

欧州通貨は安定しているといえるか

—— E C 委員会『年次経済概観』'79-'80, 80-81,
'81-'82年度版による E M S の評価を中心として——

片 山 謙 二

は じ め に

E M S（欧州通貨制度）は1979年に発足して以来すでに2年半以上を経過している。その間に E M S 通貨間の調整が以下のように単独切下げが2回、多角的調整が2回、計4回行なわれたことは周知の通りである。

- 1) 1979年9月24日 マルク2%切上げ、デンマーク・クローネ3%切下げ
- 2) 1979年11月30日 デンマーク・クローネ5%切下げ
- 3) 1981年3月23日 リラ6%切下げ
- 4) 1981年10月4日 マルク、ギルダー各5.5%切上げ、フランス・フラン、
リラ各3%切下げ

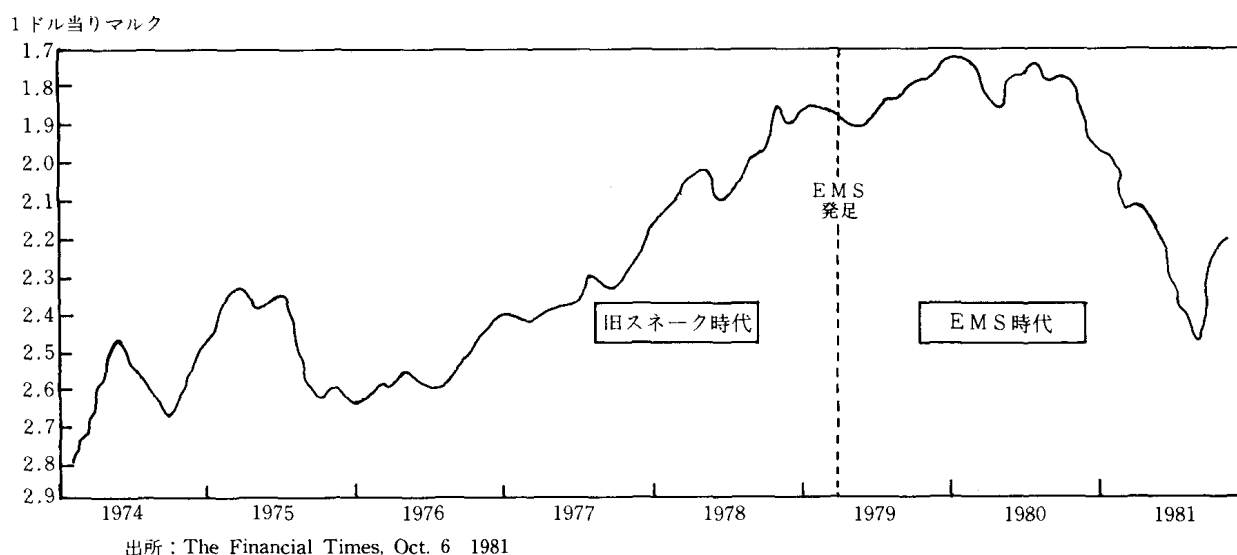
欧州通貨安定圏の創設をめざす E M S にとって、2年半の間に4回も通貨調整を行なったことをどのように理解するかについては、E M S の柔軟性を現わすものと解する考えもあれば、反対に旧スネーク時代と変わらないではないかとする向もある。この問題をも含めて、発足後2年半以上を経過した E M S をどのように評価するかを、主として E C 委員会の考えを中心として検討するのが本稿の目的である。

ところで、E M S の評価といっても問題となる点はきわめて多い。そこで問題を一応 E M S の直接の狙いである欧州通貨の安定に限定し、その他の問題はこれとの関連においてのみ取扱うこととしたい。それは、この問題が E M S に

欧州通貨は安定しているといえるか

とって最も重要であることにもよるが、いま一つは、この問題に対する委員会の考えが少しずつ変わってきているように思われるからである。当初、委員会は欧州通貨の安定を考えるに当って、ドルとの関係を重視していなかったように思われる¹⁾。だが、EMSの事実上の創始者といわれるシュミット西独首相が、「いま最も必要なのはドルの安定だ。われわれが、新たなEEC通貨安定策をまとめあげようとしている狙いの一つは、ドルに対する投機的な動きがEEC域内の各国通貨に及ぼす影響を阻止しようとする点にある」といったこと、および第1図に見られるように、1976年から78年にかけてのドル安・マルク高が西ドイツの輸出を妨げて、輸出主導型の西ドイツ経済に大打撃を与え、それがEMS構想を導くにいたったことを併せ考えると、ドルの安定なくして欧州通貨の安定はありえないように思われる。それを明確にしようとするのが本稿の狙いでもあるわけだ。

第1図 マルクの対ドル相場の推移（月平均）



1) 拙稿「EMS(欧州通貨制度)について」福山大学経済学論集第4巻第1・第2号合併号。とくに第II部の「EMSの概要」のうちの最初の部分「EMSの目的とその基本的性格」を参照されたい。

欧州通貨は安定しているといえるか

以下において、E C委員会のE M S評価の概要を、主としてE C委員会の『年次経済概観』(Annual Economic Review)の1979/80, 1980-81, 1981-82(年度の記述は原文通り)の各年度版により、E M S通貨とドルとの関係に重点をおいて検討することとしたい。この『年次経済概観』は『年次経済報告』(Annual Economic Report)とともに、「加盟諸国の経済政策の高度の格差是正に関する理事会決定(1974年2月18日)」第4条によって、閣僚理事会、経済社会評議会並びに欧州議会に提出されたもので、いわば『年次経済報告』の附属文書の観があるが、『年次経済報告』よりもより詳細にE E Cの経済動向を分析し、翌年の経済見直しを行なうものであることを付記しておきたい。

I 『年次経済概観』1979/80年度版によるE M Sの評価

1979年10月央に発表された『年次経済概観』²⁾ 1979/80年度版は、その第9節を「E M S:最初の6ヵ月」に当てているが、何分E M S発足後わずかに6ヵ月間のことなので特記するほどの内容ではない。強いて挙げるなら次の諸点であろう。

- 1) E M Sはその最初の6ヵ月の間に若干の緊張を経験したが、それはこの期間のほとんどを通じて、はなはだしく厳しいものではなかった。
- 2) この期間中に共同体通貨によるかなりの介入が行なわれた。2通貨間変動幅限度に達したための介入に用いられた主な通貨はマルクであった。マルクは6ヵ月のうち4ヵ月近く変動幅限度の上限か上限近くに達していたからである。逆に下限維持のために買介入しなければならなかった通貨はベルギー・フランとデンマーク・クローネであった。
- 3) だがこの期間に行なわれた介入の大部分は、E M S内部の緊張を和げるためよりも、ドルの動きをコントロールするためのものであった。そのため

2) Annual Economic Review, Brussels, 18th October 1979. COM (79) 568 final.

欧州通貨は安定しているといえるか

ルによる介入が大量に行なわれ、共同体全体としてはドルの純買入れであったが、買入れ、売却とも大量に行なわれている。この介入の多くは中央銀行間の協力、とくにアメリカ当局とEMSの主要中央銀行が協力して行なったものであって、とくにアメリカは、1978年11月1日以降外国為替市場でドル相場を維持するために積極的な役割を果たしている。

- 4) とはいえ、EMS 2通貨間為替変動幅限度内における共同体通貨による介入が目立って増えている。それは早期警戒警報装置としての乖離指標の作動によるもので、旧スネーク時代にはなかったものである。ここでもマルクが介入通貨として広範囲に用いられた。
- 5) EMS発足後6ヵ月目にEMS諸規定の再検討がなされたが、EMSは概してうまく運営されており、少なくとも当分の間はいかなる変更も必要でないと判定された。
- 6) 9月23日にEMS参加国諸国の蔵相と中央銀行総裁会議が開かれ、マルク2%の切上げとデンマーク・クローネ3%の切下げを内容とする為替レート調整が合意された。

以上の諸点のうちとくに留意すべきものが二つある。第5点と第6点がそれだ。第5点の判定は、EMSの設立を決定した1978年12月5日のブリュッセルにおける欧州理事会の決議3・6第3項に基づき、通貨評議会と中央銀行総裁会議が行なったものであるが、「EMSはうまく運営されており、少なくとも当会の間はいかなる変更も必要でない」と判断した僅か1週間後に最初の通貨調整を行なわざるをえなくなったことを考えると、いったい何を基準としてこのような判断を下したかが問題とされよう。

第6点の通貨調整に関しては、共同体の外部に大きく起因する不安が原因で行なわれたと述べられているが、それがドル売り投機によるマルク買を指していることはいうまでもない。³⁾ EC委員会はこれを共同体外部の原因としながら

欧州通貨は安定しているといえるか

も、それがEMSの通貨調整を導くにいたったことを認めているのである。この論理を裏返すと、ドル不安の解決なくして欧州通貨は安定しないということになるわけだが、これをEC委員会はどのように考えているのであろうか。

EMSの評価については、EC委員会は1980年3月20日に「欧州通貨制度—EMS運営の1年⁴⁾」と題するきわめて簡単な文書を発表している。この文書はその冒頭で、「本制度は正確 (correctement) に作用している。実施中の技術メカニズムはうまく適合していることが明らかになった。本制度の運用に必要な協議が良好な諸条件の下に行なわれているからである。」と述べ、この判断の基礎事実の一つとして、1979年における共同体諸通貨のECU基準レートに対する平均変動率は1.9%で、それ以前の6年間の平均変動率5.2%に較べるとはるかに安定していることを挙げている。

この文書はこれ以上の説明をしていないので、別の資料で数量的に確認できるものを集めたのが第1表である。これによると、EMS発足前6年間の平均変動率5.2%とは、1973年7.1%、74年4.2%、75年4.7%、76年7.5%、77年5.1%、78年2.7%の算術平均のことであるが、この表による1973~78年と1979年の比較については、少くとも次の2点について問題があろう。

第1は、比較するに際しての条件が同じでないことだ。全ての共同体通貨についての比較だからよいように一応思えるが、旧スネーク時代では英ポンド、リラ、フランス・フランはいずれもスネークを離脱しており、一方EMSには

3) その詳細については拙稿「欧州通貨制度の現状と展望」世界経済評論1980年8月号参照。

4) SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN: UNE ANNEE DE FONCTIONNEMENT. Brrussels, le 20 mars 1980.

5) Annual Economic Review 1979/80 Table 5・3参照。

欧州通貨は安定しているといえるか

英ポンドが未加入であるうえ、リラは広い変動幅の条件で加入している。旧スネークにしてもEMSにしても、域内では同じ条件での固定為替相場制をとっているから、加入国だけを総合して比較するならまだしも、域内で固定相場制をとっていない国をも包含しての比較では、条件が同じではなくなろう。

第1表 E U AまたはE C Uに対する共同体通貨の変動率 (%)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
デンマーク・クローネ							2.7
ドイツ・マルク							2.0
フランス・フラン							1.6
アイルランド・ポンド							0.8
イタリア・リラ							5.4
オランダ・ギルダー							0
B/L ・フラン							0.3
イギリス・ポンド							2.7
EC総合	7.1	4.2	4.7	7.5	5.1	2.7	1.9
アメリカ・ドル							4.2
日本・円							12.5

出所：1973～78はAnnual Economic Review 1979/80, Table 5・3,
1979はShort-term economic trends and Prospects. Table 23
(European Economy. Number 5. March 1980, P.32による。)

備考：変動率とは全共同体通貨のE U A/E C Uに対する為替レートの対前年平均変動率をいう。

欧州通貨は安定しているといえるか

第2は、固定為替相場制の下では、基準レートの上下各2.25%の枠内での変動でしかありえないわけだから、基準レートからの変動率の大小を比較すること自体が、無意味といわないまでも、大した意味がないことである。所詮限られた枠内での変動にすぎないからである。

II 『年次経済概観』1980-81年度版によるEMSの評価

『年次経済概観』1980-81年度版⁶⁾は、その第6章を「欧州通貨制度」に当てている。この章は冒頭の簡単な概説と、第1節「共同体の経済政策におけるEMSの地位と役割」、第2節「EMS通貨の為替レートの推移」、第3節「EMSメカニズムの役割」、第4節「解決すべき諸問題」、第5節「EMSの機関化への移行—EMF」とより成るが、本稿ではその目的との関連上、概説、第2節、第3節、第4節を取上げることとしたい。その主要点は以下の通りである。

概 説 EMSは発足以来今日までその機能を果してきている。EMS参加国通貨の為替レートは以前よりもさらに安定しているのである。基準レートの調整は行なわれたがその規模は小さく、また時たまになされたもので、しかも秩序立ったものであった。だがその成功は相対的なものにすぎず、成功の一部は基礎的諸条件がよかったことによるが、他の一部はEMSのメカニズムが作用した結果である。EMSが、今後も悪条件が増えるなかで通貨安定に引続き貢献しようとするなら、現在のメカニズムの強化と新しいメカニズムの発展が必要であるばかりか、経済成果の面における改善が必要である。

6) Annual Economic Review 1980-81. この年度版はEC委員会発行のEuropean Economy. No. 7. November 1980に収載されているものによった。なお本年度版から年度の記述が前年度の1979/80と異なって1980-81となっている。

欧州通貨は安定しているといえるか

共同体の経済政策におけるEMSの地位と役割 (省略)

EMS通貨の為替レートの推移 EMS発足後の18ヵ月間にEMS内でいくつかの緊張があったが、それらは度を過ぎたものではなく、また長続きするものでもなかった。個々の通貨に対する圧力の大部分は穏和なものであったし、それにある程度はEMSのメカニズムが積極的に利用されたからである。

第2表 ECUに対する主要通貨の変動係数

	1975	1976	1977	1978	1979・3月～ 1980・9月	1979・9月 ～1980・9月	1979	1980
B/L ・フラン	9.6	38.5	6.2	11.4	4.9	4.5	8.4	9.0
ドイツ・マルク	7.7	42.7	11.6	11.7	7.6	7.7	8.6	9.6
オランダ・ギルダー	6.4	39.0	5.7	11.3	5.1	3.3	9.0	4.4
デンマーク・クローネ	5.7	33.8	32.4	7.7	39.4	28.2	32.7	4.5
フランス・フラン	26.9	30.1	9.6	18.0	5.1	4.8	7.4	6.1
イタリア・リラ	14.3	55.5	21.1	24.8	21.0	18.3	9.8	17.9
アイルランド・ポンド	28.3	63.5	11.3	23.8	7.6	4.7	7.7	9.2
EMS平均	14.1	43.3	13.9	15.5	12.9	10.2	11.9	8.7
スイス・フラン	:	43.5	45.5	53.9	17.9	19.2	10.5	13.0
イギリス・ポンド	28.5	63.2	11.3	23.8	34.2	35.7	32.2	44.7
アメリカ・ドル	47.5	20.1	24.9	49.1	29.0	24.8	28.1	34.4
日本・円	:	34.1	39.2	70.8	66.3	49.0	87.5	82.2

出所：1975～78および1979・3～1980・9、1979・9～1980・9はAnnual Economic Review 1980-81 Table 6・1により、1979～80はEconomic trends and Prospects. 1981. Table 20 (European Economy No. 8, March 1981)所載)による。

備考：1) 変動係数は各通貨のECUに対する毎月末における標準偏差をその年の対ECU平均レートで除した上1000を乗じて求めている。

2) EMS平均は算術平均である。

欧州通貨は安定しているといえるか

『年次経済概観』1980-81年度版はここで、過去18ヵ月間におけるEMS参加通貨のECUに対する平均変動係数は、第2表に示すように、デンマーク・クローネの39.4を例外とすれば、前年のいずれの年よりも小さかったと述べて、EMS通貨は、英ポンド、米ドル、日本円のようなEMS外の世界主要通貨が受けたような激変を経験しなかったと称賛している。なおEC委員会は『年次経済概観』1980-81年度版以降に発表された報告のなかで、1979年、1980年についても同様であるとして（第2表右欄参照）、「為替レートの安定を促進するためにEMSが果たした積極的役割を確認することができる⁷⁾」と自賛しているのである。だが果して自賛に値することなのであろうか。前節の終りのところでも述べたように、EMS通貨は相互の間で固定相場制をとっている。そしてその上下各2.25%の幅内で変動が認められているにすぎない。その枠内での変動係数が小さくなったとしても大した意味をもつものではないであろう。ましてや変動相場制をとっている非EMS通貨と比較することは、全く無意味というほかはないであろう。

以上に次いで、EMS各通貨の現状が述べられているが、そのなかでマルクに関する記述はとくに留意に値する。ドルとの関係が強調されており、ドルから離れて欧州通貨の安定はありえないことを暗示しているように思われるからである。以下がその概略である。

—マルクは1979年秋までは主としてドルの弱さを反映して強かった。そしてベルギー・フランとデンマーク・クローネに対して数回変動幅の上限に達した。だがこの強さはそれ以上につづかず、経常収支の悪化とそれに対する市場の反応を反映して漸次弱くなった。マルクは主要国際通貨の一つとしてドルのポジションに次第に影響されるようになり、その結果、マルク弱体化の要因が増えるにつれて、かなりの資金がアメリカに移動した。そのため1980年第1・4半

7) "Economic trends and Prospects." European Economy. Number 8, March 1981 p.33.

欧州通貨は安定しているといえるか

期にドルは明らかに強くなり、マルクはEMSの下限通貨となって、ときには買介入さえ必要となった。

EMSメカニズムの役割 『年次経済概観』1980-81年度版は、過去18ヵ月におけるEMSの成果のかなりの部分は、EMSメカニズムの作用によるところが多いとしながらも、これらのメカニズムは不完全であるとともに若干のケースでは利用されていないと述べて、これを大略以下のように説明する。

—為替レート・メカニズムは、少くとも現在のところはEMSのバック・ボーンであるが、通貨の全般的な推移、とくにEMSの外部からの圧力に対する為替レート・メカニズムの役割については、もっと明確にする必要がある。

—この期間中にかなりの量のECUが創出され、超短期信用と現物決済に用いられたが、ECUの存在自体が不安定で、その創出量はドル為替レートと金価格に左右されるところが大きい。

—短期と中期の信用供与額は、EMSの発足に当って250億ECUに増額されたが、この期間中全く利用されていない（その後も現在にいたるまで全然利用されていない — 『年次経済概観』1981-82年度版）。

『年次経済概観』1980-81年度版は、次いで介入問題に言及し、共同体通貨による介入は旧スネーク時代におけるよりも重要になったという。第3表がそれである。だが共同体通貨による介入はドルによる介入に較べると少ないという。ということは、域内介入よりも、対ドル共同フロートにおけるスネークの上下限維持のための介入量の方が大きいことを意味しよう。この問題については翌年の『年次経済概観』1981-82年度版でより詳しく述べているので、後で取上げることにしたい。

なお EMSの信用メカニズムについては、超短期信用だけが利用されたが、それもベルギー・フランとデンマーク・クローネを支援するためのもので、その総額も22億ECUに過ぎなかった。

欧州通貨は安定しているといえるか

第3表 共同体通貨による介入 (1979年4月～1980年8月)

単位=100万 E C U

共同体通貨による介入 (EMCFへ通告された分)	4,162
一内 ECUの現物トランスファーで決済されたもの	1,932
一内 超短期信用によって金融されたもの	2,230
共同体通貨によるその他の介入	2,738
約1/3はアイルランド中央銀行による英ポンド介入	
合 計	6,900百万 E C U

出所：Annual Economic Review 1980-81, Table 6.2

解決すべき諸問題 EMSについて解決すべき諸問題のうち、とくにドルとの問題が重要である。『年次経済概観』1980-81年度版は、これについて大略次のようにいう。

—EMSは真空状態で生存できるものではない。外部の出来事がEMSの運営に大きく影響する。そのため、とくにドルに対する政策協調がより大きい規模でなされなければならない。それは、ドル相場の日々の変動を少なくするためだけではなく、一般的な経済動向と両立しないような周期的ないしは短期的な動きを抑えるために、共同体の各中央銀行がドルに対して一貫した態度をとる必要があることを意味する。

—ドルに対して共通の態度をとることの困難に加えて、変動幅維持のために必要な介入と、国内における流動性ならびに通貨量計画にもとづく国内通貨政策の追求との間に一時的な軋轢が生ずることがある。今までのところこの軋轢は大きいものではないが、一国の通貨政策は中期計画として決定されるか、または枠を決める方法をとることが多いので、為替市場の日々の動きが持続的な緊張を生ぜしめることはないようだ。

欧州通貨は安定しているといえるか

III 『年次経済概観』1981-82年度版によるEMSの評価

1981年10月24日に発表された最も新しい『年次経済概観』1981-82年度版は、⁸⁾第5章「欧州通貨制度と共同体における通貨政策」でEMSを大きく取扱っている。その内容は序言につづいて、第1節「ドル、円、ECUとEMS」、第2節「共同体諸国通貨とEMS内部における推移」、第3節「実効為替レートとEMS内における実質為替レートの調整」、第4節「通貨量政策」、第5節「金利」の5節より成るが、ここでは本稿の目的との関係上第1節と第2節にしばって述べることにしたい。

『年次経済概観』1981-82年度版は、第5章の冒頭で「1979年以来共同体外の主要通貨の為替レートは不安定であるのに反してEMS内部における為替レートは相対的に安定している」と述べて、EMS通貨相互間の安定をもって欧州通貨の安定とするこれまでの見解を依然としてもちつづけている。そして、これに引きつづいて第1節「ドル、円、ECUとEMS」のはじめで、EMS内での為替レートが相対的に安定しているのとは対照的に、国際的な為替変動は1981年にも続き、その変動幅は拡大して日米欧間の関係に影響を与えているとしている。例えば1 ECUは1980年7月には1.45ドルであったが、1981年8月には1.00ドルとなり、ドルはこの13ヵ月間にECUに対して45%上昇しているという。この関係はECUの通貨構成ウェイトの最も高いマルクについても同様で、例えばマルクのドル相場は1980年7月央(15日)には1.749マルクとマルク高であったが、1981年8月央(14日)には2.526マルクとマルク安となり、この間マルクはドルに対して実に44.4%も下落している。この状態で欧州通貨は安定しているといえるのであろうか。

これについて本経済概観は別段答えようとはしていない。だがドルの動きに

8) Annual Economic Review 1981-82, Brussels, 24 October 1981, SEC (81)

欧州通貨は安定しているといえるか

ついで次のように説明している。

—EMS通貨に対するドルの動きを決定した最大の要因は、アメリカとEMS諸国との経常収支ポジションが逆転したことである。EMS諸国は対外収支の赤字増大に加えて、第2次オイル・ショック後の通貨安定策の一つとして、1978年から80年にかけてアメリカの金利引上げに追従しなければならなかったが、そのタイム・ラグのため欧米の金利差が鋸歯状となった。そのため短期資金の欧米間移動が激しくなり、それが1980年におけるドル相場上昇の決定的要因となっている。その変動幅は欧米の金利差を反映して、ドル

からみると	1979年5月～1980年1月	-10%
	1980年1月～4月	+13%
	1980年4月～7月	-10%

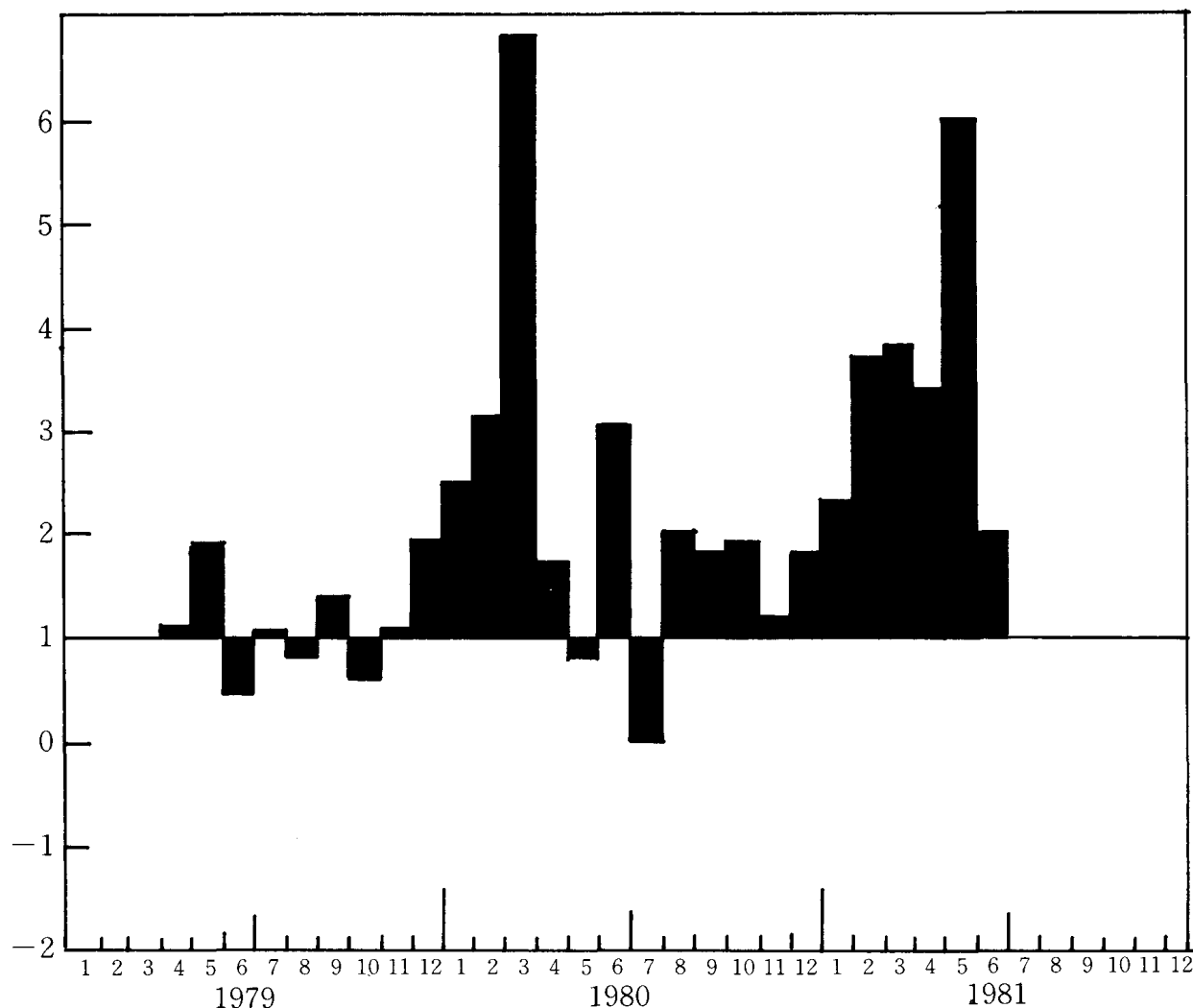
となったが、1980年第4・4半期までは一貫して上昇傾向をとったわけではなかった。ところがそれ以降欧米間の金利差が縮小してもドルは上昇しつづけ、この傾向は8月10日まで続いた。

このように説明した後、『年次経済概観』1981-82年度版は、EMSに対するドルの上昇を抑えるためにEMS各中央銀行は、とくに1979年11月から翌年4月にかけて、また1980年12月から81年6月の間に大量のドル介入を行なったという(第2図参照)。そして1979年4月から1981年6月の間にEMS各中央銀行のドル売介入は500億ドル、買介入は176億ドル、差引純売却額は324億ドルで、これは1980年におけるEMS諸国のGDPの約1.4%に当り、そのうちの187億ドルまでが西ドイツによるものであった。従ってドル純売却額の58%までが西独連邦銀行によるもので、そのため西ドイツのドル準備は大幅に減少した。このEMS各中央銀行によるドル介入の効果は、1981年3月まではニューヨーク連邦準備銀行のEMS通貨の買介入(主としてマルク買介入)によって増大されたが、同年5月にアメリカは今後特別の場合以外には為替市場に介入しない旨公表したので、EMS諸国は今後単独で介入するが、ドルに対して自

欧州通貨は安定しているといえるか

10億ドル

第2図 EMS中央銀行によるドル介入（純売却分）



出所：Annual Economic Review 1981-82. Graph 5・2(b)

由に変動するままに放置するか、または金利水準をアメリカ並に引上げるかのいずれかを選択せざるをえなくなるにいたっている。これに対して共同体としては、外部の主要通貨との間に緊密な協力関係を保持し、国際通貨の緊張がEMS内部の運営をそこなわないようにする必要があるとして、EMSに対する外部、とくにアメリカの協力の必要を強調している。

次に、第2節「共同体諸国通貨とEMS内部における推移」において、『年

欧州通貨は安定しているといえるか

『次経済概観』1981-82年度版は、EMS発足以来1981年の現在までの期間は国際為替レートが大きく変動した時期であるが、EMSは欧州通貨安定圏を創出する役割を十分に果しているとして自賛する。この間に通貨調整が4回行なわれたが、「このような調整はEMSが柔軟であることのしるしであって、通貨調整を適切に実施さえすれば、ブレトン・ウッズ体制の欠陥の一つである為替レート調整の累積的遅延を防ぐことができる」ときわめて高く評価する。

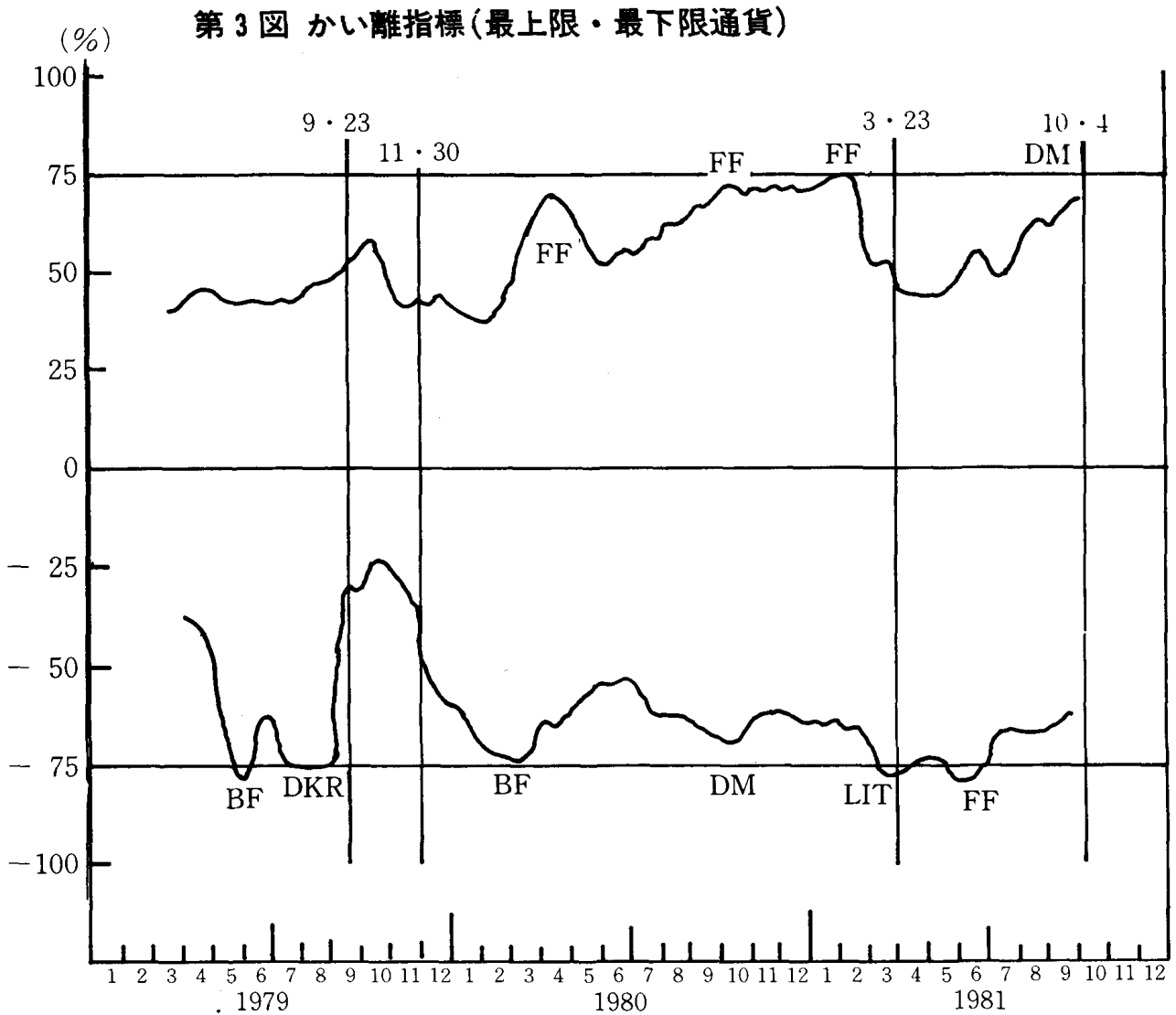
『年次経済概観』1981-82年度版は、何ゆえか1979年11月末のデンマーク・クローネの単独切下げには全然触れていないが、それを除く3回の通貨調整については、「当時の事情がそれぞれ異なることを別とすれば、1979年の調整（マルク2%切上げ、デンマーク・クローネ3%切下げ）はEMS発足当時の基準レートの改訂にすぎず、1981年3月のリラの切下げは、「イタリアにおけるコストと価格の相対的上昇を部分的に調整するもの」といとも簡単にいい切る。これに反して1981年10月の多角的調整はもっと一般的な性格のもので、マルクの上昇傾向とフランス・フランの下落傾向に対処するためのものという。だがそれは1979年3月以降生じたコストと価格との上昇格差の結果を完全に相殺するものではないので、とくに通貨切下げ国では、今後の通貨安定に重点をおく適切な経済通貨政策が必要だと付言する。

EMS発足以来の通貨調整とその意味をこのように簡単に考えてよいのであろうか。紙面の関係上この問題について立ち入るゆとりはないが、通貨調整を行なった背後には旧スネーク時代のそれと同じような経緯があるばかりか、旧スネーク時代には、共同フロート後EMS発足までの6年間に通貨調整が単独調整、多角的調整を合せて8回あったことを考えると、その頻度もほとんど変りないように思える。

9) 1979年9月と11月の通貨調整の経緯については拙稿「欧州通貨制度(EMS)の現状と展望」世界経済評論1980年8月号参照。

欧州通貨は安定しているといえるか

ところで乖離指標について『年次経済概観』1981-82年度版は「現在までのところEMS内における通貨運営は一般的にいて大きい軋轢を生ぜしめていない。乖離指標は期待された役割を果たしている」とここでも高く評価している。そして、1981年8月までは上限の警戒警報ベルが鳴ったことはなかったが、第3図に示すようにフランス・フランについては1980年4月と11月、および1981年1・2月に、またマルクについては1981年8月にその上限に近づくかまたは



出所：Annual Economic Review 1981-82 Graph 5.3(B)

欧州通貨は安定しているといえるか

上限に達したと述べた後、9月に入ってマルクがはじめて上限を突破して警報ベルが鳴り、それにつづいてマルクが切上げられたという。

一方乖離指標の下限については、それを突破して警報が鳴った場合が多く、それに応じてリラの場合は切下げられたが、その他の通貨の場合には介入、金利引上げ、その他の通貨・経済政策措置がとられたと説明し、そして「多くの場合、当該通貨が大きく下落する以前に政策調整が行なわれ、このようにして乖離指標は先制効果を挙げた」と手放しで礼賛する。

いったい乖離指標は早期警戒警報装置として設けられたもので、パリティ・グリッド方式による2通貨間基準レートの上下限に達する以前に警報が鳴る仕組みになっているはずである。従って、第3図を後出の第4図と比較すると、第4図の上限・下限に達する以前に、第3図で上限・下限に達するように仕組まれているわけだ。それが現実にはそうならないのはどうしてであろうか。

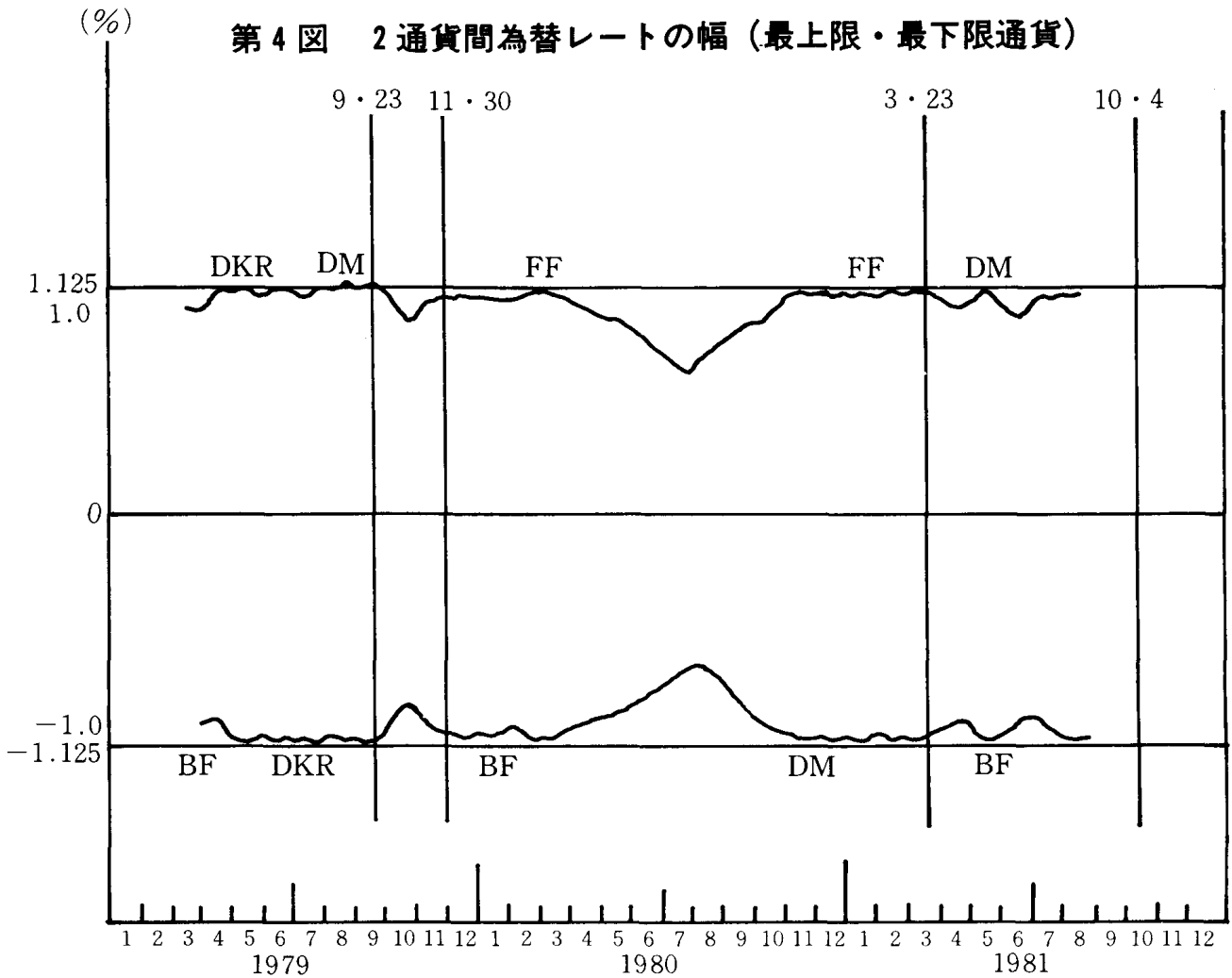
「年次経済概観」1981-82年度版はその理由を明らかにしないばかりか、「1981年8月までは上限の警戒警報ベルが鳴ったことはなかった」と平然と述べているのである。

一方、パリティ・グリッド方式による2通貨間基準レートの上下限については、第4図に示すように限度に達した場合が少なく、さらに1981年3月から5月にかけてのフランス・フランのように、2・3ヵ月のうちに最上限通貨から最下限通貨に転落するケースさえあった。これについても『年次経済概観』1981-82年度版は、「通貨変動枠内での動きやポジションの逆転は、EMSにおける柔軟性をさらに示すもの」と「あばたもえくぼ」式にほめているのである。

さらに『年次経済概観』1981-82年度版は、「EMSの主要通貨、とくにマルクの許容変動幅内のポジションは、第3国通貨とくにドルに対する共同フロートに影響を及ぼす」として次のように説明している。

—マルクは1980年後半から1981年2月にかけて対ドル共同フロート内での弱

欧州通貨は安定しているといえるか



出所：Annual Economic Review 1981—82 Graph 5.3(A)

い通貨で、その関係からEMS全体をドルに対して引下げていた。このことはある点でベルギー・フランのような他のEMS通貨を助けることとなり、EMSの結合に貢献した。ところが1981年2/3月にマルクはEMSの最強通貨となってドルの上昇を抑えたが、マルク自体の上昇も他の共同フロート通貨によってある程度抑えられることとなった。この実例は、第3国通貨、とくにドルに対して欧州諸通貨が共通の立場にある、という意味がきわめて重要であることを示している。

このことは、EMS通貨の対ドル共同フロートの論理を明らかにしてもものといえよう。共同フロートは単独フロートに比してEMS諸通貨の対ドル変動幅

欧州通貨は安定しているといえるか

を小さくする。相互に牽制し合うからである。だがそれに限度がある。例えば大規模のドル投機に対しては、現状では欧州通貨を安定させる手段はない。欧州通貨はドルの安定なくして安定しえないのである。

『年次経済概観』1981 - 82年度版は、第5章第2節の終りで共同体通貨による介入について述べている。これは、1) 2通貨相互間で基準レートの上下限 $\pm 2.25\%$ の限度に達したための限度介入と、2) この限度に達する以前の限度内介入とに分類され、EMS運営の最初の2年間では限度内比率が64%であった。このうち限度介入はいわば義務的介入であってFECOM（欧州通貨協力基金、英略字ではEMCF）に通告しなければならないが、限度内介入については、介入通貨がECUで買入れられるか、超短期信用メカニズムによって融通される場合以外はFECOMに通告しなくてもよいことになっている。

ところで1979年3月から1981年6月までの共同体通貨による介入額は約300億ECUで、そのうちFECOMに通告された分が約150億ECUというから、残りの約150億ECUは当然限度内介入ということになる。しかもFECOMに通告された150億ECUのうち、ECUのトランスファーによって買入れたものや、超短期信用を通じて融資されたものが含まれ、それが限度内介入に使用される場合があるわけだから、共同体通貨による介入のうち限度内介入が限度介入よりも多いことになる。これらを整理し、ドル介入と対比してみたのが別表である。なお限度内介入はその多くが早期警戒警報の発令によるものであることを考えると、EMSにおいて新たに設けられた乖離指標こそEMSの最大の特徴といっても過言ではないであろう。この発動によってEMS内部における通貨安定に大きく貢献しているからである。

なおFECOMに通告された150億ECUはその多くが限度介入であるが、その介入状況を図で示すと第5図の通りで、月による変動が大きいのが、介入が集中した月は以下の通りである。これを先に示した第4図と対比すると興味深いものがある。

欧州通貨は安定しているといえるか

I EMSにおける介入の分類

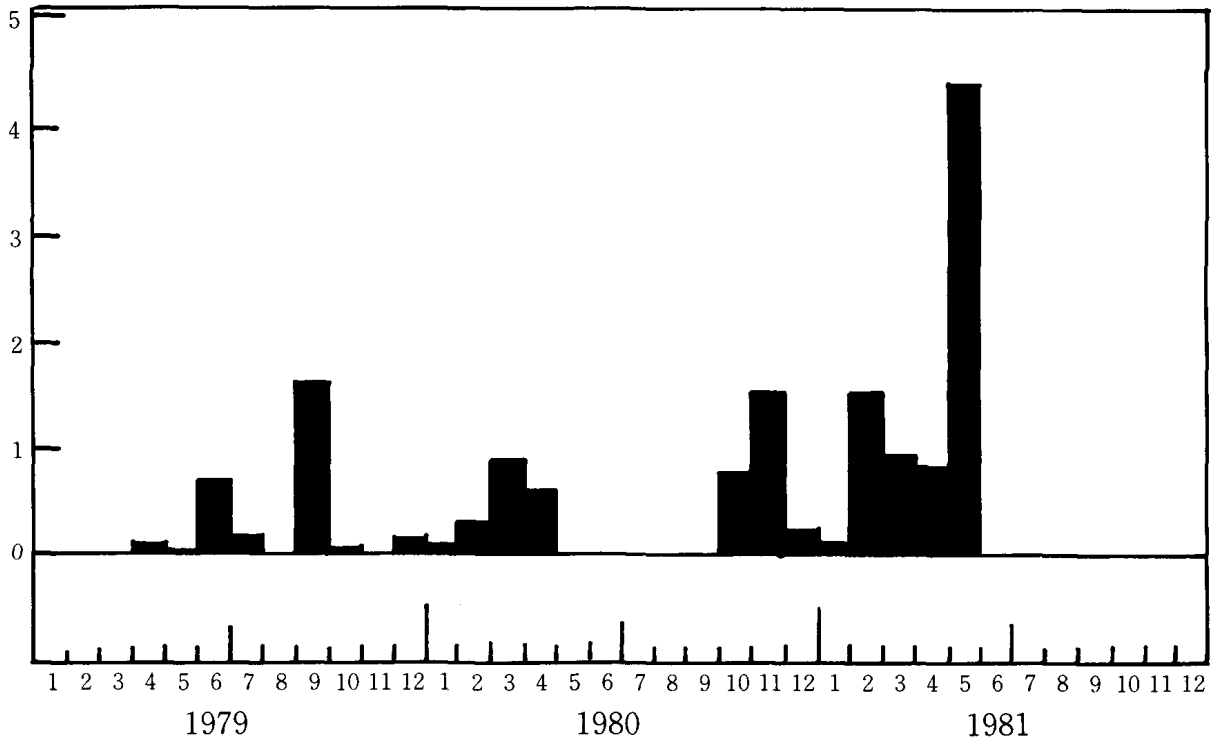
- [A] 共同体通貨による介入（域内介入）
- 1) 限度介入：2通貨間で上下限に達したための介入
— F E C O Mに通告義務あり
 - 2) 限度内介入：2通貨間で介入限度に達する以前の介入
— 大多数の場合乖離限度に達したための介入
 - a) F E C O Mに通告しなければならないもの
 - i 介入通貨をE C Uで買入れた分
 - ii 介入通貨を超短期信用で借入れた分
 - b) F E C O Mに通告するを要しないもの
 - i 上記(a)以外の域内介入
(例：手持の共同体通貨による介入)
- [B] ドルによる介入：対ドル共同フロートにおけるスネークの幅を維持するための介入

II EMSにおける介入額（1979年4月～1981年6月）

- [A] 共同体通貨による介入 300億ドル
- a) F E C O Mに通告されたもの 150億ドル
 - b) F E C O Mに通告されなかったもの 150億ドル
- [B] ドルによる介入
- a) 売却総額（ドル売・共同体通貨買） 500億ドル
 - b) 買入総額（ドル買・共同体通貨売） 176億ドル
 - c) 純売却額 324億ドル
内西独連邦銀行によるもの 187億ドル(57.7%)
- [C] 共同体通貨による介入の区分（1979年4月～1981年3月）
- a) 限度介入 36%
 - b) 限度内介入 64%

10億 ECU

第5図 共同体通貨による介入 (FECOMへの通告分)



出所：Annual Economic Review 1981—82. Graph 5.3 (C)

1979年 6月 ベルギー・フラン買支えのため

〃 9月 ベルギー・フラン、デンマーク・クローネ買支えのため

1980年 3.4月 ベルギー・フラン、マルク買支えのため

〃 10・11月 ベルギー・フラン、マルク買支えのため

1981年 2月 ベルギー・フラン買支えのため

〃 3.4月 ベルギー・フラン買支えのため

〃 5月 フランス・フラン買支えのため

なおここで付記しておくべきことが一つある。それは、この期間を通じて短期と中期の信用メカニズムが全然利用されなかったことである。EMSにおける信用枠の大幅拡大は通貨安定装置の拡充として期待されたものであった。だが一部では、旧スネーク時代においてさえ利用されるケースが稀であったこと

欧州通貨は安定しているといえるか

から、たとえその信用枠を拡大しても利用度が少なく、通貨安定装置としての役割を果たせないのではないかと危惧されたものである。それが現実となって現われたわけで、反省・再検討すべき一つの点といえよう。

IV EMSにおける通貨安定の意味について

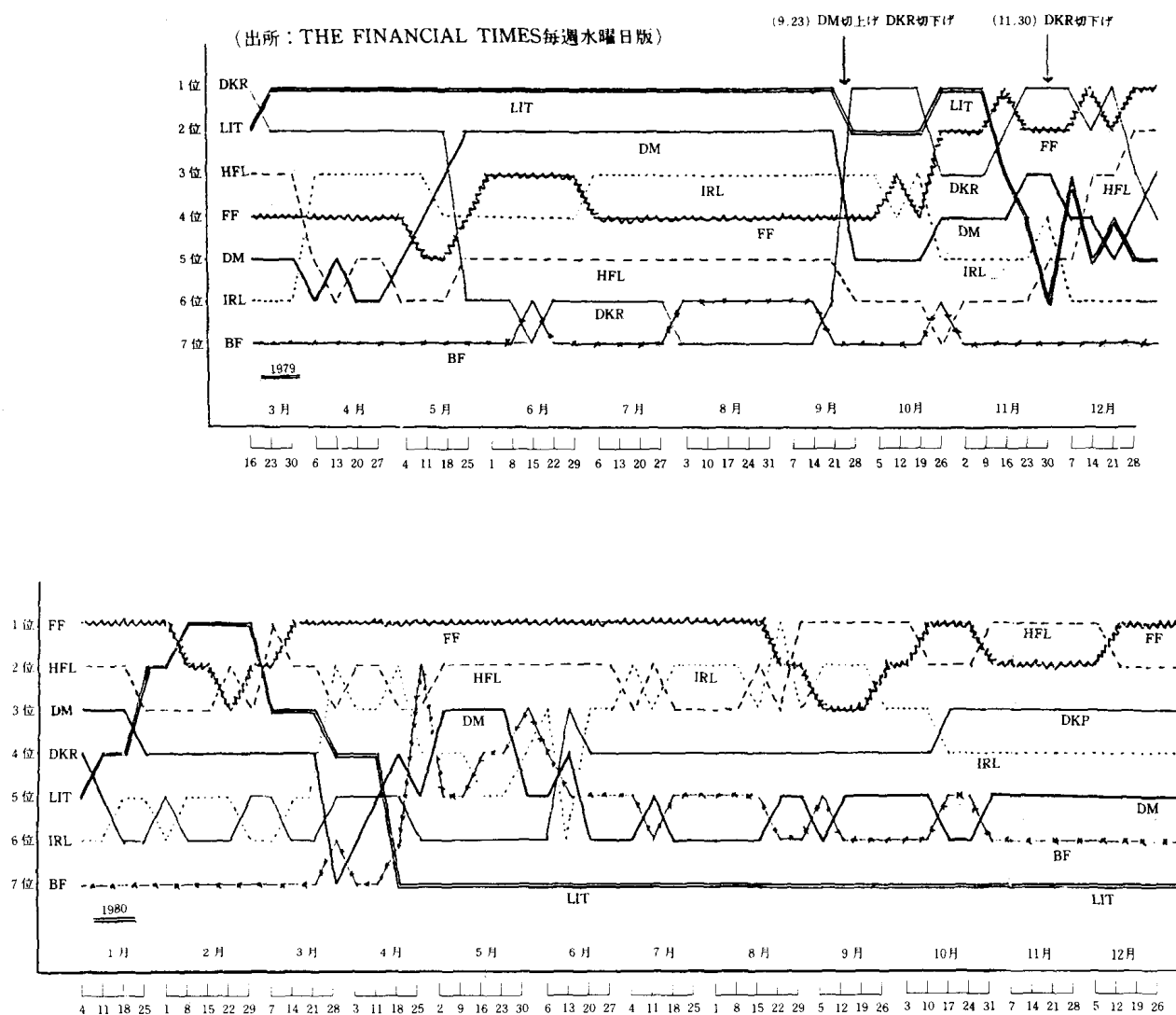
EMSは欧州に通貨安定圏を創設することを当面の目的としているが、いったい何をもって欧州の通貨は安定しているというのであろうか。そこで、まず、これまで述べてきたEC委員会の考え方を整理してみると次のようになる。

EC委員会は一貫して、共同体通貨相互間の変動が少なくなることをもって欧州の通貨は安定していると考えているようである。そして、初期には全ての共同体通貨のECUに対する為替レート平均変動率が、前年に較べて漸次縮小することをもって、欧州通貨は安定に向っていると考えていたようだ（第1表参照）。そしてその後は、EMS参加通貨のECUに対する変動係数が減少することを、欧州通貨安定の指標とするにいたっている（第2表参照）。最近ではこの変動係数こそ用いていないが、「EMSは為替レートが国際的に激動した最近の期間においても、欧州により安定した通貨圏を創設する役割を十分に果たした」と述べて、これまでの考え方を変えていない。わたくしは第1表と第2表に関連して、当該年度とその前年とを比較するに当たっての技術上の問題点を指摘するとともに、固定為替制の下で為替レートの変動幅を比較することが無意味に近いことを併せて指摘したが、EMS内部における為替変動率または変動係数を取り上げるとしても、年平均で比較するのでは、変動の態様を動的に把握できないことが問題とされよう。為替相場は需給関係によって決定されるものであって、いわば需給関係の変化の反映であるから、変動するのがあたりまえで、これを波動として捉えてこそ意味があるからである。そこでわたくしは試案として、パリティ・グリッド方式（2通貨間基準レート方式）によるEMS通貨の週末における強さの順位の変化を図表化し、それによってEM

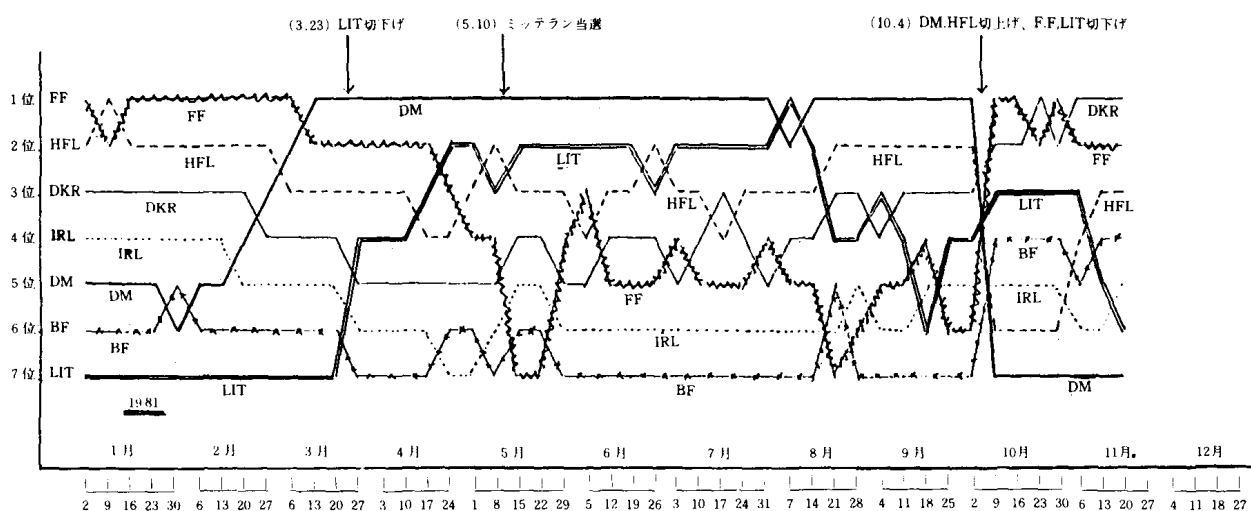
欧州通貨は安定しているといえるか

S通貨の変動の態様をみることにした。第6図がそれである。これはきわめてプリミティブなやり方であるが、何のことはない、例えばフランス・フランは1981年2月から5月にかけて最上限通貨から最下限通貨に転落したという記述を図で十分に表現しただけのことにすぎない。為替変動の態様はこれを波動と

第6図 Parity Grid方式によるEMS通貨の強さの順位(週末相場による)



欧州通貨は安定しているといえるか



して把えてこそ意味があるのであって、静的に平均で把えうるものではない。第6図によると、EMS発足以降現在までの期間を大まかにいって次のように区分することができる。

1979年 3月～5月	相対的安定期
" 6月～9月	安定期
" 9月～12月	変動期
1980年 1月～3月	相対的安定期
" 3月～6月	変動期
" 6月～8月	相対的安定期
" 8月～81年1月	安定期
1981年 1月～5月	相対的安定期
" 5月～11月	変動期

要するに、EMS通貨の強弱の変化の大きい期間と少ない期間とその中間の期間とに分けてみると、これら三つの期間がそれぞれ繰返されているわけであって、この意味でEMS通貨は安定しているとか、安定に向っているとかはとうていいえないのではなかろうか。

欧州通貨は安定しているといえるか

EMSにおける通貨安定は、対内安定と対外安定とに区別できるが、対外安定とくにドルに対する安定こそEMSにおける通貨安定の本命ではなかろうか。本稿のはじめに示したように、シュミット西独首相が、「ドルに対する投機的な動きがEEC各国通貨に及ぼす影響を阻止しようとするのがEMSの狙いの一つである」といったのは、まさに核心をついているというべきであろう。IMF執行部のメンバーであり、ジョン・ポプキンス大学で国際通貨関係論を講じているトム・ド・ブライスは「EMSは、ドル為替レートの気まぐれな変動に対して欧州通貨を防衛し、かつ、このようなドルの変動が欧州通貨相互間の為替レートに及ぼす影響から欧州通貨を防衛するために創設された¹⁰⁾」と述べており、またツフト大学で国際経済関係論を講じているベンジャミン・コーヘンも、「EMSの長期存続のために必要なことは、ドルに対する共同政策を発展させることである。……ドルが一般に安定している限りEMSはEMS通貨間の安定を考えるだけで事はすむ。だが、一旦ドルが圧迫されるとEMS内の為替関係にも激しい緊張が生じる。……事実、はじめてEMSのお膳立てをしたのはまさに1977-78年のドル不安であった¹¹⁾」と述べて、ドルの安定なくして欧州通貨の安定はないと言明している。欧州通貨は主要な国際通貨としてドルと運命を共にせざるをえず、ドルから離れた欧州通貨だけの安定はありえないのである。

この事実をEC委員会としても漸次認めざるをえなくなってきたようだ。EC委員会の『年次経済概観』1980-81年度版が「EMSは真空状態で生存できるものではない」といっているのは、ドルから分離して存在しえないことの抽

10) Tom de Vries, "On the meaning and future on the European Monetary System" in Essays in international Finance (Princeton University), No. 138, September 1980, p.39

11) Benjamin J. Cohen "The European Monetary System: An outsiders view." in Essays in international Finance (Princeton University) No. 142. June 1981, p.11

欧州通貨は安定しているといえるか

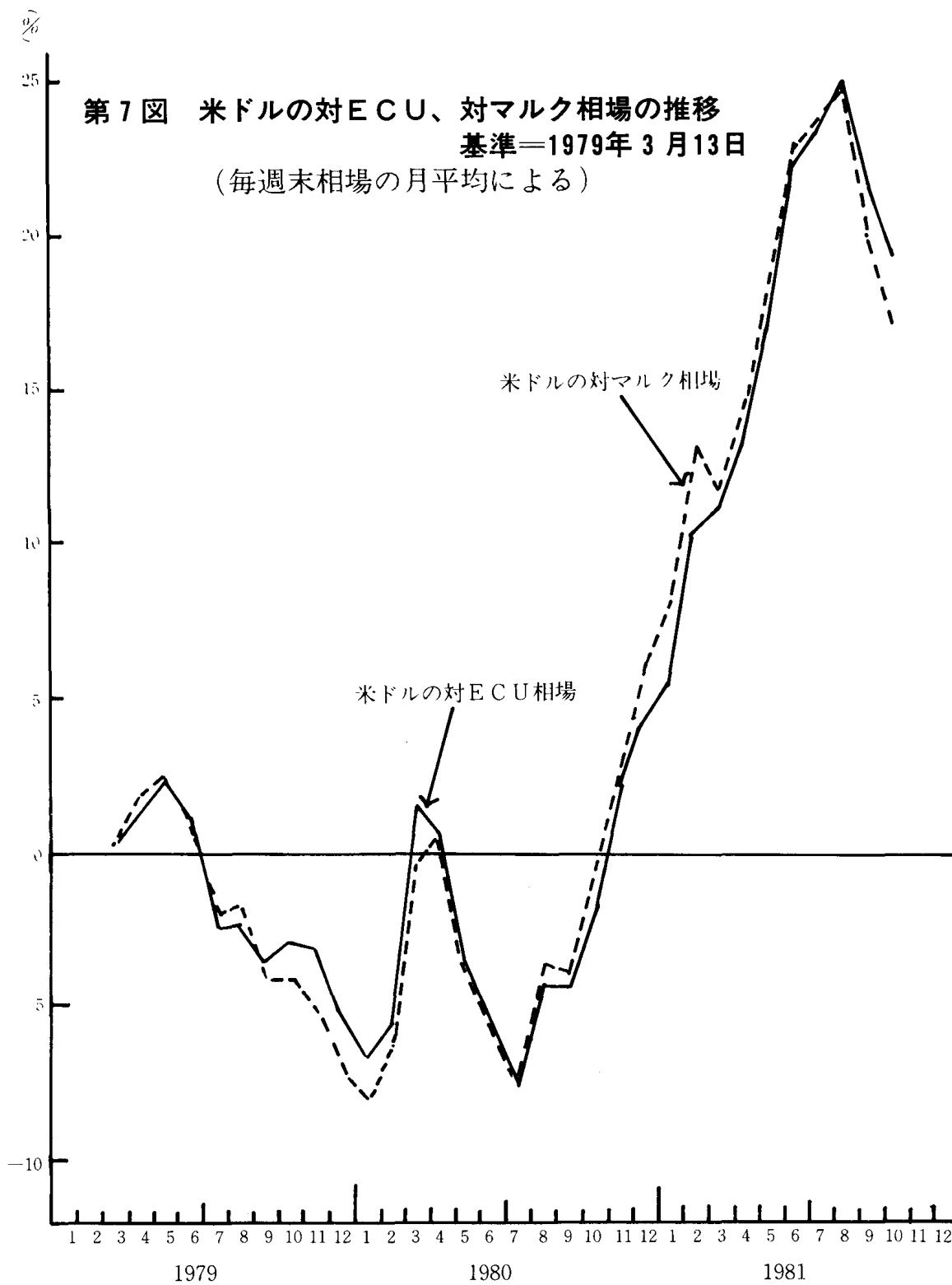
象的な表現であり、「ドル相場の日々の変動を少なくするためにドルに対する政策の協調がより大きい規模でなされなければならない」といっているのは、その具体的表現と受取るべきであろう。また『年次経済概観』81-82年度版が、EMS発足以来のEMS各国中央銀行の介入のうち、ドル介入が500億ドルに上り、EMS通貨相互間の介入額約300億ECU（1981年11月末価格で約330億ドル）の1倍半に達しているとしていることは、EMSの通貨安定にとって、内部安定よりも対ドル安定の方が重要度が高いことを示す証左であろう。

この観点から、EMS通貨とドルとの関係をドルの対ECU相場と対マルク相場との推移によってみると第7図の通りであって、EMS発足以来の関係については

1979年3月～5月	ドル高・EMS通貨安
1979年6月～80年1月	ドル安・EMS通貨高
1980年1月～3月	ドル高・EMS通貨安
〃 4月～7月	ドル安・EMS通貨高
1980年8月～81年8月	ドル高・EMS通貨安
1981年8月～11月	ドル安・EMS通貨高

となっており、その変動幅は1980年7月から81年8月にかけて45%にも達しているのであって、EMS通貨は安定していないことはもちろん、安定に向って進んでいるとも決していえないのである。

欧州通貨は安定しているといえるか



欧州通貨は安定しているといえるか

お わ り に

最近、フランスのジャック・ドロール外相はEMSの将来、とくにドルとの関係についてきわめて注目すべき提案を行った旨伝えられている。それはEMSを強化し、欧州通貨とドルとの間の為替レートの変動を抑えようとするもので、アメリカとの間には為替レート協定を結び、大西洋をはさんで欧米間に通貨安定圏¹²⁾を創設しようとするもの¹³⁾のようである。ドルの安定なくして欧州通貨は安定しないことをあらためて再認識したものとして注目されるが、実はEC委員会自身も当時すでに同様の考えをもっていたようである。1981年7月22日にEC委員会が閣僚理事会に提出した「第5次中期経済政策計画草案」¹³⁾がそれで、そのI「委員会による序言」のなかで、閣僚理事会に対し「主要第3国通貨との関係をより安定にするための組織」の研究を直ちに決定するよう要請し、そのために、「為替市場における主要第3国通貨との変動幅をそれ相応の圏(zones of probability, もっとも原文はオルトリ副委員長の手になるフランス語で、zones de vraisemblanceとなっている)内部に抑え込むよう主要第3国と協調した行動をとるべきである」としている。このそれ相応の圏(複数形)とは目標圏や通貨安定圏を予想しているようで、日経尾林ブリュッセル特派員はこれについて「EMSをドルおよび円にリンクさせ、これらの主要通貨の変動幅を一定のターゲット・ゾーン(目標圏)に抑え込む新しい国際通貨制度の実現をめざす」と報じている(日経1981年7月25日版)。

12) "Delors urges stronger EMS" The Financial Times. November 25 1981

13) Draft of the 5th medium term Economic Policy Programme (Communication from the Commission to the Council). COM (81) 344 final. Brussels, 22nd July 1981. I Forward by the Commission 4. 2, PP. 7, 8.

欧州通貨は安定しているといえるか

本稿執筆にあたって、『年次経済概観』をはじめほとんどすべての資料についてEC委員会東京代表部から多大の御厚情を賜わった。またプリンストン大学の「国際金融評論」シリーズの二つのパンフレットについては田中金司先生の御教示と御厚志によるところ多大であった。本文脚注に記載したこの二つの論文はきわめてすぐれた内容のもので、多くの示唆を受けた。付記して深謝申しあげる次第である。