

E M S (欧州通貨制度)

——最近の国際金融情勢との関連において——

瀧 口 治

はじめに*

EMS (欧州通貨制度) は、昨年3月13日にスタートし、早くも1年9ヵ月が過ぎようとしているが、EMS 発足後2年以内にEMF (欧州通貨基金) を創設し、既存の超短期、短期、中期の3つの信用供与制度を統合していく計画は、先日の欧州理事会によって延期されることが決定された¹⁾。これまでに昨年9月と11月の2回にわたり EMS 内通貨調整が行われ現在にいたっている。

当初 EMS 内の不明確であった諸点もここにきてかなりはっきりと把握できるようになり、また当面現行の EMS が継続することも確認されたので、本稿において、EMS の主要な点について整理しつつ、国際金融情勢の動向との関連で若干の展望を行なってみたい。

I. EMS の概要

EMS の概要は、1978年7月6、7の両日に開かれた、欧州理事会 (ブレーメン会議) 決議の付属文書、および同年12月4、5日ブリュッセルで開催された欧州理事会決議文書によって知ることができる。それらによれば、基本的には旧スネーク・システムを発展させたものといえるが、とくに全面的変

*本稿は、国際経済学会九州・山口地区第1回大会 (1980年12月6日) における報告を加筆修正したものであり、昭和55年度文部省特定研究経費助成による成果の一部である。

1) 日本経済新聞、1980年12月2日号。

動相場制へ世界が移行した1973年3月以降のスネーク・システムとの対比でいえば、①標準バスケット方式にもとづくECU（欧州通貨単位）の創設、②その結果としての介入方法の改善・多様化、③信用制度の量的・質的拡充、に主要な相違がみられる。以下で、それらの点について検討していこう。

1. ECUの創出とその機能

EMSの第1の特徴は、ECUを創設した点にあるが、このECUは、EC9カ国通貨の一定比率からなる通貨バスケット²⁾によって構成されている。そして、このようなECUには、①為替相場の表示単位、②乖離指標の基準、③介入および信用メカニズム双方の運営上の表示単位、④ECの各通貨当局間における決済手段としての4つの役割が期待されている。①の役割は現行SDRの意味するところと同じである。ECU構成通貨間の市場レートの変動によって、日々の各国通貨のECU建為替相場も変動する。SDRとECUとの違いは、EMS参加国通貨の対ECUセントラル・レートが設定されていること、およびこのセントラル・レートを相互にリンクさせることによって各通貨間の一連の基準レートを導出してパリティ・グリッドを形成している点である。②の役割は、EMSにおいては、旧スネーク時のように各通貨間の為替相場の乖離幅のみを問題にするのではなく、加盟国通貨とECUとの乖離も問題にする、換言すれば、EC通貨間の安定をみる指標として、各通貨のECU（セントラル・レート）に対する変動率を考えるということである。この点に関しては、この介入方法の改善・多様化のところで詳述する。

第3の役割は、従来のEUAの役割と同様であって、EMSの信用制度から加盟国中央銀行が介入資金等を借入れたり、あるいは逆に返済する場合にその金額をECU表示で行なうという意味である。

第4のEC通貨当局間の決済手段としての役割については、まず、決済手段

2) ECUに占める各国通貨のウエイトは、①EMS発足後6ヵ月以内に、②またその後は5年毎に、③もしくはある通貨のウエイトが25%変動した場合には再検討ののち必要な場合には改定される（ブリュッセル会議決議Aの2の3）が、現在のところ改定されていない。

として用いられるためには、ECUの創出が前提となるが、それには現在中央銀行が保有している金とドル準備のそれぞれ20%の預託に対し、FECOM (欧州通貨協力基金) から行われる。その場合、金の評価は最近6ヵ月の市場価格の平均かあるいは同期間の終りから2営業日前のロンドン建値のうちどちらか低い方によって行われるが³⁾ ECUの供給に関しては、当面3ヵ月毎のスワップ取決め形式を繰り返すことになっている。したがって、供給されるECUは、金とドル準備額、金価格、ドル相場およびECUの価値等の変動によって3ヵ月毎に変化することになる。1979年中のECU資産総額の変化については第1表の通りである。

第1表 ECU資産総額の変化

(単位：億SDR)

1979年	第1四半期末	第2四半期末	第3四半期末	第4四半期末
	188	248	310	325

(出所) IMF Survey, June 3, 1980.

2. 介入方法の改善・多様化とその意味

EMSの第2の特徴は、域内為替相場の変動幅を極めて限られた範囲内に維持するための介入方法にある。その1つは、旧スネーク時代と同じもので、いわゆるパリティ・グリッド方式と呼ばれるもので、各通貨間の基準レートの上下2.25% (イタリアについては6%) に介入点を設定するものである⁴⁾

3) 金の評価は、正確には前6ヵ月間におけるロンドンの午前と午後のfixingの平均価格または、当該期間の最終日から2番目の営業日における午前と午後のfixingの平均価格のうち、いずれか低い価格による (第4回大蔵省国際金融局年報, 1980年版, 40ページ)。

4) 第2～第4表は、EMSスタート時と、後に2回生じた通貨調整後のそれぞれの特定通貨に対する各通貨の基準相場と、上下限の相場を示したものである。ここで注意すべきことは、上・下限相場が基準相場に対して±2.25%になっていない点である。それは次の理由による。1時点のA, B2通貨の最大の変動幅が2.25%でかつ、どちらの通貨であっても介入点までの変動幅が等しくなるよう調整されているからである。換言すれば、A通貨がB通貨建相場の±2.25%のところ上下介入点を設定した場合、B通貨にとっては邦貨建相場で変動幅をみることになり、B通貨がA通貨建相場で上下介入点を設定した場合と整合的でなくなるからである。第5表は、これまでのECUセントラルレートの推移を示している。

第2表 EMS 参加諸通貨間の基準相場と上下限相場 1979. 3. 12

	下の通貨 1単位あ たり右の 通貨 (注)	西ドイツ D.M.	フランス F.Fr.	イタリア Lit.	オランダ D.fl.	ベルギー ・ルク センブル グ B.Fr. (I.,Fr.)	デンマー ク D.Kr.	アイルラ ンド I.£.
D.M.	上限 基準 下限		2.3621 2.30950 2.2581	485.576 457.314 430.698	1.10835 1.08370 1.05960	16.0740 15.7164 15.3665	2.8866 2.82237 2.7596	0.269937 0.263932 0.258060
F.Fr.	上限 基準 下限	0.44285 0.432995 0.42335		210.252 198.015 186.490	0.4799 0.469235 0.4583	6.960 6.80512 6.65375	1.24985 1.22207 1.19490	0.116881 0.114281 0.111739
Lit. (1,000)	上限 基準 下限	2.322 2.18668 2.059	5.3620 5.05013 4.7560		2.516 2.36970 2.23175	36.490 34.3668 32.365	6.553 6.17161 5.813	0.612801 0.577136 0.543545
D.fl.	上限 基準 下限	0.94375 0.922767 0.90225	2.1796 2.13113 2.0838	448.075 421.995 397.434		14.8325 14.5026 14.18	2.66365 2.60439 2.54645	0.249089 0.243548 0.238130
B.Fr. (L.Fr.)	上限 基準 下限	0.06508 0.0636277 0.06221	0.150290 0.146948 0.143680	30.8961 29.0979 27.4044	0.070520 0.0689531 0.067420		0.183665 0.179581 0.175585	0.0171755 0.0167934 0.0164198
D.Kr.	上限 基準 下限	0.36235 0.354313 0.34645	0.8369 0.818286 0.8001	172.045 162.033 152.605	0.39270 0.383967 0.375425	5.6950 5.56852 5.4445		0.0956424 0.0935146 0.0914343
I.£.	上限 基準 下限	3.875 3.78886 3.705	8.9495 8.75034 8.5555	1,839.78 1,732.7 1,631.85	4.1995 4.10597 4.0145	60.9020 59.5471 58.2225	10.9365 10.69350 10.4555	
対ECUセント ラル・レート		2.51064	5.79831	1,148.15	2.72077	39.4582	7.08592	0.662638
I E C U 中 各 通 貨		0.828	1.15	109	0.286	3.80	0.217	0.00759
構成通貨ウェ イト (%)		27.3 (33.02)	19.5 (19.89)	14.0 (9.58)	9.0 (10.56)	8.2 (9.58)	3.0 (3.10)	1.5 (1.11)

(注) イタリアは1,000単位当り。

(備考) 1. 英ポンドの1ECUに占める割合は Stg. £ 0.0885で17.5% (13.25%)。

2. ()内は3月1日実勢相場により調整されたウェイト (1979. 3. 19 IMF Survey
による)。

(出所) 国際金融年報 I (1978-1979)

この方式によれば、市場において自国通貨が上限（下限）に達した場合、介入の義務を負うため、介入すべき通貨が明確であり、介入負担が分散するという意味ですぐれているが、反面強い通貨国にのみ起因する要因によって乖離が生じている場合でも固定的相場関係のために弱い通貨が投機圧力にさらされる危険や、国内経済政策変更のタイミングがとりにくいなどの欠点を有している。そのため、対 ECU セントラル・レートの上下に介入点を定める

第3表 EMS 参加諸通貨間の基準相場と上下限相場(1979. 9. 24)

	下の通貨 1単位あ たり右の 通貨	西ドイツ D.M.	フランス F.Fr.	イタリア I.it.	オランダ D.fl.	ベルギー B.Fr.	アイルラ ンド I.£.	デンマー ク D.Kr.
D.M. (2.48557)	上限		2.4093	495.287	1.1305	16.3955	0.27533	3.03090
	基準		2.35568	466.46	1.10537	16.0307	0.26921	2.96348
	下限		2.3033	439.312	1.080775	15.6740	0.26323	2.89760
F.Fr. (5.85522)	上限	0.43415		210.25	0.4799	6.960	0.116881	1.2866
	基準	0.424505		198.015	0.469235	6.80512	0.114281	1.25801
	下限	0.41505		186.490	0.4588	6.65375	0.111739	1.2300
Lit (1,000) (1159.42)	上限	2.276	5.3620		2.5160	36.490	0.612801	6.745
	基準	2.14380	5.05013		2.36970	34.3668	0.577136	6.35312
	下限	2.019	4.7560		2.23175	32.365	0.543545	5.984
D.fl. (2.747478)	上限	0.92525	2.1796	448.074		14.8325	0.249089	2.74195
	基準	0.904673	2.13113	421.995		14.5026	0.243548	2.68098
	下限	0.88455	2.0838	397.434		14.1800	0.238130	2.62140
B.Fr.(L.Fr.) (39.8456)	上限	0.06380	0.150290	30.8961	0.070520		0.0171755	0.189065
	基準	0.06238	0.146948	29.0979	0.0689531		0.0167934	0.184862
	下限	0.06099	0.143680	27.4044	0.067420		0.0164198	0.180750
I.£. (0.669141)	上限	3.799	8.9495	1839.78	4.1995	60.9020		11.2585
	基準	3.71457	8.75034	1732.7	4.10597	59.5471		11.0081
	下限	3.632	8.5555	1631.85	4.0145	58.2225		10.7635
D.Kr. (7.36594)	上限	0.34510	0.8130	167.130	0.381475	5.5325	0.092909	
	基準	0.337441	0.794905	157.403	0.372998	5.40942	0.0908426	
	下限	0.32995	0.7772	148.242	0.364700	5.2890	0.088822	

(注) イタリア・リラは1,000単位当り
太枠内は従来通り
Stg. £ (0.649821)

(出所) 東銀週報 1979. 10. 11

という、いわゆる通貨バスケット方式による介入方法も同時に採用されることになった。この方式によれば、平均的動向からの乖離が大きい通貨国のみが介入すればよいということになるが、そのことは逆に介入の負担が一方にのみしわよせされるとともに、介入が参加国通貨によって行われるので、どの通貨を介入の対象としてよいのかの選択が困難になる。そこで、この利害関係の対立する2つの介入方式を共に導入する妥協案としてベルギーによっ

第4表 EMS 参加諸通貨間の基準相場と上下限相場 1979. 11. 30

	下の通貨 1単位あたり右の 通貨	西ドイツ D.M.	フランス F.Fr.	イタリア Lit.	オランダ D.fl.	ベルギー B.Fr.	アイルランド I.£.	デンマーク D.Kr.
D.M. (2.48208)	上限		2.4093	495.287	1.1305	16.3955	0.27533	3.1826
	基準		2.35568	466.46	1.10537	16.0307	0.26921	3.11165
	下限		2.3033	439.312	1.080775	15.6740	0.26323	3.0423
F.Fr. (5.847)	上限	0.43415		210.25	0.4799	6.960	0.116881	1.35095
	基準	0.424505		198.015	0.469235	6.80512	0.114281	1.32091
	下限	0.41505		186.490	0.4588	6.65375	0.111739	1.2915
Lit. (1157.79)	上限	2.276	5.3620		2.5160	36.490	0.612801	7.0830
	基準	2.14380	5.05013		2.36970	34.3668	0.577136	6.67078
	下限	2.0190	4.7560		2.23175	32.365	0.543545	6.2825
D.fl. (2.74362)	上限	0.92525	2.1796	448.074		14.8325	0.249089	2.8790
	基準	0.904673	2.13113	421.995		14.5026	0.243549	2.81503
	下限	0.88455	2.0838	397.434		14.1800	0.238130	2.75245
B.Fr. (39.7897)	上限	0.06380	0.150290	30.8961	0.070520		0.0171755	0.198520
	基準	0.06238	0.146948	29.0979	0.0689531		0.0167934	0.194105
	下限	0.06099	0.143680	27.4044	0.067420		0.0164198	0.189785
I.£. (0.668201)	上限	3.799	8.9495	1839.78	4.1995	60.9020		11.8214
	基準	3.71457	8.75034	1732.7	4.10597	59.5471		11.5584
	下限	3.632	8.5555	1631.85	4.0145	58.2225		11.3013
D.Kr. (7.72336)	上限	0.3287	0.7743	159.171	0.3633	5.2690	0.0884854	
	基準	0.321373	0.757054	149.907	0.355237	5.15186	0.0865169	
	下限	0.3142	0.7402	141.182	0.34735	5.0375	0.0845922	

(注) イタリア・リラは1,000単位当り。11月30日。D.Kr. 切下げ調整後。

(出所) 東銀月報 1980. 4.

第5表 ECUセントラル・レート推移

	1979年3月12日(a)	9月24日(b)	旧基準比()	11月30日(c)	旧基準比(%)	(%)
D.M.	2.51064	2.48557	+1 %	2.48208	+0.14%	+1.15%
F.Fr	5.79831	5.85522	-0.98	5.84700	+0.14	-0.83
Lit.	1148.15	1159.42	-0.98	1157.79	+0.14	-0.83
D.gl.	2.72077	2.74748	-0.98	2.74362	+0.14	-0.83
B.Fr.	39.4582	39.8456	-0.98	39.7897	+0.14	-0.83
D.Kr.	7.08592	7.36594	-3.95	7.72336	-4.63	-8.25
I.F	0.662638	0.669141	-0.98	0.668201	+0.14	-0.83

(出所) 東銀週報より作成。

て提案されたのが予防的介入方式とも称すべきものである。これは、パリティ・グリッド方式にもとづく介入点に達する前に、(通貨バスケット方式の利用を意味する) 早期警戒指標を導入するというものである。

早期警戒指標というのは、自国通貨表示の ECU の価値がそのセントラルレートより乖離するその程度を問題とするもので、その乖離幅が一定の限度に達したとき警報装置が鳴り、その国は必要な措置の採用を勧告されるというものである。

具体的には、各通貨の ECU に対する最大乖離率 ($2.25\% \times (1 - \text{自国通貨のウエイト})$) を設定し、その 75% を ECU に対する乖離の限度とするというものである⁵⁾。ここで注意すべきは、ECU に対する最大乖離率は各国一律ではな

5) EMS 参加国の個別の最大乖離率及び乖離の限度は第 6 表の通り。

第6表 各国 ECU セントラル・レートからの最大乖離率と乖離の限度

通貨	ECU セントラル・レートからの最大乖離率 (%)	ECU セントラル・レートからの乖離の限度 (%)
ベルギー・ルクセンブルグフラン	2.03	1.52
ドイツ・マルク	1.51	1.13
オランダ・ギルダー	2.01	1.51
デンマーク・クローネ	2.18	1.64
フランス・フラン	1.80	1.35
イタリア・リラ	5.43	4.07
アイルランド・ポンド	2.22	1.67
英・ポンド	-	-

(出所) Peter Coffey, "The European Monetary System—Six Month Later", The Three Banks Review, December 1979, Number 124.

く、ECU に占めるウエイトの大きい国ほど、小さいということである。その理由は、ウエイトの大きい通貨が他の諸通貨に対し動いた場合、その通貨で表示された ECU の価値の変動は、ウエイトの小さい通貨が他の諸通貨に対し動いた場合のその通貨表示での ECU の価値変動の大きさよりも小さい⁶⁾したがって、この不公平を調整するために (1- 自国通貨のウエイト) が乗じられたわけであるが、この (1- 自国通貨のウエイト) は決して恣意的な数値ではないことに注意しなければならない。というのは、ある通貨が他の全ての通貨に対して一律にパリティ・グリッド方式の介入点 (2.25%) に達した時の当該通貨表示の ECU レートの変化率は $2.25\% \times (1 - \text{自国通貨のウエイト})$ になっているからである⁷⁾それが各国通貨の「最大」乖離率と呼ばれる理由はいまや明白である。パリティ・グリッド方式に対し通貨バスケット方式による介入が予防的介入と呼ばれる理由が (1- 自国通貨のウエイト) の方にあるのではなく、75%の方にあることもまた明らかである。パリティ・グリッド方式による介入が始まる前に通貨バスケット方式においては既に警報装置が作動しているわけである。

6) 東銀月報1980年7月号「欧州通貨制度 (EMS) の為替相場メカニズム」によればウエイトが S の通貨が、他の通貨に対して一律に x 変化した時の、その他通貨建の ECU の取引価値は xs 変化し、当該通貨建の ECU の価値は $\left(\frac{1}{1+x} - 1\right)(1-s)$ 変化すると述べられている。これを証明すれば次の通り。

証明

(i) いま I, J 両国間の為替相場において、I 国からみた邦貨建と外貨 (J 貨) 建の為替相場をそれぞれ R_{ji} と R'_{ji} とする。(したがって $R_{ji} \cdot R'_{ji} = 1$)

I 貨建の ECU の基準時と、第 1 期 (I 貨が他のすべての ECU バスケット構成通貨に対し x だけ変化した時) の取引価値をそれぞれ、 ${}_0E_i, {}_1E_i$ とする。

このとき

$${}_1E_j = {}_1E_i \cdot {}_1R'_{ji} = {}_1E_i / {}_1R_{ji} \quad (1)$$

同様に

$${}_0E_j = {}_0E_i \cdot {}_0R'_{ji} = {}_0E_i / {}_0R_{ji} \quad (2)$$

ところで x は

$$x = \frac{{}_1R'_{ji} - {}_0R'_{ji}}{{}_0R'_{ji}} = \left(\frac{1}{{}_1R_{ji}} - \frac{1}{{}_0R_{ji}} \right) / \frac{1}{{}_0R_{ji}} = \frac{{}_0R_{ji}}{{}_1R_{ji}} - 1$$

であるから

$${}_1R_{ji} = \frac{{}_0R_{ji}}{x+1}, \text{ 但し } j \neq i \quad (3)$$

乖離の限度 (早期警報点) に達した場合の措置には

①多様な介入 (自国通貨に対し最も離れた所にある通貨以外の EC 通貨かあるいはドルによる介入) と

②国内金融政策措置

③セントラル・レートの変更

④その他の経済政策措置

が考えられており、適切な措置をとることによってかかる状態を是正する必要が生じる。但し特別な事情によりこうした措置がとられない場合には、他の通貨当局に対し特に「中央銀行間の協調」においてその理由が説明されなければならない、必要とあれば、閣僚理事会を含む適当な共同体機関において協議が行われることになっている。したがって、運営如何によっては、新規に導入された乖離指標は有名無実なものになる可能性が残る。しかし、適切な措置がとられるにせよ、とられないにせよ、パリティ・グリッド方式にもとづく介入時点よりは、基本的にはより早い時点において、対応が求められるということ、さらに場合によっては各国当局者間の協議・協調が行われる

したがって、ECUを構成する I 通貨の単位数を ω_i とすると

$$\begin{aligned} {}_1E_i &= \sum_{j=1}^8 \omega_j {}_1R_{ji} = \sum_{j=1}^8 \omega_j \left(\frac{{}_0R_{ji}}{x+1} \right) + \frac{x}{x+1} \omega_i \quad (\because {}_1R_{ii} = {}_0R_{ii} = 1) \\ &= \frac{1}{x+1} \sum_{j=1}^8 \omega_j {}_0R_{ji} + \frac{x}{x+1} \omega_i \\ &= \frac{1}{1+x} {}_0E_i + \frac{x}{x+1} {}_0E_i S_i \quad (\because \omega_i = {}_0E_i S_i) \\ &= \frac{1}{1+x} {}_0E_i (1+xS_i) \end{aligned} \quad (4)$$

したがって、(1), (2), (3), (4)式より、ウエイト S_i をもつ I 貨が他のすべてのバスケット通貨に対し x だけ変化するとき、その他の通貨建の ECU の取引価値は、

$$\begin{aligned} \frac{{}_1E_j - {}_0E_j}{{}_0E_j} &= \left(\frac{{}_1E_i}{{}_1R_{ji}} - \frac{{}_0E_i}{{}_0R_{ji}} \right) / \frac{{}_0E_i}{{}_0R_{ji}} \\ &= {}_0E_i \left\{ \frac{1+xS}{(1+x){}_1R_{ji}} - \frac{1}{{}_0R_{ji}} \right\} \frac{{}_0R_{ji}}{{}_0E_i} \\ &= \left(\frac{1+xS}{1+x} \cdot \frac{x+1}{{}_0R_{ji}} - \frac{1}{{}_0R_{ji}} \right) {}_0R_{ji} \\ &= xS_i \end{aligned} \quad (5)$$

だけ、変化する。

ということは、各国経済政策の協調の場が制度化されたということの意味するので、ECの統一通貨創出への制度的前進とみることもできる。

3. 信用供与機構

それでは、域内通貨間の安定を維持するための信用制度は、どのようなものであろうか。EMSにおいて考えられている信用制度は、三つの期間別信用供与、すなわち(1)超短期ファイナンス、(2)短期通貨支援、(3)中期金融援助に大別できる。第7表は期間別の各信用制度の拡充を示すものである。

(1) 超短期ファイナンス

EMSにおける介入は原則としてEMS参加国通貨によって行なわれることになっている。現実の介入がどの程度ドルで行なわれているのか、あるいは参加国通貨で行なわれているのかの問題は残るが、後者によって介入が行なわれる場合、EMS参加各国が保有する域内諸通貨はワーキング・バラン

(ii) 当該通貨のECUの取引価値の変動は

$$\begin{aligned} \frac{{}_1E_i - {}_0E_i}{{}_0E_i} &= \frac{1+xS_i}{{}_0E_i} \frac{{}_0E_i - {}_0E_i}{1+x} \\ &= \frac{1+xS_i}{1+x} - 1 \\ &= (1-S_i) \frac{-x}{1+x} \\ &= \left(\frac{1}{1+x} - 1 \right) (1-S_i) \end{aligned} \tag{6}$$

だけ変化する。

7) J国の通貨の、I国通貨に対する外貨建為替相場を R_{ji} とする。

1 ECU中のJ貨の貨幣単位数を ω_j 、 X_1 を基準時のI貨表示のECUのpriceとすると、

$$1 \text{ ECU} = X_1 = \sum_{j \neq i} \omega_j R_{ji} + \omega_i$$

J貨に対しI貨が2.25%切下った時の、1 ECUをI貨表示で X_2 とすると

$$1 \text{ ECU} = X_2 = \sum_{j \neq i} \omega_j (1 + 0.0225) R_{ji} + \omega_i$$

$$\begin{aligned} \therefore X_2 - X_1 &= 0.0225 \sum_{j \neq i} \omega_j R_{ji} \\ &= 0.0225 X_1 - 0.0225 \omega_i \end{aligned}$$

$$\therefore \frac{X_2 - X_1}{X_1} = 0.0225 \left(1 - \frac{\omega_i}{X_1} \right), \text{ ここで } \frac{\omega_i}{X_1} \text{ は I 貨の ECU 中の ウェイト である。}$$

第7表 EMSにおける信用制度の拡充

	超短期ファイナンス		短期通貨支援		中期金融援助			
	改正前	改正後	改正前	改正後	改正前	改正後		
利用可能者	スネーク参加 中央銀行 (西ドイツ ベルギー オランダ ルクセンブルグ デンマーク ノルウェー)	EMS 参加 中央銀行 (西ドイツ フランス イタリア ベルギー オランダ ルクセンブルグ デンマーク アイルランド)	EC 加盟国 中央銀行	同 左	EC 加盟国 政府	同 左		
返済期限	介入月の翌月末	介入月の月末から45日後	3ヶ月後	同 左	2~5年後	同 左		
期限延長	債務国の要請で短期通貨支援の債務枠内で3ヶ月。債権国との合意により更に3ヶ月。	同 左	3ヶ月	最初の延長と同一条件で更に3ヶ月。	延長不可	同 左		
表示単位	EMUA	ECU	EMUA	ECU	EUA	ECU		
利用可能金額 (単位：百万)	} 無制限	} 無制限	債務枠	債権枠	債務枠	債権枠	信用供与限度額	
ベルギー ルクセンブルグ			200	400	580	1,160	400	1,035
デンマーク			90	180	260	520	180	465
西ドイツ			600	1,200	1,740	3,480	1,200	3,105
オランダ			200	400	580	1,160	400	1,035
フランス			600	1,200	1,740	3,480	1,200	3,105
アイルランド			35	70	100	200	70	180
イタリア			400	800	1,160	2,320	800	2,070
イギリス			600	1,200	1,740	3,480	1,200	3,105
その他 (ノルウェー) (無制限)			—	—	—	—	—	—
合計			2,725	5,450	7,900	15,800	5,450 (14,100)	
補足枠			3,000	3,000	8,800	8,800		
総合枠			5,725	8,450	16,700 (14,000)	24,600		

(注) 1. 短期通貨支援の改正後国別割当額は改正前の国別割当額の比率で按分し、端数をまるめた(試算)。

2. ()の数値は EMS 設立決議にある「実際に利用可能は信用額」。

(出所) Compendium of Community Monetary Texts および関連決議、国際金融年報 I (1978-1979)、58ページ、一部修正。

スを除いては保有されていない⁸⁾ので、制度として、かなりの規模の相互信用供与システムを持つ必要がある。EMSにおける上述の制度が起短期ファイナンスのファシリテイであって、参加国の利用可能額は無制限である。この点は旧スネーク時と同様である。介入に伴って発生する債権・債務関係は介入時の ECU レートで FECOM (欧州通貨協力基金) に対する ECU 建債権・債務関係に振替えられる。信用供与期間は旧スネーク時よりも 15 日間延長され、介入月の月末から 45 日後に決済が行なわれなければならない。この返済期限の延長については、旧スネーク時と同じであり、短期通貨支援の債務割り当て枠の範囲内において自動的に 3 ヶ月、さらに債権国の同意を要件として 3 ヶ月延長され、計算上は月始めの介入の場合、約 8.5 ヶ月間信用供与を受けることが可能である。また適用される金利は、各国の公定歩合を ECU に占める各国通貨のウェイトによって加重平均したものを使用する ((2)の短期通貨支援の場合も同金利を適用)。

(2) 短期通貨支援

短期通貨支援が発動されるのは、予期せざる困難や景気循環にもとづいて国際収支が悪化する場合である。第 7 表から明らかなように、債務者割当額と債権者割当額は共に大幅に増額され、各国別割当額総額はそれぞれ 79 億 ECU と 158 億 ECU で、後者は前者の 2 倍になっている。また補足枠も共に 88 億 ECU へと増加され、その結果、全体でそれぞれ 167 億 ECU と 246 億 ECU となっている。債務者補足枠については、従来はどの国も 1 国でこの枠の全額を使用可能であったのに対し、EMS では原則として債務者補足枠の $\frac{1}{2}$ が使用可能となり、債権者補足枠については、債権国の場合その全額について信用の提供を要求されることになっている⁹⁾。他方、返済期限については、従来よりは 3 ヶ月延長が可能となり、合計 9 ヶ月間の利用が可能で、(1)

8) IMF Survey (May 22, 1978) によれば、1977年末のスネーク参加国 (6 ヶ国) の外国為替資産構成においてはドルが圧倒的なシェア (94.7%) を占め、ドイツマルク 1.3%、その他 4.0% を占めるに過ぎないことを示しており、介入時に必要とされる域内通貨を賄うことはできない。

9) 滝沢健三、「ECU はどこまで使用されるか」国際金融 1979年 4 月 15 日号。

と(2)を併用できる場合には最大限 17.5ヵ月間信用を利用できることになる。

(3) 中期金融援助

この制度においても、従来の 54.5 億 ECUA から、141 億 ECU へと約 2.6 倍の増額が行なわれた。但しこの制度においては、各国個別の債権枠は決められているが、個別の債務枠はなく、通常いずれの国も債権枠合計の $\frac{1}{2}$ までにつき引出しが許されており¹⁰⁾ 信用期間は 2～5 年である。

以上、EMS を安定させるために信用制度においては信用供与枠の拡大¹¹⁾ と信用供与期間の延長とがはかられていることをみてきた。

最後に、EMS の安定を達成するために不可欠なものとして、上述した信用制度とは別個に、「EMS に参加する、繁栄の遅れている加盟国の経済を強化するための措置」がとられていることを指摘しておかなければならない。それは、次のような認識による、すなわち、EMS の安定、ひいては統一通貨の創出のためには、基本的には各国の経済政策の接近を実現することがもっとも重要である。しかし、各国の経済政策、各国の経済的パフォーマンスの接近を確保することは容易でなく、そのためには選別されたインフラストラクチャ整備のような共同体のなかで繁栄の遅れている諸国の潜在的経済力を高めるための措置が必要である。

そのような措置として具体的にとられたものが、共同体の諸機関や欧州投資銀行等によるこれら諸国に対する（3%の利子補給付き）借款（5年間にわたり各年 10 億 EUA 以内）である。これは繁栄の遅れている加盟国が為替

10) 滝沢健三，前掲論文。

11) 第 7 表(注)2 の短期通貨支援の「実際に利用可能な信用額」(the effectively available volume of credit) 140 億 ECU の算出については、Michel Lelart の論文、'Le systeme monetaire europeen,' BANQUE, Mai 1979 (p. 566) を引用して、滝沢健三氏が「国際通貨」(新評論, 1980) 100 ページにおいて説明している。また中期金融援助のそれ (110 億 ECU) については、'The European Monetary System,' Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, March 1979, において、この信用制度に参加している大国(西ドイツ、フランス及びイギリス)のうち 1 国のみが援助を求めかつ、この制度の下での規則—通常いずれの国も債権枠合計の $\frac{1}{2}$ までにつき引出しが許される—が適用されない場合の信用額であると説明されている。

相場と介入のメカニズムに効果的かつ完全に参加することを支援するためのEMSの枠組みのなかの措置といえよう!¹²⁾

II. EMSの抱える諸問題

以上われわれはEMSを(1)ECU、(2)介入制度、および(3)信用制度、の三点についてその性格・特徴をみてきた。すなわち一つの通貨金融制度としてのEMSの仕組みについてのみ検討してきた。われわれは、その検討を土台として、つぎに3つの視点からEMSの評価を試みたい。第1は、ECの経済通貨統合という目的を達成するうえでのEMSの果たす役割についての評価であり、第2は、現在の混迷している国際金融状況下において、EMSの出現が、その中心であるECUを通じて、国際通貨としてのドルの役割を一部肩代わりすることができるのかどうかの問題である。第3はEMSの安定—域内通貨相互間の安定—が、ドルとの関係を見捨てて達成されるか否かの問題である。この問題に関しては最近の新しい国際金融情勢の展開—準備資産構成の多様化—の検討を必要とするので節をあらためてみていくことにする。

第1の問題について、EMSに期待されているものは、すでに関税同盟の完成によって、財貨と用益の自由市場が基本的に達成されている段階においては、域内為替相場体系の安定であろう。すでに域内各国の対外取引に占める域内取引の比率が50%を超えているのはよく知られた事実であるし、EC通貨建てによる輸出、輸入取引もかなりの比率で行なわれている!¹³⁾したがって、このような状況においては、域内取引のみならず、ECと密接な経済関係

12) ブリュッセル会議決議B「EMSに参加する、繁栄の遅れている加盟国の経済を強化するための措置」

13) 西ドイツの輸出の80%以上、輸入の40~50%がマルク建てで行われている。'The Deutsche Mark as an international investment currency', Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Nov., 1979.

また西ドイツ、フランス、英国、ベネルックス三国（ベルギー、オランダ、ルクセンブルク）などEC加盟国の多くは、域内貿易の70~90%までドルを使わず、EC加盟国通貨で決済している。日本経済新聞1980年4月23日号。

を有す域外諸国との取引を安定的に拡大していくためには、域内通貨間の安定が基本的に第1に要求されることになる。これを達成するための措置として、EMSの枠組内で考えられているのがすでにみてきたように、介入方法の多様化と、信用供与枠の拡大と信用供与期間の延長であった。

経済通貨統合という一段高い目的を実現するためには、現在存在している各国経済パフォーマンスの差を取り除き、均質化する必要があるが、それを徐々に達成していくために、EMS枠組内における、繁栄の遅れている国々へのインフラストラクチュア整備のための融資制度と、介入と信用供与を通じた各国経済政策の協調とによって当面对処していこうということである。換言すれば、マンデルの「最適通貨圏」形成のための前提となる「生産要素の移動」¹⁴⁾を、有利な融資制度による基盤整備と、各国の経済政策の協調の実績の積み上げとによって、保証しようとしているとみることができよう。

現実にEMS参加国内に経済パフォーマンスの違いが存在していることを認めて、安定を第1としながらも、為替レート調整を認める **Flexibility** が存在すること、通貨バスケット方式（すなわち早期警戒指標）による介入を導入することによって、新規に各国の経済政策協調の場を設けたことなどは、現実的なアプローチとして評価されよう。

第2の問題については、まず ECU が、標準バスケット方式によってその価値が決定されているため、SDR と同じ欠陥をもつ、すなわち、各通貨表示の ECU の価値が安定していても、それは相対的安定であって、インフレに対しては減価するという点を指摘しておかなければならない。現在のところ、ECU の保有は EMS 参加国と英国のみに限定されているので、準備資産としての役割は極めて限定されている。但し、IMF 統計表によれば、金とドルの預託に対して発行された ECU を外国為替項目の中に含め、預託された金とドルとは、金項目と外国為替項目からそれぞれ除外するよう処理している。¹⁵⁾

14) Robert A. Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas," AER, Vol. 51, No. 4 (Sept. 1961).

15) IMF のこのような統計処理によって、1979年3月以降は外貨準備高に占める金の割合等をみる場合、金の割合は過少評価されることになるので注意が必要である。

1979年2月末から3月末のEMS参加7カ国の外国為替保有額の増加と、同年7月にECU制度に参加した英国の6月から7月にかけての同増加とは、共にECUの新規創出によっていることがわかり(第8表)、ECU保有国における準備資産としてのECUの割合はかなり高いということがいえよう。ECU保有国8カ国全体の外国為替保有額に占めるECUの割合の1979年の四半期別推移をみると次第に上昇しており、第4四半期末には38%に達している¹⁶⁾(第9表)。ECUのこの比率が高いのは、主に金の評価がその民間市場価格に関連した価格で行なわれているためであり、次第にその比率が上昇した理由は、第1四半期から第2四半期については、金の預託が3月末に大体完了していた¹⁷⁾のに対し、若干の国においてドルの預託が4月に延期されたことによる¹⁸⁾第3四半期の上昇はイギリスが7月にECU保有に参加したことと、金の市場価格が上昇したこと(この要因は第4四半期にも妥当する)による。

かくして、ECにおけるECUの準備資産としての役割は、現行のECU創

16) ECU保有国別のECUの比率は、第1四半期以外は資料不足のためえられない。

17) 第8表の1979年3月末の(c)金預託推定値が、①各国別の1979年2月末の金保有量の20%に相当していること、および②その合計額がFECOMの同期の全保有量とほとんど一致していること、さらに③第8表注2)の4月のオランダによる不足金預託分の預託による金預託推定値がFECOMの第2四半期の金保有量に一層近似していること、④FECOMの金保有額(SDR表示)のオリジナル資料が端数をまらめていると考えられる、等々を考慮すれば、金の預託はほとんど3月末に完了していたと判断できる。

18) IMF Survey, June 3, 1980 参照。

資料不足により、各国のドル預託が、いつ、どれだけ行なわれたかは不明確である。しかし、①1979年3月のECU保有額が242.05億ドルであること、②上記注17)により金の預託はほぼ完了していること、③1979年3月30日付 Agafi 紙に掲載されたフランス中央銀行の週間金融統計(東銀週報1979年5月3日号参照)から計算すると、金の評価価格は金1オンス当り約223ドルであり、従って総預託金のドル表示額は、約180億ドルとなること、④その結果、計算上ドル預託額は約62(=242.05-180)億ドルとなり、⑤この金額と1979年2月末のEC7カ国の総外国為替保有約717億ドルのうち90%がドルとした場合のドル預託額129億ドルとは大幅な乖離があり、さらに⑥2月末から3月下旬にかけ、特に上記7カ国の外貨準備が急減したという事実も認められない、ことなどからEMS参加国は3月12日から10営業日以内にFECOMとのスワップを終了させることになっているけれども、実際には、ドルの預託は少なくとも3月中には完全には行われなかったと指摘できる。

第8表 ECU創出に伴なう金預託推定とECUの外国為替保有額中に占める大きさ

国名	金保有量 (百万オンス)		預託されたとと思われる (c) 推定値(百万オンス)	外国為替保有残高 (億ドル)			ECU (e) 1979年3月末% ^⑥
	(a) 1979年2月末	(b) 1979年3月末		1979年2月末	(d) 1979年3月末	増減	
ベルギー	42.59	34.07	8.52(20.0)	26.63	45.39	18.76	23.97(52.8)
デンマーク	1.98	1.58	.40(20.0)	35.44	39.44	4.00	1.58(4.0)
フランス	101.99	81.59	20.40(20.0)	89.93	138.91	48.98	63.43(45.7)
西ドイツ	118.64	94.91	23.73(20.0)	384.62	426.49	41.87	68.22(16.0)
イタリア	83.12	66.50	16.62(20.0)	113.94	154.35	40.41	57.08(37.0)
オランダ	54.78	44.01	10.77(19.7)	41.32	65.68	24.36	25.45(38.7)
アイルランド	.47	.38	.09(19.1)	24.96	22.83	-2.13	2.32(10.2)
合計	403.57	323.04	80.53(19.95) ^④	716.84	893.09	176.25	242.05(27.1)
イギリス	22.88	18.38	4.50(19.66)	168.90	191.55	22.65	37.00(19.3)

(注) ① ()内は $\frac{(c)}{(a)} \times 100$ なお、(a)、(b)間の金保有量の変化がすべてECU創出のための金預託によっているかは資料不足で断定できないうが、ここではそのように取扱っている。

② オランダの同年4月末の金保有量は43.82百万オンスとなり、3月と4月にかけて金の預託を行なったと推定される。その結果、預託されたたと推定される総金額は80.72百万オンスとなる。

③ アイルランドの金保有量は同年3月から6月末まで38万オンスで変化せず、7月末に35万オンスに減少している。したがって遅くとも7月末までに金の預託は完了していると推測される。

④ 注②によって4月末合計は80.72百万オンスとなり、 $\frac{(c)}{(a)} \times 100$ は4月末でEMS参加7ヶ国 (ルクセンブルグとベルギーあわせて1国として) で20%になっている。

⑤ イギリスは7月にECUを保有した。イギリスの同年8月末、9月末の金保有量はそれぞれ18.34百万オンスに減少しており、この間に金預託を完了したと検測される。

⑥ ()内は $\frac{(e)}{(a)} \times 100$ 。

(出所) 1979年2月末の資料については、International Financial Statistics (以下IFS), Aug, 1979 より作成。

その他の資料については、主にIFS, July 1980, とその他のIFS より作成。

第9表 ECU保有8ヶ国全体の外国為替保有額中に占めるECUの割合の推移
(単位：億SDR，期末)

	I	II	III	IV
(a)ECU資産総額	188	248	310	325
(b)EC8ヶ国全体の外国為替保有総額	694	826	866	856
ECU資産の比率 ($\frac{a}{b} \times 100$)	27.1	30.0	35.8	38.8

(出所) IFS, July 1980 より作成。

第10表 FECOMの金保有と金市場価格の推移 期末

1979年四半期末	I	II	III	IV
金1オンス=SDR35で評価した額(百万SDR)	2825	2825	2985	2985
金重量表示(百万オンス)	80.71	80.71	85.29	85.29
金の市場価格(1オンス当りドル価格)	240.10	277.50	397.25	512.00

(資料) IFS July 1980, より作成。

出方法が踏襲されるならば、金価格の上昇、金とドルの保有の増大とによって、次第に高まっていくことであろう、またEMS参加国が増大しても同じことがいえよう¹⁹⁾

EC各国のECU保有分のIFS方式にもとづく対外準備資産への繰入れは、当然の結果として対外準備資産に占めるECUの比率を高め、ドルのそれを低めることになる。しかし、このドルの比率低下それ自体はなんら実質的意味をもたない。というのは、EC内における対外準備資産中のドルの比率が低下したからといってそのことはEC各国のドル保有そのものの停止あるいは

19) ギリシャが1981年1月1日よりEC10番目の加盟国になることが決まっており、加盟後5年間の経過期間の後に、EMSに参加することがギリシャのKontogeorgis EC担当相によって表明されている(東銀週報1979年4月19日号)。

はドル保有の削減を意味しないからである。むしろ、ドルとの関係で重要なのは、FECOM に預託されたドルが三ヶ月の SWAP 期間中、FECOM に凍結されるのかどうかということである。もし凍結されるのであれば、四半期毎の SWAP が繰返される限りにおいて、それは、目下 IMF において検討されている代替勘定案以上に米国にとって有利な、国際通貨としてのドルの負担の軽減を意味する。もし凍結を意味せず、FECOM を通じて預託されたドルが運用されるのであれば、それは、EC 各国の通貨当局を通じるか FECOM を通じるかの違いがあるだけで、FECOM への預託は特にドルの安定にプラスの影響を与えるものではない²⁰⁾ 実際には後者の方法がとられ、ドルの運用益は従来どおり各国に帰属するよう運営されていることが明らかになっている²¹⁾

次に介入通貨としてのドルとの関係で問題となるのが ECU の決済手段としての役割である。パリティ・グリッド方式による介入にしる、通貨バスケット方式による介入にしる EC 諸国の通貨で介入した場合、超短期ファイナンスを受けた後に債務返済期限が到来すれば、短期および中期信用への切換え部分は別にして、残余は決済しなければならない。この場合、債務国としては(1)保有する債権国通貨でまず決済し、しかる後に(2)ECU で決済するが、債権国は(1)の支払い後の債務の $\frac{1}{2}$ 以上を ECU によって支払われる場合には $\frac{1}{2}$ を超えた部分については ECU の受取りを拒否できることになっている。最後に債権国通貨と ECU とによる支払い後の未決済部分については、(3)対外準備資産 (SDR 建準備—SDR 保有額+ IMF ポジション—とそれ以外の準備資産—但し金を除く—)の構成割合に応じて決済することになっている。

既に述べたように EC 諸国の域内通貨の相互保有はワーキング・バランスに限られているので債権国通貨による支払いは極めて少なく、対外準備資産

20) IMF Survey (June 3, 1980) によれば、FECOM に預託されたドルについては、米国に対する外国通貨当局の請求権から除外している。しかし、EC 各国と FECOM との取引が SWAP 形式であることに重点を置けば、預託されたドルの所有権は EC 各国が持っているのであるから、上記ドルの IMF の取扱いについては問題が残る。

21) 第4回大蔵省国際金融局年報、1980年、40ページ。

もその大部分がドルで占められているので、EC 諸国の通貨介入の場合にも ECU による決済は高高 50%ということになり、ドル決済が実質的にかなり高い比率でなお残ることになる²²⁾ ECU による決済比率を高めるためには債権国が、ECU 受取りを拒否できない比率を高くすることが必要であるが、ECU による決済そのものが、債権国による信用供与の性格を持ち、しかも特定国が常態として債権国のポジションにとどまると予想される状態においてはその比率を高くすることは困難であると予想される。しかも債務国にとっても ECU による決済には EC 諸国の公定歩合に各国通貨の ECU におけるウェイトを乗じたものを加重平均した金利の支払いをしなければならないので、必ずしも ECU を使用するとはかぎらない。ということはドル介入にかわる EC 通貨による介入そのものがその意味を失うこともあるということになり、EC 通貨による介入が行なわれない場合には ECU の決済手段としての役割も、また各種信用供与システムもその存在意義を失うことになる。ECU の決済手段としての機能が高まらないと、ECU を通じた間接的な金の決済機能の回復もまた実現しないことになる²³⁾ 金・ドルと ECU 創出とを結ぶ SWAP 方式は、四半期毎に金市場価格の変動と ECU 創出額とを関係づけるという点は評価できるが、逆に ECU の永続性に影響を与え、また預託された金とドルの所有権は依然として各国が保持しているということは、各国の金融主権の EC レベルへの譲渡の困難さ、通貨統合達成の困難さを示して余りある。

これまでみてきたことから明らかなことは、EMS は、ECU によって国際通貨としてのドルの役割を大幅に削減しようとしているものでなく、むしろ、EC のおかれている現実をよく見きわめた上で、EC の経済通貨統合達成に向けて、現在採りうる現実的な制度として EMS を出現させたといえよう。

22) 滝沢健三、前掲論文。

同 「国際通貨」、第3章、新評論、1980年。

23) 新しい協定下では、金の直接的な決済手段としての使用は、債務国と債権国の中央銀行間で金価格について合意が成立すれば可能である。

Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, March, 1979.

III. EMS の安定とドル

——準備資産構成の多様化の動きとの関連において——

最後にわれわれは「現実的アプローチの所産としての EMS」という認識の下に、EMS の安定は、ドルとの関係を見捨てて達成されるのかどうかという第 3 の問題について、最近の国際金融情勢を踏まえつつ、検討してみる。

(1) 外国通貨当局による外貨準備資産構成の多様化の動き

1970 年代における国際金融の局面での大きな変化は 2 つあった。第 1 は 71 年 8 月のニクソンによる金・ドル交換停止とその後の一連の通貨変動を経て 73 年 3 月に全面的変動相場制の採用という戦後の国際通貨制度の基本的枠組の中心であった固定為替相場制の崩壊である。第 2 は、73 年 10 月に起きた OPEC による石油価格の大幅引上げとその後の石油価格引上げ政策の継続である。この結果、それまで存在していた国際的資金フローのパターン（先進工業国グループの貿易を通じた大幅黒字を資本取引を通じて低開発国グループに還流させる）が完全に変化して、低開発国グループの中の産油国グループの経常収支の黒字を先進国、低開発国を問わず石油輸入国グループの経常収支の赤字を産油国との資本取引を通じてファイナンスするという、産油国グループから石油輸入国への資金フローというパターンになった。しかも、この基本的パターンの中で、産油国のいわゆるオイル・ダラーの資産運用の対象となりうる金融資産や投資物件を比較的豊富に供給できる先進国グループのオイルダラー還流策がスムーズであったのに対し、非産油低開発国グループのそれは困難を極め、経常収支の不調もあって累積債務が増大しており、一部の国々においては債務不履行の危険を生じさせている。

この二つの大きな変化を背景にして、1977 年半ばから 1978 年 10 月末にかけてのドルの一般的下落過程において、各国通貨当局がその外貨準備の価値下落のリスクを分散するために、あるいは外貨建対外債務の為替リスクのヘッジのために、外貨準備構成を多様化する傾向が強まってきた。さらに、昨年 11 月の在イラン・アメリカ大使館員人質事件に対するアメリカの在米

イラン資産凍結はアラブ産油国のドル中心の資産運用政策に影響を与え、その外貨準備構成多様化の傾向を強めさせる要因の一つになったといえよう。

しかし、外国通貨当局によるこの多様化がどのようなものか、換言すれば、いわゆる強い通貨といわれてきたドイツ・マルク、スイス・フラン、日本円等の国際的保有が実際にどの程度進んでいるかは統計資料に欠けるため、なかなか明白にならず、資産多様化の全体像を把握するまでにはいかない。ただ、この多様化の動向を推測するうえで、いくつかの資料が存在するので、以下それらについて検討してみよう。

第11表は、ヨーロッパ、カナダ、日本の商業銀行に保有されている確認された限りの各国の公的通貨構成を示している。この資料は公的預金のうち確認されたものに限られており、アメリカの銀行における公的預金についてカバーしていないし、世界の通貨当局による外国為替準備のうち約35%前後を占める部分についての通貨構成の推移をみているだけなのでこれだけをもって全体的な通貨構成の推移を代表するというわけにはいかないが、少なくともドイツ・マルクについてはかなりの規模で保有されてきていると指摘できよう。

さらにドイツ・マルクの準備通貨化を示すものとしては、 Bundesbank の1979年11月の月報におけるいくつかの表が利用できる²⁴⁾

第12表は、そのうちの1つで、外国通貨当局のドイツ・マルク建資産に関するものである。それによれば、

- ① 西ドイツ国内のマルク建資産が1976年以降急増し、78年末には198億マルクになっている。
- ② ユーロ市場におけるマルク建資産が307億マルクになっている。
- ③ その結果、外国通貨当局の外国為替準備総額(西ドイツ保有分を除く)に占めるマルクの割合は、78年末に11.3%(SDR建準備資産のSDR保有分とIMFポジションを含めると10.3%)に達し74年末の7.6%から

24) 'The Deutsche Mark as an international investment currency', Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Nov., 1979.

第11表 商業銀行^(a)における公的預金^(b)の通貨構成推移 (残高 単位: 億ドル)

年 末	1976年	1977年	1978年	1979年
ドイツ・マルク	472 (72.2) (25.1)	530 (67.4) (22.8)	528 (59.1) (19.7)	733 (59.2) (22.9)
ドイツ・マルク	93 (14.2) (5.0)	142 (18.1) (6.1)	199 (22.2) (7.4)	275 (22.2) (8.6)
スイス・フラン	41 (6.3) (2.2)	45 (5.7) (1.9)	52 (5.8) (1.9)	66 (5.3) (2.1)
日 本 ・ 円	17 ^(c) (1.1) (0.4)	18 ^(d) (2.3) (0.8)	49 ^(d) (5.5) (1.8)	51 ^(a) (4.1) (1.6)
英 ・ ポ ン ド	15 (2.3) (0.8)	19 (2.4) (0.8)	19 (2.1) (0.7)	34 (2.8) (1.1)
そ の 他	26 (3.9) (1.4)	32 (4.1) (1.4)	47 (5.3) (1.7)	79 (6.4) (2.5)
米ドルを除く通貨合計	182 (27.8) (9.7)	256 (32.6) (11.0)	366 (40.9) (13.6)	505 (40.8) (15.8)
小 計	654 (100.0) (34.8)	786 (100.0) (33.8)	894 (100.0) (33.3)	1238 (100.0) (38.6)
世界の外国為替準備	1877	2327	2686	3205

(注) 二段目、三段目の()内はそれぞれ小計と世界の外国為替準備に対する比率(%)。

(a) ベルギー、ルクセンブルグ、フランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリス、カナダ、日本における銀行(在アメリカ銀行、米銀オフショア支店を含まない)。

1977年以降はオーストリア、デンマーク、アイルランドを含む。

(b) 確認された公的預金(各国市場およびユーロ市場)。

(c) 推計を含む。

(d) 在スイス銀行預金を除く。

(出所) 東銀週報(1980年10月16日号)とIFSより作成。

第12表 外国通貨当局のドイツ・マルク建資産

年末	西ドイツ国内 におけるマルク 建資産 ⁽¹⁾	ユーロ市場に おけるマルク 建資産 ⁽²⁾	マルク建資産総額		外国通貨当局 の外貨準備総 計	外国通貨当局 の外貨準備総 計に占めるマ ルク比率
	10億マルク	10億マルク	10億マルク	10億S D R	10億S D R	%
1974	7.1	16.7	23.8	8.1	106.7	7.6
1975	7.7	20.0 ⁽³⁾	27.7	9.0	117.5	7.7
1976	11.5	19.7	31.2	11.4	137.8	8.3
1977	14.6	25.2 ⁽³⁾	39.8	15.6	174.9	8.9
1978	19.8	30.7	50.5	21.2	188.3	11.3

(注) (1) IMF Annual Report 1979.

(2) BIS Eurocurrency market statistics (マルク建外債への投資を除く)。

(3) 報告機関の変更により時系列的に連続しない。

(出所) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, "Die D-Mark als internationale-Anlagewährung", November 1979. 東銀週報 1980. 2. 14.

かなり上昇している，ことがわかる。

しかし，ここで注意すべきことは，第13表から明らかのように各国中央銀行のポートフォリオにおいて

- ① マルクはドルについて第2に重要な通貨ではあるが，ドルに比較して準備資産としての意味合いは相対的に小さい。
- ② ドルの主要な準備資産としての地位に大きな変化はなく，なお圧倒的な割合（約80%）を占めている。
- ③ マルクと英ポンドの公的通貨当局の外国為替準備に占める地位が76年以降逆転するという形でマルクの準備資産化を進展したことがわかる。

また76ヶ国の各国中央銀行の外貨準備の構成に関するIMF調査は，国によって興味ある違いがあることを明らかにしている（第14表参照）。

それによると，全体ではマルクの保有比率は70年末の2.1%から77年4月末の6.9%であるが，本国通貨をSDRやその他通貨バスケットにリンクさせている諸国では，77年末にはマルクの保有比率はすでに17%に達してお

り、ドルにリンクしている国においてさえ8%強に達している。このような準備資産多様化の動きは、発展途上国の中央銀行と小工業国の中央銀行において、より進んでいるが、それは巨額のマルク建債務のカバー、あるいはスネークに対する為替相場のリンクといったことが決定的役割を果たしていると思われる。

このIMF調査で指摘されているもう一つの重要な事実は、主要工業国がその外国為替準備を依然としてほぼ全面的にドルで保有しており、そのこと

第13表 公的保有外貨の構成

(単位：10億ドル)

	1974年末	1975年末	1976年末	1977年末	1978年末
①対アメリカ 公的債権	76.8 (49.7)	80.7 (50.3)	92.0 (49.5)	126.1 (51.9)	156.6 (54.4)
対イギリス 公的債権	10.2 (6.6)	7.5 (4.7)	3.7 (2.0)	4.0 (1.7)	3.5 (1.2)
対西ドイツ 公的債権	2.9 (1.9)	2.9 (1.8)	4.9 (2.6)	6.9 (2.8)	10.8 (3.8)
対フランス 公的債権	1.3 (0.8)	1.3 (0.8)	1.0 (0.5)	1.0 (0.4)	2.0 (0.7)
その他	3.8 (2.5)	4.7 (2.9)	6.3 (3.4)	7.2 (3.0)	9.9 (3.4)
②ユーロ・グラ-	38.9 (25.2)	44.5 (27.8)	53.0 (28.5)	65.1 (26.8)	62.1 (21.6)
③その他 ユーロ通貨	7.1 (4.6)	8.4 (5.2)	8.8 (4.7)	14.8 (6.1)	19.2 (6.7)
対世銀債権 および統計誤差	13.6 (8.8)	10.3 (6.4)	15.9 (8.6)	17.6 (7.2)	23.7 (8.2)
④外貨準備 総額	154.6	160.3	185.7	243.1	287.7
(①+②)/④	(74.9)	(78.1)	(78.0)	78.7	(76.0)
②/(②+③)	(84.6)	(84.1)	(85.8)	(81.5)	(76.4)

(出所) IMF Annual Report, 1979 より作成。

第14表 為替相場別の外国為替資産構成(%)

	ド ル		英ポンド		ドイツマルク		そ の 他	
	1970	1977	1970	1977	1970	1977	1970	1977
単独フロート(11)	90.2	84.6	2.0	1.1	3.2	4.9	4.6	9.4
ス ネ ー ク(6)	91.7	94.7	0.1	0.0	0.3	1.3	7.9	4.0
ドル・リンク(27)	83.3	82.5	9.1	1.2	0.9	8.2	6.7	8.1
英ポンド・リンク(4)	17.2	44.6	72.4	15.7	0.2	21.9	10.1	17.8
バスケットリンク (21)	45.5	55.6	37.7	3.5	3.2	17.1	13.6	23.8
全体69ヶ国	81.4	81.2	9.2	1.48	1.9	6.86	7.5	10.46

(出所) (1) 1976年央における各国の為替相場制度による分類。

(2) IMF Survey, May 22, 1978 より作成。

が上述の準備資産多様化の動きを相殺し、結果として世界の外国為替準備に占めるドルの比率の安定化(70年末, 77年4月末ともに81%)に貢献していることである。

ブンデスバンクの同月報によれば、1972年以降 EC 諸国の中央銀行間には、これら諸国の通貨建の準備はそれぞれの国の中央銀行の明確な許可がない限り、比較的小額の限度内で決済準備のためにだけ保有を認めるとの合意があり、そのことが EC 諸国グループのマルクの保有比率を低めている点が指摘されている。

(2) 自国通貨の準備資産化に対する西ドイツとスイスの対応

上記月報によると西ドイツは、今日選好されている代替的諸通貨はドルの基軸通貨としての自然な機能を肩代りできないし、国際資本移動によって自国の経済政策が大きな制約を受けることなく、世界全体に対してその外貨準備に十分な安全性、収益性および流動性を提供できるのはアメリカのみという認識をもっている。

その根拠としては

- ① アメリカには自給自足的な経済圏としての経済力・金融市場が存在しているのに対し、西ドイツはそうではなく、金融・資本市場の規模が限られている。そのため、外貨準備のドルからマルクへのシフト、またそ

の逆のシフトは、これが大規模に行われると、為替相場の大きな変動要因になる。

- ② 代替準備通貨としてのマルクへの投資の動きが進めば、マルクがインフレ格差以上に急速に上昇し、それによって引き起こされる国内経済構造の変化を容認せざるをえなくなる。
- ③ ②を阻止しようとするれば、ブンデスバンクは為替市場に介入してドルを買上げねばならず、これは国内通貨量のインフレ的膨脹の危険につながる。
- ④ 外国通貨当局保有のマルク資金の運用が国外（ユーロマルク市場）で行われる場合、この資金は西ドイツ金融機関の海外子会社等を通じて西ドイツ国内（外）に流入（出）し、西ドイツの国際収支、為替相場に影響し、インフレ（デフレ）圧力になる²⁵⁾
- ⑤ マルクの準備資産化、さらに準備資産の多様化が一層進んだ結果としての複数準備通貨の「システム」は準備通貨間の選択を生じさせ、極めて不安定な構造となり、恒常的な為替相場の変動と国際流動性の無秩序な増加の危険にさらすことになる。

25) ブンデスバンクの同月報によれば、その作用経路は次のようである。

①資本流入のケース：マルク・レートが上昇し、切上げ投機が生じている場合、ユーロ・マルク資産の価格が上昇し、金利が下落する。この結果、ユーロ市場と西ドイツ市場の金利関係が変化すると、これを均衡させるように資本が西ドイツに流入し、西ドイツ居住者が非居住者に望むようなマルク建資産を提供していることになる。この資本の動きはマルク相場と国際収支の変動を一層大きくする。

②資本流出のケース：①と逆のマルク・レートの動きが生じている場合、非居住者（外国通貨当局を含む）が西ドイツ銀行の海外子会社におけるマルク資産を大幅にとりくずした場合には西ドイツの親銀行はケースによっては、その子会社に資金を供給既ち資本輸出をせざるをえなくなり、これはマルク・レートを押し下げ、国際収支を悪化させることになる。

また、カール・オットー・ペール・ブンデスバンク総裁は、特に②のケースは、特定の準備通貨が下落傾向になった場合、特に顕著になる点を指摘して、80年はじめの2ヵ月未満の間に、ブンデスバンクは、その外貨準備の半を失ない、資本流出した。これは經常収支が赤字の状態の下で生じたもので、国内金融状況に影響を与えたと述べている（Euromoney, 1980年10月号）。

- ⑥ 準備通貨の発行国はその準備役割により「造幣特権の利益」を得るといわれるが、これは経常取引および（または）資本取引の赤字を低金利の準備資産の発行によって決済済みとすることができる場合にのみあてはまるにすぎず、西ドイツの場合にはあてはまらない。その理由は
- (イ) マルクで保有されている資産には通常相当の実質金利が付されており、ただの資金ではない。
 - (ロ) これまでの外国中央銀行によるマルク準備の増加分は大部分ブンデスバンクのドル準備となって現われており、この国富の重要部分の実質収益は事実上ゼロである。結局マルクの準備通貨化は、資産多様化をはかる諸機関に対し、ドル資産の為替相場リスクを代償なしに肩代りしてきたことになり、外国に対する「富の移転」が行われたことを意味する。
 - (ハ) 経常収支等の悪化により、為替相場が下落傾向にあると注25)の(ロ)のケースのようにマルクは非準備通貨となる、からである。

結局、膨大な流動的ドル残高からみて、以上のような攪乱的影響には西ドイツは耐えられない、というのがブンデスバンクの立場である。

一方、スイス通貨当局も、西ドイツ・マルクにつぐスイス・フランの準備通貨化に対して、西ドイツ当局と同様好ましくないという立場で様々の資本取引・為替管理規制を行ってきたが、昨年8月末の世銀のスイス・フラン建募債の発行認可を契機として、スイス・フランの国際化に対する方針転換がみられる。当時のスイス国立銀行の声明、その後の一連の通貨当局者達の発言を整理すれば、「スイス・フランの国際的使用に制限を設けることは現実には不可能であり、今後はスイス・フランの国際的使用状況を常に把握していくことに努め」、「制限・管理された範囲でのスイス・フランの外国中央銀行による保有を認めていき」、「スイス・フランの管理された国際化」に進んでいくというものである。

具体的には、昨年10月の第1回外国中央銀行向けスイス・フラン建世銀私募債の取引に際して、外国中央銀行・通貨当局は為替市場を通さずに、スイス国立銀行との直接取引によって、ドルを対価にスイス・フランを調達し、

その資金でもって世銀債を購入し、その世銀債の処分にあたっては、スイス国立銀行の了承を条件としかつその売却先は外国中央銀行・通貨当局に限定し、最終的にはスイス国立銀行の管理下におくというものであった。スイス国立銀行のこの方針転換の理由としては、自国通貨の国際化は基本的には望ましくないが、

- ① 発展途上国の負っている外貨建対外債務の為替リスクのヘッジ、
- ② 産油国の巨額のポートフォリオの価値の維持、

といった観点からのスイス・フラン建資産取得の要求は理解できるものであるからとされている。²⁶⁾

換言すれば、これら諸国の要求に応じなければ結局は為替市場を通じて、要求を貫徹されることになるので、それならば自国の経済と為替相場を安定しつつ、通貨当局の管理下に所望資産を供給する方が better であるということであろう。

(3) EMS の安定とドルとの関係

外貨準備構成の多様化の動きは、日本円資産保有の増加の中にもみいだすことができる。日本においても昨年来より外資の株式投資や公社債投資が活発になり、今春からは特にサウジアラビアによる国債保有が巨額にのぼっている。本年11月初めにはサウジアラビア中央銀行サイドからわが国の政府保証付きの円建て外債を私募方式で大量購入したいと要望してきていることが明らかにされた²⁷⁾ また、クウェートなどの産油国では余剰資金の円資産への運用比率7.5~10%を一気に15%まで引き上げ、しかもそれらは長期投資であるということが明らかにされている²⁸⁾

これらの事実は今年末には3500億ドルに達するといわれるストックとしてのオイル・マネーのダイバーシフィケーションが産油国にとっても極めて切実な問題であることを如実に示している。

26) 東銀週報、1980年2月14日号、同10月16日号参照。

27) 日本経済新聞 1980年11月1日号。

28) 同上 1980年10月9日号。

特にこれまでにみた外国通貨当局の外貨準備構成の多様化と EMS との関係を考えれば次のようである。

巨額の資金を保有する産油国を含む外国通貨当局がその資産構成の無秩序なダイバーシフィケーションの一環として、西ドイツ・マルクの保有（その準備資産化）を進めれば、マルクの対ドル・レート的大幅な変動を惹起する。この外部からのインパクトに対し、EC 内部において各国の経済パフォーマンスの違いが存在することを考えれば、EMS 参加国の ECU セントラル・レートの調整が求められよう。しかし、EC の共通農産物価格制度の抱える MCA（国境調整金）問題をこの域内通貨調整がさらに困難なものにする。MCA 問題が EMS の発足を遅らせた主要な原因であったことを考えれば域内通貨調整もそう安易に行なわれにくい事情が存在する²⁹⁾

このような理由から、少なくとも対ドル・レートの安定は、当面 EMS の安定にとって欠くことのできない要因であるといえることができる。したがって、外国通貨当局の外貨準備構成の多様化の動きの結果として、ドイツ・マルクの準備通貨化が、先述した西ドイツ通貨当局のそれに反対するいくつかの理

29) この点については紙数の制限もあり詳述できないが、ここで簡略に EMS における通貨調整と EC 農業との関連とを考えてみると次のようである。

- ① MCA が、EC 予算で運営される欧州農業指導保証基金との間で受払いされるため、同予算上、順次負担が増大し、こうした農業共同市場を維持していくためのコストは EC 予算の約 $\frac{2}{3}$ を占める。このため相対的に農業生産の比率の低い国は不利となる。
- ② EMS における通貨調整が生じた場合、「緑の為替相場」の調整は遅れがちで、新 MCA が設けられることになる。しかし、1979年3月7日の EC 農相理事会において、既存 MCA の段階的撤廃と同時に EMS 発足後2年以内に設けられた MCA は、2 農業年度の間縮小していく方向で「緑の為替相場」を調整する、という合意が成立している。このため、「緑の為替相場」の調整が行われると、MCA が解消されるかわりに、切上げ国農民の所得の減少と、切下べ国の国内農産物価格の上昇という問題を生じさせる
- ③ 切上げ国農民の所得の減少を、MCA によらず、ECU 建共通農産物価格の引上げによって阻止しようとするれば、もともと北部欧州地域の国際価格より割高な農産物価格を基準として設定された価格をさらに押し上げることになり、過剰生産や、そのファイナンス問題、低生産性の農業の継続、域内農業保護に対する国際的批判といった問題をさらに強めることになり、EMS の発足を遅延された問題が通貨調整を通じて再び表面化してくることになる。(東銀週報 1979年1月29日、2月1日、5月10日、5月31日各号参照)

由によって通貨当局による積極的な対応なしに無秩序に進展していくことは避けることが望ましいことになる。

最近では、従来自国通貨の準備通貨化に対し消極的姿勢をとってきた通貨当局がややその姿勢を変化させてきている。西ドイツのランシュタイン大蔵次官は本年10月1日、ワシントンで開かれたIMF・世銀総会後の記者会見において、「ドイツ・マルクの準備通貨としての役割を受入れる」旨言明したとつたえられている³⁰⁾ この西ドイツ通貨当局の姿勢の変化は上述した文脈との関連でとらえる必要がある。今後西ドイツ通貨当局がどのような形でドイツ・マルクの準備通貨化に対応していくかが注目されるが、それは、単に外国通貨当局の準備資産の多様化の要望にどのようにこたえるかといった問題にとって重要であるというだけでなく、EMSの将来を左右する一つの基本的な要因となるからである。

終りに

以上われわれは、通貨制度としてのEMSという観点から、その評価を試みた。EMSの包括的で公平な評価は、EMS設立までの通貨同盟計画の歴史的考察が必要であろうし³¹⁾ さらには、EC経済の今日までの形成過程の分析が必要不可欠であろう。また第2次協定改正後の新たなIMF制度との関連も検討すべき論点である。そういう意味では、残された課題の大きさに比し本稿での分析は極めて限定されたものといわざるをえない。

—1980. 12—

30) 東銀週報 1980年10月16日号。

31) 通貨同盟計画の歴史的考察を行なっているものには次の論文がある。

島崎久弥、「ヨーロッパにおける通貨協力の歴史的考察(上)・(下)」, 東銀月報, 1979年2月, 3月各号。

田中素香、「EC経済・通貨同盟計画の形成過程上・下」, 下関市立大学論集第23巻第3号(1980年3月), 第24巻第1号(1980年7月)