

ドイツブンデスバンクの「安定政策」

—1988年以降の展開—

岩 見 昭 三

目 次

- はじめに——問題の所在
- I 「安定政策」の理念と論争
 - 1 「安定政策」の理念
 - 2 「安定政策」論争
- II 金融引き締め政策と、マネーサプライ、物価
 - 1 目標値としてのM3
 - 2 時期別考察
 - (1) 1988年7月—89年7月
 - (2) 1989年8月—90年末
 - (3) 1991年初頭—92年9月
- III 金融緩和政策への転換
 - 1 EMSの混乱
 - 2 金融緩和政策の限界
- IV 結 論

はじめに——問題の所在

1988年7月から始まるドイツブンデスバンクの政策金利(公定歩合、ロンバート金利)の引き上げは、92年9月のEMS(欧州通貨制度)の混乱まで約4年間続いた。しかし、後半期には、この金利引き締め政策は、景気回復を阻害する「高金利政策」として国内外からの批判を浴びることになる。

「高金利政策」自体は、92年9月からの政策金利の段階的引き下げの開始によって消滅に向かう。金利緩和へのこの転換は、一見すると、ブンデスバンクが物価安定重視から景気回復へ金融政策の主要目標を転換し、上述の国内外からの批判に十分応えたかのように見える。実際、92年以降M3の伸び率はほぼ恒常的に目標値を越え、インフレ不安を助長させている。

しかし、ブンデスバンクによれば、92年9月以前、以降のいずれの時期においても金融政策の主要目標は変わらない。それは通貨価値の安定であり、この安定を志向する「安定政策」(Stabilitätspolitik)の堅持という基本姿勢は不変である、と92年9月以降も『月報』等ではしばしば表明されている。

とすれば、第一に、金融緩和へと政策方向を転換させた状況で、どのような政策手段で通貨価値の安定を図ろうとしたのか、換言すれば、92年9月以降での「安定政策」の堅持の表明は、

たんなる抽象的な努力目標ではなく、具体的な政策手段の内実を伴ったものであったのか、第二に、そうした状況で「安定政策」の目標内容自体が質的に転換しなかったか、第三に、さらにより根本的な問題として、92年9月以前の金融引き締め期においても、通貨価値の安定とりわけマネーサプライ・コントロールはブンデスバンクの意図通りに成功していたのか、第四に、その成功が不十分だとしたら、そこでの問題が金融緩和期にどのように持ち越されるに至ったか、を解明しなければならない。

これらの問題の解明が本稿の課題であり、88—92年の金融引き締め期における金融政策の現実的成果を、マネーサプライ・コントロールの視角を中心にして分析し、そこでの問題が92年以降の金融緩和期にどのような形態で現象しているかを追跡し、最後に、ドイツの金融政策が現在（94年9月）直面している問題状況を明らかにする、という考察方法をとる。

I. 「安定政策」の理念と論争

1. 「安定政策」の理念

ドイツブンデスバンクは、各国中央銀行のなかでもとりわけ通貨価値の安定を重視する「通貨の番人」として有名であるが、ブンデスバンクによれば、「このことは総合的な経済関係から完全に切り離して通貨価値の安定だけを金融政策の唯一の指針とする、というように解釈してはならない⁽¹⁾」。すなわち、通貨価値の安定と他の政策目標（景気、雇用等）達成とは排他的ではなく、「長期的に見た場合、通貨価値の安定こそが市場経済の円滑な機能にとって重要な前提であり、また、経済の発展と高い雇用水準の前提となっている⁽²⁾」として、通貨価値の安定が、他のすべての政策目標達成のための基礎として位置づけられている。

通貨価値の安定は、国内的な通貨価値の安定と対外的なそれとの二つの側面を有する。ブンデスバンクによれば、国内的な通貨価値の安定は「一般的に物価の安定と同じ意味と解釈され⁽³⁾」、解釈上の問題はない。これに対して、対外的な通貨価値の安定は、対外的な「購買力の安定⁽³⁾」と定義され、「為替相場の動きはマルクの他国通貨に対する購買力平価基準⁽³⁾に対応」するから、購買力を安定させるために為替相場を調整することが通貨価値安定の具体的政策手段となる。例えば、「外国のインフレが激しい場合、対外的な通貨価値の安定の要請により、マルクを切り上げる⁽⁴⁾」ことになる。このように、二つの通貨価値の安定を購買力の安定と定義した場合、物価安定という究極目標をめざす点では同じとなり、「国内的な通貨価値の安定と対外的な通貨価値の安定は同じ目的の異なった側面⁽³⁾」になる。

(1) Die Deutsche Bundesbank, *Die Deutsche Bundesbank—Geldpolitische Aufgaben und Instrumente—*, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, 1989, S. 9. (葛見雅之, 石川紀訳 『ドイツ連邦銀行——金融政策上の課題と政策手段——』学陽書房, 1992年, 23ページ)

(2) *ibid.*, S. 9. (邦訳, 24ページ)

(3) *ibid.*, S. 11. (邦訳, 26ページ)

(4) *ibid.*, SS. 11-12. (邦訳, 26ページ)

たしかに、マルクの対外価値の安定は、輸入物価の安定を通じて国内物価全体の安定に寄与するから、このかぎりではブンデスバンクが主張するように国内価値の安定と矛盾しない。しかし、為替相場の影響は輸入物価だけにとどまらない。例えば、為替相場と対外資本移動は相互に密接な依存関係にあるため、為替相場の動向が国内金利に影響するケースが考えられる。為替相場の上昇による資本流入の結果国内金利が低下するならば、対外価値の上昇、安定は、マネーサプライ増大に抑制的に作用しない。したがって、通貨の国内価値の安定と対外価値の安定とは必ずしも整合的ではないのであるが、実は、後述するように、本稿が対象とする時期のドイツの金融政策はこの問題に直面することになる。

2. 「安定政策」論争

ブンデスバンクの「安定政策」は、1980年代末以降「高金利政策」として国内外からの批判にさらされるが、それ以前には好意的評価が多くみられた。その典型が、F. Giavazzi, M. Pagano らによって主張された「信認輸入仮説 (imported credibility hypothesis)」である⁽⁵⁾。すなわち、ERM (為替相場機構) 加盟各国は、ブンデスバンクが「安定政策」を遂行すれば、対マルク平価維持のためという外部的強制を名目として反インフレ政策を国内的抵抗を回避しながら貫徹できる、実際、加盟各国のインフレ率は低位収れんし、ERM内の平価変更も減少した、として、「安定政策」のEC規模での拡大をむしろ歓迎する論調が支配していた。

この「信認輸入仮説」に異論がなかったわけではない。しかし、ドイツによってEMS加盟各国の経済政策が支配されているかどうかという視角から問題が提起され、ドイツによるEMSの一方的支配を否定し両者の相互依存関係を強調する実証的研究がJürgen von Hagen らによって対置された⁽⁶⁾。つまり、ブンデスバンクの「安定政策」をさらに擁護する立場から、この「信認輸入仮説」が「ドイツ支配仮説 (German dominance hypothesis)」として批判されたわけである⁽⁷⁾。

しかし、90年代に入りヨーロッパの景気後退が明らかになるにつれて、この「安定政策」をヨーロッパの景気回復を遅らせる「高金利政策」として批判する論調がEC各国でますます高まってくる。92年9月のEMSの混乱を契機にしてブンデスバンクは緩和政策へ転じるのであ

(5) F. Giavazzi, M. Pagano, "The Advantage of Tying one's Hand," *European Economic Review*, No. 32, 1988. この「信認輸入仮説」を検討した邦文文献は、上川孝夫「EC通貨統合と国際通貨システム」『エコノミア』第42巻3・4号, 1992年3月, 伊豆久「EMSとドイツ連邦銀行の金融政策」『証券経済』第180号, 1992年6月を参照されたい。

(6) M. Fratianni, J. von Hagen, "Asymmetries and realignments in the EMS", in P. De Grauwe, L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, Longman, 1990, —, "German dominance in the EMS: evidence from interest rates" *Journal of International Money and Finance*, No. 9, 1990.

(7) EMSとブンデスバンクの金融政策の関連をめぐる一連の論争については、D. Cobham, "European Monetary Integration: A Survey of Recent Literature", *Journal of Common Market Studies*, Vol. XXIX, No. 4, June 1991, 藤田誠一「EMSにおける非対称性」『国民経済雑誌』第166巻2号, 1992年を参照されたい。

るが、統一特需の反動が現れてドイツでも不況が深化するに及び、景気回復のための一層の金融緩和を要求する声がドイツ内部からも生じ現在に至っている。例えば、Wolfgang Flic は、公定歩合とロンバート金利の段階的引き下げ過程にある93年9月時点においてさえ、「この持続的な景気後退下では、利用できるまだ残っている経済的自由度を利用すること……が必要である。それは金融政策である。したがって、明確な金融緩和つまりブンデスバンクの公定歩合の大幅な引き下げが不可避である⁽⁸⁾」と、一層の金利引き下げを要求している。

ブンデスバンクは、これらの一層の金利引き下げ要求をマネーサプライの急増を建前として斥け、慎重な金融緩和政策を続けている。しかし、マネーサプライM3が91年末以降（93年初頭の一時期を除いて）ほぼ恒常的に目標値を越え続け、94年に入りその乖離幅が一層拡大するにつれて、ブンデスバンク批判は、マネーサプライコントロールそれ自体に向けられるようになる。前述の W. Flic は、「インフレ率と長期金利は通貨量増大の原因となるが、逆に、M3の増加率は全般的な物価上昇を規定しない⁽⁹⁾」として、物価上昇抑制という政策目標自体に対してマネーサプライ・コントロールは有効でないと批判する。さらに、「信認輸入仮説」を「ドイツ支配仮説」だと批判し、ブンデスバンクの「安定政策」を積極的に擁護していた Jürgen von Hagen でさえ、「ブンデスバンクは、通貨量のなかで、いわゆるベースマネーのみ、つまり現金流通と普通銀行の準備のみを直接コントロールできる⁽¹⁰⁾」にすぎないから、通貨量増大目標値を現行のM3からM1へ変更せよ、と批判するに至る。

このような批判、提言の妥当性を検討するには、まず、ブンデスバンクが採った政策手段と実際のマネーサプライの動向を時系列的に対比検証しておくことが必要であり、本稿での以下の考察もこの点に限定される⁽¹¹⁾。

II. 金融引き締め政策と、マネーサプライ、物価

1. 目標値としてのM3

ブンデスバンクは、1975年以降毎年通貨量増大の目標値を定め、公表している。この前提には、「通貨量と物価水準の間に密接な関連性がある⁽¹²⁾」という認識があり、そのためブンデスバ

(8) W. Flic, "Bundesbank, Konjunktur und EWS", *Wirtschaftsdienst*, Jg. 73, September 1993, S. 467.

(9) W. Flic, "Die Bundesbank zwischen Geldmengenorientierung und Zinsverantwortung," *Wirtschaftsdienst*, Jg. 74, Juni 1994, S. 284.

(10) Jürgen von Hagen, "Geldmengensteuerung: verbessern statt aufgeben!", *ibid.*, S. 287. 同様の主張は、Jürgen von Hagen, "Monetary union, monetary demand, and monetary supply", *European Economic Review*, No. 37. 1993. においてもなされている。

(11) ブンデスバンクの最近の「安定政策」に関する邦文文献としては、本稿と立場を異にするが、田中素香「EMSの危機とドイツ統一」（飯田裕康、川波洋一編『現代信用論の基本問題』有斐閣、1994年6月所収）と相沢幸悦「国際通貨ドイツ・マルクの成立とドイツ連邦銀行の金融政策」『証券研究』第110巻、1994年8月がある。

(12) Die Deutsche Bundesbank, *ibid.*, S. 86. (邦訳、102～103ページ。ただし、Bankschuldversch-

ドイツブンデスバンクの「安定政策」

ンクは「物価安定化政策に最も適した中間目標として通貨量を選ぶ⁽¹²⁾」ことになる。

通貨量は、さらに、以下のように、M1、M2、M3と中央銀行通貨量（Zentralbank-geldmenge）に区分される⁽¹²⁾。

M1 = 流通現金と国内の非金融機関が金融機関に対してもっている一覧払預金

M2 = M1に国内の非金融機関がもっている4年未満の定期預金を加えたもの

M3 = M2に国内の非金融機関がもっている法定解約告知期間付貯蓄預金を加えたもの

中央銀行通貨量 = 非金融機関の保有する流通現金に、銀行の国内債務（最低準備義務のある金融債を除く）に一定の準備率を乗じて算出した所要準備額を加えたもの

このうち、M1は、金利に対する弾力性が高いから、「中央銀行の金融市場における金利政策が経済全体の支出フローに及ぼす影響よりも大きな変動を示すという傾向⁽¹³⁾」があり、「経済の中での実際の流動性の状況に比べ、少なくなったり多くなったりする⁽¹³⁾」欠陥を有する。M2は、短期金利の急上昇期に、短期貯蓄預金からのシフトのため急増し、「引き締め効果を過小に示す傾向があり、金融政策が目指す方向と逆方向に動くことがある⁽¹⁴⁾」。

したがって、金融政策の方針が読み取れ、通貨供給量の増加とマクロ経済的な支出の動きの関連が認められるという点から、M3と中央銀行通貨量が適切な指標とされ、アナウンスメント効果及び迅速なデータの利用可能性のために1975年から中央銀行通貨量が目標値として利用されてきた。しかし、流通現金のウェイトが非常に高まった結果、金利と為替レートの変化に敏感に反応しすぎ、長期的な通貨量の増加トレンドと乖離することが多くなり、1988年からは量的金融政策の運営目標はM3に変更され、現在に至っている⁽¹⁵⁾。

ブンデスバンクは、このM3の動向を、一方で個々の金融資産別に、他方で供給増減要因別に毎月報告している。この供給増減要因は、日銀で「信用面の対応」として公表しているものとほぼ共通しており、信用の増加と金融機関のネットの対外資産増がその増加要因とされる。ここで、「国内源からの金融機関における貨幣資本形成（Geldkapitalbildung bei den Kreditinstituten aus inländischen Quellen）」が減少要因として分類されていることは注目値する。これには、M3以外の金融資産（満期4年以上の定期預金、協定解約告知期間付貯蓄預金、貯蓄債券、金融債）が含まれ、この総額をさきの信用増加と金融機関のネットの対外資産増の和から差し引いたものがM3の中核となる。これからさらに政府預金と「その他」を差し引いて、M3は、供給面からは、〔国内非金融機関向け銀行信用＋金融機関のネットの対外資産－国内源からの金融機関における貨幣資本形成－政府預金－その他〕と定義される。した

レreibungen は、金融債と訳しかえた。）

(13) *ibid.*, S. 88. (邦訳105ページ。)

(14) *ibid.*, S. 89. (邦訳107ページ。)

(15) ブンデスバンクの金融政策手段の詳細な解説は、注(1)の基本文献の他に、邦文文献は相沢幸悦「ドイツ連邦銀行の独立性と金融政策」（西村閑也、林直嗣編著『現代世界の金融政策』日本経済評論社、1993年5月所収）を参照されたい。

がって、「貨幣資本形成」の部分M3が過小評価され、その結果、M3と貸出動向との乖離が拡大することに注意しておかねばならない。⁽¹⁶⁾

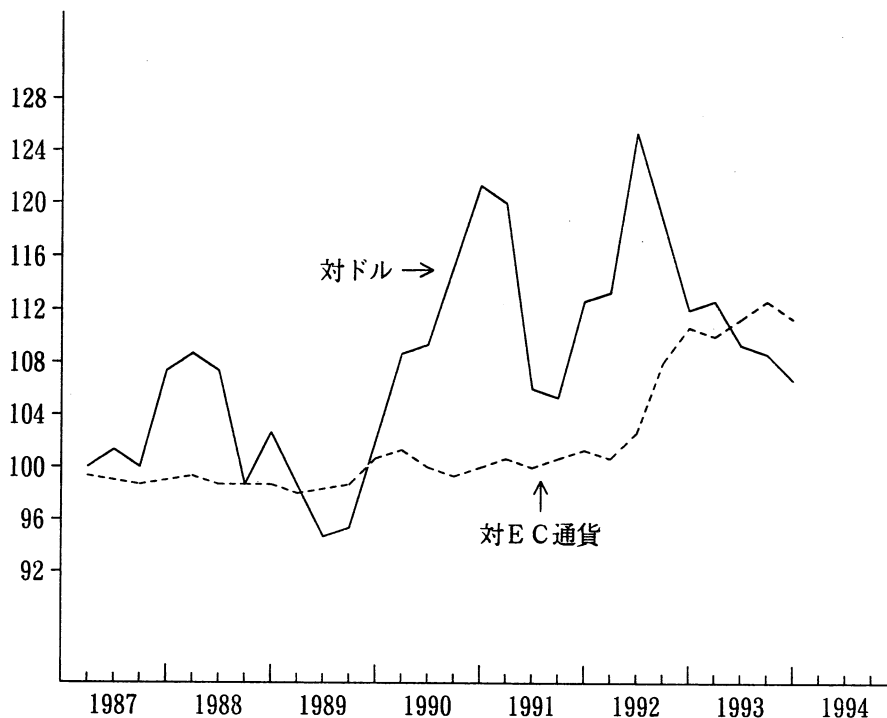
2. 時期別考察

1988年7月の公定歩合とロンバート金利の引き上げに始まる金融引き締めは、92年9月の同金利引き下げまで約4年間続く。しかし、その政策意図や、マネーサプライ、物価に及ぼす影響は一様ではない。すなわち、マルク相場と長期金利が重要な媒介環となって、金融政策の波及メカニズムは、以下の3段階にわたって変容していく。

(1) 1988年7月—89年7月

前述のように、「安定政策」は、通貨の国内価値の安定と対外価値の安定の二つの面を有しているが、88年7月から始まる金利引き上げは、まず対外価値の安定が主要課題とされる。第1図からみられるように、マルク対ドル相場は88年初頭から徐々に低下し、その低下幅が拡大した結果輸入物価も上昇に転じ（第1表）、国内物価への波及が懸念されるようになった。したがって、以下のように、このマルク安による輸入物価上昇の抑制が88年7月の政策金利引

第1図 マルクの対ドル相場と、対EC加盟通貨相場（1987—94. I）



(注) 1987年第I四半期水準を100とする指数値。

(出所) Deutsche Bundesbank Annual Report 1993, 1994, p. 54.

(16) 佐藤祐一「ブンデスバンクの金融政策——制度と最近の動向——」『大和投資資料』1992年8月も、この点を強調し、「M3は貸出総額の約半分にしか相当しない」（73ページ）から、「むしろ国内信用の増減に銀行部門の負債面（M3＋金融資本形成）を対応させた方が理解しやすい」（73～74ページ）と提言している。

ドイツ Bundesbank の「安定政策」

第1表 物価動向 (1988—94. I)

		消費者物価	生産者物価	輸入物価
1988	I	100.7 (0.7)	95.4 (0.7)	79.4
	II	101.2 (1.4)	96.0 (1.1)	80.0
	III	101.6 (1.9)	96.5 (2.2)	81.7
	IV	102.1 (1.9)	97.1 (2.2)	82.0
1989	I	103.1 (1.8)	98.5 (3.3)	84.2
	II	104.1 (2.7)	99.2 (3.5)	85.2
	III	104.4 (2.5)	99.3 (1.9)	84.2
	IV	105.2 (2.2)	100.1 (1.8)	83.7
1990	I	105.9 (2.7)	100.2 (1.5)	82.4
	II	106.5 (2.4)	100.7 (1.3)	80.9
	III	107.3 (2.5)	101.1 (2.1)	82.1
	IV	108.4 (3.6)	101.9 (2.3)	84.3
1991	I	108.8 (2.8)	102.3 (2.3)	82.7
	II	109.8 (2.6)	102.9 (2.1)	83.0
	III	111.7 (4.0)	104.0 (2.3)	82.9
	IV	112.7 (3.8)	104.3 (1.7)	82.3
1992	I	113.5 (3.2)	104.4 (0.8)	81.1
	II	114.7 (3.7)	105.0 (1.3)	80.8
	III	115.6 (3.7)	105.0 (1.2)	79.2
	IV	116.8 (3.8)	104.8 (-0.3)	79.2
1993	I	118.3 (—)	104.9 (-0.1)	79.1
	II	119.5 (3.8)	104.8 (-0.1)	78.1
	III	120.4 (3.3)	104.7 (-0.5)	78.4
	IV	121.2 (2.8)	104.6 (-0.3)	78.2
1994	I	122.3 (2.7)	—	78.7

- (注) 1) 1985年の水準を100とする指数値。
 2) () 内は、6ヶ月換算の年率で、単位は%。
 3) 1990年第Ⅱ四半期までは、西ドイツのみの数値。

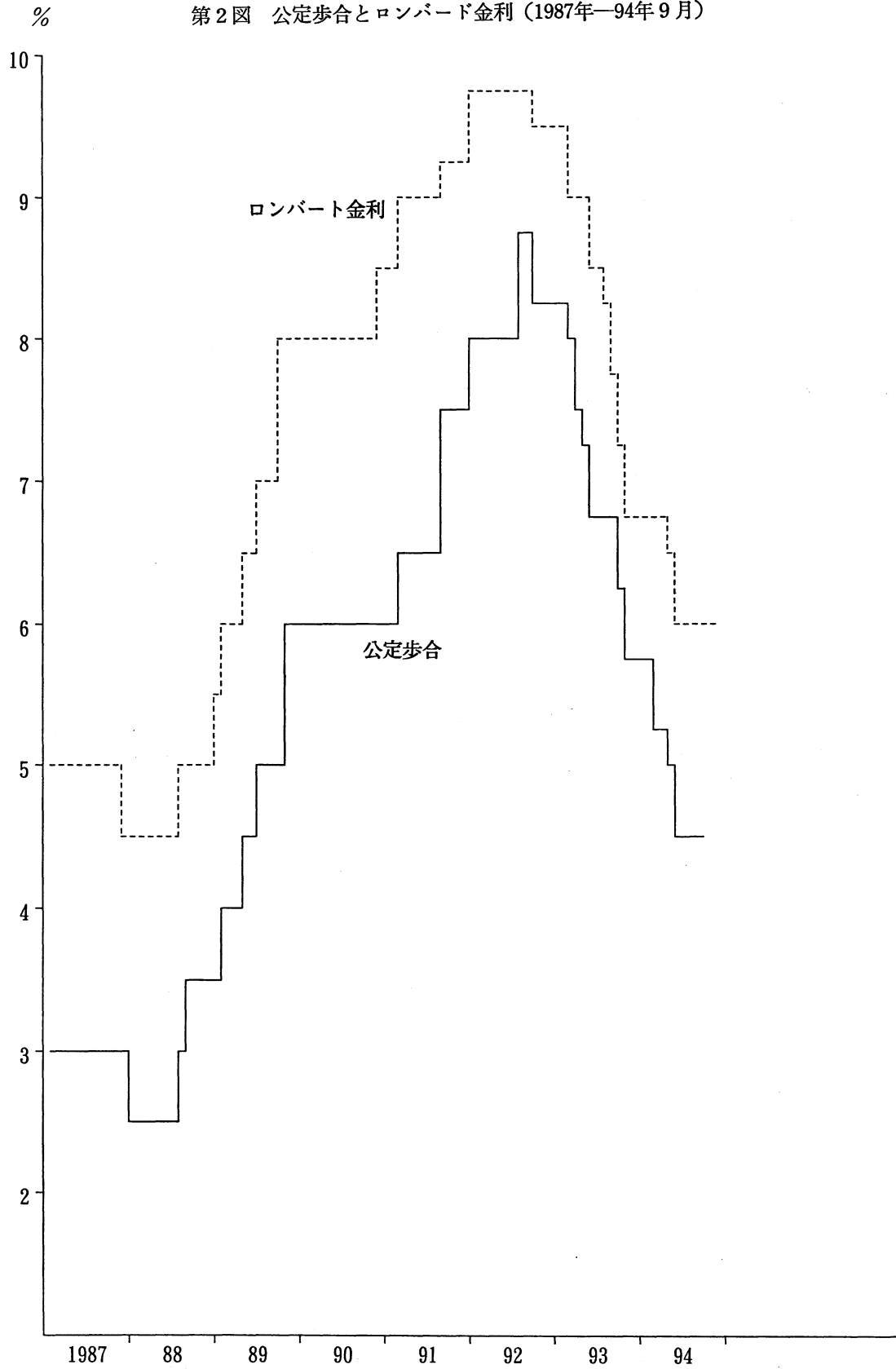
(出所) *Statistische Beihefte zu den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank*
 (以下、SBMDB と略記) (*Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*) 各号。

き上げ(7月10日公定歩合 2½→3%, 7月29日ロンバート金利 4½→5%)の根拠として挙げられる。「予想以上に強い経済上昇、ドイツマルク建ての輸入物価の大幅な上昇と、ドイツからの大量の資本流出に影響された外為市場でのマルクの弱さは、昨年末(87年末—引用者)にかけての株式市場、外為市場での混乱のせいで採用されていた拡張的な金融政策スタンスを修正なしに長期的に続けることを不適切にさせた⁽¹⁷⁾」。しかし、マネーサプライに関しては、「M3 (……)は、季節調整済み年率で2~4月には6½%強の増加であったのに対して、5~7月には4%の増加であった⁽¹⁸⁾」という事実認識にもとづいて、この面からの物価上昇懸念は

(17) Die Deutsche Bundesbank, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank* (以下 MRDB と略記) Sept. 1988, p. 7.

(18) *Ibid.*, p. 12.

第2図 公定歩合とロンバード金利 (1987年—94年9月)



(出所) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank* (以下, *MRDB* と略記) 各号より作成。

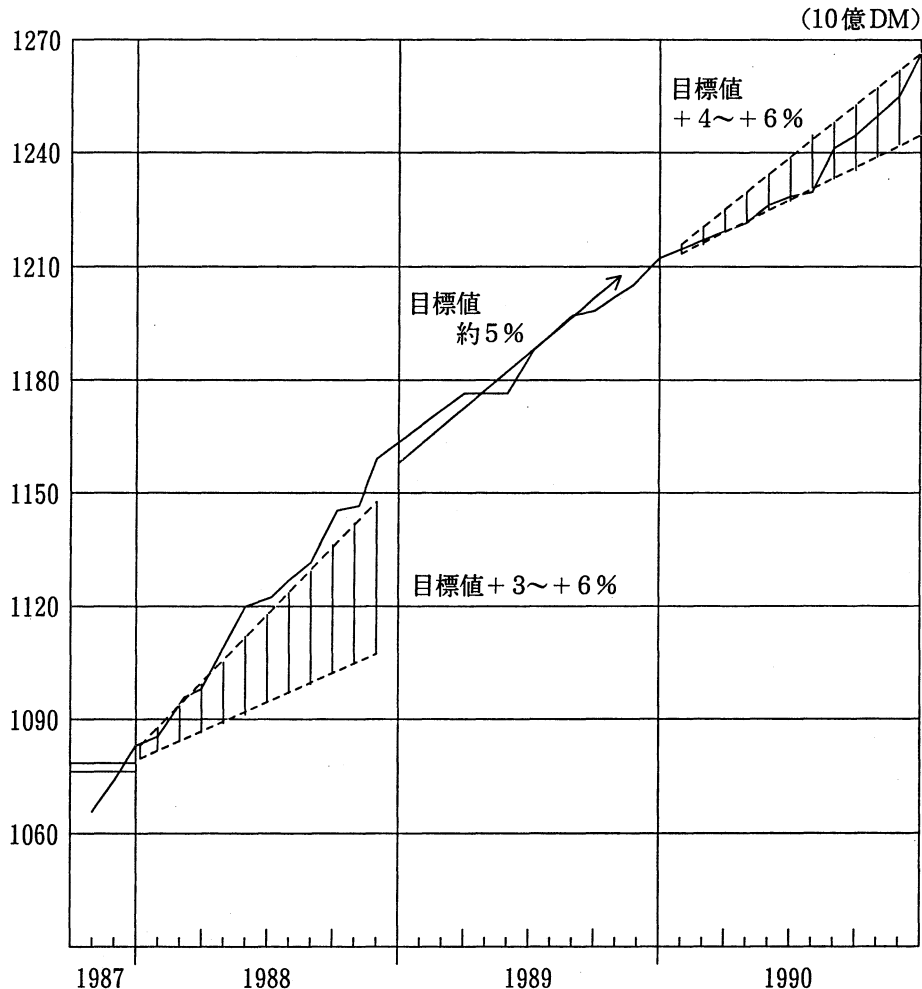
ドイツブンデスバンクの「安定政策」

まだこの時点では前面に出ていない。

88年7月以降も、ブンデスバンクはマルク安是正を意図して政策金融の引き上げを続ける（8月26日公定歩合3→3½%，12月16日ロンバート金利5→5½%，89年1月20日公定歩合3½→4%，ロンバート金利5½→6%，4月21日公定歩合4→4½%，ロンバート金利6→6½%，6月30日公定歩合4½→5%，ロンバート金利6½→7%）（第2図）が、マルクの対ドル相場は88年の後半一時期持ちなおしたものの、その後再び89年7月末まで下落する（第1図）。この結果、輸入物価上昇の影響で国内物価が徐々に上昇し（第1表）、この意味で、通貨の対外価値の安定を通じる国内物価安定という政策目標は、第I期には達成されなかった。

他方、マネーサプライは88年末にかけて加速し（第3図）、「物価状況の変化と、今年（89年——引用者）の通貨量増大を抑制するという通貨量目標を背景にして、ブンデスバンクは年交（88

第3図 西ドイツのマネーサプライ動向（1988—90年）



(注) 1) ドイツ統一後も1990年末までは西ドイツ地域のみ。

2) 季節調整値。

(出所) MRDB 各号より作成

第2表 M3の供給要因別動向(1988—94. I)

(百万DM, %)

	M3 (I+II-III-IV-V)	国内非金融 機関向貸出(I)	ネット対外資産 (II)	貨幣資本形成 (III)	政府預金 (IV)	その他 (V)	前年第IV四半期 比M3伸び率
1988 I	-21,446	+12,742	-9,009	+10,648	+3,488	+11,043	5.4
II	+23,791	+36,773	-1,549	+9,865	-4,607	+6,175	6.9
III	+6,708	+32,813	-7,068	+6,813	+4,427	+7,797	6.4
IV	+67,027	+55,882	+12,458	+15,511	-4,437	-9,761	6.7
1989 I	-23,516	+17,239	-27,510	+10,031	-2,170	+5,384	6.1
II	+6,777	+29,397	+5,104	+26,579	+3,565	-2,420	5.2
III	+7,013	+28,631	+14,129	+24,846	-634	+11,535	4.8
IV	+76,141	+60,540	+44,453	+48,760	+2,583	-22,491	4.6
1990 I	-42,905	+38,562	-2,503	+51,121	-6,050	+33,893	5.0
II	+11,377	+30,999	+18,237	+32,559	+10,836	-5,536	4.3
III	+17,233	+64,843	+8,085	+31,200	+5,172	+19,323	4.6
IV	+81,166	+88,669	+24,629	+46,409	+2,308	-16,585	5.6
1991 I	-41,092	+45,006	-29,164	+43,520	-5,029	+18,443	3.3
II	+10,637	+71,130	-11,151	+41,392	+1,439	+6,511	3.8
III	+14,011	+57,547	+2,358	+27,824	-8,479	+26,549	4.4
IV	+112,099	+112,447	+30,555	+41,682	+5,646	-16,425	5.2
1992 I	-31,808	+50,616	-29,306	+45,114	-7,675	+15,679	9.1
II	+29,011	+84,738	-17,053	+28,322	+5,027	+5,325	8.9
III	+44,727	+45,980	+47,676	+20,943	+5,265	+22,721	9.0
IV	+75,168	+118,571	-42,057	+7,120	-14,910	+9,136	9.4
1993 I	-20,206	+51,556	-50,558	+22,749	+278	-1,823	1.9
II	+32,675	+63,780	+6,168	+17,655	+17,144	+2,474	7.1
III	+18,725	+77,332	-6,227	+22,342	-92	+30,130	7.2
IV	+154,991	+141,439	+45,112	+35,422	-4,263	+401	7.4
1994 I	-18,630	+71,361	-74,779	+30,533	-7,484	-7,837	18.0

- (注) 1) 「国内非金融機関向貸出」は、ブンデスバンクによるそれを含む。
 2) 「ネット対外資産」は、ブンデスバンクを含む金融機関の対外資産。したがって、非金融機関にとっては、マイナスが資金流出、プラスが資金流入となる。
 3) 「M3伸び率」は、季節調整換算年率。
 4) 1990年第II四半期までは西ドイツのみの数値。

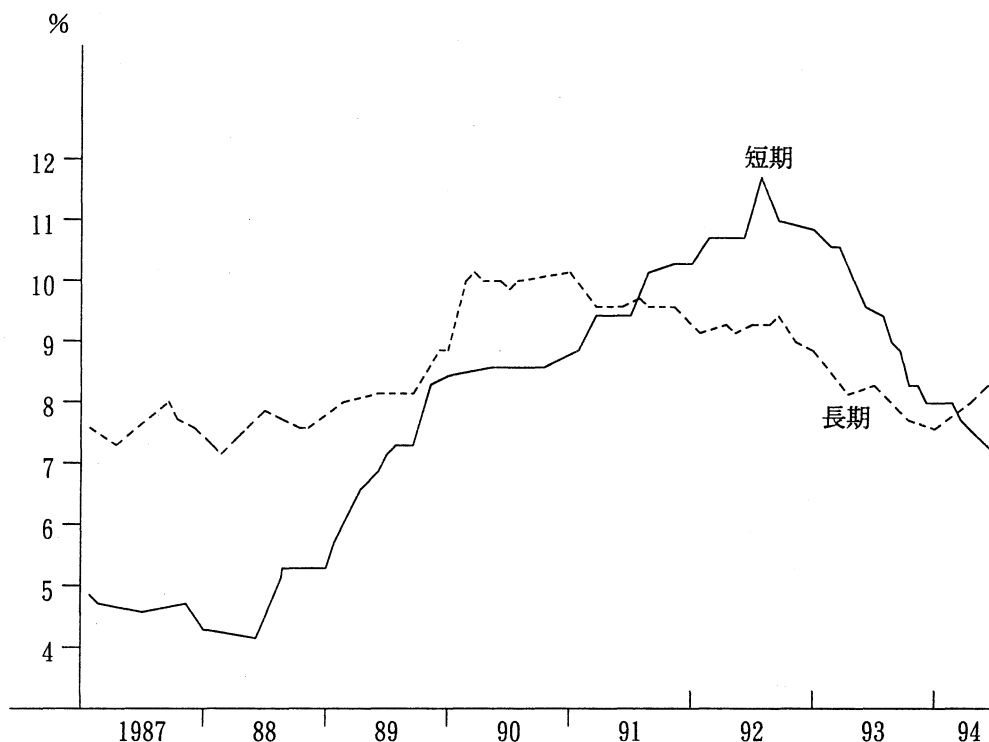
(出所) MRDB 各号と SBMDB (Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen) 各号。

～89年——引用者)にかけて金融政策をわずかに引き締めた⁽¹⁹⁾と、マネーサプライ増大抑制も政策金利引き上げの根拠として挙げられるようになる。89年に入ると増加速度はほぼ目標値内にとどまり(第3図, 第2表), 結果的にはマネーサプライ増大抑制という政策目標は達成された。

しかし, 第2表から通貨供給要因別にマネーサプライの動向をみると, 長短貸出金利の上昇(第4図)にもかかわらず, 89年の国内非金融機関向け貸出増加額は88年とほぼ変わらず(88年——138,210百万DM, 89年——135,807百万DM), この面だけからすればM3は目標値を越えるはずであった。にもかかわらずM3の増大が鎮静化したのは, 非金融機関のネットの対外資金流出と国内の「貨幣資本形成」がM3の減小要因として作用したからである。すなわち,

(19) MRDB, Febr. 1989, p. 10.

第4図 長短貸出金利動向（1987—94年6月）



(注) 実線は手形割引金利, 点線は10年物不動産抵当貸付金利

(出所) *Deutsche Bundesbank Annual Report 1993, 1994, p. 73* と *MRDB* 各号より作成。

国内の金融資産から生じる利子所得に原則的に課税する利子源泉税が89年1月に導入されたため、とくに89年第Ⅰ四半期には非金融機関の対外への資金流出が激増し、この面からM3を減少させた(第2表)。その影響が鎮静化した第Ⅱ四半期には、同税撤廃発表と、長期金利の上昇傾向の顕著化によって、長期金融資産への資金移動が生じて「貨幣資本形成」が増大し、これがM3の増大を抑制することになった(第2表)。

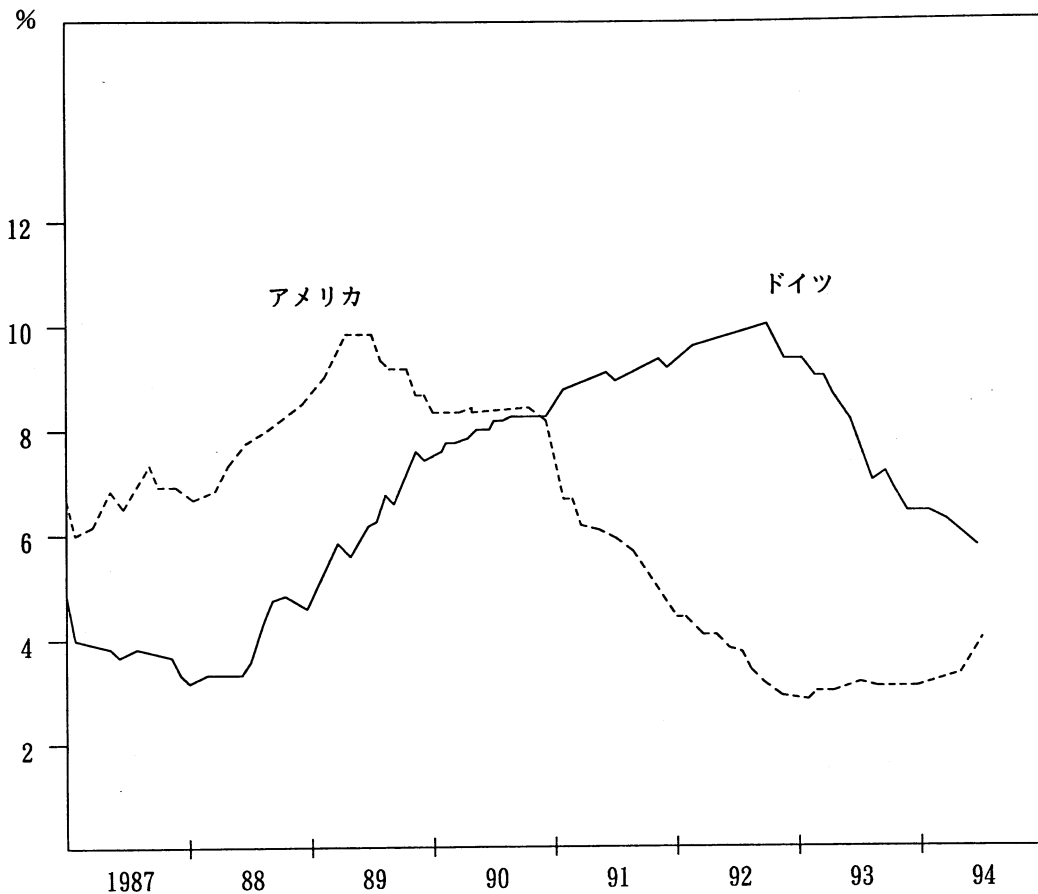
しかし、M3増大の目標値の達成が、税制の変更に伴う海外資金流出と「貨幣資本形成」の増大に依存していたことは注意しておかねばならない。これは、逆に言えば、金利上昇の貸出抑制効果が限定的であったことを意味し、後述するように、この問題は後になって顕在化することになる。

(2) 1989年8月—90年末

マルクの対ドル相場は89年7月に底を打ち、以降90年末まで上昇を続ける(第1図)。この主要原因は、Bundesbankによれば、「ドイツマルク資産に対するドル投資の金利優位性が、10月(89年—引用者)初めのドイツの政策金利の上昇以前にすでに消えていたという事実⁽²⁰⁾」である。実際、アメリカの短期金利の低下と、ドイツのそのの上昇を反映して、米独短期金利格差は縮小し(第5図)、為替差益を考慮すると89年中葉以降マルク投資の優位性が拡大して

(20) *MRDB*, Dec. 1989, p. 43.

第5図 米独短期金利動向 (1987—94年6月)



(注) ドイツはコールレート (翌日物), アメリカはフェデラルファンドレート。

(出所) 日本銀行国際局『日本経済を中心とする国際比較統計』1994年, 8月, 6ページ。

いる。したがって、政策金利引き上げのマルク安是正効果がこの第Ⅱ期によりやく現れ始め、石油価格の急騰が始まる90年中葉まで輸入物価が低下し (第1表)、為替面からの物価上昇圧力は低下する。

他方、M3の増加率も90年は目標値内に収まり (第3図)、この第Ⅱ期には政策金利引き上げの頻度も大きく減少する (89年10月6日公定歩合5→6%、ロンバート金利7→8%、90年11月2日ロンバート金利8→8½%) (第2図)。したがって、通貨の対外価値、国内価値のいずれの安定にも成功し、この意味で、第Ⅱ期は「安定政策」の黄金期であるかのように見える。

しかし、第2表から通貨供給要因別にマネーサプライの動向をみると、長短金利の引き続きの上昇傾向 (第4図) にもかかわらず、国内非金融機関向け貸出増加額は、90年第Ⅰ四半期には38,562百万DMと前年同期の2倍以上も増加し (第2表)、90年7月の東西ドイツ通貨統合後、旧西ドイツ地域に限定しても、第Ⅲ四半期には89年同期の28,631百万DMから38,600百万DM、第Ⅳ四半期には89年同期の60,540百万DMから76,100百万DMへと急増する⁽²¹⁾。したがっ

(21) MRDB, Febr. 1991, p. 15.

ドイツブンデスバンクの「安定政策」

第3表 銀行への国内貨幣資本形成（1988—94. I）

（百万DM）

	合 計	満期4年以上の定期預金	貯蓄証券と3ヶ月以上の解約告知期間付貯蓄預金	流通無記名債券	資本と積立金
1988 I	+10,648	+13,433	-95	-1,087	+1,753
II	+9,865	+10,023	-2,749	-935	+3,526
III	+6,813	+12,675	-6,007	-923	+1,068
IV	+15,511	+10,240	+6,374	-2,835	+1,732
1989 I	+10,031	+10,526	-13,195	+8,797	+3,903
II	+26,579	+8,651	+1,793	+11,041	+5,094
III	+24,846	+8,125	+1,194	+12,672	+2,855
IV	+48,760	+11,388	+16,505	+16,114	+4,753
1990 I	+51,121	+10,508	+3,547	+31,896	+5,170
II	+32,559	+7,208	+5,493	+16,747	+3,111
III	+31,200	+6,142	+7,410	+14,784	+2,864
IV	+46,409	+9,206	+20,914	+13,470	+2,819
1991 I	+43,520	+4,595	-1,218	+33,327	+6,816
II	+41,392	+9,640	+1,277	+23,302	+7,173
III	+27,824	+7,029	-5,530	+22,589	+3,736
IV	+41,682	+10,870	+15,729	+12,882	+2,201
1992 I	+45,114	+9,863	-160	+28,888	+6,523
II	+28,322	+7,427	-207	+13,701	+7,410
III	+20,943	+6,360	-311	+12,215	+2,679
IV	+7,120	+2,636	+12,954	-13,800	+5,330
1993 I	+22,749	+7,823	-9,572	+15,783	+8,715
II	+17,655	+7,759	-300	+1,877	+8,319
III	+22,342	+8,701	+3,020	+9,728	+893
IV	+35,422	+8,166	+17,096	+4,635	+5,525
1994 I	+30,533	+17,565	-16,502	+15,532	+13,938

（注）1）「流通無記名債券」は、金融債。

2）1990年第Ⅱ四半期までは西ドイツのみの数値。

（出所）MRDB 各号。

て、貸出面だけからすると、M3もこれに対応して増加し、目標値を突破するはずであった。にもかかわらず、「これらが通貨の増大にもっと強い影響を及ぼさなかった唯一の理由は、年末（89年末——引用者）にかけて加速した活発な貨幣資本形成⁽²²⁾である」。

この「貨幣資本形成」の増大は90年に入ってからも続き、90年前半には国内非金融機関向け貸出増加額を上回り、後半においてもその半分以上に達し、M3増大抑制の最大要因となっている。「貨幣資本形成」が90年に急増した要因を第3表からみると、その大部分が金融債投資であることが分かる。すなわち、一方で、ドイツ統一に関連する資金需要の増大のために金融債発行が急増し、他方で、長短金利差の存在を背景に国内非金融機関がその消化に応じたため⁽²³⁾、この増加分がほぼそのまま「貨幣資本形成」の増大をもたらすことになったのである。

(22) MRDB, Febr. 1990. p. 12.

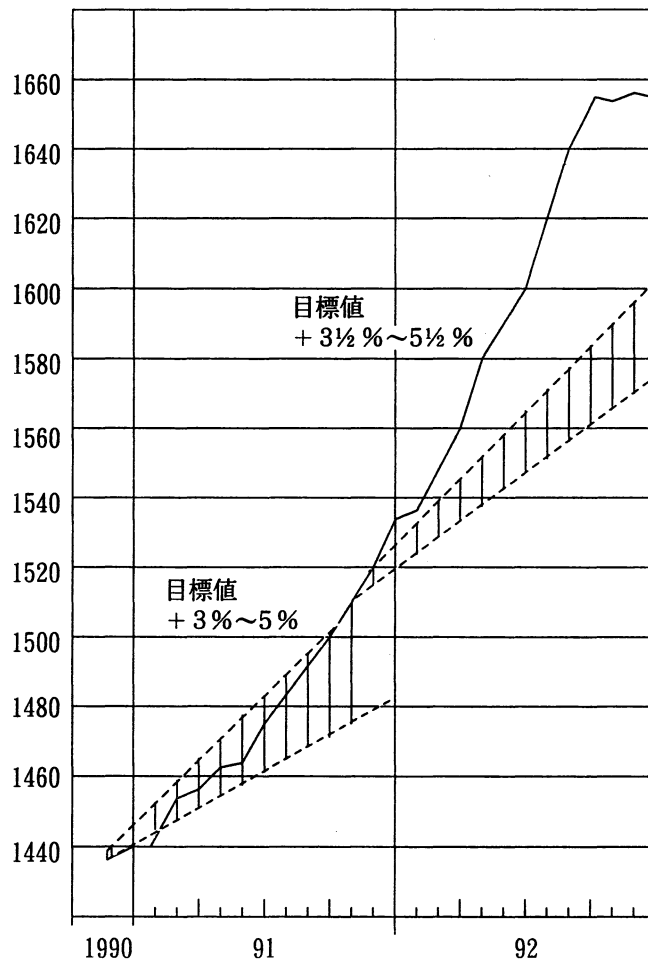
(23) 詳しくは、拙稿「ドイツ統一と金融債市場——各種金融機関の業務動向と関連して——」『産業と経済』第6巻3号、1991年12月を参照されたい。

第Ⅱ期は、金融債発行急増による「貨幣資本形成」の増大のために、M3の増大は結果的に目標値内に収まった。しかし、「貨幣資本形成」増大の中核部分を占める金融債の消化は長短金利差の存在に大きく依拠し、他方、貸出額は金利上昇にもかかわらず増加傾向を加速している。この意味で、第Ⅱ期のマネーサプライコントロールは、このような不安定要因を胚胎させた成功であった。とはいえ、90年は対ドルでマルク高が進行し、消費者物価も安定的に推移し、この問題の表面化はこれ以降に持ちこされることになる。

(3) 1991年初頭—92年9月

91年1月「湾岸戦争」が勃発し、マルクの対ドル上昇傾向は90年末から反転する。このため、為替面からの物価上昇を抑える目的で Bundesbank は2月に政策金利を引き上げ（2月1日公定歩合 6→6½%，ロンバート金利 8½→9%）、引き締め姿勢を強化していく。マルクの対ドル相場は7月から再び上昇に転じ、マルク安是正という面では成果を挙げる。

第6図 マネーサプライ動向（1991—92年）
（10億DM）



(注) 1) 1991年より統一ドイツの数値。

2) 季節調整値。

(出所) MRDB 各号より作成。

ドイツブンデスバンクの「安定政策」

しかし、他方、国内物価状況は悪化し、消費者物価上昇率は第Ⅲ四半期には年率4.0%に達した(第1表)。この物価騰貴は、直接的には建築価格の上昇が他商品の価格上昇をリードする形態をとっているが、ブンデスバンクによれば、「今年の賃金交渉の結果が企業にとっての大きなコスト負担となり、それが物価上昇となって消費者に転嫁された⁽²⁴⁾」として、賃金上昇がその主要原因とされる。このコスト面からのインフレ圧力を顕在化させないことが、金融引き締め論に加えられ、8月と12月の政策金利引き上げ(8月16日公定歩合6½→7½%, ロンバート金利9→9¼%, 12月20日公定歩合7½→8%, ロンバート金利9¼→9¾%)のさいにも、「年末にかけて加速してきた通貨量の増大を再び目標通貨量におさめることが必要になった⁽²⁵⁾」として、マネーサプライ増大抑制が言及される。しかし、M3は、第6図にみられるよ

第4表 期間別非金融機関向貸出増加額(1988—94. I)

(百万DM)

	計 ¹⁾	短期 ²⁾	中期 ²⁾	長期 ²⁾	その他 ³⁾
1988 I	+12,952	-1,456	-1,040	+9,604	+5,844
II	+36,662	+10,808	-716	+20,850	+5,720
III	+32,545	-7,062	+1,022	+30,179	+8,406
IV	+55,447	+17,286	+1,559	+35,386	+1,216
1989 I	+13,927	-3,571	-1,699	+10,959	+8,238
II	+33,045	+14,789	+1,531	+18,208	-1,483
III	+29,435	+5,558	+1,301	+21,387	+1,189
IV	+59,894	+14,306	+8,755	+37,411	-578
1990 I	+37,177	+10,306	+4,429	+11,300	+11,142
II	+31,820	+13,768	+6,276	+9,594	+2,182
III	+65,199	+30,636	+7,865	+16,725	+9,973
IV	+89,071	+25,139	+12,471	+44,573	+6,888
1991 I	+45,651	+10,889	+10,065	+22,102	+2,595
II	+71,382	+26,172	+13,630	+27,870	+3,710
III	+56,402	-52	+11,543	+38,086	+6,825
IV	+112,554	+34,237	+12,668	+65,614	+35
1992 I	+49,968	-9,998	+4,538	+36,262	+19,166
II	+82,958	+23,924	+8,298	+38,255	+12,481
III	+46,093	-14,210	+6,347	+47,514	+6,442
IV	+115,264	+17,189	+6,767	+73,281	+18,027
1993 I	+56,159	-15,937	-8,858	+46,476	+34,478
II	+64,053	-2,696	-8,516	+62,453	+12,812
III	+77,724	-5,974	-9,418	+76,851	+16,265
IV	+142,049	+10,648	-12,947	+117,740	+26,608
1994 I	+71,794	-19,787	-13,335	+65,306	+39,610

(注) 1) ブンデスバンクによるものを含まないため、第2表と数値が異なる。

2) 満期は、短期6ヶ月未満、中期6ヶ月～4年、長期4年以上。

3) 「その他」の大部分は、金融債を除く取得有価証券。

4) 1990年第Ⅱ四半期までは西ドイツのみの数値。

(出所) MRDB 各号。

(24) MRDB, Sept. 1991, p. 7.

(25) MRDB, Febr. 1992, p. 9.

うに91年末以降増加ペースを加速し、目標値を越え始める。その増加の最大要因は、相変わらず国内非金融機関向け貸出である。とくに長期貸出の増加が著しく、この増加が貸出高全体の増加の大宗を占めている（第4表）。以前には、前述のように、非金融機関の対外資金流出や「貨幣資本形成」がM3の減少要因となって、貸出増をそのままM3の増大に反映させなかったが、今回は税制の変更による対外資金流出もなく、「貨幣資本形成」も貸出増部分を大幅に減少させるほど伸びなかったため、貸出増がM3の増大に直結することになった。

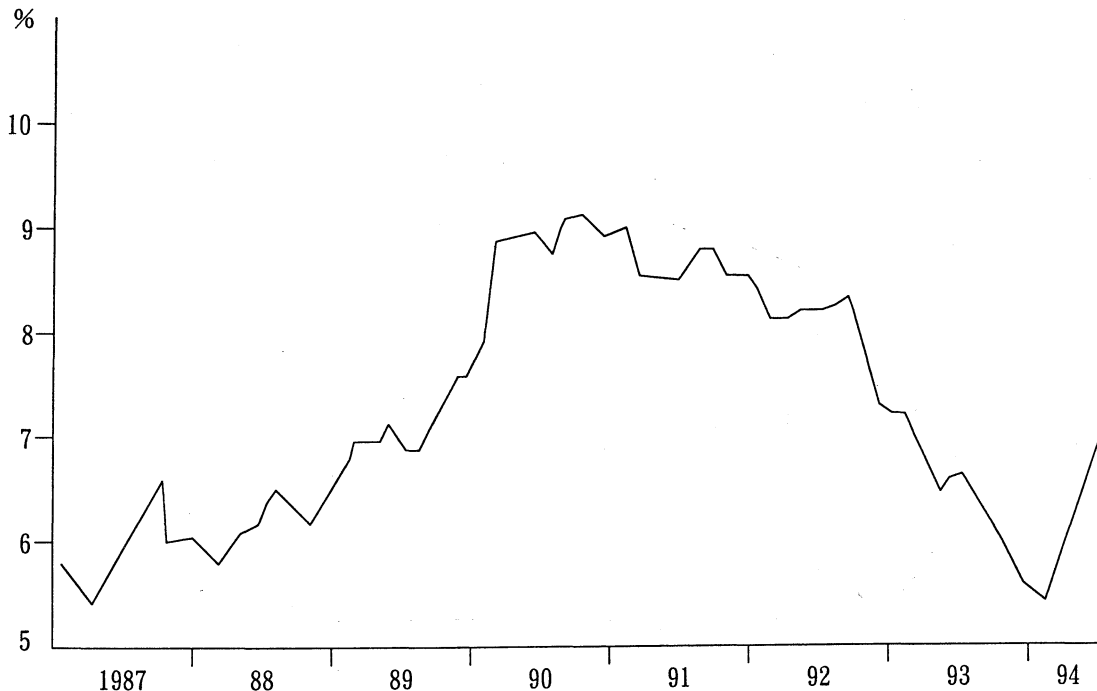
この「貨幣資本形成」に関連して注目しなければならないのは、91年初頭から長期金利が低下し始め、91年後半以降長短金利差が逆転したことである（第4図）。このため、短期金融資産から長期金融資産への資金移動の勢いが抑えられ、「貨幣資本形成」が伸び悩むことになり、M3の増大に拍車をかけることになった。長期金利低下の影響はこれにとどまらない。前述の引き締めⅠ、Ⅱ期でもみたように、金利上昇下でも貸出が旺盛であったが、長期金利の低下がこの貸出増の勢いをさらに加速させ、長期貸出額を激増させる結果になったからである。つまり、91年初頭からは、ブンデスバンクによる政策金利の引き上げにもかかわらず長期金利が低下し、この面からM3の急増を招くという逆説的事態が発生し始めたのである。通貨量増大の抑制を意図する引き締め政策にとって、この長期金利低下→長期貸出急増→M3の急増という因果関連は憂慮すべき事態であるはずである。しかし、ブンデスバンクは、長短金利の逆転構造をむしろ自己の「安定政策」成功の証拠として把握している。「(91年——引用者) 1月に始まった資本市場金利の著しい低下は、最初は、外国の主要金融センター発生の金利低下傾向によって大きく促進された。2月初めのブンデスバンクによる公定歩合とロンバート金利の引き上げも同一の方向に作用した。それは、明らかに、ドイツマルクの長期的安定性に対する投資家の信頼を強めた。そして、とくに長期債市場での金利の急落をもたらした。そのため、ワールドカーヴの逆転が拡大した。これらの市場の反応は、次のことをはっきりと示している。すなわち、中央銀行は、信頼できる反インフレ政策によって全体的な資本形成を促進し、資本市場の金利を低下させるといふことである」⁽²⁶⁾。こうした見解は、12月の政策金利の引き上げのさいにもくり返し強調されている⁽²⁷⁾。すなわち、ブンデスバンクは、一方でM3の増加の加速を憂慮しながら、他方でその加速に拍車をかける長期金利の低下を自らの「安定政策」の成功の証しとして評価する、というように一見逆説的な言動をとりだしたのである。

しかし、ブンデスバンクによれば長期金利の低下は「安定政策」と矛盾しない。ドイツの長期貸出金利は、第7図と第4図を比較して分かるように公債利回りの動向ときわめて密接な連動関係にあり、その公債利回りが低下するのは91年初めからである。このときの公債購入主体を第5表からみると、非居住者の購入が徐々に増大し、とくに91年後半以降公債消化を担う最大主体となっていることが分かる。この非居住者の公債投資とほぼ平行して公債利回りが低下

(26) MRDB, Jun. 1991, p. 16.

(27) MRDB, Febr. 1992, p. 10.

第7図 公債流通利回り (1987~94年6月)



(出所) Deutsche Bundesbank Annual Report 1993, 1994, p. 76 と, MRDB 各号より作成。

しており (第5表), したがって, 公債利回りを媒介として非居住者の公債投資動向と長期金利動向に因果関係が認められる。つまり, 非居住者の公債投資の増大にほぼ平行して長期貸出金利が低下した。このとき非居住者のドイツ公債投資の最大動機となったのが, 対ドルマルク相場の上昇予測である。この対ドルマルク相場上昇の公債利回り低下への因果関係は, プンデスバンク自身認めており, 「(91年——引用者) 年央には, とくにUSドルに対するドイツマルク上昇の新たな期待によって, 外人投資家にとってドイツマルク債投資が為替レート要因からますます魅力的になった。外人投資の活発化によって公債利回りは10月中旬に約1/2%低下し, 8½%となった。この利回り低下は長期市場で大きかった⁽²⁸⁾」。このように, プンデスバンクが, 公債利回りと長期貸出金利の連動関係を十分認識したうえで, 対ドルマルク高の公債利回り低下への因果関係を明確に認め, さらにその対ドルマルク高を自らの「安定政策」への信頼の証拠として評価していることから判断すると, プンデスバンクは, 実質上, 通貨量の増大抑制よりもマルクの対ドル相場維持, 上昇のほうに「安定政策」の重心を移してきたとみなされる。つまり, 政策金利の引き上げを始めとする「安定政策」は, この第Ⅲ期には, マネーサプライ増大抑制による通貨の国内価値の安定というルートが後景に退き, マルクの対ドル相場維持, 上昇という対外価値の安定というルートが前面に出てきたわけである。

もちろん, マルクの対外価値の安定は, 輸入物価の下落を通して国内物価の安定に寄与するのだから, このかぎりでは前者のルートでの最終目標である国内物価安定に矛盾しない。し

(28) MRDB, Dec. 1991, p. 16.

第5表 非居住者の公債投資と債券流通利回り(1988—94. I)

(百万DM, %)

	公債発行高	非居住者による公債消化(消化シェア)	公債流通利回り	金融債流通利回り
1988 I	18,195	+6,281 (34.5)	5.8	5.6
II	6,513	+1,092 (16.8)	6.0	5.8
III	12,616	+121 (0.0)	6.4	6.4
IV	8,904	+7,743 (87.0)	6.2	6.1
1989 I	8,092	-5,380 (-)	6.8	6.8
II	6,500	+9,184 (141.3)	7.0	7.1
III	1,014	+7,773 (766.6)	6.9	7.1
IV	10,043	+10,595 (105.5)	7.5	7.8
1990 I	7,086	-10,707 (-)	8.5	8.6
II	16,980	+3,007 (17.7)	8.9	9.0
III	21,724	-499 (-)	8.9	9.0
IV	37,819	+23,763 (62.8)	9.0	9.2
1991 I	23,113	+3,355 (14.5)	8.7	8.9
II	11,734	+4,057 (35.6)	8.5	8.7
III	24,243	+14,475 (60.7)	8.8	9.0
IV	27,921	+23,301 (83.5)	8.6	8.9
1992 I	30,584	+6,217 (20.3)	8.1	8.4
II	25,624	+780 (3.0)	8.3	8.6
III	46,817	+46,450 (99.2)	8.2	8.6
IV	74,351	+27,478 (37.0)	7.3	7.6
1993 I	68,701	+49,745 (72.4)	6.7	6.9
II	51,974	+43,810 (84.3)	6.6	6.8
III	35,208	+22,517 (64.0)	6.2	6.4
IV	74,677	+44,185 (59.2)	5.6	5.8
1994 I	34,100	-998 (-)	5.8	5.9

(注) 1990年第Ⅱ四半期までは、西ドイツのみの数値。

(出所) SBMDB (Kapitalmarktstatistik), SBMDB (Zahlungsbilanzstatistik) 各号。

かし、この第Ⅲ期でのドイツでは、マルク高が、非居住者のドイツ公債購入増大→公債利回り低下→長期貸出金利低下→貸出高急増→M3の増大加速という経路を通して、潜在的な物価上昇圧力を強める構造を形成していた。この意味で、ブンデスバンクは、通貨の国内価値の安定と対外価値の安定とが矛盾する事態に直面することになった。この矛盾は、92年に入ると激化し、第6図にみられるようにM3はその増加目標値を大きく越えるようになる。つまり、政策金利の引き上げを始めとするマネーサプライ・コントロール政策が逆にマネーサプライの増大を加速するという事態を招き、金融引き締め政策はその内部矛盾を拡大させていたのである。この意味で、92年9月のEMSの混乱は、金融引き締め政策転換の直接的なきっかけを与えたものとみることができる。

III. 金融緩和政策への転換

1. EMSの混乱

1992年6月デンマークの国民投票でマーストリヒト条約が否決され、7月17日にはブンデスバンクによって公定歩合が8%から8¾へと引き上げられた。こうしたなか、フランスでマー

ストリヒト条約否決多数の世論調査結果が公表されたため、マルク買い、ポンド、リラ、フランスフラン売りの投機が激化し、各国は協調介入で対抗したものの抗しきれず、9月16日にポンド、17日にはリラのERMからの離脱を招くことになった。この通貨混乱を收拾するためブンデスバンクは利下げを要求され、9月15日公定歩合とロンバート金利を引き下げた（公定歩合 $8\frac{3}{4}\%$ → $8\frac{1}{4}\%$ 、ロンバート金利 $9\frac{3}{4}\%$ → $9\frac{1}{2}\%$ ）。

さらに、93年7月フランスの景気後退懸念から再び危機にみまわれ、8月2日にはERMの変動幅を原則±2.25%から原則±15%へ拡大することが決定され、通貨統合の実現が危ぶまれている。⁽²⁹⁾ 一方、ブンデスバンクは、92年9月以降も政策金利を段階的に引き下げ（第2図）、金融緩和姿勢を鮮明にしている。

2. 金融緩和政策の限界

このような政策金利の段階的な引き下げは、対ERM加盟通貨のマルク相場の上昇を抑えるだけでなく、景気回復促進という役割を担わされたかのように見える。さらに、国内価値、対外価値のいずれの意味においても通貨価値安定の「安定政策」を放棄して、景気回復へ金融政策の重心を移してきたかのように見える。

たしかに、政策金利の引き下げが景気回復にプラスの影響をもたらすことは否定できない。しかし、ブンデスバンクによれば、「景気循環を配慮しての加速的な金利引き下げ政策は、ドイツ経済の現在の弱さを克服できない。というのは、その弱さは、主として構造問題と分配問題から発生しているからである」。⁽²⁹⁾ このように、ブンデスバンクは、金利引き下げ政策が景気回復の万能薬でないことを主張するのであるが、さらに、過度の金利引き下げ政策はドイツ経済全体にマイナスの影響さえ及ぼしうる、として、次のように金融緩和政策の限界を説く。

「金利引き下げでドイツマルクの価値を徐々に弱めることによって——……——ドイツの経済問題を解決しようとするれば、破滅的になるだろう」。⁽³⁰⁾ つまり、政策金利の引き下げは、マルクの対外価値を弱めない範囲にとどめられるべきであり、それを越えて金利を引き下げてマルク安をもたらせば、次のような経路でドイツ経済に「破滅的」な影響を及ぼす、とブンデスバンクは言う。第一に、マルク安による輸出の拡大は、「ドイツの近隣諸国の景気後退」⁽³⁰⁾をまねくため、第二に、「外国の対抗措置」⁽³⁰⁾を誘発し、貿易依存度の高いドイツにとって厳しい影響を及ぼす。第三に、マルク安による輸入物価上昇は「物価安定努力を著しく阻害」⁽³⁰⁾し、国内での「賃金—物価のスパイラル」⁽³⁰⁾の上昇や輸出価格の上昇にはね返る。第四に、「リスクプレミ

(29) 1992, 93年のEMSの混乱については、Johnson, C., S. Collignon (ed.), *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*, Pinter, UK, 1994, Temperton, P. (ed.), *The European Currency Crisis. What Chance Now for a Single European Currency?* Probus, US, 1994, Cobham, D. (ed.) *European Monetary Upheavals*, Manchester University Press, Manchester and New York, 1994, Steinherr, A. (ed.), *Thirty Years of European Monetary Integration from Werner Plan to EMU*, Longman, UK, 1994 を参照されたい。

(30) MRDB, Dec. 1993, p. 14

アムが、ドイツへの資本投資に対して要求され、それが必然的に長期金利を上昇させる⁽³¹⁾。第五に、マルク安政策の採用は、物価安定を誇りとしてきた第二次大戦以降のドイツの経済原則の放棄とみなされる。つまり、マルク安は、一時的にはともかく、長期的には輸出を増大させないばかりか、逆に国内物価上昇と長期金利上昇という経路を通じてドイツ経済に「破滅的」な影響を及ぼす、したがって、政策金利の引き下げはマルクス安をもたらさない範囲内にとどめられるべきだ、というのがブンデスバンクの主張である。

ここで注意しなければならないのは、長期金利の上昇が政策金利の過度の引き下げの帰結として挙げられていることである。このパラドキシカルな因果関係において前提されているのは、次のような事実認識である。第一に、「外為市場でのドイツマルクの上昇によって——……—、為替差益が追加的に発生するならば、外貨建勘定の投資家にとってドイツマルク債の購入はとくに魅力的である⁽³²⁾」と、非居住者のマルク債購入の主要動機がマルク高期待であることと、第二に、「公債の流通利回りは、最近2、3ヶ月（93年9～12月——引用者）に5½%まで低下した。……この金利の低下は、外人投資家の証券購入によって大きく拍車をかけられ続け⁽³³⁾た」と、非居住者の公債投資によって公債利回りの低下が促されることであり、つまり、引き締め第三期と同様にマルク高→長期金利低下の因果関連が再確認されている。これは、逆に言えば、マルク安をもたらすような過度の政策金利の引き下げは長期金利を上昇させる、というブンデスバンクがさきに主張した論理を必然的に導く。

ここで再確認された非居住者の公債投資動向と長期金利の連動関係は、92年9月の金融緩和への転換以降も続き、第5表でみられるように、93年末まで非居住者による公債投資の増大とほぼ平行して公債利回りが低下し、逆にその購入がマイナスになった94年第Ⅰ四半期には公債利回りが上昇している。同時に、公債利回りと長期貸出金利との連動関係も、第4図と第7図から確認できる。他方、マルクは92年9月以降対ドルで軟化傾向を示しており、対ドル相場での為替差益志向はそれ以前に比べて減少したと考えられる。しかし、92年9月にポンドがERMから離脱して以来マルクは対ポンドではほぼ一貫して上昇している（第6表）ことから、マルク—ポンド間での為替差益志向のマルク債投資が対ドルでのそれを上回るほど増大したことが推測できる。この意味で、ブンデスバンクが主張する非居住者の為替差益志向のマルク債投資は、マルク—ポンド間のそれを含んだものと解釈すれば、92年9月以降もその妥当性を失っていない。

マルク安をもたらさないように短期金利の引き下げに慎重になることが必要であり、それがかえって経済活動にとって有益な長期金利の低下をもたらす、というブンデスバンクの思考は『月報』94年2月号でも続いて表明される。「もし短期金利引き下げが長期金利の大きな上昇

(31) *Ibid.*, pp. 14–15.

(32) *Ibid.*, pp. 29–30.

(33) *Ibid.*, pp. 13–40.

ドイツブンデスバンクの「安定政策」

第6表 「通貨混乱」後のマルク相場（1992—94.6）

比較通貨		USドル	ERM加盟通貨	ポンドスターリング	円
1992.	1	204.3	183.5	264.7	83.1
	2	199.0	183.1	262.8	82.4
	3	194.0	183.0	264.0	83.7
	4	195.5	182.6	261.1	84.7
	5	198.8	181.9	257.5	84.4
	6	204.7	182.1	259.2	84.4
	7	216.1	182.6	264.2	88.2
	8	222.1	183.3	268.6	91.1
1993.	9	222.6	184.3	281.6	88.7
	10	217.5	184.8	308.2	85.6
	11	203.0	184.6	311.9	81.6
	12	204.0	185.2	308.1	82.1
	1	199.4	184.7	305.5	81.0
	2	196.3	185.2	320.3	77.0
	3	195.6	185.4	314.2	74.3
	4	201.9	185.2	306.3	73.6
1994.	5	200.7	185.5	303.9	71.9
	6	195.0	185.6	302.8	68.0
	7	187.9	187.3	294.6	65.7
	8	190.0	191.9	298.8	64.0
	9	198.6	192.2	305.7	68.0
	10	196.7	192.9	307.1	68.3
	11	189.6	191.0	300.4	66.4
	12	188.5	188.9	296.6	67.2
1994.	1	184.9	187.9	290.6	66.9
	2	185.5	187.6	294.3	64.0
	3	190.4	188.3	299.7	65.0
	4	189.8	188.4	300.3	63.7
	5	194.4	188.5	300.3	65.4
	6	197.8	188.4	304.3	65.9

(注) 1) 横野線は、92年9月と93年8月の通貨混乱を示す。

2) 1972年末水準を100とする指数値。

(出所) MRDB 各号。

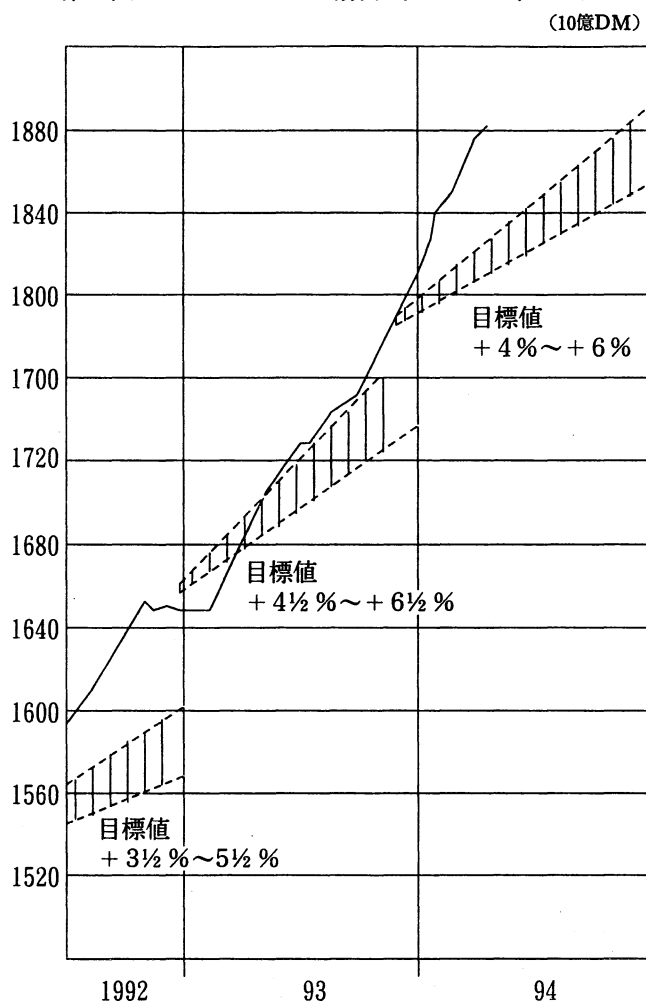
を伴うならば、経済活動に何らの利益ももたらさないであろう。とくに、経済活動の将来の経過に重要な関係をもつ投資決定は、ドイツでは短期金利よりも好調な資本市場の状態に依存する⁽³⁴⁾。そして、資本市場金利（公債流通利回り）が94年1月に5.4%まで低下した事実を受けて、「これは、我々が獲得に向けて努力しなければならない、ドイツの金融政策に対する公衆の大きな信頼を反映している⁽³⁴⁾」として、短期金利引き下げに慎重な自らの金融政策が正当化

(34) MRDB, Febr. 1994, p. 12.

される。この短期金利引き下げへの慎重姿勢と長期金利低下との因果連関において重要な媒介環となるのが、マルク相場の安定、上昇である。したがって、ブンデスバンクによれば、引き締め第Ⅲ期と同じくマルクの対外価値の安定性を堅持しているという意味で、この金融緩和期においても「安定性命令に忠実にしたがっている」ことになり、決して「安定政策」を放棄したわけではない。

しかし、このようなマルクの対外価値の安定に重点をおいた「安定政策」は、引き締め第Ⅲ期と同様92年9月以降も「安定政策」の他方の面——マネーサプライ増大の抑制——に少なからぬ影響を及ぼし続けた。第4表にみられるように、長期金利の低下とともに長期貸出が激増し、この面からM3を急増させM3がほぼ恒常的に目標値を越え、93年以降その乖離幅が拡大しているからである(第8図)。ブンデスバンクは、こうした事態に直面して、このM3の急増に憂慮を表明しながらも、長期金利の低下を抑制するどころか、逆に前述のように、この低

第8図 マネーサプライ動向(1993—94年5月)



(注) 季節調整値

(出所) MRDB 各号より作成。

下をもって自らの金融政策に対する公衆の信頼の証しとし、長期金利の低下を積極的に促進し続けた。

この理由の一つとして、前述のように、長期金利の上昇が景気回復への制約となることが挙げられるが、そればかりでない。ドイツ公債市場の非居住者への依存の大きさのため、長期金利の上昇には、従来のマルク安定政策をマルク安政策に転換し、非居住者のドイツ公債投資に歯止めをかけることが必要とされる。しかし、この政策転換は容易ではない。『月報』93年12月号で述べられていたように、長期金利上昇でM3の増大が抑えられたにしても、マルク安の面から物価を上昇させうるからである。さらに、ドイツ統一以降の財政赤字の拡大とともに財政赤字補てんの公債依存の深化が予想されるが、マルク安によって非居住者によるドイツ公債投資が激減すれば、財政赤字の補てんが困難化し、クラウディング・アウトを通じて公債利回りだけでなく他の長期金利も急騰する可能性が大きくなる。

したがって、引き締め第Ⅲ期と同様現在（94年9月）も、ブンデスバンクは、「安定政策」の二つの面——通貨の国内価値の安定と対外価値の安定——の両立が困難な状況に直面している。対外価値の安定を重視してマルクを安定、上昇させれば、長期金利は低下するが、M3が急増し目標値を突破する。他方、国内価値の安定を図ろうとしてM3の急増を抑えようとするれば、マルク安政策へ転換しなければならず、それは物価上昇をもたらして国内価値の安定自体をおびやかす、さらに、財政赤字の補てん困難化という問題も発生させる。こうしたなか、現在対外価値の安定のルートを優先させているため、ブンデスバンクはM3の急増抑制に対して有効な政策がとれていない。そのため、本稿Ⅰ.2.でもみたように、ブンデスバンクの「安定政策」に対する従来の支持者の間からも、マネーサプライ・コントロールの政策手段に対し批判が噴出し、M3概念の有効性まで批判の対象とされてきている。

ブンデスバンクは、このM3の急増に対し「貨幣資本形成」の増大によってその抑制の活路を求めようとして、94年5月の政策金利の引き下げ（5月13日公定歩合5→4½%、ロンバート金利6½→6%）のさい、「この金利引き下げによって、流動性のよどみの段階的解消と貨幣資本形成の増大を示す状況が達成されるべきである」と、⁽³⁵⁾「貨幣資本形成」の増大を目的に挙げる。すなわち、短期金利引き下げによって金融資産の短期から長期への移動を図り、この「貨幣資本形成」の増大でM3の増大を抑制する、というように、短期金利引き下げを逆にM3増大抑制のために利用するまで至っている。しかし、この政策金利の引き下げも、マルク安をもたらさない範囲内でのみ可能という限界を有するため、M3増大抑制に対する効果は限定的である。

(35) Beschluß des Zentralbankrats vom 11. Mai, in Franco Reither, "Das Ende für M3?", *Wirtschaftsdienst*, Jg. 74, Juni 1994, S. 290.

IV. 結 論

世界で最も反インフレを重視する「通貨の番人」ブンデスバンクの「安定政策」は、1988年7月～92年9月の金融引き締め期には、インフレ発生阻止という面では成功したかのように見えた。実際、ブンデスバンクに対する批判も、このインフレ発生阻止という成果を認めたくらで、「インフレ阻止よりも景気重視」という立場からの批判が主流を占めていた。

しかし、このインフレ発生阻止という面においても、ブンデスバンクの「安定政策」は必ずしも意図通りの成功を収めたわけではなかった。すなわち、引き締め第Ⅰ期（1988年7月～89年7月）、同第Ⅱ期（89年8月～90年末）では、資金の海外流出、「貨幣資本形成」の増大といった特殊要因に大きく依存してマネーサプライの増大が抑制されたのであり、それに比べると金利引き上げの貸出抑制効果はきわめて限定されたものであった。この意味で、マネーサプライ・コントロールの困難性という問題をすでにこの時期に発生させていた。さらに引き締め第Ⅲ期（91年初頭～92年9月）においては、対ドルマルク相場上昇→非居住者によるドイツ公債購入増大→長期金利低下→長期貸出増加、という経路で政策金利の引き上げがかえってM3の急増を招くことになり、マネーサプライ・コントロールは内部矛盾を拡大し限界に達していた。

1992年9月のEMSの危機を直接的な契機としてブンデスバンクは金融緩和政策に転換するが、これ以降マネーサプライ・コントロールの問題はさらに拡大する。金融緩和下においても、マルクの対外価値の安定を「安定政策」の中心に置き、政策金利の引き下げに限界を設けたため、公債発行の増大とともに、前述の非居住者によるドイツ公債購入増大→長期金利低下→長期貸出増加→M3の急増、という経路がさらに拡大し、M3の増大がほぼ恒常的に目標値を上回るようになり、ブンデスバンクはこれに対して有効な対抗策を打ち出すことができていない。したがって、ブンデスバンクの「安定政策」は、現在（94年9月）マルクの対外価値の安定、国内物価の安定という点で表面的には成功を収めているものの、それはM3の急増を事実上放置するという犠牲を払ったうえでの成功であり、この意味で、将来のマルクの国内価値の安定を崩壊させる矛盾を累積させた薄氷の上での成功である、といえる。