

岩見昭三著

『EU通貨統合とドイツーブンデスバンクのユーロ戦略ー』

(晃洋書房, 平成11年3月)

岩 田 健 治

ドイツが、なぜ世界で最も安定した通貨であるマルクを放棄してまで、EMU（経済・通貨同盟）に積極的に受け入れ、推進するに至ったのか。欧州通貨制度（EMS）やEMUに関心がある者であれば、誰も考えるこの「最も困難な問題」（Overturf）を、政治的決定という次元ではなく、経済的構造の根拠という次元から解明すること、本書の執筆動機はこの一点に尽きるといっても過言ではなからう。

筆者である岩見昭三教授は、現場のプレーヤー、即ちドイツ連銀総裁らのスピーチ等を縦横無尽に活用するという手法をとりながら、「ドイツ政府はもとよりブンデスバンクも、1990年代にドイツ経済の抱える問題点克服のためにEU通貨統合を積極的に支持推進する立場に転換した」（はじめに）ことを明らかにし、通貨政策・貿易・投資の各側面から、その経済構造上の根拠を解明しようとする。

この間の欧州の通貨協力・通貨統合研究の中で、課題とされてきたにもかかわらず、主題として取り上げられることがなかった国別の研究が、本書の刊行をもって本格的にスタートしたといえよう。

I. 本書の内容

本書の構成は以下の通りである。

- 第1章 安定政策と通貨統合
- 第2章 EMS体制の矛盾
- 第3章 反インフレ政策と為替政策
- 第4章 マルク相場と貿易動向
- 第5章 資本市場と通貨統合
- 終章 ユーロ「安定政策」の展望

以下、各章の概要を順次みていくことにしよう。「第1章 安定政策と通貨統合」においては、まず、ドイツ連銀の安定政策が紹介される。それは、国内的な通貨価値の安定という側面と、対外的な通貨価値の安定をいう側面を有する。後者は、名目為替相場の安定ではなく、自国と相手国との間のインフレ率を考慮に入れた実質為替相場の安定に他ならない。筆者によれば、ドイツ連銀の通貨統合に対する立場は「通貨統合と安定政策」、即ち、①通貨統合の実現推進、②ユーロのマルク並みの安定性維持、という「二つの志向」によって特徴付けられる（2-3頁）。この「二つの志向」を、「…その経済構造上の根拠と関連させて考察し、ドイツの経済構

造にもとづいてユーロの将来を検討する…」という問題の設定を行ったうえで、ドイツ連銀が1990年以降に公表した通貨統合に関する諸文書において、「通貨統合と安定政策」という「二つの志向」がどのように現れてきたのが時系列的に紹介される。それによれば、(1) 1990年7月のEMU第1段階開始(資本移動の完全自由化)、92年2月のマーストリヒト条約の調印を経て、92年9月の欧州通貨危機までの期間、ドイツ連銀は、通貨統合よりも安定政策の堅持に重点をおき、自らが通貨統合のメリットを積極的に明らかにしその推進を促すという立場は採らなかった。(2) 92年9月の欧州通貨危機によりこの立場はより一層先鋭化され、「…ブンデスバンクの安定政策重視は頂点に達する」(12頁)。ところが、(3) 95年11月にティートマイヤー総裁が行った「欧州の通貨統合」という演説以降は、両者の関係が逆転し、「…ブンデスバンクの見解として通貨統合のメリットを積極的に評価し、そのようなメリットを有する通貨統合を存続させるためにこそ安定政策の貫徹が重要だと強調され…」(13頁) となるようになり、その立場はその後維持された。こうした転換により「安定政策と通貨統合」という「二つの志向」が矛盾なく説明されるようになったという。

しかし、筆者によれば、それ故にこそ、安定政策が貫徹され得ない場合、通貨統合の積極的効果に疑問符が付きかねず、その場合は「EMS体制維持=通貨統合反対」という立場を採らざるを得なくなると指摘する。

そこで「第2章 EMS体制の矛盾」において、このEMS体制の維持が、客観的に可能であるのかどうかについて、サーベイを行う。もしそれが維持不可能な体制であれば、新しく誕生する単一通貨の安定性を「一定程度犠牲にする危険を

冒してでも現行のEMS体制からの脱却」(18頁)と通貨統合の推進が不可避となる、という論理である。第1節でEMSの仕組みと機能が、その非対称性に関する議論を軸に紹介されたのち、第2節において、1992-93年のEMS危機に対する欧州現地の諸説が順次紹介される。なかでもグラウエは、欧州通貨危機の原因を、「自らの国内的利益のみを優先」した基軸通貨国ドイツの高金利に見いだし、その解決のために基軸通貨国の主導的役割を低下させ、欧州レベルでのマネーストック管理等を導入すべきと主張したが、筆者はこうした議論では「…なぜブンデスバンク自身がフランスとともに通貨統合を熱心に推進しているかが全く不可解」(19頁)と主張する。そこで「EMS体制内部にブンデスバンクないしドイツ経済にとって桎梏となる問題が伏在している」(32頁) はずであるという仮定を設定し、「ドイツが強く主張する安定政策がEMS内で成功を収めれば収めるほど実質マルク相場が上昇し、ドイツにとって通貨統合が不可欠となる。EMSが、その欠陥によってではなく、その成功によって通貨統合を必要とする…」ことを、ヴァルターの議論から読み取る(37頁)。こうして、欧州通貨危機以降のドイツ国内において、実質マルク相場の上昇を阻止することが課題となり、それがEMSからEMUへの飛躍を求めるという論理が浮かび上がってくる。

第3章以下の三つの章は、上述の議論のいわば実証編である。そこでは、物価・貿易・資本市場という三つの側面から、ドイツ連銀が通貨統合を支持する際の積極的な経済的根拠の解明が試みられる。「第3章 反インフレ政策と為替政策」においては、マネーサプライの管理を通じて最終目標である通貨価値の安定を達成しようとするドイツ連銀のマネタリー・ターゲット

イング戦略の理解のために、ドイツにおけるマネーサプライの定義と特色が紹介される。次に第2節では、同戦略が採用された1975年から97年の23年間のうち、実際にマネーサプライの伸び率が目標値圏内に収まったのは8年だけという結果からみて「…十全に成功したとは言いがたい」にもかかわらず、消費者物価上昇率は2%を越えることなく、きわめて安定的に推移している」(43頁)事実を指摘し、実際には「マルク高を基調とするマルク安定策」を、マネーサプライコントロールよりも優先してきたと結論付ける。こうした認識にたつて、1988年7月から98年7月までのドイツ連銀の政策運営が詳細に検討された結果、「1985年のプラザ合意以降95年春までの約10年間、一時的な例外を除きブンデスバンクはマルク高を基調とするマルク安定策を遂行し、これによって消費者物価の抑制を図り実際成功してきた」(69頁)という結論が導き出される。このマルク高を基調とするマルク安定策の有効性はその後も消滅しておらず、こうした立場は、ECBのユーロ政策においても貫徹するだろうとされる。

「第4章 マルク相場と貿易動向」では、前章でみた「マルク高を基調とするマルク安定策」が、ドイツの輸出に抑制的に作用してドイツの経済にマイナスの影響を及ぼす点が示される。まず第1節では、97年と98年に『ドイツ連銀月報』に公表された二つの論文が紹介される。97年1月に公表された「為替相場と外国貿易」では、長期的にマルク高がドイツの輸出にマイナスの影響を及ぼすことが明らかにされ、98年1月の「ドイツの貿易に対する為替相場の影響」という論文では、ドイツの実質マルク相場の上昇がドイツの貿易に与える影響が、先進18カ国通貨全体とEU域内通貨全体とのそれぞれのケー

スで比較分析され、ドイツの全輸出の約60%を占めるEU域内の通貨に対するマルク上昇の影響が大きい、という結果がでている。筆者はこの点をもって、「周辺国からの要求への消極的対応ではなく、ドイツ自体の経済的利益からドイツが通貨統合を積極的に推進していく根拠を明らかにした…」(82頁)とし、その意義を強調する。続く第2節で、為替相場の変動によって影響を受けるドイツの80年代後半以降の貿易構造が詳細に分析されたうえで、第3節では、91年以降のマルク為替相場が、上述のドイツの貿易構造にどのような変化をもたらしたかについて考察が加えられる。それによれば、(1)ドイツ統一直後の91-92年を除けば貿易動向を規定していたのは実質マルク相場であった。(2)それは直接の影響だけでなく、ドイツ内外の景気という媒介環を通じた間接的影響も大きかった。(3)その結果、マルク高局面のみならず、マルク安局面でもドイツの輸出が伸び悩むという事態が生じた(99頁)。

「第5章 資本市場と通貨統合」では、ドイツが金融市場面で通貨統合を積極的に支持する論理を明らかにしている。そこでは先ず「統一ユーロ債券市場においてドイツ国債がベンチマークとしての地位を獲得すれば、金融センター確保と資本市場金利の一層の低下という2点でドイツ資本市場にメリットを与えることになる」点を、「ドイツが自らの利害にもとづいて金融市場面から通貨統合を求める根拠」(104頁)として打ち出す(第1節)。そのうえで第2節では先ず、90年代以降のドイツ国債市場の拡大構造と、流動性の増大をめざした改革(①国債の多様化、②発行方法、③先物市場DTBの創設)に関する紹介と分析をおこない、次にこうした改革を実効あるものにし「長期金利の低下」という通貨

統合のメリットを現実化するために、「信頼できる金融政策」が必要である、というドイツ連銀の主張を紹介する。第3節では、長期金利低下がどのような条件で実現するのかについて、政策面からの検討を加える。はじめに、長期金利を規定する連邦長期債市場において、近年非居住者による保有が増大した結果、非居住者の投資動向がドイツ国内の長期金利の動向に影響を与える構造が出来上がっていることが指摘される。実際、92年9月から94年末まではドル/マルク相場に関する期待による外国人投資家のドイツ国債の売買が長期金利の規定要因であったが、95年以降はインフレの収束という国内要因が重要となった、というドイツ連銀の見解を紹介している。最後に、筆者独自の見解として、95年以降もなお、米国の金融政策、長期金利動向とEU諸国の長期金利動向が密接な連動関係にあることが示され、ユーロ導入後の長期金利動向に関する問題点が指摘される。即ち、ユーロのインフレ期待がかりに収束していても、米国の金融引締め→長期金利上昇→ドイツ国債金利上昇=ユーロ地域各国金利上昇というルートでユーロ域内の金利が上昇する可能性を摘み取るために、ユーロ高政策が採用され、それが今度は輸出に対する影響となって跳ね返ってくるというシナリオが指摘される。

「終章 ユーロ「安定政策」の展望」では、第3-5章における考察を踏まえ、ドイツ連邦銀行がユーロに対して求める安定政策の内容が総合的に展望されている。物価面から見た場合、95年までのマルク高下におけるインフレ抑制の成功の経験から、ユーロ高が志向されようが、しかし95年以降のマルク安の局面においても物価が安定していたことを勘案すれば、ユーロ安も許容される。資本市場面から見た場合、低い長

期金利維持のためにドイツ連銀はユーロに対してインフレ抑制を要求し、物価の安定が維持される限り、ユーロ安も許容される。貿易面から見た場合、実質マルク高もマルク安もドイツの貿易に抑制的影響をもたらすことになる経験から、文字通りのユーロの安定が求められることになる。以上の三つの側面を総合すれば、「物価と対外為替相場の文字通りの安定が、ブンデスバンクがユーロに求める安定政策の内実」になると展望される(136頁)。とはいえ、物価の安定が揺らいだ場合、および米国市場の影響でユーロ域内長期金利が上昇した場合には、ドイツ連銀はユーロ対外価値の上昇を強く要求することになり、上述のユーロ安定の要求と衝突する可能性がある、と指摘して本書を締めくくっている。

II. 本書の意義

本書が何を明らかにしえたのか考えてみよう。なぜ欧州において90年代のこの時期に通貨統合が提起され、かつ実現しえたのか、その全体像の解明は、政治・経済・社会等、多面的な要素についての考察を要する中長期的課題である。通貨の発行・管理という重要な国家主権のEUへの委譲を意味する通貨統合は高度に政治的決定の産物であると割り切ってしまうとそれまでだが、そうした政治家の決定が可能となるためには、種々の経済的根拠が必要であると考えらる点で、恐らく評者は筆者と共通の認識をもつ。

そうした経済的基盤を考える際に、通貨統合によるコストとベネフィットを比較するという方法が通常採用されてきた。ところで、このコスト・ベネフィットを国別に論じるとき、最も多くの困難に直面するのがドイツである。ラテ

ン系諸国のような高インフレ国ではなく、ドイツのような、コアの低インフレ国は、自国の安定通貨を放棄して共通通貨を導入する積極的インセンティブが存在しないことは、夙に欧州の研究者が指摘してきた通りである。しかも、ドイツ連銀は基軸通貨国の中央銀行として、EMS(ERM)諸国内で唯一、独立的金融政策(物価安定政策)を追求できる立場にある。それを放棄する代償は他のコア諸国よりも更に大きい。当然国内各層の反発も大きい。

しかし筆者は、そうしたコストを補って余りある経済的メリットがドイツの側にも存在することを執拗に追求し、明らかにしようとする。その際のキーワードは二つある。一つは「実質マルク高」で、もう一つは「低金利」である。評者流に整理するならば、(1)最終目標としてのマルク安定→(2)輸入インフレ阻止のためのマルク高誘導政策(第3章)→(3)実質マルク高による輸出減退=経済停滞(第4章)→(4)為替相場の非可逆的固定による(3)の可能性排除(第2章)、という論理である。ドイツ連銀は、物価の安定という最終目標に忠実にマルク安定策の追求していくと、「実質マルク高」による輸出減退という問題に逢着するが、通貨統合がそうしたドイツ独自の問題を回避するというメリットを与えてくれるというわけである。さらに資本市場面においても、ユーロ導入による「低金利」の実現がドイツにとっての積極的メリットとして指摘される。このように、ドイツ連邦銀行が通貨統合を積極的に推進する論理を、政治的理由からではなく、経済的根拠から解明している点で、本書のテーマ自体が新しい。とくにわが国では、当該分野に関する最初の主題的研究という意義を持ち、通貨統合論の展開に積極的に寄与するものである。

Ⅲ. 本書の問題点と課題

本書を貫く大きなストーリーについて、2・3疑問点を呈示してみたい。第1に、実質マルク高の評価について疑問が残る。実質マルク相場の上昇が、輸出減退を通じてドイツの景気や経済の成長に悪影響を及ぼすがゆえに、ドイツは通貨統合を積極的に支持するようになった、という筆者の論理自体には賛成である。しかし「実質マルク高」という現象を、どこまで一般化してよいものなのかについては議論の余地がある。筆者は実質マルク高を90年代前半の特殊な状況ではなく、EMSに内在する問題と見ている。それによって、EMSの成功のなかに、その限界(「実質マルク高」によるドイツ経済の停滞という問題)が潜み、ドイツが貿易面で通貨統合を積極的に推進する根拠とする。

まず気になるのは、実質マルク高を対ドルや域外の主要貿易相手国通貨との関係で捉えるべきなのか、対ERM諸通貨で捉えるべきなのか、本書全体で筆者自身のスタンスが一貫していないことである。もし後者であるとするなら、ERMのなかで、マルクの実質為替相場は、ドイツと他のERM諸国との間のインフレ率格差が大きいために割安トレンドで、それを周辺国の為替平価切下げによって調整してきたというのが実相である。対ERM諸通貨で実質マルク高の構造が一時的に形成されたのは、①90年のドイツ統一という外的ショックでドイツのインフレ率が急騰したのに加え、②87年以降のERMの「安定」(平価不変更)下で累積してきた矛盾がスペイン、イタリア、英国等の為替平価切下となって噴出したためである。こうした短期的・偶発的な事態を、通貨統合という長期的・構造的な変

革の論理に援用するのは、無理があるように思われる。

第2に、第5章の資本市場面の分析に関しては、金融センター・ドイツについての主題的考察がない。筆者は、①長期金利の低下（価格面）と、②金融センターとしての地位確保（市場取引面）、をドイツにとってのユーロ導入の積極的意義として指摘するが、実際に分析のメスが入れたのは①のみである。その①に関しても、ユーロ資本市場の出現によって高インフレの周辺国だけでなく、ドイツ自身の長期金利も低下するという議論は釈然としない。確かに90年代後半、ドイツの長期金利は低下トレンドにあったが、それが通貨統合要因（ベンチマークの地位獲得に向けた国債市場の流動性向上）によるものなのか、対外要因やドイツ統一後のインフレの一巡によるものなのか、明確な検証が必要であろう。

また金融センターに関して、ECBのフランクフルト誘致を果たしたドイツは、ユーロが導入された99年以降、債券市場でフランスを破りベンチマークとしての地位を確保したばかりか、短期金融市場において伝統的にロンドンで決定されてきた基準金利の優位を奪い、株式市場ではロンドン証券取引所との取引システムのリンクを行うなど、攻勢に出ている。フランクフルト市場がユーロ域内の金融センターとしての機能を拡充することが、ドイツやドイツ連銀にどのようなメリットをもたらすものなのか、なお総合的に検討されるべき課題と考える。

関連して、ドイツ・マルクの地域的国際通貨化についての指摘が、第5章冒頭に投資通貨との関連で出てくるが、80年代後半にドイツ・マルクが為替媒介通貨および介入・準備通貨という二つの機能をドルから奪い、欧州の地域的国

際通貨となったことは、ドイツ連邦銀行の対EMU戦略にどのような影響を及ぼしたのであるうか。あるいは及ぼさなかったのだろうか。金融センターの問題同様、課題として残されているように思われる。

最後に、「マルクのドイツ連銀」と「ユーロのECB」のアナロジーについて触れておきたい。本書の基本視角はドイツ連邦銀行がマルク放棄＝ユーロ導入を積極的に支持する論理の解明にあった。しかし筆者は本書の各章で、その論理をユーロ導入後のドイツ連邦銀行のユーロ戦略まで敷衍して議論を進めている。しかしながら、第1に、ESCBにおいてドイツ連邦銀行が有する位置は、ECB理事会（意思決定機関）に連銀総裁が他の中央銀行総裁とともに1名、役員会（政策執行機関）の理事に連銀理事1名、に過ぎず限られている。第2に、マルクを管理するドイツ連邦銀行がおかれてきた政策環境とユーロを管理するECBがおかれている政策環境とは、政策対象地域の経済構造の均質性、金融政策の波及構造、対外開放度その他の点で大きく異なる。第3に、対外為替相場政策においても、ドイツ連邦銀行は、対EMS（ERM）固定制と対ドル変動相場制の両睨みであったが、ECBでは後者のみが政策決定の際の指標になる。以上を勘案するなら、両者のアナロジーには相当慎重にならざるを得ない。

EMUの経済的分析は、通貨交換コスト・リスクの消滅などの比較的自明な共通のメリットだけでは説明しきれない多くの要素を含む。特に視点をEUやECBではなく、各国の側に据えた途端に、独仏英三つ大国の利害と、それぞれの大国と利害を共有するベネルクス等小国開放経済、ラテン系諸国、北欧諸国等、国毎・地域毎に異なる利害が複雑に錯綜していることがわかる。

それらを解きほぐして、全体像を解明することは容易なことではない。本書は錯綜する個別国家の利害のうち、最も解明が困難とされてきたドイツという基軸通貨国の側、それもドイツ連邦銀行という政策当局の側に的を絞って、個別分野研究の先鞭を付けた。本書の刊行を契機と

して今後、ドイツの市場参加者の側、フランスや周辺諸国、さらにEMUのコアに位置する小国開放諸経済に視点を置いたEMU研究が続くことを期待したい。

(九州大学 助教授)