

# EMSにおけるコンヴァージェンスの基本条件

山本 いづみ

## はじめに

EC各国が欧州連合条約（マーストリヒト条約）に調印したのは、1992年2月のことであった。ECは、この条約で実に20年ぶりに経済・通貨同盟（EMU）計画を具体化し、遅くとも1999年1月には欧州中央銀行を設立、各国通貨に代わりECUを共通単一通貨として導入することを計画した<sup>1)</sup>。

通貨統合計画がこのように具体化した背景には、欧州通貨制度（EMS）が1980年代半ばより安定的な成果を示したこと、またEMSの中核として導入されたECU（欧州通貨単位）の利用が、民間部門でめざましい発展をとげたことがあった。EMSは、EMU計画のいわばスプリング・ボードであったといえよう。

ところが、旧東ドイツ地域への大量の金融支援措置がもたらすインフレ的影響を抑制するため、ドイツの公定歩合が引き上げられたことを発端としておこった92年夏の欧州通貨危機は、情勢を一変したのであった。発足以来13年間、離脱国を出すことのなかった為替相場メカニズム（ERM）から、9月半ばにイギリス・ポンド、イタリア・リラが離脱し、EMSは大きな打撃を受けた。ここに、80年代後半より順調に進んできたように思われるECの通貨統合計画は停滞に追い込まれ、EMU計画の今世紀中の実現は絶望視されるに至ったのであった。

1) 欧州連合条約（マーストリヒト条約）におけるEMUのプランについては、Commission of the European Community, *Treaty on European Union*, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1992, pp. 24-44, p. 183, pp. 185-187, を参照。

この危機は、80年代後半のERMの安定の裏面に存在していた非対称性が、一挙にあらわになったものであるとみることができる。本稿では、80年代を中心に、ERMの実態を介入の実績からみることによって、ERMに内在する非対称性と、それにもかかわらずERMの安定が維持されていたのはなぜかということについて考察したい。

## I EMSの制度的特色

ECにおいて通貨統合の試みが具体的な形をもって浮上してきたのは1960年代の末のことであった。それには次のような事情があった。1958年に6カ国の参加により発足したECは、12年間にわたる共同市場形成の過渡期を1969年12月に終えることになっていた。この期間の目標は関税同盟ならびに農業共同市場の完成であった。関税同盟は、周知のように予定よりも1年以上もはやい68年7月に完成した。農業共同市場に関しても、統一農産物価格が全体の大部分をカバーし、完成に近い状態であった。このように60年代末までに、関税同盟と共通農業政策はECを支える2つの柱となっていた。

ところが、60年代後半の国際通貨危機により、ECの共通農業政策は危機に瀕することになった。共通農業政策では、EC域内の農産物に統一価格を設定している。当時、この統一農産物価格は、共同体機関の予算などで使用されていた計算単位UA（欧州計算単位）で表示されたのであった。1UAは当時、ブレトン・ウッズ体制のもとでの1米ドルと等価であったので、EC農産物価格は米ドルと結びついていたのである。1UAは米ドルと固定的な関係にあったのであるから、当時の固定相場制度にあってはUAとEC諸国通貨の間にもドルを媒介にして固定的関係が成り立っていたのである。このように、共通農業政策による統一農産物価格制度は、ブレトン・ウッズ体制の下で各通貨に対して定められた平価の安定を前提としてはじめて成り立つものであったといえるだろう<sup>2)</sup>。

2) EEC創設の際に調印されたローマ条約によれば、第207条において計算単位表示で予算案が

しかし、統一農産物価格制度に関しては、EC加盟国通貨の平価変更がある場合に、次のような混乱が生じることが懸念されていた。例えば、参加国が自国通貨の対ドル平価を切り上げると、農産物以外の全商品の価格については、自国通貨建て表示では不変だが、ドル建て表示では切り上げ率に応じて上昇することになる。ところが、農産物価格については、 $1 \text{ U A} = 1 \text{ ドル}$ という固定的な関係が存在するため、ドル建て表示では不変である。ゆえに自国通貨建てで表示するならば、農産物以外の全商品の価格は不変なのに対して、農産物価格のみが対ドル平価切り上げに応じた分だけ下落することになる。その結果、農業所得が減少することになるので、自国通貨を切り上げた国の政府は対策を求められることになる。逆に、自国通貨の対ドル平価を切り下げた場合には農産物価格はドル建て表示では不変、自国通貨建て表示では農産物価格だけが平価切り下げに応じた分だけ上昇する結果となる。農産物価格の上昇により、物価上昇へと発展し、この場合、平価切り下げの効果が減殺されるのである<sup>3)</sup>。

ところが、ECでは構成国間の経済政策の調和によって、平価変更を回避できるとの楽観的見通しが主流であった。事実、市場為替レートが平価に近い水準に維持されていた間は問題はなかったのであるが、1967年から1969年にかけて国際通貨危機が起これ、69年8月にフランス・フランが11.1%切り下げられ、同年10月には西ドイツ・マルクが9.3%切り上げられた<sup>4)</sup>ので上のような懸念が現実のものとなったのである。この時、フランスは平価切り下げによってフラン建ての農産物価格が上昇する事を拒否し、一時的に共同市場から脱退すると

↘を作成するように定めていた。計算単位は貨幣価値を各国の通貨の価値から独立した方法で表示し、固定換算レートをつうじて各国通貨にリンクするように考案されたものであった。当時、欧州通貨単位 (European Unit of Account; UA) は  $1 \text{ U A} = \text{純金}0.88867088 \text{ g}$  と定められていた。ブレトン・ウッズ体制のもとでは  $1 \$ = \text{純金}0.88867088 \text{ g}$  と定められていたので、ドルとUAの間には  $1 \text{ U A} = 1 \$$  という関係が成り立った。Rosemary Fennell, *The Common Agricultural Policy of European Community*, 2nd Edition, London: Blackwell Scientific Publications Ltd., 1987 (荏岡津典生, 拓植徳雄訳『ECの共通農業政策』第2版, 大明堂, 1989年, 75ページ)。

3) 田中素香『欧州統一—EC発展の新段階』有斐閣, 1982年, 27-28ページ。

4) 同上書, 27ページ。

いう事態が起こった<sup>5)</sup>。国際通貨危機によって、ECの大きな成果の一つであった共通農業政策が脅かされる事態に至ったのである。そこで、当時の通貨制度のもとで統一農産物価格制度を維持するためには、EC諸通貨相互間の平価の関係を固定する必要性が生じたのであった。

ECにおける共通単一通貨の構想は、いうなれば共通農業政策の維持を差し当たっての目的として浮上したのであった。こうして1969年12月、ハーグで開催された欧州理事会は、70年代のECの統合目標を経済・通貨同盟に段階的に到達することと定めた。その後70年10月、「ウェルナー報告」<sup>6)</sup>が提出され、経済・通貨同盟についてのプランが示された。ウェルナー報告に修正が加えられ、71年3月にEC理事会及び加盟国政府は経済・通貨同盟に関する決議を採択し、経済・通貨同盟は同年1月1日に逆のぼって実施することが決定された。

経済・通貨同盟 (Economic and Monetary Union; EMU) とはどのようなものであろうか。決議によると、「経済・通貨同盟は主要な経済政策の決定が共同体次元で行われ、必要な権限が国家次元から共同体次元へ委譲されることを意味する。過程の非可逆性を保証する単一通貨の採用が最終段階となる。」<sup>7)</sup>のものであると定義されている。

5) この時フランスは平価切り下げにともなうフラン建てでの農産物価格上昇を拒否、一時的に共同市場から脱退し2年間にわたり漸進的に価格引き上げを行う方法をとった。しかし平価切り下げのうちにフランス農産物価格の共通計算単位表示価格は統一価格を下回り、他国農産物よりも価格競争上有利な立場になる。この価格差を調整するためフランスの農産物輸出には課徴金を課し、農産物輸入には補助金を給付するという国境調整金制度 (MCA) を導入したのである。その後スミソニアン協定による平価の多角的調整が実施され、国境調整金 (Monetary Compensatory Amounts; MCA) は共同体レベルでおこなわれることになり、農産物に関してのみ適用される「緑の平価」(グリーン・レート) が設定されている。MCAについて詳しくは、R. フェネル、前掲書、91-106ページ、などを参照。

6) ウェルナー報告に関する説明は、Baron Ansiaux et Michel Dessart, *Dossier Pour l'Histoire de l'Europe Monétaire 1958*・73, Louvain: VANDER, 1975, pp. 65-90. G. D. Bear and T. Padoa-Schioppa, "The Werner Report revisited", in Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Luxembourg Office for Official Publications of the European Communities, 1989, などを参照。

7) "Resolution of the Council and of Representatives of the Governments of the Member States of 22 March 1971 on the attainment by stages of Economic and Monetary Union in the Community", in Commission of the European Community, *Compendium of the European Monetary Texts*, Luxembourg Office for Official Publications of the European Communities, 1989, p. 33.

つまり、共同体の権限下に統一通貨を創出することを最終的目標とし、そのための不可欠の前提として、まずEC諸通貨間の為替変動幅を除去し、平価の固定化を行うというのである。この決議では、遅くとも1980年までにはEMUを完成させることになっていた。

経済・通貨同盟の実際の運用は、EC加盟国通貨相互間の変動幅縮小とその固定化に全力を注いだものであった。73年3月から、主要先進国通貨はドルに対してフロート制へと移行することになりドルに対する変動幅の限界がなくなった。これ以後、EC諸通貨相互間の変動幅を2.25%に維持するシステムが採用され、これは「スネーク」としてよく知られている。

スネークの歩みは挫折の道であったといえる。国際通貨危機に振り回されたうえに、第一次石油危機が事態をますます悪化させたのである。EC諸国では物価上昇率が急速に高くなり、また経常収支動向も悪化した。弱い通貨は売り投機にさらされ、縮小変動幅を維持することに耐えられなくなった主要な国々はスネークを離脱した。72年4月にはイギリス、73年2月にはイタリア、76年3月にはフランスが離脱した。

1970年代の後半には、欧州通貨はマルクを中心としたミニ・スネークに参加するものと、スネークから離脱してフロートするものと二分された状態となり、80年までに経済・通貨同盟を完成するという目標は消えてしまったも同然であった。

一方、当時アメリカ政府はいわゆるビナイン・ネグレクトによる成長政策をとり続けており、ドルは大幅な下落傾向にあった。1970年5月を基準として見れば、ドルは78年には主要10ヶ国通貨に対して23%と大幅な減価率を示した<sup>8)</sup>。このような70年代末のドル減価の状況に対応するために、当時のシュミット西ドイツ首相とジスカールデスタン・フランス大統領によるいわゆる「ボン・パリ」枢軸のイニシアティブのもと、欧州通貨制度の創設が再び日程にのぼっ

8) United States Department of Commerce, *Survey of Current Business*, Vol. 60, No. 9, Sep. 1980, p. 32, Table C.

たのであった。78年12月ブレーメンで開催された欧州理事会は、欧州通貨制度 (European Monetary System; EMS) の設立に関して合意、EMSは翌79年3月より始動したのであった。

EMSの設立目的は、「ヨーロッパにおける通貨安定圏の創設」<sup>9)</sup>であった。通貨の安定は、参加国の経済にとって重要であるだけでなく、EEC条約で述べられているように、短期的にも長期的にもEC通貨の安定がECの経済統合のより一層の進展と経済発展の収斂の起動力を提供することを期待されていたのである<sup>10)</sup>。

EMSの内容は、(i)為替相場メカニズム (ERM)、(ii)欧州通貨単位 (ECU)、(iii)信用供与制度の3つの柱から構成されている<sup>11)</sup>。EMSの制度は基本的には70年代のスネークを継承したものである。しかし、スネークに比べるといくつかの点ではるかに強化され、かつ柔軟性を持っている<sup>12)</sup>と評価されている。

(i) 為替相場メカニズム (Exchange Rate Mechanism; ERM)

EMSではスネークと同様、加盟国通貨間相互に基準レートを設定し、為替相場変動幅を固定する方式を採用している。このシステムはERMとよばれている。変動幅は、原則として基準レートの上下各2.25%に設定されている。ただし、基準レートの上下各6%の変動幅を選択することも例外的に認められて

9) "Resolution of the European Council of 5 December 1978 on the establishment of the European Monetary System (EMS) and related matters", in Commission of the European Community, *European Economy*, No. 2, March 1979, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, p. 8.

10) "Conclusions of the Presidency of the European Council," in *European Economy*, op. cit., p. 7.

11) EMSの制度上の規定とその特色については、Jacques van Ypersele, Jean-Claude Koeune, *Le Système Monétaire Européen*, 2nd édition, Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes, 1985 (東京銀行ブラッセル支店訳『EMS (欧州通貨制度) ——その歴史と展望——』東銀リサーチインターナショナル, 1986年),などを参照。

12) David Cobham, "Strategies for Monetary Integration Revisited," *Journal of Common Market Studies*, Vol. XXVII, No. 3, March 1989, p. 207.

いる。これは、スネークから離脱した弱い通貨もERMに参加できるように、より緩やかな変動幅を選択できるよう規定されたのである。変動幅を維持するための介入方法として、(a)パリティ・グリッド、(b)乖離指標、の2つが定められている。

(a)パリティ・グリッド

EC諸通貨はECU（欧州通貨単位）で表示される基準レートを持ち、他のEC通貨と相互に基準レートを設定している。二国通貨の乖離幅が基準レートの上下各2.25%（例外として6%）に達したならば、両通貨当局は変動幅を維持するために介入する義務がある。介入は原則としてEC諸通貨を用いて実施することになっており、その額は無制限である。また、義務的介入点に達する以前に介入をおこなう（変動幅内介入）ことも認められている。

(b)乖離指標（DI）

ERMが、スネークよりも柔軟性をもつ制度であるといわれるのは、ECU乖離指標方式による介入を設定しているからである。ECUは、後述するようにEC諸通貨の価値を加重平均した価値をもつ。ECUのこの性格を利用し、ある通貨のレートが他のEC諸通貨のレートの平均から乖離しているかどうかを知らせるのが乖離指標である。乖離指標は諸通貨の最大乖離幅の75%の点を介入警告点とし、当該通貨当局に知らせる。介入警告点を越えた場合、当該通貨当局は介入などの措置をとることが求められるが、これは義務ではない。

(ii) ECU（欧州通貨単位）

ECUはEMSの中核である。ECUは、①ERMの基準レートの表示単位、②乖離指標（DI）の基準、③介入及び信用メカニズムの運営上の計算単位、④EC加盟国通貨当局間の決済手段、として使用される、と規定されている。

ECUの価値と構成は、EMSの発足時には欧州計算単位（EUA）に等しいと定められていた。EUAは、1975年4月、ECに導入されたEC独自の計算単位で、EC参加国通貨の構成定数が固定された標準バスケット方式で算出

されていた。従って現在のE C Uも標準バスケット方式によるものである。E C Uは加盟国中央銀行の保有する金及び外貨準備（ドル）の各20%を欧州通貨協力基金（F E C O M）に預託，その見返りに創出されるものである。

### (iii) 信用供与制度

E R Mにおける義務的介入は，原則として域内諸通貨を使用して実施することになっている。介入に必要とされる域内諸通貨をファイナンスするために，超短期信用制度（V S T F）という無制限の信用供与が設定されている。E C 諸通貨による介入から生じる債権・債務は，E C事務局の発表する毎日のE C U相場建てで表示され，F E C O M（欧州通貨協力基金）の帳簿に記帳される。債権・債務には，E M S参加国の代表的な金融市場の金利を加重平均したものが適用されている。決済は，介入実施月の月末から75日以内 to 実施する。また，利用期間は最長6カ月まで更新可能である。

債務の返済は，まず債権国通貨で実施されねばならないことになっている。しかし，スネークと異なる点は，E C Uを決済手段に用いることが認められていることで，現在，条件つきで債務額の100%まで認められている。

## II E R Mにおける介入の実態

E M Sの発足当初は参加国間のインフレ率格差が大きく，これを是正するために，E R Mは基準レート再調整を5年間で7回も実施しなければならなかった。E R Mの転機は，83年3月の第7回基準レート調整であったといわれている。この調整で，フランスはフランを2.5%切り下げるのを期として高度成長路線を捨て，緊縮政策路線へと転換したのである。このフランスの政策路線の転換にイタリアなどが続いた結果，E R M諸国は西ドイツ型の反インフレ的経済政策に収斂し，80年代後半になりE R Mは安定したと理解されている。それは，（1）E R M参加国のインフレ率格差の縮小とインフレ率の下方収斂，（2）各通貨の名目為替レートの安定，の2つが達成されたことによる。



表1 ERM 諸国の市場介入 (単位: 10億ドル, カッコ内は%)

		1979-82 <sup>1)</sup>	1983-85	1986-87	1988-89 <sup>2)</sup>
ドル	買い	31.4(16.5)	22.1(15.1)	40.4(20.9)	5.3 (8.1)
	売り	107.3(56.3)	56.3(38.4)	13.3 (6.9)	24.2(37.0)
ERM 通貨 <sup>3)</sup>					
義務的介入		20.5(10.7)	15.4(10.5)	22.3(11.6)	0.9 (1.4)
変動幅内介入	買い	10.6 (5.5)	29.0(19.8)	42.6(22.1)	23.1(35.3)
	売り	18.6 (9.7)	19.6(13.4)	71.1(36.9)	9.3(14.2)
その他	買い	0.1 (0.1)	3.2 (2.2)	1.4 (0.7)	2.0 (3.1)
	売り	2.2 (1.2)	0.9 (0.6)	1.8 (0.9)	0.6 (0.9)
合計	クロス	190.7 (100)	146.5 (100)	192.9 (100)	65.4 (100)
合計	ネット <sup>4)</sup>	-86.0(45.1)	-22.5(15.4)	-1.8 (0.9)	-3.7 (5.7)
メモランダム					
VSTF の利用 <sup>5)</sup>		17.1 (9.0)	15.3(10.4)	34.3(17.8)	—
ECU 決済		6.4 (3.4)	1.5 (1.0)	0.8 (0.4)	—

(注) 1) 1979年3月より。

2) 1989年6月まで。

3) 買いあるいは売り。

4) マイナスは外貨の売り越しを示す。

5) VSTF は超短期信用供与の略語。

(資料) EMCF, BIS

(出所) L. B. Smaghi and S. Micossi, "Monetary and exchange rate policy in the EMS with free capital mobility", in *The European Monetary System in the 1990's*: LONGMAN, 1990, p. 125

だが、ERMの実態はどのようなものであったのだろうか。ここで80年代におけるERM諸国の介入実績を、通貨面からみてみよう<sup>13)</sup>。

表1は、80年代にERM諸国の通貨当局が行った介入のうちわけを示している。年代順に介入に使用された通貨の割合をみると、まずEMS発足から3年にあたる1979-82年期に実施された介入のうち、72.8%がドルによるもので、介入全体の4分の3近くをドルが占めていることがわかる。一方、ERM通貨による介入は25.9%にすぎない。続く83-85年期は、ドルによる介入の割合は、減少してはいるものの53.5%と全体の半分以上を占めている。一方、ERM通

13) 介入通貨からみたERMの実績については、L. B. Smaghi and S. Micossi, "Monetary and exchange rate policy in the EMS with the free capital mobility", in P. de Grauwe and L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990s*, London: LONGMAN, 1990, pp. 124-127,を参照。

貨による介入の割合は43.7%にまで増加はしたものの、ドルよりは10%近く少ない。80年代前半については、ERMにおける介入通貨はドルが中心であったと見てよいだろう。

1986—87年期になると、ドル介入の割合はさらに大きく減少し27.8%にまで落ち込む。これに対して、ERM通貨による介入の割合は、前期よりも大幅に増加して70.6%に達し、ドル介入を上回っている。続く88—89年期には、ドル介入の割合は少し増加して45.1%を示しているけれども、ERM通貨による介入はそれを上回る50.9%で、介入全体の半分以上を占めている。80年代後半については、このように介入通貨はERM通貨が中心である。しかし、このERM通貨による介入のほとんどがドイツ・マルクによるものであると考えられている。つまり、中心となる介入通貨が、80年代前半のドルから80年代後半にはEC内の最も強い通貨であるマルクに変わっただけにすぎないのである。以上のようなERMの介入の実態をみれば、EMS運営規定で定められた域内諸通貨による介入の原則は実現していないことがわかる。

80年代前半にドルが介入通貨として中心的役割を果たしたのはなぜだろうか。これに関しては、3点が指摘できるだろう。第一に指摘されているのは、EMSの規定上の矛盾である。EMSはドルの影響による混乱からEC通貨を隔離して欧州通貨安定圏を設立することを目的としていた<sup>14)</sup>。そのために、ドルによる介入を排除する必要があるので、域内諸通貨による介入の原則を定めたのである。ところが、運営規定には同時に、EC各国が保有することのできるEC諸通貨の保有量を、日常の決済に必要とされる運転資金の範囲内に限定し、これを超えて保有する場合には当該通貨国中央銀行の同意が必要である<sup>15)</sup>、という規定が存在している。そもそもこの規定は、スネーク発足時に決められた72年4月の中央銀行間協定がEMSに継承されたものである。これは、ブンデスバンクの要請により設けられたものである<sup>16)</sup>。それには次のような事情があ

14) J. V. イベルゼル, J. C. クーナ, 前掲書, 120ページ。

15) "Agreement between the central banks for EMS", in *European Economy*, No. 3, July 1979, p. 104

16) H. Ungerer, O. Evance, T. Mayer and P. Young, "The European Monetary System: Recent 7

った。EC諸通貨の中で一番強い通貨は、通常はドイツ・マルクであるので、マルクが介入通貨として使用されることが予想された。マルク売り介入が実施され、商業銀行がそれを保有しブンデスバンク内のマルク預金にすれば、西ドイツにとってはその分がマネタリーベースの増加分となり、その乗数倍のマネーサプライの増大がもたらされ、インフレ懸念が生じることになる。そこでマルクが介入に使用されることを防止するため、ブンデスバンクの主張により設けられた域内通貨保有量の制限の存在によって、ERM各国の外貨準備に占める域内諸通貨の割合が低くドルの割合が高かったので、ドルによる介入が中心であったのである。

第二に、固定レートを維持するための介入方式の問題である。介入方式のうち、乖離指標方式は現実には機能していない。実際には、パリティ・グリッド方式による介入で固定レートが維持されてきたのである。前節でみたように、パリティ・グリッド方式による介入には、変動幅限度で実施される義務的介入と、変動限度内で実施される変動幅内介入がある。EMS規定は、義務的介入に関しては詳しい規則を定め、域内通貨による介入の原則も義務的介入に対して規定されたものである。一方、変動幅内介入については介入通貨の規定はない。これは、ERMの技術的柱は義務的介入なのであり、変動幅内介入は通貨当局の自主的意志に基づいて実施されるにすぎず強制力をもたないのであるから、あくまで補助的手段にすぎないと位置づけられていたことの証といえよう。それゆえ、介入に必要とされる域内諸通貨のための超短期信用供与制度(VS TF)についても、義務的介入には適用されるのに対して、87年9月のバーゼル・ニューボー協定によるEMS規定改正までは変動幅内介入には適用が認められていなかったのである。ところが、80年代前半の介入のうちわけを表1で見れば、義務的介入の占める割合は79—82年間に10.7%、83—85年間に10.5%にしかすぎないことがわかる。つまり、介入のほとんどは変動幅内で実施されていたのである。なぜなら、義務的介入点に達してから介入を実施していたので

↙ Developments", *IMF Occasional Paper*, No. 48, December 1986; Washington, D. C., p. 5.

は弱い通貨国にとっては介入額が巨額になるので、負担が大きくなる前に介入によって通貨の下落傾向をくい止めようとしたからである。変動幅内介入では、V S T Fの供与を87年9月までは受けることができず、また域内通貨保有量の制限が存在していた結果、ドルを使用して介入がおこなわれたのであった。

第三に、80年代前半のドル高の影響が考えられる。E R M通貨当局は、ドルに対する自国通貨のレートを維持するために大規模なドル売り介入を実施する必要があった。表1によると、79-82年期のドル売り介入は総額1073億ドルにのぼっている。

では次に、80年代後半から、マルク介入が主流になったことについて考えよう。これに関しては、2点が指摘できるだろう。第一に、プラザ合意以後のドル相場の急落がE R M諸通貨に与えた影響である。表1からは、86—87年期中に総額（グロス）でみると1929億ドル相当の介入が実施されていることがわかる。これはE R Mの発足以来、最大規模であった。この事実は次のように説明される。ドル相場の下落が予想されれば、国際的な資金の流れはE R M諸通貨にも向かう。ゆえにE R M諸通貨は全体としてドルに対して上昇する。しかし、その際には資金の流れはE R M諸通貨に均等に向かうのではなく、域内の強い通貨であるマルクやギルダーへと集中する。つまり、ドル・レートの変動は、E R M通貨間のレートの乖離幅を拡大する方向へと作用するのである。その結果、E R M内部ではマルクのレートが上昇し、弱い通貨との乖離幅が広がることになる。ここで変動幅限度内にレートを維持するためには介入を実施しなければならない。この時にドルを売って弱い通貨を買い支える介入を実施するなら、ドルに対する売り圧力を強めることになり、さらに資金の流れはマルクへと向かうことが予想される。その結果マルクのレートはますます上昇することになり、弱い通貨とマルクの乖離幅はさらに拡大することになる。この事態を回避するために、E R M各国はドルではなくマルクを介入通貨として使用することで自国通貨の変動幅を維持した結果、マルク介入が増大したのである。

第二に、E R M各国の外貨準備構成が、80年代後半に入って変化したことで

表2 ERM諸国の公的準備(ネット)<sup>1)</sup>

(単位:10億ドル, カッコ内は%)

	1979	1983	1985	1987	1988	1989 <sup>2)</sup>
交換可能通貨	39.0 (56.9)	59.9 (55.8)	67.0 (61.8)	102.0 (67.1)	97.0 (71.3)	99.3 (79.0)
ドル	35.3 [90.5]	46.5 [77.6]	42.4 [90.5]	71.6 [70.2]	60.7 [90.5]	58.7 [90.5]
EMS諸通貨	3.2 [ 8.2]	10.2 [17.0]	19.7 [29.4]	21.6 [21.2]	29.3 [90.5]	34.5 [90.5]
その他	0.5 [ 1.3]	3.2 [ 5.3]	4.9 [ 7.3]	8.8 [13.1]	7.0 [90.5]	6.1 [90.5]
ECU	26.6 (38.8)	49.9 (46.5)	43.5 (40.1)	60.0 (39.4)	49.7 (36.5)	42.7 (34.0)
IMFのネットポジション <sup>3)</sup>	7.3 (10.7)	14.2 (13.2)	14.1 (13.0)	15.8 (10.4)	14.1 (10.4)	12.6 (10.0)
その他 <sup>4)</sup>	-4.4 (-6.4)	-16.7(-15.6)	-16.2 (14.9)	-25.7(-16.9)	-24.9 (18.3)	-28.8(-22.9)
合計	68.5 (100.0)	107.3 (100.0)	108.4 (100.0)	152.1 (100.0)	136.0 (100.0)	125.7 (100.0)

(注) 1) 各年末の残高。金を除く。

2) 1989年5月末現在。

3) SDRを含む。

4) その他資産から公的短期債務を差し引いた額。

(資料) BIS, Monthly Statistical Series.

(出所) L. B. Smaghi and S. Micossi (1990), p.126. %は上川考夫「E C通貨統合と国際通貨システム」『エコノミア』第42巻 第3・4号 (1992年3月), 21ページ。

ある。表2はERM諸国の外貨準備構成を示す。もちろん為替レートの変動を考慮して見る必要があるが、ドルは79年には353億ドル（交換可能通貨の90.5%）であったのに、89年5月末現在には587億ドル（交換可能通貨のうち59.1%）であり、ドルが交換可能通貨に占める割合は減少している。一方、EMS通貨は、79年には32億ドル（交換可能通貨の8.2%）であったのに、89年5月末現在には345億ドル（交換可能通貨の34.7%）と増加している。このEMS通貨の増加のほとんどは、マルクである<sup>17)</sup>と考えられている。このように、各国の準備に占めるマルクの割合が上昇した結果、80年代後半に至り介入通貨はマルクが中心となったのである。

ところで、80年代後半になりERMをめぐる議論が盛んになってきたが、そこで問題として取り上げられたのは、ERM諸通貨のうちで最も強い通貨＝ドイツ・マルクとそれ以外のERM諸通貨の間に存在している、介入をめぐる非対称性であった<sup>18)</sup>。ここでは、介入がマネタリーベースに与える影響についての非対称性をみよう。

まず、ドイツ・マルクが変動幅の上限にありフランス・フランが下限にある時に、義務的介入が実施される場合を考えよう。ブンデスバンクはフランクフルト市場で、フランス銀行はパリ市場で、双方ともフラン買いマルク売りの介入を実施することになる。この結果、ドイツの商業銀行がブンデスバンクに保有する準備預金が増加するので、ドイツにとっては介入額相当のマネタリーベースの増大が生じ、その乗数倍のマネーサプライの増大がもたらされ、ドイツ国内にはインフレ圧力が生じることになる。一方、フランスは、介入によってマネタリーベースが減少するので国内流動性が減少し、経済に引き締め圧力がかかることになる。この場合は、両国のマネタリーベースに与える影響が対称

17) L. B. Smaghi and S. Micossi, *op. cit.*, p. 124.

18) EMSをめぐる議論は多数あり、その評価も様々であるが、それらをサーベイしたものとしては、A. G. Haldane, "Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System: a review of the literature", *Bank of England Quarterly Bulletin*, February 1991, pp. 73-82, などを参照。

的な介入である<sup>19)</sup>。しかし、ここでドイツは事後的に不胎化政策を実施できるなら、インフレ圧力を回避することが可能である。その結果、E R Mにおける為替レート維持のための介入による影響は、実際には弱い通貨の国、すなわちフランスの国内経済にだけデフレ圧力がかかるという形であられることになるのである。

次に、弱い通貨国が変動幅内介入を実施する場合を考えよう。フランスがマルクを用いて変動幅内介入を実施する場合、介入通貨として国際金融市場で調達されたユーロマルクが用いられるのなら、ドイツのマネタリーベースには何らの影響も与えない。なぜなら、すでに商業銀行により保有されていたマルクの所有者が代わっただけにすぎず、商業銀行がブンデスバンクにもっている準備預金の総額は変化しないからである<sup>20)</sup>。一方、フランスは介入により国内経済に引き締め圧力がかかる。為替レートの調整負担は、弱い通貨国であるフランスだけが負うことになるのである。

表3によれば、1981年以降には、E R Mにおけるマルク介入額が西ドイツ国内の流動性の変化にそのままあらわれているわけではないことがわかる。これは、西ドイツでは事後的に不胎化政策がとられたこと、ユーロマルクを用いた変動幅内介入が主流であったことを反映しているといえる<sup>21)</sup>。

以上のように、E R Mでは強い通貨国＝ドイツと弱い通貨国＝ドイツ以外のE R M諸国の間に、介入が与えるマネタリーベースへの影響をめぐる非対称性が存在しているのである。そして、E R Mの実際の運営は、まずマルクのドルレートが設定され、続いてE R M諸通貨がマルクに対してレートを調整するという二重の構造になっており<sup>22)</sup>、この意味でマルクはE R Mのアンカーとなっ

19) Rainer Masera, "An Increasing Role for the ECU", *Essays in International Finance*, No. 169, June 1987, p. 4.

20) *Ibid.*

21) E R Mにおける介入とブンデスバンクの不胎化政策については、伊豆久「E M Sとドイツ連邦銀行の金融政策」『証券経済』180号、1992年6月、Ellen Kennedy, *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System*, London: Pinter Publishers, 1991, pp. 100-102などで詳しい分析がなされている。

22) C. Mastropasqua, S. Micossi et R. Rinaldi, "Interventions, Sterilisation and Monetary Policy ↗

表3 ERMにおけるドイツ・マルク介入 (単位:10億マルク)

	義務的介入	変動幅内介入	合計	ドイツ国内流動性の変化 <sup>1)</sup>
1979 <sup>2)</sup>	買	—	-2.7	-2.4
	売	+3.6	+8.1	+11.7
	収支	+3.6	+5.4	+9.0
1980	買	-5.9	-5.9	-11.1
	売	—	+1.0	+0.6
	収支	-5.9	-4.9	-10.8
1981	買	-2.3	-8.1	-11.6
	売	+17.3	+12.8	+25.3
	収支	+15.0	+4.7	+13.7
1982	買	—	-9.4	-2.5
	売	+3.0	+12.8	+15.8
	収支	+3.0	+3.4	+6.4
1983	買	-16.7	-19.1	-20.4
	売	+8.3	+12.9	+12.6
	収支	-8.4	-6.2	-7.8
1984	買	—	-28.9	-3.0
	売	+4.7	+7.6	+4.4
	収支	+4.7	-21.4	+1.4
1985	買	—	-29.1	-0.2
	売	+0.4	+30.8	—
	収支	+0.4	+1.6	-0.2
1986	買	-19.0	-33.6	-12.2
	売	+4.1	+74.0	+3.8
	収支	-14.8	+40.4	-8.4
1987	買	—	-47.8	-7.3
	売	+15.0	+61.7	+25.4
	収支	+15.0	+13.9	+18.1
1988	買	—	-26.8	-6.1
	売	—	+16.3	—
	収支	—	-10.5	-6.1
1989	買	—	-20.4	-3.0
	売	+5.0	+8.6	+3.0
	収支	+5.0	-11.8	+0.0

(資料) Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1989.

(注) ERM 参加国中央銀行 (ブンデスバンクを含む) によるマルク介入。

(+)はドイツ・マルク売りあるいはドイツ国内の流動性への拡張効果,

(-)はドイツ・マルク買いあるいはドイツ国内の流動性への縮小効果, を意味する。

- 1) EMSのマルク介入とFECOMにおける債権・債務の決済がドイツブンデスバンクの対外ネットポジションとそれゆえ中央銀行通貨供給にもたらした影響。EMSが受け継いだスネークでの取引は除く。

- 2) EMSの開始(1979年3月13日)より。

(出所) IMF *Occasional Paper*, No.73 [1990], p.60.



ているのである。

### Ⅲ ECにおけるユーロマルク市場

このように、ERMは弱い通貨国にデフレ圧力がかかる構造を持っているにもかかわらず80年代後半には安定的推移を示し、92年9月までは一国の離脱も出さなかったのはなぜだろうか。この背景には、ユーロマルク市場の発達があったように思われる。

EC内においてユーロマルク需要が高まった理由の一つに、EC域内貿易における構造変化が指摘されている<sup>23)</sup>。1986年に採択された単一欧州議定書 (SEA) により92年末のEC域内市場完成がうたわれた結果、80年代後半に入って対EC直接投資が増加した。アメリカ合衆国、日本をはじめとする域外諸国からの投資が急増しただけでなく、域内諸国による対EC投資も盛んとなり、EC全域で投資需要が急速に高まった。その結果、域内での資本財需要が高まり、域内貿易の拡大がもたらされたのであった。域内貿易の比率は、85年には域内輸出が54.7%、域内輸入が52.5%であったのが、87年にはそれぞれ58.7%、58.0%となり、89年には史上最大の60.1%、57.4%を記録している<sup>24)</sup>。

ところが、域内貿易が拡大したとはいっても、西ドイツとその他EC諸国との間の貿易不均衡は、80年代後半において拡大しているのである。表4はEC諸国の対域内貿易収支を示している。これによると、西ドイツの対EC貿易黒字は、特に87年から89年にかけて増加がめざましく、89年には503億2800万ドルと史上最高の黒字額を記録している。一方、西ドイツ以外のEC諸国の対西ドイツ貿易収支を見ると、ほとんどの国で赤字であり、赤字額は80年代後半に拡大傾向にあったことがわかる。

in European Monetary System Countries, 1979-87", in *The European Monetary System*. Cambridge University Press, London, 1988, p. 258.

23) 上川考夫「EC通貨統合と国際通貨システム」『エコノミア』(横浜国立大学)第42巻 第3・4号、1992年3月、24ページ。

24) OECD, *Foreign Trade by Commodities*, 1991, Vol. 5, p. 164, より計算。

表4 EC 諸国の対域内貿易収支(1980—89) (単位:100万ドル)

	1980	1981	1982	1983
西 ド イ ツ	6,024	4,645	9,763	7,236
フ ラ ン ス	-4,606	-5,580	-9,752	-8,265
イ ギ リ ス	245	-916	-3,736	-5,883
イ タ リ ア	-5,934	-4,457	-2,311	-3,706
ベルギー／ルクセンブルグ	1,059	922	452	-151
デン マ ーク	-1,019	-840	-788	-435
ギ リ シ ャ	-1,746	-2,598	-2,622	-2,303
アイルランド	-1,560	-2,071	-1,064	-229
オ ラ ン ダ	12,047	14,225	5,680	14,466
ポ ル ト ガ ル	-1,143	-1,479	-1,440	-830
ス ペ イ ン	-222	-536	-462	250
E C 全 体	4,610	3,332	4,012	3,486

  

1984	1985	1986	1987	1988	1989
9,108	13,711	26,301	36,625	46,387	50,328
-7,200	-7,695	-7,821	-9,946	-7,227	-8,581
-6,098	-4,391	-14,410	-17,068	-26,989	-19,549
-3,298	-4,653	-3,559	-5,208	-6,466	-7,242
-1,623	-1,518	792	1,755	1,464	3,288
-1,160	-1,698	-2,433	-1,579	-382	249
-1,994	-2,424	-3,019	-3,525	-4,093	-5,122
328	522	1,292	2,833	3,604	3,973
14,078	12,563	12,094	10,996	10,593	13,798
-209	59	-647	-2,273	-4,100	-3,775
2,005	1,634	-1,496	-4,983	-7,754	-11,298
3,938	6,106	7,095	7,608	5,037	8,525

(出所) 1980—82年のデータ: OECD, *Monthly Statistics of Foreign Trade*, January 1983, January 1984, より計算して作成。

1983—89年のデータ: OECD, *Foreign Trade by Commodities*, 1988, 1991, より計算して作成。

このようなEC各国の対西ドイツ貿易赤字の中心を占めているのは表5よりわかるように、国際貿易商品標準分類(SITC)の7に分類される、機械・輸送機器部門であった。これは、80年代後半に域内で資本財に対する需要が高まった結果、西ドイツの対EC資本財輸出が拡大し西ドイツの対EC貿易黒字が急増した一方、表6の示すようにEC諸国において対西ドイツ貿易赤字が拡

表5 EC諸国の機械・輸送機器部門における対西ドイツ貿易 (単位:100万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989
フランス	-3,222	-5,015	-6,662	-8,034	-7,772
イギリス	-4,719	-6,539	-8,292	-10,467	-10,540
イタリア	-2,516	-3,480	-5,498	-7,296	-8,342
ベルギー・ルクセンブルグ	-2,218	-3,041	-4,300	-1,677	-1,939
デンマーク	-1,064	-1,663	-1,603	-1,347	-1,240
ギリシャ	-601	-776	-828	-767	-1,126
アイルランド	159	237	335	301	270
オランダ	-2,488	-3,892	-4,592	-4,818	-4,838
ポルトガル	-145	-291	-579	-915	-818
スペイン	-827	-1,555	-2,808	-3,626	-4,406
EC計	-17,641	-26,014	-34,827	-38,646	-40,212

(出所) OECD, *Foreign Trade by Commodities*, 1989. Vol. 3. 1990. vol. 1, より作成.

大していったためであると指摘されている。

さて、このようなEC各国の対西ドイツ貿易赤字は、どのように決済されていたのだろうか。まず、西ドイツの貿易において決済に使用された通貨の構成を表7でみてみよう。80年代後半を通してみると、輸出の8割、輸入の5割と、貿易の大半がマルク建てで決済されていることがわかる。ここで西ドイツの貿易収支を表8でみれば、1989年には1346億マルクであり、これは史上最高の黒字額であった。そのうち89年の対EC貿易収支を表9でみると、輸出が3527億マルク、輸入が2587億マルクで、対EC貿易収支は940億マルクの黒字であった。この年には、輸出の79.2%、輸入の52.6%がマルク建てで決済されているのであるから、ここから試算すれば1433億マルクのマルク建て対EC貿易黒字が存在したことになる<sup>25)</sup>。対EC貿易収支全体は940億マルクの黒字であるから、これを超える493億マルク相当額についてはその他通貨建ての貿易赤字が存在していたということになる。同様に試算すると、86年から89年までは毎年1000億マルクを超えるマルク建て対EC貿易黒字があったことになる。以上の

25) 奥田氏はこのような方法で、87年と88年の西ドイツの貿易黒字全体に占めるマルク建て貿易収支を試算されている。ここではそれにならい、マルク建て対EC貿易黒字を試算した。(奥田宏司「ドイツ・マルクの『国際通貨化』とその限界について」『立命館国際研究4-4』, 1992年3月, 66ページ。

表6 EC各国の対西ドイツ貿易収支(1980-89) (単位:100万ドル)

	1980	1981	1982	1983
西ドイツ	—	—	—	—
フランス	-3,978	-4,170	-5,796	-3,656
イギリス	-1,368	-774	-3,499	-5,582
イタリア	-2,296	-2,490	-2,341	-690
ベルギー／ルクセンブルグ	-376	-553	-849	-301
デンマーク	-388	-585	-782	-612
ギリシャ	-522	-966	-891	-755
アイルランド	50	-66	13	121
オランダ	5,024	6,047	5,680	6,492
ポルトガル	-455	-546	-570	-329
スペイン	-699	-847	-1,304	-763
EC全体	-3,884	-3,558	-8,468	-6,075

  

1984	1985	1986	1987	1988	1989
—	—	—	—	—	—
-3,219	-3,186	-5,669	-7,341	-8,464	-9,202
-4,985	-4,772	-8,326	-10,586	-14,825	-14,795
-1,579	-2,328	-2,673	-4,641	-7,017	-8,504
-795	-1,789	-2,288	-3,696	-4,603	-4,343
-960	-1,264	-2,602	-1,925	-1,387	-1,221
-648	-816	-1,060	-1,280	-1,091	-1,126
241	274	338	653	743	270
-5,899	5,877	2,919	1,180	260	802
-98	-88	-271	-661	-1,002	-730
-662	-856	-2,179	-3,840	-4,855	-6,240
-6,804	-8,948	-21,220	-32,137	-42,240	-45,109

(出所) 1980-82年のデータ: OECD, *Monthly Statistics of Foreign Trade*, January 1983, January 1984, より計算して作成。

1983-89年のデータ: OECD, *Foreign Trade by Commodities* 1988, 1991, より計算して作成。

ことを西ドイツ以外のEC諸国から見ると、対西ドイツ貿易赤字の決済に、80年代後半において毎年1,000億マルク以上のマルクを必要としたことになる。

では、このように大量のマルクはといったどのようにファイナンスされていたのであろうか。表8で西ドイツの資本収支の動向を見よう。そのうち長期資本収支は79-81年、86年を除いては赤字であり、短期資本収支も82年を除いて

表7・西ドイツの輸出・輸入に占める通貨別構成

輸 出	(%)									
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
ドイツ・マルク	82.5	82.2	83.2	82.6	79.4	79.5	81.5	81.5	79.2	79.2
米ドル	7.2	7.8	6.7	7.0	9.7	9.5	7.7	7.4	8.0	7.5
イギリス・ポンド	1.4	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8	2.0	2.6
円	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
フランス・フラン	2.8	2.3	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	3.2	3.4
その他	6.1	6.1	6.0	6.3	6.2	6.2	6.0	6.3	7.2	6.9
輸 入										
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
ドイツ・マルク	43.0	43.0	44.6	46.1	47.0	47.8	51.7	52.7	52.6	52.6
米ドル	32.3	32.3	31.3	28.8	29.2	28.1	23.1	22.0	21.3	22.3
イギリス・ポンド	3.4	3.7	2.5	2.7	2.4	3.0	2.3	2.5	2.4	2.6
円	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	2.6	2.5	2.5	2.0
フランス・フラン	3.3	3.0	3.4	3.5	3.6	3.8	4.1	3.9	3.6	4.1
その他 a.)	17.0	18.0	18.2	18.9	18.0	15.5	16.2	16.7	17.6	16.4

(注) 1. 数字は概数であるので、合計は100にならない場合がある。

2. a.)はECU建てによる輸入を含む。その割合は毎年の輸入合計額の1%以下である。

(出所) George Tavalas, "On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark", *Essays in International Finance*, No. 181, Mar. 1991, p. 25および *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Nov. 1991, p. 42より作成。

は赤字である。80年代を通して、西ドイツは資本輸出国であったといえる。

対EC資本収支のうち、対EC長期資本収支のデータを表10でみると、86年までは黒字を示していたことがわかる。1986年には、西ドイツからECへの資本の輸出は251億マルク、ECから西ドイツへの資本の輸入は524億マルクであり<sup>26)</sup>、対EC長期資本収支は273億マルクの黒字であった。ところが、翌87年には西ドイツからECへの資本の輸出は333億マルク、輸入は117億マルクで<sup>25)</sup>、対EC長期資本収支は216億マルクの赤字となり、88年にもECへの輸出は479億マルク、輸入は368億マルク<sup>27)</sup>で、対EC長期資本収支は111億マルクの赤字を示している。89年についても対EC長期資本収支は11億マルクの赤字を記録

26) *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte*, Dezember 1988, Reihe 3, S. 30.

27) *Ebenda*, Dezember 1989, Reihe 3, S. 30.

表8 西ドイツ(1979-89)およびドイツ(1990-91)の国際収支 (単位:10億マルク)

	経常収支				資本収支		
	経常収支	貿易収支 <sup>3)</sup>	サービス収支 <sup>4)</sup>	移転収支	資本収支	長期資本収支	短期資本収支
1979	-9,925	+22,429	-11,305	-20,506	+9,438	+12,200	-2,762
1980	-25,125	+8,947	-10,118	-23,466	-404	+5,807	-6,211
1981	-8,026	+27,720	-10,745	-24,817	+5,756	+8,386	-2,630
1982	+12,408	+51,277	-13,720	-25,928	-3,150	-14,156	+11,005
1983	+13,540	+42,089	-6,614	-25,205	-18,435	-6,979	-11,456
1984	+27,940	+53,966	+4,748	-29,723	-37,491	-19,827	-17,663
1985	+48,327	+73,353	+5,402	-29,091	-54,564	-12,865	-41,699
1986	+85,793	+112,619	+1,698	-27,056	-82,551	+33,416	-115,967
1987	+82,462	+117,735	-5,045	-29,107	-38,997	-21,973	-17,024
1988	+88,749	+128,045	-8,501	-31,991	127,589	-86,837	-40,752
1989	+107,619	+134,576	+8,217	-34,040	136,165	-23,251	-112,914
1990 <sup>1)</sup>	+77,431	+105,382	+8,353	-35,632	-94,479	-68,502	-25,976
1991 <sup>2)</sup>	-34,290	+20,756	+1,821	-58,119	+19,148	-27,675	+46,823

(注) 1) 1990年7月より旧東ドイツ地域の取引を含む。

2) 暫定値。

3) 輸出は f. o. b., 輸入は c. i. f. で計算。

4) 航空運賃ならびに輸入額に含まれる保険料は除く。

(出所) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, May 1992, p.75より作成。

表9 西ドイツの対E C貿易収支(1980-89) (単位:10億マルク)

	1980	1981	1982	1983	1984
対E C輸出	155.1	170.1	185.1	189.2	210.4
対E C輸入	146.4	160.7	163.7	172.7	188.7
対E C貿易収支	+10.2	+11.2	+23.3	+18.4	+23.3
1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1)</sup>
232.2	249.0	258.4	288.7	352.7	351.8
205.9	197.8	196.1	206.2	258.7	287.6
+28.0	+53.7	+64.0	+83.9	+94.0	+64.2
					1991
					360.0
					335.2
					+24.8

(注) 1)1990年7月以降は旧東ドイツ地域の取引を含む。

(資料) *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank*, Reihe 3, Juli 1990.

(出所) 1980-88年までのデータ:戸原,加藤編『現代のドイツ経済』(1992年),有斐閣,244ページ。

1989-91年までのデータ: *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, May 1992, p. 78\*

表10 西ドイツの対EC長期資本収支

(+:資本流入/-:資本流出) (単位:10億マルク)

1979	+10.26	1985	+5.18
1980	+1.30	1986	+27.31
1981	+5.19	1987	-21.60
1982	+0.89	1988	-11.01
1983	+10.33	1989	-1.10
1984	+1.45		

(出所) *Statistische Beihfte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank*, Reihe 3 各号より計算して作成。ただし, 1989年のデータは, 三菱銀行『調査』No. 422(1990年6月)7ページによる。

している<sup>28)</sup>。以上のように, 西ドイツは80年代後半にECに対して資本を供給していたのである。

一方, 短期貸付をみると, 西ドイツの銀行の対EC短期貸付は1989年6月末の時点で1403億マルク, 西ドイツの企業と個人の対EC短期貸付は1026億マルクであった<sup>29)</sup>。このような短期貸付が, ECにおいてユーロマルク市場を形成したのである。ユーロマルク市場の発達によって, EC諸通貨当局の域内通貨保有量を運転資金の範囲内に限るというEMSの規定にもかかわらず, 介入に必要とされるマルクの入手が容易になった。西ドイツにとっては, ユーロマルクによる介入は国内流動性を拡張させる恐れはないので, プンデスバンクは80年代末になってマルクがEC域内で準備通貨として使用されることを容認するようになった<sup>30)</sup>。弱い通貨国にとっても, ユーロマルク介入は国内流動性を減少させないというメリットがあった。こうして80年代後半のERMは, ECにおけるユーロマルクの豊富な供給に支えられ安定していたのであった。

しかし, 90年7月のドイツ統一によって, このような構造は変化することになった。表8のように, ドイツの国際収支構造は, 90年代に入り大きな基調転換を示している。経常収支をみると, 89年には史上最高の黒字額を記録した貿易収支が急減したことを反映し, 91年には343億マルクの赤字を記録している。

28) Ebenda.

29) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, October 1989, p.38.

資本収支をみれば、91年には短期資本収支が468億マルクの黒字を示したことを反映し、195億マルクの黒字に転化している。80年代を通して資本輸出国であった西ドイツは、91年には資本輸入国へと転化したのである。このような状況のもとで、今後は当面の間、ECに対するユーロマルク供給は減少してゆくものとみられる。80年代後半のERMの安定を支えたメカニズムはこうして行き詰まり、ERMに内在している非対称性があらわになったのが、92年9月の危機であったとみることができるだろう。(1993.7.8.記)

---

30) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, January 1990, p. 42. また、田中素香『EC統合の展開と欧州再編成』東洋経済新報社、1991年、103ページ。