

を図る必要があるとの見地から、わが国が米国・英国・フランス・西ドイツ・オランダなど西側債権諸国に対して債権国会議の開催を強く提唱し、その実現をみたものである。本会議においては、①インドネシアがすでに支払い遅延している債務および1967年末までに支払い期限の到来する債務につき、支払い繰り延べを認めようとする日本側の提案が原則的に承認されたほか、②次回会議をきたる12月、パリで開催すること、③ソ連を債権国会議に招くこと、などが決定された。

一方、これよりさき、9月13日から3日間にわたり、東京で第3回アジア諸国開発銀行会議が日本開発銀行主催のもとに、アジア・大洋洲15か国の18の開発金融機関、アフリカ開発銀行のほか、わが国関係官庁、本行などの諸代表の参加により盛大に開催された。同会議は各国開発金融機関が、その共通する業務上の諸問題につき意見の交換を図る目的から開かれたものである。今次会議では、各国開発銀行の投融资のあり方、その政府との関係、外資調達問題などにつき活発な意見の交換が行なわれたほか、特に近くアジア開発銀行の発足(きたる12月1日から業務開始の予定)に伴い、各国開発銀行が資金調達、投融资、スタッフの育成などに新たな局面を迎えることになることから、それとの関係について忌憚なき意見の表明がなされるなど、多大の成果をあげた。

米国の財政措置と

今後の経済動向について

ジョンソン大統領は、9月8日議会でメッセージを送り、インフレーションと金利上昇に対処するため、次の5項目にわたる抑制強化措置を講ずる旨明らかにした。

(1) 機械設備に対する投資額の7%を法人税額から控除する措置の一時的停止(本年9月1日から68年1月1日までの発注分)——議会上に立法措置を要請

(2) 営業用建築に対する償却促進制度の停止(1)

と同期間に着工ないしは移転した分)——議会上に立法措置を要請

(3) 政府支出の1部削減(約30億ドル)

(4) 連邦準備当局および大銀行に対し金利上昇圧力の軽減方要請

(5) 政府関係機関の新規起債、保有金融資産売却の減額

上記措置の背景である米国経済の最近の動向は、次のとおりである。

(インフレ圧力の増大)

米国経済は引き続き過熱の度合いを強めている。7月および8月の生産指数は、0.9ポイントずつ上昇しており、第3四半期のGNPは、第2四半期の増加額(112億ドル)を上回る増加(130億ドル程度)となるだろうとの見方が一般的である。

このような経済拡大の主因は言うまでもなく、軍事支出と設備投資である。軍事支出は、各四半期ごと20~25億ドル(年率)増加しており、年間では前年比14~15%の増加になる模様である。

もとよりベトナム戦が経済に及ぼす影響は、今後の発展いかんにかかるところが大きい。しかし、「現在進行中の軍事ビルドアップが続けられるだけでも、軍事支出は1967年半ばに至るまで依然大幅の増加を続けることになる(ニューヨーク連銀月報9月号)」と見られている。

企業の設備投資は、インフレ圧力の第二の要因である。8月の政府調査によれば、66年の設備投資は前年比17%増が予定されている。今春以降の金利の大幅上昇、大統領による設備投資抑制呼びかけもさしたる効果を及ぼしておらず、民間の投資意欲は前回調査時(5月)と比べて一向に低下していない。旺盛な設備投資を映じ、機械業界の受注残高は前年比28%増(7月末)となっており、10ヵ月分の生産高に達している。これは輸入にもハネ返っており、1~7月間に機械設備の輸入は、前年比44%増(特に金属工作機械は89%増)という高水準を示している。

軍事支出、設備投資とならんで、最近では消費支出も4、5月の低調さを脱し旺盛さを取り戻して

いる。自動車売上げが回復をみせているほか、その他の耐久消費財の購買意欲も強く、雇用の増大、賃金上昇に伴う可処分所得の好調な増加とあいまって、消費支出を押し上げている（8月の小売高は前月比2%増、前年比10%増）。

このような実体面の需要圧力を反映し、機械設備の操業率は生産能力の増大にもかかわらず、依然93%と適正操業率(92%)を上回っている。またこれは、物価面にもハネ返っており、過去一年間に消費者物価は3.4%、卸売物価は3.8%(いずれも8月現在)上昇している。

(金融市場の現状)

需要圧力激化の兆候は、金融市場にもいっそう明らかに見られる。連邦準備制度は、6月末の定期預金準備率引上げ(4→5%)を契機に、金融引締め度合いを一段と強化してきたが、旺盛な投資活動を続ける企業からの資金需要はきわめて強く、相次ぐプライム・レートの引上げ、両建て預金の積み増し要求による実質金利の上昇も、資金需要を減退させるにいたっていない。この間銀行は、優良貸付先からの貸出要請に応ずるとともに、大口CDの残高減少にも備えて、手持ち証券の売却、フェデラル・ファンド、ユーロ・ダラーの取入れ、個人向けCDの増発などにより資金手当てを行なっている。このような銀行のしぶりが、以下に見られるような、各種の金利の上昇をますます助長している。

まず短期金利は、3～4月の中だるみのあといっせいに上昇をはじめたが、この傾向は6月末から一段と懸著になった。特に従来比較的安定を続けてきたTBレートは、6月末から急上昇をはじめ2ヵ月間に0.5%程度上昇した。またフェデラル・ファンドも1%程度上昇して、TBレートとともに公定歩合との格差を広げていった。

また中長期市場でも、一般的な金利上昇が見られるに至っている。これは、前述のような銀行による証券処分が一つの原因であるが、それとともに、政府関係機関(連邦住宅貸付銀行FHLB、連邦全国抵当協会FNMAなど)の債券発行が市

場を大きく圧迫している点も見のがせない。これら政府関係機関の起債は、今年になって急増しており、純資金調達額は本年上期中に35億ドルに達した(昨年同期13億ドル)。また起債と並んで、政府機関は保有資産(貸付け債権)の売却を行なっており、これも市場の負担となっている(この資産売却は、67財政年度の財政赤字補てん策として決定されたもので、本年7月から来年6月末までに42億ドルが予定されている)。これらの要因から、債券利回りは年初来シリ高傾向を続けてきたが、8月中ごろからは、抑制的財政措置の欠如から、今後ともますます金利が上昇するのではないかと心理的不安も加わって急上昇をみた。

また預金金利の上昇も続いており、大口CDでは、最短満期の30日物まで限度ぎりぎりの金利が一般的となっている。一方、個人向けCDの金利上昇も著しくなっているため、貯蓄金融機関(貯蓄貸付組合など)からの資金流出が続き、抵当金融向け資金の枯渇状態が続いている。

このような金融情勢の展開につれ、金融界、産業界はもとより、政界でもこれを問題視する空気が強くなった(たとえば、トルーマン元大統領は「現在の高金利が続けば、米国は深刻な不況に見舞われるかも知れない」と声明)。

連邦準備制度は、このような金融情勢に対処するため、複数満期をもつ定期預金付利限度の引下げ(7月20日)、定期預金準備率の引上げ(6月27日と8月17日の2回)、などを実施して預金獲得競争抑制に努めた。また9月1日には、加盟銀行に対して書簡を送り、企業貸出を控え、同時に債券市場に圧迫を加えるような手持ち証券の売却を控えるよう要望した。

しかしながら、このような高金利の根因は、インフレ対策を、過度に金融政策に依存していることによる面が大きい。この意味で、政府の財政政策を要望する声が高まっていたのであって、今回ジョンソン大統領が採った対策は、正しくこのような要望に応えたものであった。

新財政措置の効果

(実体面への影響)

ジョンソン大統領の新財政措置発表は、債券市場、株式市場にかなり良い効果を与えたようである。まず債券市場は、9月はじめころから、「大統領が新たな財政措置を採る」との見方が一般化するとともに強調に転じ、長期債利回りは低下しはじめた。また株式市場も上昇に転じ、9月15日には810ドル台(8月末は760ドル台まで低下)までもどした。

しかしこれら初期的効果は、いずれも心理的なものと呼べるだろう。より注目されるのは、今回の措置が今後実体面、金融面にどのような持続的効果をもつであろうかという点である。

ジョンソン提案の中心は何よりも、7%の投資控除の停止にある。投資控除は、1962年に設備投資の停滞、機械装置の老朽化に対処し、国際競争力を強化する目的で導入されたものであった。その後の持続的経済成長、法人税の大幅減税などにさきえられ、この設備投資促進策はかなり成功し、過去3年間、GNP成長率の2倍に及ぶ設備投資増加率を実現することになった。しかし現在では、前述のように旺盛な設備投資が経済にインフレ圧力を与えている。したがって、投資控除を1968年1月1日まで停止する目的は、これによる歳入増加をはかること(停止による増税額自体は、年間20億ドル程度と推定される)よりは、むしろ企業家に投資を延期せしめ、現在のインフレ圧力を緩和するところにある。

今回のジョンソン提案が議会を通過すれば、企業家は今後16ヵ月の間は、従来に比べ実質的に約7%高い機械を購入しなければならないことになる。この結果、企業の機械設備発注が押えられるかどうかについて、産業界の一部には「企業の設備投資計画は長期的なものであり、短期的に変更できない」と抑制効果を疑問視する向きもあるが、一般には投資控除停止は設備投資計画に変更をしい、機械発注に変化をもたらすだろうとみる向きが多い。時に鉄道、航空など固定資本投資の

多い産業にはかなり大きな影響を及ぼすものと見られ、この方面から議会へ強い圧力(一部産業に特例を認める修正要求)が加わっていると伝えられる。最近の発注のなかには、今後の需給関係のひっ迫、価格上昇を見越しての先走りの注文も多いと見られているが、今回の措置はこの種の発注態度にも影響を与えるものと期待できよう。

しかし注意しなければならないのは、たとえ発注の減少が生じたとしても、実際の生産レベルのスローダウンまでにはかなりの時間的ずれが予想される点である。現存する受注残高の高さからみて、新規受注にある程度の変化が生じたとしても工業生産自体は、今後とも増加を続け、全般的な需給ひっ迫は短期間におさまらないものと考えられる。鉄鋼業界が鉄鋼需要の見通しにつき、年内は好調、来年は今回の措置の影響からやや減退が見込まれるとしているのも、このような見方を裏書するものであろう。

ジョンソン大統領は、投資控除の停止のほか、営業用建築の償却促進制度の停止を提案している。営業用建築は機械受注と同じく急増(前年比27%増)を続けており、この分野に対する抑制的効果をねらったものである(停止による増税額自体は数億ドルと見込まれている)。

以上のほか、ジョンソン大統領は、約30億ドルに及ぶ政府支出の削減予定を明らかにしている。すでに15億ドルの削減が指令されており、現在議会で審議中の歳出法案が固まり次第、残りの部分の削減が具体化される模様である。削減額自体は比較的少額であり、また実現までには時間がかかることも予想されるので、インフレ抑制効果はあまり期待できないと見る向きもある。しかしこの支出削減を、本格的増税提案の下準備と理解する向きもかなり多い(議会で増税法案を通過しやすくするために、政府が支出削減努力を行なうのが今までの通例であり、今回の削減措置も同趣旨のものと考えられるわけである)。

以上、今回の財政措置が実体経済に及ぼす影響を総じて見ると、機械業界の需給ひっ迫状況を緩

和する選択的効果が予想でき、インフレ心理後退を助けることになると期待できる反面、経済活動全体のスローダウンまでにはかなりの時間がかかると予想され、全体としては今後しばらく現在の需要圧力が続くものと考えられる。

(長短期金利への影響)

次に、ジョンソン大統領は、金利引下げを連邦準備当局、大銀行に対して要請している。しかしこれに対する反応は少なく、現在の段階で金利水準の全般的低下をみることは期待できないとする見方が一般的である。

これに反し、大統領が財務省に対し、政府関係機関の起債および資産売却を制限するよう指示したことは、金融界にかなり歓迎されている。政府関係機関の資金調達に債券市場を圧迫していたため、ローザ前財務次官は「政府は中長期債市場での資金調達を控え、比較的インパクトの少ないTB市場で資金調達を行なうべきだ」との主張を行なったが、これは引受業者など市場関係者の一般的意見でもあった。

大統領の新措置発表後まもなく、ファウラー長官は「今後4か月の間政府関係機関は新規の資金調達(起債、資金売却の双方を含む)を控え、必要資金の調達は政府運営の信託基金で行ない、不足分は財務省自体の資金調達にたよる」旨発表した。したがって、今後債券市場においては、政府関係機関からの圧力は軽減する見込みである。また、前述の連銀書簡による警告もあって、銀行筋の手持ち証券売却もまた減少すると期待できよう。

一方、企業からの債券市場に対する圧力は増大すると見られる。それは、今回の財政措置が経済活動自体を押えるまでにはかなりの時間的ずれがあり、今後しばらく現在の資金需要が続くとみられるのと同時に、さきの連銀書簡の影響もあって銀行借入れはますますむずかしくなり、債券市場への依存が増大すると考えられるからである。しかし債券市場全体としては、需給関係は改善の方向に向かうとみるのが一般の見方である。

またジョンソン大統領は、今後の金利上昇を防ぐため断固たる措置(必要な場合は、本格的増税を含む第二次の財政措置)を採ることを明らかにしている。このことは、長期金利の先行き見通しを明るくものにしており、8月末ごろみられた金利上昇に対する不安を後退させている。以上資金の需給関係、市場予測の双方からみて、今後中長期金利が全般的に上昇する公算は少ないとみてよいであろう。

一方短期金利については、問題が残ると考えられる。今後政府部門全体の資金調達が、主として財務省によって行なわれる見込みであるが、長期国債については、4.25%という金利制限があるため満期の短い証券(主としてTB)での資金調達が中心となり、これが短期資金市場を圧迫するものと見られるからである(財務省は、政府関係機関起債の肩代り分を含め、年内に80億ドルの新規調達を行なう見込み)。

また、銀行筋の短期資金需要も増大すると考えられる。まず大口CDの解約が今後とも流動性圧迫要因となるほか、小口CDも今回の金利制限(「要録」参照)の結果競争力を失い、資金調達源としての意味を失ってゆくとみられ、銀行部門の資金不足が深刻になると予想されるからである。

以上のような理由から、今後しばらく、短期高、長期安の逆ザヤ関係が拡大する方向にあると考えられる。事実ジョンソン声明の後、二週間の間一般的な金融市場のひっ迫と今後予想されるTB増発を反映して、TB入札レートは急上昇し(3か月物5.155→5.586%)、長期金利との格差を広げた。

もちろん、長短金利の逆ザヤ関係が永続するものではない。今回の措置の景気抑制効果が遅れ、資金需要自体の鎮静化が遅れて、短期金利の高い状態が続くと再び金利先高懸念が生まれ、中長期金利の上昇が再開される場合も考えられる。このような事態を防ぐためにも、財政の支出削減により、政府部門の資金調達を削減し、TB市場への圧迫を軽減することが必要であろう。

(今後の問題点)

さきにもたように今回の財政措置が、現在の経済全体の需要圧力に即時的な抑制効果をもつことはあまり期待できない。しかし、財政によるインフレ抑制の第一歩が踏み出された意義は大きい。

従来財政政策は景気拡大にのみ利用され、景気抑制は主として金融政策のみに依存してきた。このため、景気調整のため財政を機能的に運用しようとしたニュー・エコノミックスは、現実の政治によって否定されてきた。今回の財政措置はニュー・エコノミックスの論理に一步近づいたものとみることもできよう。

また、ジョンソン大統領は議会提出中の歳出法案が固まり、ベトナム戦費の見通しが出たあとで、次の措置が必要であったら必ず実行すると約束している。一部には、政府はすでに所得税、法人税の増税方針を決定しており、中間選挙(11月8日)後に公表する見込みとも伝えられている。もしこのような予想どおり、必要な第二次の財政措置が早い機会に採られることになれば、インフレ圧力を確実に押え、米国経済を再び健全な持続的成長の路線にもどすことも可能であろう。

もっとも、米国経済は健全化を達成するためには、まだ困難ないくつかの問題が残っていることを忘れてはならない。

まず、最近にいたるまでの物価上昇の結果、今後大幅な賃上げ要求が行なわれると予想され、過去数年間続いた労働コストの安定を今後も実現することは、きわめて困難になるとの懸念が強いことである。今まで需要圧力によって生じた物価上昇が、今後コスト・プッシュによってさらに悪化するおそれがある。

また国際収支も、大きな問題である。貿易黒字幅の縮小が主因となり、今年も大幅な赤字(15~20億ドル)が予想されている。物価上昇の結果、ドルの信認が低下している時だけに、米国の金準備に対する圧力は今後ますます増大する見込みである。国内のインフレ圧力が後退した後も、米国は対外的考慮から高金利持続をしいられるだろう

と予想する向きもある。また一部には、これが今回の投資抑制措置と重なりあって、米国経済の停滞をもたらすことになると予想する向きもある。

今回の措置が「正しい方向」への第一歩であったことは確かであるが、このように今後の経済動向にはいくつか不安要因があり、中間選挙後の財政政策の動きには特に注目を要するとみられる。

東南アジア諸国の経済成長

東南アジア諸国はそれぞれ国民生活の向上と経済の自立化を旨として経済開発を推進しており、1960年代にはいつてからの実質経済成長率は第1表の示すごとく国連の「開発の10年」の成長目標である年率5%を上回った国が台湾、タイをはじめ6か国に達した。しかしながら、インド、インドネシア、ビルマ、セイロンなどは現在なおこの水準を大きく下回っており、経済成長率の高かった上記6か国においても、この間における人口の増加を考慮すれば、1人当たり所得の伸びは大部分の国が年率2%以下にとどまっており、依然と

(第1表)

東南アジア諸国の経済成長率

(単位・年率、%)

| | 1955~59年 | 1960~65年 (1人当たり所得の増加率) |
|----------------------|----------|---------------------------|
| 1960年代に国連の目標5%を上回った国 | | |
| 台湾 | 5.1 | 8.6 (3.6) |
| タイ | 5.5 | 7.5 (2.8) |
| 韓国 | 5.0 | 6.6 (0.9) |
| パキスタン | 2.2 | 5.2 (1.9) |
| マレーシア | 2.7 | 5.2 (1.2) |
| フィリピン | 5.4 | 5.2 (0.6) |
| 1960年代に国連の目標5%を下回った国 | | |
| セイロン | 4.4 | 2.9 (1.9) |
| ビルマ | 5.1 | 2.6 (1.0) |
| インド | 2.5 | 2.4 (0.7) |
| インドネシア | 2.4 | 1.5 (n.a.) |

- (注) 1. 資料は、国連編アジア経済年報、各国中央銀行月報など。
2. 経済成長率はマレーシア、タイ、パキスタン、セイロンはGNP、インド、インドネシア、フィリピン、台湾、韓国は国民所得、ビルマはGDP、につきそれぞれ実質年平均増加率。
3. 1人当たり所得の増加は1960~63年までの年平均増加率。