

欧米主要国における高金利の

是正と今後の政策動向

〔要 旨〕

昨秋来低下傾向にあった欧米主要国の金利は、更年後、米国、英国、西ドイツなどを中心に一段と低下のテンポを速め、この結果1930年来といわれた異常な高金利もようやく是正されるに至った。こうした急速な金利低下は、主として主要国における金融引締め効果の浸透、コスト上昇による企業収益の減少、経済見通しの悪化等に基づく民間設備投資の減退を背景にもたらされたものであり、また一部諸国における国際収支の改善にも負うものであることはいうまでもない。がそれと同時に、財政政策がようやく抑制的な方向を打ち出し、金融緩和の余地を作り出したという政策協調のたまものであることも見過ごせない事実である。

現在、更年後の急速な金利低下が今後も同様のテンポで持続するかどうかに大方の関心が寄せられているが、この点については若干の疑問なしとしない。なぜならば、第1に、英国、西ドイツ、米国などで再び財政支出増大のきざしが現われており、今後の景気動向いかんによっては、これが再度景気過熱を誘発するかもしれないという、政策協調(ポリシー・ミックス)の行方に対する懸念があるからである。第2には、米英両基軸通貨国を中心とする国際収支への配慮が金利低下のテンポを遅らせる可能性もあることであり、第3には、賃金の上昇などに起因するインフレ懸念が依然払拭されていないからである。こうした問題の展開いかんでは、金融政策がこれまでの緩和基調を若干手直ししなければならぬ事態に至ることも十分考えられる。

さる1月、ロンドンで開催された5ヵ国蔵相会議が一般の金利先安感を強めたことは確かであるが、金利がそれぞれの国の経済情勢を離れて動くものではない以上、今後の金利動向については上記の観点から各国の推移を注視していく必要がある。

〔目 次〕

は し が き

1. 主要金利の推移

- (1) 金利低下の足取り
- (2) 現状と国別の動向

2. 高金利是正の背景

- (1) 経済実態面における要因
- (2) 抑制的財政政策と金融の緩和

(3) 国際的波及と国際協力

3. 今後の政策動向

- (1) 政策協調のむずかしさ
- (2) 国際収支面への配慮
- (3) インフレへの懸念

4. む す び

は し が き

昨年秋、米国でT B レートが上昇一服となり、長期金利も弱含みに転じて以来、欧州主要国における景気後退の様相が一段と強まったこともあって、各国の主要金利は漸次低下の方向をたどってきた。そして本年初頭に西ドイツが公定歩合引下げを実施してからは、これを契機として欧米諸国の主要金利がほぼ一斉に、かつ著しく速いテンポで低下し、この結果、~~一昨年~~昨年末来の異常な高金利はようやく是正されることとなった。

更年後のこの急速な金利低下はもとより各国の景気情勢を反映したものであるが、これに加えて、~~昨年~~年の異常な金利上昇を助長した国際的波及現象が金利低下の局面にもまた大きな作用を及ぼしたことは見過ごせない。

いずれにせよ、昨年欧米諸国を見舞った未曾有の高金利現象は各国にさまざまな影響と貴重な教訓を残して終息し、今日では、この1～3月間にみられた急速な金利低下が、今後も同じテンポで進展するかどうかにかたがたの関心が寄せられている。もちろん海外金利の先行きを見通すことはきわめて困難なことであるが、その動向いかんは、世界経済が今後順調な発展を遂げうるかどうかという基本的な問題にもかかわるものだけに、十分注目を要しよう。

そこで以下、最近の金利低下についてその推移と背景を探り、さらに各国の今後の政策動向とからめて海外金利の先行きを見通すうえでの問題点を指摘してみたい。

1. 主要金利の推移

(1) 金利低下の足取り

昨年9月を境として、欧米諸国の主要金利には

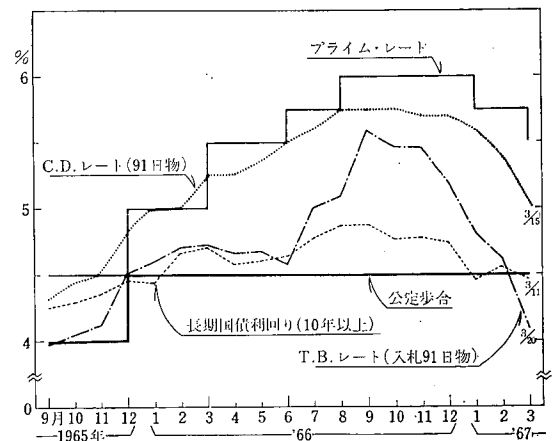
それぞれ上昇頭打ちないし弱含みの傾向が現われた。欧州では英国および西ドイツの景気後退が次第に深刻な様相を呈してくるにつれて、資本市場の需給バランスが漸次回復し、全体としてまず長期金利が弱含みに転じた。こうした傾向に先行したのは引締め効果の浸透によって、すでに夏から秋にかけて金利上昇が頭打ちとなっていた西ドイツであった。一方米国においても、それまで上昇一途をたどってきたT B レートが9月にはピークに達し、長期金利も同様9月に頂点を画すこととなった。以後昨年末まで、欧米諸国の主要金利はそれぞれに一高一低の動きをたどりながらも、全般に低下の方向をはっきりと示すようになった。

1月6日西ドイツの公定歩合引下げ(5.0→4.5%)が実施されると、これを契機として各国の主要金利は長期、短期とも一斉に低下しはじめた。以来3月までの金利低下は著しく速いテンポで推移し、65年12月からピーク時までの上昇幅のほとんどをこの1～3月間に取り戻したほどである。

とりわけ際立った低下ぶりを示したのは短期金利であった。主要国の短期金利は65年12月からピーク時(おおむね66年11～12月)までにおよそ1.0～1.8%方上昇したが、本年1～3月間の低下幅

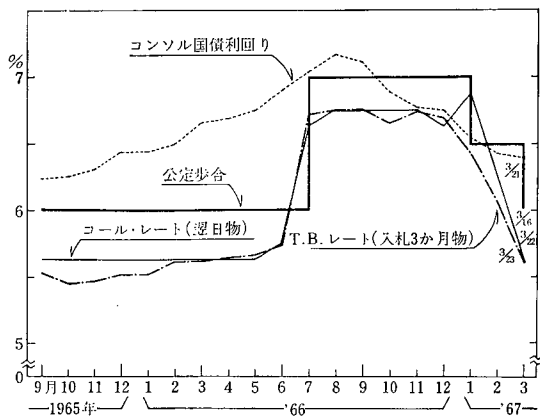
(第1図)

主要金利の推移(米国)



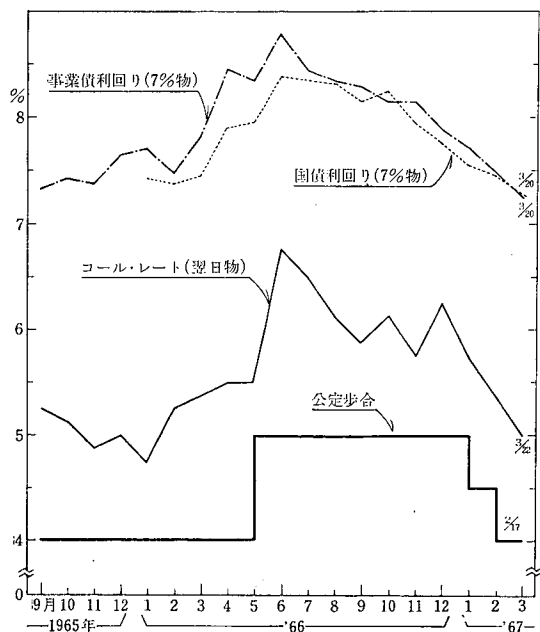
(第2図)

主要金利の推移(英国)



(第3図)

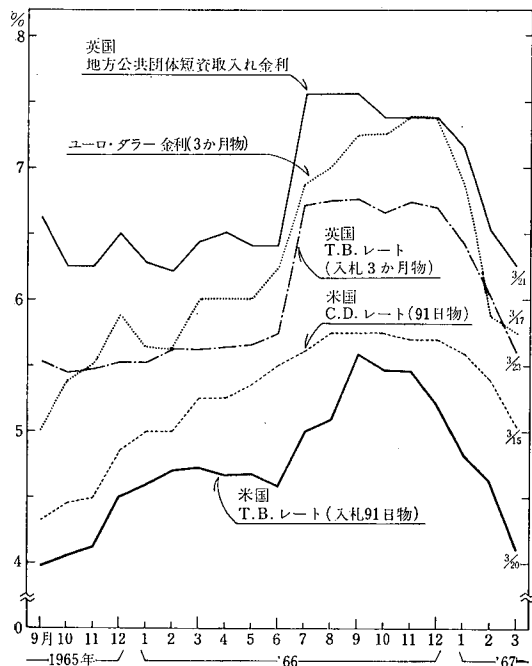
主要金利の推移(西ドイツ)



は1.0~1.3%に及び上昇幅のほとんどを取り戻したほか、米国のT.B.レートや西ドイツのコール・レートのように、65年12月の水準を下回るレートも出現するに至った。一方、長期金利の水準も昨秋来の下降傾向を持続したが、その変動幅は短期金利には及ばなかった。長期金利は一昨年末から

(第4図)

ユーロ・ダラーとその他主要金利の推移



ピーク時(おおむね8~9月)までの上昇幅0.5~1.0%に対して、1~3月間の下落幅は0.3~0.6%にとどまっている。

一方、更年後のユーロ・ダラー金利については、7日通知物を除いて大方が過去の上昇幅以上に大幅な低下を示している。もっとも、3月にはいってからは、納税期などの季節的要因もあって短期物を中心にいくぶんレートが強含みとなっているが、基調として低下の方向にあることには変わりない。

1~3月間の金利低下をより強く印象づけたのは、各国の相次ぐ公定歩合引下げであった。65年12月の米国公定歩合引上げを含めて、昨夏までに欧米主要国中8か国が公定歩合を引き上げ(0.5~1.0%)だが、1月6日の西ドイツを皮切りに4月7日米国の引下げ(4.5→4.0%)まで、スイスを除く7か国で12回の公定歩合引下げが実施され、こ

(第1表)

主要金利の低下状況

(月中最高、単位・%)

			65年12月	ピーク時		65/12から ピーク時ま での上昇幅	最近時 (3月中)	ピーク時か ら最近時ま での下落幅	更年後の 下落幅
コ ー ル ・ レ ー ト (翌 日 物)	米 国		4.75	(66.11)	6.25	1.50	(3.23) 4.75	1.50	1.25
	英 国		5.63	(67. 1)	6.88	1.25	(〃) 5.63	1.25	1.00
	西 ド イ ツ		5.00	(66. 6)	6.75	1.75	(〃 22) 5.00	1.75	1.25
	*フ ラ ン ス		4.48	(〃 12~67.1)	5.88	1.40	(〃 23) 4.75	1.13	1.13
	*オ ラ ン ダ		3.39	(〃 11)	5.22	1.83
	ベ ル ギ ー		3.64	(〃 10)	6.15	2.51
T B レ ー ト (3 か 月 物)	米 国(入 札)		4.53	(〃 9)	5.59	1.06	(〃 20) 4.10	1.49	1.10
	英 国(〃)		5.52	(〃 11)	6.76	1.24	(〃 23) 5.61	1.15	1.09
	*オランダ(市場レート)		4.29	(〃 11)	5.00	0.71
長 期 回 国 債 り	米 国(10年 以上)		4.45	(〃 8~9)	4.87	0.42	(〃 11) 4.47	0.40	0.29
	*英 国(2%コンソル債)		6.46	(〃 8)	7.24	0.78	(〃 21) 6.40	0.84	0.25
	西ドイツ(7%物)	(66.1)	7.43	(〃 6)	8.38	0.95	(〃 20) 7.27	1.11	0.49
事 業 回 債 り	米 国(一流銘柄平均)		4.70	(〃 9)	5.52	0.82	(〃 18) 5.12	0.40	0.28
	*英 国(20年物)		7.14	(〃 8)	8.33	1.19	(〃 10) 7.34	0.99	0.26
	西ドイツ(6%物)		7.65	(〃 6)	8.78	1.13	(〃 20) 7.24	1.54	0.65
ユ ー ロ ・ レ ー ト	7 日 通 知 物		5.50	(〃 9~12)	6.75	1.25	(〃 17) 5.50	1.25	1.25
	1 か 月 物		6.00	(〃 11~12)	7.75	1.75	(〃) 5.75	2.00	2.00
	3 か 月 物		5.88	(〃 11~12)	7.38	1.50	(〃) 5.75	1.63	1.63

(注) *印は月中平均。

(第2表)

主要国の公定歩合推移

(年率・%)

	日本	米 国	カナ ダ	英 国	西ド イツ	フラ ンス	ベル ギー	オラ ンダ	スウェ ーデン	スイ ス
1956年12月	7.30	3.00	3.92	5.50	5.00	3.00	3.50	3.75	4.00	1.50
57/12/〃	8.40	—	3.87	7.00	4.00	5.00	4.50	5.00	5.00	2.50
58/12/〃	7.30	2.50	3.74	4.00	3.00	4.50	3.50	3.00	4.50	—
59/12/〃	—	4.00	5.37	—	4.00	4.00	4.00	3.50	—	2.00
60/12/〃	6.94	3.00	3.50	5.00	—	3.50	5.00	—	5.00	—
61/12/〃	7.30	—	3.24	6.00	3.00	—	4.50	—	—	—
62/12/〃	6.57	—	4.00	4.50	—	—	3.50	4.00	4.00	—
63/12/〃	5.84	3.50	—	4.00	—	4.00	4.25	3.50	—	—
64/12/〃	6.57	4.00	4.25	7.00	—	—	4.75	4.50	5.00	2.50
65/12/〃	5.475	4.50	4.75	6.00	4.00	3.50	—	—	5.50	—
66年 3月	—	—	5.25	—	—	—	—	—	—	—
5/〃	—	—	—	—	5.00	—	—	5.00	—	—
6/〃	—	—	—	—	—	—	5.25	—	6.00	—
7/〃	—	—	—	7.00	—	—	—	—	—	3.50
67/ 1/〃	—	—	5.00	6.50	4.50	—	—	—	—	—
2/〃	—	—	—	—	4.00	—	5.00	—	5.50	—
3/〃	—	—	—	6.00	—	—	4.75	4.50	5.00	—

(注) イタリアは1958年以降3.5%、米 国は4月7日以降4.0%、カナダは4月7日以降4.5%。

のうち5か国では引上げ前の水準にまで戻った。これら一連の公定歩合引下げが景気情勢を反映した市中金利の低下に追隨したものであることはいうまでもない。その限りではいずれも当然に予想された措置といえることができるが、その引下げの幅が0.25~0.5%と短期金利の低下に比べて小刻みであったことは、各国の金融当局が公定歩合政策の運営にあたって、引き続き慎重な態度を持ってきたことを示すものといえよう。

(2) 現状と国別の動向

上に述べたような足取りを示しながら、欧米諸国の主要金利はほぼ65年12月当時の水準にまで低下し、異常な高金利はおおむね是正されたかたちとなっている。しかしながら、短期金利のなかには米国のプライム・レート(5.5%)や英国のTBレートのように一昨年末の水準を越えている金利もある。また1960年代にはいつて以来、欧米主要国の金利が全般的に上昇傾向にある点を考慮すれ

ば、現在の金利水準自体、依然としてかなりの高水準にあるということができよう。欧米諸国の主要金利の現状は次表のとおりである。

ここで最近の金利低下傾向を国別に一瞥し、特徴的と思われる点を若干指摘しておきたい。

欧州諸国では景気情勢を反映して長短金利とも順調に低下してきたが、まず第1に目立ったのは西ドイツの動きである。西ドイツではすでに昨年夏には金利上昇が頭打ちとなり、景気の鎮静化に

(第3表)

主要金利の推移

(月中最低～最高、単位・%)

		1965年	1966年				1967年		
		12月	3月	6月	9月	12月	1月	2月	3月 (最近時)
米 国	コー ル(フェ デラル・ フ ァ ン ド)	0.50～ 4.75	4.00～ 4.75	4.00～ 5.63	1.00～ 6.00	4.00～ 6.00	3.75～ 5.75	4.00～ 5.50	4.50～ 4.75
	T. B.(入 札、 3か 月物)	4.34～ 4.53	4.56～ 4.72	4.44～ 4.58	5.16～ 5.59	4.82～ 5.20	4.49～ 4.82	4.53～ 4.62	4.10～ 4.34
	長 期 国 債(10 年以 上)	4.36～ 4.45	4.57～ 4.71	4.59～ 4.63	4.76～ 4.87	4.54～ 4.76	4.37～ 4.46	4.37～ 4.55	4.47～ 4.53
	事 業 債(一 流銘 柄 平 均)	4.60～ 4.70	4.85～ 4.97	5.04～ 5.07	5.44～ 5.52	5.37～ 5.40	5.04～ 5.39	5.00～ 5.05	5.11～ 5.12
	C. D.(3 か 月物)	4.70～ 4.85	5.00～ 5.25	5.35～ 5.50	5.75	5.60～ 5.70	5.40～ 5.60	5.40	5.00～ 5.05
	プ ラ イ ム ・ レ ー ト	5.00	5.50	5.75	6.00	6.00	5.75	5.75	5.50
英 国	コ ー ル(翌 日物)	3.50～ 5.63	2.50～ 5.63	3.50～ 5.75	5.38～ 6.75	5.00～ 6.63	4.88～ 6.88	4.88～ 6.25	4.38～ 5.63
	T. B.(入 札、 3か 月物)	5.37～ 5.52	5.60～ 5.62	5.69～ 5.74	6.75～ 6.76	6.53～ 6.70	6.08～ 6.44	5.95～ 6.04	5.61～ 5.98
	コ ン ソ ル 債(25 % 中 平 均)	6.44	6.66	6.90	7.12	6.76	6.55	6.43	6.40
	事 業 債(20 年 物 中 平 均)	7.14	7.46	7.60	8.26	7.60	7.51	7.34	7.34
	地 方 公 共 団 体 短 資 (月 末を 含 む 週 の 特 定 日、 3か 月物)	6.44	6.44	6.38	7.50	7.34	6.56	6.28	6.25
西 ド イ ツ	コ ー ル(翌 日物)	3.0～ 5.0	5.0～ 5.38	5.88～ 6.75	5.13～ 5.88	5.38～ 6.25	4.5～ 5.75	4.63～ 5.38	4.75～ 5.00
	〃 (3 か 月物)	6.5～ 6.75	5.38～ 6.00	6.50～ 7.00	6.63～ 6.88	7.50～ 7.63	5.38～ 6.00	5.25～ 5.88	4.88～ 5.13
	長 期 国 債(7 %物)	...	7.38～ 7.46	7.97～ 8.38	7.90～ 8.16	7.59～ 7.76	7.40～ 7.56	7.32～ 7.45	7.27
	事 業 債(6 %物)	7.33～ 7.65	7.45～ 7.82	7.99～ 8.78	8.12～ 8.29	7.60～ 7.89	7.41～ 7.72	7.32～ 7.46	7.24
ユ ー ロ ・ ダ ラ ー	7 日 通 知 物	4.13～ 5.50	4.88～ 5.63	5.13～ 6.25	6.00～ 6.75	6.25～ 6.75	4.50～ 6.50	4.88～ 5.75	5.00～ 5.50
	1 か 月 物	5.00～ 6.00	4.88～ 6.00	5.38～ 6.38	6.13～ 7.13	6.00～ 7.75	5.13～ 6.88	5.00～ 5.75	5.25～ 5.75
	3 か 月 物	5.00～ 5.88	5.13～ 6.00	5.38～ 6.25	6.38～ 7.00	6.25～ 7.38	5.25～ 6.88	5.13～ 5.88	5.25～ 5.75

伴って金利は以来全般に弱含みで推移してきた。しかしながら、この間ブンデスバンクが最低準備率の引下げ(11月)をはじめとして事実上の引締め緩和措置を相次いで実施してきたわりには、金利低下の度合いは小幅にとどまり、本格的な金利低下は公定歩合の引下げを待たねばならなかった。このような状態は、市中金融機関がユーロ・ダラー金利の高騰をながめて余資の海外運用を続けたことによるものといわれており、金利上昇の国際的な波及効果がなお昨年末まで金利低下の下ざさえ要因として作用していたことを示すものといえよう。第2に注目される点は、英国の短期金利(コール、TB)が更年後もやや下げ渋りの様相を呈していたことである。この点が対外的な配慮に基づく金利操作の現われであることはいうまでもない。第3の点としては、欧州諸国の短期金利が再びほぼ平準化したことを指摘できよう。昨年周辺諸国の金利上昇に伴って、フランスはやむなく自国の金利水準を高める操作を続けなければならなかったが、最近の金利低下によってこのような負担は取り除かれ、各国の短期金利は再び3~5%台に落ち着くこととなった。

一方、米国については2月中に現われた金利反騰の動きに触れておかねばならない。年頭諸教書によって抑制的な財政政策が示され、また海外金利が一斉に低下するとともに、米国の市中金利も長期、短期を問わず急速に低下した。しかし2月にはいると、経済の先行き見通し難から早すぎた低下テンポ訂正の動きが一般的となり、長短金利ともに反騰することとなった。こうした経済の先行き見通しのむずかしさは、プライム・レートが約2ヵ月にわたり5.5%と5.75%の2本建になるという異常な現象を生じたことにも現われている。しかし2月末の預金準備率引下げにより、連邦準

備制度理事会が金融緩和の態度をより明確化してからは金利は再び急落に転じ、以来短期金利を中心に低下傾向を続けている。ことに、TB入札レートは、3月20日には4.102%と、公定歩合引上げ前の水準を示現し、更に4月3日には3.98%にまで低下した。これに対し長期金利は、2月の反騰後も起債の先行き見通し難などの理由からほぼ横ばい状態にあり、このため長短金利の逆ぎや現象が3月にはいって、ひきびきに是正されることとなった。

2. 高金利是正の背景

(1) 経済実態面における要因

以上のように高金利が是正された背景は、ひと言でいって、異常な金利上昇を招いた諸要因のいくつかが解消したことによるものである。まず、経済実態面についていえば、異常な高金利の基本的な要因であった過剰需要が、金融引締め効果の浸透によって民間部門を中心に漸次解消してきた点があげられる。この結果、英国および西ドイツでは景気後退の様相が一段と強まり、また米国においても景気停滞の兆候が随所に現われるようになり、欧米主要国は全体として成長鈍化の局面を迎えるに至った。こうした情勢の変化が金利低下の環境を作りだしたといえる。

(投資需要の減退)

欧米諸国における景気情勢の変化を端的に示すものは、第一に投資需要の減退である。一昨年来、欧州の主要国では競争の激化により賃金上昇に伴うコスト圧力を価格に転嫁しにくくなったため、企業の収益率に伸び悩み傾向が現われ、これを打開するための合理化・近代化投資が盛行した。しかし、昨年夏以降異常な高金利に遭遇して外部資金による投資の実行は次第に困難となり、

投資需要の収縮がみられるようになった。更に、先行き経済の成長鈍化という見通しが一般化するにつれて、企業家の投資意欲そのものにも沈滞のきざしが現われ、これが長期金利を低下させる主要な要因となったのである。

このような経過が最も顕著に現われたのは西ドイツであった。すなわち、西ドイツの民間設備投資の伸び率は、当初の予想を大幅に下回って、66年中わずか0.7%にとどまったとみられている。これを製造工業の受注状況からみると、その対前年比伸び率は65年の6.5%から66年第2四半期には1.9%に落ち込み、第3四半期には遂にマイナス(-1.1%)に転じ、以後月を追うごとにマイナスの幅を拡大していった(10月-3.2%、11月-6.0%)。とくに、石炭・鉄鋼業界の深刻な不況が表面化した昨秋以降、企業家の設備投資意欲には明らかな沈滞ぶりがうかがわれるようになり、有力な経済研究所であるIFOの投資計画調査にも、67年の設備投資は前年比8~10%減という悲観的な予測結果が現われるようになった。そして昨年12月フォルクス・ワーゲンが生産調整計画を発表するに及んで、自国経済の先行きに対する自信喪失状態が産業界に蔓延し、これが金融面にも資金需要の減退となって現われたわけである。

英国においても西ドイツと同様、民間設備投資の停滞は著しいものがある。もちろん、英国の場合は昨年7月に強力なデフレ政策が実施される以前から投資は伸び悩みの状態にあったが、デフレ政策実施以後企業の設備投資意欲は目にみえて減退し、10月には機械受注高が前年の水準を14%方下回るまでに至った。かくして本年の新規民間設備投資の見通しは、前年比10%減(商務省、国民経済社会研究所)ないし15%以上減(英国産業連盟)という、これまたきわめて悲観的なものとな

っている。

米国の場合は、上記2か国の状況とは若干内容を異にしている。民間設備投資実績は66年中むしろ増大を続け、第4四半期には年率で628億ドルというこれまでの最高を記録し、年間16.7%という高い伸び率を達成した。しかし、昨年9月に投資免税制度の停止などいわゆる新ジョンソン措置が発表され、また実体経済の落込みが次第に顕著となるにつれ、民間企業の投資意欲は急速に低下することとなった。本年の設備投資は3.9%の増加にとどまる(商務省)とみられている。

長期金利の低下をもたらしした要因はさまざまあるが、このような需要面の顕著な変化のほかに供給面からも、たとえば証券市場から債券市場への資金シフトなどを指摘することができる。とりわけ、企業の業績低下を反映してかなり長期にわたって市況が低迷していた株式市場からの資金シフトは、資本市場の緊張緩和に貢献するところ大であった。

(生産活動の低下)

生産活動の低下が資金需要の減少というかたちで市中の流動性を高め、他の要因とあいまって短期金利を低下させる基盤を作ったことは明らかである。このような動きは西ドイツと英国に最も顕著に現われており、両国とも昨秋来生産指数は前年の水準を下回っているが、他の諸国についてもほぼ一様に生産活動の鈍化傾向が現われている。このような状態が前記投資需要の減退に加えて、耐久消費財の売行き不振や賦払い信用の伸び悩みにみられる消費の停滞(米国、英国、西ドイツ)、在庫の増大(米国、西ドイツ)、経済の先行きに対する不安感、などに根ざしていることはいうまでもないであろう。

(2) 抑制的財政政策と金融の緩和

昨年後半、各国で実施された財政・金融面での諸措置は、金利水準をさまざまな方向から低下させる要因となった。まず第一に指摘しなければならない点は、異常な金利上昇の主要な要因であった財政政策がかなり抑制的な方向を打ち出したことである。

周知のとおり、昨年7月英国はポンド防衛措置の一環として財政面からきわめて強力なデフレ政策を実施した。すなわち、政府は内需抑制策として、賦払い信用規制の強化をはじめ一部間接税率を10%引き上げるレギュレーターの発動、65年度の付加税に対する10%の追加税(surcharge)の徴収、住宅と工場を除く民間建築規制の強化などを実施し、更に公共投資の繰延べをも決定したほか、昨年後半は賃金、物価を凍結し、本年前半についてもその上昇をきびしく抑制するといういわゆる「賃金・物価凍結措置」を発表した。その後、この「賃金・物価凍結措置」は議会の承認を経て法的効力を有するものとなり、9月から開始された「選択的雇用税」の徴収とあいまって、きわめて強力なデフレ効果を発揮することとなった。

また、米国においても昨年9月ジョンソン大統領はインフレと金利上昇に対処するために、投資免税制度の停止、償却促進制度の停止、政府支出の一部繰延べなど、5項目にわたる抑制策を発表した。当初この新財政措置に対しては、これが果たして金利低下に実効をあげるか疑問視する向きも多かったが、政府関係機関の起債抑制措置などが市場に直接的な影響を及ぼすにつれて、抑制的財政政策に対する期待が満たされるようになり、次第に金利先安感を醸成することとなった。この金利先安感が、6%の増税提案を含む財政の抑制的な姿勢を打ち出した年頭諸教書によって更

に強められたことはいうまでもない。

西ドイツの財政政策は、上記2か国に比較すればやや弾力性を欠いていた。しかしながら、昨年5月から12月までの8か月間にわたって実施された「新規公債発行差止め措置」は、それまでの資本市場のひっ迫が公共部門による起債需要の著増を主因とするものであっただけに、長期金利の低下を促がすうえで大きな効果を発揮したといえる。また西ドイツ新政府は、本年度の連邦予算(歳出規模は前年度比7.4%増)の赤字36億マルクを、支出削減(25億マルク)と増税(11億マルク)とでまかなう方針を決定したが、このような財政政策の抑制的態度が更年後の公定歩合引下げを容易にしたこともまた明らかである。

金融政策が昨秋以降、徐々に引締め政策を緩和してきたことは金利低下を促進する直接の要因であった。もちろん、各国とも引締め緩和の度合いは財政政策の抑制措置の度合いに応じたものであり、また短資流出に対する配慮から金利政策の運営にはかなり慎重な態度を維持してきたが、ともあれ、景気情勢の変化に対処して多様な政策手段を駆使しつつ、実質的な金融緩和策を採ってきたことは事実といえよう。

まず西ドイツでは、昨秋来国際収支の大幅な改善に伴って増大しつつあった市中流動性に対し、ブンデスバンクがこれを放置する態度に変わり、12月には年末対策として実施した預金準備率を更年後も引き続き適用することとするなど、事実上の緩和策を実施してきた。また英国においてもデフレ効果の浸透に伴い、英蘭銀行は昨秋以降翌日物貸出(overnight loan)に対し、公定歩合以下の市場レートを適用するという異例の措置を実施したほか、市中貸出規制のうち生産的投資については輸出金融に次ぐ優先順位を認めるという、引締

め政策の一部手直しをも実施した。比較的最近まで金融引締めを持續してきた米国においても、昨年11月からは連邦公開市場委員会が引締めから緩和へ方向転換を行ない、また全加盟銀行に対して事業貸出の抑制を要請した9月1日付の連銀書簡も12月には撤回された。

更年後の金融緩和措置については、改めて指摘するまでもないであろう。おもだった措置だけをあげてみると、公定歩合引下げ(西ドイツ(2回)、英国(2回)、カナダ(2回)、ベルギー(2回)、スウェーデン(2回)、オランダ、米国)、預金準備率引下げ(西ドイツ、米国)、売りオペ・レート引下げ(西ドイツ)、市中貸出規制の廃止ないし一部手直し(フランス、オランダ、ベルギー)、と欧州諸国を中心に多様な緩和措置が実施されている。こうした措置が市中金利の低下に追隨して採られたにせよ、それが更に市中金利を押し下げる要因となったことはいうまでもない。こうした最近の金融緩和傾向には、すでに述べた諸点に加えて、国際収支の好転という背景があることも見過ごせない事実である。すなわち、先に触れたように、西ドイツの国際収支は貿易収支の大幅な改善(66年中117億マルクの黒字)を主因に著しく好転し、総合収支は65年の赤字15億マルクから一挙に10.3億マルクの黒字に転じた(いずれもIMFベース)。また英国においても、第4四半期の貿易収支好転(黒字151百万ポンド)により、66年の基礎的収支は189百万ポンドの赤字と、それまでの赤字幅(65年-348百万ポンド、64年-761百万ポンド)に比し大幅に縮小した。このような西ドイツ、英国の国際収支の改善傾向は更年後も持続し、また米国においても貿易収支が黒字幅拡大の基調に転じたことが、最近の全般的な金融緩和をもたらした一つの要因であったといえる。

(3) 国際的波及と国際協力

金利上昇の国際的な波及効果が昨年末までは金利の低下を下ざさえる作用を及ぼしていたと思われる点は先に触れたが、更年後は逆に金利低下を国際的に波及(いわゆるデスカレーション)せしめたと思われる節がある。ユーロ・ダラー金利の推移をみると、比較的長期のものが昨年秋口以降弱含みに転じ、本年にはいつてからは長期、短期とも急速に低下しており、このようなユーロ・ダラー金利の低下が西ドイツの公定歩合引下げ後、各国が相次いで公定歩合引下げに踏み切った一つの背景であったといえる。こうした国際金利の変動を適確に説明することはきわめてむずかしいが、少なくとも次の点を指摘することはできよう。すなわち、更年後米国のCD金利やTBレートが急速に低下するに伴い、昨年米国に向けて大量に流入したユーロ・ダラーがかなり大規模に流出し、ユーロ・ダラー市場の需給関係を緩和したという点である。昨年米国に流入した短資は20~30億ドルにも上るといわれているが、更年後このうち、すでに10億ドル近くが欧州市場に還流したといわれており、これがユーロ・ダラー金利の低下を誘い、更に欧州諸国の金利低下にも影響を及ぼしたといえよう。

国際的な金利低下が、各国政策当局の国際協力によって助長されたという点も見過ごせないところである。昨秋来、金利低下の方向が次第に明瞭なものとなりつつあったにもかかわらず、なお各国の政策当局が公定歩合引下げに踏み切れなかった理由の一つは、短資移動をはじめとする国際収支面への配慮であり、このため昨年末までは各国とも他国の出方を待つという、いわばすくみ合いの状態が続いていたといえる。このような状態を打開するには国際協力をおいてないことが各国で

強く認識されるにつれ、金利問題を国際討議に付す機会が増大した。なかでも、昨年11月にパリで開かれたOECDの第3作業部会では、各国のすくみ合いを解く糸口は西ドイツの公定歩合引下げをおいてないことが強調されたと伝えられており(フランス、Agefi紙)、こうした国際環境が西ドイツの公定歩合引下げになんらかの影響を及ぼしたと考えることも、あながち根拠のないこととはいえない。

更に、さる1月22日、ロンドン郊外のチェッカーズで開催された5か国蔵相会議において金利問題が討議され、各国とも可能な限り金利引下げに努力するという意向が表明されたことも、一般の金利先安感に大きな影響を及ぼしたといえる。

また、昨年11月末、ユーロ・ダラー金利が年末のドレッシング需要を反映して著しく高騰した際、資金需給の緩和を図り、かつこれがポンドに対して圧迫材料となることを防止するため、ニューヨーク連銀はスイス中央銀行および国際決済銀行と協力して、ユーロ・ダラー市場に介入(838百万ドルを放出)した。こうした措置は、各国の政策当局が国際金利の影響力を重視し、これまで以上にその動向を注視している一つの証左といえることができる。

以上、昨年の高金利が是正されてきた背景ないし諸要因を概観したが、上に述べた諸点を通じていえることは、先行き金利は低下するという見通しが次第に確立してきたことによる心理的な影響が大きいという点である。このことは、たとえば米国においてみられた2月の金利反騰のように、先安感が不安定なものとなれば金利低下が妨げられる可能性も残されていることを示唆するものであり、今後の動向と関連して見過ごせない点である。

3. 今後の政策動向

昨年9月、ワシントンで開催されたIMF・世銀総会の席上、シュバイツァーIMF専務理事は欧米諸国の高金利に言及して、これが国内的には投資活動を阻害し、金融市場を攪乱することとなるほか、国際的には米英両国の資本収支改善を妨げ、国際収支の調整を困難にすると指摘し、各国の政策運営に反省を促した。また、異常な高金利が先進国のみならず、低開発国向けの資金調達を困難にすることによって、低開発国にまで悪影響を及ぼしている点も指摘された。こうした高金利の弊害を列挙するまでもなく、金利が市場原理に従って自然に低下していくことはもとより望ましいことである。まして、欧米主要国において一様に企業の投資意欲が減退しつつある今日、全世界の国々が今後とも順調な金利低下の実現を切望している、といっても過言ではあるまい。

この点、先に述べた5か国蔵相会議は各国とも金利低下の環境作りに努力することを確認して、一般の金利先安感の一つのよりどころを与え、また米国の公定歩合引下げにより、西ドイツや英国などの再々引下げを誘発し、更に国際的なデスカレーションとあわせて、今後の急速な金利低下を予想させる動きも現われてきている。

しかしながら、こうした急速な金利低下が一方で予想される反面、これまでに金融引締め政策が解除されてきた過程を顧みるとき、各国の金融当局が緩和政策の実施に慎重たらざるを得なかった要因が、なお残存しているようにも思われる。そこで以下、今後の政策動向とからめて、金利低下のテンポを遅らせると思われるこのような問題点のいくつかを指摘してみたい。

(1) 政策協調のむずかしさ

まず第一に注目を要するのは、財政政策の機動性が今後も維持されるかどうかという点である。昨秋来、財政政策が抑制的な方向を打ち出すことによってそれまで金融政策に課せられてきた過重な負担を軽減し、金融緩和を推し進める余地を作ったことは事実である。こうした政策協調(ポリシー・ミックス)が今後とも維持されていくなれば、金融緩和を通じて金利の低下は順調に実現されていくかもしれない。しかし、最近の各国の情勢は必ずしもこのような見通しを許さないようにも思える。

繰り返して指摘してきたように、欧米主要国における投資意欲の減退は著しく、とくに西ドイツと英国では今や深刻な不況にあるといえる。このため、これらの国では金融緩和に加えて財政面からのいっそうの景気振興策を望む声が増しに高まりつつある。とくに西ドイツについては国内のみならず、世界経済に占める同国のウエイトが大きいために、西ドイツからの輸入の増大および同国向け輸出の伸び悩みという事態に直面しているフランス、あるいは米国など他の先進諸国からも、機会あるごとにいっそうの景気振興策を採用するよう強く要請されていると伝えられる。このように、内外からの突き上げが激しさを増すにつれ、財政政策は再び膨張的な性格を帯びつつある。西ドイツでは更年後、投資振興策として投資財(本年1月から10月末までに取得するもの)に対する特別償却を認めたほか、公共投資の財源として新たに25億マルクの臨時予算を編成し、この全額を市場を通ずる借入れにより調達することを決定した。英国においても、さる2月に発表された明年度の経常歳出見積りは66年度の増加率1.8%(実質ベース)を大幅に上回る増加率(5%)を示してい

る。予算の全貌は歳入予算が発表されるまでは明らかでないが、資本支出や地方公共団体支出がともかなりの増大となると予想されているだけに、今後財政支出の規模は相当拡大するものと思われる。

これまでの景況からすれば、こうした財政面からのテコ入れがそれなりの妥当性を有することは理解できる。しかしながら、問題はこの両国にもようやく景気の底入れないし底入れが近いという空気が生まれ始めていることである。英国では昨年第4四半期の国際収支改善、とくに貿易収支の好転(黒字151百万ポンド、第3四半期は113百万ポンドの赤字)や昨秋以降の金・外貨準備の増大が経済の先行きに明るさを与え、現に雇用面や小売売上げの面には景気の底入れ気配がうかがわれる。西ドイツについても、3月のクルップ・コンツェルンの破綻など悪材料がないではないが、公定歩合再引下げ後は先の臨時予算による景気刺激効果もあって、下期には合理化投資の再開をテコに景気回復に転じようとの見通しが強まりつつある。とすれば、これら両国において景気振興を理由に財政支出が一段と膨張すれば、先行き民間需要の台頭もあり、資金需給が引き続き緩和基調をたどるか否か疑問ともいえる。まして、財政とくに地方公共団体に潜在的な起債需要が強い今日、これが長期金利の低下を妨げる要因となることは十分考えられる。

このように、いわば「インフレとデフレの狭い谷間」にある両国の景気情勢はきわめて微妙なものであり、それだけに今後の順調な金利低下は「政府支出を適正に規制していってこそ」(オブライエン英蘭銀行総裁)期待しうるものであり、それがなければ「今後新たな景気の上昇を押えるためにアンティ・サイクリカルな景気政策が再び

必要となることも十分予想される」(プレッシーグ・ブンデスバンク総裁)のである。

米国についても、財政政策の抑制的な立場は次第に弱められてきている。すなわち、昨年9月の新ジョンソン措置および今年の年頭諸教書によって、抑制的な財政措置が打ち出されたものの、その後明らかとなった景気指標が総じて景気下降を示すものとなったため、3月にはいと抑制策の手直しが相次いで実施されることとなった。昨年9月に停止された投資免税制度の復活を手始めとして、住宅建設金融に対する緩和措置、昨秋支出繰延べを行なった道路建設支出の一部解除などがそれで、現在では6%の増税提案も実施の可能性は薄いといえるとの見方が強い。

このように、財政政策は総じて拡大基調に転じているが、景気情勢の変化に対する財政政策の機動性に一抹の不安があるため、景気の先行きに対して金融政策は勢い警戒的とならざるを得ない。したがって、今後の順調な金利低下は、財政支出(とくに消費的支出)が景気動向に即応して適切に調整され、財政と金融あるいは公共投資と民間投資との間の協調ないし調整が円滑に行なわれるかどうかにかかっているといえよう。

(2) 国際収支面への配慮

米英両基軸通貨国の資本収支改善策とからんで、各国が国際収支面にどの程度の配慮を行なうかによっても、今後の金利動向は影響を受けることになる。先の英国公定歩合再引下げにより米国の公定歩合引下げの可能性が増大したといわれるが、英国の短期金利がこの1～3月間他の金利と比較していくぶん下げ渡ったことからみても、国際収支面への配慮が全般に金利低下を下さざる可能性なしとしない。

まず注目を要するのは、すでに100億ドル以上

の規模に達し、金利の上昇、低下両面に国際的な波及効果をもたらすユーロ・ダラーの動きである。現在ユーロ・ダラー債市場は国際機関や一部米系企業による起債の再開から金利がやや強含みとなっているが、これがユーロ・ダラー市場になんらかの影響を及ぼすことも考えられる。またさる2月に、行政命令により米市銀の海外支店による1年以上のドル建貸付が金利平衡税の対象外とされたことにより、かかる貸付が漸次増大すると予想されるが、本国からの資金調達に対してはすでに海外投資の自主規制が実施されているため、この貸付資金の調達がユーロ・ダラー市場において増大することも十分考えられよう。こうした諸要因によってユーロ・ダラー金利が強含みとなれば、再びポンドやその他の各国の国際収支に問題を生じないとも限らない。

次に注目される点は、本年の世界貿易の伸び率が米国や西ドイツの成長鈍化を主因に昨年よりもやや低下すると見込まれていることである。こうした輸出の先行き見通しの不安定さが各国の政策当局をしてことさら資本収支、とりわけ短資の動向に敏感ならしめているといえる。したがって、昨年の秋から年末にかけて金利政策の運営にみられた各国の「すくみ合い」が、再び現われることも考えられる。

しかし、なによりも金利低下を妨げる要因として重視しなければならないのは、米国の国際収支であろう。昨年の国際収支は、貿易収支の黒字幅縮小やベトナム関係支出の増大にもかかわらず、高金利を映じた短資流入の著増によって赤字は14億ドル(流動性ベース)にとどまった。しかし本年は、経済の成長鈍化に伴い輸入の伸びが大幅に縮小し、貿易収支は黒字幅をかなり拡大すると見込まれる反面、ベトナム関係支出の増大や昨年流入

した短資の流出などにより、国際収支は赤字幅をかなり拡大すると予想されている。このような、かなり暗い見通しに対しては、すでに行政面から金融機関の対外融資と企業の海外投資に関するガイドライン(昨年12月)や、金利平衡税の強化延長(1月)などの対策が講じられているが、金利動向に関連して注目されるのはオペレーション・ツイスト(二重金利政策)の行くえであろう。国債管理と金融政策とによって短期金利を高目に長期金利を低目に維持し、国際収支の均衡と経済成長とを同時に達成しようというこの政策は、昨年の高金利によって事実上操作を要さずにきた。しかし、資本収支の動向が本年の国際収支に多大の影響を及ぼすと予想されることから、ローザ前財務次官の主張するこの二重金利政策の復活が注目を集めているわけである。すでに年初来10億ドル近い短資が流出したともいわれ、またわが国に対するドル・ユーザンスの増加に当局の関心が寄せられているところからみても、このような米国の国際収支動向がさきざき金利の順調な低下を妨げる可能性は決して少なくないとも思われる。

同じ基軸通貨国である英国の場合は、昨年第4四半期の国際収支改善によって本年の国際収支の見通しに明るさが加わったうえ、先進11か国によるポンド支援措置の延長もあって、全体に對外取引面ではかつてほど問題は生じまいとみられている。しかし、IMFに対する借入返済(本年中10億ドル)がポンド相場に圧力を及ぼさないとも限らず、また景気回復が緒につけば輸入の増大を招き、再びポンド不安を引き起こすことも考えられる。したがって、英国の場合についても、先行き手放しの楽観は許されないのが現状といえよう。

上記の国際収支面への配慮については、国際協

力によって各国が一斉に短期金利を引き下げれば、金利差に基づく大規模な短資流出は生じないであろうから、金利下ざさえ要因としてそれほど重視するに当たらないとする見方もある。しかしながら、かりに各国の短期金利が大幅に低下したとすると、現在高金利のゆえにユーロ・ダラー市場あるいはニューヨーク・ロンドン市場で運用されている基軸通貨が直接あるいは間接に金兌換に向かうことも考えられる。したがって、多額のドル・ポンド債務をかかえる米英両基軸通貨国にとっては、上記の国際協力による金利の引下げにもおのずから限度があるとみなければなるまい。

(3) インフレへの懸念

欧米主要国における昨年の物価上昇は、景気情勢を反映して比較的穏かなものであった。しかしながら、政策当局のインフレに対する懸念は現在に至っても、いまだ完全には払拭されていないように思われる。

こうした懸念をいだかせる第一の理由は賃金の上昇に対する危惧である。もちろん、昨年の賃金上昇は物価と同様さほど急激なものではなかったが、それは英国のように賃金、物価の凍結が実施されたり、あるいは西ドイツのように失業者数の急増が心理的に賃上げ圧力を和らげる方向に作用したためであり、賃金上昇の圧力はなお根強いとみられている。すでに英国では「賃金・物価凍結令」(本年8月まで有効)に代わるものとして、政府が検討中の新規制措置(事前警告制に基づく政府権限の強化)に対して労組から強い反対の意向が表明されており、本年下期以降の所得政策には多くの困難が予想されている。また、西ドイツにおいても、最近の賃金協定でみ限り労使間に協調の動きがみられるが、これとても協調が永続する保証はなく、「景気安定化法」に代わって現在

審議中の「経済安定・成長促進法」に規定されている賃金、物価等に対するガイドラインの設定についても、その実効を疑問視する向きが多い。ブレッシング・ブendesバンク総裁は2月初旬、与党の経済政策委員会における演説のなかで、「労使双方は現在の情勢がまだ新たな賃上げを実施しうるときでないことを銘記しなければならない。景況が望ましい方向に進むか否かの鍵は労使双方の手中にあるといえよう。」と述べ、今後の金融政策運営に関して各界の協調の必要性を呼びかけたが、これも賃金動向に寄せる当局の関心の深さを物語るものといえる。

米国の場合は、ひとところに比ベインフレ懸念が後退したようにもうかがわれるが、この問題が国際収支動向と並んで当局の強い関心事であることに変わりはないと思われる。とくに、昨年ガイドポスト政策が挫折しているだけに、今後、賃金協定の改定がどのような方向に進むか余断を許さぬものがあり、またベトナム派兵の増大もあって、景気指標が総じて下降線を示すなかで失業率は依然として低水準を維持していることも、今後の賃金動向にかなりの影響を及ぼすことと思われる。

企業のコスト面からみても、現在までのところ競争の激化といった外部要因によって、賃金コストの上昇を価格に転嫁する動きは抑制されてきているが、今後再び賃金が増加することになれば、コスト・インフレに至る危険は十分考えられるといえよう。

インフレの懸念は、こうしたコスト面のみにとどまらない。すでに述べたように、財政支出の調節が適切に行なわれなければ、近い将来民間需要の台頭とあいまって再びインフレ・ギャップを生ずる可能性なしとしないのである。このような懸

念が払拭されない限り、政策当局が金融緩和を進めるにあたって、より慎重とならざるを得ないことは容易に理解しうるところである。

以上、金利の順調な低下を実現するうえでの主要な問題点を指摘したが、なおこのほかにも、金利が全般的に低下の傾向にあるなかで、特殊な事情により他の諸金利に比較して低下の度合いが少ないか、あるいは低下しにくいという金利もありうる。たとえば銀行貸出金利がそれである。周知のとおり、近年欧米諸国の商業銀行については資産・負債の長期化、外部借入れの増大に伴う財務比率の悪化といった業態の著しい変化が指摘されている。この傾向はとくに米国の商業銀行に著しいが、こうした業態の変化は、たとえば預金構成の長期化などによって商業銀行の資金コストを従来以上に上昇させており、これが貸出金利の低下を下ざさえる要因となっている。米国の場合、プライム・レートが他の諸金利に比較して低下のテンポが鈍い理由の一つには、このような特殊な事情があるとみることもできる。

4. む す び

米国の公定歩合引下げによって、西ドイツ、英国をはじめとする金利低下がいま一段進展することは十分考えられる。ただ、1~3月間にみられたような急速な金利低下が今後も続くかどうかという点については、これまでに指摘してきたいくつかの問題点を考慮する限り、疑問なしとしない。

しかし、金利の低下が各国にとっていかに望ましいかは、昨年の異常な高金利が各国に及ぼしたさまざまな影響を振り返るときおのずと明らかである。異常な高金利はその当事国に対して、民間設備投資意欲の減退、住宅建築の停滞、資本市場の機能低下、金融市場の攪乱など多くの弊害をも

たらしめたほか、当事国以外の先進諸国に対してもその国の短資流出を誘発するなどの面で影響を及ぼした。フランスがコール・レートの政策的なつり上げ操作を余儀なくされたことや、わが国の円シフトなどはその典型的な例である。更に高金利の影響は先進国のみにとどまらず、たとえば世銀債の起債が困難となり、このため低開発国向けの援助資金が不足するというかたちで、低開発国にまでその弊害を波及させたのである。

このような異常事態に遭遇して、各国の政策当局とくに財政当局が政策協調(ポリシー・ミックス)の重要性を理論としてでなく、現実の問題として再認識したことは、異常な高金利が残したわずかな、しかし貴重な果実であったといえる。また、こうした事態を打開するにあたって、国際協力がいかに必要であるかが改めて確認されたことも一つの収穫であったといえよう。各国に大きな反響を呼んだ5か国蔵相会議も、こうした環境から必然的に生じた財政当局の反省の現われであったとみることできる。

こうした政策協調への動き、あるいは5か国蔵相会議の声明によって、金利の先安感はより強いものとなり、今日までの金利低下が実現されてき

たわけであるが、オブライエン英蘭銀行総裁の言を引用するまでもなく「金利はそれぞれの国の経済情勢を離れて動くものではない」。すでに指摘したように、政策協調の動きが徐々に損なわれる気配も現われ始めた今日、金利動向に関しては、上に述べた諸観点から各国の経済情勢の推移を注視していくことが肝要であろう。

わが国にとっても、海外金利の低下それ自体は望ましい傾向といえる。円シフトの解消や外債発行の可能性が強まったことなどは確かに国際収支面にプラスしよう。しかし、海外金利の低下を単に資本収支の改善という一点からのみ評価することは、事態を正しく把握した態度とはいえない。海外金利の低下傾向はとりもなおさず、それら諸国が景気調整の過程にあることを示すものであり、世界経済の成長鈍化を意味するものだからである。したがってわが国としては、こうした世界的な経済成長の鈍化が対外取引の全般にわたっていかなる影響を及ぼすか、という広い見地から今後の推移に注目すべきであり、また各国が高金利現象から得た貴重な教訓を他山の石として銘記すべきであろう。