

羽森 直子著

# 『ドイツの金融システムと金融政策』

(中央経済社, 1998年4月)

相沢 幸悦

1998年5月2日、99年1月から開始される欧州通貨統合への参加国が決定した。じつに11カ国である。思えば長い道のりであった。91年に通貨統合をめざす欧州連合条約が調印され、EUは、21世紀のビジョンにしたがって勇躍して突き進むはずであった。しかし、その後、条約批准の難航、ヨーロッパ経済の低迷、そして、欧州通貨制度の危機など苦難の道を進んできた。

通貨統合に反対するイギリスの論調をうのみにした我が国の一部にわかヨーロッパ専門家は、それ見たことか、通貨統合などという大それたことが実現するはずがない、ヨーロッパは統合どころか、分裂の道をつっ走っていると主張した。しかし、評者は、欧州通貨統合が実現するということについていささかの疑問も抱かなかった。それは、欧州統合は、歴史的必然であるとともに、21世紀にヨーロッパが生き延びていくための壮大なビジョンだからである。

通貨統合の実現によって、ヨーロッパに巨大単一通貨圏が登場する。単一通貨ユーロは、ドルに匹敵する国際基軸通貨となる。将来ビジョンを全く持たない日本の円は、ローカル通貨の地位に甘んじなければならなくなるだろう。

いよいよ、ヨーロッパは大統合に向かって進んでいく。ヨーロッパ研究者にとって、胸がわくわくするような時代が到来した。それに反して、「大日本経済大国」は、21世紀にどのように生きていこうとしているのだろうか。残念ながら、そのビジョンはまったくもちあわせていないように思われる。

こうした、ヨーロッパ大統合への第一歩がまさに始まろうとしている時期に、EU（欧州連合）の中心をなすドイツにおける金融システムと金融政策の分析を行った本書が出版されたことの意義は大きいと言わざるを得ない。

## 本書の特徴と構成

筆者によれば、本書の特徴として、次の点を上げることができるという。

- ① 日本で郵便貯金などの公的金融機関の改革問題が話題になっているおりでもあり、ドイツの庶民金融・公的金融機関について取り上げている。
- ② 世界でも最も独立性の高い銀行であるドイツ連邦銀行と政府との関係についてかなり詳細に言及している。

- ③ 1960年代以降の金融政策運営方式の妥当性について、実証分析による検討を行っている。
- ④ 1990年の東西ドイツの通貨統合を1948年の旧西ドイツの通貨改革との比較という観点からとらえた。
- ⑤ 今後、ドイツの金融政策運営や金融制度にも重大な影響を与えるものと予想されるEUの通貨統合問題にも触れている。

本書の構成は、次のとおりである。

## 目次

### 序文

#### 第1章 ドイツの金融制度

- I ドイツの金融制度の特徴
- II ユニバーサル・バンク制度の内容
- III ユニバーサル・バンク制度を巡る議論
- IV ユニバーサル・バンク制度の長所と短所
- V ユニバーサル・バンク制度と金融政策運営
- VI ドイツの金融制度の課題

#### 第2章 ドイツの金融機関と金融市場

- I 金融機関
- II 庶民金融、公的金融
- III 金融当局
- IV 金融市場

#### 第3章 ドイツの中央銀行組織と独立性

- I ドイツにおける中央銀行の歴史
- II ドイツ連邦銀行の法的形態、任務、組織
- III ドイツ連邦銀行の連邦政府からの独立性
- IV 金融政策運営上のドイツ連邦銀行と連邦政府の対立

#### 第4章 ドイツの金融政策

- I 1960年代における自由流動性準備を指標とする金融政策
- II マネーサプライ重視政策

#### 第5章 ドイツの貨幣需要関数の安定性

- I はじめに
- II 貨幣需要関数
- III 実証結果
- IV 結論

#### 第6章 ドイツの金融自由化

- I 金利自由化
- II 業際問題
- III 金融の国際化
- IV 最近の金融自由化とその限界
- V まとめと今後の展開

#### 第7章 東西ドイツ統一と通貨統合

- I 東西ドイツ統一までの経緯
- II 東西ドイツの通貨統合の実施
- III 通貨統合と金融政策
- IV 1948年の通貨改革との比較

#### 第8章 EU 通貨統合問題

- I EMU (欧州経済通貨同盟) への道
- II EMU の内容
- III EMU の展望

本書の構成をおおよそ、①金融システム、②中央銀行と金融政策、③金融自由化とEUの通貨統合に分けて、以下、その主要な主張の内容をみながら論評してみることにしよう。

### 本書の概要 (1) - 金融システム

ここでは、第1章と第2章が該当する。前者では、ドイツの金融制度上最大の特徴であるユニバーサル・バンク制度を中心にして、同国の金融制度の特徴の分析、その問題点を指摘し、後者では、ドイツの金融機関各グループ、金融当局と短期・長期金融市場の特徴について考察している。

ユニバーサル・バンク制度というのは、銀行

本体ではほとんどの金融業務を営むことができる制度であるが、その業務の内訳をみると預金の受入れ・貸付という銀行業務が中心で、証券業務などは補助的な存在にすぎない。さらに、発行された債券の過半が金融債であることや社債や株式市場が小規模であることから、ドイツのユニバーサル・バンク制度はあくまで間接金融中心の制度であるということができるといえる(6頁)。

これは、ドイツの典型的なユニバーサル・バンクを、商業銀行のうち三大銀行、貯蓄銀行グループの振替中央銀行、信用協同組合グループのドイツ協同組合銀行としてとらえることから導かれる見解である。しかし、利潤追求を行う商業銀行、とりわけドイツ銀行は、近年の国際競争激化の中で投資銀行としての側面を強めていることをもっと強調すべきであろう。商業銀行、貯蓄銀行、信用協同組合の諸グループの業務内容に質的差異があるということがドイツの金融システムを明らかにするうえで重要であると考えるからである。

ユニバーサル・バンク制度をめぐる議論では、筆者は、その問題点として指摘される、利益相反、銀行による企業支配、などを取り上げて、その改善の必要性を認めながらも、制度自体の変更の必要性がないというドイツにおける多数派の意見を踏襲している。それ自体に依存はないが、分業銀行制度を採用している国でも、金融自由化の中でユニバーサル・バンク化への動きが見られることからその正当性が実証された(12頁)と、はたして言うことができるのであろうか。評者は、今までの実証研究で、近年、ドイツ型のユニバーサル・バンク制度に移行した国はないという結論に到達しているからである。

ユニバーサル・バンク制度と金融政策運営という点では、分業銀行に比べるとユニバーサル・バンクは多様な業務を展開しており、資産と負債の期間不対応の程度も範囲も大きいので、ユニバーサル・バンク制度下のほうが、金融政策スタンスの変化や金利の変化に対する銀行の感応度が高く、金融政策の波及効果も大きいという指摘(18頁)は、中央銀行と金融政策について考察するうえで重要なポイントである。

ただし、ユニバーサル・バンクの方が、最低準備率の上昇にともなうコストの上昇を他の業務に転嫁したり、収益によって相殺したりできるので、より高率の最低準備率にも耐えられる(19頁)ということは言えるのであろうか。高率の最低準備率というのは、ドイツ連邦銀行の通貨価値安定の金融政策のための手段のひとつではないのであろうか。

第2章では金融機関と金融市場について取り上げている。その中で、とくに、次の指摘は、傾注に値する。

貯蓄銀行グループを中心とする公的金融機関は、長期的視野に立って資金配分を行っており、ややもすれば短期的な視点によってのみ行動しがちな民間金融機関を補完する役割を果たしている。また、公的金融機関は、民間金融機関に軽視されがちな庶民の小口貯蓄資金を安全、確実な条件で安定的に吸収することに成功してきた。これは、長期資金の安定供給にとって不可欠なことであり公的金融機関は、小口貯蓄資金の吸収という点に関して、民間金融機関に対する牽制者としての意味も含めある一定の役割を果たしてきたという(31頁)。

このような指摘は、日本版ビッグバンが「弱者切り捨て型金融システム」(評者の見解)を有するアメリカのものまねであるのに対して、

庶民を大事にするドイツ型の金融システムの大きな特徴であることを明らかにしている点できわめて重要であろう。

金融市場の検討に関しては、ユニバーサル・バンク制度との関係、とくに、この制度のゆえに本当に証券市場が小さいのか、そうでないのかということを実証的にさらに明らかにすべきであろう。

## 本書の概要(2)－中央銀行と金融政策

ここには、第3章と第4章、そして、第5章が該当する。本書の核心部分であるとともに、ドイツの中央銀行と金融政策について詳細で緻密な分析が行われている。

第3章では、ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行の連邦政府からの独立性とその限界、金融政策運営上、実際に生じたドイツ連邦銀行と政府の間の対立について分析している。第4章では、1960年代以降のドイツ連邦銀行の金融政策運営について分析している。その際、政策運営方式の変更にしたがって、1960年代の自由流動性準備を指標とする時期と、1974年以降のマネーサプライを中間目標とする時期のふたつに分けて、政策運営の妥当性について検討している。第5章では、1974年以降のマネーサプライを中間目標とする時期について、ドイツにおける貨幣需要関数の安定性に関する実証分析を行っている。

ドイツ連邦銀行は、インフレ阻止、すなわち通貨価値擁護の金融政策を行うために、極めて高い独立性が法律で保証されている。しかし、それでも不十分なものである。したがって、金融政策運営上でドイツ連邦銀行と連邦政府の幾

多の対立があったが、本書は、1950年10月のケースから欧州通貨統合をめぐる攻防まで8回のケースを詳細に取り上げている(54-62頁)。

その中で興味深い事例は、ドイツ・マルク切り上げをめぐる攻防で、1961年3月のケースである。概要は、次の通りである。

1950年代末より、ドイツは多額の貿易黒字を計上するようになり、ドイツ・マルク切上げ思惑による投機的短期資金の流入によるインフレ圧力の増大が問題となった。為替レートを安定させるという伝統的公約を盾に、ドイツ連邦銀行はドイツ・マルク切上げに猛然と反対し、国際的圧力を弱めるため、金融緩和を実施した。

まず、1960年11月に、公定歩合が4%に引き下げられ、翌61年1月には最低準備率も3.5%引き下げられた。それでも、海外からの投機的短期資金流入は収まらず、ドイツ連邦銀行は、同年2月に最低準備率を再度引き下げることを計画したが、これはインフレーションを招く恐れがあるとして政府の反感を買うこととなり、政府は非公式に議決の2週間延期を求めた。

ドイツ・マルク切上げによるドイツの国際競争力低下を憂慮していた当時のアデナウアー首相は、当初、ドイツ・マルクの切上げには反対していたが、経済大臣などによる「ドイツ・マルク切上げが、輸入インフレの危険を軽減する」との説得に応じ、1961年3月にドイツ連邦銀行の意向に反してドイツ・マルクの5%切上げを決定した。その結果、消費者は輸入価格の低下による恩恵を受け、他方、輸出業者は苦境に立たされることになったが、貿易黒字は維持されたため、国民にはうまく受け入れられた。

このケースが興味深いのは、他の7回のケースがインフレを阻止するための金融引き締めな

どに関する政府との攻防であるが、このケースは、ドイツ連邦銀行による最低準備率の引き下げがインフレを招く恐れがあるとして政府の抵抗にあったということである。すなわち、中央銀行であっても金融政策の失敗があるとすれば、政府、あるいは議会での金融政策に関する徹底した議論が必要であるという点で、完全な中央銀行の独立性が確保されるのも問題であるということができるかもしれない。評者は、完全な独立性の確保を主張してきたが、この項目を読んで考え方を少し修正しなければならないと思っている。

第4章は、ドイツ連邦銀行の金融政策運営について詳細に分析している。1960年代は、銀行流動性（自由流動性準備）を指標とする時期、1974年以降は、マネーサプライを中間目標とする時期である。

ドイツ連邦銀行は、1950年代以来、金利安定よりも通貨節度を重視する傾向が強く、銀行準備の状況を示す銀行流動性を採用し、市中銀行の与信態度や与信量、マネーサプライを間接的にコントロールしてきた（66-67頁）。その政策手段の中心は、最低準備率と再割引枠操作である。銀行流動性の定義は、時代とともに変化し、1963年までは「非借入れ準備（中央銀行預け金-中央銀行信用）」が用いられ、64年に「自由流動性準備」という概念が新たに導入された。

自由流動性準備は、超過準備、国内短期金融市場証券、再割引枠未使用分である（71頁）。自由流動性準備と銀行信用供与ないしその増分との間に、安定的な正の対応関係が成立するので、これを政策目標として採用した。さらに、この管理を通じて、債券市場の長期金利に変化をもたらし、企業の投資決定にも影響を与えて

きたという（72頁）。

しかし、自由流動性準備だけでは、民間非銀行部門がその対外資産を取り崩して資金を調達するケースや、市中銀行や企業などがユーロ・달러市場をはじめとする海外金融市場で資金を調達するケースを把握できず、この指標と市中銀行の信用供与やマネーサプライと指標の動向が一致しないケースがでてきた。さらに、実物面からも影響を受けており、たとえば、信用需要が拡大すれば、市中銀行は、自由流動性準備の一部を取り崩してでも、それに応じようとするので、自由流動性準備は減少するにもかかわらず、銀行の信用供与が増加するケースも出てきた（76-77頁）。

筆者は、第Ⅰ期（1958年2月-68年12月）、第Ⅱ期（1968年2月-72年12月）、第Ⅲ期（1971年6月-75年12月）と時期区分して、自由流動性準備と銀行信用供与の増分の間に正の対応関係があったかどうか実証分析を行っている。その結果、第Ⅰ期は正の対応関係、第Ⅱ期は負の対応関係、第Ⅲ期にはふたたび正の対応関係を示したが、この第Ⅲ期に、ドイツ連邦銀行は、政策目標としての自由流動性準備に事実上見切りをつけ、市中銀行の与信能力を奪うためにこれを実質的にゼロに近い水準まで圧縮するというドラスチックな金融引き締めを実行したという（78-80頁）。

かくして、ドイツ連邦銀行は、1974年12月に他の先進国に先駆けて、マネーサプライ重視政策を採用した。それは、次のような要因によるものであるという（80-81頁）。

- ① 世界的規模のインフレーション下では、名目金利を中間目標として選択すると、実質金利との乖離が生じてマネーサプライの過剰供給へのバイアスを持ち、一層のイン

フレをもたらす恐れがあった。

- ② 変動為替相場制へ移行直前の時期に、投機的な思惑による海外短期資本の流入によって国内の金融政策が無力化されたという過去の経験から、労働組合や企業はドイツ連邦銀行の物価安定化能力について懐疑的になっており、ドイツ連邦銀行は従来の運営方法では賃金や物価に期待どおりの影響を及ぼすことができなくなった。
- ③ 1973年3月に変動為替相場制に移行して以来、EC共同フロートという通貨スネーク内での介入義務を除いて、金融政策は対外制約から解放された。
- ④ ドイツ連邦銀行は、すでに内部操作変数としてマネーサプライの一概念である中央銀行通貨量 (Zentralbankgeldmenge, Central Bank Money Stock ; CBM) を採用して政策運営を行っており、そのコントロールに対してある程度自信を持っていた。
- ⑤ 財政政策や所得政策は、インフレ抑制に対してそれほど大きな成果を上げることができなかった。
- ⑥ 貨幣の流通速度は中期的に安定していることから、最終目標である物価安定に対してマネーサプライの適切なコントロールが中期的に有効であるとのマネタリスト的認識が、ドイツ連邦銀行内にも生まれてきた。

筆者は、ドイツ連邦銀行の金融政策を詳細に検討し、物価の安定を最終目標とする金融政策がおおむね成功を収めてきた背景として、次のようなドイツの金融制度の特徴があるという指摘をしている点は重要である (98頁)。

- ① インターバンク市場が短期金融市場で圧

倒的に優位であるため、ドイツ連邦銀行の政策指標であるインターバンクレート (コールレート) を通じて、各種金利へ迅速に、かつ同行の意図に沿う形で波及することを容易にしている。

- ② ドイツ連邦銀行の監督下にあり、その政策手段の対象となる金融機関のシェアが高い (1996年の報告機関数に占めるシェアは約95%)。したがって、同行の政策効果が広範に波及しやすい。
- ③ ユニバーサル・バンク制度の下、銀行は資本市場でも重要な地位を占めており、ドイツ連邦銀行の政策効果は、コールレートの変化を通じて比較的迅速に資本市場の長期金利にも波及している。
- ④ ドイツ連邦銀行の高い独立性は、同行の機動的な金融政策を可能にしている。
- ⑤ ドイツでは、1967年にすでに金利の完全自由化が完了しており、アメリカや日本にみられるような1970-80年代の金融自由化や金融革新による貨幣需要関数の不安定化の要因、言い換えるとマネーサプライと最終目標である物価や所得との間の安定的な正の対応関係が不安定化する要因が少なかった。しかし、1980年代後半以降のより広汎な金融自由化の進展により、90年代に入ると変化の兆しが見られるようになってきた。

そして、1990年代以降の金融政策のあり方と方向について、次のように提言している (99頁)。

1990年代に入ると、ドイツ連邦銀行の為替相場を重視する立場が顕著となり、政策金利とM3の動向の関係の変化に伴って政策運営のあり方が変化しており、M3目標値の達成率も低下

している。インフレ圧力も東西ドイツの統一などの影響で強まっており、マネーサプライ重視政策は難しい局面を迎えているように思われる。事実、このままではM3目標値の公表政策は、アナウンス効果のみしか有しないようになる可能性がある。したがって、どのマネーサプライ概念を中間目標として選択するかという議論にとどまらず、マネーサプライに代わるたとえば為替相場などの新たな中間目標の選択や、さらに中間目標を設定すること自体の是非についても検討すべき時期にきていると言えよう。

第5章では、貨幣需要関数の安定性に関する実証分析を行っている。評者には、この章について論評する能力はゼロであるが、この実証分析の結果、著者は、貨幣需要関数が安定的であることが、貨幣量が実物変数に対してあらかじめ予想された一定の影響力を持ち、中央銀行のマネーサプライ・コントロールがマクロ経済政策として有効であるという結論を導き出している。

### 本書の概要(3)－金融自由化とEUの通貨統合

ここには、第6章と第7章、第8章が該当する。第6章では、先進国の中ではもっとも早い1967年に実現した金利の自由化を中心に業際問題、金融の国際化、最近の金融自由化の動向、今後の進展、第7章では、1990年10月の東西ドイツ統一に先立って、同年7月に実施された通貨統合と、48年に行われた旧西ドイツの通貨改革との比較、旧東ドイツの経済復興のための処方箋についての可能性、第8章では、1999年1月から開始予定の欧州通貨統合に関して、これまでの経緯とその内容・タイムテーブル、今後

の展望を考察している。

著者は、ドイツにおいて、1967年という極めて早い時期に金利の完全自由化がなされた要因について詳しく言及している。この金利の完全自由化により利鞘が弾力化して、金融機関は効率的経営を迫られることになった(126頁)。これは、ドイツでその後、銀行間の競争が激化し、弱小金融機関の整理統合が進んだという点で極めて重要な指摘である。

業際問題では、ここでも、間接金融中心のユニバーサル・バンク制度という指摘があるが(130頁)、国際競争、間接金融中心ということも欧州通貨統合の中で変化してきていることを考察することが必要であろう。金融の国際化についてもテーマの限定から、従来の動向を中心に考察しているので、最近のダイナミックな再編を取り上げていない。したがって、ドイツでの自由化にはある程度限界があるということになるのであろう。最近の動向をみれば、必ずしもそのように言うことはできないような気がする。

すなわち、このような分析は、1990年代初頭まではかなり有効であった。しかし、ドイツの金融システムと金融政策の分析ということであれば、1992年の域内市場統合と欧州通貨統合という要因によって、新たな段階での金融自由化が進みつつあることについての言及が必要であろう。もちろん、本書の基本テーマである、金融政策の内在的な分析は十分に行われていることはいうまでもないことであるが。

第7章での分析で重要な指摘は、東西ドイツ統一に先立つ通貨統合で、旧東ドイツ・マルクが政治的要因によって実勢レートとかけ離れて過大評価されたことによって、旧東ドイツ経済が疲弊したといういわば通説を批判している点である。著者は、東西ドイツの通貨統合は、生

産性格差や所得格差の大きい国の間で通貨統合を実施する場合、交換比率がいかなるものであっても、結局は、豊かな国から貧しい国への財政を通じた大規模な所得移転が必要になることを示す好例であると述べている(152頁)。

EUの通貨統合については、伝統的な最適通貨圏理論から通貨統合の妥当性について次のように見ている(182-183頁)。

まず、経済の開放度に関しては、EU各国の名目GDPに占める貿易規模の比率は日本やアメリカに比べて2倍以上高く、十分その条件を満たしていると言える。また、財・サービス、資本に関しては移動性が高い。ところが、労働力の流動性の高さに関しては不十分であり、このままの状況で単一通貨が導入されれば、地域的な失業の発生とそれに伴う社会保障費という社会的コストの増大を招くと考えられる。しかも、通貨統合すなわちEMU(経済通貨同盟)の場合、このような地域格差・所得格差に対処するための経済的な所得移転制度といった財政的枠組みが欠如しており、東西ドイツ統一による財政負担に悩むドイツなど所得水準の高い国々の抵抗が強いため、そういった制度導入のめどもたっていない。したがって、最適通貨圏理論からは、EU全体が最適通貨圏を形成するのは困難であるとの結論が導き出される。

それにもかかわらず、EMUへの道が選択された背景をまとめると次のようになるという。

- ① EMUがもたらす為替リスクの消滅と厳格な財政・金融政策運営によって、所得移転というコストを上回るメリットを享受できると期待されている。
- ② ヨーロッパ各国は、すでに硬直的労働市場や雇用制度が構造問題化して、経済成長の足かせとなっており、EMUという一種

の外圧によってこの問題の解決の糸口を見つきたいと望んでいる。

- ③ もしEMUを実現できない場合、欧州金融・資本市場は壊滅的な打撃を受けると予想される。まず、マルク債利回りへの収斂が進んでいた南欧諸国では、資金の逃避によって長期金利が急上昇し、為替相場は急落するであろう。これは、南欧諸国の利払い負担を増加させることになるため財政収支を圧迫し、同時に輸入インフレを生じさせるであろうから、経済的ファンダメンタルズの収斂にも悪影響を及ぼす。また、ドイツでも急激なマルク高が、輸出不振と景気後退を招くであろう。さらに、株式相場も、EMU期待のプレミアムが失われることにより急落すると予想される。

結局、たとえEMUが理論上無理のあるプロジェクトであっても、ヨーロッパ各国の政府と通貨当局にとって退路は断たれた状況に近いと言えよう。

このように筆者は、諸問題があったとしても、通貨統合が必然的なものであると主張する。やはり、通貨統合は政治的イニシアティブによるものであるという点で正しい見解であると評者は考えている。

通貨統合の経済・金融市場への影響についても言及し、たとえば、金融・資本市場の拡大と深化が進展する(184頁)というが、何故、そのようになるのかということに関する詳しい考察が必要なような気がする。もっとも、評者もその点についてはまだよく分からないのであるが。

## 今後の課題

1992年の域内市場統合と欧州通貨統合によっ

て大金融再編が行われるとともに、ドイツ資本市場でも、「第二次資本市場振興法」「第三次資本市場振興法」の制定、さらに第四次の準備など急速に金融の自由化が進みつつある。やはり、ドイツの金融システムは、通貨統合によって質的に転換していく、すなわち、アングロ・サクソン型の経済・金融システムが導入されていくことになるのであろうか。

評者としては、ドイツは、アングロ・サクソン型のシステムのよいところを導入しながらも、ドイツ独自のシステムを構築していくような気がする。その点での言及が欲しかった。もちろん、本書は、1960年代から90年代初頭を研究のテーマとして設定しているので、そこまで要求するというのは無理があることは承知しているが。

筆者は、現在のドイツの経済・金融システムにとって極めて重要な、EUの通貨統合問題のドイツの金融システム・金融政策運営への影響に関する本格的分析は今後の研究課題であるという。

本書は、従来のドイツの金融システムと金融政策についての研究を新たな段階に引き上げるすぐれた研究業績である。筆者が、EUの通貨統合によってこのドイツのシステムがどのように変わっていくのか、とりわけ、ドイツ連邦銀行型の金融政策が欧州中央銀行に本当に踏襲され、通貨統合参加国が通貨価値安定にもとづく経済成長を実現できるのかということ进行を明らかにするような研究の深化を深く期待するものである。

(長崎大学経済学部教授・当所兼任研究員)