

## 国際通貨システムから見た EMS の位置と機能<sup>\*</sup>

島野 卓爾

国際通貨システムという視点から EMS の現状と将来に接近するとき、考察すべき視点として、EMS の信認、調整、流動性を問題とするのが有用であろう。つまり EMS の信認維持機能、調整機能、流動性創出機能をそれぞれ考察し、EMS が地域的に限定されているとはいえ、国際通貨システムとして存続可能かどうかを検討するのである。以下の考察では、これら三つの視点をそれぞれ明確に分別していないが、信認に関しては、1. 協調介入で、調整に関しては、2. アメリカ金融政策の EMS への伝播で、流動性に関しては介入通貨の供給と EMS のマネーサプライでそれぞれ取り上げることにした。

### 1. 協調介入

#### —EMS の信認維持機能—

EMS は加盟国が準固定相場制を維持することにより、各国通貨および ECU の信認を確保する制度である。通貨統合への段階的計画および介入義務を支える制度的基盤（中心レートからの変動幅上2.25%）が明確であることもあって、1992年9月の通貨危機<sup>1)</sup>を別にすれば、1980年代後半になると変動幅内介入および変動幅限度介入はいずれも激減し、為替レートの安定を目指す EMS は成功という評価が高まった。つまり、EMS は安定した国際通貨システムとして十分機能すると評価されたのである。もっとも1993年8月再度の通貨危機<sup>2)</sup>によって、中心レートからの変動

幅が上下15%となり、介入の必要性が縮小したことと、変動許容幅が上下15%となった現状では準固定相場制とは呼べないという厳しい評価もある。

EMS のこれまでの成果を高く評価する立場は、これを EMS 加盟国の政策協調の成功と結びつけて解釈する。しかし同期間には、ドルや円を含む主要国のプラザ合意およびルーブル合意があったことを無視してはならない。Artis (1988) の表現を借りれば、「この期間ドルは30%以上下落し、アメリカ、ドイツ、日本の貿易収支不均衡は望ましい方向へ調整された証拠がある。景気後退もなく、アメリカ金利の急激な上昇もなく、大規模かつ有効な調整にもかかわらず、ハードランディングではなかった」。「政策当局は、市場に有効なシグナルを提供するものとして為替介入の有効性を確立することができたと考えている」。つまり、これら合意の目的は、世界主要国通貨をそれぞれファンダメンタルズを反映した為替相場に近づけることであった。したがって EMS の安定には、これら合意もたらした為替相場安定の成果が反映されているかも知れないのである。とくにこの点に留意するのは、第一に、ERM（為替相場メカニズム）を通ずる協調介入においてドルが相変わらず重要な役割を演じていたこと、第二に、EMS 内では当時各国の経済ファンダメンタルズになおかなりの格差（第1図）が存在していたが、これが表面化しなかったのは変動幅内介入によって為替相場の安定を維持した

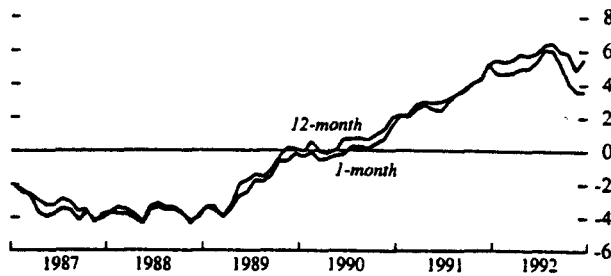
という事実を軽視できないからである。

為替介入の有効性の評価に関しては、Dominguez and Frankel (1990, 1993), Obstfeld (1983, 1988), Lewis (1990), Klein and Lewis (1991) などの研究がある。これらは分析の焦点に差があるものの、い

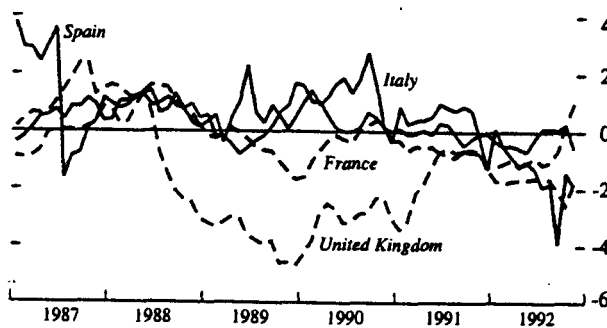
れもプラザ合意およびルーブル合意前後の主要国中央銀行による為替介入の効果を検討している点で共通しており、間接的に協調介入によるEMSの信認確保機能を評価することができる。

第1図 ファメンタルズ格差

(1) ユーロ預金金利格差 [(マルク)マイナス(ドル)] (%)



(2) 金利スプレッド [長期マイナス短期] (%)



[資料出所] M. Goldstein, D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suarez and M. Spencer, "International Capital Markets: Part I. Exchange Rate Management and International Capital Flows", IMF, 1993, P.50.

Dominguez and Frankel と Obstfeld (1988) は、80年代後半における為替介入の経験をサーベイした結果、アメリカ、ドイツおよび日本の為替介入の頻度と介入額がいずれもプラザ合意以後急増していることを明らかにしている。これら二つの研究は不胎化介入<sup>3)</sup>が将来の金融政策が協調的に変化することのシグナル<sup>4)</sup>としてより有効であると述べている点で注目すべき内容を持っている。

また Klein らは、為替レートへの関心が強くなったのは経常収支不均衡への関心が高まったことを反映していると考え。つまり、主要国が為替レートを管理する方向で政策を協調的にシフトした背景には、経常収支に関するニュースに対応して為替レートを変化させるといふ動きが見られるはずだと推論する。彼らの実証結果を要約すると、プラザ合意は主要国為替レートを協調的に管理することによって、経常収支不均衡を管理する試みであること、その意味でプラザ合意は、それまで為替介入を行なわなかったアメリカを含め主要国の政策決定過程における転換点となっていることである。この点は Obstfeld も、レーガン政権の前半あれだけ嫌っていたアメリカが介入に踏み切ったことを政策の「明らかな修正」と言っている。

さらに Lewis は、いくつかのターゲット・ゾーン・モデルを参照しながら、変動幅限度に到達して初めて介入するのではなく、介入に関する確率を導入することで変動幅内の任意の為替レートのもとでも介入が行なわれるモデルを構築した。EMSにおける介入は、変動幅限度介入よりも変動幅内介入のケースが多いから、この種のモデルの開発によって EMS の実態に迫ることが必要である。このモデルの背景には、1985-87年、つまりプラザ合意からルーブル合意に至る期間の介入の内容に関する次のような観察がある。総括すれば、プラザ合意によってドル、マルク、円のそれぞれをファンダメンタルズを反映する

ようにドル安、マルク高、円高へと介入誘導したあと、ルーブル合意でこれら三通貨の為替レートを安定的に維持するように介入したことである。観察の第一は、中央銀行はこの期間しばしば介入したが、全サンプルについて見ると、三つの中央銀行のうちすくなくとも一つの中央銀行が介入した件数は、全営業日の30.4%に達する。第二は、ルーブル合意以後、介入はそれ以前に比べてより狭い幅で介入している。例えば、プラザ合意からルーブル合意までの期間、平均マルク/ドルの差は0.5 (2.67-2.17) であり、ルーブル合意以後は0.06 (1.87-1.81) である。これは平均円/ドルの差に関しても妥当する。第三は、ルーブル合意以降の介入は為替レートがいろいろな水準をとっているところで行なわれている。したがってこのことは、為替介入を積極的に行なうことで為替レートの安定化をより確実にするという政策当局の意図を示唆しているといつてよい。

この観察が示唆するところを要約すれば、80年代後半の協調介入は為替相場の安定にかなりの程度まで有効だったということである。この期間 EMS が為替調整をしなかったことに関連していえば、プラザ合意からルーブル合意へという為替安定に向けての世界的な趨勢に EMS 加盟国も対応したことが、80年代後半の EMS の安定に繋がったといえるのである。

しかし、そうだからといって、国際通貨システムの信認確保のために介入はつねに有効な手段となりうるのであろうか。ヴェルサイユ・サミット後発足した介入に関する作業グループが、1983年4月に発表した報告によると、不胎化介入は、為替レート政策としては比較的弱い政策手段であり、短期はともかくその有効性は小さいと結論されている。すなわち、

- ① 介入は、市場の無秩序な状況に対処し短期的乱高下を抑えるのに有効である

- ② 介入は、ときには為替市場に対する当局の姿勢を示すことになる
- ③ 介入は、他の政策を補完し支援するときに限り通常有効である
- ④ 各国は、協調介入が有用であるとの合意が得られた場合には、そのような介入を進んで実施すべきである

と述べ、介入効果の有効性とその限界を明示している。

また国際資本移動と為替市場に関してG10 DよりG10Mに提出された報告では、1992年9月の欧州通貨危機の経験から、介入の有効性について次のように述べている。同報告は、

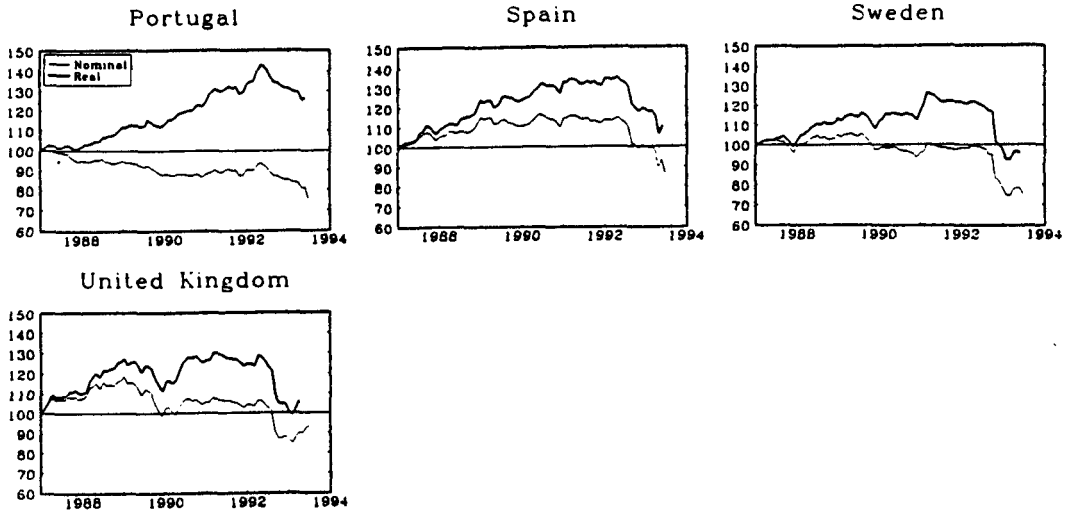
- ① 公的当局が動員しうる介入資金の規模が限られていることを勘案すると、介入は賢明なやり方で行なうことが肝要である。
- ② 介入は、他の政策を補完する手段として適切な環境のもとで行なわなければ、とくに短期的には有効となる可能性がある
- ③ これに対し、ファンダメンタルズの乖離が広く認識されているような相場水準の防衛や、単独で長期間行なうような介入は、有効性が低い
- ④ 介入は、当局に対してはより根本的な政策手段を検討するための、また市場参加者に対しては冷静に状況を見なおすための、時間稼ぎの役割を果たしうる可能性がある
- ⑤ 介入は、当局の政策意図を明確化する手段としても有効な場合が存在するが、その場合介入の「質」は、(1)国際的な協調の度合、(2)為替レートとファンダメンタルズとの整合性、(3)マクロ経済政策スタンス等に依存する

と述べ、やはり介入の短期的効果については否定しないものの、各国のファンダメンタルズに無視できないほどの格差が存在する現状

で、ファンダメンタルズと大幅に乖離した相場決定は無理だという見解が示されている。

以上のように、両報告とも、当面、国際通貨システムの機能を高めるために有効な手段として介入を認めることには積極的ではない。しかも、これらの報告が指摘しているように、介入の有効性が高まるのは介入が協調的に実施される場合のみである。この点についてSvensson (1994) は、1992年9月の欧州通貨危機直前、欧州各国通貨がインフレ格差を反映して対マルク実質レートで軒並み切り上がっていたことを実証している(第2図)。EMS加盟国ファンダメンタルズの収斂がこのように不十分であっては、投機に絶好の機会を与えることになるし、各国政策当局が介入しても投機の大波に勝てるはずがない。世界の外国為替市場での為替取引高は二重計算を調整して一日当たり1兆ドル以上の巨額である。比較のためにG10の中央銀行が保有する外貨準備高はおよそ4,000億ドル程度である。投機に狙われたとき、政策当局は手持ちの外貨準備の他に借入によって抵抗するかも知れないが、結果は明白である。例えば欧州通貨危機直前、フランス中央銀行が保有していた外貨準備は290億ドルである。通貨危機が発生するや、フランス中央銀行は為替レートを死守するため一日50億ドルから90億ドルに達する不胎化介入を数日行なったし、再度の通貨危機がピークに達した1993年7月29日には270億ドルの不胎化介入を行なったといわれる。押し寄せる投機の大波に対して、大規模の不胎化介入をいつまでも続けることは困難であり、次第に不胎化しない介入、つまり金利変化を伴わざるをえない。

第 2 図 欧州通貨実質為替レート上昇



[資料出所] Svensson, L. E. O., "Fixed Exchange Rates as a means to Price Stability: What Have We Learned?", *European Economic Review*, 1994, P.453.

再度のフラン危機防衛に関しては、ブンデスバンク（ドイツ中央銀行）の協調介入を無視しえない。周知のように、再統一後のドイツ経済には旧東ドイツ経済再建の重荷がのしかかり、財政赤字の拡大も加わって経済政策運営は容易ではなかった。しかし欧州統合の推進という至上命題からフラン危機を傍観することは許されず、フランの買い支え介入に踏み切ったのである。しかし持続的介入はドイツ経済にマネーサプライの増加か、もしこれを避けるのであれば債券の売りオペ操作を通ずる金利上昇のいずれかという好ましくない効果をもたらすことになる。つまり協調介入には厳しい限度があり、物価の安定を優先するドイツ政策当局にとってERM 介入へのコミットメントは無限ではない。

EMS (ERM) は、加盟国のファンダメンタルズが十分に収斂し、しかもターゲット・

ゾーンを設定できる場合でも、これまで考察してきたように介入を通じてその信認を維持することは難しいといわざるをえない。資本の国際的移動が現在のように巨額に達しているとき、固定相場制 (EMS) は投機の攻撃から自らを護ることができないだけでなく、制度としても破損しやすい。

## 2. アメリカ金融政策の EMS への伝播 —EMS 調整機能—

### (1) 対外調整

現在、ドルは依然として世界の基軸通貨である。したがって EMS が準固定相場制として存続してゆくためには、アメリカの金利水準の変化が EMS に与える影響を EMS 内で適当に調整する機能を持たなければならない。しかし以下に示すように、EMS はアメリカ

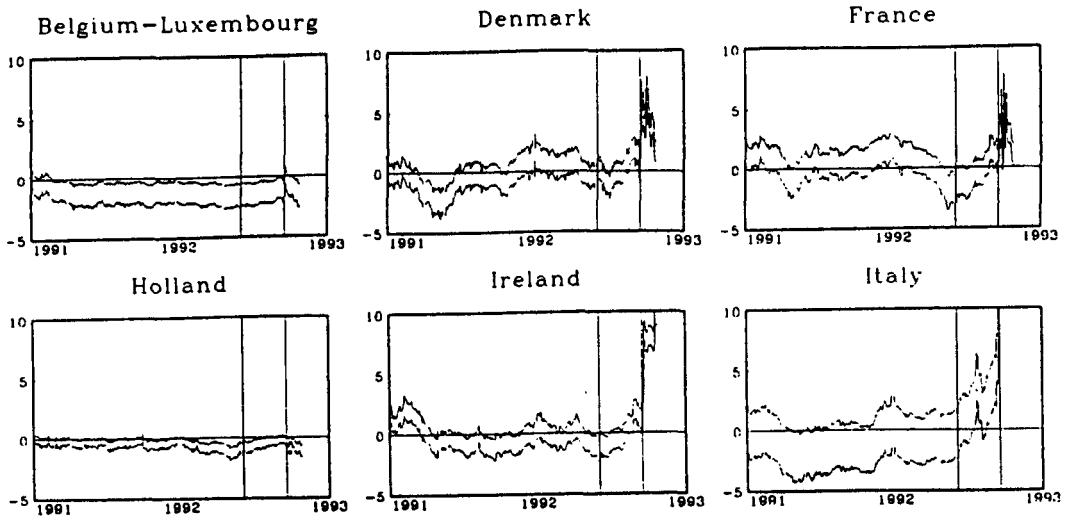
の金融政策の影響を遮断することができないし、しかも EMS 内での調整負担に強度の非対称性が存在するために、負担の公平をめぐって加盟国間に不満が累積することになりやすい。それだけでなく、固定相場制維持への性向が強すぎて為替調整を回避することに力を注ぐため、財・サービス価格の調整スピードの緩慢さがインフレ・バイアスを生み、結果的に金融政策を不安定化させている。この点は後節で域内調整を取り上げるとき Walters の批判と関連させて考察したい。EMS の調整機能について結論を先取りすれば、対外調整においても域内調整においてもその機能は十分ではなく、Walters (1991) は EMS を「半焼け制度」と皮肉ったが、その意味で EMS が長期安定的なシステムとして存続しうるか疑問である。

その典型が1992年9月の欧州通貨危機直前における加盟国政策当局のスタンスである。通貨危機の発生を予防するためには、主要国政策担当者はマルク切り上げという本来とるべき調整政策について合意を見るべく最大限の努力をすべきであった。しかし実際にはドイツの経済事情が優先され、結局何らの手段に訴えることもしなかったのである。ここで「しなかった」と表現したのは意味がある。Svensson の実証研究によると、1991年1月から1992年10月まで EMS 主要六ヶ国通貨の

マルク再調整の期待は、マーストリヒト条約批准をめぐるデンマーク国民投票の否定的結果(1992年6月2日)および Black Wednesday (9月16日)まで(第3図ではこれを縦線で記してある)ほとんど存在していなかったことが分かるからである。

調整負担の非対称性の実態についていえば、EMS の中心国ドイツとドイツ以外の EMS 加盟国との間には歴然たる非対称性がある。そのためドイツ以外の EMS 加盟国は、自国の経済状況から判断して望ましいと考えられる長短金利水準の決定に関し、実質的に政策決定の自由度を狭められてきた。例えば Artus ら (1991) の研究は、フランス金融政策の自立性がアメリカ金融政策の EMS への伝播によって受ける影響の程度を Granger の因果関係テストによって実証したものである。1979-88年および1983-88年の二期間について、フランス、ドイツおよびアメリカの長短金利に関する Granger の因果関係テストが示すところは、前期より後期の方が各国債券市場間のリンクがより緊密化していること、マネー・マーケットと債券市場間のリンクはむしろ弱くなっていること、つまり各国それぞれの債券市場とマネー・マーケットとの間の統合より、各国債券市場の間の統合がより進んでいることを明らかにしている。

第3図 欧州通貨危機直前の欧州主要通貨対マルク為替再調整期待率の推移 (%)



(注) 3ヶ月物金利格差を用いて推計, したがって, 向こう3ヶ月間に再調整があるかどうかに関する期待を示す

[資料出所] 第2図に同じ

さらにフランスおよびドイツの長短金利決定関数を推計することによって, 各国債券市場間の統合が進展していることを以下の四点にまとめている。第一に, 1983年5月-1988年6月の期間において, フランスの短期金利は, 諸金利, 為替レート, 外貨準備といった金融諸変数の変化に対応して変化しているが, 産出量や失業といった実物諸変数の変化には依存していない。フランスの短期金利は, ドイツの短期金利には依存して変化するが, フラン/マルク為替レートおよびアメリカの短期金利には依存していない。他方, フランスの長期管理は, 弱いとはいえ, 短期金利の動きに影響を与えている。

第二に, フランス長期金利は, フランス短期金利 (アメリカではなく), ドイツ長期金利, およびフラン/マルク為替レートの変化

に対応して変化する。ドイツ長期金利の上昇はほとんどそのままフランス長期金利の上昇にはねかえるが, ドイツ短期金利上昇のフランス短期金利への影響ははるかに小さい。フラン/マルク為替レートに関する EMS での再調整が行なわれるとき, フラン切り下げを阻止する期待が薄れるにつれて, 長期金利が低下する。

第三に, ドイツの短期金利は, アメリカ短期金利, マルク/ドル為替レートおよび外貨準備によって強いインパクトを受ける。アメリカの短期金利を説明変数に入れても, フランス短期金利およびドイツ長期金利はいずれも有意ではない。つまり, アメリカの短期金利の変動がドイツ短期金利を変動させ, その変化が次いでフランス短期金利の変動をもたらすことが分かる。シミュレーションの結

果では、アメリカ短期管理の1ポイントの恒常的上昇は、直接効果と為替レートの効果が結びつき、ドイツの短期金利を0.2ポイント上昇させる。

第四に、ドイツ長期金利は、フランスとアメリカの長期金利の動きに依存するが、ドイツの短期金利には依存しない。これは、前述の因果関係テストを確認するものである。シミュレーションの結果では、アメリカ短期金利の1ポイントの上昇はドイツの長期金利を上昇させるが、そのインパクトは短期のそれに比較してきわめて小さく、しかもタイム・ラグを伴う。具体的には一年間で最大0.06ポイントである。国際ポートフォリオ選択の結果としてドルが増価するとき、ドイツの長期金利は高まる。長期債市場は金利裁定を通じて均衡する。すでに見たように、短期金利への依存性はないから、この効果は金融政策を通じて伝播するのではない（ドイツの金融政策はアメリカの金融政策にはほとんど依存しない）ことが明らかである。

以上のことから、アメリカの金利変動は、ドイツの金利変動へと伝播し、それが間接的にフランへ伝播することが分かる。別言すれば、Artusらの研究結果は域外からの攪乱要因（ショック）を遮断できないこと、またこの攪乱要因の調整についてはEMS内に調整負担の非対称性を誘発させることを示している。ドイツの短期金利を動かす要因は、アメリカ短期金利とドル/マルク為替レートである。それに対して、フランスの短期金利を動かす要因は、ドイツ短期金利とフラン/マルク為替レートおよび経常収支の動きである。この非対称性が、EMS内において両国金融政策に特化を生み出す背景とあってよい。すなわちEMSという国際金融システムにおいて、ドイツは中心国としてECU/\$の平価を管理し、フランスなど各加盟国はEMS内で為替レートの安定化に努力することになる。さらに、アメリカ長短金利の変化がドイツお

よびフランスなどの金利に与える影響が異なっていることに留意すると、アメリカの金融政策が変化すると、EMS内で通貨および金融政策をめぐる緊張を引き起こしやすいことが分かる。

EMSの枠外にドルという基軸通貨が存在し、アメリカ金融政策の影響がEMSに伝播するとき、EMS内の調整負担の非対称性がEMSの調整機能を制約することになる。端的に言えば、地域的に限定された準固定相場制の実現を目標とするEMSは、アメリカの金融政策の影響から自らを遮断することができない。もし中心国ドイツの金融政策がアメリカの金融政策に依存して運営されるとすれば、アメリカとドイツの金利格差は拡大せず、EMS加盟各国への伝播はそれほど大きくないであろう。その場合、EMS諸国はそれぞれ金融政策の自立性を確保できることになるが、それではEMS全体が基軸通貨ドルの動きのなかに包摂されてしまうことになる。ドルからの独立を理想とするEMSの狙いは明らかに後退することになる。

## (2) 域内調整

EMSはマルクを中心とする通貨として運営され、加盟国は価格安定を優先するグンデスバンクの金融政策に準拠し、それぞれ国内物価の安定を図ってきた。これが80年代EMS加盟国のインフレ率が低下した背景である。しかし、この収斂過程をただちにEMSという固定相場制の成果と判断することは誤りである。固定相場制では金融ディンプリングが働くとよくいわれる。インフレの高進は、実質為替レートの増価による貿易収支の逆調を通じて景気後退をもたらす結果、インフレはやがて治まるというメカニズムがそれである。しかし、80年代から90年代半ばまでの欧州諸国の経済指標を観察すれば明らかなように、この調整メカニズムのスピードはかなり緩慢であるだけでなく、有効ではない。



インフレに誘発された実質為替レート高はかなり長期間持続するし、賃金や物価を修正する力もない。つまり均衡回復力に欠けているのである。何故、固定相場制の金融ディシプリンが働かないのであろうか。

資本が自由に国際間を移動するとき、名目金利水準は外生的に決まる。なんらかの理由で景気後退が持続し物価が低下したとすると、実質金利は当然上昇することになる。その意味で金融政策は引き締め基調になっているといつてよい。景気回復を願って市場に為替切り下げ期待が強まれば、市場関係者は資本損失を恐れて資本を流出させるであろう。そこで政策当局は名目金利の引き上げ措置に訴えざるをえなくなる。この結果、実質金利はさらに上昇することになり、金融引き締めにさらに輪をかけてことになる。こうした過程は、景気が過熱しインフレが高進する場合でも対称的に妥当する。

このように、資本の国際間移動を前提とするとき固定相場制は物価の安定を保証できないし、各国金融政策は景気をかえって不安定化する可能性がある。また、EMSは完全な固定相場ではなく、狭い変動幅に釘付けした制度である。したがって貨幣面での調整には為替相場が含まれていないから、調整は金利に頼らざるをえず、実質面での調整が緩慢だとファンダメンタルズと為替相場水準との乖離が眼につきやすい。これが投機を誘発するのである。加盟することのコストがいかに高いかをめぐる Walters (1986) の EMS 批判は説得力があり、90年代再度の欧州通貨危機の現実を経験して欧州通貨統合礼賛論者にとってはまさに「冷水三斗」といってよからう。

### 3. 介入通貨の供給と EMS マネーサプライ

#### —EMS の流動性創出機能—

#### (1) 介入通貨の供給

現在 EMS は、加盟各国の中央銀行とそれを統括する欧州通貨機構 (EMI) とを併存させ、介入制度を整備することで準固定相場制を維持しようとしている。しかし加盟各国にとって、自由な資本移動、為替相場の一定幅内への固定化、金融政策の自立性という三つの条件を同時に満足させることはできない。たとえば自由な資本移動のもとで、金融政策の自立性を認め、各国に通貨ポートフォリオの多様化を自由に認めれば、それは加盟各国がそれぞれ自国にとって望ましいと考える為替レートを選択することを意味するから、為替相場を狭い変動幅内に抑えこむ準固定相場制と矛盾する。また金融政策の自立性と固定相場を実現しようとするれば、この場合には資本移動の自由という条件を放棄しなければならない。つまり、三つの条件のうちいずれか一つを放棄しなければ残りの二つの条件を実現できないのである。これを EMS についていえば、自由な資本移動と為替相場の「固定化」という二つの条件を優先し、各国金融政策の自立性を放棄しようというものである。具体的にいえば、通貨統合の第三段階で欧州中央銀行を設立することによって、各国金融政策の自立性を最小化しようとする制度である。

旧 IMF がドルという流動性によって機能したように、介入制度を整備し各国が準固定相場制を維持するには、EMS においても必要な流動性を供給するメカニズムが機能しなければならない。EMS はどのような信用および決済のメカニズムを持っているのであろうか。そこではドルがどのような役割を演じているのであろうか。

ERM の介入方式はパリティ・グリッドで

あり、ある通貨が別の通貨に対し変動幅限度に達すれば、二つの中央銀行は無制限に介入する義務を負う。この義務的介入を支障なく機能させるため、EMSには①超短期ファイナンス (VSTF)、②短期通貨支援、③中期金融援助の三つの信用制度が整備され、必要な流動性が供給されてきた。この信用は欧州通貨協力基金 (FECOM) を通じて供与され、介入に必要な相手国通貨は相手国中央銀行から無制限に供与される。それに伴って発生する二つの中央銀行間の債権・債務は、欧州通貨協力基金 (FECOM) に対する ECU 建債権・債務として表示され、①の超短期ファイナンスの場合には、介入の行なわれた月の月末から75日目に決済されるのである。債務国からの要請を債権国が合意すれば、②短期通貨支援または③中期金融援助に切り換えて3ヶ月決済を延長することができる。

ERM 加盟国による介入は、当初の予想とは異なり、変動幅内介入<sup>5)</sup>が大宗を占めている。もともと変動幅内介入は、加盟国政策当局の判断に任されており基本的には自由であった。ただし次の二つの条件を考慮する必要があった。第一は、ERM加盟国通貨で介入する場合、その通貨を発行している中央銀行による事前の承認である。第二は、ドルで介入する場合、ゆるい形での協力 (concertation) である。前者は、ERM加盟国通貨に不可避免的に存在する強弱の格差を大きくしないために、後者は強いドル相場のトレンドを加速しないために必要であった。変動幅内で介入する場合、ERM発足後しばらくの期間、超短期ファイナンス (VSTF) を利用することができなかった。その背景には、スネーク時代の経験から、介入が変動幅限度で行なわれるだろうという期待があったことも確かであろうが、ERM加盟国(とくに弱い通貨国)が他の加盟国通貨を外貨準備として蓄積するのを防止したいという意図と、ECU<sup>6)</sup>を準備資金として保有するよりむしろ信用手段として利

用させたいという意図があったように思われる。

債務の決済は通常債権国通貨が充当されるが、不足する場合には公的 ECU および金を除くその他の外貨準備が使用される。EMS に加盟する二国間の経常収支が恒常的不均衡で、債務国が公的 ECU での決済を続けるケースが発生する場合、債権国は、外貨準備の構成が極端にアンバランスにならない限りこれを否定できない。しかし債務国が ECU で決済すれば債権国に対して支払いを継続しなければならないから、結局は金を除くその他の準備資産での決済が優先されやすい。

その他の準備資産の大宗がドルであることに留意すると、EMSの流動性創出は欧州通貨協力基金の信用供与を通じて機能しているものの、ドルという流動性の供給を断ち切ることができないことが分かる。たとえば Mastropasqua ら (1988) の研究に従えば、EMS 発足後の8年間を1979~82年、1983~5年、1986~7年の3期に分け、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリアの四ヶ国について変動幅内介入の実態を検討してみると、介入の特徴として次の二点をあげることができる。第一は、対マルク中心レートからの乖離が大きくなったときに介入していること、そして介入通貨としてERM加盟国通貨よりドルが圧倒的に多く使用されていることである。1979~82年の第一期において、マルクが中心レートより1%からそれ以上切り上がったとき、四ヶ国は変動幅内で介入したが、その場合使用された介入通貨はドルが300億ドルであったのに対して、ERM通貨は119億ドルに過ぎなかった。しかし1986~7年の第三期になると、介入通貨としてERMが256億ドルも使用されるようになり、ドルは17億ドルに減少した。このようにERM加盟国通貨とドルが逆転したのは、第三期になるとベルギー、フランス、イタリア政策当局が対マルク・レートをそれぞれ中心レートより相対的に高

めに維持する政策をとり、介入に際して ERM 加盟国通貨を使用したからである。第二は、対マルク・レートが中心レートの近傍で安定している場合には、上述の三期間いずれをとっても介入通貨としてドルが使用される規模が圧倒的に大きいことである。

超短期ファイナンスを利用しない場合、介入通貨を必要とする中央銀行は、保有する ECU を欧州通貨協力基金を介するスワップによってドルに流動化することができるし、このドルを相手国中央銀行の同意をえて EC 通貨と交換することも可能なのである。これが随時のドル介入を可能にしているという意味でも、EMS の流動性創出機能は完全ではない。

## (2) EMS マネーサプライ

EMS 加盟国が政策協調を重視する根拠は、通貨統合という確固とした目標があるからである。前項で示したように、アメリカ金融政策の影響が EMS 加盟国へ伝播するとき、調整負担の非対称性が顕著であるにもかかわらず加盟国が EMS 内に留まっているのは、統合のメリットの方が大きいという判断があるからであろう。

しかし通貨統合をさらに進展させ、第三段階で各加盟国金融政策の自立性をなくし、共通通貨を導入するには、各加盟国の経済ファンダメンタルズが十分に収斂していなければならない。第三段階への移行条件として、物価、為替レート、金利水準、財政赤字などに関して厳しい数量指標を設けた理由がそこにある。

ところでこれらの数量指標を達成し移行を可能にするためには、加盟各国ともこれまで以上にマネーサプライ増加率に大きな関心を払うことになろう。というのは、資本の国際的移動が一般化するにつれて、資金は減価可能性のある通貨国から増価する通貨国へとシフトし、需要側でも供給側（中央銀行の介入

を經由)でも通貨代替<sup>7)</sup>によって国内貨幣ストックの変動が激化することになるからである。これが加盟国国内物価や金利水準の変動という攪乱要因をもたらすことに留意すると、通貨統合の進展にとっては、各国別のマネーサプライではなく、むしろ加盟国全体でみたマネーサプライに共通目標値を定めることによって安定性を確保することが重要になる。

1994年1月から発足した欧州通貨機構 (EMI) がこうした課題にどこまで応えるかはしばらく見守るほかない。しかし欧州通貨機構は第三段階において欧州中央銀行へ発展することが予定されており、欧州中央銀行によって通貨統合地域全体に対し共通通貨という流動性が供給されることになるのである。

現在、加盟各国は不況の克服に頭を悩まし内向きの政策を優先している。しかし、いずれマネーサプライに共通目標値を定める場合には、MacKinnon (1991) がいうように、マネーサプライ共通目標値を固定化する第一段階として、まずインフ率の共通目標値(平均値ではなく達成すべき最低値)について主要国が合意することが必要で、おそらくこれが欧州通貨機構にとっての第一の課題となろう。その意味で、現状の EMS は流動性創出機能を持っておらず、その機能整備はすべて今後の通貨統合の進展に懸かっている。

EMS を基盤に通貨統合が実現するかどうかは、共通目標値について合意するか、そして合意によって蒙る調整負担について加盟国政策当局がこれを義務として受け取る用意があるかどうかである。しかし調整負担の非対称性を長期的に容認するほど各国が寛容であるかを確認できる材料は現在のところ乏しい。

## 4. 二重の非対称性

1992年9月および1993年8月の欧州通貨危機を含め、EMS はこれまで十数回にわたっ

て為替レートの再調整<sup>9)</sup>を行なってきた。そのなかには中心レートのシフトもあり、総括的にいえば、EMSが安定的な(緩い形とはいえず)固定相場制を維持してきたとはいえない。EMSにおける再調整の歴史は、各国ファンダメンタルズの収斂が安定した通貨制度にとって必要不可欠であることを教えている。その場合、加盟各国はファンダメンタルズを収斂させるための金融政策をEMSのアンカー国であるドイツの金融政策に準拠させてきた。自国のファンダメンタルズを安定化させるためにブンデスバンクの信託を借用することによって、自国金融政策の信託を高める努力を重ねてきたのである。

その結果は周知の非対称性の発生であるが、それも加盟各国が信認確保<sup>9)</sup>という便益がある限り非対称性を容認してきたことに注意すべきである。換言すれば、EMSは制度的には確固とした基盤があるが、経済機能的に見れば、通貨システムとしての安定性はきわめて脆弱である。

EMSは欧州地域に限定された通貨システムである。したがってアメリカが相変わらず維持している覇権国の立場や意向に影響されざるをえない<sup>10)</sup>。基軸通貨ドルを持っているアメリカの意識的かつ自己実現的な強要から独立ではありえないのである。このように考えると、現在のグローバルな国際通貨システムのなかで、(ドイツを除く)EMS加盟国は不均衡の調整負担に関し二重の非対称性を経験していることになる。その一つはアメリカとEMSとの間の非対称性であり、もう一つはEMS内でのドイツとそれ以外のEMS加盟国との間の非対称性である。

欧州中央銀行の創設による通貨統合が完成すれば、EMS内での調整負担の非対称性は解消することになる。しかし Alesina and Grilli (1993) が明らかにしたように、マーストリヒト条約に従う政治同盟が完成した場合と未完成の場合では、欧州中央銀行の政策目

標の内容ならびに政策実施に伴う加盟各国のコストは大きく異なる。一例をあげればフランスはとくに通貨統合の完成に積極的である。その理由の一つに調整負担の非対称性の除去があるのであろうが、その根底にはドイツ(マルク)によって欧州経済(欧州通貨)が支配されることを何としてでも排除したいという強い政治的願望がある。

他方、もう一つの非対称性を解消するには、アメリカが対称的な政策協調をするという用意が必要である。そうすればグローバルな固定相場制が復活する前提ができあがる。しかし旧IMF体制においても基軸通貨国アメリカを中心に非対称性が存在していたし、変動相場が導入された1973年以降も、ドルは基軸通貨として使用され、したがってアメリカは他国に政策協調を強要できる地位を相変わらず保持している現状で、アメリカは自らの負担が増す固定相場制を復活させる意図をもつはずがない。つまり欧州で将来通貨統合が完成しても、基軸通貨ドルがもたらす非対称性から逃れることはできないのである。

注)

\*) この論文は、「国際通貨システム研究会」に提出された論文「国際通貨体制から見たEMSの位置と機能」を大幅に修正したものである。研究会委員からいただいた貴重なコメントに対し、心から感謝する。あらゆる誤まりはもちろん私のものである。

1) 1992年6月2日、デンマークでの国民投票はマーストリヒト条約の批准を否決した。その後9月20日に予定されているフランスでの国民投票においても僅かながら反対票が上回るのではないかという予想が強まるにつれて、欧州通貨統合の行方に関する不確実性が高まった。8月ごろからいくつかのERM加盟国通貨に対して市場圧力が加えられた結果、例えばイタリア・リラは9月8日7%の切り下げに踏み切り、いわゆ

- る Black Wednesday といわれる 9 月 16 日にはポンドがフロートせざるをえなくなった。非加盟国とはいえ EMS にリンクしていたスウェーデンは、クローナの価値維持を図ってオーバーナイトの限界貸付け金利を 500% という記録的水準に引き上げる措置にでた。リラの切り下げは実質的に無効で、ついに 9 月 17 日リラはフロートした。同日、スペイン・ペセタは 5% の切り下げを行った。9 月 20 日のフランス国民投票の結果が辛うじて批准ということもあって、欧州弱小通貨に対する市場売り圧力は止まらず、とくにフラン、ポント、ペセタ、エスクードの防備に苦慮することになった。
- 2) 1993 年 8 月の再度の欧州通貨危機は突然発生したものではない。前回の危機以降もファンダメンタルズから見て為替レート調整が不十分な通貨が断続的に投機に狙われたのである。例えば、1992 年 11 月 19 日にはスウェーデン・クローナが狙われ、スウェーデン中央銀行は 6 日間約 250 億ドルの外貨準備を投入して介入したが、ついにフロートせざるをえなかった。3 日後、今後はペセタとエスクードが 6% 切り下げた。市場圧力は同年 12 月までフランス・フラン、デンマーク・クローネ、ポント、ノルウェー・クローネに波及し、12 月 10 日ノルウェー・クローネはフロートに踏み切り、ポントは 1993 年 2 月 1 日 10% 切り下げられた。3 月には初めてベルギー・フランが狙われ、5 月 13 日にはエスクードとペセタがそれぞれ 6.5%、8% 切り下げた。7 月に入ると猛烈な投機の波がベルギー・フラン、デンマーク・クローネ、フランス・フラン、エスクード、ペセタに押し寄せた。これを受けて ERM 加盟国蔵相・中央銀行総裁は、8 月 2 日早朝マルクとギルダーを除き ERM の双務的変動幅を上下 15% とすることを決定したのである。これは固定相場制の実質的放棄であり、EMS の実質的崩壊である。
- 3) 不胎化介入は金利の上昇を伴わないという意味で、国内経済への攪乱要因を防止できる。しかし、不胎化介入の規模は大きくなりやすく、効率的でない場合がある。
- 4) Dominguez など (1993) は市場介入が金融政策のスタンスを民間に示すシグナルとして有効との立場をとっているのに対し、Ghosh (1992) は、各種の資産供給の変化が 1980 年代におけるドル/マルク・レートに与えた影響を実証研究することによって、不胎化介入が独立の金融(為替)政策手段となりうることを示した。なお、不胎化介入を通じて市場参加者に情報が伝達されるメカニズムをゲーム論的アプローチによって解明したものとしては渡辺 (1992) を参照。
- 5) この点に関しては島野 (1993) を参照。
- 6) ECU の成立、通貨としての性格と機能および EMU において期待される役割については、Padoa-Schippa (1994) を参照。
- 7) Canzoneri and Diba (1993) は通貨代替に関する理論モデルを構築し、純粋フロート制と管理フロート制のもとで通貨代替が為替浮動性を高めるかどうかを検討している。EMS との文脈に興味があるのは、ターゲット・ゾーン・モデルであるが、(ERM が狙っているように) 二国それぞれの政策当局が金融指標を収斂させる方向で政策をとると仮定したとき、通貨代替が増大しても為替レートに不安定効果をもたらさないと結論している。やや超越的にいえば、EMS (ERM) への credibility の有無がモデルにおいても現実においても絶対的な条件なのである。
- 8) ERM の再調整の歴史的推移および調整幅に関しては、日本銀行月報 (1994) を参照。
- 9) 注 7) でも記したように、政策の信認問題は、政策効果を上げるという目的から、理

論的にはも実際的にも90年代の経済学に与えられた最大の課題の一つである。その包括的研究としては Blackburn and Christensen (1989) および Persson and Tabellini (1994) などを参照。

- 10) Ohno (1994) は国際通貨体制の改革を世界システムの変貌の一環として捉えるとき、中心国が弱体化し金融的ディシプリンを失えば、それはノン・システム以外の何物でもなくなることを、さればと云って覇権国アメリカが内向き志向を加速させるとき、アメリカ、欧州、日本の三極が対等の協調体制を造りあげることも難しいと断定している。やや角度はことなるが、島野 (1994) はアメリカが国益主導型の覇権国家に変化するなかで、ゼロ・サム・ゲーム的な発想にもとづく政策志向を強めていること、そしてそれが相互依存関係にある各国に通貨面でも実物面でも大きな歪みを与えていることに注意を喚起している。

#### [参考文献]

- [1] Artis, M. J. and M. P. Taylor, "Exchange Rates, Interest Rates, Capital Controls and the European Monetary System: Assessing the Track Record", in: Giavazzi, F., S. Micossi and M. Miller eds., *The European Monetary System*, Cambridge University Press, 1988, 185-190.
- [2] Artus, P., S. Avouyi-Dovi, E. Bleuze and F. Leconte, "Transmission of US monetary Policy to Europe and Asymmetry in the European Monetary System", *European Economic Review*, 1991, 1369-1384.
- [3] Alesina and Grilli, "On the Feasibility of a one or Multispeed European Monetary Union", *Economics and Politics*, 5. 1993, 145-166.
- [4] Blackburn, K and M. Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence", *Journal of Economic Literature*, 1989, 1-45.
- [5] Canzoneri, M. B. and B. T. Diba, "Currency Substitution and Exchange Rate Volatility in the European Community", *European Economic Review*, 1993, 351-365.
- [6] Dominguez, K. and J. A. Frankel, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? Disentangling the Portfolio and Expectation Effects for the Mark", Working Paper No.3299, National Bureau of Economic Research, 1990.
- [7] Dominguez, K. and J. A. Frankel, "Does Foreign Exchange Intervention Work?", Institute for International Economics, Washington, 1993.
- [8] Ghosh, A. R., "Is It Signalling?: Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemerk rate", *Journal of International Economics*, 1992, 201-220.
- [9] Klein, M. and K. Lewis, "Learning About Intervention Target Zones", Working Paper No. 3674, National Bureau of Economic Research, 1991.
- [10] Lewis, K., "Occasional Interventions to Target Rates", Working Paper No.3398, National Bureau of Economic Research, 1990.
- [11] Mackinnon, R. I., "The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions", *Journal of Economic Literature*, 1991, 531-557.
- [12] Mastropasqua, C. S. Micossi and R. Rinaldi, "Competitiveness, Realignment, and Speculation: the Role of Financial Markets", in: Giavazzi, F., S. Micossi and M. Miller eds., *The European*

- Monetary System, Cambridge University Press, 1988.
- [13] Obstfeld, M., "Exchange Rates, Inflation and the Sterilization Problem: Germany 1975-1981", *European Economic Review*, 1983, 161-189.
- [14] Obstfeld, M., "The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience", Working Paper No. 2796, National Bureau of Economic Research, 1988.
- [15] Ohno, K., "The Case for a New System", *Bretton Woods: Looking to the Future*, Bretton Woods Commission, 1994.
- [16] Padoa-Schioppa, T., *The Road to Monetary Union in Europe*, Clarendon Press, Oxford, 1994.
- [17] Persson, T. and G. Tabellini, *Monetary and Fiscal Policy, VOL.1 Credibility, VOL.2 Politics*, MIT, 1994.
- [18] Svensson, L. E. O., "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?", *European Economic Review*, 1994, 447-468.
- [19] Walters, Sir A. A., *Britain's Economic Renaissance* Oxford University Press, 1986.
- [20] Walters, Sir A. A., "A U. K. View of the EMS", in: Wihlborg, C., M. Fratianni and T. D. Willett eds., *Financial Regulation and Monetary Arrangements After 1992*, North-Holland, 1991, 353-356.
- [21] (資料) [経済:通貨統合に向けたEU各国の動き], 『日本銀行月報』, 1994年10月号。
- [22] 島野卓爾, 「EMSにおける為替介入の有効性」, 『金融構造研究』第15号, 金融構造研究会(全国地方銀行協会), 1993.
- [23] 島野卓爾, 「日米関係の悪化と再構築」, 『日米関係の再構築』, 『日米関係の再構築』(財)機械振興協会・経済研究所, 平成6年5月
- [24] 渡辺努, 「不胎化介入のシグナル効果について」, 『金融研究』日本銀行金融研究所, 1992.