Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2025-08-03

EMSと中心国ドイツ : 非対称性は有効か（池本清博士記念号）

藤田, 誠一

(Citation)
国民経済雑誌,174(3):61-74

(Issue Date)
1996-09

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00176095

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00176095

EMSと中心国ドイツ
——非対称性は有効か——

藤　田　誠　一

I　はじめに

EUは，1995年末の首脳会議において，99年1月より経済通貨同盟の第3段階に移行し，各国通貨の為替レートを完全に固定化し，単一通貨 Euro を導入するというタイムスケジュールを決定した。しかし，EMSの現状を見ると，92/93年の一連の通貨危機を経て，英ポンドと伊リラがERMを離脱し，また変動幅もマルクとギルダーの間を除くと±15%に拡大されたままである。したがって，スケジュール通りに経済通貨同盟を完成させるためには，第3段階へ移行可能な国が決定される98年春までに，マーストリヒト条約で定められた4つの経済収斂条件を満たし，為替相場の変動幅を徐々に縮小していくという困難な作業が必要とされているのである。

ところで80年代後半から90年代初頭にかけて，ドイツの反インフレ的な金融政策を中心に，各国が自国の金融政策をドイツのそれに収斂させたことが，すなわちEMSがドイツを中心とする非対称な制度として運営されたことが，この時期のEMSの安定に寄与したとの評価が一般的であった。他方，92/93年の通貨危機に際しては，ドイツがEMS全体が求めている金融スタンスを無視して緊縮的な金融政策を堅持したことに非難が集中した。これを契機に，EMSの運営をより対称的なものにすべきであるとの主張も見られるようになった。本稿では，80年代後半と90年代前半のEMSを比較することを通じて，ある通貨制度が特定の国を中心として非対称的に運営されることの意味とその限界を明らかにしたい。本稿は，EMSにおける非対称性の意味を検討した前稿（1992 b）の続編である。

II　EMSの理念と非対称性

（1）　EMSの理念

1979年3月に創設されたEMSは，理念上は平価設定，介入方式，信用メカニズム等についてすべての加盟国を平等に扱う，対称的な性格をもっていた。

まず平価設定については，「N−1」問題を回避するために，共通の計算単位としてのECU（欧州通貨単位）が導入され，各国の平価はECUに対して設定された。しかし，実際に取引が行われたり中央銀行が介入するのは二国間の為替市場であり，その中心レートは各国通

貨の対ＥＣＵセントラル・レートから計算される。

為替相場の安定・介入については，パリティ・グリッド方式とＥＣＵ乖離指標を用いた早期警戒装置が併用されることになっていた。パリティ・グリッド方式は，二国間の中心相場の上下に2.25%という変動幅を設け，為替相場が限界点を超える場合に強制的に介入を行う方式であり，この場合には限界点に達した両国がお互いの通貨を用いて共同で介入し，介入に必要な通貨はＶＳＴＦ（超短期融資制度）を通じて調達される。

他方，ＥＣＵ乖離指標はＥＣＵセントラル・レートから各国通貨がどの程度乖離しているかを示すもので，各国は自国通貨がＥＣＵセントラル・レートの±2.25%に（１－ＥＣＵにおける自国通貨のウェイト）を掛けたものを変動の限度とし，その変動幅の75%に達した時点で早期警報が発せられる。この場合，当該国は多様な介入，セントラル・レートの変更，各種経済政策といった措置を採用することになっていた。

このように，二国間レートが限界に達した場合は両国が，またＥＣＵ乖離指標による早期警報装置の場合には当該国が域内通貨を用いて介入することが義務づけられ，介入に必要な資金は無制限に貸与されることとなっていた。

（２）　非対称的なＥＭＳの運営

ＥＭＳは，80年代中頃までの11回にわたる平価調整を経て，87年１月から92年９月までは（90年１月のリラの縮小変動幅移行のための技術的調整を除いて）平価調整のない安定期を迎え，この間各国のインフレ率，金利もドイツのそれに収斂して行った。しかし，それはＥＭＳが理念通りに対称的に運営されたからではなく，ドイツを中心とした非対称な制度運営の結果であるとする見解が一般的である。[1]

80年代のＥＭＳの運営については，多くの実証研究により次のような特徴が明らかにされてきた。[2] (1)ＥＭＳ設立当初はドルによる介入が圧倒的であったが，その割合は次第に減少した。(2)限界点（義務的）介入に代わって，限界点内での介入が一般的となった。(3)ブンデスバンクは対ドル相場の変動に対しドル介入を実施しているのみで，ＥＭＳ内で介入しているのはドイツ以外の中央銀行である。(4)ＥＭＳ内での介入には，ドイツ・マルクで使用されている。(5)ドイツは他国が実施したドイツ・マルク介入が自国のベースマネーに影響しないように，不胎化政策を実施してきた。(6)平価変更が予想された場合には，ドイツの金利が殆ど変化しないのに対してイタリアとフランスの金利が大きく変化した。

（３）　中心国としてのドイツ

これら一連の実証研究の結果は，ＥＭＳがドイツの金融政策を中心に運営され，その他の国はドイツが設定した金融スタンスに自らを収斂させるというメカニズムが働いたことを示

している。

ドイツはEMS内では介入を実施しないため，自らの介入がベースマネーを変化させることはない。ドイツ以外の国によるマルク介入は，介入資金の調達・保有形態によってはドイツのベースマネーを変化させるが，ドイツはこれを不胎化してきた[3]。いま，仏フランの切り下げ予測が市場に広まった場合を考えてみよう。為替市場では，投機家は仏フラン売り・マルク買いを行う。この投機を抑えるためには，金利平価を成立させるために，両国間で切り下げ予想に等しい金利差が必要となる。ドイツとフランスがマルク売り・仏フラン買いの介入を実施すれば，ドイツの貨幣ストックの増加とフランスの貨幣ストックの減少を通じて，ドイツの金利が低下しフランスの金利が上昇という形で切り下げ予想に等しい金利差が実現される。

しかしこの時，ドイツが介入しなかったりあるいは貨幣ストックへの影響を不胎化すると，ドイツの金利は変化しないため，金利差はフランスの金利上昇のみによって実現されねばならず，その分フランスはより厳しい金融引き締めを要求されることになる[4]。このように，ドイツは貨幣ストックの目標を維持するという独自の金融政策を実施できる一方で，フランスはマルク相場を目標とする金融政策を強制されることになる。80年代後半には，ドイツが自国の物価安定政策を実施することにより，EMS全体の名目アンカーの役割をはたし，その他の国は為替安定を重視した金融政策によってドイツの金融政策に次第に収斂していくというプロセスで，EMS内で為替・物価の安定が実現されたのである。

III　EMSの通貨危機

ドイツを中心として徐々に為替安定を実現しつつあったECは，91年12月のマーストリヒト条約の締結によって経済通貨同盟に向けての更なる一歩を踏み出したかに見えたが，翌92年秋から93年夏にかけての一連の通貨危機により，計画の見直しを迫られた。

（1）　通貨危機

92年6月のデンマークによるマーストリヒト条約の批准拒否，7月のドイツによる公定歩合の引き上げ（8.0→8.75%），9月に予定されていたフランスの国民投票の不安などを背景に，EMSの将来に対する不透明感からドイツマルクへの投機が活発化し，リラ，ポンドをはじめとする諸通貨は対マルク相場の上限に接近した。平価調整の憶測のなか各国は金利を引き上げることで対抗したが，EMSは9月13日のリラの切り下げ，16日にはポンドとリラの離脱，スペイン・ペセタの切り下げという一連の緊急措置に追い込まれた。

92年秋の通貨危機後は，各国の公定歩合の引き下げもあり，為替市場は小康状態を維持していたが，7月に入ると仏フランとベルギー・フランに対する投機が活発化し，7月29日ド

イツが公定歩合の据え置を発表したのをきっかけに，ＥＭＳは８月２日に(1)ＥＲＭの中心レートは変更しない，(2)ドイツ・マルクとオランダ・ギルダーの二国間為替相場を除き，すべてのＥＲＭ参加国の通貨間の変動幅を±15％に拡大する，との合意に達し事実上崩壊したのである。その後も，数度の平価変更を経験しながらも，変動幅は縮小されることなく，現在に至っている。

（２）　通貨危機の背景

92/93年の一連の通貨危機の背景には，ＥＭＳをめぐる80年代とは異なる次のような環境変化があったと考えられる。[5]

まず第１に，87年以降実質的な平価調整が行われず，各国の経済パフォーマンスの差から実質為替レートは大きく変化していたと考えられることである。特に，インフレ率でみると，87年以降イギリス，スペイン，イタリアのグループと，ドイツ，フランス，オランダのグループに二極分化する傾向がみられた。実質為替レートの変化は各国の競争力に影響するだけでなく，近い将来の平価調整についての憶測を生むことにもなる。

第２には，90年以降の為替管理の撤廃と資本移動の自由化により，ＥＭＳ諸国間の資本移動が活発化し，大規模な通貨投機の可能性を生み出したことがあげられよう。特に，平価調整が行われない下での金利差の存在は，コンヴァージェンス・トレイド（convergence trade，または convergence play）という国際的なポートフォリオ投資を活発化させた。コンヴァージェンス・トレイドとは，ドル資金の保有者が例えば高金利のイタリア国債に投資するとき，先物リラ売りでヘッジせずに代わりに先物マルク売りでヘッジする取引を指す。[6] このような取引の前提には，経済パフォーマンスの収斂（convergence）によりマルク・リラ間の相場が将来にわたって安定しているであろうという期待がある。したがって，一度この期待が裏切られリラの切り下げ予測が広まると，投資家は為替リスクをヘッジするために先物リラ売り・先物マルク買いを大量に行うことになる。このようなコンヴァージェンス・トレイドの「巻き戻し」が，直物・先物市場における大量のリラ売りとして為替市場を襲ったのである。

第３には，90年の東西ドイツの統一による影響があげられる。[7] ドイツ統一に伴う旧東ドイツへの公的資金移転は91-2年で2,210億マルクに昇り，ドイツの財政を大きく悪化させた。これにともない，消費者物価の上昇率は88年の1.3％から92年には4.0％に上昇し，公定歩合も90年の6.0％から82年7月には8.75％にまで引き上げられた。また，89年にはＧＤＰの５％の黒字を計上していた経常収支は，91年には同１％の赤字に転じ，資金供給国から資金輸入国になった。高金利に代表されるドイツ経済の変化は，一方的なマルク高を引き起こしただけでなく，ＥＭＳにおける中心国，名目アンカーとしてのマルクの役割の前提条件を危うくさせる性格のものであった。

第4には，EMS加盟国間の景気循環のズレがあげられよう。実質GDP成長率でみると，89年から2.2，0.4，−2.0％と推移したイギリス，2.9，2.1，1.2％のイタリア，4.3，2.5，0.8％のフランスに対して，ドイツは統一にともなう特需の影響で，3.6，5.7，5.0％とこの時期にかえって拡大している。こうした景気循環のズレは，他の国のドイツの高金利への追従を国内均衡の立場から困難にする状況を作り出したのである。

（3） 通貨危機とドイツの金融政策

92年秋の通貨危機のきっかけの一つは，ドイツによる公定歩合の引き上げであるが，一連の通貨危機においてブンデスバンクはどのような金融政策を実施したのであろうか。

第1表は，それまでEMS内では殆ど介入を実施してこなかったドイツが92/3年の通貨危機に際しては積極的な介入を実施したことを示している。92年危機の際にはドイツは920億マルクの介入を実施したとされるが，このような大量の介入は国内流動性を急増させる。第

第1表 ブンデスバンク為替介入と金融政策

92年　EMS危機月　（金額は10億マルク）

	92年5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	93年1月	2月
為替介入額			+0.1	+1.0	+82.6	−33.7	−0.8	+11.3	−11.0	−4.4
証券レポ／金額	81	121	130	128	78	193	231	309	241	259
期間（平均日数）	34	40	44	37	42	14	14	13	19	19
超短期証券レポ／回数					4回	1回		2回		
期間（平均日数）					3	3		3		
M3／月中平均	1577	1588	1598	1611	1629	1655	1653	1655	1650	1655
前月比（％）	0.5	0.7	0.6	0.8	1.1	1.5	−0.1	0.1	−0.3	0.3
前年比（％）	7.7	8.1	8.3	8.6	9.3	10.4	9.6	8.6	7.7	7.2

93年　EMS危機月

	93年5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	94年1月	2月
為替介入額	−0.2		+18.9	+32.3	−22.0	−9.0				
証券レポ／金額	303	309	373	231	299	368	300	430	339	363
期間（平均日数）	18	18	19	16	15	19	18	14	14	14
超短期証券レポ／回数	1回				1回	1回				
期間（平均日数）	3				3	3				
M3／月中平均	1712	1723	1737	1745	1748	1760	1774	1801	1838	1853
前月比（％）	0.5	0.6	0.8	0.4	0.1	0.6	0.7	1.5	2.0	0.8
前年比（％）	8.5	8.5	8.6	8.3	7.3	6.3	7.3	8.8	11.3	11.9

（資料）ブンデスバンク月報，年報
（出所）『東銀経済四季報』，79ページ。

1表によると，92年9月だけで826億マルクの流動性が国内金融市場に供給された。それに対し，ブンデスバンクは証券レポの減額書き替えなどにより，400億マルクを吸収した。また，93年の危機では，7-8月に512億マルクの資金が流入したのに対し，ブンデスバンクは8月には1,420億マルクの減額書き換えによってその影響を吸収した。為替介入のベースマネーへの影響を不胎化しようとしたのである。その一方で，ドイツの公定歩合は8.75%の水準から順次引き下げられ，93年10月には6.75%，95年3月には4.0%にまで低下している。

通貨危機におけるドイツの金融政策スタンスは，為替市場への介入の実施という点を除くと80年代のそれと大きく変わってはいない。すなわち，あくまでも反インフレをめざして貨幣ストックをコントロールするという方針である。以下では，ドイツがEMS全体の金融スタンスを決めその他の国は為替安定を通じてそれに追従するという，非対称的なEMSの運営がEMS危機にどう影響したのか，言い換えれば非対称的運営の見直しの必要性はあるのか否かという問題を検討したい。

IV　非対称性と金融政策

（1）　金融政策の中間目標

金融政策の中間目標（intermediate target）として金利と貨幣ストックのいずれを選択するかについては，周知の命題が存在している。すなわち，実物ショックに対しては貨幣ストックを目標とする方が，また貨幣的ショックに対しては金利を目標とする方が，それぞれのショックが所得に及ぼす影響は小さいという命題である。

ところで，EMSにおいては為替の安定が第一義的な目標とされるが，自由な資本移動を前提とするとそれは金利水準に格差が存在しないことを意味する。なぜなら，資産間の完全代替性を仮定すると金利差は為替相場の予想変動率に等しくなるが，為替の安定とは予想変動率がゼロであることを意味するからである。したがって，為替相場の安定という目標は金利を目標にすることと同じ意味をもつことになる。前述のように，EMSではドイツとその他の国では金融政策の目標が異なっている。ドイツが貨幣ストックを目標に金融政策運営を行ってきたのに対し，その他の国は対マルク相場の安定を目標とした金融政策を実施してきたのである。以下では，ドイツが貨幣ストックを目標に行動し，周辺国はドイツと同一の金利を目標に行動するという非対称的な金融政策運営を，より対称的な政策運営と比較することを通じて，中心国としてのドイツの金融政策の意味を検討しよう。

（2）　対称的な金融政策

対称的な金融政策運営として，ここではEMS全体の貨幣ストックを一定にするような政策運営を考える。そのような政策運営においては，ドイツとその他の国は全体の貨幣ストッ

クを一定とするために，それぞれ自国の貨幣ストックを反対方向に調整することが要求されることになる。

EMS全体の貨幣ストックを一定にする対称的な金融政策運営の考え方は，McKinnon (1984) に基づいている。McKinnon は，国際資本移動によって主要国の為替相場が変動する世界では，アメリカとその他の国で非対称な金融政策運営を行う「ドル本位制」は，世界全体の貨幣ストックを大きく変動させることによって，世界的なインフレや不況を引き起こすとして，アメリカ，ドイツ，日本による各国の国内信用目標と非不胎化介入を組み合わせた対称的な「新三国通貨協定」を提唱した。[8] 各国が為替介入によって為替相場を安定させると同時に，全体の貨幣ストックも安定させようというのである。ただし，この提案の前提として，世界全体の貨幣需要は安定しているとする「国際版マネタリズム」の考え方があることには注意が必要である。

(3)　実物ショック

第2表は，単純なIS－LM2国モデルを用いて，EMS通貨危機の背景として考えられる実物ショックおよび投機的アタックがドイツおよび周辺国にどのような影響を及ぼすかを，非対称的制度と対称的制度のそれぞれについて整理したものである。

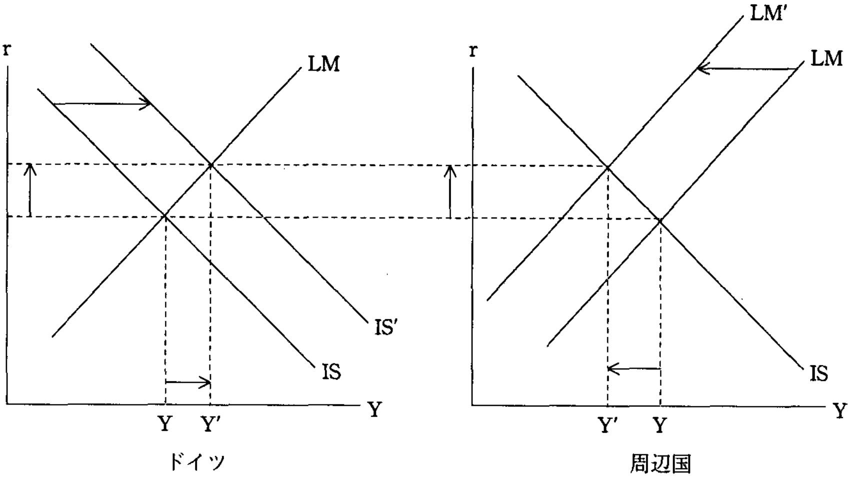
第2表　非対称性とショックの影響

	実物ショック	投機的アタック
非対称的制度	中心国のショック ・中心国は金利の変動により調整 ・周辺国へ逆の影響 周辺国のショック ・中心国への影響なし ・周辺国では影響が拡大	中心国の金利は変わらず，周辺国の金利変動によって金利差が調整される。
対称的制度	資本移動を通じた流動性の再分配により，ショック発生国の影響を拡大し，他国には逆の影響を及ぼす。	中心国の金利低下，周辺国の金利上昇により金利差が調整される。

Sardelis (1993), p. 16の表より作成。

ドイツと周辺国で非対称的な実物ショックが発生した場合，例えばドイツ統一による需要増や周辺国における景気後退の場合を考えよう。ドイツの需要増大はIS曲線を右にシフトさせ，金利を上昇させる。ドイツの金利上昇は周辺国からの資本流入を引き起こすため，周辺国の貨幣ストックは減少し，金利の上昇と所得の減少が発生する（第1図)。逆に，周辺国の景気後退はIS曲線の左方シフトにより金利を低下させるが，これが資本流出を引き起こすため貨幣ストックの減少につながり，所得の減少効果を増幅させる。この時，ドイツは貨幣ストックを不胎化により一定に維持しているため，周辺国からの影響を受けることはない。

第1図

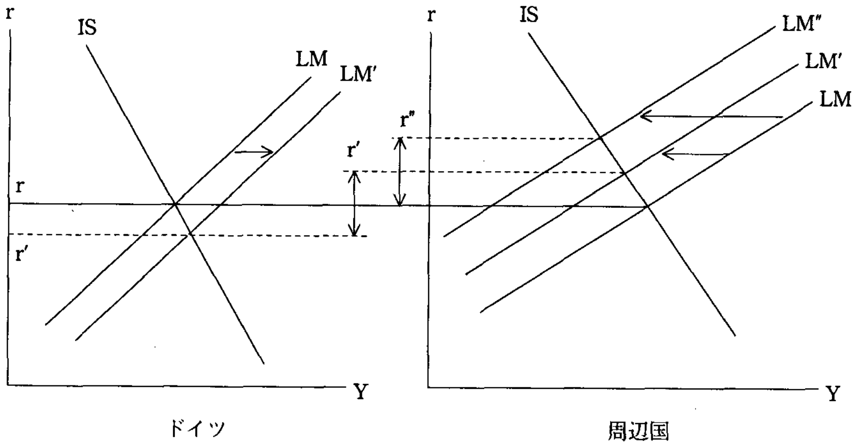


対称的な制度の下で同様の実物ショックが発生した場合には，ドイツでは資本流入による貨幣ストックの増加が，周辺国では貨幣ストックの減少が対称的に起こり，ドイツの所得増加と周辺国の所得減少をもたらす。非対称的な制度と比較すると，ドイツは周辺国の実物ショックを遮断できず周辺国と逆の変動にさらされることになる。

（4）　投機的アタック（第2図）

次に，ドイツと周辺国の通貨に対する投機的アタックの効果を検討しよう。ここで投機的アタックは，両国の貨幣需要曲線の反対方向への対称的なシフトで表される。例えば，ポンド売りマルク買いの投機に対しては，市場におけるポンドの切り下げ予想に等しい金利差が

第2図



必要である。対称的な制度の下では，両国における介入がドイツのLM曲線を右方に，イギリスのLM曲線を左方にシフトさせることにより，ドイツの金利低下とイギリスの金利上昇が投機を押さえるのに必要な金利差（r′－r′）を作り出す。たとえドイツが為替介入を実施しなくても，イギリスによるマルク介入がドイツの貨幣ストックに及ぼす影響を不胎化しない限り，同様の効果がもたらされる。一方，非対称な制度では，ドイツは不胎化によって貨幣ストックを一定に維持しようとするため，イギリスの貨幣ストックが更に減少することにより，同じだけの金利差（r″－r）を生み出すことが必要となる。この場合，金利差は同じでもEMS全体の金利水準は上昇していることに注意が必要である。

（5） EMS通貨危機と対称的な制度

第2表の整理をもとにしてEMS通貨危機を分析すると，次のような結論が得られる。

EMS通貨危機の背景としてあげた4つの要因のうち，第3と第4の要因はドイツと周辺国に非対称な実物ショックが起こったことを説明している。これらは，いずれもドイツのIS曲線の右方シフト，周辺国のIS曲線の左方シフトによって示される。いずれも，ドイツにおける高金利と周辺国における高金利と景気の悪化をもたらす。それは，当時景気後退期にあった周辺国にとって，受け入れ難い状況であった。

EMS通貨危機に際し，対称的な制度ならばどのように対応したであろうか。周辺国における景気後退を若干は弱めたかもしれないが，非対称な実物ショックは，対称的な制度の下でもやはりドイツと周辺国に反対の影響を与えたであろう。このような状況での選択肢としては，EMSからの離脱か平価調整があったが，いずれも投機的アタックに有利な環境を提供するものであった。

投機的アタックに対しては，非対称的な制度では周辺国の金利のみが上昇するが，これは周辺国の貨幣ストックが減少することによる。この時ドイツの貨幣ストックは一定であるから，EMS全体の貨幣ストックは減少することになる。他方，対称的な制度ではドイツの金利が低下すると共にEMS全体の金利水準も低下するため，投機的アタックが実物ショックによる影響を増幅させることはなかったと考えられる。

V 対称的な制度は有効か

（1） 中心国の条件

McKinnon (1993) は，80年代のEMSや50年代から60年代にかけての「固定ドル本位制」のように，通貨価値安定の任務をただ一国の通貨当局に任せる非対称な制度は，アンカーとなる国が経済的・金融的に優位である時に自発的に形成されるが，それが永久に持続するわけではないとしている。[9]

中心国の役割は，自国通貨の価値を安定させることにより，周辺国にとって魅力的な価値貯蔵手段と名目アンカーを提供すること，さらにはシステム全体の安定をめざした金融政策を実施することである。60年代までのアメリカと80年代のドイツは，概ねこれらの役割を果たしてきたといえる。しかし，アメリカについては68年以降のインフレと，その後の変動相場への移行によって中心国の条件を失った。にもかかわらず制度上「ドル本位制」的な運営がされているところにその後の世界経済の混乱の原因があるとして，McKinnon はアメリカ，ドイツ，日本による対称的な「新三国通貨協定」を提唱したのである。ところで，特定国を中心とする基軸通貨制度が安定的に運営されるためには，(1)中心国が内外均衡政策を矛盾なく実施しうる環境にあること，(2)中心国が政策節度をもっていること，(3)中心国も程度の差はあれ制度による制約を受けていること，が重要である。[10]

ドイツは90年の統一後もＥＭＳの中心国としての条件を満たしているといえるのであろうか。金融スタンスとして反インフレ政策を維持し続けているという点では，自らの政策節度は失っていない。問題は，ＥＭＳ全体の安定という目標と矛盾がないか否かである。ドイツ中心の政策運営を周辺国が受け入れたのは，第１にドイツの金融政策が低金利・低インフレを実現していたため，ドイツの金融政策に追従することは周辺国にとっても都合がよかったこと，第２にドイツと周辺国で景気変動にズレがなかったこと，という有利な環境にあったためである。ドイツの高金利と景気変動の非同調性は，このような環境を変えてしまった。自国の貨幣ストックを目標とするドイツの政策がＥＭＳ全体にマイナス効果をもつとすれば，より対称的な制度への模索がなされる根拠も存在することになろう。[11]

（２） 対称的なＥＭＳ

ＥＭＳに再び対称性を復活させる方法としては，いくつかの方向が考えられる。

まず第１には，ＥＭＳの理念に戻ることである。すなわち，ＥＭＳ内で域内通貨を用いた対称的な介入ルールと非不胎化原則によって双方のベースマネーを対称的に調整する方式である。ただし，この方式ではＥＭＳ全体の貨幣ストックをコントロールする手段がないため，物価が安定的に保たれる保証はない。為替相場はインフレ率格差に影響されるので，すべての国が同率のインフレを経験する場合にも為替相場は安定しているからである。

第２の方法は，ＥＭＳ全体の貨幣ストックを McKinnon ルールにより安定化させる方法である。具体的には，各国がベースマネーの国内信用部分についての合意された目標をもち，対外信用部分について対称的な介入と非不胎化原則によって相殺することによって，ＥＭＳ全体の貨幣ストック目標を維持する方法である。[12]

第３の方法は，ＥＣＵを中心とした制度運営を行うことである。[13]現行のパリティ・グリッド方式に代わって，ＥＣＵ乖離指標を中心とした介入および金融政策の運営を行う方法であ

る。しかし，ＥＣＵ乖離指標を用いたとしても，民間ＥＣＵ市場が限られた規模であることを考えると，実際の介入に際してはＥＭＳ通貨が使用されることになり，結局はそこでの介入通貨の選択や介入方法が問題となろう。

（３） 対称的な制度の限界

上記の３つの方法を比較する際に基準となるのは，そのような対称的な制度において，名目アンカーをどのように決めるかと，制度全体を対象とした金融政策を誰が実施するのかである。80年代のドイツは，物価の安定によってマルクという名目アンカーを提供し，またドイツが制度全体を考慮した意図的な政策を実施したわけではなかったが，ドイツの金融政策が結果的にＥＭＳ全体にとっても望ましい政策であったのである。

第１の方法は，確固たる名目アンカーを提供するという点では問題をもっている[14]。この制度では，ＥＭＳ全体の物価は加盟国の平均値に落ちつくからである。また第３の方法はＥＣＵが価値基準となるが，ＥＣＵの価値が現在のような加盟国通貨のバスケットにより決められている場合には確固たる名目アンカーを提供するものではない。その点では，ＥＭＳ全体の貨幣ストックを直接コントロールするという第２の方法が優れているように思われる。

しかし，McKinnon ルールはすでに述べたように「国際版マネタリズム」の考え方に立っており，全体としての貨幣需要が安定していることが前提となっている。ＥＭＳを考える場合には，この点は特に重要である。ＥＭＳは「国際版マネタリズム」の仮定が成立するような閉じた体系ではなく，ＥＭＳ以外の国，特にアメリカおよびドルとの関係を無視して議論できないからである。

ＥＭＳとアメリカとの間の非対称的実物ショックに対しては，ＥＭＳ全体の貨幣ストックを目標とする対称的制度の方が，ＥＭＳ全体の所得の安定にとって望ましい。問題は，ＥＭＳ通貨とドルの間の貨幣需要の非対称的シフトである。ＥＭＳ通貨間の貨幣需要ショックに対しては，ＥＭＳ内の対称的介入によりＥＭＳ全体の貨幣ストックの安定との両立が可能となるが，ＥＭＳ通貨とドルとの間の貨幣需要のシフト，特にマルクとドルの間のそれに対しては，ＥＭＳ内の対称的な制度では解決できない問題が残されている[15]。すなわち，対ドルでの為替相場の安定をも重視するとすれば，ＥＭＳ通貨がドルに対して増価している時には全体として貨幣ストックを増やし，逆のケースでは全体の貨幣ストックを減らすことが必要となるからである。

ドイツ中心の制度では，対ドル介入はドイツのみが実施しており，ＥＭＳ全体の貨幣ストックの増減はドイツの介入によるベースマネーの変化がＥＭＳ全体に波及する形でコントロールされていたが，対称的な制度ではＥＭＳ加盟国すべてが対ドル相場にドルで介入することによってベースマネーを変化させる方式を採ることになろう。しかし，すべての加盟国に

よるドル介入はEMS全体の貨幣ストックのコントロールを複雑にしてしまう。

EMSの理念に基づく対称的な制度が名目アンカーを保証せず，EMS全体の貨幣ストックを目標とする制度も対ドルとの関係でのEMS全体の貨幣ストックの調整に問題を残すとすれば，欧州中央銀行によってEMSの金融政策が決定されるまでの過渡期においては，現行のドイツを中心とする制度をEMS全体の調整が可能なように修正した制度が最も現実的であるように思われる。すなわち，従来通りドイツはEMS内では介入せず，他の加盟国によるマルク介入の効果を不胎化することによりEMSの金融スタンスを決める。ただし，対ドル相場に現れるEMS全体のスタンスによっては適宜対ドル相場に介入し，そのベースマネーへの効果をEMS全体に拡大するという制度である。これまでのドイツの金融政策は，国内の物価安定のみを目標としてきたが，今後はそれだけでなく対ドル相場に現れるEMS全体の金融スタンスに応じた金融政策を要求しようとする考え方である。根拠は，92/93年のEMS通貨危機の原因は，ドイツの金融政策の節度のなさではなく，ドイツを中心とするリジッドな制度がEMS全体の経済状況と矛盾したためであり，そのような場合にはドイツがEMS全体を考慮した金融政策の変更をすることで対処可能であり，またその方が効率的であると考えるからである。

（文部省科学研究費基盤研究(C)［課題番号07630085］による研究成果の一部である）

注

1 例えば，Gros and Thygesen (1992), Chap. 4.

2 藤田誠一 (1992b) を参照されたい。また，EMSにおけるマルク介入の実態とその意味については，藤川和隆 (1992) が詳しい。

3 McKinnon (1993) は,「拡大ドイツマルク圏としてのEMS」のルールとして，ドイツ以外の国が,「流動性の高い外貨準備は，ドル建て国債のほか，ユーロマルク建て預金のような利付ドイツマルク建て公開市場金融商品の形で保有」し，そのことによってドイツは,「他のEMS参加国が実施した公的介入の，ドイツのマネタリー・ベースに対する影響を，(おそらく受動的に）不胎化」できたという点をあげている（訳書 180-1ページ)。

4 介入ルールおよび不胎化政策が両国の金融政策スタンスを決定する点については，Giavazzi and Giovannini (1987) が簡単なモデルを用いて説明している。また，Grauwe (1994), Chap. 4 も参照されたい。

5 白石 渉 (1996) は，92年秋の通貨危機と93年夏のそれとで背景が異なる点を強調しているが，ここではそれらを一連のものと考えることにしたい。

6 コンヴァージェンス・トレイドについては，Goldstein *et al.* (1993) および田中素香 (1995) を参照されたい。

7 Deutsche Bundesbank (1996).

8 「新三国通貨協定」の具体的な内容とその評価については，藤田誠一 (1989) を参照されたい。

9 訳書，163ページ。また Vehrkamp (1994) は，資本市場および外国為替市場におけるマルクの地位が，EMSをマルク中心の制度にしたとして，EMSを market-determined anchor currency system と性格付けしている。

10 藤田誠一 (1992a)，106ページ。

11 McKinnon (1992) は，ドイツの貨幣ストックのみを目標にした金融政策が，EMSのみならずドイツにも悪影響を及ぼしていると批判する。McKinnon は，貨幣ストック以外の指標として，(1)対ドルでのマルク高，(2)ドイツのイールド・カーブをあげ，それらは貨幣ストックが示す金融緩和とは逆の情報を与えているとし，ドイツは金融を緩和すべきであるとしている。

12 Russo and Tullio (1989) を参照されたい。

13 例えば，Steinherr (1989) を参照されたい。

14 McKinnon (1993) は，EMS条約の精神を「どの参加国の通貨も準備通貨とせず，また，どの参加国の金融政策も（非対称的な形で）参加国全体のアンカーとはしない」と述べ，理念としてのEMSは名目アンカーを欠いていたとしている（訳書，179ページ)。これに対し Vehrkamp (1994) は，パリティー・グリッド方式は介入残高の資産決済を義務づけていることから，弱い通貨国により負担がかかり，したがって制度的にデフレ・バイアスを持っていると指摘している (pp. 26-39)。

15 この点について，高浜光信 (1994) はマルクの対ドル，対EMS通貨との関係について場合分けをし，ドイツの金融政策の整合性という点からは，対称的なルールが常に有効ではないことを示しているが，ここでの問題はEMS全体の貨幣ストックのコントロールとの整合性である。

参考文献

Deutsche Bundesbank, "The State of External Adjustment after German Unification," *Monthly Report*, May 1996, pp.47-59.

Giavazzi, Francesco and Albert Giovannini, "Models of the EMS: is Europe a Greater Deutschmark Area?, in *Global Macroeconomics: Policy Conflict and Cooperation*, eds. by Ralph C.Bryant and Richard Portes, Macmillan, 1987, pp.237-70.

Goldstein, Morris *et al.*, *The International Capital Markets Part 1 : Exchange Rate Management and International Capital Flows*, IMF, April 1993.

Grauwe, Paul De, *The Economics of Monetary Integration, 2nd ed.*, Oxford Univ. Press, 1994.

Gros, Daniel and Niels Thygesen, *European Monetary Integration: From the European Monetary System to European Monetary Union*, Longman, 1992.

McKinnon, Ronald I., *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics, March 1984.

McKinnon, Ronald I., "Why German policy hurts at home as well as abroad," *Financial Times*, Sep.7, 1992.

McKinnon, Ronald I., "The Rules of the Game; International Money in Historical Perspective," *Journal of Economic Literature*, March 1993, pp.1-44.（日本銀行「国際通貨問題」研究会訳『ゲームのルール：国際通貨制度安定への条件』，ダイヤモンド社，1994年）

Russo Massino and Giuseppe Tullio, *Monetary Coordination Within the European Monetary System : Is There a Rule?* IMF Occasional Papers, No.61, Sep. 1989.

Sardelis, Christopher, *Targeting a European Monetary Aggregate: Review and Current Issues,* EC Econmomic Papers, No.102, July 1993.

Steinherr, "EMS and ECU: Proposals for Developing their Synergy," in *The ECU and European Monetary Integration*, eds. by Paul De Grauwe and Theo Peters, Macmillan, 1989, pp.59-88.

Vehrkamp, Robert, *The European Monetary System during the Phase of Transition to European Monetary Union*, EC Economic Papers, No.108, July 1994.

白石　渉『通貨危機：そのメカニズムとマクロ経済への影響』，清文社，1996年。

高浜光信「基軸通貨マルクとＥＭＳの安定性」，『世界経済評論』，1994年10月，48-54ページ。

田中素香「ドイツ・マルクの為替媒介通貨化と国際ポートフォリオ投資：『コンヴァージェンス・トレイド』を題材に」，『研究年報：経済学』（東北大学），1995年12月，23-36ページ。

冨士彰夫，篠田孝夫，佐久間浩司「欧州におけるドイツマルクの役割」，『東銀経済四季報』，1994年秋，70-104ページ。

藤川和隆「欧州通貨制度（ＥＭＳ）におけるドイツ・マルク介入の意義」，相沢幸悦編著『ＥＣ通貨統合の展望』，同文館，1992年，109-59ページ。

藤田誠一「『ドル本位制』と金融政策の国際化」，『証券経済』，1988年９月，116-139ページ。

藤田誠一「基軸通貨制度と非対称性」，『国民経済雑誌』，1992年１月，95-114ページ。

藤田誠一「ＥＭＳにおける非対称性」，『国民経済雑誌』，1992年8月，1-22ページ。