

EMSと西ドイツの金融政策

星野, 郁

<https://doi.org/10.15017/2920696>

出版情報 : 経済論究. 67, pp.133-157, 1987-04-10. 九州大学大学院経済学会
バージョン :
権利関係 :

EMS と西ドイツの金融政策

星 野 郁

はじめに

I. EMS の創設と西ドイツ

- (1) 国際資本移動による西ドイツ経済の攪乱
- (2) 西ドイツの金融構造と金融政策
- (3) DMの準備通貨化と EMS

II. EMS の推移

III. EMS 期の西ドイツ金融構造の変化と西ドイツの金融政策

- (1) 西ドイツの国際収支及び金融構造の変化
- (2) 西ドイツの金融政策

結びにかえて

はじめに

EMS (European Monetary System: 欧州通貨制度, 以下 EMS と称す) は, 1979年 3月の発足以来やがて 7年目を迎えようとしている。EMS は, 今や欧州統合に於て CAP (Common Agricultural Policy) と並ぶ戦略的地位を占めるに至っている。前稿では極めて不十分な形ではあったが, この間の EMS の安定を支えた諸要因を分析した⁽¹⁾。それによれば, EMS 加盟国経済のインフレ率を始めとするパフォーマンスの収斂の不十分さにもかかわらず, そのような EMS の安定を支えたのは, 加盟国間での通貨協力の進展と, 為替レート変更に伴う国内調整政策の採用 (特に切り下げ国の側でのそれ) であった。もちろん, US ドルの動向もその安定に幸いした。もっとも, それらの分析はそれ自体極めて包括的で不十分なものであって, 必ずしも EMS の安定が個々の国の経済金融構造とどう結びあっているのかについて深く立ち入って分析がな

された訳ではなかった。そのような分析は、欧州統合の一環としての EMS の性格からして、EMS 固有の次元だけではなく、広く統合政策全体からの位置付けの下になされるべきものである。もとよりそのような課題は本稿の及ぶところではない。従って、本稿では EMS の安定を支えた諸要因を EMS 固有の次元に限って、EMS と西ドイツの関係、それも専ら金融政策との関連で取り上げることによって先の不十分点の一端を補うことを意図している。周知のように西ドイツは EMS の中核をなしており、後述するように、六年有余に及ぶ EMS の経験にあっても、西ドイツの金融政策が EMS のパフォーマンスに於て主導的役割を果たしている。それ故、西ドイツとの関連で EMS を見ていくことは、決して西ドイツという個別国家の利害から EMS を理解するというのではなくて、むしろ欧州統合分析に於る統合論的アプローチを補うものであることを予め指摘しておきたい。そのように断った上で、以下で我々は西ドイツが EMS 創設に至った事情をその対外的経済金融構造から見ていくと共に、EMS の推移と西ドイツのそれへの対応を観察する中から、EMS に於て西ドイツが果たしている役割及び西ドイツにとっての EMS の意味を明らかにしたい。

注

- (1) 拙稿、「EMS と国際収支調整」『経済論究』63号。

I . EMS の創設と西ドイツ

(1) 国際資本移動による西ドイツ経済の攪乱

EMS は、70年代初めに登場し失敗に終わったスネークの後を受けて登場、その歴史的経緯からしても欧州通貨統合の一翼を担っている。もっとも、スネークが CAP の共通価格維持を直接の目的にしていたのに比べ、EMS はその参加国にとって、70年代末になって生じた国際的な通貨・為替相場の攪乱—それはドルの暴落に端を発した国際的なポートフォリオ（資産選択）の結果であったが—による破壊的影響から自国を守ることを直接の目的としていた⁽¹⁾。その限りでは、EMS は極めて防衛的な性格を持つものであって、積極的に通貨

統合を推進するというものではなかった。そして EMS の設立は、そのようなドル暴落に端を発した大規模な国際的短期資本移動の矢面に立たされていた西ドイツのイニシャチブによるものであった⁴²⁾。

西ドイツは、1973年3月の変動相場制への移行後はかつてのような大規模な資本流入圧力を受けることなく、ブンデスバンクは国内金融政策の管理能力を再び掌中にしていた。ところが1978年の春になってまたしても大規模な資本流入に見舞われることになった。そしてその年の春から夏にかけての5カ月間に、ほとんど同時期の GNP の4%にも相当する200億マルクもの外貨の流入—結果的なブンデスバンクの対外準備の増加—が生じた。そのような西ドイツへの大規模な資金流入は、ブレトンウッズの固定相場制の下で西ドイツが活発な経済成長を遂げていた時期の大幅な経常黒字によって生じた DM の切り上げ予想や西ドイツの景気過熱に伴う金利上昇を狙ったものとは違って、ドル資産の価値の低下による OPEC 等の資産多様化行動の結果であったが、そのような巨額の非居住者資金の西ドイツへの流入は、ブンデスバンクの外為市場介入を通じて民間銀行の自由流動性準備 (= 過剰準備 + 再割引保証を伴った金融市場手形 + 未使用の再割引枠) を大幅に増加させた。その結果西ドイツの国内通貨供給量は、ブンデスバンクのマネーサプライ・ターゲットである CBM (Central Bank Money; 中央銀行貨幣⁴³⁾、以下 CBM と称す) ターゲットの上限を大きく超過 (11.8%) し、国内貨幣ストックの拡大によってインフレの恐れが生じた。他方、そのような外貨流入は DM の対ドルレートを著しく騰貴させ、それによって事実上ドルとリンクした形となっていた EC 諸国への輸出が大幅に減少することになった。西ドイツにとり、外国貿易は GNP の三割を占め、その内 EC 諸国への輸出は四割から五割近くを占めるから、そのような輸出の減少は大きな打撃であった。60年代末から70年代初めには大規模な資本流入に耐えきれず西ドイツはフロートに移行したが、かつての経済成長期はともかく、第一次石油ショック以降の経済停滞が続くなかで、フロートの下での投機的資本移動によって増幅される DM レートの高騰による輸出の減少は、国内景気に加えて雇用情勢の上からも問題であった。こうして西ドイツは大規模な外為市場介入による国内インフレか、DMレートの騰貴による国

内不況かのジレンマに立たされる。後述のように、西ドイツにとり EMS はこのジレンマを解決する手段であった。他方スネークを離脱しそれぞれ単独にフロートしていたフランス、イタリアの方でも、国内事情及び CAP に伴う利害から EMS を通じて通貨・為替の安定を図る差し迫った事情があった⁽⁴⁾。

注

(1) “The European Monetary System”, *European Economy*, Number 3, July, 1979.

(2) P. Ludlow, *The Making of European Monetary System*, Butterworth Scientific, 1981. pp. 77-85.

(3) ここでいう Central Bank Money (中央銀行貨幣) は、流通通貨 (鈔貨、銀行券) と銀行によってその国内債務について一定の準備率で保たれる最低準備の合計からなり、いわゆるハイパワード・マネーとは異なる。CMB ターゲットは1974年から導入され、銀行の自由流動性準備に代わってブンデスバンクの金融政策の主要ターゲットになっている。その詳細な定義については、以下を参照のこと。

Bundesbank, ‘Central bank money stock and banks’ free liquid reserves’ *Monthly Report*, July, 1974.

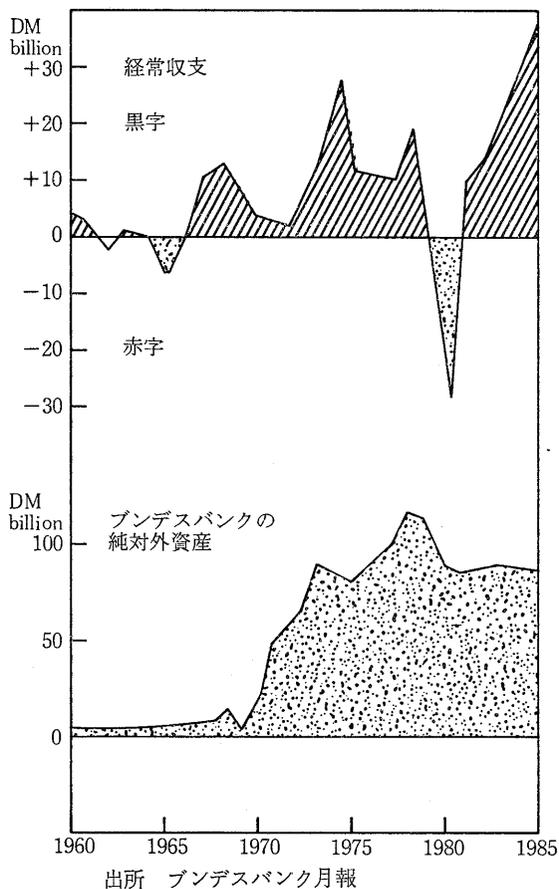
(4) フランス、イタリアはスネーク離脱後、フロートに移行していたが、それによってフロートの国際収支調整効果が得られなかったばかりか、逆に国際競争力の減退を見た。また EC 統合の領域でも通貨の減価から MCA (Monetary Compensatory Accounts; 国境調整金) 支出の増加に苦しめられていた。それで固定制への復帰によってこれらの問題の解決を図ろうとした。他方、他の諸国についてはアイルランドを別として固定制維持の必要性について既に西ドイツと緊密な利害の一致があった。P. Ludlow, *op. cit.*, pp. 196-230.

田中素香、『欧州統合』有斐閣、1982. pp. 85-97.

(2) 西ドイツの金融構造と金融政策

ところで、そのような大規模な国際資本移動は、アメリカの国際収支状況及び金融政策のシフトの結果として生じたのであって、その限りにおいてはそれは西ドイツ自身の管理外の不可避の事態であり、もちろん西ドイツの責任ではない。けれどもそのことを所与としても、西ドイツの場合、そのような外貨流入 (及び流出) の影響が増幅されるような金融構造と金融政策の存在があったことも見逃せない。この点につき、本節では後の EMS との関連で必要な限りで触れておきたい。

I-1 図 西ドイツの経常収支及びブンデスバンクの対外資産の推移



西ドイツは、1951年以来例外的な時期を除いてほぼ一貫して経常収支の黒字を計上しており、また資本収支についてはその傾向は必ずしも一定ではないが、結果として経常収支と資本収支を合わせた国際収支（総合収支）は黒字となり、それらの黒字はブンデスバンクの外国為替市場への介入（外貨買い入れ）を通じてブンデスバンクの外国為替準備（国際収支上の金融勘定項目）の増加の形をとった。但し、1969年以前は外貨流入の阻止（ドル平価の維持）のために民間銀行とのスワップによって彼らの対外資産の積み増しに向けられ、ブンデスバンクのネットの対外資産の増加はさほど大きくなかったが、それ以

II-1表 西ドイツの個人及び非金融企業の金融資産と債務構造(対イギリスとの比較)
1983末の総資産/総債務割合

金 融 資 産	西 ド イ ツ	イ ギ リ ス
銀行預金, 紙券, 铸貨	50	16
他の金融機関への預託	17	46
証 券	17	17
他の金融資産	16	21
総 計	100	100
金 融 負 債		
銀行借り入れ	61	25
他の金融機関からの借り入れ	10	18
証 券	11	36
他の金融負債	18	21
総 計	100	100

出所 ブンデスバンク月報

降急速に増加して、1978年にピークに達する(図I-1参照)。このブンデスバンクによる外国為替市場介入は、外貨の買い入れを通じて民間銀行に対して中央銀行貨幣(ハイパワード・マネー)を供給することになったが、西ドイツの場合、そのGNPに占める外国貿易の比重の大きさと一貫した国際収支の黒字は、後述する国内金融構造と併せて、この中央銀行による外為市場での介入を通じた対外資産の増加を、主要な中央銀行貨幣供給源泉、いわゆるマネタリーベースにした。例えば、1980年段階でもブンデスバンクの総資産1,743億DMの内、対外資産は830億マルクと約半分を占めている。この点は、中央銀行による政府及び公的機関発行証券の引受けあるいはそれらへの貸付や、中央銀行による民間銀行への貸付(割引)が、マネタリーベースの主要部分をなしているアメリカやイギリスと対照的であった⁽¹⁾。

ところで、西ドイツでは銀行が証券業務を兼ねる兼営銀行制度をとっており、いわゆる三大銀行を初めとする銀行が金融市場のみならず経済の中枢をなしている⁽²⁾。そのような銀行優位の体制の下で、企業は事業資金調達にあたって株式や社債発行といった直接金融よりも、銀行貸出(間接金融)に依存する

ことになった(表Ⅱ-1参照)。銀行貸出は、債務証券形式によるローンが典型的なものであるが、そのような銀行貸出が資金供給の圧倒的比重を占めたことによって資本市場の発展が遅れる結果となった。西ドイツでは大企業でも有限会社形態をとるものが少なくなく、株式会社の数は極めて少ない。実際、株式発行による資金調達コストが割高になることもあって、企業の外部資金調達のうち株式発行によるそれは、過去十五年平均で5%と低く、GNPに対する株式時価総額も、1983年で10%で、アメリカ、日本のそれぞれ8%、26%にすぎない。そのため企業の自己資本比率も英米の50%に比べて30%と低く⁽³⁾、そのような借り入れ資金への依存は企業の金利変化に対する感応性を増幅しやすくしている。また、債券市場についてもその規模は大きなものではなく、自治体債と抵当債からなる金融債と公共債(連邦債、州債など)が中心で、自治体債と公共債を併せた公共部門の資金調達が半分以上を占め、社債(事業債)の発行はほとんど行われていない。それらの債券の半分近くを銀行が所有しているが、銀行によるこれら債券の取得は、銀行の流動性——それは専ら短期金融市場の動向に依存している——に左右されるために、債券市場金利は変化が著しい⁽⁴⁾⁽⁵⁾。このように西ドイツでは銀行が金融構造の中心をなしており、その銀行と中央銀行とで構成される金融市場(貨幣市場)が西ドイツの金融構造の上で最も重要な位置を占めている。

西ドイツに於る金融市場は、アメリカのフェデラルファンド市場、イギリスの伝統的短期金融市場に相当するものであり、そこでは銀行の間でブンデスバンクへのそれらの中央銀行ジロー預金(Zentralbankgiroguthaben)を通じたインターバンク取引と、銀行とブンデスバンクの間での金融市場手形(Geldmarktpapiere)の総合取引が行なわれ、銀行は自己の流動性ポジションの調整のため、またブンデスバンクの最低準備義務(Mindestreservesoll)を果たすために、中央銀行貨幣を求めて活動する。ブンデスバンクはこの金融市場で銀行が追加的中央銀行貨幣を調達する条件を間接的にコントロールする。銀行間のインターバンク取引では、その金利は当事者間で自由に決められる。市場金利の決定に際しては、中央銀行の量的金融政策(典型的には最低準備率の変更)、国際間での金利裁定、中央銀行の外為市場介入の結果としての国内流動性

の変動、流通現金量の変動など、諸々の要因が影響している。ブンデスバンクの主要な義務は通貨の防衛であって、ブンデスバンクによる直接的信用・金利コントロール、選択的信用コントロールは用いられない。ブンデスバンクは、割引率 (Diskontsatz)、ロンバートレート (Lombardsatz) (＝証券担保貸付率) の操作、及び「公開市場操作」を通じて間接的に金利決定に影響を与える。この「公開市場操作」対象となる金融市場手形は、主としてTB—大蔵省手形 (Schatzwechsel)、無利子の大蔵省証券 (Unverzinsliche Schatzanweisungen) からなり、連邦・州政府などの信用への短期的需要をカバーするためか、あるいはブンデスバンクの金融政策上の目的によりそれ自身によって発行される。後者は、Mobilization papier や Liquidität papier と呼ばれる。これら金融市場手形にはブンデスバンクにより再割引保証が与えられ、銀行にとって中央銀行預金と同等の意味を持ち、その自由流動性準備に含まれる。ブンデスバンクはそれらの売却レートと買い戻しレートを操作することによって金融市場金利に間接的に影響を与える。尚、以上の取引の中にはブンデスバンクと銀行間での外国為替のスワップ取引を含んだ外国為替の売買・買い戻し協定も含まれる⁶⁶⁾。

ところで、ここで注意しておく必要があるのは、ここでいうところのブンデスバンクによる「公開市場操作」が、通常の意味での公開市場操作、つまり国家債務の中央銀行引受けを通じた中央銀行貨幣の供給を意味するものではないということである。ブンデスバンクによる国債の直接引受けは事実上禁止されている——但し例外的に保有されたことはあるが——。短期国債及び国による短期借り入れの場合には、例外的に連邦政府に対しては60億 DM を限度としてブンデスバンクの信用供与——帳簿債務形式をとる——が認められているけれども、ブンデスバンクは公的当局の信用への需要をファイナンスする目的で金融・資本市場へ直接介入することを禁じられており、少なくとも金融市場手形——その満期は3カ月から2年の短期の公的債務——についての「公開市場操作」は、金融市場の金利を中心とした諸条件に影響を与えることを直接の目的としている⁶⁷⁾。

他方、長期の公的債務——それは公的債務の九割を占める——については、既に見たように銀行等借り入れ金 (債務証券借り入れ) がその半分を占め、他

の長期国債や中期国債，中期貯蓄国債も，銀行や大口機関投資家，個人投資家により引受けられ，ブンデスバンクは例外的にしか長期の公的債務をそのポートフォリオに持ったことがない。従って，長期公的債務対象の「公開市場操作」は稀にしか行われたことがない。実際，最近——70年代末——までの「公開市場操作」対象の公債自体，過去の超インフレーションの苦い経験に根ざした西ドイツ政府・通貨当局の公債市場育成についての消極的態度からその規模は大きいものではなかった。そしてまたそのことがブンデスバンクによる「公開市場操作」の使用自体を制限していた⁽⁶⁾。それは既に言及したような英米諸国に比しての政府及び公的機関発行証券引受けないしはそれらへの貸付項目のマネタリーベース構成項目に占める比重の相対的な低さとなって現われている。

以上の事から明らかなように，西ドイツでは証券業務をも兼営する銀行が経済・金融の中核を構成しており，一般企業も銀行の貸付に全面的に依存している。そしてそれら銀行とブンデスバンクからなる金融市場（貨幣市場）が西ドイツの金融制度の中枢となっている。債券及び株式等からなる証券市場も銀行のビヘイビアを通じて金融市場に従属した形になっていることも既に触れた。こうして西ドイツの金融構造は，金融市場（貨幣市場）にその全重心が集約された形になっている。従ってその金融市場は，他の先進諸国に比較して相対的に小さなものになっている。そしてブンデスバンクが様々な金融手段を通じて金融市場金利に影響力を行使して，金融市場に於る中央銀行貨幣の供給を管理しており，上述のような西ドイツ金融市場の構造は，ブンデスバンクの極めて緊縮的な金融政策を可能かつ容易にしている。少なくとも大規模な外資流入のないノーマルな状況ではそうであった。

ところが，逆説的であるが，そのようなタイトな金融政策を可能とした金融構造及び西ドイツ経済の極めて良好なパフォーマンスが，投資通貨としてのDMの際立った魅力という形で逆に巨額の資本流入による国内経済の攪乱効果を増幅することになる。つまり，本節の冒頭で見たように，西ドイツの場合，中央銀行の中央銀行貨幣源泉，いわゆるマネタリーベースに於て，外国貿易のGNPに占める比重の高さ，一貫した国際収支の黒字により外為市場介入を通じて獲得した対外資産が大きなウェイトを占めていて，そのルートを通じて専

ら中央銀行貨幣（ハイパワードマネー）が供給された。そしてそのような外貨流入を通じた中央銀行貨幣の供給は、上述の金融市場の構造から専ら民間銀行の自由流動性準備の拡大、つまり銀行の貸付能力の増大となって現われることになったが、DM レート切り上げ期待や金利格差を狙った投機的資金が加わることによってそれは時に著しい量となった⁽⁹⁾。そして西ドイツの相対的に狭隘な金融市場へのそのような巨額な資金流入は、金融市場金利、さらにそれを通じて債券金利へはもちろんのこと、物価を初めとする経済全般に著しい影響をあたえることになった。実際、ブンデスバンクの金融政策は直接に信用・金利統制を行うのではなく、先にみたような割引率やロンバートレート（より以前には最低準備率）、金融市場手形の売買・買い戻しレートの操作を通じて金融市場金利に間接的に影響を与えるものであったし、また非銀行部門への外資流入を直接規制する手段はなかった。また「公開市場操作」も西ドイツの場合、金利政策の範疇にあったから、金利機能を麻痺させるような巨額の資本流入に対しては無力で、それらを吸収する能力（キャパシティ）は、西ドイツ証券市場にはなかった。すなわち、西ドイツ証券市場の狭隘さと、ブンデスバンクがその資産中に公的証券を十分に持っていなかったことは、中央銀行の公開市場操作（この場合は証券の売りオペを通じた市中流動性の吸収）による外資流入の不胎化を困難にしていた。為替管理は当局の望むところではなかった。従って資本流入は、中央銀行が外為市場介入するとすれば、西ドイツの場合、証券市場で不胎化されずにストレートに銀行の自由流動性準備の増大→インフレの危険となって現われることになる⁽¹⁰⁾。またそれを回避せんとすれば、今度は DM レートの騰貴による輸出の減少が生じるというようにジレンマに陥ることになる。

注

- (1) Hans-Hermann Francke and Michael Hudson, *Banking and Finance in West Germany*, pp. 35-37. Croom Helm, 1984.
- (2) Michael Gerhards, 1982. *Industriebeziehungen der westdeutschen Banken*, (飯田裕康監修 相沢幸悦訳『西ドイツの産業資本と銀行』亜紀書房)
- (3) Bundesbank, 'Business finance in United Kingdom and Germany', *Monthly Report*, August, 1984. この論文については、次のような詳細な紹介がある。

玉野井昌夫, 「金融システムの検討」『金融経済』219号, 1986.

——, ‘The share market in the Federal Republic of Germany and its development potential’, *Monthly Report*, April, 1984.

Marcus Bierich, ‘Renaissance und Rückschläge am Aktienmarkt’, G. Burns und K. Hauser (Hrsg.) *30 Jahre Kapital in der Bundesrepublik Deutschland*, Eritz Knapp Verlag, 1982.

- (4) Johannes Völling, ‘Kapitalmarkt und Effectenbörse’, Christians (Hrsg.) *Finanzierung-Handbuch*, pp. 259-287. Gabler, 1980.

エルウィン・セル 「西独企業の事業債による資金調達の実状と今後の展望」『公社債月報』314号。

吉川 満 「西ドイツ証券市場の実状と問題点」『公社債月報』288号。

- (5) このような西ドイツの債券市場の金融（貨幣）市場への従属性については、西ドイツにおける一般的流通の支払取引の矛盾の転化機構の未発達にもとづいた銀行の流動性の一般流通からの制約が指摘されている。清田匡「兼営銀行制度と貨幣節約」『経済学研究』第51巻第6号。

- (6) Harald Kuhnen, ‘Der Geldmarkt’, Christians, *op. cit.*, pp. 289-302.

H. Francke and M. Hudson, *op. cit.*, pp. 93-98.

- (7) *Ibid.*, pp. 107-109.

- (8) R. I. Mckinnon, *Money In International Exchange*, (鬼塚・工藤・河合訳『国際通貨・金融論』pp. 249-250 日本経済新聞社 1984)

- (9) これは、強制的に貫かれる国際収支調整過程と行うことができるかもしれない。つまり大幅な経常収支の黒字にもかかわらず、西ドイツ通貨当局が不胎化を目指したタイトな金融政策を続行した結果、大規模な国際資本移動によって DM レートが上昇する一方、国内にも介入を通じて流動性供給が強制的になされることによって国際収支の調整（黒字の縮小）が行われるという形である。マネタリー・アプローチによれば、開放体系においては現金残高の実際のストックは、価格インフレやデフレによってではなく、国際収支を通じた名目的な貨幣の流出入によって調整され、その名目貨幣量を決定するのが国内信用創造と総合収支とされる。その主張するところは、高成長国の貨幣需要はその国内信用供給よりも速く増大するから、それが国際収支の黒字（国際的な資本移動）によってその需要が満たされ、国際間で貨幣の均衡的配分が実現するというように、かのヒュームのスペイシーフローメカニズムの再版である。そのことからわかるようにマネタリー・アプローチには貨幣数量説的欠陥および均衡論的色彩があるけれども、不胎化政策をこえて貫く国際収支調整の一側面を捕えたものと言える。

H. G. Johnson, ‘Money, Balance-of-Payments Theory, and International Monetary Problem’, *Essays in International Finance*, No. 124. 1977.

- (10) 中村 啓 「為替市場介入とマネーサプライ——アメリカと西ドイツの場合——」

『東京銀行月報』 pp. 19-25. 第31巻10号, 1979.

(3) DM の準備通貨化と EMS

確かに、1970年代を通じて西ドイツの債券市場は連邦政府や州政府の財政赤字の増加によって急速にその規模を拡大していたが、何度も言うようにブンデスバンクによる引受けは禁止されていたし、公的債券の非居住者による取得も禁止されていた。何故ならそれらは典型的な対外的な DM 資産の供給、すなわち DM の準備通貨化に道を開くものであったから、西ドイツ通貨当局は強い抵抗を示した。

DM の準備通貨化に対する当局の反対理由は、次のようなものであった。すなわち、第一に、ドイツの金融・資本市場の限られたキャパシティの下では、非居住者ファンドの大規模な流入及び流出は、国内市場に過度の緊張を与える。第二に、そのようなフローは、為替レート及び通貨管理を複雑にする。第三に、アメリカ経済の経済的潜在力と金融市場の大きさがアメリカ・ドルをより‘自然な’準備通貨にしているのであって、潜在的に幾つかの準備通貨を持つことは、国際通貨体制の動揺を招くことになる。そもそもドル準備資産の規模を考えるなら他のハードカレンシーによる代替は不可能であること。加えて、準備通貨国は、その準備の役割からシニョレッジ利得 (Seigniorage gain) を得るというが、それは経常収支ないし資本収支の赤字を低金利の準備資産発行でファイナンスする場合に限られる。しかしドイツは通常経常収支の黒字を持っているのでそのようなシニョレッジはない、むしろ経験の示すところによれば準備通貨国はその地位への信認の動揺を招かないためには健全な国際収支状態にしなければならなかった。そしてポートフォリオの多様化の純効果は、為替レートのリスクをブンデスバンクに負わせることになる、つまり端的に言えば、DM の準備通貨化は西ドイツの国内金融政策の管理を難しくするというものであった⁽¹⁾。

80年代に入ってからの急速な対外資本取引の自由化の流れの中で、西ドイツでも非居住者による公的債券を始めとした DM 資産の取得が全面的に解禁された時点——最もそれは後述のように為替・国内通貨安定の中で初めて可能と

なった——で振り返れば、また当時既に DM の準備通貨化が進行しつつあったことを考えれば、いささか消極的過ぎるこの見解も、当時の激しい国際的な投機資本の移動の下での DM の準備通貨化は、国内通貨管理の自律性喪失に繋りかねないとの西ドイツ通貨当局の危惧を表わしたものであった。従って、当時のドル暴落に端を発する DM 投機の中、為替レート安定のために必要不可欠なアメリカ通貨当局との政策協調が全く望めない状況で、西ドイツは、同じくフロート下で西ドイツとは対照的な形でその弊害を受けていたフランス、イタリアと連合して EMS を創設、その固定制を通じて DM をそれら EC 通貨とリンク、いうなれば DM をヨーロッパ化 (Europeanize) することで、西ドイツへの資本流入をヨーロッパ全体に拡散し、それによって DM の準備通貨化にブレーキをかけ、DM レートの対ドル及び対 EC 通貨騰貴を回避することを狙った⁽²⁾。もちろん EMS の発足によって西ドイツも他の EC 通貨の支持のため外為市場介入義務を負うことになったが、単独のドル介入に比べればその規模は大きくないと予想されたし、何よりも単独での EC 通貨に対する騰貴によるそれらの地域への輸出競争力の減退を見なくてすむのであったから、他の通貨に対する介入義務を負うことによる潜在的危険にもかかわらず、西ドイツにとり EMS 設立の大きな動機であった。そしてこのような西ドイツの個別利害は、EC 統合の全体的利害とも調和するものであった。

注

- (1) Bundesbank, 'The Deutsche Mark as an international investment currency', *Monthly Report*, pp. 32-34.

実際ブンデスバンクは、EMS の設立自体にも反対したが、介入システムや信用ファシリティに厳格さを付け加えることで納得した。P. Ludlow, *op. cit.*, pp. 181-182.

少なくとも当時の状況からして DM レート騰貴による輸出不振が大きな問題であったことからしても、また欧州統合の現状からしても、ブンデスバンクのように単に本国通貨の安定のみに終始している訳にはいかなかったろう。

- (2) Niels Tygesen, 'The Adjustable Peg: A Viable Option for The E.M.S.?', in Pacal Salin (eds.), *Currency Competition and Monetary Union*, p. 218. Nijhoff 1984.

II. EMS の推移

冒頭でも述べたように、EMS は幾度か動揺をはらみつつも順調に推移してきた。繰り返しになるが加盟国間での経済ファンダメンタルズの不十分な収斂にもかかわらず、そのような安定を支えたのは、通貨協力の進展と、為替レート調整を機にした国内調整政策の採用であった¹⁾。実際、EMS 加盟国は、為替レート変更に頼ることなく、金融、財政、所得政策といった国内政策を行使することによって、EMS によって課された固定為替レート維持の規律 (discipline) を国内安定政策の指標とした。ベルギー、オランダ、デンマーク、アイルランドといった国々は、その高度の対外貿易依存度と狭隘な外為市場から

II-1表 通貨創造の対応項目 (増加率:%)

	通貨創造 (増加率) 全体			国 内					
	1983	1984	1985	1983	1984	1985			
ベルギー	7.0	6.1	6.0	13.9	10.7	9.7			
デンマーク	25.5	17.0	11.0	27.6	12.7	9.5			
西ドイツ	5.3	4.7	5.0	5.1	3.2	3.5			
フランス	11.2	8.3	5.8	11.6	7.0	5.2			
ア イ レ	5.6	10.1	16.6	9.5	15.2	3.9			
イタリア	13.2	11.8	12.1	13.2	15.1	16.3			
オランダ	10.5	7.7	8.0	9.8	4.9	2.8			
	国内通貨創造のうち 公的部門貸付			私的部門貸付			対外 (増+, 減-)		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1983	1984	1985
ベルギー	17.7	14.0	11.7	3.1	1.2	2.7	-5.9	-5.3	-3.1
デンマーク	17.4	0.8	0.7	17.2	14.3	11.5	-4.1	0.8	0.0
西ドイツ	2.5	2.6	2.1	11.0	10.0	10.6	0.7	0.8	1.7
フランス	3.5	1.0	2.0	12.1	10.4	7.3	-1.9	-0.1	0.1
ア イ レ	7.7	10.0	3.3	6.3	5.7	2.4	-3.9	-5.1	2.7
イタリア	8.4	8.6	9.6	8.6	11.2	7.1	0.9	0.1	-1.2
オランダ	4.8	5.3	2.8	6.9	7.3	8.1	2.3	5.2	6.9

注 統計が合わないのは他の項目による相殺 (主として非金融債務) による出所 *European Economy*

くる潜在的危険により、対外経済政策（典型的に為替レート）に高度の優先権を与えており、隣国（西ドイツ、フランス、イギリス）との安定した為替レートを維持するために、外為市場介入及びそれと結び付いた金融政策を用いた⁽²⁾。

そのような政策の結果として——ある程度予測された事態であったが——、次第に対 DM レートが彼らの金融政策の中心的指標となった⁽³⁾。それは西ドイツの高度の国内物価安定と緊縮的な金融政策を標準として、DM と本国通貨との間で安定した為替レートを維持することによって本国の金融政策の安定を図るというものであった。1983年3月の為替レート調整を機にフランスが最終的に超緊縮政策に移行した後は益々その傾向が明瞭になった（II-1表参照）。フランス、イタリアを含めたそれらの諸国は、義務的介入域ないし ECU 乖離指標を越えない段階で既に対 DM レートを睨んだ形で外為市場介入を行い、その結果 intra-marginal 介入が相場介入全体の 4/5 を占める一方⁽⁴⁾、それらの諸国の短期金融市場金利は、西ドイツのそれに合わせる形で操作された⁽⁵⁾。つまり西ドイツの金融政策を標準として対 DM レートを安定させることが、EMS の安定の条件とされた第三国通貨（ドル）に対する“共通政策⁽⁶⁾”に代替するものとなった。

けれども、目下のところそのような西ドイツの線に沿った形の EMS 諸国の金融政策の展開が、それらの諸国に多少の緊縮政策を余儀なくしたとは言え、EMS 離脱においやるほどのデフレバイアスを与えたという形跡はない。為替中心レートの変更も弾力的に行われ、その幅も時には大規模なものであったが、レート変更を通じて対 EC 内競争力格差やインフレ率の是正が行われた。為替中心レートの変更は、現在の時点（1986年末）まで計 9 回行われている。レート変更時には、当該国間（切り上げ予想国——典型的には西ドイツ——と切り下げ予想国の間）で大きな資本移動があったが、調整の後には切り下げ国の側での相対的な高金利、切り上げ国の側での低金利によって資本が還流し、切り下げ国は国内経済の安定に注意を振り向けることができた。実際、幾つかの国では為替の安定を背景に、資本流出規制策の緩和や若干の財政支出増による景気浮揚策も行われた。但し、レート変更の後には、上下 2.25% の変動枠の中

Ⅱ—2表 労働単位コストに基づいた実効為替レート
(対EMS諸国) (年平均1970=100)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
西ドイツ	101.8	100.0	96.1	92.3	94.3	93.5	92.0	90.8
デンマーク	104.6	102.6	96.4	96.7	94.4	93.5	93.5	95.8
ベルギー	120.6	18.5	113.8	111.5	99.9	97.7	99.6	102.6
フランス	93.4	95.3	100.4	103.0	99.8	96.5	96.9	99.1
ア イ レ	76.7	85.9	93.9	96.8	101.4	99.5	98.9	102.0
イタリア	81.5	82.9	87.8	95.2	99.6	109.7	114.9	113.8
オランダ	116.0	115.0	111.7	106.4	110.2	107.2	102.5	99.4

出所 *European Economy*

でレート調整時の切り上げ国は低位で推移する一方、切り下げ国は上位で推移したから、為替中心レート調整による名目的変更幅に比べて現実の実効レートの変動幅はそれより小さくなったので、対外競争力にはそれ程影響しなかった。例えば、DMのこの間の継続的切り上げにもかかわらず、そのことからくる対外競争力の減少は小さかった。むしろごく最近対ドルレートについてのDMの急速な騰貴が起きるまでは、労働単位コストの低下によって逆にEMS発足時より競争力の改善を見せていた(Ⅱ—2表参照)。他方、イタリア、ベルギー、アイルランドは反対にその切り下げ幅の大きさにもかかわらず対外競争力はあまり改善しなかった。それらのことからすれば、少なくとも短期については、為替レートの変更は、通貨当局の意志表明を通じて投機的資本移動による攪乱を阻止する点に於てより効果があったと言えるかもしれない⁽⁷⁾。またレート調整後のDMの弱含みの時期を見計らってEMS諸国の通貨当局によって後の介入に備えてDMの買入、外貨準備の積み増しがなされている⁽⁸⁾。

以上のように、EMSは、他のEMS諸国が西ドイツの金融政策を標準とし、その金利やインフレ率を始めとするその経済パフォーマンスを西ドイツのそれに収斂させる形で安定しており、それゆえEMSの展開の上では西ドイツが主導的役割を果たしていると言えよう。しかもそれによってそれらの国は少なくとも通貨安定の面ではEMSの安定の恩恵に浴している。そのような事態は、西ドイツにとりそのEMS創設の意図からみても好ましいのは言うまでもな

い。EMS 内に於て、西ドイツは度々 DM レートの切り上げや義務的介入を求められることになったが、そのことにより国内政策が犠牲にされることはなかった。また輸出も好調を継続している。実際、戦後の長きにわたって絶えず対外均衡と国内均衡の衝突に悩まされ続けてきた西ドイツにとり、この間の両者の調和は一つの画期をなすものであった⁽⁹⁾。そのことについて EMS の果たした役割は大きい。しかし、他方で EMS の進展と歩調を合わせる形で西ドイツの金融構造そのものにも幾つかの変化が生じており、それに対応して金融政策も変化を見せている。それらは EMS の安定達成の上でも重要な役割を果たした。

注

- (1) Commission of The European Communities, 'Five years of monetary cooperation in Europe', *DOCUMENTS*, COM(84) 125final, 1984.
- (2) Hermann-Josef Dudler, 'Domestic Monetary Control in EC countries under Different Exchange Rate Regimes: National Concerns and Community Options', in Rainer S. Masera and Robert Triffin (eds.), *Europe's Money*, pp. 232-233. Oxford University Press, 1984.
- (3) Tommaso Padoa Schioppa, 'Policy cooperation and the EMS experience', in Willem H. Buiters and Richard C. Marston (eds.), *International Economic Policy Coordination*, pp. 340-345. Cambridge University Press, 1985.
- (4) Commission of The European Communities, *op. cit.*, p. 11.
- (5) Hermann-Josef Dudler, *op. cit.*, p. 233.
- (6) そのような第三国通貨に対する共通通貨政策の確立は、経済ファンダメンタルズの収斂、為替レート調整の迅速性（ないしは弾力性）と並んで EMS の成功のための三大条件とされていた。
Jacques van Ypersele and Jean-Claude Koeune, *The European Monetary System: origins, operation and outlook*, pp. 60-70. Woodhead-Faulkner, 1984.
- (7) 「EMS が、加盟通貨相互の為替相場関係を短期的な不規則変動——それら通貨の対ドル相場にはこれらがあらわれる——にさらされないように保護したことは明白であり、またそれはまさにこのシステムが当然の特徴としているところである。この点が、おそらく EMS の主な成果であろう。」
W. M. Corden, *Inflation, Exchange Rates and The World Economy*（岡部光明訳『国際マクロ経済学—基礎理論と応用』東洋経済新報社 1986. p. 165.）
- (8) Bundesbank, 'The Deutsche Mark as an international investment currency' *Monthly Report*, p. 20. January, 1984.

- (9) 「EMS の最初の 5 年間の最も注目すべき且つ驚くべき特徴は、西ドイツの金融政策の国内目標と対外目標を調和させることが全く実行可能であると立証されたことである。」 Niels Tygesen, 'Exchange-Rate Policies and Monetary Targets in the EMS Countries', in Rainer S. Masera and Robert Triffin (eds.) *op. cit.*, p. 276.

ところで、筆者は前稿で西ドイツにとり EMS の介入が国内金融政策に影響を及ぼさなかった理由として、Tygesen の論拠をもとにして、為替レート調整の非対称性と並んで、CBM ターゲットの特性——対外取引による銀行の過剰準備形成部分を斟酌していないこと——を挙げたが、例えば1981年の CBM 増加率がターゲット内にあったにもかかわらず、ブンデスバンクが金融引き締め→DM レートの安定へと政策転換したことからも理解できるように（そのような解釈は、例えば、「実質的な通貨の減価に直面して、ブンデスバンクは為替レートの安定を達成するために喜んでそのマネタリーターゲットを放棄した。」 Pieter Korteweg, 'Monetary Target or Exchange Rate Target?', in Pascal Salin (eds.) *op. cit.*, p. 238.）,ブンデスバンクは必ずしも CBM ターゲットのみを金融政策の専一的ターゲットとして用いている訳ではなく、短期為替レート等にも十分配慮していると思われるので、その見解は現在では修正すべきものとして考えている。拙稿、「EMS と国際収支調整」 p. 115. 参照。

Ⅲ. EMS 期の西ドイツ金融構造の変化と西ドイツの金融政策

(1) 西ドイツの国際収支及び金融構造の変化

EMS 発足以後、西ドイツは大きな景気循環の波を経験する。1978年に始まった第二次石油危機による世界的な不況の中で、西ドイツ経済は、1978年の DM 騰貴による輸出不振を打開すべく行われた拡張的財政政策によって1979年中期まで相対的に景気は良かったが、それによる輸入拡大と石油価格の高騰の影響によって西ドイツの経常収支は急速に悪化して、1980年には284億8千万 DM に及ぶ経常収支の赤字を記録、国内経済も不況に陥る。他方、1980年秋以降アメリカの金融政策の転換に伴うドル金利の高騰によって、西ドイツからアメリカやユーロ市場へ長期・短期資本が流出した。その結果として西ドイツの国際収支は赤字となり、DM レートが下落、ブンデスバンクは DM レート支持のために外為市場で大規模な介入を行い、その対外資産を大きく減らした。

そのような専ら経常収支の赤字に基づく DM の弱さそれ自体は、輸入インフレを恐れたブンデスバンクによる1981年2月に始まる金融引き締め政策への

Ⅲ-1表 西ドイツの国際収支 (1978-1985) 単位DMbillion

(経常収支)	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
貿易収支	+50.9	+31.8	+18.3	+40.2	+64.1	+57.2	+65.3	+85.4
貿易外収支	-16.5	-23.3	-24.2	-27.6	-28.7	-21.8	-14.4	-15.7
移転収支	-16.4	-19.6	-22.6	-24.3	-25.5	-24.9	-31.0	-30.8
経常収支 (資本収支)	+18.0	-11.0	-28.5	-11.7	+9.9	+10.6	+19.9	+38.8
長期資本								
資本輸出(増:-)	-23.5	-20.3	-28.4	-27.4	-29.1	-36.5	-42.0	-58.4
資本輸入(増:+)	+20.7	+32.5	+33.9	+35.3	+14.2	+29.5	+26.3	+52.1
長期資本収支	-2.8	+12.2	+5.5	+7.9	-14.9	-7.0	-15.7	-6.3
短期資本(輸出-)								
企業個人	-2.9	-5.3	+7.6	+8.2	+1.5	-7.2	-14.7	-13.0
公的	+1.2	-0.3	-0.4	+2.8	+0.7	-3.3	-1.8	+0.2
銀行	+10.1	+4.1	-8.9	-10.3	+8.1	+1.8	+0.1	-27.7
短期資本収支	+8.4	-1.5	-1.6	+0.7	+10.3	-8.7	-16.4	-40.5
資本収支	+5.6	+10.7	+3.9	+8.5	-4.6	-15.8	-32.0	-46.8
Bundesbankの対外 資産の変化(増:+)	+12.2	-7.3	-25.7	+1.3	+2.7	-1.6	-1.0	-1.3

出所 Bundesbank年報

転換と、その後の経常収支の黒字への復帰の過程で早晩是正されることになったが、この時期を契機として西ドイツの資本フローが変化した。その変化は、資本収支上の資本のフローに関係するものと、資本収支構造（長期資本構造）に関係するものの二つに分けることができる。

前者はまだ必ずしも定着した傾向とは言えないが、長期及び短期資本収支が、経常収支の黒字を相殺する形で大幅な流出（資本収支の赤字）を見せており、とりわけ短期資本収支に於ては銀行が対外債権を急速に拡大しつつある——それらの大部分は、DM 建証券購入需要や為替市場介入の為に資金不足の生じていたユーロ DM 市場での銀行向け貸付によるもの——のと、長期資本収支に於ては証券投資（ポーフリオ投資）——それらは高金利のアメリカ政府証券への投資に向ったと予想される——の拡大が著しい。その結果として、Bundesbankの対外資産は漸減傾向にある⁽¹⁾。

Ⅲ—2表 非居住者のドイツの証券及び公的債務証券への投資

非居住者取得：+，売り：- 単位 DMbillion

	証券(債券及び株式)	公的債務証券	計
1978	+3.2	-0.6	+2.6
1979	+5.9	+0.3	+6.2
1980	+0.9	+22.6	+23.5
1981	+1.0	+22.3	+23.3
1982	+2.8	+9.4	+12.2
1983	+13.6	+11.9	+25.5
1984	+17.5	+4.3	+21.8
1985	+42.1	-2.0	+40.1

出所 ブンデスバンク月報

後者の長期資本構造に関する変化については、少々立ち入った説明を要する。西ドイツの国際収支表から明らかなように、1980年を境にして長期資本の西ドイツ国内への投資項目の内、公的部門への投資——その多くは連邦政府や州政府の長期債務証券——が著しい拡大を見せた。その背景には次のような事情があった。既に言及したように、1980年には西ドイツは巨額の経常赤字に陥っていたが、DMへの信認を傷付ける恐れのあるブンデスバンクの外貨準備を極端に減らすことなく——実際には1980年に250億DMも減少したが——、その赤字をファイナンスするために、以前とは全く逆に資本流入を促進する必要があった。そのため資本輸入に関する残存規制が相次いで撤廃されることになる⁽²⁾。例えば、1980年3月には、典型的なDMの準備通貨化のルートとして禁止されていた連邦及び州政府発行の公的債務証券の非居住者への譲渡が可能となった。また既に経常収支が回復基調にあった1981年8月には、非居住者による全ての国内債・金融市場証券取得に関する規制が全廃される。さらに1984年には非居住者取得の国内債利子所得に関する源泉課税の廃止、1985年にはFRNs、ゼロクーポン債、スワップ関連債等の発行も認可されるなど、世界的な資本取引の自由化の趨勢の中で、西ドイツでも急速な資本取引の自由化が推進されることになった。そのような資本規制の全面的撤廃の中で、非居住者の公的債券を中心とする西ドイツ国内債への投資は急増した。(Ⅲ-2表参照。)

以上のように、西ドイツの資本フローが全体として流出傾向を見せはじめたこと、並びに西ドイツへの資本流入が、国際投資通貨としてのドルの復活や円の台頭によりかつての激しさを失い、しかも第一章で見たように即国内流動性供給に繋る銀行預金の形だけでなしに——もちろんそれもあるが——、それに代替するものとして長期の公的債券保有という形を採りはじめたことで、以前のような激しい国内均衡攪乱の資本移動は生じなくなっている。もちろんそれに果たした EMS の役割は大きいであろう。DM の準備通貨化阻止という西ドイツにとっての EMS 創設の主要目的からすれば全く矛盾するかのように映る非居住者による公的債券取得認可にしても、そのような資本フローの構造的変化から、そのことがもはや国内金融政策の攪乱要因にならないという判断が西ドイツ通貨当局にあるものと思われる。実際西ドイツの財政政策も財政再建を目指して赤字の縮小が図られており公債市場 それ自体の拡大速度は衰えている。

注

- (1) Bank for International Settlement, *BIS Annual Report*, No. 56. (邦訳『国際金融・資本市場——第56回国際決済銀行年次報告より——』東京銀行月報, 第38巻第9号) pp. 21-23.
- (2) 西ドイツでは原則的には、既に1961年から対外資本取引は自由化されていた。もっとも、1960年代末からの大規模な資本流入に直面して幾つかの資本流入規制策が導入されたが、1973年3月のフロート移行後はそれらの多くは廃止されていた。そして80年代に入ってその動きが更に加速する。詳しくは以下を参照のこと。Bundesbank, 'Freedom of Germany's capital transactions with foreign countries, *Monthly Report*, July, 1985.
- (3) *Ibid.*, p. 15.

(2) 西ドイツの国内金融政策

以上のような資本フローの変化により、もはや大規模な資本流入が非居住者の国内銀行への預金という形で専一的に生じないこと、むしろ資本収支は流出傾向にあったことを前提とすれば、ブンデスバンクによる国内金融政策が順調にいったのはある意味では当然であった。EMS の発足した1978年には、200億 DM にのぼる外資がブンデスバンクに流入したが、1979年、1980年には合

わせて300億 DM が流出して、この間の収支はマイナスになった。従って、以前のようにブンデスバンクによる流入外貨買上げを通じた形での中央銀行貨幣の供給は、大幅に縮小することになった。

実際、それら外資流入（非居住者の国内銀行への預金）にその流動性準備の供給を依存していた西ドイツの銀行制度は、これ以降その流動性準備の供給源を国内に求めざるをえなくなった。それはブンデスバンクによる民間銀行への貸付あるいは割引によってなされることになる。つまり、以前の流入外貨の買上げを通じた中央銀行貨幣供給ではなしに、中央銀行の民間銀行へのリファイナンスを通じて中央銀行貨幣の供給が行われることになり、ブンデスバンクは金融市場を媒介としてその供給条件に影響力を行使することにより金融政策の主導権を握ることが再び可能となった。

既に、70年代の初めにフロートに移行して以来、ブンデスバンクの金融政策は、それ以前の最低準備率の操作から割引率、再割引枠、ロンバートレート⁽¹⁾の操作にその中心を移しており、相対的に固定されていた再割引信用に対して、ロンバートレートがブンデスバンクの意向を反映した金融市場の代表的金利となっていて、その操作（ロンバート及びスペシャルロンバートローン供給量調節）を通じて通貨安定を図っていたが⁽²⁾、資本流出（ないしは景気拡大による一般流通の増加）による銀行制度の流動性準備不足によるロンバートローンへの依存の深まりによって、その効力が増していた。

しかしながらロンバートローンは、元来その性質に於て短期の一時的な流動性供給手段であって、長期に渡る大規模な流動性供給手段ではなかった⁽³⁾。しかもその性質に於て短期的であったにもかかわらず、レートは固定的であったため、短期金融市場のめまぐるしい変化——それは、対外資本取引の自由化の中で益々金利感応的になりつつある国際的な資本フローの反映であったが——に必ずしも十分に対処しきれない面があった⁽⁴⁾。従って長期に渡って量的に十分であるとともに、そのような変化に対応することのできるよりフレキシブルな金融手段が求められることになる。そしてそのような要請を受ける形で、近年、とりわけ83年以降著しく重要性を増しているのが、買い戻し協定の下でのブンデスバンクの公開市場での証券取引、いわゆる現先取引であり、85年には

Ⅲ-3表 民間銀行の中央銀行貨幣需要とブンデスバンクの流動性政策手段

(1978-1985) 単位 DMbillion

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1.中央銀行貨幣の増加による中央銀行 バランスの供給(+)ないし吸収 (-) (増加: -)	-14.1	-7.8	-6.5	-2.7	-7.5	-10.1	-7.1	-6.6
外国為替移動 ⁽¹⁾	+20.3	-5.2	-24.6	-3.1	+1.7	-2.0	-3.9	-0.7
中央・地方当局の現金取引 ⁽²⁾	-2.1	+3.9	+0.3	+1.1	-4.1	+7.1	+1.3	-4.2
ブンデスバンク利潤の連邦政府 への移転	-	-	-	+2.3	+10.5	+11.0	+11.4	+12.9
そ の 他	-3.8	-5.2	-7.9	-9.3	-12.1	-9.7	-12.1	-14.0
小 計	+0.3	-14.3	-38.8	-11.8	-11.4	-9.0	-10.6	-12.5
2.流動性政策手段								
最低準備の変化	-1.8	-3.2	+10.5	+4.1	5.4	-0.2	-0.4	+0.1
リファイナンスファシリティの変化	+4.4	+5.1	+12.1	+5.1	+7.7	-0.7	+7.8	+3.3
公開市場取引 ⁽³⁾	-3.6	+2.7	+4.5	-0.1	+1.5	+2.4	-3.9	+0.1
買い戻し協定に基づく証券	-	±0	+6.0	4.4	-1.4	+6.6	+7.7	+16.5
金融市場での他の補助手段 ⁽⁴⁾	±0	-2.3	+4.5	-0.5	+1.6	-3.4	±0	+0.6
小 計	-1.1	+2.4	+37.6	+13.0	+14.8	+4.7	+11.3	+20.6
3.残存赤字(-)ないし余剰(+) [1+2]	-0.8	-11.9	-1.2	-1.2	+3.4	-4.3	+0.7	+8.1
その吸収ないし埋め合わせ								
未使用再割引ファシリティ(減: +)	-0.2	+9.7	-1.4	+1.3	-3.5	+3.3	-10	-3.1
ロンバート及びスペシャルロン バートローン(吸収: -)	+1.0	+2.2	+2.6	-2.5	+0.1	+1.0	+0.3	-5.0

注(1)為替スワップ, 買い戻し協定下での外為取引除く

(2)ブンデスバンク法セクション17の下での連邦バランスのシフト含む

(3)非銀行とのN paperと長期証券取引

(4)買い戻し協定下での手形, 外為スワップ, 短期TBの公開市場取引
出所 ブンデスバンク年報

総リファイナンスに於るシェアの35%を占め, 79年にはほとんど0であったことを考えると著しい増加を示している⁽⁴⁾。この現先取引には外国為替も含まれており, 証券や証書の現先取引が金融市場に流動性供給を行うのと反対に, それは金融市場から流動性を引き出すこと, つまり資本流入の不胎化を目的として⁽⁶⁾, EMSの為替レート調整直前のDM切り上げ予想に基づく資本流入に対して, その都度臨機応変に用いられることになった。またその後のレート調整に伴う資本流出に際しては証券買いにより流動性を供給した。(Ⅲ-3表)

こうして現先取引の発達に伴って, ブンデスバンクは, 対外要因, 特に為替

レートと金利格差の変化に対して、以前に比べて、よりフレキシブルに対応することが可能となった。既に見たような対外資本取引の急速な自由化も、EMSによる安定、80年代に入ってからの西ドイツの資本フローの構造的変化を背景とした以上のような西ドイツ通貨当局の金融政策の自律性の回復によって可能となったと言えるだろう。そしてそのような西ドイツの安定が EMS の堅調な運営の標準を提供している。

注

- (1) Bundesbank, 'Interest rate movements since 1978', *Monthly Report*, pp. 15-17. January, 1983.
- (2) ———, 'The Bundesbank's transactions in securities under repurchase agreement', *Monthly Report*, p. 27. May, 1983.
- (3) ———, 'Recent developments with respect to the Bundesbank's securities repurchase agreements', *Monthly Report*, pp. 19-21.
- (4) *Ibid*, p. 19. なお、82年末から85年9月の間に、総割引信用に占める現先取引以外の個々のファシリティの割合は、手形買入に基く再割引信用供与が71%から60%に、ロンバート信用が5.4%から0.4%にそれぞれ低下した。
- (5) H. Francke and M. Hudson, *op. cit.*, p. 97.

結びにかえて

現在西ドイツは好況にある。輸出の好調、及び世界的な金利の低下が力強い刺激となった。1985年には史上最高の388億6千万 DM もの黒字を計上した。1986年には3%近い経済成長も見込まれている。しかも景気の上昇にもかかわらず、石油価格の下落、DM レートの上昇による輸入物価の低下によって国内物価は相対的に安定していた。DM レートは、1985年初めから1986年2月まで40%もドルに対して騰貴したにもかかわらず、西ドイツの対外競争力には大きな変化は起きていない。西ドイツの輸出は、その多くが DM 建てでなされており、又アメリカへの輸出は10%程度にすぎないため、対ドルレートについての DM の上昇は、西ドイツの輸出にとってそれほど大きな打撃ではない。他方主要な輸出先である EC 諸国とは EMS を通じリンクされている。その意味

でも EMS の果たしている役割は大きい。もっとも以上で見てきた西ドイツの金融・経済の安定に作用している諸要因がその性質において一時的なものなのか、あるいは構造的変化であるのかについてはドルの動向を含め、依然不確定な要素が多い。EMS 諸国内での西ドイツ単独の際立った経済・通貨安定は、EMS 内の新たな波乱要因ともなりかねない。またそれは本稿の対象外にあった CAP を始めとする欧州統合の諸分野の動向とも不可分である。いずれにせよ、今後とも西ドイツ、とりわけその金融政策が EMS の展開に大きな影響力を持ち続けるのは疑いないであろう。

(1986年12月29日脱稿)

追記

本稿脱稿後、1987年1月11日に EMS 第10回目の中心レート調整が行なわれた。今回のレート調整に到った原因は、フランスの政治不安によるフラン下落に端を発し、それがドル下落も加わり DM への上昇圧力につながったもので、86年に史上最高の経常黒字を更新する一方で、EC 諸国の中で際立った物価・経済情勢にある西ドイツへの投機的資本流入により DM が EMS 通貨に対し単独騰貴するかたちとなった。調整により DM はフランスフラン、デンマーククローネに対し3%切り上げられたが、その切り上げ幅が予想されていたよりも小さかったこともあり、調整後も為替相場は動揺しており DM は上昇基調にある。その限りでは DM 及び EMSの安定を支えていた諸要因は、ドルの動向を含め依然脆弱で不確定であることは否めない。しかし為替市場での波乱にもかかわらず西ドイツ経済は好調を持続している。また、ここ数年に西ドイツ、フランス、オランダなどにより実施された資本取引の急速な自由化のことを考えれば資本移動によるある程度の為替相場のブレは仕方なく、EMS 諸国間での経済政策の協調が継続される限り EMS の安定基調は維持されよう。