

交換性回復後の金融政策

— 対外金融政策の発展 —

鈴木 浩 次

1. 交換性回復後の新たな政策課題

1963年7月米国がドル防衛策として打ち出した公定歩合引上げと利子平衡税の構想は、いわゆる解放体制下における現在金融政策のあり方を示すひとつの典型である。というのは、この措置が、対外的には全面的な金利引上げ効果を通じて国際収支赤字の主要因である長短期資本の流出を防止し、他方国内的には成長政策と矛盾する長期金利の上昇を回避するという、複雑な狙いを持っているからである。このような特殊の狙いを持った政策目的のために、租税政策を利用したという点も、技術的にはきわめて興味ある実験であった。ただ金融政策の運営上しばしば矛盾する対外、対内政策目的をできるだけ調和的に実現するよう工夫するということは、交換性回復以後の欧米諸国の金融政策ではすでに一般化した傾向であって、今回の措置もその意味では格別目新しいこととはいえない。

1958年末に西欧諸国通貨が交換性を回復したことは、貿易資本取引の自由化とあいまって、国際間の経済的、金融的交流を著しく密接化したが、同時に、これに伴って各国金融当局は、従来にはなかった困難な課題に直面することになった。たとえば国際間の金利差と為替相場の変動は、金利裁定資金や思惑資金の国際的移動を著しく活発化させ、これが関係国の為替、金融市場の安定を妨げた。しかも東西冷戦はじめ国際間の政情不安が依然大きく、又とくにキイ・カレンシーの相対的地位低下とあいまって、往々にして国際間に巨額且つ急激な思惑資金の移動を刺戟し、これがしばしば国際通貨制度の安定を脅かすに至ったのである。

かかる状況の下においては、準備通貨国たとその他の国たとを問わず、金融政策は最早や従来のように対外的考慮なしに運営することはできなくなった。問題は国外からする攪乱要因から国内市場の安定をいかに守るかということだけではない。対内目的のためにとられた金融政策(たとえば金利引上げ)が国内効果(たとえばインフレ抑圧)を挙げるまえに資金移動を刺戟し(たとえば外資流入)、これが政策目的に反する結果(たとえば国内の過剰流動性)を招くという極端な事態さえ起りかねな

いのである。後述するように1959年から60年にかけての西ドイツが経験した金融引締め政策の失敗は、正にこうしたジレンマを端的に示すものであった。こうした政策上のジレンマの性格を一般的な形で整理すれば次のようなことであろう。すなわち準備通貨国たる英米両国経済は概して低成長に悩みながらも資本流出の危険にさらされており、ドル・ポンド防衛上全面的な金融緩和政策がとれない。一方欧州大陸諸国では、国内のインフレから金融引締めが要請されながら、同時に資本流入に伴う過剰流動性の危険に対処しなければならないという悩みである。

このような事態の下で、政策当局が選択を迫られる問題は、最早や対内均衡と対外均衡の何れを優先するかというかつていい古された問題ではなくなった。つまり内外均衡をいかにして同時に達成するか、ということが回避を許さない至上命令となったのである。具体的な政策課題としては次のような諸目標を挙げることができる。

(i) 国内政策目的を追求すると同時に、対外対内均衡に矛盾するような攪乱的資金移動にいかに効果的に影響を与えるか。(ii) 国際資金移動に伴う不安定な対内効果をいかに吸収するか。(iii) 上記目的の遂行に役立ち、進んで国際通貨体制の安定を守るために、各国金融当局は相互にいかなる協力をなすべきか。

以上のような政策目標の実現は決して容易なことではない。しかし60年初め以来近々2年余りの間に、欧米各国金融当局が現実の事態の必要に導かれて個々に、あるいは協同して考察し発展させてきた各種の金融政策技術と運用とは、前述した政策要請を相当程度満足させてきたといえる。以下このような欧米諸国の対外金融政策の方向と問題点を概観しよう。

2. 対応策の方向と内容

以上にみたように、最近の対外金融政策では何等かの意味で国際間の資金移動対策が中心となっている。これに関連してとられた多様な政策技術を、一応目的に即して分類をすれば次のようになるだろう。

(1) 直接資金移動自体に影響を与えるもの

(i) 金利裁定資金を主眼とするもの。

- (四) 思惑資金を対象とし、ないし直接通貨防衛を主眼とするもの。
- (2) 資金移動に伴う国内流動性を調節しようとするもの
- (イ) 完全な不胎化政策を目指すもの。
- (ロ) 流動性調節と合せて資金移動そのものに影響せんとするもの。

勿論実際の政策手段はその目的方法ともにより複雑であるから、この分類は一応のものに過ぎない。

(1) 金利裁定資金に影響しようとする政策

(公定歩合政策の運用)

当面国際間の資金移動の中心をなすものは金利差に基づく短期の裁定資金の移動である。これに対処するには短期金利の動向に影響を与える公定歩合政策の運用がきわめて重要になる。勿論短期金利に影響を与える点では公開市場操作や支払準備率政策も同様で、欧州諸国の金利政策の中心は何といっても公定歩合政策である。

公定歩合政策の運用について、まづ問題となったのは、国内目的本位の公定歩合政策が国際資金移動にきわめて大きな影響を与え、関係諸国に思わぬ影響を及ぼすことであった。たとえば59年9月から60年5月にかけて、西ドイツは国内の景気過熱対策として公定歩合を2.75%から5%に引上げ、同時に支払準備の引上げその他の引締め政策をとったが、この結果米国及び近隣欧州諸国から資金を吸引してそれらの国の対外準備を圧迫し、これがためベルギーなどは国内的にその必要がなかったにもかかわらず、防衛上公定歩合引上げを行なわざるを得なかった。一方西ドイツには過剰資金が流入し国内金融市場の引締めという政策目的に矛盾する結果となり、遂に61年11月にはブンデスバンクはブームのさ中に公定歩合を引下げ、同時に資本輸出策を強化するというドラマティックな政策転換を行なわざるを得なかったのである。

かかる状況の下において、西ドイツの自国本位の高金利政策に対する非難が集中したのは当然であり、60年2月のEEC蔵相会議では、今後の景気調整策としては、公定歩合政策への過度の依存をなるべくさし控え、支払準備政策や公開市場操作など他の政策手段の活用を努力すべきであるとの申し合わせが行われた。爾来BISやOECDの金融専門家会同において、金利政策の運用についてはかなり密接な話し合いが行なわれている。

なおこうした動きと関連して、公定歩合政策が今や全く活用の余地を失ったというような考え方もあるが、もとより即断に過ぎる。公定歩合政策の濫用を避けるということは、それだけその対外効果が強大であることが認

識された結果に過ぎない。むしろ自由化後の対外金融政策の中心的手段として公定歩合政策の役割は高まりこそすれ、低下したのではない。現にその後1961年夏のポンド危機、63年7月の米国のドル防衛措置において、公定歩合引上げがその中心であった。ただ公定歩合政策はその他外効果が大い故に、従来以上その運営には国際協調的考慮が必要になったのであり、したがってこの制約を補うべき他の補完的政策手段が要請されていることは事実である。

(二重金利政策)

国内目的の金利政策が国際資本移動に与える影響を中和するために、金利の対内、対外効果を別々に発現される政策が工夫された。たとえば米国では61年初め以来、従来のbills only政策を根本的に修正し、中央銀行は公開市場操作の行動範囲を長期市場にも拡大し、短期証券の売りと長期証券の買いをふやして、短資流出に影響する短期金利は出来るだけ高く、一方国内投資活動を妨げないよう長期金利を出来るだけ低目に維持する政策をとった。米国のように自由でよく組織された市場構造を持つ国において、長短期金利を人為的に別々に動かすという政策には当然限界があるが、米国の場合この実験的政策はかなり効果を収め、61年中1.5%程度であった長短金利差は最近0.8~1%程度にまで縮小している。なおこの長短金利に対するnudging operationには、国際管理政策が全面的に協力している。

似たような二重金利政策に、英蘭銀行がとったextra penal rate systemがある。これはEEC加盟交渉失敗直後のポンド不安に対してとられた措置で、公定歩合を据置いたまま、discount houseとに対し臨機に0.5~1%の割高金利を課するというものである。国外からの短期資金の運用対象が政府証券など短期証券が中心であるところから、これを左右する割引市場の資金コストを引上げ、他方公定歩合を据置いてこれにスライドする銀行貸出金利など国内金利を低位に保ち、景気振興に役立てようとするものである。米国のnudging operationが市場の自由性を尊重し、市場の需給を通じて金利体系に影響しようとするのに対し、英国の場合は伝統に従い、市場金利に対する公定歩合の指導性を利用しようとする点に英国らしい行き方がみられる。

非居住者預金に対する金利その他の取引条件を差別的取り扱い、金利裁定資金に影響を与える政策もとられた。61年7月に米当局は預金金利に対す最高限度規制の適用を外国公的当局に対して排除し、外国資金の滞留を図ったが、他方スイス、西独、フランス等では資金流入防

止策として要求払預金に付利することを禁じ、スイスでは一時特別の手数料を徴求する(逆金利)などの措置をとった。米国で今回打ち出された利子平衡税は、同様の金利上の差別効果を外国の借り手に対して及ぼうとする考え方である。

(米国の先物為替市場への介入)

とくに政策技術的に注目されるのは、米国が61年春以来大々的に展開した外国為替市場におけるドル先物市場に介入した政策であろう。これは先物カバー・コストに影響し内外の実質金利差を縮めるために行ったもので、金利政策の補充手段であると考えられよう。

(2) 投機的資金流出入に対する対策

金利裁定動機以外の事情に基く国際資金移動としては、為替相場の変動を利用して為替差益を得ようとするもの、為替不安に基くもの(通貨相互間又は通貨と金との乗り換え取引)、政情不安に基くものなどさまざまあるが、多くの場合各種要因がからみ合っている。したがってその対策も事情に応じて区々であって、たとえば金利裁定資金対策と判然と区別される特別の政策カテゴリーがあるとはいえない。現在最も重要なものは、通貨不安に基く思惑資金移動であるが、これに対しては通貨不安の拡大を防ぐ機敏な行動と、平価維持のための当局の確乎たる態度が必要となる。しかも問題の中心はドル・ポンドにあり、両国の通貨防衛操作が問題となるが、これには当然欧州各国の協力と支援が必要であり、さらにIMF等国際機構を通ずる各種の支援措置が必要となる。米英両国の対外金融政策の発展という面から主なる動きをみよう。

(米国を中心とする動き)

米国は1930年代以後為替政策というものを全く行なっていなかった。つまりドルの安定は、外国通貨当局の保有するドル残高に対し、金平価で兌換に応ずるとの金政策のみに頼ってきたのである。しかし最近のドル・ポジションの変化から、米国としてはひとつにはドル不安の発展を抑え、同時に金流出を防止するため新たに為替操作に乗り出さざるを得なくなった。61年春にはじめられた外国為替市場における先物ドル為替の買操作は、その第1歩であったが、その後米国としては為替操作の範囲を拡大すると共に、操作の欧州通貨を市場以外から取得する手段として、欧州金融当局との間にスワップ取引、及び外貨建米財務省証券の発行引受けに関する取り決めを結んだ。スワップ取決めとは米欧両中央銀行が、互いに一定額の自国通貨を預け合い、一定期間後に同一相場場で反対取引を行なうという予約取り決めを結んだも

ので、欧州側としてはドルを対価に自国通貨を米国に提供し、しかも取得ドルには為替保証がつくという便宜が与えられる。このスワップ取決めは短期の機動的運用に適するが、期間が6ヵ月~12ヵ月と短期であるためやや不安定である。この欠点を改めてやや長期間に外貨借入れを行う手段として考えられたのが外貨建中期債(最長2年)の発行である。これを引受けた欧州側にとって為替変動の危険がカバーされていることはスワップ取決めと同じである。

このスワップと外貨建中期債による外貨調達方式はその提唱者であるローザ財務次官の名に因んでローザ構想と呼ばれるもので、過去2年半に亘り欧州主要国との間に大々的に推進され、現在スワップ取決め残高は15.5億ドル、中期債発行高は6.5億ドルに及んでいる。米国側としてはこうして取得した外貨をドル為替の安定操作に使用するほか、相手方中央銀行の手元に累積した過剰ドルを買取り、その金兌換請求を回避するという目的に使っている。なおローザ構想では、将来米国の国際収支が黒字に転じた場合、米国は引続き本方式に従って外貨を保有することにより、世界経済の拡大に必要な流動性を供給していけるというアイデアが含まれている。何れにせよローザ構想、すなわち米国を中心とした欧州諸国との双務的金融取決めのネット・ワークは、現行キイ・カレンシー・システムを支える金融協力体制の中軸をなすものである。

(英国の場合)

米国と違い比較的小額の対外準備でポンド安定を図らなければならない英国としては、ポンド安定のために平衡勘定を通ずる直物市場への介入を早くから行なっており、今日の平衡操作の範型と考えられてきた。この場合ポンドへの圧迫が大きい場合英国としては当然操作資金に不足するわけで、このため過去において英当局はしばしばIMF借入れに頼らざるを得なかった。ところが61年春のマルク切上げ直後のポンド危機に対し、西欧中央銀行はBISの認識会議の申し合せ(いわゆるパーゼル協定)に基づき9億ドルの対英資金援助を行なった。これは英国にとってはIMF借入れに先立ち最も機動的に利用できる資金源を得たことを意味するもので、ポンド安定のための為替平衡操作に大きな威力を加えたといえる。63年春のポンド危機に当り、総額2.7億ドルの同様の「パーゼル援助」が行なわれている。

以上に述べた諸方策のほか、現行キイ・カレンシー・システムを防衛するための国際的取り決めとしては、IMFの資金源を臨機に増強するための工業国10ヵ国と

IMF との特別資金借入れ取り決め(総額 60 億ドル), 及び米欧中央銀行が共同で金を拠出(総額 2.7 億ドル)してロンドン金市場の安定操作を行う「金プール」協定など各種のものがあるが, 詳細は拙稿「金融協力の発展と国際通貨体制」(『東洋経済新報』5月25日号)に譲る。

3. 資金移動に伴う国内流動性調節対策

国際資本移動対策としては資金移動自体を調節することがあくまで主眼でなければならぬが, そのような対策の効果は到底完全であり得ない。このためある程度不可避的に起る国際資金移動が各国の国内金融に及ぼす影響をできるだけ効果的に吸収することは, 国内均衡を目的とする政策当局の当然の任務でなければならない。この問題は大小国の別なく共通の課題であるが, 小国の場合は国内市場規模が小さいだけに, 比較的小規模の資金移動でもその国の安定にとって致命的な打撃を与えることが多い。資金移動に伴う流動性調節の問題が主として歐洲の小国の問題としてクローズ・アップされるのはそのためである。なお流動性の調節は本来の金融政策の中心的課題であり, 政策手段としては公開市場操作や支払準備制度など正統的手段が当然中心であるべきであるが, 米英両国と違ってそのための制度的, ないし市場的条件の整っていない多くの歐洲諸国では, 正統的手段を補完するための何等かの代替手段が使われるのがむしろ普通である。更にこれらの政策の中には, 資金移動に伴う流動効果吸収して不胎化するに止める場合と, 国内流動性調節と合せて資本移動の逆転を図る政策とがある。

(対市中為替スワップ取引)

中央銀行が市中銀行を相手に自国通貨を対価に外貨(主として米ドル)の直売スワップ取引を行ない, 自国通貨の吸収と外貨の国外運用を促進するものである。この場合市中がこの取引に進んで参加するようスワップ条件については市中銀行に対して有利な条件をオファーするのが通常である。60年9月短資流入に悩んだ西ドイツ当局がこの政策を強化したとき先物ドルの買入れ条件に1.5%というプレミアム(実質上の補助金)を与えている。同様な政策はスイス, イタリアでも活発に行なわれた。

この政策は対内的には外貨を対象としたいわば公開市場操作と同じ効果を有する。イタリア, スイスなどでは公開市場操作の不備を補うためにこのような政策がとられたと考えることもできる。事実公開市場の未整備なこれら各国において, この対市中スワップは情勢の変化に応じてかなり弾力的に運用され, ほぼ英米両国の公開市場操作に近い効果を挙げている点を注目すべきであろう。

(その他の流動性吸収策)

前述したスワップ政策が国内流動性調節を外資輸出政策と結びつけて行なうものであるのに対し, 流動性吸収のみを目的とした不胎化政策として更に多くの政策が工夫された。注目されるものの第1は, スイス, フランス等が行なった不胎化証券の発行である。これは急激な外資流入に対処してその流動性効果を吸収するために特別の政府証券を発行して市中銀行に売却し, 代り金を中央銀行勘定に凍結するものである。61年春のポンド不安を反映しフランスへ流入した思惑資金は1週3億ドルの巨額に達したが, フランス当局はこの方法でほぼその8割を吸収し, 流入外貨は別途バーセル協定に基づき英国へ還元するという巧妙な措置をとっている。

第2はスイスなどが行なったスイス・フラン建ローザポンドの市中売却である。この場合対米金融協力の結果スイス側が取得した自国通貨表示米国国債が, 国内金融調節に役立っているのである。

第3には市中銀行の受入れた非居住者預金その他対外債務に特に重い準備率を課し, 不胎化効果を挙げるもので, 西ドイツ, スイス, イタリア等で行なわれた。この場合市中銀行にとって外資受入れの魅力がそれだけ低下するので, 流入自体も抑制されることになる。

4. 展望と問題点

以上交換性回復後の新事態に対応して欧米諸国金融当局を中心に発展せしめられた対外金融政策の概要をみた。これらの政策的体験の中から, 一般的結論を引き出すことは勿論困難である。第1にこれらの政策上の新機軸も, その多くは未だ実験的段階にある。しかもこの間キイ・カレンシー・システムに内在する不安, マルク切上げに現われたような平価の不均衡など一般的な金融政策の限界を越える困難な条件も多々存在した。そうした事情を考慮するならば, これらの対外金融政策が挙げた成果はむしろ驚くべきものがあつたといえる。欧米諸国経済が成長鈍化やコスト・インフレに悩みながらも60年代末期の転換期を一応乗り切り, 他方問題の多い現在の国際金融体制がその安定をととも角保ってきたのは, 各国金融当局の政策努力の賜だったのである。

最近ドル・ポジションの変化と関連して国際通貨制度改革問題が急速にクローズ・アップされてきたが, トリフィン以来のこの問題が今後いかなる発展をみせるにせよ, 各国の協調を土台とした賢明な対外金融政策なしに国際通貨制度が円滑にワークするとは考えられない。国際通貨制度をはじめ今後の環境変化と新たな政策課題に適応しつつ, 国際金融政策は今後もプラグマチックな発展を続けていくであろう。