

Title	ドイツの金融制度と金融政策
Sub Title	Monetary system and monetary policy in Germany : transmission mechanism and effectiveness
Author	島野, 卓爾
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1992
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.84, No.4 (1992. 1) ,p.799(57)- 815(73)
JaLC DOI	10.14991/001.19920101-0057
Abstract	
Notes	小特集：経済学会コンファレンス：金融システムの国際比較
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19920101-0057">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19920101-0057</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## ドイツの金融制度と金融政策

島野卓爾

### 1 ドイツの金融制度

ドイツの金融制度の特色を一言でいえば、民間金融機関がユニバーサルバンキング制度によって運営されていること、貯蓄銀行や信用協同組合などの公的金融機関が基本的には州単位に組織されていること、そして中央銀行の独立性が見事といってよいほどに堅持されていることである。中央銀行の独立性については金融政策の評価に関連して後述することにして、わが国でも金融制度の改革を巡って最近関心の高いユニバーサルバンキング制度について考察することから始めよう。

#### 1・1 ユニバーサルバンキング制度の史的背景<sup>(1)</sup>

ユニバーサルバンキング制度とは、銀行本体で銀行業務と証券業務全般を兼営する銀行制度のことである。したがって、ドイツの銀行は個人・法人の預金業務、長・短期の与信業務、手形と小切手の購入などの割引業務、他者のための株式など有価証券の売買業務と寄託業務、投資会社法第一条で指定された投資業務、振替・決済業務、外為取引業務など、実に広範な活動を行なっている。ユニバーサルバンキング制度が包括的に採用されている国としては、ドイツのほかにはスイス、オーストリアがある。

ユニバーサルバンキング制度が成立した史的背景は、ドイツの産業革命がイギリスに約半世紀遅れて始まったことにある。後発のドイツは、先発のイギリスに追い付くために急速な産業発展が必要と感じていた。そこでドイツ産業の設備投資資金をまず銀行が積極的に供給し、各企業の業績が向上するに及んで銀行は企業に株式の発行を勧め、企業はその発行代金によって銀行からの借入金を返却したのであった。つまり銀行は、設備投資資金の供給から回収までの一貫業務を受け持ったのである。<sup>(2)</sup>

注(1) ユニバーサル・バンキング制度は、EC委員会の「第二次銀行業務自由化指令案」にみられるように、92年市場統合に際して採用される金融制度である。しかし現状では、ユニバーサル・バンキングの制度化についていえば加盟国間でまだかなりのバラつきがあり、この制度がEC全域に完成するまでには時間がかかりそう。それはともかく、ユニバーサル・バンキング制度に長い伝統をもつドイツの金融機関の活動は、金融制度改革を進めているわが国にとっても参考になる点が多い。ドイツ、スイス、フランスなどの現状に関する包括的研究としては相沢〔1〕を参照。

(2) かつてフェール〔13〕はこれを確定投資化と呼んだ。現代の表現を用いれば、資本市場を通ずるセキュリタイゼーションである。

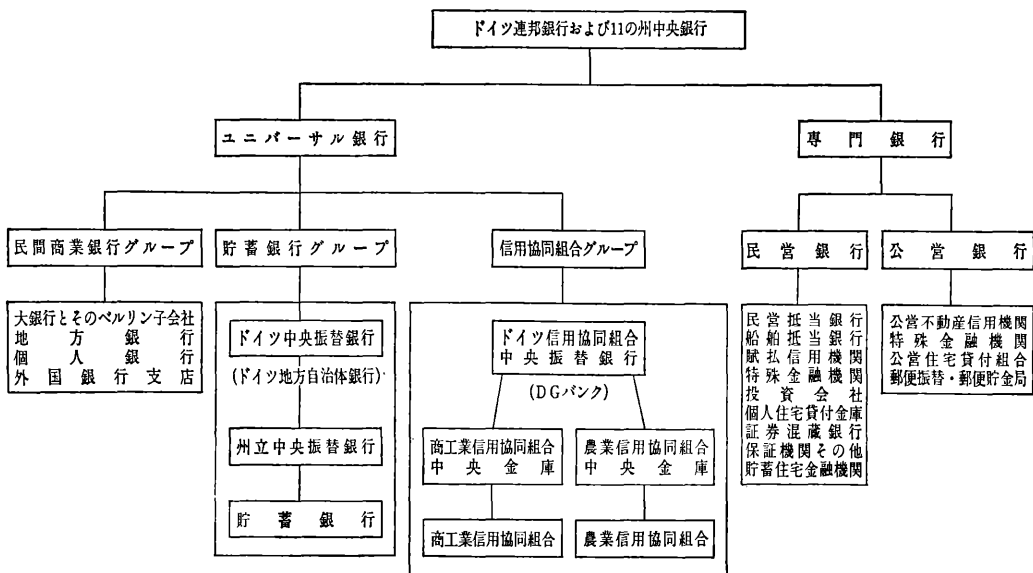
こうしたユニバーサルバンクの原型は、19世紀半ばから20世紀初頭にかけてドイツで成立した兼営銀行 (gemischte Banken) である。歴史的にみると、1850年頃までドイツには組織された銀行制度は存在していなかった。これら兼営銀行は個人銀行として預金業務、短・中期信用供与、証券業務を行い、内外の証券発行、引き受けシンジケート団に参加していたのである。しかし、1848年の恐慌は多くの個人銀行を経営危機に陥れ、個人銀行は株式会社組織となった。A. シャフハウゼン銀行、ダルムシュタット商工銀行などはその一例である。1870年頃になると、銀行のほとんどが株式会社組織となり、その中から今日の三大銀行も生まれた。すなわち、コメルツ・ディスコント銀行 (1870年創立)、ドイツ銀行 (1870年創立)、ドレスナー銀行 (1872年創立) である。ドイツの銀行がもともと産業金融と不可分の関係にあった例としては、ドイツ銀行がもともとは電機のシーメンス・コンツェルンの金融部門として発足したことを挙げれば十分であろう。

### 1・2 州を単位とする公的金融機関

ドイツの最初の貯蓄銀行は1778年ハンブルグに創立されたから、歴史的には兼営銀行より古い。以来、多くの地方自治体が貯蓄銀行を設立してきたが、中世からの伝統である州 (Land) の独立性が反映され、各貯蓄銀行は、州ごとに設立されている州振替中央銀行 (Landesbank=Girozentrale) に統合されている。この振替という名称のなかに、貯蓄銀行が現金を伴わない振替決済方式を導入したことによって、ドイツ貯蓄銀行部門の統一が促進されたという歴史的変遷が反映されている。

現在、州振替中央銀行は、州および市町村のためにあらゆる銀行業務を行なうという公共性をもつほかに、商業銀行、つまりユニバーサルバンクとしての機能をもつ。すなわち、貯蓄銀行の中央

第一図 ドイツの金融制度



銀行として州内の貯蓄銀行の手形交換および流動性資金の運用機関としての機能を果たしているほかに、証券発行、外国業務（国際金融への参加）、不動産および商業貸付を通じて、三大銀行と激しい競争を続けている。ドイツ振替中央銀行は、州振替中央銀行（Landesbank=Girozentrale）相互間や貯蓄銀行相互間の支払取引の最終的調整を図り、全貯蓄銀行グループの業務活動の円滑化、効率化に役立っている。その機能は州振替中央銀行の中央決済機関であり、州を単位とするドイツの伝統を生かしながらも、資金の効率的調達と運用を実現するためにピラミッド型の組織を持っているとよい。こうした全国的な組織に支えられ、貯蓄銀行は現在ドイツの金融機関中最大のグループとなっている。

信用協同組合グループも貯蓄銀行と同様州別に組織され、ドイツ信用協同組合中央振替銀行に統合されている。信用協同組合グループもユニバーサルバンクであり、その活動範囲はきわめて広範である。組織としては、商工業信用協同組合と農業信用協同組合の二本建てであり、それぞれがまず州別に商工業信用協同組合中央金庫および農業信用協同組合中央金庫に統合され、さらに上部機関であるドイツ信用協同組合中央振替銀行に統合されている（第一図参照）。

### 1・3 ユニバーサルバンクの活動

#### (1) 個人金融

1960年代半ばまでは、同じユニバーサルバンクとはいえ、前述した3種類の異なる銀行が銀行業務のそれぞれ異なる部門を担当していた。商業銀行は法人企業の大部分、貯蓄銀行は個人を対象とする市場で主導権を持ち、信用協同組合は小規模の商工業および農業を分担するという形である。しかし、1958年国内での支店設置に関する規制が撤廃されてからは、商業銀行が急速に支店網を拡大し、個人金融の分野で低利の割賦信用や自動式の当座貸越など魅力あるサービスを提供することによって、それまで比較的安定していたユニバーサルバンク間の「分業」体制にヒビが入った。

規制緩和の影響もさることながら、ドイツの個人金融の分野で競争が激化したのは、はもともとドイツでは銀行部門という定義がきわめて広いことと無関係ではない。商業銀行、貯蓄銀行、信用協同組合といったユニバーサルバンクの他に、割賦信用機関、抵当銀行、郵便貯金など数々の専門金融機関がその中に入っているから、新商品の開発によって個人金融の分野に参入が容易なのである。この傾向は80年代になってさらに明瞭になった。わか国でも指摘されているところであるが、ドイツでも経済のストック化、規制緩和、情報通信技術の発達の三つの潮流がさまざまな形でうねり合い、個人金融の分野に根本的な変化をもたらしているのである。経済のストック化と情報通信技術の発達によって、顧客は、預金者、資金調達者、資産運用者として市場を地域的に捉えるよりも、決済市場、貯蓄預金市場、消費者金融市場、住宅ローン市場、保険市場、年金市場というように機能的に捉えるようになった。

ドイツではすでに60年代より徐々に規制緩和を進めてきたから、ドイツの銀行にとっては新商品の開発、新店舗の配置など市場の変化に十分対応できる時間的余裕があったといえる。たとえば、

三大銀行の支店総数は1957年には700店足らずだったが、80年代後半には3,000店を越すまでに拡大した。この支店数の急増は、これまで決済業務における郵便振替機関と貯蓄銀行の伝統的機能や、住宅投資における抵当銀行の実績に対抗できなかった商業銀行（三大銀行を含む）が個人金融に積極的に乗り出したことを意味している。情報通信技術の積極的活用によって顧客に多様でより良いサービスの提供が可能になったし、何よりも情報通信技術の性格と機能が、個人金融の特徴であった活動範囲の地域的限定性を希薄にしたため、それまで地域に密着して活動してきた貯蓄銀行や信用協同組合の顧客にまで浸透することが可能になったのである。もっとも3,000店を越す支店網への投資はその後行き過ぎであると判断され、ATMやEFTPOS端末機やホーム・バンキングの普及に伴って、支店数を削減する方向にあるとも言われている。それはともかく、ユニバーサルバンクは、銀行本体で銀行業務と証券業務全般の活動ができるから、前述した80年代における三つの潮流に対して、競争激化のなかで比較的上手く対応できたといえよう。

## (2) 企業金融

### a 経済停滞の教訓

1960年代の（西）ドイツの安定した経済成長は、内外からの需要増大の他に、メインバンクとしてのユニバーサルバンクから設備投資資金が十分に供給されたことによって支えられていた。しかし1970年代二度にわたる石油危機はドイツの経済体質を著しく弱めてしまった。当時の社党内閣は公共支出の増大によって景気浮揚を図ったが、それはかえって企業の自主的努力による構造改革を遅らせてしまったといつてよい。82年9月中旬、ラムスドルフ経済相は当時のシュミット首相に実質的な「縁切り状」ともいうべき報告書を提出している<sup>(3)</sup>。その内容は、成長の弱体化を克服し、失業を解決するための政策の在り方を示したもので、①連邦予算規模の縮小、②社会福祉関連支出の圧縮、③民間投資環境の改善を骨子としている。ラムスドルフ経済相は、有効需要創出のために公共支出を増大させることがかえってサプライサイドを弱め、結果的に成長効果を抑圧してしまうと主張したのである。主要経済指標を見ても、80年代になって（西）ドイツ経済の活力に衰えが目立ち始めた。全製造業、投資財産業、生産財産業のいずれをとっても、国内受注の伸びはまったく不振を極めた。とくに82年4～6月には、外国の投資財産業への受注を除き、軒並みマイナスを記録するほどであった。

この経済停滞は、企業金融・財務面でも深刻なショックを引き起こした。製造業は全般的な売り

---

注(3) この「縁切り状」は同時にシュミット社党内閣の終焉をも意味していた。ラムスドルフ経済相がコール新内閣に経済相として留任したこと、シュトルテンベルグ蔵相がその意を汲んで83年度予算案を提出したことを考慮すれば、財政支出の膨張に歯止めがかからなかったシュミット内閣の命運は尽きたというほかない。（西）ドイツの財政再建は、1975年9月連邦政府が発表した財政構造改善措置に始まるといつてよい。この措置は、①75-79年の財政計画の策定、②財政構造改善法案の提出、③77年1月以降の増税措置を主要内容とするもので、この措置により76年以降の財政赤字規模は389億マルク（76年）から113億マルク（79年）に漸減することが期待された。しかし、結果的には76-77年の経済拡大が期待外れで歳入自然増が小幅に留まり、ボン・サミットでは「機関車論」を否定したとはいえ、財政規模は拡大し財政赤字は増大してしまったのである。

上げ不振に悩み、収益が低下した。在庫の増加と企業間信用の長期化は多額の短期信用を必要としたばかりでなく、金利高騰が利払い負担を重くしたのである。具体的には、81年、粗利益に占める金利の割合は3.8%、純利益に対して6.7%まで上昇した。そこで（西）ドイツ製造業は、各種コストの引き下げに努力し、80年代半ばまでに財務諸表の内容改善に成功したのである。例えば、粗利益に占める金利の割合は2.8%まで低下したし、3.2%に過ぎなかった税引き後利益を5.4%にまでに引き上げることに成功した。

80年代初期の経済停滞は、他方で、ドイツ製造業に対して一つの大きな教訓を残したといつてよい。これまで長い間、製造業は、ユニバーサルバンクであるメインバンクが適当に長・短期資金を供給し、健全な財務構造を維持すべく面倒をみてくれることに慣れてきた。三大銀行から主要企業への監査役派遣はその一例である。しかし80年代初期の苦しい体験は、企業金融の在り方と財務管理の重要性について改めて考え直す機会となった。とくに資本取引の自由化によって主要先進国に急速に整備され始めた国際金融・資本市場の存在と金融革新の波がこれに拍車をかけたのである。

#### b 資本取引の自由化と金融革新への制度的対応

1985年はドイツ資本市場にとって国際化への画期的転機の年である。同年実施されたクーポン税<sup>(4)</sup>の廃止は、資本市場の一層の自由化に関して議論を開始する契機となった。マルクの魅力を大きくするための諸条件のなかには、革新的な金融手段と並んで、ドイツにオフショア金融センターの設置も含まれていた。さらに同年5月、外債市場の第一次自由化が行なわれ、外銀に対し国際マルク債の引き受け主幹事を開放した。また、ブンデスバンクは変動利付債、ゼロ・クーポン債、複数通貨オプション付き債券、その他類似の特徴を持つ債券の発行を許可した。加えて資本市場をさらに大幅に自由化するため、中央資本市場委員会外債小委員会において債券発行をスケジュール化する調整制度も廃止された。

1986年、第二次自由化措置がとられ、CDの発行が認可された。また同年、ドイツ証券取引所は第二部市場を創設し、内外株式取引の拡大に対応した。88年にはDAX株価指数が導入され、89年には、コンピュータ売買システムが実施された。さらに、90年1月ドイツ先物取引所がスイスに次いで完全なコンピュータ取引市場として設立された。

---

注(4) クーポン税(Kuponsteuer)は、外国からの急激な資本流入を阻止する目的で、1965年3月25日「所得税法、法人税法、資本取引税法改正法」に基づき制定された。本文で明らかにしているように、その後ドイツの国際収支は60年代後半、70年代、80年代前半において変動を繰り返したが、クーポン税が85年まで廃止されなかった点について不思議に思う向きもあろう。事実、クーポン税が導入された65年には経常収支が赤字に転じたのであるから、国際収支の均衡という視点からすればクーポン税によって資本流入を阻止する必要がなかった。また70年4月連邦政府はクーポン税廃止の提案をしたほどである。しかしそれにもかかわらずクーポン税が維持された背景には、71年8月のエクソン・ショック、同年12月のスミソニアン体制、72年初めのドル危機およびボンド危機など、国際金融面できわめて不安定な状態が続いたことと、内外金利格差、とくにアメリカの金利水準の上下変動がほとんどそのままドイツへの資本流出入に跳ね返ったという事情がある。クーポン税と債券利子源泉税の推移ならびに評価については、石光〔2〕を参照。

### c 企業金融の変化

このようにドイツ資本市場が金融革新の波に呼応して多種多様な金融手段を開発し、世界の金融・資本市場とリアル・タイムでの取引・決済が可能になる体制を整備したことは、企業活動の国際化とマッチして、企業金融に対しても大きな影響を及ぼすことになった。80年代後半、ドイツ国内マルク債市場は、ユーロ・マルク債市場に比べてよりヴァリエティに富んだ金融手段を提供できるようになり、資金の借り手にとっても資金の運用者にとっても、かなり柔軟性のある魅力的な市場として成長したのである。

企業金融の変化の第一は、80年代後半、好調な輸出に支えられて景気が回復するにつれて、企業の手元流動性が目立って改善されてきたことである。このことは、一つには資本参加や金融資産運用収益からなる営業外収益比率の上昇によって、もう一つには短期銀行信用の割合の持続的低下から明らかである。ドイツの企業の銀行借入れが減少した理由をあげれば、①景気回復が企業収益・内部留保を改善したほか、税制改正により減価償却引当金の積み増しが加わったことによって資金調達に占める内部資金比率が高まったこと、②80年代前半の経済停滞の教訓から、企業競争力向上のためには自己資本比率<sup>(5)</sup>を高め、借入れを減少させる必要性を痛感したこと、③85年の銀行法改正によって、融資総額の規制が強化され、出資比率40%以上の子会社を含む連結ベースで適用になったこと、さらには、一債務者当たりの最高融資額が責任自己資本の75%から50%に引き下げられたこと、④企業によっては、資本市場の整備・発展を活用し、株式を公開することによって資金調達をすることが企業のネーム・ヴァリューを高め、大きな広報効果を持つと判断し始めたことなどが考えられる。

しかし、このことをもって企業の銀行離れと即断するのは誤りである。80年代後半の企業金融負債取引勘定残高構成比の推移を見ると、短期銀行信用は依然として15%程度であり、これに長期銀行信用の約28%を加えると、企業金融に占める銀行の役割は相変わらず大きいのである。

第二に、企業にとって余裕資金を国際金融・資本市場で運用する余地が増大したことである。内外金利格差、為替レートの動きに対する企業の関心が高まり、有利な外国資金の取れ入れと必要なリスク・カバーも、金融革新によるさまざまな手段を活用することによって、外債発行を含め長期的にも容易になった。

ドイツ債券市場における社債（Industrieobligation）の全債券発行残高に占める比率はこれまでもきわめて小さかった。というのは、発行に際して民法795条にしたがって連邦政府（大蔵省）の許可が必要であるばかりでなく、中央資本市場委員会による起債調整を経なければならなかったし、前述した高率の有価証券取引税（クーボン税）が流通市場の発達を妨げてきたからである。加えて、投

注（5）（西）ドイツ製造業は、戦後の経済成長のほか、さまざまな減価償却制度や税制上の優遇措置によって自己金融比率を高め、活発な設備投資によって競争力を維持してきたが、この過程で財務諸表でみた自己資本比率も上昇した。しかし80年代になると、自己資本比率は逡減し、むしろ引当金のウェイトが増大している。こうした変化がドイツ製造業の設備投資動機といかに関連しているかという問題は、今後のドイツ経済を評価するためにも立ち入った検討を要する興味ある問題である。

資家側からすれば、債券価格の値下がりや期末の債券評価損のリスクがつきまとうことも流通市場の拡大を妨げてきた。こうした国内事情もあり、大手企業は大手銀行と並んでユーロ市場または外国市場で海外現地法人名で起債を行い、必要資金を調達するようになった。

第三に、いわゆる金融の国際化がドイツの企業金融に与えつつある影響はかなり大きく、企業はあらたに可能となった資金調達・運用手段の活用に全力をあげているといえる。その結果、企業金融に果たしてきたメインバンク（その大部分はユニバーサルバンクである）の役割が少しずつ変質しつつあるように思われる。果たしてこの変質をメインバンクの役割の後退と断定してよいかどうかについては、まだ若干の時間が必要であろう。しかし、90年代がはじまって企業の資産・負債構造の変化と金融革新の波及につれて、原則的には保守的といつてよい企業の行動様式に質的变化が見られることは確かである。この認識は、ユニバーサルバンキング制度を基盤に企業と銀行とが密接に関係しあってきた伝統が今後も持続するかどうかを判断する場合に決定的な重要性を持っている。

企業の行動様式の質的变化は、企業の活動範囲のグローバル化と無関係ではない。EC域内市場の拡大、海外直接投資の進展、技術交流、ジョイントベンチャーの普及は、企業金融の範囲と内容をドイツの内部だけに限定することを許さない。外銀との取引拡大など、credit mix に関して企業は独自の在り方を求める段階にきているとも言えようか。端的に言えば、ドイツの企業は企業金融をメインバンクに完全に包み込まれた形ではなく、開かれた形を模索しているといえそうである。

## 2 ドイツの金融政策

戦後（西）ドイツの経済政策はつねに「社会的市場経済の原理」を基盤に運営されてきた。内閣がキリスト教民主同盟を中心に組織される場合であっても社民党によって組織される場合であっても、「社会的市場経済の原理」はつねに政策の基本原則であった。それは簡単にいえば、自由経済の原理であり価格調整メカニズムに対する信頼である。企業は市場に参加し、競争による審判を仰ぐ。それ以外はありえない。企業に対して政府があれこれと介入することもないし、企業側から政府になんらかの援助、保護を期待することもない。

価格調整メカニズムに対する信頼というと、ひとはアダム・スミスの自由経済を思い出すであろう。価格調整メカニズムによって、個人の合理性と社会の合理性とが調和するという指摘こそ、スミスの「予定調和」にほかならない。しかし、スミスのこの名言にもかかわらず、自由経済体制をとっている国々では、独占、寡占、失業、インフレといった社会公共の視点から望ましくない状態に悩まされてきた。「予定調和」が成立するとは必ずしも言えないというのが現実である。

それではドイツの自由主義経済体制はアダム・スミスの古典的自由主義体制とどこが異なるのであろうか。ドイツが戦後一貫して守り続けてきた「社会的市場経済の原理」はスミスの自由経済の原理とどこが異なるのであろうか。端的に言って、「社会的市場経済の原理」はスミスの「予定調和」を期待するのではなく、必要な場合、政府が市場に介入することを容認するところが大きく



異なっている。スミスの自由経済における政府の役割は「夜警国家」であり、民間の自由な経済活動を守ることであった。それに対して、ドイツの自由経済における政府は、個人合理性と社会合理性とが乖離するとき、社会的に望ましいと考えられる方向を指示し、そのために政策手段を投入するという積極的な役割を持っている。そしてドイツでは、戦後歴代の政府は、価格調整メカニズムへの信頼を持続させるためには物価の安定こそもっとも大切な政策目標であると考え、これを実現してきたのである。そこで以下では、物価安定に大きな貢献を果たした金融政策について考察することにした。

## 2・1 中央銀行の独立性

戦後（西）ドイツの中央銀行が世界に誇りうる独立性を保持していることはよく知られている。独立性に関しては、第一にドイツ・レンダーバンク（Bank deutscher Laender）の創設経緯と第二に戦前におけるライヒスバンクでの苦い経験の二点に触れておく必要がある。

### (1) ドイツ・レンダーバンクの創設<sup>(6)</sup>

1948年3月初め占領軍政府によりアメリカ・イギリス両連合地区のための中央銀行としてドイツ・レンダーバンクの創設に関する法律が制定された。中央銀行組織の設立と機能については、占領軍当局がその在るべき姿についてそれぞれ母国の中央銀行組織を頭に描いていたため、ドイツにおいていかなる中央銀行にすべきかに関して意見の一致をみることは容易ではなかった。しかし、アメリカ軍占領地域についてはすでに1947年初めに、数か月遅れてフランス軍占領地域にそれぞれ州中央銀行が設立されていたから、将来在るべき中央銀行の姿について考えるときも、この事実を無視することができなかった。ところで州中央銀行が分離して設立されていたことは、占領軍それぞれが占領地域での政策効果をあげるために必要であったのであろうが、私見では、ドイツの中世以来の伝統、つまり州の独立性がここでも生きていと判断したい。

当時、アメリカ・イギリス・フランスによる三占領地域全体にまたがる、ドイツ人による政府および官庁はまだ存在していなかったから、ドイツ人による中央集権的な中央銀行制度を実現することは不可能であった。その結果、ドイツの中央銀行組織は、いくつかの重要な点でアメリカの連邦準備制度を模倣して起草されることになった。前述の州の独立性を想起すると、アメリカの連邦準備制度はドイツの伝統と矛盾しないのである。1948年初め、イギリス占領地区にも州単位に州中央銀行が設立されたことによって、実質的に各州がそれぞれ州中央銀行を持つ体制が1948年初め整っ

---

注（6） ドイツ・レンダーバンクが創設されるまでの経緯を詳細に記述したメラー〔14〕が参考になる。とくに1948年4月20日アメリカ・イギリス連合（占領）地域の経済評議会の通貨委員会によって指名された専門家達とドイツ側の専門家達が密かにカッセル近郊のロートヴェステンに集まり、まったく極秘に何度も会議を繰り返したあたりの叙述は感銘を受ける。この秘密会議を会議参加者達は「コンクラーヴェ」と呼んだ。つまりローマ法王を新たに選挙するときの最高に重要で極秘の集まりになぞらえていたのである。なお、ドイツ・レンダーバンクの設立とその後の活動、とくに通貨改革に関しては、エミンガー〔4〕を参照。また、金融政策の中立性と中央銀行の独立性に関する理論的展望としては江口〔3〕を参照。

たことになる。

このようにドイツ・レンダーバンクの創設は、中央銀行業務の処理のため固有の組織を持つ銀行という意味で、アメリカの連邦準備制度理事会と異なるが、既存の州中央銀行すべてに共通し関連する任務を遂行する機関として発足した。州の独立性が州中央銀行に反映され、それがさらにドイツ・レンダーバンクに反映されていることが、制度的にみたドイツ中央銀行の独立性の基盤である。

## (2) ライヒスバンクでの苦い経験<sup>(7)</sup>

1933年10月27日付け銀行法改正のための法律によって、1924年の銀行法に根拠を持つライヒスバンクの独立性は大きな制限を受けることになった。それまでライヒスバンクは、評議員会の決定的発言権によって政府に対して高い独立性を保持してきた。しかしこの法律によって、評議員会が廃止されたのである。さらに、1937年1月30日のライヒ議会における総統の声明によって、ドイツ国のライヒスバンクに対する完全な優越性が確立されてしまった。独立性はライヒスバンクの国家からの分離を意味していたのに、いまや、ライヒスバンクの業務は、国家の一般的経済政策と密接に結びつけられ、国家に従属することになった。ライヒスバンクの苦い経験はさらに続く。39年6月15日、つまりシャハト総裁がヒトラーに罷免されて数ヶ月後、ドイツ・ライヒスバンク法により、ドイツ・ライヒスバンクは今後「総統兼ライヒ首相の指示と監督のもとに……運営管理」されることになり、「同行に委託された任務の範囲内でナチスの国家指導により設定された目標の達成に」貢献するものとされたのである。戦後再び中央銀行が創設される段階で、ドイツの金融専門家、政府要人、学者の誰もがライヒスバンクでの苦い経験、悪夢を二度と味わいたくないと考えたのは至極当然であった。これが中央銀行の独立性の政治経済的にみた基盤である。

## 2・2 金融政策の実績

### (1) 1960年代

60年代の(西)ドイツの経済動向を概観するために公定歩合の推移をみると、これを三つの局面に大別することができる。第一の局面は、60年5月それまで4%であった公定歩合が最高水準の5%に引き上げられ、半年後に1%、その後ほぼ三ヶ月ごとに0.5%ずつ引き下げられた(61年4月、3%)景気変動の期間である。第二の局面は、それ以後65年2月までの約四年間3%のままで推移した期間である。そして第三の局面は、65年2月0.5%、同年8月ふたたび0.5%、66年0.5%と矢継ぎ早やに公定歩合を引き上げた金融引締政策と、67年に入って1、2、4、5月の四回それぞれ0.5%ずつ引き下げた(5%から3%へ)金融緩和政策の期間である。

これだけ見ると、ブンデスバンクは経済動向にきわめてダイナミックに対応したと言えそうである。しかし細部にわたって検討してみると、ドイツ経済の構造変化を前にして金融政策は十分な成

注(7) ハンスマイヤー・ツェーザー [12] は、ナチス体制下ライヒスバンクが政府の決定する法律的枠組みのなかで次第に独立性を失っていった過程を詳細に論じ、戦時中のライヒスバンクが「固有の自治領域のない、政府の『中央出納機関』という意味での行政官庁の一つ」になってしまったことを明らかにしている。

果をあげられず、むしろ苦悩の連続であったことが分かる。

例えば、60年代前半における価格上昇率要因の年率変化の推移を見ると、需要よりもコストの上昇によって価格が上昇する傾向を確認できる（第一表）。まず消費財を取り出してみると、61年の賃金・俸給の年増加率は10.4%である。明らかに賃金・俸給は要素費用の主要部分を構成するから、この増加が要素費用を6.6%だけ上昇させた。次にこうした要素費用の増加がコストの上昇をもたらすことになるが、その上昇率は4.5%に止まっている。コスト4.5%の上昇に対し消費財価格の上昇率は3.0%であるから、フル・コスト原理をあてはめれば、この期間企業の平均利潤マージンは縮小したといえることができる。他方、同年の需給の伸び率をみると、明らかに超過需要の状態にあった。超過需要による価格上昇圧力があるのに平均利潤マージンが縮小化したのは、競争の激化がコストの上昇を価格に転嫁する範囲を狭めたのと、超過需要の一部が輸入によってカバーされ価格上昇を抑制したためである。

同表によって66年前期までの消費財ならびに投資財価格上昇率要因の変化を通観していえることは、平均利潤マージンが縮小傾向にあることと、賃金上昇率が高くなったとき、一定のマークアップを維持するため容易に価格を上昇させる傾向を内在させていたことの二点が明らかである。そしてこの二点が企業の弱気を誘い、設備投資意欲の減退を通じて60年代半ば以降の経済不況を招いたのであった。

66年の新規受注高の急減に象徴されるように、ドイツ経済をここまで沈滞させてしまった原因の一つに金融政策の失敗がある。もっともこの判断には留保が必要である。というのは、前述の第三の局面では、財政政策（たとえばクーポン税の賦課）も失敗の責任の一半を負うべきであるし、第二の局面の後半、すでに価格、賃金、コストの関係が変調であったにもかかわらず、有効な政策措置がとくにとられなかったことが、重大な遠因となっているからである。しかし65-66年の金融政策は、有効需要を抑え気味にした物価抑制政策であった。この政策は、価格上昇の要因が超過需要からコスト・アップへ移行しつつあったという意味では、構造的要因を未解決のまま温存し、潜在的

第一表 価格上昇率要因の変化

	1961	1962	1963	1964	1965	1965 I	
賃金・俸給	+10.4	+9.0	+6.1	+10.1	+10.5	+10.9	
コスト(平均費用)	+4.5	+5.1	+3.0	+4.1	+3.2	+5.5	
需 要	{消費財	+6.9	+8.5	+5.1	+8.0	+6.4	+5.5
	{投資財	+11.2	+8.1	+4.9	+11.0	+6.6	+7.5
供 給	{消費財	+3.8	+5.2	+2.3	+7.4	+7.3	+7.2
	{投資財	+6.9	+2.7	+2.6	+8.9	+7.3	+2.0
価 格	{消費財	+3.0	+3.2	+2.7	+3.0	+4.7	+3.5
	{投資財	+4.6	+5.3	+2.2	+2.0	+2.2	+0.7
要素費用	+6.6	+6.1	+3.4	+6.2	+10.9	+8.2	

資料出所：A. Francke, Die Preis- und Lohnentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland seit 1960, Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 94, 1965, s. 112-132 より作成。なお 1964, 1965, 1966 I (第1・四半期) は筆者の計算。

な価格上昇圧力を改善するにはほとんど役立たなかった。

金融引締政策の意図は、①価格上昇の抑制、②外国資本の流入阻止、③貸出し抑制にあり、これを公定歩合の引き上げとクーボン税の導入によって実現しようとしたのであった。しかし価格上昇の抑制効果はなく、加えて手元流動性が苦しくなった企業は外国に対する債権を流動化し始めたの<sup>(8)</sup>で、外国資本の流入阻止によって国内流動性の増大を抑制しようという意図も果たされなかった。また、貸出抑制も不成功に終わった。というのは、当時コールレートが公定歩合を上回り、しかも銀行が持っていた再割引枠にまだ余裕があったことから、相対的に有利なブンデスバンクからの借り入れを続けたからである。資本の自由化によって、金融引締政策の効果が弱められた一例である。<sup>(9)</sup>

第三の局面で金融政策と併用されたクーボン税は、第一の局面で陥った金融政策のジレンマをふたたび繰り返さないためにとられた財政政策的措置であった。しかし、この措置も、外国債権の流動化が行なわれた結果、効果はあがらなかった。この場合においても、やはり資本が自由化されている経済では、金融引き締め効果が弱められたのである。このようにエアハルト政権の末期にとられた財政金融政策は、安定化政策としてはまったく不十分で、効果もほとんどなく、むしろいたずらに景気変動を激化させてしまった。というのは、これらの措置は別の形の禍根をも残したからである。そのなかでも、資本市場の機能低下をもたらしたことは、市中流動性状況に決定的な悪影響をもたらしたのである。つまり、クーボン税の課税によって債券価格が下がると、投資家は以後の金利上昇によるキャピタル・ロスの危険を回避するため、もはや債券の保有をふやすことはなく、換金売りに出る。これは債券価格をさらに引き下げる一方、金融市場では過小流動性の状況におかれ、これら二つの要因が働いて、投資意欲をますます減退させてしまったのである。

こうした状況では、金融引き締めはおろか金融を緩和しても、それだけでは経済は上向かない。限界予想収益率がきわめて低くなってしまっているからである。結局、引き締めが経済を不況に追い込むことが明らかになったことにより、67年1月から5月まで矢継ぎ早やに四回0.5%ずつ公定歩合を下げるという形で、この政策を放棄せざるをえないという中途半端な結果になってしまった。

注(8) 外国資本の流入阻止によって国内流動性の増大を抑制しようとした当初の目的が実現できなかった例としては、65年第2、第3四半期における国際収支の動きがある。同期国際収支の資本勘定は20億マルクの純流入となっているが、このなかには、機能が低下した金融・資本市場では必要な資金手当てが受けられなくなったため、やむなくとった苦肉の策の結果が含まれている。

(9) (西)ドイツはこのような問題をすでに1960~61年に経験している。当時、輸出による経常収支の黒字が累積したばかりでなく、外国資本はドイツ経済、とくに重化学工業部門を格好の投資先と考えたために、かなり多額の資本が流入した。外資の流入による過剰流動性は景気過熱をもたらした。通常、景気の過熱に対しては、金利引き上げなどの引き締め措置が講じられるが、当時は金利を引き上げればますます資本流入が激しくなり、資本流入阻止のために金利を引き下げると、国内投資が刺激されて、別の面から景気過熱をあおることになる危険があった。つまり、当時も金融政策は大きなジレンマに陥ったのである。1961年3月のマルク切り上げ措置は、こうした金融政策のジレンマを回避し、一方で国際流動性の改善に寄与すると同時に、他方では国内景気の過熱化を阻止しようという二つの狙いを持っていた。こうして見ると、よくいわれる内外通貨価値の安定に関してドイツでは、国内物価の安定を優先しそのために必要とあれば、対外価値、つまりマルク切り上げに踏み切るという意味で、わが国のように71年8月まで「頑なに」円の対ドル・レートを固守した政策スタンスと大きく異なっていることが分かる。

## (2) 1970年代

1968年以降経常収支の黒字が続き、(西)ドイツの外貨準備は著増した。IMF体制、つまり固定相場制のもとでは、外貨準備の増大は他の条件が一定であるかぎり必然的に流通貨幣量の増加を伴うから、(西)ドイツ経済はふたたびインフレの危険と戦う必要に迫られたといつてよい。とくに68年以降、利子率格差にも誘発されて投機資金が大量に流入したから、金融政策(公開市場操作および預金準備率操作)による過剰流動性の吸収には限界があった。71年8月のニクソン・ショックおよび同年12月のスミソニアン合意によって、マルク相場は増価する傾向にあったが、それだけで内外均衡を実現することはできなかった。

73年3月ECの対ドル共同フロート制の導入は、ブンデスバンクにとって政策の自由度が増大したことを意味する。ブンデスバンクはふたたび物価安定に全力をあげる体制をとることが可能になったのである。やや具体的にいえば、ブンデスバンクは流入した外貨に見合っただけ市中に供給されたマルクを吸収するために強い引締政策をとりはじめた。ところで73年秋の第一次石油危機が大幅な物価高騰をもたらしたことは確かであるが、金融政策の視点からいうと、74年1月フランスが石油危機によってEC共同フロートから脱退したことがブンデスバンクの金融政策を容易にした。というのは、共同フロートはドルの流入を阻止するには有効であったが、マルク切り上げ期待からフランスを通じてかなり多量の外貨が(西)ドイツに流入したからである。つまり、インフレ高進の危険は共同フロートによっても完全に消滅したわけではなかったが、フランスの共同フロートからの脱退によって、ブンデスバンクは物価安定という本来の使命に徹し、過剰流動性をほとんどゼロの水準にまで引き下げることに成功したのである。

75年1月ブンデスバンクは通貨発行量(Zentralbankgeldmenge)の対前年比増加率を8%以下に抑制すると発表した<sup>(10)</sup>が、この発表が賃上げ率を比較的低い水準に落ち着かせた功績はきわめて大きい。すでに60年代後半に見えはじめたコスト・プッシュ要因はそのまま持続しており、大幅な賃上げが物価上昇を招き、インフレがホーム・メード化しやすい体質になっていたからである。たとえば70年代の消費財、投資財両部門の需給ギャップをみると、74-75年の景気後退期には超過供給であったが、76年以降は超過需要気味になり、次いで77年にはふたたび超過供給になっている。しかもその間、物価は必ずしも需給ギャップを正確に反映せずに騰勢が続いていることがその証拠といつてよい。74年の連邦政府ならびにブンデスバンクによるインフレ対策の成功は、労使双方が参考にすべき実績として、賃上げをめぐる慎重な態度をとらせることになったのである。

70年代の金融政策の役割と機動性を評価するためには、ブンデスバンクの操作目標が60年代と70

注(10) 金融政策の運営目標の重点を金利水準からマネーサプライ残高増加率へシフトさせた最大の契機は、石油危機に誘発されたインフレの高進である。しかし、留意すべきことは、「量的金融指標」の重視が、マネーサプライを中心としつつも、マネー・マーケットに対してはきわめて細かい政策を機動的に発動することを否定していないことである。『ブンデスバンク月報』(1983年1月)が「ブンデスバンクよってとられるマネー・マーケット政策と中央銀行貨幣残高の運営とは切っても切れない関係にある」といっているのはこのことを示唆している。「量的金融指標」の重視については日本銀行『調査月報』(昭和50年3月)を参照。

年代で大きく異なっていることに注意しなければならない。50年代から63年まで、ブンデスバンクは操作目標として銀行流動性の管理を中心にしてきたといつてよい。64年以降は、自由流動性準備〔①過剰準備（中央銀行預け金－所要準備）＋②国内金融市場証券（中央銀行による買戻し条件付きの大蔵省証券、割引国庫債など）＋③再割引枠未使用分〕を管理することによって、市中金融機関の与信活動に影響を与えてきた。それが70年代に入りユーロ市場からの資金の取り入れが容易になると、ブンデスバンクは政策介入の必要性を痛感し、自由流動性準備の水準を実質的にゼロ近くまで引き下げることによって、信用膨張に対抗する措置をとったのである。そのため74年以降、自由流動性準備に加え、中央銀行貨幣残高（Zentralbankgeldmenge）を内部的な操作目標として採用したのである。そして前述のように、75年ブンデスバンクは初めてマネーサプライの動きを政策運営の一つの指標として用いることを明らかにし、中央銀行貨幣残高の年増加率を公表したのであった。これは、市中流通現金量と銀行の国内預金に対する所要支払準備量を加えたもので、速報性の高いM<sub>3</sub>の代理変数に近く、ブンデスバンクにとって有効な操作目標であるのみならず、民間経済主体にとっても、年増加率が公表されることによって政策当局が今後の景気をどう判断しているかについての価値ある情報である。

70年代二度にわたる石油危機は、(西)ドイツ経済の実物面に大きな打撃を与えたため、ブンデスバンクは金融面から経済安定の回復のために腐心した。そこで最後に、この期間における金利の動きを次ぎの四点にまとめておこう。第一は、70年代の金利が60年代のそれより変動幅が大きくなったことである。たとえば公定歩合についてみると、60年代が3～6%であったのに対し、70年代は3～7%である。第二は、78年以降、短期金利の上下変動幅が長期金利のそれより大きくなったことである。これは、前述の外国からの投機資金の流入に対するブンデスバンクの対応の反映である。第三は、フロート制導入以降、景気変動と金利変動との間の関係が、それ以前に比較して緩いものになりつつあることである。これは、為替レートの変動による調整効果が働き始めたことを意味しており、ブンデスバンクが物価安定目標の実現に向けて政策発動をしやすくなったことを示唆している。第四は、名目金利の変動トレンドがインフレ率によって規定されるようになったことである。

### (3) 1980年代

#### a 過重な負担に耐えたブンデスバンク

(西)ドイツ金融政策は、1979年初めの第二次石油危機に対する反応とマルクに対する信頼が低下したことを受けて、これまでの政策を大幅に転換せねばならなくなった。具体的には81年までの持続的な金利水準の引き上げ措置である。81年史上最高の金利水準を記録した(西)ドイツ経済は、ブンデスバンクに対して史上最大の試練期を提供したといつてよい。ブンデスバンクは、すでに78年11月ニューヨーク連銀とのスワップ40億ドルを60億ドルに増額することを決定し、為替レートの安定に留意しながら、介入強化を通じてマネーサプライを多少増勢に転ずる反面、最低準備率を9%に引き上げるとともに売りオペを弾力的に実施することによって市中流動性を吸収し、長期金利を上昇させた。さらに79年1月以降再割引枠を50億マルク削減することによって引き締めを強化し

た。

続いて同年2月、ロンバート貸付(9.0%)を2月20日以降停止し、特別ロンバート制度(金利は毎日変動)を導入した。この目的は、アメリカの高金利に伴う外貨流出がマルク安を誘発し、インフレ増進の危険を未然に防止することにあった。経済が低成長と失業率上昇に悩むとき、この種の政策措置は景気増進に逆行するが、内外通貨価値の安定のためには止むを得ないと判断したのである。これによりブンデスバンクは、債券オペ、為替スワップ、特別ロンバート貸付によって流動性を管理する体制を整備したことになる。つまり、金融、為替、債券の三市場の動向を睨みながら、機動的にマネーサプライを変動させる能力を保持したのである。

財政赤字のもとでは政策手段も限られているから、ブンデスバンクによる経済安定化の舵取りはきわめて難しい。しかしブンデスバンクが79年から3年間この過重な負担に耐えながら内外通貨価値の安定を回復した功績は多大である。82年春、ロンバート・レートと公定歩合との金利格差が1%ポイントという正常状態に戻ったこと、長短金利の逆転現象が修正されたこと、82年末金利水準で計算して民間投資の収益率が国債利回りを上回ったこと、経常収支の改善からマルク高への期待が生まれ始めたことなど、経済がふたたび正常化したと判断したブンデスバンクは、特別ロンバート貸付を停止し、ロンバート・レートを9%の金利で再開することによって事実上の金利引き下げ措置をとった。

#### b 開放体系のもとでの金融政策

70年代末から80年代初めまでの、ブンデスバンクの苦しい経験は、財政赤字のもとでの経常収支の赤字と、競争力の低下によるマルクの弱体化からいかにして脱出するかという難問であった。こうした状況のもとでは、財政金融を主体とする需要管理政策だけでは、ポリシー・ミックスにおけるジレンマ・ケースに陥り、インフレをさらに激化させる危険がある。必要なことは構造改善を含む供給側からの整備である。再三述べたように、(西)ドイツ経済はコスト・プッシュの体質もっているからである。80年11月ブンデスバンクが例年より早めに中央銀行貨幣残高の年増加率を引き締め基調の4~7%と発表したのも、連邦予算の規模が不当に拡大しないよう希望することと、春闘での賃上げ率が過大にならないよう警告するためであった。インフレのホーム・メード化をなんとしても避けなければならないというブンデスバンクのスタンスの表明である。

ところでこの期間の金融政策を殊のほか難しくしたもう一つの原因は、アメリカの高金利であった。長短金利の逆転現象を生み出したからである。この異常現象が約3年も続いた理由として次ぎの二点をあげることができる。

第一に、外国投資家による資金運用の主要動機が変化したことである。外国投資家は、これまで主としてマルク切り上げの期待によって資産選好を変化させてきた。ところが二度にわたる石油危機が(西)ドイツ経済に与えた影響が予想外に大きく、競争力低下による経常収支の赤字化が持続するのではないかという懸念が広がり始めた。別言すれば、マルク切り上げ期待が消滅したのである。こうなれば、内外債券利回りの結びつきが顕在化するのとは当然である。とくにアメリカの高金

利に端を發し、異常なほど明瞭な形で交互に利回りを高めていく国際的利回り変化のなかに、ドイツ長期債市場は完全に放りこまれたと云ってよい。80年春までの急激な利回りの高騰および下落の繰り返しに表現される、利回り水準の大幅なブレは、期間でみると80-81年前半まで続いたが、これにより投資家は長期債に対する買い気をすっかりなくしてしまったのである。

第二に、同期間における資本市場金利の大幅な変動である。これはまさに歴史始まって以来の大幅な変動で、最低5.5%から最高12%という激しさであった。その背景として以下の四点をあげておこう。①短期金利が上昇局面に入る以前の78年春、すでに長期金利は上昇し始めていた。78~79年にかけて景気は上向きとなり、資金需要が強くなっていたのである。②78年のボン・サミットで連邦政府は「機関車論」を拒否したものの、結果的には内需拡大気運が強まり、公共投資も拡大した。③短期金利が79年年初来上昇し始めると、債券市場の期近ものは、短期金融資産と密接な代替関係にあることから、その利回りが急上昇を始めた。こうしてついに79年夏、長短利回り格差が逆転するに至った。④総括的にいえば、(第二次石油危機)+(經常収支赤字)+(財政赤字)+(アメリカの高金利)<sup>(11)</sup>+(マルク安)が相互に関連しあって、債券利回りを急騰させたのである。

#### (4) 1990年代

90年7月東西ドイツは通貨同盟の発足により事実上統一された。これに先立つ5月18日に東西ドイツ政府間で調印された「通貨・経済・社会保障同盟に関する条約」に基づき、経済活動の血液ともいべき通貨の統合が政治的統一の前にまず実現したのである。これによって、ブンデスバンクは統一ドイツ全体の金融政策について責任と課題を負うことになった。すなわちブンデスバンクは、統一によって金融政策が攪乱されないようにするため、これまでの東ドイツでの慣行、つまり財政赤字を国家銀行(同時に中央銀行)からの追加信用で賄う慣行を阻止し、ブンデスバンクから8億マルクの信用を直接供与した。次いで東ドイツの地方公共団体に対し、90年第二半期について100億マルク、91年について120億マルクという信用供与の上限を決定した。これらの措置は、東ドイツで過大な信用膨張がインフレの火種となることを未然に防止したものであり、同時に信用供与の上限を上回る資金が必要となった場合には、西ドイツ資本市場での調達を強制したものである。東西ドイツの長期金利格差を考慮すれば、東ドイツにとり西ドイツ資本市場での資金調達は至難といべきであり、実質的には信用膨張の禁止に等しい。

1,150億マルクに達するドイツ統一基金を始め、連邦、州、市町村などを通ずる財政支出は、(東)ドイツ再建のため当分の間膨張せざるをえない。90年5月、大蔵大臣が主宰する財政計画委員会は、91年度以降の公共部門の支出の伸びを名目GNPの伸び以下に抑えるよう勧告し、中期的には80年

---

注(11) (西)ドイツ経済は、この期間内外均衡の達成に関してふたたび「ジレンマ・ケース」に陥ったと云ってよく、機動性を誇るブンデスバンクの金融政策も、海外要因に大きく振り回されてしまった。こうした非正常の状態から回復する条件は、ドイツの場合、つねに經常収支の改善である。事実、經常収支が改善を始めた1981年夏、マルク安が底をついたのではないかと期待が広がり始めた。長期金利についていえば、同年秋、11.75%の高水準に達したとき、上限に到達したとの判断が支配的になった。



代と同じく3%台に戻す必要があることを明らかにした。それとの関連で、連邦政府は、90年7月91年度連邦予算案ならびに94年度までの中期財政計画を発表した。それによると、91年度の連邦による支出の伸びは3.9%、その後の三年間は3.0%となっており、(東)ドイツ再建のため財政面からの大幅な支出は中期的には予定されていない。しかし、(東)ドイツのこれまでの経済再建の実績は期待はずれであり、今後一層のてこ入れが必要であろう。

財政赤字の拡大は公債発行の増加→長期金利の高騰であり、ブンデスバンクにとっても頭痛の種である。それは前述した80年代初期と同様、ブンデスバンクへ過重な負担を強いることになる。事実、90年11月、ブンデスバンクはロンバート金利を8.5%から9.5%に引き上げ、公定歩合はとりあえず据え置く措置をとった。この措置は、ある意味では、財政赤字の縮小に努力すべし、というブンデスバンクの連邦政府に対する警告である。

ドイツ経済が80年代初期のジレンマ・ケースにふたたび陥るのではないかという危惧は、ドイツの経常収支黒字幅が90年後半になるにつれて縮小し、遂に91年初めから赤字に転落するに及んで次第に濃くなってきた。89年の経常収支黒字は1,040億マルクで、財政赤字を埋め合わせるのに必要な国内貯蓄に回すことができた。しかし91年以降定着した経常収支の赤字化はそうした余裕を持たないことを意味している。そのことは、(東)ドイツ再建のためには財政赤字をさらに拡大するか、必要な資金を外国に求めるか、いずれかの方法を選ばなければならないことを意味する。つまり「双子の赤字」のもとではマルクが弱くなっていくことを示唆している。それがインフレ要因となることについてはここで繰り返す必要はあるまい。ドイツ統一は、財政金融政策に対してまたまた大きな課題を投げかけているのである。

#### 〔参考文献〕

- [1] 相沢幸悦『ユニバーサル・バンキング』、日本経済新聞社、1989年9月。
- [2] 石光 真「クーポン税と源泉税」『証券研究』、Vol. 88、(財)日本証券経済研究所、1989年9月。
- [3] 江口英一「中央銀行の役割と在り方」『経済研究』第42巻第3号、一橋大学経済研究所、1991年1月。
- [4] オットマール・エミンガー、「内外均衡の矛盾を背景としたドイツの金融・通貨政策」、ドイツ・ブンデスバンク編/呉・由良監訳・日本銀行金融史研究会訳『ドイツの通貨と経済 1876-1975年』(下)、東洋経済新報社、昭和59年5月。
- [5] 島野卓爾「不況克服にあえぐ西独経済」『エコノミスト』、毎日新聞社、1967年5月23日号。
- [6] ——「失速する西独経済」『エコノミスト』、毎日新聞社、1980年9月29日号。
- [7] ——「西ドイツ金融政策の評価」『金融学会報告』、58号、東洋経済新報社、1984年7月。
- [8] ——「ドイツ統一で始まった歴史の実験」『エコノミスト』、毎日新聞社、1990年7月10日号。
- [9] ——「統一の経済的負担とマルクの将来」『外交フォーラム』、27号、1990年、12月号。
- [10] ——「統一後のドイツ経済」『日本経済新聞』、1990年11月7-13日号。
- [11] ——「銀行の企業支配と銀行権力の制限——ドイツの例——」『90年代の金融・証券市場』(証券市場研究委員会報告書)、(財)統計研究会、1991年4月。
- [12] カール・ハインリッヒ・ハンスマイヤー/ロルフ・ツェーザー「戦争経済とインフレーション(1936-1948年)」、ドイツ・ブンデスバンク編/呉・由良監訳・日本銀行金融史研究会訳『ドイツの通貨と経

済 1876-1975年』(上), 東洋経済新報社, 昭和59年2月。

[13] Foehl, Carl “Geldschoepfung und Wirtschaftskreislauf”, 1937. (日下藤吾訳『経済循環の貨幣的構造』, 大鵬社, 昭和17年。)

[14] ハンス・メラール「1948年の西ドイツ通貨改革」, ドイツ・ブンデスバンク編/呉・由良監訳・日本銀行金融史研究会訳『ドイツの通貨と経済 1876-1975年』(下), 東洋経済新報社, 昭和59年5月。

(学習院大学教授)