

# 法政大学学術機関リポジトリ

HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2025-01-15

## 1987年「ブラックマンデー」後のドイツの金融政策をめぐる新聞論調：Frankfurter Allgemeine Zeitung誌の記事・論説・コラム (1987年10月～1989年1月)

TAGUCHI, Hiroo / 田口, 博雄

---

(出版者 / Publisher)

法政大学社会学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

社会志林 / Hosei journal of sociology and social sciences

(巻 / Volume)

70

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

44

(発行年 / Year)

2023-11

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00030531>

# 1987年「ブラックマンデー」後のドイツの 金融政策をめぐる新聞論調

—Frankfurter Allgemeine Zeitung 誌の記事・論説・コラム（1987年10月～1989年1月）—

田 口 博 雄

## 目次

1. 初めに：問題意識の提示
2. ブラックマンデー直前の日独金融政策環境
3. ベーカー米国財務長官の発言
4. 通貨量目標とその公表
5. 独仏金融経済会議と欧州中央銀行
6. ブラックマンデー後の金利政策
7. 日独経済指標の比較
8. おわりに：まとめと若干の感想

## 1. はじめに：問題意識の提示

本稿は、1987年10月に世界各国の株式の暴落と為替市場の乱高下をもたらした、いわゆるブラックマンデー（以下 BM）後のドイツの金融政策と、これを伝えた同国の有力紙である FAZ（Frankfurter Allgemeine Zeitung）の論調を紹介するものである<sup>1</sup>。

問題意識は、次のとおりである。1985年のプラザ合意により、世界の外国為替市場でドル相場は急落した。とくに、ドイツマルク（以下 DM）と日本円の急騰が目立ち、両国はこれに伴う自国経済への影響に対処するために、金融の大幅緩和に踏み切った。しかし、1987年後半には、ドル安の影響もある程度吸収されつつあり、日独両国の一部には、金融緩和の修正を模索する動きが胎動していた。そうした局面で生じたのが、BM である。世界的な株式市場の急落は、1929年の“大暴落”とその後の大恐慌を想起させたこともあり、日独両国ともこれに対処するため、金融緩和スタンスをむしろ強めた。

---

<sup>1</sup> FAZについては、田口 [2015] を、また金融政策をめぐるドイツ語圏有力メディアの論調を取り上げた研究としては、田口 [2009] も参照。

当時の政策運営をめぐる背景として、国際政策協調を探る動きを見逃せない。プラザ同意の効果浸透を見極めたこの時点において、為替相場の動きを完全に各国外国為替市場の力に委ねるのではなく、何らかの国際的な管理のもとに置くことを模索する動きがみられた。その際、各国間、さらには各国内の思惑はかなり複雑な状況にあった。

米国では、経済回復の観点から一段のドル安を望む声が強かった一方で、一部には、行き過ぎたドル安の進展は国際機軸通貨としてのドルの地位を揺るがしかねない、との懸念も芽生えていた。わが国では、円相場の上昇がきわめて急速であったこともあって、とくに経済界を中心に、さらなる円高は受け容れがたいとの空気がきわめて強かった一方、日本銀行を中心に、「過剰流動性」に象徴されるニクソンショック後の行き過ぎた金融緩和が石油ショック時の物価暴騰につながったとの反省もあり、大幅緩和の長期化を懸念する空気があった。ドイツでは、マルク高に伴う景気後退が反転しつつあり、当時の金融政策運営目標の一つの柱であった通貨量の増加が目立ったことから、金融政策の修正を探るべきだとの声がある一方、周辺各国とくにフランスは欧州通貨制度（European Monetary System, 以下 EMS）内での DM の強さもあって、ドイツの利上げを強く牽制していた。こうした状況のもと、1987年2月に主要国は、為替相場が一定の目標レンジ内に収まるのが望ましく、そのためには各国が政策の協調に配慮するという、やや曖昧な合意（“ルール合意”）を結んだ。

そこで、本稿の問題意識に戻ると、わが国では、金融緩和の修正を模索する動きは BM により一時立ち消え、低金利政策が長期にわたり継続し、金融政策スタンスがある程度明確に引き締めへ転じたのは、1989年半ばであった。この緩和の“行き過ぎ”が、いわゆるバブル経済を惹き起こす有力な一因となったことについては、異論は少ない。

ドイツも、BM 後の金融市場の混乱などを受けて1987年末には金融を一段と緩和したが、その後の景気回復の兆しや DM 高基調の転換がみられるようになると、1988年央には引き締めスタンスに転じ、同年末から1989年初にかけて急速に引き締めを強化した。こうしたブンデスバンクの政策姿勢と、ドイツの再統一の機運の高まりを背景に欧州近隣各国との協調を望んでいた当時のコール政権の間に隙間風が生じ始め、1989年5月におけるペール総裁の辞任につながっていく。

このように、ブンデスバンクの政策運営がわが国の金融政策と大きく異なった背景の一つに、中央銀行にとっての外部環境としての有力メディアの報道姿勢もあるのではないか。

わが国のバブル期の金融政策を検討した香西・伊藤・有岡 [2000] は、その補論（バブル期の「世論」の分析）において、当時の新聞および雑誌の分析を行っており、例えば、1989年に入っても『朝日』には、「インフレ警戒感を強める日銀の見解は報じられているが、独自の主張を行っている記事は少ない、『日経』自身の論調も、国際的役割の観点から引締め反対であったと受け取られる」、としている<sup>2</sup>。

当時の日独両国の経済環境には大きな相違があり、比較には大きな限界があるとしても、ドイツ有力メディアの動きを跡付けておくことは、バブル前夜の日本の金融政策について考えるうえでも一定の意義があるのではないかと、というのが、本稿の基本的な問題意識である。

## 2. ブラックマンデー直前の日独金融政策環境

まずは、BM直前の日本とドイツ、さらには当然ながら両国に大きな影響を与える米国の金融政策が置かれた環境と実際の金融政策運営について、1988年の国際決済銀行（Bank for International Settlements <以下 BIS>）年次報告書（BIS [1988]：要約部分はイタリック）を基に、簡単に振り返ってみたい<sup>3</sup>。

BIS [1988] は、①1987年の各国金融政策は、外国為替市場で生じた問題への対応で振り回されたことを強調している。さらに、欧州における問題として、②EMS諸国では、金融政策の目標と運営をシンメトリックなものとするべきだとの声が台頭し、遠い将来における欧州の金融政策決定制度の中央集権化が議論されたことを指摘している。後年の欧州中央銀行（ECB）設立の本格的な萌芽が生じていたのである。

1987年における日米独の金融政策の動きは、①年初から年央、②年央からBMまで、③BM後の3つの時期に分けられる。このうち、③については、本稿の対象とする時期であるので、①および②について整理しておきたい。

（年初から年央にかけて）

プラザ合意後のドルの大幅な下落により、国際金融体制の基本的な問題であった、各国間の経常収支不均衡が大幅に削減される目途がつつあった。こうした中で、米国ではドル安が国内インフレに及ぼす影響への懸念が高まる一方、日独両国では、プラザ合意後の自国通貨の大幅な上昇により、産業の国際競争力低下が懸念されていた。

こうした状況のもと、米国では、2月から5月にかけてFF金利がわずかに上げられた（snugged up）一方、日本銀行はコールレートを公定歩合に近い水準まで低め誘導した。こうした両国の対照的な金融政策運営の為替相場面での意図は、4月の日米共同声明で明らかにされた。この間、ドイツでは、 Bundesbank のレポ金利が1月に引き下げられ、5月にはさらに一段と低下した。

（年央からBM直前の動き）

米国では、海外からの証券投資の低調、ドル安によるインフレ懸念、商品相場の上昇や一部産業における生産能力の上限達成を背景に長期金利が上昇するなかで、夏場にはFFレートが小幅に引

---

<sup>2</sup> わが国のバブル期に関する研究文献は、理論書からルポルタージュ的なものまで枚挙にいとまがない。本稿執筆にあたり詳しく読み直した文献の代表として、上記の香西ほか [2000] に加え、翁・白川・白塚 [2000]、白川 [2008]、村松・奥野編 [2002]（とくに古城 [2000]）、上川 [2005]、日本経済新聞社 [2000]、軽部 [2015] をあげておく。白川は、1989年の日本経済新聞の社説を取り上げている。最後の2点はジャーナリストによるものであるが、ジャーナリズム自体の役割への言及は少ないように思われる。

<sup>3</sup> BIS年次報告書の第6章は、例年、各国金融情勢と金融政策の年間回顧に充てられている。

き上げられ、その後、9月には公定歩合も引き上げられた。

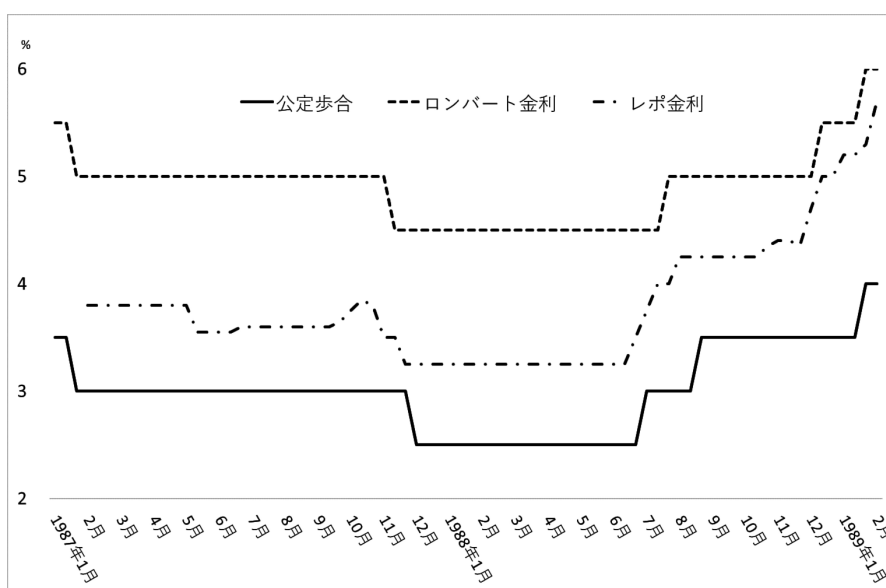
一方、日本銀行は、かねてマネーや貸出量の急速な拡大が地価や金融資産の上昇を加速しかねないことを懸念していたが、年央には経済の円高対応が進み、建設部門でのボトルネックや投機的な在庫投資、商品相場の上昇などもみられ始めたことから、金融政策緩和姿勢を弱め、一段の金利低下に抵抗していた。

この間、 Bundesbank は、通貨量目標のオーバーシュートを容認していたが、インフレ期待を抑制するために準備預金の供給をやや絞りはじめ、市場圧力によりレポ金利が2月の水準まで戻ることを許した。

このように、米国が緩やかに金融の引き締めに向かうのを眺め、日独の金融当局はそれまでの極めて緩和的な金融政策スタンスの修正を模索したが、こうした動きは BM の衝撃によって立ち消えとなる。もっとも、日独が金融政策緩和の見直しを模索していたといっても、ドイツではそれがかなり一般的な支持を得ていたのに対し、日本では円高の「行き過ぎ」やさらなる円高進展への反発がなお極めて強く、両国の金融政策運営環境にはかなりの温度差があった。

なお、前述の BIS 年報の Bundesbank の短期金融市場運営についての説明を少し補足すると、公定歩合とロンバート金利は、1987年1月にそれぞれ3.5⇒3.0%、5.5⇒5.0%と引き下げられたあと、据え置かれている（図表1）。一方、同年2月に再開されたレポ取引は、5月までは3.8%で行われていたが、5月中旬からは一時3.55%に低下したあと、6月下旬から徐々に上昇し、10月中旬には3.85%となっていた。ただ Bundesbank は、これは引上げではなく、金融市場の上昇傾向を追認したものと説明していた。

（図表1） 1987-1988年のドイツ短期金融市場金利の推移



以下、本稿では、BM直前の1987年10月から、ブンデスバンクが公定歩合を4.0%に引き上げ、本格的な金融引き締めに入る1989年1月の間のFAZ誌の金融政策に関する報道ぶりを、一般記事、論説記事および投稿記事・論文から跡付けてみる。ドイツの金融政策の分析、さらには国際通貨体制ないしは国際的な経済政策協調の動きに関しては数知れないほどの研究書や回顧録があるので、本稿ではその細部には立ち入らず、あくまでも、当時のドイツにおける金融政策をめぐるFAZ紙の報道と論調に焦点を絞る。

FAZ紙の記事は原則として署名記事であるが、実名ではなく、Bar. や, JI. などのイニシャルが示されており、通常の記事のほか、見出しが旧ドイツ文字体（いわゆる「ひげ文字」）で、記者の主観や感想を前面に出したものがある。本稿では、これらのうち、執筆者名がイニシャルの短いコラムを「論説コラム」、執筆者の氏名を記した長めの記事を「論説記事」、外部の有力者や学者等による長文の投稿を「投稿論文」としている。

なお、欧州の伝統的な高級紙にありがちのように、FAZの記事は全般的に晦渋で、とくに論説コラムや論説記事には、前述のようにタイトルをあえて読みにくい旧文字で掲げていることから想像できるように、逆説的な表現、回りくどい表現が多い。このため、本稿では思い切った意識を試みた。原文と厳密に照らし合わせた場合、正確性を欠くとの批判はあり得ようが、読みやすさを優先した。

本稿の対象時期のFAZの記事をみると、金融市場と金融政策の動きをめぐる記事のなかでも、時々の政策運営に加え、次の3つの大きなトピックスが浮かび上がってくる。一つ目は、米国のベーカー財務長官のブンデスバンク批判をめぐるもの、二つ目は、ブンデスバンクの通貨増加量目標に関するものである。三つ目は、独仏財政経済会議の設立をめぐる動きに関する記事や論評であり、この会議を欧州中央銀行に向けての前哨戦として位置付けようという政治的な動きについても、簡単にではあるが、触れておきたい。

### 3. ベーカー米国財務長官の発言

（ベーカー米国財務長官のドイツ金利上昇批判をめぐる応酬）

BMの前後に、FAZ誌で大きく取り上げられたトピックに、ドイツの短期金利高め誘導とそれに対する米国、とくにベーカー財務長官の批判をめぐる応酬がある。

まずは、ワシントンで開かれたIMF総会でのやり取りを伝える記事を紹介しよう。

ペール総裁はIMF総会で、最近ドイツおよび日本が講じた政策措置は、経済を活性化するうえで十分なものであったと表明し、インフレが加速すれば景気の回復を早期に終わらせかねないことを指摘する一方で、ドイツ経済は一時的な停滞局面を脱しており、満足すべき回復軌道に乗っているとした。これは、経常収支黒字国は自国経済を刺激すべきである、とするレーガン大統領の開会式での発言への反



論である。ベーカー財務長官は、大統領と同じことをよりきつい言葉で語っていた。[FAZ87.10.1 Pöhl verteidigt die deutsche Wirtschaftspolitik (「ペール総裁, ドイツの経済政策を擁護」)]

ベーカー長官のドイツ批判は、BM の直前まで止まず、FAZ 誌はこれを伝えるとともに、批判的な論説記事を掲載している。

米国株価の大幅下落を受け、ベーカー長官はこれまでよりもきつい言葉でドイツを批判した。「彼らが米国の金利追随引上げを期待して、ドイツ金利を引上げ世界経済の成長を弱めることを、我々は看過しない」。[FAZ87.10.19 Baker will höheren deutschen Zins nicht hinnehmen (「ベーカー, ドイツの金利上昇は受け入れられない」)]

米国財務長官は、来秋の大統領選挙で共和党候補の当選確率を高めるため、経済と株価を誘導しようとしている。米国の高インフレ終焉を景気後退なしに達成できなかったことが、共和党には骨身に沁みているようだ。彼らは、「痛みなし」の貿易赤字削減には他の工業国の内需拡大による米国景気の支援が必要と考えており、これに反することを敵対的行動とみている。その一つが、外国の金利上昇である。インフレ再燃をもたらすドル安を避けようと思えば、米国金利の上昇につながる。痛みなしの状況改善が脅かされたとき、ベーカーには殴られ役が必要で、数か月前まではそれが日本であったが、今はドイツに代わっている。問題は、痛みなしの状況改善という構想が本当に現実的なのかどうかである。[FAZ87.10.19 Prügelknaben (身代わり学友), S.s. の論説コラム]

10月19日には、ニューヨーク市場において株価が暴落、ドル相場も大きく低下し、日独をはじめ、世界各国の株式・外国為替市場に波及した。いわゆる、BM である。BM 直後には、その引き金を引いたとして、FAZ 紙は、ベーカー財務長官の発言を批判する論調を展開している。

いくらドイツ経済が強いとしても、フランクフルトの金利上昇が世界中の株価下落を惹き起こせる訳はない。ベーカーは間違っている。米国株価の下落は、ドイツの経済政策のせいではない。米国の経済指標は良好かもしれないが、アメリカの株式投資家には、経済政策の方向性に関する判断材料が不足している。インフレ、金融政策、財政赤字、為替相場のいずれについても、米国政府は明確な方向性を示していない。一方、資本市場や為替市場が発するちょっとしたシグナルに対し、すぐに過剰で経済的に意味のない政治的レトリックで応酬するのには熱心だ。ベーカーには、主要国の大蔵大臣に相応しい、慎重でしっかりとした役割を果たすことが求められる。[FAZ87.10.20 Bakers Kurspflege (ベーカーの相場治療法), Bar. の論説コラム]

BM を受け、ベーカー財務長官は、急遽訪独し、シュトルテンベルグ財相やペール総裁と当面の対応について協議を行った。これを受けて、FAZ 紙のベーカーに対する矛先はやや緩んでいる。

ベーカーは、来年に大統領選挙を控え、就任後、アメリカの双子の赤字の縮小と十分な経済成長の同時達成という難しい課題に取り組んでいる。海外諸国、とくにドイツは金融面からの経済挺入で支援すべきとしているが、ドイツが正当な理由からこれを拒んでいるため、ベーカーは難癖をつけようとしている。ベーカーのフランクフルト電撃訪問は、あらゆる意見の相違があっても、協調行動への決意がこれを上回ることを示した。[FAZ1987.10.21 Nach einem Schwarzen Montag (BM のあと), Jürgen Jeske の論説記事]

株式相場は推測的な発言により大きな影響を受けるとした、ドイツ銀行首脳政治家への警告は正しい。ただ、同氏はベーカー長官が意識的に相場の急落を惹き起こそうとしたのではないかとするが、ベーカーは本当にこれほどの下落を起こそうとしたのか。政治や金融権力が市場に対しそこまでの陰謀を図れるのか。[FAZ1987.10.27 Eine Verschwörung? (陰謀?) Erl. の論説コラム]

しかし、ベーカー財務長官は、その後もドイツの金融政策に対する批判的な発言を繰り返した。ブンデスバンク内で強硬的なマネタリスト路線とみられているシュレージンガー副総裁を非難し、また米国金利低下のドル相場に対する影響は容認する、とのベーカーの発言が伝えられると、FAZ紙はこれに強く反発する論調を展開した。

ペール総裁は、株式市場暴落後の米独金融政策当局間の緊張した雰囲気のを和らげようとした。Newsweek の最新号で、ベーカーは、世界の成長を阻んでいるドイツの高金利の背後には周囲の状況を顧みず、ひたすらゼロインフレを目指すシュレージンガー副総裁に率いられた、硬直的なマネタリストの小さな一味がいるとした。ペールはこれには触れず、米国は低金利を繰り返し求めているが、金利はインフレ期待に見合ったものでなければならないし、ドイツと米国との間の金利差は年初より大幅に拡大していると指摘した。総裁は、ルーブル合意は正しいが、現在の状況において、為替相場の安定と低金利を同時に達成できるという考え方には警告を発した。[FAZ87.11.3 Pöhl rechtvertigt Kurs der Bundesbank (ペール、ブンデスバンクの路線を擁護)]

ドルは戦後最低水準に下落した。経済が相互に密接に関連している以上、米国も欧州も単独ではこの危機を乗り越えることはできない。しかし、協力という観点からみて、最近の米国財務長官の発言は愚かである。ベーカーはシュレージンガー副総裁について、ブンデスバンク内の「小さな一味」がボンとの危機対応を妨げているとした。これは領主が領民に対して使う言葉であり、通貨政策のパートナーについて語る言葉ではない。金融市場の不安は、主要経済国が世界経済の平衡と安定の方向性に合意できて、はじめて後退するものである。[FAZ87.11.4 Finanz-Neurosen (金融ノイローゼ), JJ. の論説コラム]



ベーカー米国財務長官は、ウォールストリートジャーナル誌のインタビューに、目下最大の課題は景気後退を防ぐことであり、そのためには金利低下が必要で、ドル安は容認すべきであるとした。日独を含む各国と新しい合意を望むが、金利政策によりドル相場を一定の範囲内に維持するのを義務付けようとするものではない。各国との合意には、ホワイトハウスと議会の間で財政赤字削減交渉が進展する必要があることは分かっている、としている。[FAZ87.11.6 タイトルなしの囲み記事]

アメリカは金利引下げに当たりドル相場には考慮を払わない、とするベーカー財務長官のインタビュー発言に対し、米国の金融界・財界では「危険を顧みない冒険」との批判が強まっている。ホワイトハウスは、米国はルーブル合意を順守するとの声明を発表した。[FAZ87.11.7 Kritik am Baker-Interview (ベーカーのインタビューに批判)]

その後、ブンデスバンクが11月はじめにロンバート金利を、また12月初に公定歩合を引き下げ、ドルの下落にひとまず歯止めがかかると、ベーカー長官の FAZ 紙への登場は落ち着き、1988年2月に同長官とシュトルテンベルグ財相の会談が順調に進んだとの報道で、同紙上での「ベーカー騒ぎ」は終止符を打つことになる。

シュトルテンベルグ財相は、ベーカー長官との会談で、米国も為替相場の安定を望んでいるとの印象を得た。為替相場の安定は絶対に優先すべき目標ではなく、他にも重要なことがある点について、ベーカーと合意した。また、ドイツにはさらなる財政通貨政策の余地はないことを繰り返した。[FAZ88.2.5 Einigkeit über stabilen Dollarkurs (ドル相場の安定で合意)]

#### 4. 通貨量目標とその公表

次に、通貨量目標をめぐる FAZ 紙の報道と論調をみてみよう。

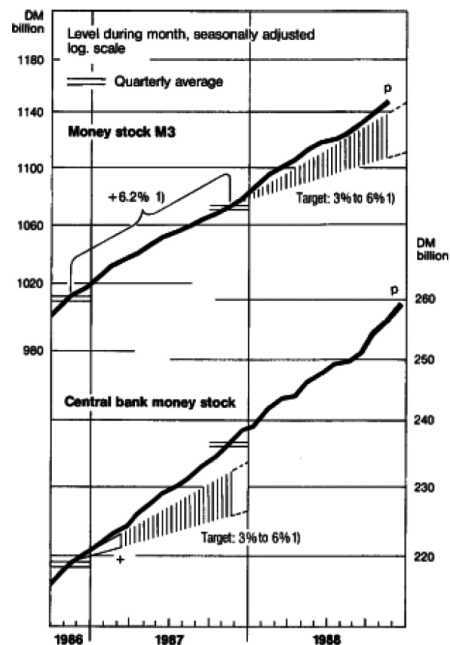
ブンデスバンクは、1970年代から金融政策のガイドラインとして、通貨量（マネーサプライ）についての目標を設定し、公表してきた。通貨量には様々な定義がありうるが、BM 当時にブンデスバンクが採用していたのは、中央銀行通貨量（Zentralbankgeldmenge：現金・当座預金+民間金融機関の各種預金残高に、指標設定時の準備預金率を乗じたものの集計量）という、ややテクニカルな指標であり、各年の第4四半期の前年比を一定のレンジ内に収めることを目標にしていた。外国、とくに米国やフランスからは、この通貨量目標への拘泥がドイツの不必要な金利上昇を招いて BM の一因となり、その後の金融緩和を不十分なものととどめる口実となった、との批判が向けられた。前章での米国ベーカー長官がその典型ともいえ、また次章で取り上げる欧州中央銀行をめぐるフランスの立場の背景にも、このブンデスバンクの政策路線に対する不信や不満がある。

いわゆる「マネタリスト」金融政策については、フリードマンが提唱した k%ルールがよく知られているが、ブンデスバンクはこれよりもプラグマティックな立場をとっていたとの見方が一般的

であり、同行内でもシュレージンガー副総裁などが保守的な考え方であったのに対し、ペール総裁はより柔軟であったとされている。ただ、本稿はあくまでも FAZ の論調に焦点を絞り、通貨量目標政策の理論・実践的な検討や評価には直接には立ち入らない。

BM 後の11月に、FAZ 紙上で通貨量目標問題が大きく取り上げられ始めた。中央銀行通貨量の伸び率は、1987年前半から目標を上回っていた（図表2）。この行き過ぎが市場の過熱とその後の暴落を招いたとの見方がある一方、これを抑えようとするブンデスバンクの金利高め操作が世界的な株価暴落の一因となったという、前述のような主に外国からの批判もあり、1988年の通貨量目標設定に注目が集まり始めた。

(図表2) 1997-1998年当時のブンデスバンク通貨量目標



Baltensperger [1989] より

FAZ は、ドイツの5大経済研究所が年末に発表する恒例の経済報告の通貨量に関する見解（記事タイトルは、政府の税制改革の評価であるが）を取り上げ、コラムで論評を加えた。

5大経済研究所は、ブンデスバンクの通貨政策の綱渡りが行き過ぎたのではないかと懸念している。通貨量の増加率は、2年連続で目標を上回っている。生産能力の成長を上回る通貨の拡大は、早かれ遅かれ物価上昇の加速につながるはずであり、1988年の目標は5%にすべしというのが、大勢の意見である。[FAZ87.11.3 Institute: Die Quellensteuer bringt nicht viel（研究所：源泉所得税は効果薄）]

経済研究所の貨幣量に関する勧告は、予想どおりだった。研究所はこれまでの通貨量増加率の事前公表に賛成していた。大勢意見は来年の伸び率を5%としており、①通貨供給を生産能力により見合ったものとする一方、②ブンデスバンクに、手綱を突然に引き締めないでも良いだけの行動余地を残すという、経済的・政治的配慮がうかがわれる。株式市場筋を中心に、資本・外国為替市場の混乱時にはマネタリズムの処方箋は適切ではない、とする向きが少なくないが、株式市場の低迷と為替市場でのドル売り投機に様々な理由があるとしても、通貨量の増加を極力安定的にすることがその一因でないのは確かである。[FAZ87.11.3 Das Geldmengenziel (通貨量目標), Bar. の論説コラム]

欧州で、ブンデスバンクと並んで、通貨量目標を金融政策運営の基本的な指標として掲げていたのが、スイス国民銀行<sup>4</sup>である。同行は、むしろブンデスバンクよりも、この路線を鮮明にしていた。そのスイス国民銀行が、翌年の通貨量目標をブンデスバンクに先駆けて発表すると、FAZ は論説コラムでこれを取り上げ、ブンデスバンクにも目標公表を促した。

ドイツでもスイスでも、通貨量は目標値を超えた。通貨量目標に反対する人々は無意味な習慣はやめべきだといひ、賛成する者の一部にも、目標をこれまで通り公表すべきかに迷いが生じている。しかし、スイス国民銀行は通貨量目標の設定は物価安定を目指す中央銀行の「中核的礎石」であるとして、これを堅持することを表明した。スイスもドイツも特殊要因を考慮せずに通貨量を硬直的に決めているわけではなく、株式市場の暴落後には流動性の増加を図った。目標にはズレが伴うことは誰でも知っている。それでも通貨目標の公表は金融市場および経済全体に方向性を示すうえで、重要である。[FAZ87.11.19 Schweizer Rat (スイスの忠告) Erl. の論説コラム]

その後、1987年10月の通貨量統計が発表されると、FAZ はこれを報道するとともに、「マネタリズムへの弔辞」とするかなり詳細な論評記事を掲載している。FAZ コラムによくみられる逆説的な表現で、記事の内容はブンデスバンク的マネタリズムへの賛歌といえる。

10月の中央銀行通貨量は、前年第4四半期比+7.8%と目標値である3-6%を大きく上回った。ブンデスバンクは、このオーバーシュートについて説明や理由を示していない。[FAZ87.11.24 p 13 Geldmengenzuwachs 7.8Prozent]

「ビジネスマンは経済の仕組みを理解していないが、その仕組みはうまくいく。経済学者は経済の仕組みを理解しているが、その仕組みはうまくいかない」という冗談がある。経済学者の多くは、マネタリズムは死んだとする。貨幣の定義もできないのに、それをコントロールできるのか。貨幣の流通速度

---

<sup>4</sup> スイスの中央銀行である Schweizerische Nationalbank にはスイスの中央政府である連邦政府は出資していない。このため、本稿では、国立銀行ではなく、国民銀行と訳出した。

が変化するなかで、その増減をどう解釈できるのか。

しかし、批判的論者の多くは、首尾一貫した通貨量政策の成功や失敗について勉強していない。ドイツではフリードマンよりはるか前の1940年代から、新自由主義的な学派の一部は、「通貨を過剰にするな！財政赤字を避けよ！中央銀行に政府からの確固たる独立性を付与せよ！」と書いていた。経済学は小数点以下まで細かく計測できないが、経済は精密機械ではなく、その必要はない。ドイツでは1950年代から1960年代にかけて物価上昇を2%半に抑えながら完全雇用を実現してきた。ドイツの通貨当局は、お金の蛇口を大きく開かなくても成長が可能であることを示してきた。

ドイツの通貨量政策は30年間成功した。多くの経済学者が十分な論証なしに政策当局を惑わそうとしているが、たまには冒頭の格言の逆が当てはまる。「経済学者にはなぜうまくいくのかわからないが、でもうまくいく仕組みもある」。[FAZ87.11.24 Grabreden für den Monetarismus (マネタリズムへの弔辞), Jochen Rudolph の寄稿記事]

12月に入ると、FAZ 紙は経済学者で、バーデンヴュルテンベルグ州中央銀行総裁（ブンデスバンク理事会メンバー）でもあるクローテン教授の寄稿論文を掲載する。長文の寄稿であるが、その大意は、次のとおり、ブンデスバンクの通貨量目標の設定方法と意義を解説するとともに、その堅持を訴えるものである。内容的には、M3 を目標とすることのプラスマイナスにも触れるなど、実際に発表されたブンデスバンクによる1988年目標を先取りする面もうかがわれる。

潜在成長力を基とした通貨増加量目標の発表は、政府、消費者および労使に金融政策の方向性に関する情報を早めに提供し、経済物価を安定させるうえで有効であった。最近、通貨量が目標を上回っているのは、外資流入や歴史的に低金利を背景とした現金需要の急増などによるものであり、仮に M3 で目標を設定していれば、範囲内にとどまっている。M3 にも時間的なラグなどの問題があり、直ちに中央銀行通貨量より優れているとは言えないが。

株価暴落の直接的契機は、ドイツ金利上昇に対するベーカー長官の意図的で思慮を欠いた怒りの発言であるが、基本的な原因は米国の財政赤字削減に関する信認の低下にある。

発表時期は多少ずれるとしても、引き続き通貨量目標を設定しなければ、ブンデスバンクが築いてきた信認が失われてしまうであろう。[FAZ87.12.5 Das Geldmengenziel nicht aufgeben (通貨量目標をあきらめるな), Norbert Kloten の寄稿論文]

ブンデスバンクは1988年の通貨量目標の年内発表を見送り、翌年に延期する。FAZ 紙はこれに不満を示す一方、多少延期されても、従来通り目標を設定し、公表することを求めている。

中央銀行理事会は、1988年の通貨量目標を1月に延期するようだ。企業も景気分析者も、現時点で株価の暴落とドル相場下落が景気に与える影響を的確に推察することは不可能である。Ifo 研究所の最近のアンケートも、期待がいかに不安定であることを示している。いま、中央銀行理事会が景気につい

て予測するのが難しいのは当然であろう。

しかし、これは通貨量目標決定延期の理由にはならない。ブンデスバンクが通貨量増加率を発表するのは、通貨量が景気の後追いをするような金融政策は行わないことを示すためではないのか。通貨量は、国民経済の実質供給能力を基に供給される。潜在生産能力の推計は、最近の金融市場混乱の直接的な影響とは関係がない。ドイツ経済の中期的な潜在能力は、今でもわかる。中央銀行理事会が、通貨目標を発表するのが12月なのか、1月なのかは本来どうでもよい。発表後の政策が揺るぎのないものでさえあれば。[FAZ87.12.5 Geldziel 1988 (1988年の通貨目標), Bar. の論説コラム]

ペール総裁の再任は、すでに前年6月に発表されていたが、FAZは1988年初に「マルクの擁護者」と題する、「第2期入り祝い」ともいえる記事を写真入りで掲載し、通貨量目標の設定・公表を促している。著者のBarbierは、前述の論説コラムの執筆者(Bar.)と同一のベテラン金融記者であると思われる。

ジャーナリスト出身のペール総裁は、中央銀行の貨幣価値安定の重要性を次のような比喻で説明する。「インフレは、歯磨きみたいなもので、チューブから出してしまうと元に戻せない」。まさに、いまペールが直面している問題である。ドル買い介入により大量のドイツマルクが出回る。経済のなかで回るお金は、いずれはインフレの種を発芽させる。この金を回収するのは不可能に近い。正式には1月1日であるペール総裁の第2期の始まりは、ドイツの金融政策にとっても、また総裁の威信にとっても決定的な時期となった。

ブンデスバンクは、よりによって市民・自由連立政権<sup>5</sup>の下で政治的圧力を受けており、同行が最も大切にすべき貨幣価値の保全を、為替相場の安定や金利操作に関する国際的な政治談合より下に位置付けることを迫られている。ペールがいまこの圧力に抵抗する羽目に陥っているのは、政治的な冗談ともいえる。ジャーナリスト、銀行協会幹部、経済省や首相府の局長、最後は財務次官という華麗な経歴は、社民党員であるペールが同党の政治家に仕えるなかで得た功績の賜物である。1980年の総裁任命には、当時野党のCDU/CSUは、政権の意のままの「政治的な総裁」になるとして、反対した。しかしペールはブンデスバンクの独立性を守り、政治的な妥協を排し、時には政府に嫌われながら、国内通貨価値の安定という目標を追求してきた。まさに、政治という生業を知っているからこそ、政治的な総裁にはならなかった。

ペールの再任を推薦したのは、市民・自由連立政権である。これからは、彼はこの政権に国際政治の圧力や国内政治の日和見主義に屈しないことを示さなければならない。今月後半には、彼が議長を務める会合が安定の旗を掲げるか降ろすかを決定する。ブンデスバンクがあらゆる圧力にもかかわらず貨幣価値の安定という責任を果たす気があるならば、「通貨量目標」の公表という形でこれを明確に示すこ

---

<sup>5</sup> 保守党であるCDU(キリスト教民主同盟)/CSU(キリスト教社会主義同盟: CDUのバイエルン地域政党)と中道右派政党であるFDP(自由民主党)の連合政権。

とができる。しかし貨幣量目標を設定せず、いわゆるプラグマティズムの道に舵を切ることもできる。これを決めるのはペールである。[FAZ88.1.6 Hüter der Mark (マルクの擁護者), Hans D. Barbier の解説記事]

ブンデスバンクは、結局、1月下旬に通貨量目標を公表したが、その際に指標を中央銀行量からM3に切り替えた。FAZ紙はこれを伝えるとともに、再びBar.による論説コラムでこの決定を歓迎している。

ブンデスバンク理事会は、本年の通貨量増加目標を3～6%と決定した。ただ目標指標としては、これまでの中央銀行通貨量に代えてM3が設定された。ペール総裁は、これは技術的な理由によるものとし、目標設定の前提である本年の潜在生産能力の成長率を2%と見込んだとした。[FAZ88.1.22 Der Zentralbankrat beschließt ein Geldmengenziel (中央銀行理事会は通貨量目標を決定)]

中央銀行理事会が1988年についても通貨量目標を発表したことは、ドイツの経済政策の質とブンデスバンクの威信にとって好ましいことである。同行は、物価の安定という目標を、政治的に求められている「プラグマティズム」の囁きのために犠牲にするつもりはないことを示した。中央銀行通貨量の方が良かったのか、M3の方が信頼できるのかについての議論は専門家に任せれば良い。M3の方が、人々の現金保有行動の変化に惑わされにくいという説明は、それほど誤っているようには思われないが。

今回の中央銀行理事会の決定には、国際政治的なメッセージもある。通貨目標の公表は、欧州における放縱な金融政策に、はじめて警告を示したのとも解釈できよう。[FAZ88.1.22 Für die Stabilität (安定のために), Bar. の論説コラム]

この発表で、通貨目標をめぐる報道は一巡するが、その後も、目標量の運営やその評価に関する記事が時折掲載されている。

ブンデスバンクの業務報告書は、米国やドイツなどの諸国は株式市場暴落の悪影響を防ぐために、「かなり拡張的な金融政策」を行っているとする。ドイツや日本、英国では、経常収支黒字国の為替上昇を抑え国内景気を支えるために、国内通貨の増加ペースが潜在生産力の拡大テンポをかなり上回っている。目標を上回る通貨量の増加がこのテンポで続けば、インフレの再燃を招く恐れがある、とブンデスバンクは指摘する。[FAZ88.4.15 Bundesbank warnt vor Inflationstendenz (ブンデスバンクはインフレ傾向を警告)]

ブンデスバンクのケーラー理事は、複雑な通貨情勢に対応するため、同行は通貨目標のオーバーシュートを容認しているとした。最近の通貨量の増加率は8%と、3～6%の目標を上回っている。[FAZ88.4.23 “Hoher Geldmengen-Zuwachs tolerierbar” (「通貨量の高めの伸びは許容可能」)]



ブンデスバンクは、本日コール首相も参加した理事会で新たな金融政策決定を行わなかった。理事会では、年央恒例の通貨目標中間検討を行い、3～6%の年間増加目標を維持することとした。[FAZ88.7.15 Zentralbankrat bleibt beim Geldmengenziel (中央銀行は通貨量目標を堅持)]

SPD のスポークスマンである Jens は、世界景気のリスクはまだ消えたわけなく、最近のブンデスバンクの実質金利引き上げは危険であるとして、同行は「自からが設定した通貨目標の囚人になっている」と批判した。[FAZ88.8.20 “Notenbank ist Gefangene ihres Geldmengenziehs” (中央銀行は通貨量目標の囚人)]

1988年末になり、翌年の通貨量目標の発表予定時期が近付くと、FAZ は Barbier 記者によるかなり詳しい論説記事を掲載している。

経済政策や投資家、貯金者、労使の決定にとって重要な目印となる通貨量目標をブンデスバンクが発表するのは、これで15回目になる。1974年の初公表から多くの批判があった。通貨量の概念についても様々な意見があり、ブンデスバンク自身、本年から M3 という最広義の定義に切り替えた。最も重いのは、目標が守られていないとの批判であろう。これまで、目標が達成された年は少ない。しかし目標が達成されなかったこと自体、政治的な圧力との妥協の結果であり、通貨目標設定の必要性をむしろ裏付けているともいえる。

総じて、通貨量コントロール政策は成功している。通貨量の変化とインフレ率の間に基本的な因果関係があることには疑いが無い。この政策は、物価水準の安定に寄与しただけでなく、金利について、ドイツの資本・金融市場にある程度安定的で信頼できる予想を提供した。金利や通貨量の大きな変化はあまり起きなかったし、起きたとしても、多くは政治的な発言や野心的な「遠隔操作」の試みのためであった。

EMS 参加国はドイツの物価安定政策を評価しているわけではない。サミットや大臣会合では、ブンデスバンクに不可能なことが求められる：マルクの購買力を護れ、金利を低く抑えよ、為替相場がある時はこの国、ある時は別の国にとって有利な水準に導くべきだ、といったものである。これに応えようとすれば、不安定をもたらすだけである。通貨量目標の発表によって、ブンデスバンクは金融・為替相場という見通しにくい景色に、ある程度信頼できる目印を提供している。[FAZ88.12.15 Ein Pflock in der Währungslandschaft (通貨という景色の中の目印杭), Hans D Barbier の論説記事]

結局、ブンデスバンクはその直後に翌年の通貨量増加目標を発表するが、従来の目標レンジの提示を取りやめ、単一の目標増加率を示すこととした。なお、この発表は、ロンバート金利の引上げと同時行われている。FAZ は、この発表とそれに対する政府の支持を伝えて、論説コラムも掲載しているが、目標設定方式については特に立場を示していない。

ブンデスバンク理事会は、1989年第4四半期のM3増加率を前年同期に対して5%とし、同時に、ロンバート金利を5%から5.5%に引き上げることも決定した。これについてペール総裁は、経済環境の変化に対応するため、金融緩和姿勢をやや緩めたものであり、金融引き締めではないとしている。[FAZ88.12.16 Bundesbank: Geldmengensteuerung mit Punktziel (ブンデスバンク：通貨量コントロールは点で)]

シュトルテンベルグ財相は、ブンデスバンクが信頼すべき安定政策のシグナルを発生し、経済外環境に適切に対応しようとしている、とした。[FAZ88.12.16 Bundesbank gibt Stabilitätsziel Priorität (ブンデスバンクは安定目標を優先)]

ブンデスバンク理事会は、本年最後の会合で、安定政策継続の意図を強調する決定を行った。金融引き締めではなく、緩和の程度を緩めるだけであるとの説明があったが、市場はメッセージを理解したようである。昨年と異なったのは、通貨量が目標レンジではなく、目標圏として示された点である。[FAZ88.12.16 p 13 Für die Stabilität (安定に寄与), Erl. の論説コラム]

## 5. 独仏金融経済会議と欧州中央銀行

(独仏金融経済会議)

次に、独仏金融財政会議をめぐる報道と論調についてみてみよう。

独仏金融経済会議については、当初から、これが単なる協議のための会合なのか、ある程度の法的な制約を伴うのかが、問題となっていた。

発端は、1987年11月に行われた独仏閣僚会議で金融経済に関する会議の創設が仏首相より提案され、これを基にコール首相とミッテラン大統領の間で原則的な合意が成立したことにある。すでに方向性が固まっていた両国間の安全保障会議の金融経済版として最高首脳レベルで打ち出され、翌年1月にコペンハーゲンでの予定されていた欧州首脳会議で農業、金融、構造政策分野の欧州改革に発展させることが想定されていた。

第50回独仏閣僚協議でシラク仏首相は、コール首相とミッテラン大統領の発案による共同防衛会議とともに、主に通貨問題を議論する経済金融会議について取り決めることを提案した。この「調整委員会」は、来年1月に防衛会議と同時に制度化する予定である。

協議後コール首相は、両国は金融通貨に関する難しい問題につきEMSの枠組みにおいて信頼に基づき協力することを強調した。ミッテラン大統領は、安全保障分野とともに金融通貨問題の分野における「平行性」の重要性を指摘し、国際金融問題に同盟国が「それぞれ自分のために」ではなく、協調して当たることを求め、12月のコペンハーゲン欧州首脳会議での決定が重要になるとした。[FAZ87.11.14

Chirac schlägt Gründung eines gemeinsamen Wirtschaftsrates vor]

この会議の設置は、安全保障・防衛に関する協議といわばセットで会議体を創設する、というフランス側の提案にコール首相が「乗る」首脳レベルの決定という形で進んだ。ミッテラン大統領が防衛問題と同様に金融問題でも強調する「平行性」が、EMSにおけるドイツおよびマルクの主導的地位を嫌い、他の欧州諸国、なかでもフランスに配慮を求めているのは明確である。財相・中銀総裁レベルの議論ではなく、コール首相が仏提案に「乗る」姿勢を示したことを、ブンデスバンク側は警戒する。さらに外交問題に関する首脳レベルの決定であったため、後述の欧州中央銀行問題とともにゲンシャー外相がかなり前面に出てきたこと、1988年はドイツがEU議長国となり、コール首相が欧州問題に前向きに取り組む姿勢を示したことも、問題を複雑にし、政治性を帯びさせた。

12月のコペンハーゲン会議は失敗に終わる [FAZ87.12.7 Die Europäische Gemeinschaft zerstritten Kopenhagener Verhandlungen gescheitert (EUは物別れ、コペンハーゲン交渉失敗)が、金融経済会議に関する独仏取り決めは予定通り、翌年1月に結ばれることになる。

これについてFAZは、前章で取り上げた1988年通貨目標決定を伝える記事の後半で触れ、副総裁の発言をとりあげるとともに、やや抽象的なコラム記事で論評している。

ブンデスバンク理事会は、独仏金融経済会議への総裁の参加を決定した。ただし、同会議に関する独仏間条約を法律的に検討し、ブンデスバンクの金融政策上の独立性が制約を受けないことが確認されることを条件とした。[FAZ88.1.22 Der Zentralbankrat beschließt ein Geldmengenziel (中央銀行理事会は通貨量目標を決定)]

シュレージンガー副総裁は、日曜日のラジオ放送で、ブンデスバンクは独仏金融経済会議に関する独仏間条約について、同行の金融政策の独立性を保証する項目が盛り込まれると考えている、とした。[FAZ88.1.25 Die Bundesbank besteht auf ihrer Unabhängigkeit (ブンデスバンクは独立性を堅持)]

共同体を前に進めようとするとき、誰もが自分の考えを無制限に押し通すことはできない。妥協が、すべての決定の基礎となる。ドイツはこの通貨政策に係る原則を、これから他のEMS加盟国から何度も思い出さされることになろう。[FAZ88.1.27 Die Kehrseite der Integration (統合の裏面) Heinz Stadelmanの寄稿記事]

この独仏金融経済会議は、当然、政治的にもかなりの注目を集め、FAZは与野党の有力政治家の発言を報じている。ラムスドルフは、元経済相で連立与党FDPの大物議員であった。同党からコール内閣に外相として入閣しているゲンシャーは欧州金融統合に前向きであり、FDP内には独仏金融経済会議に対する考え方に温度差があったようである。野党SPD(社会民主党)ではシュミット前首相が積極的な欧州統合主義者で、ペール総裁とはかねてから対立していた。

ラムスドルフは、独仏金融経済会議に関する独仏条約の前文に、ブンデスバンクの貨幣価値安定義務を明確に掲げるべきだとした。[FAZ88.2.3 Lambsdorff verlangt Stabilitäts-Präambel (ラムスドルフは安定の前文明記を要求)]

SPD 党首フォーゲルは、ブンデスバンクは独仏間の密接な経済政策協力を抵抗すべきでない、とした。国際法上の制約を伴う独仏金融経済会議条約の内容について同行が連絡を受けたのが締結の24時間前だったことに不満なのは理解するが、これは事務的なミスに過ぎない。欧州統合には、統一の通貨とこれに責任を持つ中央機関が必要である。[FAZ88.2.13 Vogel kritisiert die Bundesbank (フォーゲルはブンデスバンクを批判)]

金融経済会議に関する独仏間条約については、両国政府首脳間で合意が成立したものの、これを国会でどのように批准するかは、政治的にもかなりの争点となる。その論議について、FAZ 紙は、ブンデスバンク寄りの論調で報じている。

CDU/CSU のワーキンググループと一部FDP議員は、独仏金融経済会議に関する独仏間条約について議論した。参加者は、同会議は協議機関であり、ブンデスバンクの独立性を制約するものであってはならないという点で合意した。しかし、誰もが望ましいとするこの独立性をどう担保するかは決定されていない。条約前文に盛り込む案もあるが、これにはフランスとの再交渉が必要となるため政府は否定的で、批准法の理由説明においてブンデスバンクの独立性に触れる、という案が優勢のようである。とくに、ゲンシャー外相がこの線を主張しているとされている。

与党の経済政治家はより強く踏み込むべきだと考えており、この取り決めによって現行国内法が影響を受けない一般的な限定条項を盛り込むよう主張している。[FAZ88.3.9 Unabhängigkeit der Bundesbank sichern (ブンデスバンクの独立性を確保する)]

昨日、ボンの財務省で第1回独仏金融経済会議が開かれた。この会議に関する条約の批准法はまだ定まっていない。与党の「経済」および「財政」のワーキンググループは、同会議が少なくとも当面は協議機関にとどまることで合意した。両グループとも、「ブンデスバンクの独立性に関する現行法に抵触しない」保証が必要としている。[FAZ88.3.22 Tauziehen um eine unabhängige Bundesbank (ブンデスバンクの独立性をめぐる綱引き)]

結局、この問題は10月の独仏首脳会談直前に、ドイツ側の批准案の付属念書にブンデスバンクの金融政策運営の制約要因にならないことを明示することで決着し、翌月連邦議会に提出されることとなった。

政府は、コール首相とミッテラン仏大統領の会談を控え、独仏金融経済会議に関する批准案に、同会議が協議機関であり決定機関ではないことを明示することした。既に1月22日に署名されている条約のドイツ議会とフランス国民会議での同時批准を可能にするべく、同案の決定が急がれていた。[FAZ88.10.13 Deutsch-französischer Wirtschaftsrat kein Entscheidungsorgan (独仏金融経済会議は決定機関ではない)]

政府がブンデスバンクの懸念を真剣に取り上げたのは良いことだ。独仏金融経済会議は単なる協議機関で決定権限をもたず、ブンデスバンクの独立性は明確な文言で定められる。このことは、フランスにも事前に告げられた。EMSにおけるドイツマルクの過大なウェイトを減らしたいなら、最善の処方箋は、ドイツでは当たり前の安定政策の基本原則を取り入れることである。[FAZ88.10.15 Die Denkschrift (念書), Bar.の論説コラム]

本日、議会に独仏防衛安全保障会議と独仏金融経済会議に関する法案が提出される。政府は、後者に関するブンデスバンクの懸念について、同会議が協議機関であり決定機関ではないことを付属念書で明確にしておき、これにはフランス側も了承している。[FAZ88.11.11 Bundesbank behält ihren Handlungsspielraum (ブンデスバンクは行動の自由を確保)]

この間のブンデスバンクと政府や与野党とのやりとりについて、長年同行をウォッチしてきた Marsh [1992] は、次のようにまとめている。

1987年11月にドイツ政府はフランスとの間で、両国の経済政策の「調和」を目的とした独仏金融経済会議の創設を決定したが、これにはペールとブンデスバンク理事会は腹をたてていた。これが有効になれば、ブンデスバンクはフランスとの事前協議なしに金融政策を決定することができなくなる。その後、ブンデスバンクは、協議会の審議内容が同行の行動を制約しない、単なる意見の交換を内容とするものに薄めることに成功している。

(欧州中央銀行)

独仏金融経済委員会設立と微妙に関係する欧州共同通貨と欧州中央銀行創設に関する議論も、この時期の FAZ 紙面を賑わしている。ただ、これはドロール委員会による検討と報告書策定(報告書の提出は、本稿の対象期間後)、その後の長期にわたる各国交渉を経て、最終的に欧州中央銀行(ECB)設立と単一欧州通貨ユーロの導入に至る一局面に過ぎない。本稿では、ゲンシャー外相による問題提起、ブンデスバンク側の対応とその論評に絞ることとしたい。

フランスは、かねて金融・通貨問題に関するドイツの主導権を不満に持っており、欧州通貨同盟の設立に積極的であった。FAZ はこうした動きをやや穿った姿勢で伝えている。

ミッテラン大統領はドイツへの公式訪問を締めくくるにあたり、欧州共同体による共通中央銀行の設立を求めた。[FAZ87.10.23 Mitterrand fordert EG-Zentralbank (ミッテラン欧州中央銀行設立を求める)]

フランスのシラク首相、パラデュール蔵相、フランス銀行デラロジエール総裁は、新しい世界通貨システムの創造、EMS改革と共通通貨を発行する欧州中央銀行の創設を強く訴えた。フィガロとルモンドが全面記事でこれを報じ、テレビやラジオも派手に取り上げた。ただ、これが本気なのか、間近に迫った大統領選のためなのかは、明確でない。[FAZ88.1.21 Paris will ein neues Währungssystem für die Welt und Europa (パリは世界と欧州に新しい通貨制度を望んでいる)]

ここに、ドイツ側から、ゲンシャー外相のメモという形で具体的な動きがでてきた。ゲンシャーは連立与党である FDP の元党首で副首相も兼務していた大物政治家である。欧州統合は外務大臣の所掌範囲ではあるが、金融政策運営にも大きく影響を与える問題だけに、これはドイツの金融界にかなりの波紋を投げかけた。FAZ は、ブンデスバンク側の戸惑いを報じるとともに、さっそく反対の論陣を張っている。

ドイツが議長国を終える6月末に、欧州委員会は欧州通貨同盟と欧州中央銀行設立に向けてのシグナルを発するべきだ、とのゲンシャー外相のメモが明らかになった。各国首脳が「5-7人の賢人」会議に、欧州通貨圏と欧州中央銀行設立に関する基本案を1年以内にまとめるよう諮問し、この専門家会議は、移行過程に必要な措置についても検討する。Ecuは、まずは並行通貨、その後は共通通貨として位置付けるべきとする。[FAZ88.2.27 Genscher will Signal für Währungsunion setzen (ゲンシャー、通貨同盟へのシグナルを求める)]

ブンデスバンクは、通貨問題を財務大臣ではなく外務大臣のゲンシャーがリードしようとすることに、やや戸惑っている。ゲンシャーも、通貨価値の安定に関してはブンデスバンクが模範となるべき、という点では、同行の立場と余り変わらない。しかし、ゲンシャーが経済同盟と通貨同盟の推進を平行的に進めようとしていることについては、意見が分かれるかもしれない。[FAZ88.3.1 Bundesbank prüft Genschers Währungsvorschläge (ブンデスバンクはゲンシャーの通貨提案を検討)]

ゲンシャー提案に、ブンデスバンクが留保を示したのは理解できる。ペール総裁も、欧州経済統合プロセスは、最終的には一つの通貨と一つの中央銀行という冠を戴くことになるとしているが、それには経済政策上の前提があることを繰り返し強調している。ゲンシャーは1年で最終案をまとめたいようだが、設立後10年経っても EMS には5か国しか参加していない。英国は不参加だし、フランスはドイツの金融面での協力が足りないと訴えている。ゲンシャーの高度飛行は政治的には正しいかもしれないが、通貨政策の現実を見失っている。[FAZ88.3.1 Genschers Höhenflug (ゲンシャーの高度飛行), std. の論説記事]



ブンデスバンクは、ゲンシャール案が FDP 党としてのもので、政府を代表したものではないと確認する。FAZ は、現時点での欧州中央銀行は幻想とする Issing 教授の寄稿論文を全面記事として掲載し、ゲンシャール構想に反対の立場を示している。同教授は、1990年にブンデスバンク理事になり、のちに ECB の理事やチーフエコノミストを務めている。

一方、FAZ は欧州中央銀行推進派の中心である、シュミット首相の発言も報じている。

ペール総裁は、欧州中央銀行に関するゲンシャールメモは FDP 案に過ぎないと考えており、欧州通貨制度の今後の在り方について政府が公式に取り組み段階で立場を示す、とした。[FAZ88.3.11 Pöhl warnt vor Europa-Illusionen (ペールは欧州幻想に警告)]

EC 内で、財・サービスの交易に対する関税やその他の障害が後退するにつれ、様々な国の通貨が存在することに伴うリスクが障害として目立ってきた。EMS を提唱したジスカールデスタン大統領とシュミット首相は、当初からこれが通貨同盟への中間段階であることを強調していた。金融統合は政治的な統合の道を均す、という古くからの考え方がある。今がこの最終目標への勇気ある一步を踏み出すべき時だ、とバラデュール財相やゲンシャール外相のような有力政治家が声高に唱えている。しかし、各国が独立した財政政策を欲する限り、それぞれ独自の金融通貨政策を放棄して統一の中央銀行に委ねることはあり得ない。

Ecu を徐々に統一通貨に育てるという考え方は幻想だ。Ecu は様々な通貨の平均でしかなく、一国通貨という優れた代替物との競争に勝てない。プラグマティズムでこれを乗り越えればよい、とする向きもあるが、理念なき金融・通貨政策というプラグマティズムの裏面は、常にインフレであった。統合を、「問題はどこに行くのではなく、一緒に歩むことだ」という考えで進めてはならない。欧州諸国が最近インフレとの共同の戦いにある程度の成果を上げたのは確かだが、これは通貨価値を堅持しつつ通貨を統合するための基礎としてはあまりにも脆弱である。政治的な統合を伴わない通貨統合は幻想である。[FAZ88.3.12 Europäische Notenbank-ein Phantom (欧州通貨同盟：一つの幻想) Otmar Issing の寄稿論文<著者による大幅要約>]

シュミット前首相は、シンポジウムでドイツは自国の安定政策を強調しすぎであり、とくにブンデスバンクは欧州通貨同盟と統一中央銀行への道におけるブレーキとなるべきではない、とした。欧州中央銀行は、第一に独立性を有し、第二に安定指向であるべきで、第三に意思決定に際し連邦的な要素も中央主権的な要素も備えるべきである。欧州中央銀行を欧州経済統合の最終的な冠と考える、政府やペール総裁の考え方は間違いである。[FAZ88.4.21 An deutscher Stabilitätspolitik muß Europa nicht genesen (ドイツの安定政策で欧州が健全にとは限らない)]

結局、ゲンシャール案は EU の財相・中央銀行総裁には受け容れられず、欧州中央銀行問題は専門

家グループではなく、各国財相・中央銀行総裁等がメンバーとなるドロール委員会で検討されることになる。これをFAZは好意的に報道するが、警戒的な姿勢は続ける。

EC財相・中央銀行総裁は、週末の非公式会議において、欧州中央銀行案を専門家に諮問するというゲンシャー案を受け入れないことに合意した。参加者の一人は、「ゲンシャー案は死んだ」とした。議論の中心は共同体域内の資本市場の自由化であり、EU 12か国のうち8か国は1989年末までに全ての外国為替規制を撤廃することに原則合意した。[FAZ88.5.16 Genschers Vorschlag stößt auf Ablehnung (ゲンシャー案を拒否)]

財相・中央銀行総裁は、ゲンシャー案に全員一致で反対した。大臣たちはゲンシャーにノーを突き付け、今後は自分たちの手でことを動かす意思を示した。ただ、ゲンシャーの突撃にはまだ決着がついたわけではない。コール首相がゲンシャー外相とシュトルテンベルグ財相のどちらにつくかという難しい選択が残っている。[FAZ88.5.16 Gegenwind für Genscher (ゲンシャーに逆風)]

ブンデスバンクも、ペール総裁名の全面記事論文をFAZに投稿し、その立場を鮮明にする。その要旨は、次のとおりである。

欧州通貨統合が望ましいことは論を俟たない。しかし、それには1970年のヴェルナー報告でも既に指摘されている、①通貨間の完全かつ不可逆的な交換性、②為替平価の永久的な固定、③完全な資本取引の自由化が必要であり、経済、財政、および金融の分野にわたる国内権能のECへの移譲という、極めて困難な政治プロセスが不可避である。Ecuのような並行通貨は、資本取引や外国為替規制が除去され、為替相場が安定する状況の下では魅力に乏しく、その普及と発展により統一通貨圏に近づこうという考え方は現実的でない。

欧州中央銀行には物価安定という単一の目標を付与すべきである。またECの補完性原則によれば、同行は中央集権的ではなく連邦主義的な組織とすべきであるが、その合意は困難である。さらに、各国には保有外貨準備の一部を手放すことに対する反対も強い。

ブンデスバンクの優越を修正し、システムをより対称的なものにすべきとの声があるが、これは非現実的である。欧州全体としての通貨創造に関するルールを欠いたまま欧州中央銀行構想を性急に推し進めることには、大きな危険が潜む。[FAZ88.5.28 Die Vision eines europäischen Währungsraumes Was zu tun wäre (欧州通貨圏構想 何をすべきか), Karl Otto Pöhlによる寄稿論文<著者による大幅要約>]

結局、欧州中央銀行問題は、1988年6月のハノファー欧州首脳会議において、EC各国中央銀行総裁12名に数人の専門家が加わるドロール委員会に委ねられることになるが、FAZは各首脳がこれに満足していることを伝えるものの(FAZ88.6.29 Erster Schritt zu einer Wirtschafts- und

Währungsunion [経済通貨同盟への第一歩]), とくに論評は加えていない。

こうした独仏金融経済会議や欧州中央銀行構想をめぐる外圧に関し、FAZ はペール総裁に対する独占インタビューを、論説コラムなどでたびたび登場する Barbier 記者の投稿記事として掲載している。本章の最後に紹介したい。

経済政策の国際協調に関する取決めや組織は、ブンデスバンクの行動能力と独立性を不必要に危うくする。政治家は、国際的な意見交換の場において、我々がどれだけ抵抗せざるをえなかったか、安定路線のためにどれだけ非難を受けてきたかを理解していない。経済政策の協調に反対ではないが、順序が間違っている。まずは各国が、経済、財政および金融政策の目標—安定、成長、雇用—を定めるべきである。そうすれば、各国が望む為替相場の安定は達成される。

自由なフローティングは期待外れで、為替相場の変動は理論的に予想されているよりも大きかった。統一的な、安定を指向した経済政策は、変動幅を小さくするのに貢献できるのではないか。ただ、各国が、自国の利益を長期にわたり為替相場の下位に位置付ける用意があるかについては、懐疑的だ。国を超えた為替相場の安定のために国内目標をどこまで犠牲にすべきかは、最終的には政治の問題である。[FAZ88.9.20 “Die Bundesbank in den Zwängen der Außenpolitik” (「外圧に晒されるブンデスバンク」)]

## 6. ブラックマンデー後の金利政策

1997年10月19日にニューヨーク市場で発生した株価の暴落は、翌日以降、世界各国の株式市場に波及した。

市場乱高下の深因は、流動性の充満にある。これが過去数か月の株式市場高騰をもたらし、インフレ再燃に対する懸念を醸成した。これに米国の財政・国際収支の持続的な赤字に対する不安が加わり、アメリカの資本市場で金利水準が大きく上昇していた。[FAZ87.10.20 Großer Kurssturz an allen Aktienbörsen (すべての株式市場で相場暴落)]

ドイツの外国為替市場は、世界的株式市場暴落の割には平静な反応を示した。ブンデスバンクは11.9百万 DM のドル買い介入を行った。市場関係者は、これを最近のブンデスバンクの金利政策に対するアメリカ政府の“激しい攻撃”への適切な対応と受け止めている。

週明けに短期金利が先週末の3.85%から一時的に3.95%に上昇したのをみて、ブンデスバンクは短期資金を3.75%で注入した。これについて、ケーラー理事は市場を落ち着かせ国内金利の上昇を防ぐためのものであると説明した。[FAZ87.10.20 Der Dollarkurs fällt auf 1.77DM (ドル相場は、1.77DM に下落)]

ペール総裁はフランクフルトにおける講演で、ブンデスバンクは長期金利の上昇を望んではおらず、むしろ反対だ、と強調し、ドル相場は主要国当局が2月に望ましいとしたルーブル合意の水準にあると指摘した。また、国際的な金利上昇の起点は、アメリカの二重の赤字とインフレに対する懸念にあるとした。

シュトルンベルグ財相、ベーカー財務長官とペール総裁は、19日に3時間にわたる会合を持った。ボンの消息筋は、この会合は前向きのものであり、ドイツの金利政策に対するベーカーの根拠を失ったとした。

SPD のロートは、政府は政策判断の誤りにより世界的な株式市場危機をもたらしたと批判し、ドイツおよび欧州共同体の金利は低くすべきであると主張した。一方、FDP のゲンシャーは、最近の出来事はドル相場の展開についてのベーカー財相の「ドラマチックな発言」によるところが大きいと指摘した。[FAZ87.10.21 Nach den Kurs-Einbrüchen in Wall Street eine “Kettenreaktion” rund um die Welt (ウォールストリートでの相場暴落のあと、世界中で「連鎖反応」)]

1929年の株価暴落と今回は異なる。当時は銀行が破綻し、金融取引が停止されて経済が大混乱に陥ったが、今回は数日中に各国中央銀行が金融システム維持に必要な流動性を供給するであろう。ただ、中央銀行も市中銀行も顧客の流動性を「保証」することはできないという点では当時と同じであり、さらに当時は存在しなかったユーロ取引や電子取引の影響もある。それでも、1930年代の大経済危機を持ち出すまでのことはない。[FAZ87.10.21 Das ist nicht der Schwarze Montag (これは BM ではない) Heinz Brestel の投稿記事]

21日の相場回復のあと、22日は各国でかなりの下落となった。ブンデスバンクは、年に1度のベルリンでの会合で、新たな決定を行わなかった。シュトルンベルグ財相が予定通り参加したこの会合における議論の中心は、当然ながら最近の激しい出来事であった。ブンデスバンクの対応についても、説明や批判があったようだ。ここ数カ月の貨幣量の急速な増加や、アメリカの通貨・財政政策については、理事会メンバー間でも判断が分かれているものと思われる。[FAZ87.10.23 Wieder starke Ausschläge an den Finanzmärkten (金融市場に再び打撃)]

政治家や銀行家は、市場の弱気を和らげるため、米国の経済成長見通しの改善、貸出金利の低下、中央銀行による流動性注入や経済の基礎指標の底堅さを指摘する。

相場暴落のあとは儲けるチャンスでもある、というのが市場の基本中の基本である。こうした楽観を試すようであれば、株式市場は株式市場でない。経済状況や国際的金融関係に関し、繰り返して政治家の責任が挙げられるが、投資家の信頼を取り戻すには市場自体の努力も必要である。ドイツの銀行家には、株式投資のチャンスも指摘する義務もある。[FAZ87.10.23 Auch ein Börsen-Test (市場も試されている), Bar. の論説コラム]

FAZ は、ブンデスバンクにより踏み込んだ政策変更を求める内外の批判についても伝えている。

ワシントンでは、米国政府がドイツおよび日本との間で経済政策協調に関する会合を準備しているとの噂が出ている。財政赤字削減にホワイトハウスと議会が合意することを前提に、独日両政府がドル相場低下を容認し、両国中央銀行が協調利下げに踏み切り、さらに財政政策などによる景気刺激策を強化するというものである。[FAZ87.10.31 Gerüchte über “Wirtschaftspakt” (「経済合意」の噂)]

CSU 党首でもあるバイエルン州シュトラウス首相は、政府の減税策を支持する講演のなかで、ブンデスバンクによるレポ金利の0.25%引き上げは、実体経済には意味がなかった一方で心理的には破滅的なものであったとし、同行理事会は内向きに偏り、ドイツ経済の国際的な結びつきを軽視し過ぎていると批判した。[FAZ87.11.3 Steuerreform stützt die Konjunktur (税制改革は景気を支える)]

こうした中で、ブンデスバンクは11月5日の理事会で、公定歩合を据え置く一方、これに次ぐ政策金利として位置付けられているロンバート金利とレポ金利を引き下げた。FAZ は、この政策決定について報じるとともに、やや斜に構えた評価を下す一方、米国の政策姿勢を強く批判している。

ブンデスバンクは、シュトルトンベルグ財務大臣も参加した理事会でロンバート金利を5%から4.5%に引き下げ、あわせてレポ金利も3.8から3.5%に引き下げ誘導する一方、公定歩合は3%に据え置くとした。これは、ドルやEMS通貨に対するマルク相場の安定と金融市場の緊張緩和のためのものである。本日の政策決定は、フランスの通貨当局と協調して行われた。英国とオランダは、既に先週中央政策金利を引き下げている。[FAZ87.11.6 Die Bundesbank setzt ein doppeltes Zinssignal (ブンデスバンクの二重の金利シグナル)]

ブンデスバンクは、注意深く揉め事から手を引いた。ロンバート金利とレポ取引金利の引き下げは、ドイツの金利水準に大した影響を与えない。実際問題として、中央銀行理事会が何らの決定を下さなくても全く問題はなかった。しかしワシントンからの政治的な圧力に対し、理事会はジェスチャーだけは示すことにしたのである。ブンデスバンクは、国際的な金融為替政策協調を拒むつもりはないことを示す一方、公定歩合の維持により、金融政策緩和という「シグナル」までは発しないことを明確にした。数週間後に1988年の通貨量目標を発表する際に、ブンデスバンクは安定路線にどれだけ真剣に取り組んでいるのかを明確にする必要がある。[FAZ87.11.6 Geste aus Frankfurt (フランクフルトのジェスチャー), Bar. による論説コラム]

世界中の株式市場暴落のあと、ドルは息をのむような速さで戦後最低水準に下落した。いま、アメリカの経済政策の問題が外為市場などのバロメータで示されている。共和党政権は、選挙がある来年には

絶対に景気後退を招いてはならず、そのためにはドル下落もやむを得ないと思っている。巨大な国内市場を持つ国として為替相場にはあまり興味を持たないというこの姿勢は、米国にとって新しいものではない。昔のアメリカ財務長官は、「ドルはわが国の通貨だが、ドル問題はあなた方の問題だ」と明言していた。

この問題をまともに突き付けられるのがブンデスバンクだ。欧州友好諸国との間で微妙な金利引き下げを決定した時、ワシントンはドルの安定を実質的に放棄したのである。ドル危機は、アメリカが国内政治要因のコストを友好諸国に押しつけようとすることで生じている、国際的協力に対する信認の危機ともいえる。[FAZ87.11.7 Vertauenskrise (信認の危機), JJ. の論説コラム]

その後も、各国株式相場やドル相場は振れを示しつつも、下落傾向を続ける。しかし、FAZ 紙は、ドル安の基本原因は米国財政赤字にあり、ドイツとしては安易な金融緩和政策をとるべきではないとの論陣を続ける。

証券市場は新たなショックに見舞われ、強気だった投資家も平静を失った。介入にも関わらず 1.65DM を割るドルの弱さも、市場の雰囲気さをさらに悪化させた。しかしアメリカは態度を変えておらず、これをグリーンズパン FRB 議長は BIS 会議で各国中央銀行に再確認させた。週末には G7 が予定され、市場は政治家の前向きなシグナルを待っている。思慮を欠く発言は、大きな損害を招きかねない。[FAZ87.11.11 Ein neuer Schock (新たな衝撃)]

ドルの大幅下落に対する財界や企業の受け止め方は、これまでのところ、驚くほど控えめである。確かにドイツ工業会会長は政治的な対応を急ぐべきとし、機械製造会会長も最近の展開は危機的というが、ドル下落が輸出産業にもたらす影響について、パニックに陥る必要はない。ドル圏は重要ではあるが、最大の輸出先ではない。欧州諸国との取引も多いし、米国における現地生産もある。ドイツの資本財はアメリカでは生産していないか、そもそも生産できない。競争相手である日本経済も、ドイツ経済と同様の打撃を受けている。全く無傷というわけにはいくまいが。[FAZ87.11.12 Besonnenheit (冷静)]

米国は、ドルを市場に委ねると決め込んでおり、ドルの安定や財政赤字の削減を目指す政策をとる状況にはない。当地の経済政策アドバイザーの多くが、経済政策協調に反対している。ドル相場を固定すると金融政策の自由が失われるし、民間資本は、いったん市場が底を打ったとみれば再び力強く流入するだろうという見方である。米国の経常収支赤字を打消すには、さらに大きなドル減価が必要との意見もある。

市場関係者の多くは、緊急の流動性供給に応じたあと、中央銀行がどうするかに注目している。本来、為替相場は中央銀行の担当範囲ではなく、長期的にみれば中央銀行が低金利に伴うインフレ懸念を見逃すことはないであろう。[FAZ87.11.12 Der Dollar soll dem Markt gehören (ドルは市場のもの), Wilhelm Seuß (米国特派員と思われる) 名の投稿記事]



米国ではインフレ許容的な貨幣供給が行われているが、実質金利の高さを勘案すると、景気の上昇傾向は弱まろう。ドイツでは、ドル相場下落によりインフレ率格差を勘案しても、輸出は困難になり、内需も株価下落の資産効果から弱まるであろう。

ドイツは、景気上昇局面の晩期に差しかかった。必要なのは資金を潤沢にすることではなく、投資の採算がとれるようにコストを引き下げることである。償却を自由化し、課税後の投資採算改善につながるような税制改正を前倒し実施すべきである。[FAZ87.11.13 Wirtschaftspolitik nach der Baisse (相場下落後の経済政策), Hans.D.Barbier の解説記事]

FAZ が強気一方であったわけではなく、この時期にはやや弱気の見方を示す記事もある。

金融市場の劇的展開の4週目が終わったが、週半ばから水平線に希望の光が見え始め、ドルは少し持ち直している。しかし、米国政治家の思慮を欠いた発言や、予想外の指標の発表があれば、この光はすぐに明るさを失う。1929年の大暴落時も株価は少し持ち直したあと、1930年代に本格的に低下した。各国中央銀行が金融政策緩和に踏み切ったほかは、世界経済の難しい状況は基本的に変っていない。落ち着かない状況がまだ何週間も続こう。[FAZ87.11.14 Von Woche zu Woche (週替わり) JJ. の論説記事]

ブンデスバンクは、11月19日の理事会では政策金利を据え置いたが、翌週には、ロンバート金利と同時に3.8%に引き下げていたレポ金利をさらに3.5%へと大きく引き下げた。

FAZ 紙は、このタイミングで経済学者によるドル安の背景についての解説論文を掲載し、為替介入には意味がない一方、ドイツの実質金利高からみて、金利引下げは貨幣量の安定的な増加というブンデスバンクの政策と矛盾しない、という考え方を紹介している。一方、利下げに関し FAZ 記者による論説記事やコラムは見当たらない。

一部には、公定歩合を0.25%ないし0.5%引き下げるのではないかと憶測もあったが、ブンデスバンク理事会は、政策金利をひとまず据え置いた。アメリカが財政赤字削減について決定できるのか見極めようとしたのではないかと、との声も聴かれる。[FAZ87.11.20 Die Bundesbank läßt die Leitzinsen unverändert (ブンデスバンク政策金利を据え置き)]

ブンデスバンクは、レポ金利を3.5%から3.25%に引き下げ、これを受けコールレートは3.5%から3.4%に低下した。ブンデスバンクに歩調を合わせ、オランダ中央銀行は公定歩合を4.25%から4.0%に引き下げた。内外市場は、こうした動きを主要国の経済通貨当局が政策協力に真剣に取り組んでいるものと好意的に評価し、ドル相場は上昇した。[FAZ87.11.25 Bundesbank senkt überraschend die Zinsen (ブンデスバンクは予想外の金利引下げ)]

ドルは購買力平価では 2.19DM であり、現在は25%過小評価であるが、これは近くドル相場が回復するというのではない。米国経常収支の赤字は単なる資本流入の裏返しに過ぎず、ドル安の原因ではない。ドル下落の原因は、ドイツの実質金利の高さにある。ブンデスバンクは、絶対的な物価安定を長期にわたり保証することはできない。それにも関わらず、僅かの物価上昇も金融引き締めの出番と誤解する人々がいる。このため、ブンデスバンクは本年、実質金利はすでに高かったのに、レボ金利を3.55%から3.85%まで引き上げた。ドル下落は金利引き下げでしか実現できないが、ブンデスバンクは効果のない為替市場介入で対抗しようとしている。レボ金利や公定歩合の引下げは、通貨量の安定的な増加と矛盾するものではない。[FAZ87.11.25 Was den Dollar in die Tiefe treibt (何がドルを押し下げているのか), ザールランド大学 Welcker 教授の投稿論文]

この時期、米国では、自国の財政赤字を削減し為替相場の安定に貢献する一方、ドイツや日本などには景気刺激策を求めようとの声が高まる。FAZ は、G7 財相中央銀行会議等でこうした圧力が加わるとの予想を紹介する一方、「機関車国理論」に強く反対する論説コラムを掲載している。米国や EMS 諸国の圧力を受け、ドイツ政府は政策金融の拡大を柱とする景気刺激策策定に向かうが、ブンデスバンクの明確な金融緩和を求める声も大きくなる。FAZ はこれに反対の論陣を張っている。

米国議会が財政赤字削減策を議論する前に、G7 財相中央銀行総裁会議が今週末にも開催されるとの憶測が強まっている。ボンでは、ドイツや日本が補完策として「何かをする必要がある」ことは疑われていない。ドイツ工業会会長は、1988年はドイツ企業にとって厳しい年になるであろうと述べ、ブンデスバンクの利下げに賛意を示した。[FAZ87.11.23 Bonn erwartet bald ein G-7-Treffen (ボンは近く G7 会合を予想)]

ドイツ政府とブンデスバンクに対し、弱体化した経済にもっと資金を注入せよとの圧力が増している。ドイツなどに、金利低下と財政赤字拡大で成長率を高めよと迫っている。西側の指導者たちは、こんな単純なメカニズムを信じるほどナイーブなのか。財相たちの演説を聞くと、ドイツが好意を示しさえすれば世界経済は低成長を脱することができるとの期待を呼び起こす。政府もブンデスバンクも、この機関車理論には乗ろうとしない。ドイツ人のインフレ懸念は、ベーカー財務長官のいうようなノイローゼ症候ではない。過去の経験から、成長と雇用をお金で買えると思うのは、長期的には間違っていることを知っているのだ。[FAZ1987.11.28p1 Forderungen an Bonn (ボンへの要求), Bar. の論説コラム]

ブンデスバンクにまだどのような「印」を示せというのか。外為市場は、ドル相場の安定という形で最近の短期金利操作に敬意を示す気はなさそうだ。ここ数週間の金利政策が、ドイツ経済の基礎条件から徐々に乖離していることは誰でも知っている。実体的な資金需給ではなく中央銀行間の国際電話に基づく金利差は、外為市場には方向性を与えない。ブンデスバンク理事会は、木曜日に踏切るかもしれない

い、経済的には疑問のある政策金利引下げ決定の前に、このことをよく考えるべきだ。ドル相場を1日か2日間、数ペニヒ高くするために一当量は元に戻せなくなる—公定歩合を引下げる意味があるのか。マルク高はたしかに輸出と景気に負担をかけている。EMS 内でマルク切上げが避けられなくなれば、なおさらで、政府とブンデスバンクが圧力を和らげたいと思うのは分かる。でも、協調利下げはその役には立たない。市場の相場探しは続くだろう。[FAZ87.12.1 Auf Kurssuche (相場探し<sup>6</sup>), Bar. の論評コラム]

財務、経済、労働の大臣が経済支援策について討議した。その柱は復興金融公庫枠の拡大であるが、これには激しい批判が集中している。経済専門家会議の議長は、経済成長を加速させるためには経済の自由化と保護主義の撤廃が必要と指摘する。またドイツ工業会会長は、予定されている対策は設備投資の12%しか対象にならず、促進されるのは公的投資だけだと批判する。労働団体の幹部は、高失業に悩んでいる地域では資金繰りが極めて苦しく、今回の措置は利用できない、ブンデスバンクが来週の理事会で金利を思い切って引き下げ、明確な金利低下シグナルを出すべきだ、と述べている。野党 SPD も対抗案を発表した。[FAZ87.12.2. Heftige Kritik an dem geplanten Programm zur Belebung der Konjunktur (景気刺激策案に対し激しい批判の声)]

金融筋では、ブンデスバンクが「外国の経済政治家の圧力」に妥協し、公定歩合を3%から2.75ないし2.5%に引下げるとの見方が有力であるが、据え置きとの少数意見もある。総裁、副総裁と4人の理事に加え、11人の地方中央銀行総裁が参加するブンデスバンク理事会でも、意見は分かれるのではないか。利下げは、政府の内需刺激策と歩調を合わせるものであり、金利を一步ずつ低めに誘導している金利政策の延長線上にある。[FAZ87.12.3 An Finanzmärkten Diskontsenkung erwartet (金融市場は公定歩合引下げを予想)]

ブンデスバンクは、12月4日に公定歩合を0.5%引き下げ、戦後最低水準の2.5%とすることを決定する。これについてFAZ紙は論説コラムでかなり強い批判を示しており、政策決定についての市場の反応についても、やや冷たいトーンで伝えている。

ブンデスバンク理事会は、公定歩合を戦後最低水準の2.5%に引き下げた。これは、各国中央銀行の政策変更と軌を一にしたものであった。ドルはなぜか一時下落した後、1.66DM に落ちついた。ブンデスバンクの短いプレスリリースによると、「公定歩合の引下げは、最近の諸金利の低下に合わせたものである。金融の緩和は、とりわけ外国為替市場の安定に貢献することが期待される」。理事会内でも異論があったと思われ、会議は異例に長引いた。

金融界では、ブンデスバンクが国際的な協調に前向きな姿勢を示すとともに、政府の景気対策と整合

---

<sup>6</sup> Kurs は、「相場」と「方向性」の意味を持っており、記事のタイトルはこれをかけている。

的な政策に踏み切ったことに安堵する向きが大勢である。一方、ロンバート金利の据置きについては、ブンデスバンクのシグナルは心半ばと失望する声もある。

シュトルテンベルグ財相は、公定歩合の引き下げについて、「国際的なシグナル」であり、株式・外為市場の安定化に向けての大きな貢献とした。一方、ドイツ工業会は、金融政策に長期間、主要な負担を負わせるべきではない、としている。[FAZ87.12.4 Die Bundesbank senkt den Diskont auf 2.5 Prozent (ブンデスバンクは公定歩合を2.5%に引下げ)]

公定歩合は、戦後最低水準の2.5%まで引き下げられた。いまはインフレでなく、この金利水準にはまだ意味があるが、物価が上昇に向かうと思われる来年には、お金がほとんどタダで手に入ることになる。中央銀行理事会は、公定歩合を過去最低水準に引き下げる際に、安定化政策の成功がこれで終るかもしれないことまで考えたであろうか。

今回の決定は、政治的な理由によるものとしか理解しえない。公定歩合は、政府の奇妙な210億DMプログラム<sup>7</sup>の金融政策面の双生児である。どちらも、「ドイツの貢献」として国際協調外交のよい装飾品となろうが、どちらも、成長や雇用、さらにはドル相場の一時的な支えという点でも適切ではない。

安い金は、価値ある資本にはならない。企業のバランスシートや貯蓄銀行の預金残高をみても、お金が足りないわけではない。公定歩合引下げを喜ぶ理由は全くない。[FAZ87.12.4 Geld fast umsonst (ほとんどタダのお金), Bar. の論説コラム]

金融市場は、昨日の多くの欧州中央銀行による協調利下げを前向きに受け止めることはなかった。ドルにも各国株価にもさらなる下方圧力が加わった。市場では、その理由として景気情勢の不透明を挙げ、慌てて景気政策をまとめた政府の「積極主義」は益よりも害の方が大きかったとする [FAZ87.12.5 Börsen regieren kaum auf die Zinssenkungen (金融市場は利下げにほとんど反応せず)]

12月下旬には、各国の協調利下げを歓迎し、ドル相場のさらなる下落や急激な上昇を背世界経済にとって非生産的とする財相中銀総裁の共同声明（いわゆるルーブルII）が発表される。結果的には、ドイツの株価もドルの対マルク相場も1987年末から1988年初にかけて底入れし、その後、一高一低を繰り返しながらも、緩やかな反転傾向を続ける。もっともこれは「後知恵」としての観察結果であり、当時は株価やドル相場が再び下落に転ずることに対する警戒感は根強く残り、景気についての弱気な見方も少なくなかった。そうしたなかでも FAZ の論説は悲観を排し、景気刺戟策の発動に否定的であった。

シュミット前首相は、米国誌に「1988年の世界は景気後退に向かっており」、米独日は、世界経済のために積極的な行動をとるべきだと語った。[FAZ88.1.4 Schmidt sieht eine Welt-Rezession kommen

---

<sup>7</sup> 政府の経済対策の目玉である復興金融公庫枠拡大のことを指している。

(シュミットは世界的不況を予想)]

週末のアメリカ・アジア市場の混乱にもかかわらず、ドイツの株式市場は底堅かったが、昨年10月の経験から、取引業者や投資家の間には強い不安感が残っている。市場は、以前から減配や基軸通貨国の月間経常収支赤字悪化など一寸した悪いニュースに相場下落で反応してきたが、企業収支や国際収支問題に「根本的かつ堅実に取り組む」ことを示唆するだけで、多少の凹みは均された。しかしいまでは大国の経済政策、とくに金融財政政策に対する不信感が高まっている。市場の感覚は鋭く、インフレ促進的な政策操作はたちまち通貨・株式相場の下落という形で罰せられている。政治家は、いまだに成長力の弱さに「経済拡大策」で対抗しようとする。人気取り民主主義のもとでは政治が担わなくなった厳しいチェック機能を、いまだでは市場が果たしている。[FAZ88.3.29 Die Unruhe bleibt (残る不安), Bar. の論説コラム]

もっとも、この時期には、前述の通貨目標設定や独仏金融経済会議・欧州中央銀行設立の是非をめぐる報道の方が目立ち、金融政策関連の報道は静かなものとなっていった。

1988年春には景気の回復、ドルの対 DM 相場底入れ反転傾向が徐々に明確になり、それまで前年比1.0%であった消費者物価上昇率が1.2%となる。FAZ 紙は早くもインフレ再燃を警告し、金融緩和政策の修正を求める論陣を張り始める。

Bundesbank はここ数か月、主に金融機関に3.25%で資金供給を行うこと通じて短期金利の上昇期待に抵抗してきた。Bundesbank は、いつまで公定歩合を維持できるのか。金融市場は昨年の相場下落から回復しており、もうお金の蛇口を大きく開いておく必要はないはずだ。長期金利は緩やかに上昇しているし、ドル安定に向けた各国中央銀行の努力は既に成果を上げている。[FAZ88.5.5 Zinsauftrieb (金利の上昇圧力), Erl. の論説コラム]

物価上昇率の高まりはまだ小数点以下にとどまっているが、通貨価値の毀損が再び話題に上るのは確実である。株式市場の暴落を倒産の波につなげないように大量の資金を供給した、昨年10月の各国中央銀行の決定は正しかった。しかし、お金はいつまでもそのまま預金に留まっているわけではない。いま西側諸国に必要なのは需要拡大の注射ではなく、供給力の拡大であり、通貨秩序である。すでに克服した株式市場の破綻は甘い金融政策のアリバイであってはならない。いったんインフレが進み始めると、それ止めるには大きなコストがかかる。[FAZ88.5.19 Inflationserwartung (インフレ期待), Bar. の論説コラム]

アメリカの最近の対外貿易の好調がドルをさらに押し上げている。5月末からBundesbank は隠密裏のドル売りでこのドル高にブレーキをかけていたが、数日前からは正面からドル売り介入を行っている。これには一石二鳥の効果がある。第一に、ドル売りにより物価安定を脅かす余分なマルクの増加を

止めることができ、第二に最近のマルク安の原因である、外国に比して低い国内金利を高めることができる。もし多額のドル売りもこの金利要因によるドル高を止められないならば、ブンデスバンクが銀行に対する短期流動性の供給金利を引き上げるのが理にかなっている。[FAZ88.6.18 *Bremst die Bundesbank?* (ブンデスバンクはブレーキをかけるか?), *bf.* の論説コラム]

実際に、ブンデスバンクは6月下旬から8月末にかけて金融政策姿勢を大きく転換した。まずは、トロント G7 サミットのタイミングでレポ金利の引上げという形で緩和修正に踏み切ったあと、7月には公定歩合やロンバート金利という伝統的な政策金利を引上げ相次いで引上げ、明確な金融引き締め姿勢を打ち出していく。FAZ 紙は、当然のように、こうしたブンデスバンクの政策運営に明確な支持を示している。

サミットのドイツ代表団は、予定されているレポ金利の3.5%への引き上げを各国に理解してもらうのに苦勞しているようだ。トロントでは、この利上げについて他国中央銀行には事前に告げられていなかったとされている。サミットでは、インフレの受け止め方に差があり、ドイツより上昇率の高い国も懸念を示していないようである [FAZ88.6.21 *Deutsche Zinserhöhung ohne vorherige Absprache* (事前通告なしのドイツ金利引き上げ)]

経済サミットには、フランクフルトの金利という小さな雲がさしかかった。世界的金利の上昇か、為替相場の変動幅の拡大かという、不愉快な選択を政治家が惧れるのは当然であろう。一方で、インフレの危険を示唆するシグナルを無視してはならない。ドイツの通貨量の伸びは年率8%、日本のそれは12%と潜在成長力のそれを大きく上回っており、いずれはインフレの上昇につながる惧れがある。ブンデスバンクは、なぜサミット直前というタイミングで金利シグナルを発したのか。物価安定が、世界の最高位政治家たちの視野から少し外れていることを懸念したのではないか。[FAZ19.6. 6.21 *Gipfel im Schatten* (サミットに日陰), *Bar.* の論説コラム]

ブンデスバンクは、これに続き、7月初には公定歩合やロンバート金利を引き上げたうえ、レポ金利もさらに引き上げた。FAZ は、政策決定前からこれを後押しするような論評記事を載せ、決定後はこれを当然のこととして淡々と伝える記事を掲載している。

ドイツ経済の展開にとって、公定歩合を2.5%から3%に引上げてみてもさほど影響を与えない。短期金利は公定歩合より高く政策金利の引上げは市場傾向の追認に過ぎない。それでも、拡張的な貨幣供給を少し絞るといふ慎重に遂行されている方向性の転換は長期的な期待にとって重要なものになる。貸し手にとっても借り手にとっても、ブンデスバンクがこれからも貨幣価値の安定を護るといふ印が示されるからであり、本年の通貨量目標に近づくということも整合的である。ただ、この政策路線転換が特定の為替相場水準を狙ったものであれば、その時は為替市場に不安定が生じるかもしれない。[FAZ88.6.29



Auf Wechsel-Kurs<sup>8</sup> (方向転換に向けて), Bar. の論評コラム]

ブンデスバンクは、公定歩合を2.5%から3%に引き上げ、ロンバート金利は4.5%で据え置いた。レポ金利は、月曜日から3.5%から3.75%に引き上げられる。市場の大勢は、今回の措置を市場動向の追認と受け止めているが、一部にはドイツマルクへの下押し圧力を弱めるのには不十分で、中途半端とする向きもある。

ブンデスバンク理事会は、今回の利上げはここ数か月の金融・経済環境の変化に対応するものとした。国内景気は強い成長を示し、同時に通貨量の増加テンポが加速しており、ドイツマルク相場が弱さを見せているなかでは、昨年秋の金融市場の波乱に対応するための金融緩和措置、とくに過去最低水準の公定歩合はもはや適当ではない、とした。[FAZ88.7.1 Märkte reagieren gelassen auf Diskonterhöhung (市場は公定歩合引上げに冷静な反応)]

ブンデスバンクは、その後すぐにレポ金利をさらに引上げたが、FAZ はこれらの措置とともに、フランスの不満も伝えている。

米国の貿易統計発表を受けドルは急上昇し、ブンデスバンクが本日の理事会でレポ金利を4.0%ないし4.25%に引き上げるのではないかとの思惑が生じている。[FAZ88.7.19 Anstieg des Dollar weckt Zinsspekulationen (ドル高が金利憶測を惹き起こす)]

各国中央銀行の為替介入とブンデスバンクの「流動性金利」の4.0%への引き上げが、ドルの小さな高度飛行を止めた。[FAZ88.7.20 "Liquiditätzins" auf 4 Prozent erhöht (「流動性金利」を4%に引き上げ)]

ベルレゴボワ仏財相は、「シュトルテンベルグとペールの関係が私とドラロジュール総裁の間のように常にうまく機能してほしいと願っている」とし、ブンデスバンクの為替介入とレポ金利引き上げを批判した。[FAZ88.7.22 Bérégovoy kritisiert "Alleingang" der Bundesbank (ベルレゴワはブンデスバンクの「独歩行」を批判)]

さらにブンデスバンクは7月末にロンバート金利の追加引上げにも踏み切るが、FAZ はこれを市場の動きに追随する当然の措置とし、一段の利上げの必要性を示唆する報道を行っている。

ブンデスバンクはロンバート金利を引上げ、憶測されていた流動性供給の増加は見送った。市場では、

---

<sup>8</sup> 前年12月の公定歩合引下げ時と同様に、Kurs に金融政策の「方向性」とマルク「相場」をかけており、金融政策を為替相場に割当てざるべきでないとの姿勢を示している。

今回の措置について、市場の動向を追認したものとして予想通りと受け止めており、今後のレポ金利に注目している。[FAZ88.7.29 Bundesbank erhöht Lombardsatz auf 5 Prozent (ブンデスバンクはロンバート金利を5%に引上げ)]

ロンバート金利の引き上げは、当初ドイツでは金利の正常化と歓迎されたが、一日たって景色が変わった。ドルはさらに上昇し、米国連銀もマルク防衛のために介入に加わった。マルクは、円に対しても過去最低水準にまで下落した。香港では、ドル金利が高すぎるのか、ドイツ金利が低すぎるのか、今月中には両方ともさらに上昇するかもしれない、との見方が出ている。ニューヨークでは、物価上昇に関するグリーンズパン議長の警告は真剣に受け止める必要がある、とされている。[FAZ88.8.1 Atemholen vor neuen Zinssprüngen (新たな金利上昇前の息継ぎ)]

ブンデスバンクは、本年4回目のレポ金利引き上げ(4.0⇒4.25%)に踏み切った。[FAZ88.8.3 Bundesbank erhöht Zinsen (ブンデスバンク金利引上げ)]

8月には、米国も経済政策のスタンスを景気促進からインフレ懸念に切り替え、公定歩合を引き上げた。FAZは当然これを歓迎するが、米国が本格的な金融引き締めに向かうことには懐疑的である。

米国中央銀行は、公定歩合を6.0%から6.5%に引き上げ、インフレ圧力を抑制する意思を示した。[FAZ88.8.10 Amerika erhöht den Diskontsatz (米国公定歩合引上げ)]

昨年秋、米国政府は大統領選挙の時期に景気が後退に陥ることを強く懸念していたが、今や戦後もっとも長い6年の拡大期間を実現するのが明確だ。ドル暴落後の景気後退は必至という見方が間違っていた。昨年12月の不幸なG7サミットのあと、ドルは底を打ち、アメリカの経済も貿易収支も改善した。今回の米国公定歩合引上げは、同国の中央銀行がインフレ懸念を真剣に考えていることを示している。すでに、同国の消費者物価上昇率は4.5%に達している。

好景気国の貿易収支が改善したことはない。米国の赤字縮小が持続しないと、またドル押し下げの動きが再燃するであろう。貿易収支改善に必要なのは金融引き締め政策であり、中央銀行もこれについて考え始めるであろうが、大統領選挙中の数週間にはこうした経済的な議論が展開される余地は少ない。[FAZ88.8.11 Verantwortung für die Stabilität (安定に対する責任), ワシントン Wilhelm Seuß の投稿記事]

米国の利上げは、驚きと安心をもって受け止められている。驚きは、それが共和党大会の直前であったことであり、安心は、アメリカの中央銀行の物価安定に対する表明が真剣なものだと判断されたためである。これを受けて多くの国で株価が下落し、日本では、今年最大の下落幅となった。[FAZ88.8.11

Erleichterung nach der Diskonterhöhung in Amerika (米国公定歩合引下げに安堵)]

一方ブンデスバンクも、ドルの対マルク相場回復傾向が明確になり、BM 前の水準にまで戻ったのをとらえて、8月末には公定歩合を引上げ、欧州諸国もこれに追随した。

ドルは引き続き上昇し、ブンデスバンクは午前中25百万ドルの売り介入を実施した。午後も、他の中央銀行と協調して 1.915DM で介入したが、規模は小さかった模様である。この控えめな介入態度を受け、市場では一段のドル高にはブンデスバンクが金利引き上げで対応するのではないかと、との憶測が生じており、木曜日の理事会で公定歩合の引上げ (3.0%⇒3.5%) と再割引枠の拡大という、引き締めと緩和のパッケージを打ち出すのではないかと、という見方もある。[FAZ18.8.23 Dollar-Starke nährt Diskontspekulation (ドル高で公定歩合に関する憶測が強まる)]

欧州では取引開始と同時に、多くの中央銀行がドル売り介入に踏み切った。ブンデスバンクはレポ金利を4.25%に据え置いたが、木曜日には理事会で公定歩合を引き上げるのではないかととの憶測が高まっている。[FAZ88.8.24 Dollar trotz Interventionen über 1.9DM (介入にもかかわらず、ドルは 1.94DM 超え)]

ブンデスバンクは、公定歩合を3.0%から3.5%に引き上げ、多くの欧州中央銀行がこれに追随した。金利引き上げと、「マルクのさらなる下落に対抗するため、あらゆる手段をとる」とのペール総裁の声明を受けて、ドル相場は大きく下落した。[FAZ88.8.25 Europäische Notenbanken erhöhen ihre Leitzinsen (欧州の中央銀行は軒並み政策金利引き上げ)]

フランスは、EMS 内でフラン相場が比較的安定的に推移しているのを捉えて1987年末から短期金利を引き下げてきたが、今回の協調利上げにはフランス銀行も加わった。FAZ 紙は、利上げに追い込まれたフランスの不満と、それに対する皮肉を、フランクフルトを本拠とする同紙らしい解説コラムで述べている。

フランス政府筋は、「ブンデスバンクは欧州通貨情勢に対する優越した影響力を証明した。DM ゾーンの中央銀行3行が直ちに追随し、フランス銀行もブンデスバンクの独裁から免れることはできなかった」と、金利引き下げに熱心だった仏財相の試みの終焉についてコメントした。「フランクフルト市の仏名 Francfort は強いフランを意味する」とはペール総裁の冗談だが、たしかに仏フランはフランクフルトで強くされている。フラン金利引下げに失敗したベルレゴボワは、次のように言い繕う:「フランの安定とそれを通じたインフレなき長期的成長を目指す」。[FAZ88.8.27 “Francfort” (強いフラン), kj. の論説コラム]

BM から1年後の10月には、FAZ 紙にはこの間を回顧する論説記事が多く掲載されているが、その一つを紹介したい。他の回顧記事と同様に、BM の原因を、それ以前の投機の膨張ととらえ、暴落後の各国中央銀行による対応を評価しているが、当時の日本の過熱現象には警戒感を示している。

暴落後1年経っても、投機家は受けた打撃から完全には回復していない。弱気相場について教科書でしか知らなかった若い株屋たちは、高い授業料を払った。しかし予測された世界経済や金融資本市場の崩壊は起きなかった。各国中央銀行の熱心な介入や手慣れた協力がこれを防いだけでなく、誰も予測していなかった工業国の回復の長期化をもたらした。

株価暴落の原因について、専門家の意見は一致している。金利上昇と、それが膨れ上がった投機を壊すのではないかと、この不安が突然生じたことである。中央銀行は、いまでも金融政策の手綱を慎重に扱っており、突発的な金融の目詰まりは起こさないようにしている。

安心材料は、アメリカと欧州では投機熱が冷めていることである。銀行や証券会社はディーラーたちを厳しく監視しているし、商売の規模を抑えている。

今後、最も脆弱とみられるのは極東だ。日本では、暴落の爪痕が早く消えた。多くの人があまりにも早すぎたとみる。日本の証券会社は限らない楽観をみせており、過熱現象が取りざたされ始めている。もう一つの心配は、アメリカの大きな経常収支赤字だ。いつ、ドルに対する信認が緩いでもおかしくない。ここでも、時限爆弾が動いている。[FA88.10.15Der gezähmte Kollaps (抑えられた暴落), Heinz Brestel の株価暴落後1年回顧記事]

ブンデスバンクは、10月に短期レポ取引を固定金利の量的テンダーから28日間の金利テンダーという、米国流の手法に切り替えた。実際のレポ金利は、これまでの4.25%より少し高めにはなったものの、ブンデスバンクは金利をより市場実勢に近付けるための措置と説明しており、実際にもコールレートの動きなどから見ても、短期金利水準はその後も12月までは安定した推移を示した。

ブンデスバンクは、レポ取引を米国流の28日間の金利テンダーで行うと発表し、市場を驚かせた。金利をブンデスバンクが完全に支配する（現在は4.25%）現行方法に比し、金融機関が金利形成にかかわる度合いが強くなる。ブンデスバンクは同時に11月2日から割引枠を50億 DM 拡大する。

今回のブンデスバンクの決定については、観測筋に2つの解釈がある。一つは、伝統的な商業手形の再割引に比べレポ取引規模が大きすぎるとの批判に応えようとするものであり、金融機関のコストは大きく変わらないとの見方である。もう一つは、今回のブンデスバンクの決定を海外向けの「マーケティング」とみて、翌日物コール金利が4.8%と現在の量的テンダー金利よりかなり高いことに着目し、ブンデスバンクはレポ金利を上げようとしているというものである。マルクがEMS 通貨やドルに対して強めであることから、金利引上げは外国からの批判を招く。金融ディーラーは、ブンデスバンクは割安の手形割引枠を拡大してこの批判をかわそうとしている、とする。ブンデスバンクは、こうした「トリ

ック」で金利引き上げを図るのはブンデスバンクの利益にならない、とこの見方を否定している。  
[FAZ88.10.26 Bundesbank erhöht Rediskontkontingente (ブンデスバンク再割引枠拡大)]

4章で述べたように、その後ブンデスバンクは12月にロンバート金利を翌年の通貨量目標と合わせて引上げ（関連記事は4章参照）、翌年1月には公定歩合も引き上げたが、FAZはこれらに対する財務大臣の賛意を伝えているものの、とくに論説記事や論説コラムなどは掲載していない。

ブンデスバンクは公定歩合（3.5⇒4.0%）、ロンバート金利（5.5⇒6.0%）をそれぞれ0.5%引き上げた。その前後に、フランス、オランダ、オーストリアおよびスイスが政策金利を引き上げた。ブンデスバンクは、今回の決定について、通貨量の増加を抑制し、インフレ傾向やドイツマルクの弱さに対抗する従来の政策を継続するためのものとした。[FAZ89.1.20 Fünf Notenbanken erhöhen ihre Leitzinsen (中央銀行5行が政策金利を引上げ)]

シュトルテンベルグ財相および経済団体は、本日の金融政策決定をブンデスバンクが安定路線を堅持するものとして評価した。財相は、今回の引き上げ後もドイツの公定歩合はほぼ全ての重要な貿易相手国よりも低い、と指摘した。[FAZ89.1.20 Zeichen für Geldstabilität (貨幣価値安定の印)]

日本の公定歩合がBM後初めて引き上げられたのは、この4か月後の89年5月である。

## 7. 日独経済指標の比較

（代表的な経済指標の日独比較）

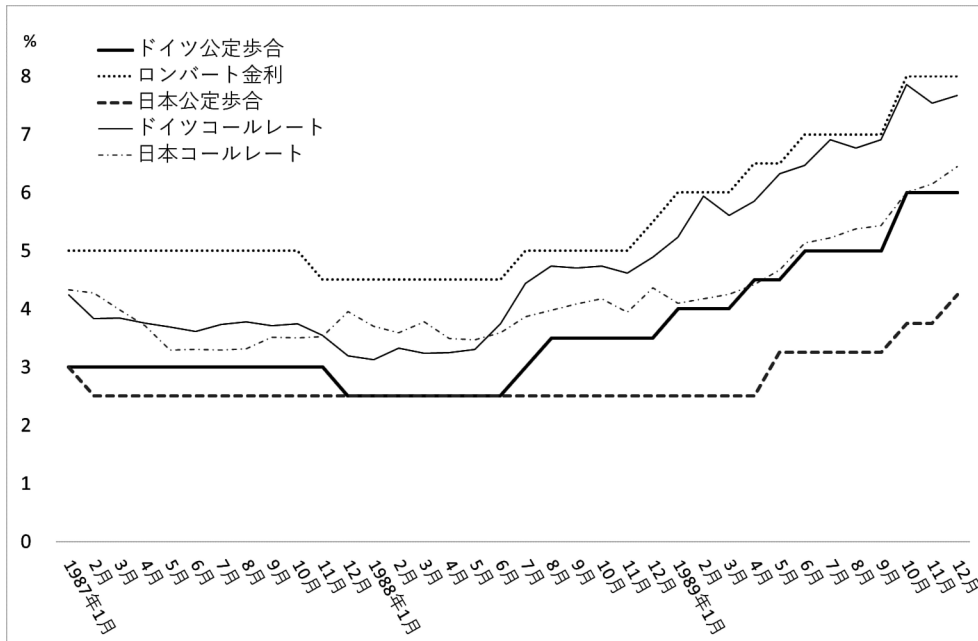
本章では、本稿の問題意識に立ち戻り、1987年から1989年の日本とドイツの主要な経済指標を比較したい。この期間を選んだ理由は、次のとおりである。1987年はプラザ合意の影響の一巡を眺め、通貨当局が金融緩和の修正を模索し始めたものの、10月のBMへの対応への対応を迫られた年である。1988年には、ドイツが金融緩和の修正に踏み切った一方、日本では緩和が続けられた。1989年は、ドイツが年初から矢継ぎ早に金融引締め強化に向かい、日本もようやく5月以降、金融引締め姿勢に転じた年である。

本稿の冒頭でのべたとおり、本稿に取り組んだ問題意識の根源は、わが国のいわゆる「バブル」経済の形成・崩壊過程にあるが、その詳細について著者もすべてを把握していないほど膨大な研究の蓄積があり、それ以上の分析は著者の能力のおよぶところではないため、以下では基本的な経済指標に最低限の客観的な説明を加え、僅かばかりの感想を記すにとどめたい。

図表3は、日独の短期金利の推移を示したものである。政策金利の動き自体については説明を省く。ドイツのコールレートは1988年の半ばまでは、その下限となる公定歩合に近い水準で推移したあと、同年の後半からは上限となるロンバート金利に近い水準で推移している。日本の場合、

インターバンク市場が自由化されたのが1988年11月であるため、それ以前の動きは必ずしも日本銀行の調節姿勢を反映していないが、公定歩合が2.5%に据え置かれる中で、1988年央から緩やかに上昇している。

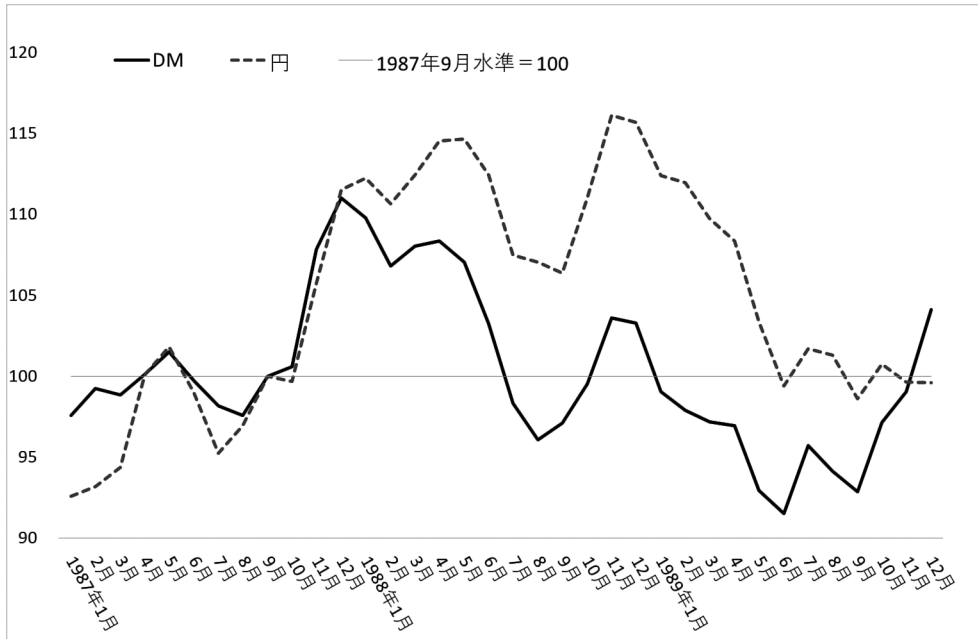
(図表3) 日独短期金利市場金利の推移



次に、為替相場の動きをみてみよう。まずは、対ドル相場の動きをみると（図表4）、円、ドルともに BM 後急上昇するが、1987年末から1988年初にかけてこの上昇は一段落する。その後の両者の動きはかなり異なり、マルクは総じて下落傾向をたどったのに対し、円は大きくみれば、1989年前半までおおむね高水準横ばい（1ドル120円台後半）で推移する。もっともこれはあくまでも事後的な大勢観察であり、円は1988年央および同年末に、それぞれ当時としては最高水準を更新している。BM 前の水準に戻った時期をもみると、マルクは1988年央、円はその1年後の1989年央である。

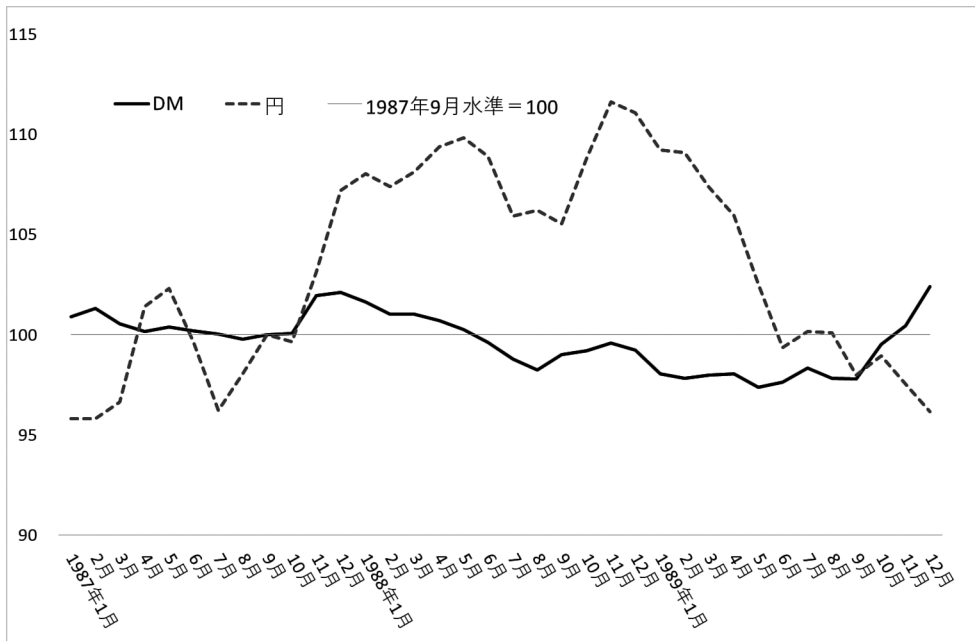


(図表 4) 対ドル相場 (1987年9月=100)



円とマルクの動きがさらに大きく異なるのが、実効相場の動きである (図表 5)。ドイツにとって、主な貿易取引先は近隣 EC 諸国で、これら諸国通貨とマルクとの為替相場は EMS により小幅のレンジ内にとどめることになっており、この時期には基準相場改定は行われていない。このため、BM後のマルクの実効相場上昇は小幅にとどまり、1988年に入ってから、対ドル相場の動きを反映して、ほぼ一貫して緩やかに低下している。一方、円は BM 後に急上昇したあと、かなりの振幅を示しながらも1988年中はかなりの上昇を続け、低下に転じたのは1989年に入ってからであった。

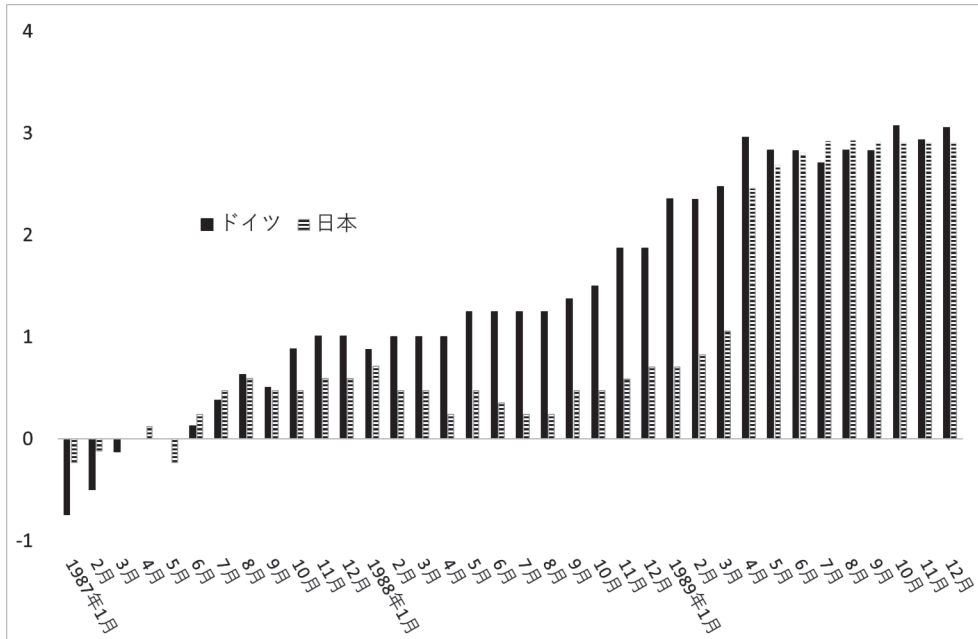
(図表 5) BIS狭義実効相場指数 (1987年 9月=100)



BM 前の水準に戻った時期で比べると、対ドル相場同様、マルクは1988年央、円はその1年後の1989年央である。

次に、消費者物価指数の動きをみると(図表6)、日独とも、前年同月比でみて、1987年の前半には一時マイナスとなっていたあと、同年後半にはプラス領域ながら、1%以下で推移していた。

(図表6) 消費者物価指数(前年同月比, %)



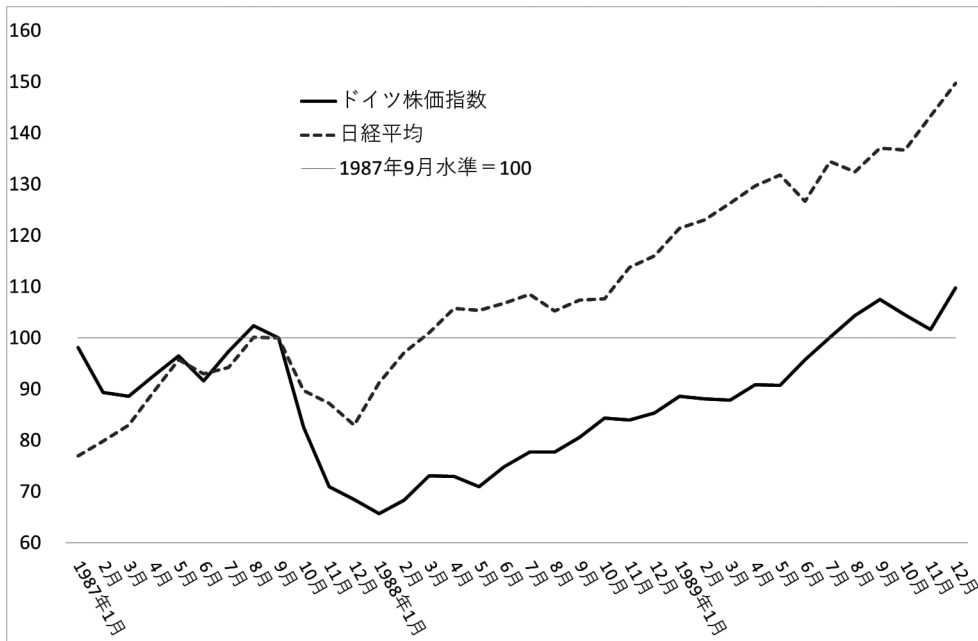
(注) 日本は、生鮮食品を除く。

BM後の動きをみると、ドイツでは1988年秋まではほぼ1%で推移したあと、急速に上昇率が高まる。もっとも、より詳しくみると、1988年4月までは0.9%ないし1.0%であったのが、同年5月には1.2%とわずかではあるが明確に上昇率を高めている。

一方、わが国の消費者物価の上昇率は0%台で推移し、1%台となったのは1989年3月である。ただ、その翌月からは消費税導入の導入から一気に2%台半ばに上昇し、その後も緩やかに上昇率を高めていく。

両国で大きく異なるのが、株価の動きである(図表7)。BMにおける米国株価の大幅下落に連鎖する形で両国とも株価は急落し、同年末から翌年所にかけて底入れする、というパターン自体は同じである。

(図表 7) 株価指数 (1987年 9月 = 100)



大きく異なるのは谷の深さと、そこからの回復・上昇テンポである。BM前週末である10月16日を100とする日次ベースでみると、ドイツの底は88年1月28日の63.8と、日本の11月11日の79.8に比し、谷の深さは遥かに深い。また、日本の株価が早くも1988年4月上旬初にBM前の水準に戻り、その後も上昇傾向を続けたものの、ドイツの株価がBM前に戻ったのは1989年6月下旬である。1987年9月から起算すると、日本は7か月後、ドイツは20か月後、ということになる。

以上のデータ確認を少し整理すると、BM後の日独経済指標の推移は、①為替相場と②株価についてかなり大きく異なる。①為替相場については、円の対ドル相場は長期にわたり上昇傾向を持続し、実効為替相場も同様に大きく上昇して、BM前に戻るのにかなりの期間がかかった。一方、マルクの対ドル相場は上昇も2～3か月で頭打ちになり、半年後には反転傾向がかなり明確になっているうえ、実効為替相場はそもそもあまり変動しなかった。これとは逆に、②株式相場については、わが国での下落はごく軽度にとどまり、その後むしろ力強い上昇を示したのに対し、ドイツの株価ははるかに大きく下落したうえ、回復の足取りは極めて重かった。

この間、③消費者物価の動きは、両国でパターンとしてはかなり似通ったものであったが、前年同月比でみた両国のインフレ率の水準には、おおむね0.5%から1.0%の差があった。ドイツでは、1988年央には1%を明確に上回り始めたのに対し、わが国ではその時期、0%台の半ばで上下しており、1%を上回ったのは1989年3月であった。

## 8. おわりに：まとめと若干の感想

本稿を終えるにあたり、まずは BM 後の FAZ の論調を、本稿の問題意識との関連で要約しておく、次のとおりである。

- ① 金融政策は、「国際協調」要請に大きく影響されるべきでなく、あくまでも自国経済、なかでも物価の安定に資するよう運営すべきである。マルク高のマイナスの影響を過大視すべきではない。
- ② 通貨量目標を金融政策の大きな柱とすることは、政府、労使、一般国民への「目印」提供という観点から重要である。ただ、目標からの多少のずれはさほど問題ではない。
- ③ 行き過ぎた金融の緩和、貨幣量の増加は、いずれは必ずインフレにつながる。

以上の FAZ のスタンスは、この BM 前後だけでなく、1980年前後におけるブンデスバンクの金融政策をめぐる論調とも軌を一にしており、同紙の一貫した姿勢ともいえる（田口 [2015]）。

BM 後の日独両国の金融政策を、極力価値判断を抑えて要約すると次のとおりである。

日独両国の通貨当局は、BM の影響が後退するについて、ともに戦後最低水準の公定歩合とマネーサプライ上昇率の高まりに「居心地の悪さ」を感じていた。

金融政策スタンスを最も直截に示す政策金利をみると、ドイツでは BM 後に戦後最低水準に引下げたが、1988年央にもとの水準に戻し、その後、8月以降、引上げに転じた。一方、日本はもともと戦後最低水準の金利であった公定歩合を、1989年5月まで維持した。

ドイツと異なり、わが国が1988年中、BM 前からの緩和的な金融スタンスを基本的には維持した理由は、①（アメリカなど海外だけでなく）国内にも国際協調を求める（そのコインの裏側は、円高の進行に対する恐れ）考え方が極めて強かった一方、②消費者物価が落ち着いており、その上昇率の高まりは弱く、政策スタンスを変更する考え方が説得性を持ちえなかつた、ということになるのではないか<sup>9</sup>。一方でドイツは、③ EMS 近隣諸国との関係、さらには将来の欧州中央銀行創設をめぐる議論の抬頭と高まりという、わが国にはなかつた国際的な圧力を受けていたことも指摘しておきたい。

ここで、「1.はじめに」で示した本稿の基本的な問題意識に立ち返りたい。わが国で、プラザ合意後の金融緩和姿勢を修正する動きが BM により立ち消え、公定歩合は1989年5月まで据え置か

---

<sup>9</sup> これらに加えて、日米通商摩擦、消費税導入を控えた大蔵省の懸念、「国際派」と「国内派」の微妙な関係など多くの要因が指摘されており、程度はともあれ、それらが金融政策を取り巻く環境として影響していた可能性を否定ないし軽視するものではない。一方で、ドイツも。米国のみならず近隣 EMS 諸国、とくにフランスとの微妙な関係を抱えていたことも、指摘しておく必要があろう。

れた。わが国の有力メディアの論調が異なっていれば、金融緩和スタンスがもう少し早めに修正されて、その後の日本経済の展開も少しは異なっていたのではないか。この問いに関し、翁ほか〔2000〕は、「インフレがない時期に、金利を4%から8%に上げられる中央銀行はない」との山口の発言を引用している。その趣旨には、全面的に賛同する。

一方で、FAZはドイツの消費者物価指数の前年比が1%を明確に超えたときに、強い論陣で金融政策スタンスの転換を求めている。たしかに、この時のマルクはすでに低下に転じていたが、わが国ではBM前の水準を上回っていた株価はドイツではBMからまだ回復半ばであった。わが国でも、「一気に4%」はたしかに論外としても、1989年5月よりもし早い時点で金融政策スタンスをわずかでも修正するという何らかのシグナルが出されていれば、その後の金融機関や投資家のリスク認識は違う展開を示していたのではないか、という夢想は、本稿を書き終えた時点でも、なお捨てきれない。

当初の構想としては、より幅広く、この時期の金融政策をめぐるドイツメディアの論調を振り返るつもりであったが、実際には代表的なFAZ紙のみの検討だけにとどまった。それでも、国会図書館でコピーした記事数は約500件、そのうち約100件を本稿で紹介した。丁寧に調べたつもりではあるが、重要な記事の見落としや日付の誤りなどがあれば、著者の力不足によるものである。今後、機会があれば、他誌や有力雑誌についての検討も試みたい。

最後に、本稿を締めくくるにあたり、いま一つの蛇足を加えたい。ブンデスバンクとFAZはともにフランクフルトに本拠を置いている。FAZの記事を振り返ってみて、サッカーに例えるならば、同紙はブンデスバンクを強く応援する（時には応援のあまりのブーイングもあるが）熱心な「地元サポーター」との印象が強い。さしずめ、コラムの執筆者としてたびたび登場するBarbier記者は熱烈な応援団長、時おり論説記事を寄稿し、FAZの共同発行者にも名を連ねているJürgen Jeske (JJ.)は、後援会の役員という役回りか。サッカーでは、「サポーターは12人目のプレーヤー」といわれるが、これをブンデスバンクの金融政策とFAZとの関係にも例えることは、行き過ぎであろうか。

#### 参考文献

- Baltensperger, Ernst [1998] “Geldpolitik bei wachsender Integration (1979-1996)”, in *Fünfzig Jahre Deutsche Mark*, Deutsche Bundesbank
- Marsh, David [1992] “The Bundesbank”, William Heinemann Ltd., UK
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典 [2000] 「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」, 『金融研究』2000年12月, 日本銀行金融研究所
- 上川龍之進 [2005] 「経済政策の政治学」, 東洋経済新報社



- 軽部健介 [2015] 「検証 バブル失敗—エリートたちはなぜ誤ったのか」岩波書店
- 香西泰・伊藤修・有岡律子 [2000] 「バブル期の金融政策とその反省」, 『金融研究』2000年12月, 日本銀行金融研究所
- 古城佳子 [2003] 「バブル形成・崩壊の背景としての日米経済関係—プラザ合意以降の国際収支黒字是正問題と円高回避論」, 『平成バブルの研究 下』, 東洋経済新報社
- 白川方明 [2008] 「現代の金融政策—理論と実際」, 日本経済新聞社
- 田口博雄 [2009] 「自国為替相場高の下での金融政策—ケース・スタディ: スイス1978—1981年」, 『社会志林』第55巻第4号, 法政大学社会学部
- 田口博雄 [2015] 「金融政策運営環境としての政治およびメディア: 1980年前後のドイツのケース」, 『社会志林』第55巻第4号, 法政大学社会学部
- 村松岐夫・奥野正寛 [2002] 「平成バブルの研究 上: 形成編, 下: 崩壊編」, 東洋経済新報社
- 日経新聞社 [2000] 「範囲なき過ち—検証バブル」, 日経新聞社編