期国債(10年以上)と T. B.(3ヵ月)の市場レートをとってみると、昨年12月以来ほぼ一貫した逆ザヤ現象を看取することができる。ただ、こうした現象が金融引締め時にはむしろ常態であることも事実といえよう。短期金利が景気循環に対応して敏感に変動するのに対して、長期金利の変動はさほど敏感には景気循環に対応しないからである。

まして今回のように金利水準が異常な高さに達すると、先行き金利は低下しようとの予想が生じ、長期要資を短期借入れの繰り回しでまかなおうとする傾向が強まる。一方、資金の供給面では長期証券投資の有利性が認識されて長期市場へ流れようとする要因が働くため、短期金利への上昇圧力が一段と強くなるわけである。

しかし、今回の場合には、公定歩合引上げ以前から長短金利の格差がかなり縮小しており、このため景気過熱化によって短期金利が上昇するや、いはやく長短金利の逆ザヤ現象が現われることになった点を特色として指摘できる。このような傾向は、米国の金融政策が国際収支対策の観点からこれまで短期金利を比較的高めに保つよう運営されてきたことによるものといえよう。事実短期金利は「規程Q」の改訂による最高限度の再三にわたる引上げもあって高めに維持され、一方長期金利は、長期国債(5年以上)の発行利率が4.25%に規制されていることや、景気上昇過程を通じて企業が投資を内部留保で十分まかないえたことなどによって比較的安定裡に推移してきた。この結果、長短金利の格差は漸次縮小し、1965年中には年利で0.5%以内にまで接近していたのである。

(公定歩合と短期市場金利の乖離)

公定歩合と短期市場金利の乖離は米国のみならず欧州主要国にもみられる現象である。米国の主要短期金利(B. A., フェデラル・ファンド)は8月下旬現在公定歩合を1.5%前後上回っており、西

ドイツでも7月央のコール・レートは公定歩合を1%以上上回った。

前回の金融引締め時においては、米国では公定歩合と短期市場金利との乖離はおおむね1%以内にとどまり、しかもフェデラル・ファンドは、1958年9月から1959年9月までの1年間、4回にわたる公定歩合引上げとほぼパラレルな動きを示していた。また西ドイツにおいても、その乖離は最高時で1%弱にとどまっていた。

このように、今回の金利上昇過程で公定歩合と短期市場金利との乖離の幅が比較的大きいということは、取りも直さず短期金利の上昇圧力がいかに強いかを示すものである。

こうした上昇圧力は畢竟各国の景気過熱の現われであるから、本来ならば市場の実勢に追随して公定歩合を引き上げてもしかるべきものといえよう。しかし、公定歩合の引き上げが経済界に及ぼす心理的影響の強さなどを考えれば、すでに公定歩合の水準そのものがきわめて高いところにある現在、再引上げを実施しこの乖離を是正することは多くの国でむずかしい情勢となっている。現に米国では、T. B. レートが公定歩合を1%以上上回る異常な状態が続いていながら、再引上げに対しては議会筋の強い抵抗があるといわれている。こうした政治的理由から、米国の公定歩合はいわば名目化しているが、このような例は他にも決して少なくないように思われる。

(ロ) 金利上昇過程にみられる特色

昨年末以降の金利上昇テンポは確かに急速であったが、これを前回の金融引締め時と比較すれば現在までのところ前回以上に急テンポであったとは言いがたい(第1~4図)。上昇幅の点でもほぼ前回並みであり、米国の場合は前回の上昇幅の方がむしろ大きい(58年央から60年初めまでの間、公定歩合は2.25%、短期市場金利は3.5%方上昇)。ただ今回の金利上昇過程で注目される点は、米国

における C.D. 金利の主導性と欧州における長期金利の上昇ぶりである。

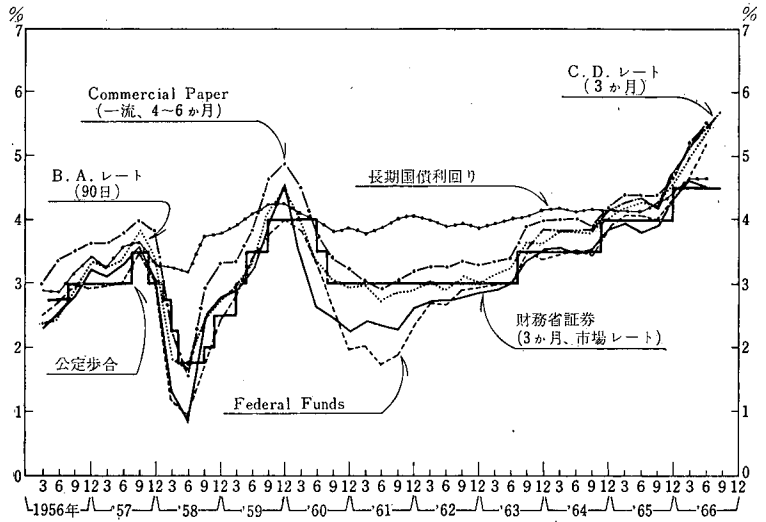
(C. D. 金利の主導性)

米国における今回の金利上昇過程では、C.D. 金利と「規程Q」の改訂が主導的役割を果たしたとみることができる。すなわち、昨年12月、C.D. 市場レートは「規程Q」による金利の最高限度一杯の水準に達していたため、期限の到来した C.D. を大量に抱えた銀行は、最高限度(90日以上4.5%、90日以内4.0%)が引き上げられない限り C.D. 更新が困難となり、このため銀行流動性の大幅低下を招き兼ねない事態に立ち至っていた。

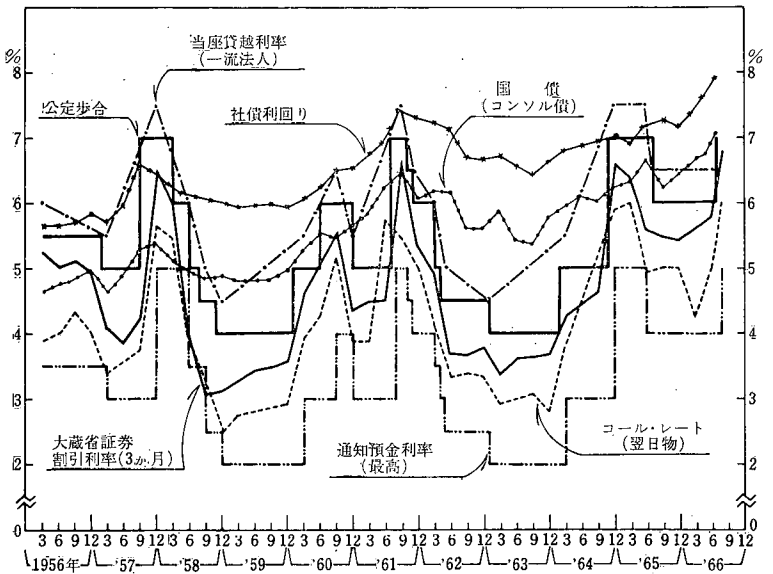
このような事態こそさる12月に「規程Q」を改訂し、金利の最高限度を引き上げた最大の動機の一つであった。この結果、流動性低下を避けんとする銀行が競って C.D. 金利を引き上げることとなり、これが C.D. と競合関係に立つその他の短期市場金利や、商業銀行と預金吸収面で競争関係にある貯蓄金融機関預金金利などの上昇を誘発することとなった。そして、貸出金利の上昇には、資金需要の強さに加えて、こうしたいわば金利面でのコスト・プッシュがかなり大きく影響したといえる。また、金融政策の面からみても、C.D. の導入によって銀行は流動性の低下を回

避でき、その分だけ貸出需要に応じうることとなったため、所期の効果を達成するためにはいっそう引締め政策を強化する必要を生じ、この面から金利上昇を助長したといえる。このような過程は、「規程Q」が低位に釘付けされ、また C.D. そのものも銀行の資金調達手段としてさほど利用されていなかった前回の金融引締め時には見られな

(第1図) 主要金利の推移(米国)



(第2図) 主要金利の推移(英国)



ったものである。

(長期金利の先行)

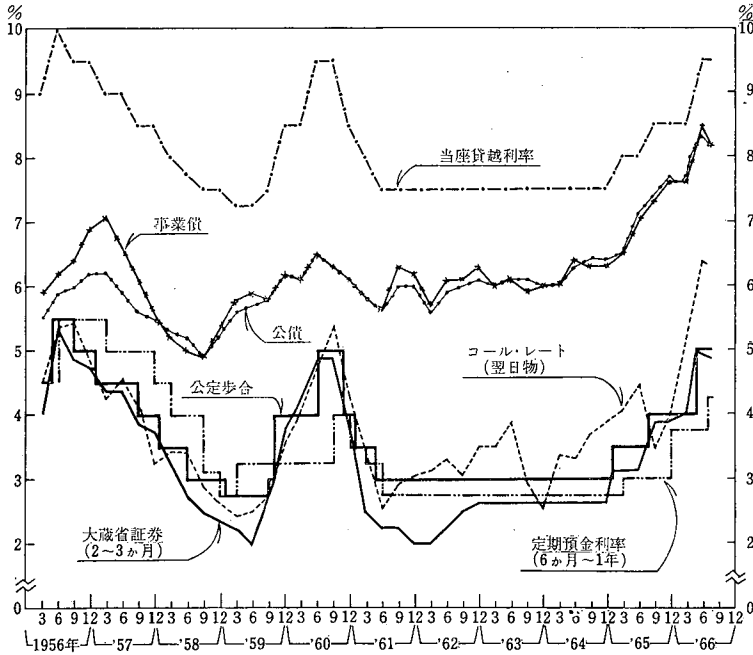
欧州における長期金利がかかってない高水準にあることは前述した。前回の金融引締め時(60~61年)においても、長期金利はかなりの上昇を示したが、それは短期金利の上昇とほぼ歩調を合わせていた。ところが今回は、英国と西ドイツの例をとってみると、むしろ短期金利よりかなり先んじ

て上昇している(第2~3図)。英国では64年第4四半期から長期金利が上昇の軌道に乗り、西ドイツでは65年初から早くも上昇基調に転じているのに対し、短期金利はそれぞれ本年4月および昨年12月から上昇し始めている。

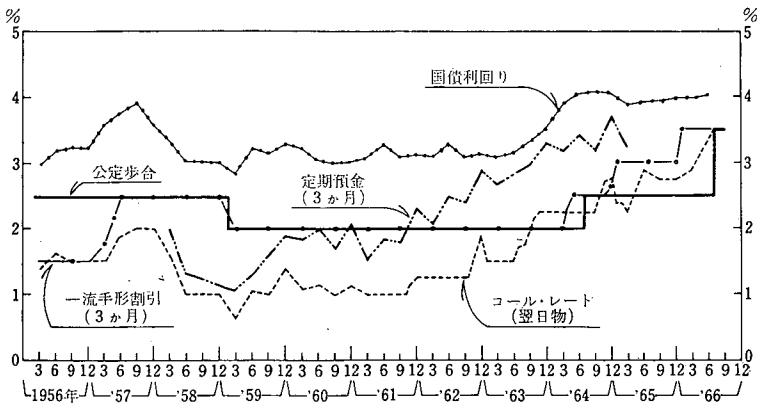
ロ、金利上昇の国際的な波及現象

今回の金利上昇過程で、海外高金利の影響によって国内金利が上昇するという意味での国際的な

(第3図) 主要金利の推移(西ドイツ)



(第4図) 主要金利の推移(スイス)



波及現象がみられたことは、現在の高金利現象の特色の一つである。開放体制の下にあって、一国の経済情勢の変化が他国に影響を及ぼすのは当然のことではあるが、今回の金利上昇については、それが比較的明瞭に看取されたという点に特色がある。

もとより金利上昇の態様は国によって相異しており、その要因にも国ごとに異なる事情があるが、少なくとも現象的には、次のような金利上昇の連鎖反応を指摘することができる。すなわち、米国の金利上昇とドル防衛策がユーロ市場における金利上昇を通じて西ドイツの金利上昇に拍車をかけ、西ドイツの高金利がベルギー、スイス、スウェーデンなどの欧州諸国の金利上昇を促し、これら周辺諸国の高金利に対応すべく英国も公定歩合引上げを実施した、という一連の動きがそれである。

こうした高金利の国際的波及現象を最も端的に印象づけ

るのは、昨年末以降欧米主要国で相次いで実施された公定歩合引上げの動機として、対外的配慮がかなり強く働いたとみられる点である。5月以降公定歩合引上げを実施した欧州諸国が公式に発表した公定歩合引上げに関する声明文は、ニュアンスの差こそあれ、いずれも国際的な金利上昇を公定歩合引上げの背景にある要因の一つとして掲げており、金利政策上対外的な配慮がかなり強く前面に押し出されてきたことを示している。

ハ、経済拡大テンポの鈍化と金利上昇

西ドイツ、英国、ベルギー、スイスなどの欧州諸国ではこのところ景気の鎮静化傾向がみられ、経済の拡大テンポは鈍化しつつある。それにもかかわらず、これらの国でも金利上昇が顕著である点は今次高金利現象の大きな特色といえる。

上記諸国には、一様に、賃金上昇を主因とするコスト・インフレ傾向が現われているが、これに対処すべき所得政策はまだ十分に効果を発揮するまでに至っていない。しかも、これら諸国では財政支出が引き続き増大し、その要資調達のため公共部門の起債需要が著増していた。この結果、インフレ抑制策はもっぱら金融引締め政策にたよることとなり、公共部門の起債需要とあいまって金利を上昇させることとなったのである。この点は、今回の高金利現象が必ずしも景気循環的要因のみによってもたらされたものでないことを示すものといえよう。

2. 高金利をもたらした背景

高金利現象が昨年12月を契機として突如生じたものでないことは言うまでもない。それは、すでに1960年代にはいつて以来の傾向であり、近くは、1963年7月に米国が公定歩合を引き上げて以来の傾向ということもできる。そこで、現在の高金利現象の要因分析にはいる前に、ここ2～3年来の推移を一瞥しておこう。

60年代にはいつてからの米国の金融政策は、いわゆるニュー・エコノミックスの思想に基づき、国際収支の許容する範囲内で経済成長を促進するため金融を緩和基調に保つ役割をになってきた。しかし実際には、資本流出を主因として国際収支は赤字基調をたどり、このため金利は高目に維持せざるを得なかった。1963年7月に実施された公定歩合の引上げも、準備通貨としてのドルの信認を維持するために採られたドル防衛策の一環であった。

一方欧州では、1963年から64年にかけて各国で景気過熱の様相が強まり、フランス、イタリアがいちはやく調整過程に転じたほか、その後1964年央から年末にかけて各国で公定歩合が引き上げられた。こうした情勢の中で、米国はドル防衛強化の見地から、欧米金利差縮小のため同年11月、英国に追隨して再び公定歩合引上げを実施した。このように、1964年末までの米国の公定歩合引上げは、もっぱらドル防衛策の見地から採られた措置であった。1965年にはいると、欧州諸国では、フランスとイタリアを除き、依然として衰えをみせない消費と投資の増加によって過剰需要が増大するとともに、次第にコスト・インフレの様相が濃化した。米国についても、ベトナム動乱の拡大に伴って民間投資が著増し、生産余力の縮小とあいまって景気は過熱化の様相をおびるに至り、米欧相呼応して過剰需要に見舞われることとなったのである。

このような経過を背景として生じた最近の世界的な高金利がどのような要因によってもたらされたかは、国ごとに複雑多岐にわたっており、その主因を端的に示すことは容易でない。したがってここでは、その内でも基本的な要因と思われるものから検討を加えていこう。

(1) 基本的要因

イ. 国内面での要因

(過剰需要)

前述のとおり、1965年第4四半期から本年第1四半期にかけて、欧米主要国はほぼ例外なく過剰需要圧力に見舞われていた。すなわち、ここ数年来続いている可処分所得の増大がそのまま個人消費の増加に反映し、民間設備投資の活発化に加えて、国によっては財政支出が著増を示すなどほとんどの国で総需要が膨張した。一方供給面では、労働需給ひっ迫の度合いがますます強まり、また設備稼働率の上昇もあって生産余力は目に見えて縮小した。こうした実体経済の需給ひっ迫を反映して、物価は上昇し、市場金利も上昇して景気は過熱化の様相を濃くしてきたため、金融政策は引締め度合いを強化してきたのである。

このようにみれば、現在の高金利現象が過剰需要による景気の過熱化に基因し、さらに金融引締め政策の強化によって拍車をかけられたといっても過言ではあるまい。ただ、その程度は各国の景気情勢に応じて異なることに注意しなければならない。こうした景気循環的側面が最も顕著に現われている国は、言うまでもなく米国であり、そしてカナダ、オランダなどの諸国である。

米国では、65年秋以降実体経済の需給ひっ迫の度合いが一段と強まり、市場実勢金利は早くも上昇を示していた。すなわち、供給面では設備操業率、労働余力ともほぼ限界に達し、また需要面でも設備投資の急テンポな増大に加えてベトナム軍事支出が著増した。こうした需給関係のひっ迫やそれを映じた物価上昇を抑制するため金融政策は徐々に引締めへと転じ、12月の公定歩合引上げに至ったのである。本年にはいっても景気の過熱傾向は改まらず、むしろインフレ懸念が一段と強まった。このため金融引締め政策はますます強化されることとなった。たとえば、加盟銀行の自由準

備は公定歩合引上げ直前(65年11月)の-83百万ドルから、最近では-400百万ドル(66年9月9日)にまで落ち込んでいる。このような情勢の下では金利が急速に上昇するのはむしろ当然の成り行きであったといえる。

オランダの場合も同様で、本年にはいって民間設備投資の活発化および財政支出の増大により一段と過熱化傾向が強まり、オランダ銀行は市中貸出規制を通じて引締め政策を強化した。それにもかかわらず銀行貸出の増勢は収まらず、金融市場はひっ迫を続け、公定歩合引上げ後も金利は一段と上昇を示している。

(公共部門の資金不足)

押し並べて増大した需要項目の中でも、財政支出(地方財政を含む)の増大は金利の上昇にとりわけ大きな影響を及ぼしたと思われる。社会資本投資への恒常的な需要増と傾向的な減税措置とによって、多くの国で財政は資金不足に陥った。このため、市場経由の財政資金調達が増大して金融市場を必要以上に窮屈化させ、金利上昇を促したのである。財政支出の増大傾向は多くの国でみられる現象であるが、特にこれが金利面に強く反映しているのは、西ドイツをはじめとした欧州諸国である。

英国および西ドイツは、他の欧州諸国に比較して相対的に設備投資の増勢が鈍化し、経済の拡大テンポは落ちているが、地方公共団体を含めた財政支出は個人消費とともに増加を続けてきた。そして西ドイツでは、65年中に大幅減税を実施したこともあって、中央・地方公共部門の資金ポジションが1962~64年の年率約50億マルクの資金余剰から65年には17億マルクの資金不足へと著しく悪化した。この結果公共部門の起債需要は著増し、起債総額に占める公共部門起債額の比率は1961年の9%から65年には17%へと大幅に上昇した。しかもこうした公共部門の資金需要はあらかじめ確

定された事業計画に基づくものであり、一般に金利水準の変動にはさほど影響されないため、資本市場の金利水準は上昇の一途をたどり、これがひいては金利水準全般を押し上げることとなったのである。同様のことがオランダについてもいえる。オランダの資本市場も本年にはいつて一段とひっ迫の度を強め、長期金利は最近に至るまで一貫して上昇基調にある。このような状態が、民間の起債需要以上に公共部門の資金需要の増大を反映していることは明らかであり、このため最近では民間企業の起債が困難に陥る例も多いといわれている。さる8月に新規長期国債が応募者利回り7.06%で発行されたのに対し、国際的企業であるフィリップス社が国内の起債を断念した事例など、この間の事情を物語るものといえよう。

短期金利の面でも、英国における地方自治体短資市場の金利のごとく、地方公共団体の旺盛な資金需要を反映して年初来かなりの上昇ぶりを示している例もある。

(企業の外部資金への依存度増大)

過剰需要と並んで各国の金融政策を引締め強化の方向へ進ませたのはコスト・インフレ傾向である。賃金と物価の上昇は多くの先進工業国が当面している重要問題であるが、これが高金利現象の一つの主要な要因となっていることも見過ごすわけにはいかない。

欧州主要国では賃金引上げを主因に企業の生産コスト上昇が目立ち、しかも各種の物価対策や国際競争の激化という事情からそれを価格に転嫁することができず、企業収益の低下傾向が現われている。かくて、企業は内部留保の減少を余儀なくされ、合理化、近代化のための旺盛な投資需要をまかなうには勢い外部資金への依存度を強めざるを得なかった。このような企業部門の資金不足は、本来ならば、金融メカニズムを通じてそれに対応する個人部門の資金余剰により補てんされる

はずのものである。しかしながら、個人貯蓄層が流動性の高い貯蓄形態を好むといった資産選好の傾向やこうした資金の流れの変化に直ちには適応しにくい金融機構の仕組みなどによって、貯蓄資金から投資資金への円滑な移転が妨げられたため、企業の外部資金への依存度がそのまま金融市場に対する圧迫材料となって金利を上昇せしめたのである。

以上述べたような公共部門および企業部門の資金不足と金利上昇との関連は、社会資本の不足や労働需給といった構造的な要因に根ざすものである。景気循環的な側面のほかに、こうした構造的な要因をも内包しているところに、今回の高金利現象の複雑な性格がうかがわれるといえよう。

ロ、政策面からの要因

金融引締め政策が各国の金利上昇傾向に拍車をかけたという点は前述した。すなわち、過剰需要圧力の抑制がもたら金融政策を通じて行なわれ、これに対して財政政策はもっぱら需要圧力を強める方向で運営されてきたというのが、最近までの欧米主要国の実情であった。ブンデスバンクのプレッシング総裁が、“あたかも片方の足でブレーキを踏みながら、今一方の足でアクセルを踏み込む”ような状態だとして、放漫な財政政策を非難したのもそのためであった。しかしながら、金融政策とでもとより万能ではない。景気の過熱化が設備投資の急増に起因する場合には、金融引締め政策が需要抑制策として有効であることは明らかであるが、これについても昨今のように企業が手元流動性の取りくずしで投資を継続する場合には、その効果に時間的なズレを考慮すべき必要が常に生ずる。まして民間投資のほかに、財政支出や個人消費が需要の増大をリードしている場合には、金融引締め政策の効果にはどうしても限界を生ずることとなる。今回欧米諸国が当面した過剰需要圧力はまさにこの型であり、したがってその

需要抑制には増税をはじめとする財政政策の発動があつてしかるべき性格のものであつた。もっとも財政政策の必要性はつとに認識されていた。欧州では1964年に、EEC委員会が各加盟国の歳出規模増加率を実質国民所得の増加率の範囲内(平均5%)に収めるよう勧告しており、米国における増税論議もすでに前年から聞かれていたのである。しかしながら、種々の政治的理由によって、事態は全く逆の方向に進展し、財政支出は増大し続け、前述したように景気過熱の最中であつて減税を実施する国まで現われた(西ドイツ)。この結果景気抑制策はもっぱら金融政策の負担となり、金利は上昇を速めたのである。また、すでにみたように、過剰需要のみならず賃金物価の上昇によるコスト・インフレの抑制まで金融政策が負担せねばならなかつたことは、経済成長が鈍化傾向にある国の金利上昇をも助長することとなつたといえよう。

さる6月に公表された国際決済銀行の第36回年次報告はこの点について欧州諸国には財政支出の削減を、そして米国には必要に応じて税率を変更しうる権限(いわゆるレギュレーター)を政府に認めるよう勧告している。高金利現象のいわば直接的な要因となつた金融引締め政策の過重な負担をポリシー・ミックスの円滑な運用で軽減すべきだとするこの勧告の趣旨は、以上述べた点を考慮すれば、誠に當を得たものといわねばならない。

ハ、対外的配慮

米国の昨年12月の公定歩合引上げは、一般にはドル防衛策として採られた前2回の公定歩合引上げと異なり、むしろ国内景気の過熱化に対処して行なわれたといわれている。しかし、同時にドルの信認維持という対外的配慮が働いていたことも否定できないであろう。公定歩合引上げ実施の際発表された声明文からも、この対外的配慮を十分に読みとることができる。

一方、英国の今次公定歩合引上げに国際収支面への配慮が強く働いていたことは、言うまでもなからう。公定歩合が「危機レート」といわれる7%に達したのは1957年9月、1961年7月、1964年11月および今回の4回であるが、そのいずれもがポンド危機の回避を当面の目的としたものであつた。

これら準備通貨国以外の国においても、最近の公定歩合引き上げには対外的配慮がかなり重要な要素となつていたといえる。米国と同時に公定歩合引上げを実施したカナダでは、本年3月米国のプライム・レートが引き上げ(5.0→5.5%)られるや、即刻再度の公定歩合引上げを行なつたが、これが、短資流出抑制という配慮に基づく措置であつたことは否定しがたいように思われる。国際収支の悪化に直面していた欧州諸国のうちでも短資の流出基調が強まっていた西ドイツやスイス、ベルギーなどにおける公定歩合引き上げには、国内的要因に基づくと同じ程度に、あるいはそれ以上に、こうした対外面への配慮があつたことは、前記のとおり、公定歩合引上げに関する声明文からも明らかである。

そして、国際収支対策としての公定歩合引き上げを比較的容易にしたのは、1961年当時の西ドイツや1964年までの米国にみられた対内均衡と対外均衡との矛盾が今回は生じなかつたためといえよう。

ただ、国際収支の赤字に悩む米英両準備通貨国が国際収支対策として公定歩合引上げを実施したことはともかくとして、これまで黒字を累積してきた欧州諸国までが短期的な国際収支の逆調を一つの理由として引上げを実施したことは、国際収支の調整過程ともからんで今後検討を要する問題であろう。

(2) 金利上昇の国際的な波及のメカニズム

以上述べたように、現在の高金利現象は基本的

には需要・コストの両面からするインフレ圧力に起因するものである。しかし同時に、対外的配慮の増大というかたちで現われているように、国際的に金利上昇が波及したこともまた事実といえる。そこで次に、このような国際的な波及現象をもたらしたメカニズムについてみてゆこう。

イ、国際的な資本移動の活発化

1958年に欧州諸国が通貨の交換性を回復して以来、これらの諸国では漸次為替制限が緩和され、国際間の資本移動もそれに伴ってより自由なものとなってきた。欧州の資本市場は、もとよりいまだ一つの独立した市場としての条件を完全に備えてはいないが、しかし経済の成長に伴って各国の資本市場も漸進的に規模が拡大され、今や全体として米国市場に代わりうるところまで発展を遂げている。OECDの統計によれば、新規外債発行を市場別にみると、1963年に欧州で3.8億ドル、米国で12.7億ドルであったものが、64年には7.6対7.5億ドル、65年には10.6対8.9億ドルと比重が逆転している。このことは、利子平衡税をはじめとする米国の国際収支対策が米欧間の資本移動にいかにか大きな影響を及ぼしたかを示すものであるが、同時にEEC諸国における経済統合の進展とともに欧州諸国の資本市場が拡大し、これら諸国相互間の資本移動が活発化していることをも暗に示すものといえる。

国際短資移動も主要国の交換性回復以後、これら諸国における銀行の短期資本取引の自由化に伴って、年ごとに活発化してきた。なかでも、代表的な国際短資といわれるユーロ・ダラーは、僅少な金利差に敏感に反応することで知られているが、こうした国際短資の移動が大規模になるにつれ、各国の国際収支に及ぼす影響も無視しがたいものとなってきている。1961年に西ドイツが国内の景気過熱と国際収支、特に資本収支の大幅黒字を抱えて政策運営に苦慮したことや、最近ではさ

る6～7月に英国を見舞ったポンド・アタックなどは、いずれも国際短資の大量かつ集中的な流入に影響されるところが大であったといえる。

こうした国際資本移動の活発化により、各国の国際収支は経常収支のみならず資本収支面からの影響によっても、赤字・黒字の振幅を拡大することとなった。そしてこれが、前述した金利政策面で対外的配慮の比重を高める一因となったのである。

為替管理などにより国内金融市場と国際金融市場とをある程度遮断しているフランス、イタリアなどがさほど海外高金利の影響をこうむっておらず、より国際性の強い西ドイツ、オランダ、スイスなどが高金利の影響をまともに受けている事實は、もとより各国の景気情勢を反映したものとはいえ、同時に現下の高金利現象の底流にこうした国際資本移動の自由化、活発化が大きな背景として存在することを物語っている。

ロ、ユーロ・マネー市場の発展

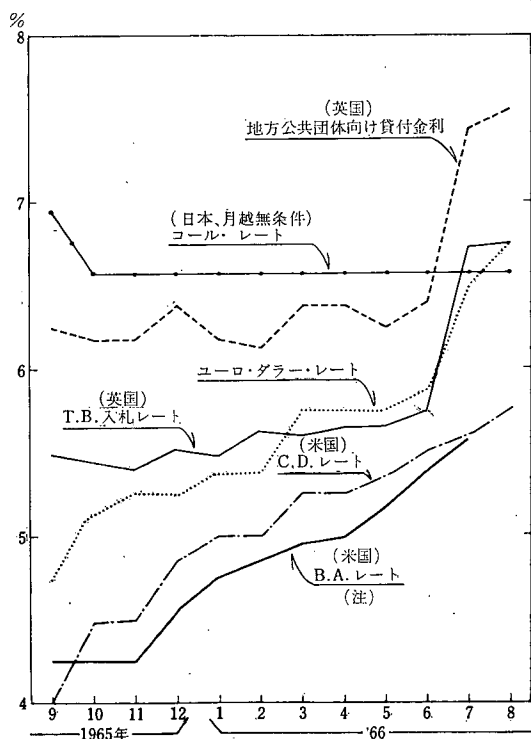
近年、ユーロ・マネー、特にユーロ・ダラー市場は著しい発展を遂げているが、このユーロ・ダラー市場が大陸諸国間の金利平準化過程(transmission process)で重要な役割を演じたことは否定できない。そこで以下、ユーロ・ダラー市場の最近の発展などを中心に国際的波及現象のメカニズムを概観してみたい。

米国の国際収支赤字が継続するにつれて欧州諸国におけるドル残高は累増し、しかも米国の預金金利が「規程Q」によって相対的に低く押えられていたため、ドル保有者は米国外でのドル運用を選ぶこととなり、ユーロ・ダラー市場は年々その規模を拡大してきた。国際決済銀行の推定によれば、1965年末の資金量は約95億ドルに達したとみられている。そしてこのユーロ・ダラーは、各国間の金利差に対しきわめて敏感に反応することで知られている。

ユーロ・ダラー金利は、一般に、米国における「規程Q」を下限としドル借入コストを上限とする幅のなかで決定されるといわれている。しかし実際には、米国および欧州諸国などの主要金利や直先為替相場、国際収支の先行き見通しなど数多くの要因がからみながら決定されてくるので、金利決定要因をひとこと言うことは困難であろう。ただ、最近のユーロ・ダラー金利の足取りをみると、それが米国のC.D.金利の動きとかなり密接な関連をもつことが看取される。

(第5図)

ユーロ・ダラー金利とその他金利の推移



そして、このユーロ・ダラー金利は欧米間の金利差を平準化すると同時にいわば媒介者として一方の金利水準変動の影響をそのまま他方へ伝ばせしめる機能をも果たしているのである。一例としてロンドン市場におけるユーロ・ダラー金利と米国のC.D.金利および英国の地方公共団体向け貸付金利^(注4)(いずれも3か月)の動きをみると、昨年11月末から本年8月下旬までの上昇幅はC.D.が1.3%、ユーロ・ダラーが1.5%そして地方公共団体向け貸付金利が1.4%である。そして、月々の変動には、C.D.の上昇傾向がユーロ・ダラーに拡大されて反映し、それが地方公共団体向け貸付金利にも影響するといえるような一連の動きを見ることができる(第5図)。また、ユーロ・ダラーはコール取引にも活発に利用されているが、その場合の金利がとりわけ米国のフェデラル・ファンド・レートと密接な関連にあることは周知のとおりである^(注5)。

このように、ユーロ・ダラー金利は各国の金利水準を敏感に反映する反面、市場の発展に伴い各国の国内金利から独立した国際金利ともなっている。そしてこれが一種の基準金利としての役割を果たすこととなり、資本移動の自由化や移動の規模の大型化とあいまって各国の国際収支にかなりの影響力を及ぼすようになってきたのである。

さらに、金利上昇の国際的波及に関連してとりわけ注目される動きは、このところユーロ・ダラー市場から米国への資金還流が目立って増大していることである。すでに昨年、米国国際収支

(注4) 地方公共団体を取り手とする短期貸付金 deposit loan の金利。地方自治体短資市場は、伝統的な短資市場とは独立して近年とみに発達し、ことに海外短資との結びつきが強い。

(注5) フェデラル・ファンドとの関連で、木曜日の1日物ユーロ・ダラーには15%以上の金利が支払われる。すなわち、木曜日にユーロ・ダラーを取り入れた米国銀行はこれを米国の本店に送金する。本店は金曜日にこの資金を連銀への準備金積立として使用するかあるいはフェデラル・ファンドとして運用する。金曜日に米国銀行は clearing money を取り入れてユーロを返済することになるが、clearing money の決済は翌営業日(すなわち月曜日)となるため、土、日、月3日間のフェデラル・ファンド金利に相当する金利を節約できることとなり、木曜日の1日物ユーロに対して上記3日分の金利に相当する金利を支払うことになるわけである。

対策の一つの効果としてこの資金引揚げが顕著となっていたが、昨年中はイタリアによる大量の資金放出によってユーロ・ダラー市場の規模そのものはむしろ拡大した。しかし本年にはいつてからは、イタリアの資金放出が減少したことに加え、米国における銀行流動性の低下を反映して米国のユーロ取入れが一段と積極化し、これがユーロ・ダラー市場ひっ迫の主因となっている。

いずれにせよ、このように米国がユーロ・ダラーの積極的な取り手に転じたことは、欧州主要国の短期資本収支に軽視しえない影響を及ぼしたとみられているのである。

ハ、欧州資本市場と米国の直接投資規制

金利上昇の国際的波及をもたらした背景の一つとして米国の国際収支対策、特に直接投資規制をあげることができよう。ジョンソン・メジャーとして知られるこの投資規制によって、米国の海外投資は新規資本参加はもとより、在外子会社に対する送金に至るまで規制されることとなった。このため欧州にある米系子会社は必要資金の現地調達を余儀なくされ、欧州各地の金融市場に新たなひっ迫要因を加えることとなったのである。特に著しい影響をこうむったのは起債市場であった。

OECDの統計によれば、1965年より始まった欧州における米系企業・子会社の新規起債は同年中341百万ドルに上ったが、本年にはいつてからの起債需要は著しく、1～5月間すでに前年の総起債額に匹敵する329百万ドルの社債が発行されている。前年同期の起債額が28百万ドルであったのと比較すれば、直接投資規制の影響は歴然たるものがある。

そして、こうした米系企業・子会社の起債増大

が欧州主要資本市場、なかんずく西ドイツ資本市場をひっ迫させ、長期金利を著しく上昇せしめたこともまた疑いのないところである。

3. むすび

以上述べたように、現在の高金利現象は基本的には過剰需要に根ざすものといえるが、同時に労働需給のひっ迫や企業の外部資金への依存度増大といった構造的な要因もこの現象の底流に存在している。そしてこのことは現在の高金利が早急には是正され得ない性格のものであることを示しているといえよう。さらに、昨今のドル・ポンド両準備通貨の動揺や国際収支の赤字にきわめて敏感な欧州諸国の動きを背景として、金利政策面では対外的配慮の比重が増大してきている。こうした事情を考慮すれば、今後高金利が解消の方向に向かうにしても、その動きが妨げられる可能性も少なくない。

とすれば、今後のわが国国際収支、なかんずく資本収支の動向を考えるに当たって、従来以上に海外金融情勢の変化を配慮してゆかねばなるまい。

一方、政策面をみるならば、現在の高金利現象はポリシー・ミックスの重要性を改めて認識させたといえる。高金利問題を解決する基本的方向がインフレ傾向の抑止であることは言うまでもない。そして、これまで金融政策に課されてきた過度の負担が金利上昇に拍車をかけた点を考慮すれば、今後のインフレ対策には政策手段の多様化、特にポリシー・ミックスの弾力的運用こそが不可欠の要件であるといえるのである。

(付表1)

主要国の金利水準

(昭和41年8月現在。上段は昨年12月現在。)
(単位・年利、%)

| | 米 国 | カナダ | 英 国 | 西 ド イ ツ | フ ラ ン ス | イ タ リ ア | オ ラ ン ダ | ベ ル ギ ー | スイス | スウェ ーデン | 日 本 |
|---------------------|---|------------------------------------|------------------------------|--|--------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---|
| 公 定 歩 合 | 4.5 4.5 (割引・ 貸付) | 4.75 5.25 (割引・ 貸付) | 6.0 7.0 (割引・ 貸付) | 4.0 5.0 (割引) | 3.5 3.5 (基準割引) | 3.5 3.5 (割引・ 貸付) | 4.5 5.0 (割引) | 4.75 5.25 (割引) | 2.5 3.5 (割引) | 5.5 6.0 (割引) | 5.475 5.475 (商手割引) |
| (実施日) | (‘65. 1. 26) | (‘66. 3. 14) | (‘66. 7. 14) | (‘66. 5. 27) | (‘65. 4. 8) | (‘58. 6. 7) | (‘66. 5. 2) | (‘66. 6. 2) | (‘66. 7. 6) | (‘66. 6. 10) | (‘65. 6. 26) |
| 短 期 市 場 金 利 | 4.625~ 4.75 | 3.5 | 4~5.625 | 3.5~4.0 | 4.48 | … | 3.47 | 4.15 | 2.95 | … | 5.48 |
| コール・レート (翌日物) | 5.875~ 6.25 (9/8 フェデラ ル・フア ンド) | 5.125 (8/3) | 5.375~ 6.625 (8/25) | 4.875~ 5.125 (8/24) | 4.875 (8/26) | … | 5.13 (7/15) | 3.90 (8/22) | 3.75 (7/22) | 8.0 | 5.48 |
| T. B. レート (3か月物) | 4.731 5.40 (9/15 入札) | 4.54 5.06 (8/3 入札) | 5.53 6.75 (8/26) | 3.875 4.875 | 2.5 2.5 | 3.63 3.63 | 4.29 4.94 (7/15) | 4.75 5.30 (7/15) | 4.00 4.25 (7/15) | 5.78 6.82 (6/24) | 5.658 5.658 |
| B. A. レート | 5.0 6.0 (8/25 3~6か 月最高) | — | — | 3.969 5.219 (5/27以降) | — | — | — | — | — | — | — |
| 市 中 貸 出 金 利 (短期) | 4.5 6.0 (プライ ム・レ ート) | 6.0 6.0 (最高) | 6.5~7.5 7.5~8.5 (当貸最高) | 8.5 9.5 (当貸最高) | … 5.35 | 7.0 7.0 (当貸最高) | … 6.0~ 6.5 | … 7.0 | … 5.25~ 6.0 | … 7.25~ 7.75 | 5.475 5.475 (標準金利) |
| 市 中 預 金 金 利 | | | | | | | | | | | |
| 普通預金(最高) | — | — | 4.0 | 0.375 | 0.5~ 1.125 | 0.5~2.0 | | 1.6 | … | … | 2.19 |
| 定期預金(ク) | 5.5 5.5 | 5.0~ 5.25 5.25 (貯蓄預金) | 5.0 (7日通知) | 0.5 (当座最高) | 0.5~1.0 (当座) | 0.5~2.0 (当座) | 1.5 (当座、 7月) | 1.8 | … | 0.75 (14日通 知、7月) | 2.19 |
| | | | 4.75 | 2.0~ 2.75 | 3.75 | 3.75 | 5.0 | 4.2 | … | … | 5.5 |
| | | | 5.25 | 5.25 | 2.75 | 3.75 | 5.0 | 4.7 | 3.0~3.5 | 3.0 | 5.5 |
| | | | (1年以上) | (6か月~ 1年) | (1年以上) | (1年以上) | (1年、 7月) | (1年) | (貯蓄預 金、7月) | (6か月、 7月) | (1年) |
| 債 券 利 回 り | | | | | | | | | | | |
| 長 期 国 債 | 4.43 4.73 10年 以上 (8月第2週) | 5.44 5.80 10年 以上 (5月中) | 6.44 7.04 永久債 (7月中) | 7.41 8.13 10~ 20年 物公債 (8/24 7% 6%物) | 5.14 5.40 永久債 (6月中、 5%物) | 5.42 5.49 7~9年 (6月中) | 5.89 6.32 国債 (7月中) | 4.06 5.73 国債 (6月中) | 3.98 4.04 国債 (6月中) | 5.07 5.73 国債 (5月中) | … 6.841 7年 (新発債 の店頭 気配値) |
| 事 業 債 | 4.70 5.30 (8月第3週) | 6.0 6.5 (7/31) | 7.14 7.93 (7月中) | 7.41 8.15 (8/24 6%物) | 7.22 7.11 (6月中) | 6.51 6.36 (6月中) | … … | … … | … … | … … | … 7.41 (A格債) |

* はファースト・ナショナル・シティ銀行調べによる4月現在の短期貸出最低金利(優良企業向け無担保単名貸出金利で手数料等含まない)。