

西ドイツにおける公開市場政策

1. はしがき

西ドイツの中央銀行であるレンダー・バンクがその発足後同国の奇蹟とも云われる復興と、通貨価値の安定とに貢献して来たことは周知の事実であり、その信用政策上、割引政策及び支払準備政策が大きな役割を果たして来たことは一般に認められているところである。しかし公開市場政策に関しては同行法においてその権限が賦与されているにも拘らず最近まで殆んど活用されなかつた。その理由として(1)同行設立当初の時期には金融市場が極めて狭小で且つ市中金融機関の同行依存度が非常に高かつたこと、(2)その後は、財政収入の好調、再軍備発足遅延に伴う防衛費の滞留等によつて財政収支が引揚超過を続け金融市場の流動性増加が妨げられていたこと、(3)更にはかかる財政事情を映じて公開市場操作対象証券が不足していたこと等によるものとされている。

然るに1954年10月、パリ協定の締結により西ドイツの再軍備が愈々既定の事実となるに及んで、中央銀行に預入されている40億マルクに及ぶ再軍備関係未使用蓄積金の流出が、出超に伴う外国為替買取資金の放出と相俟つてインフレ的影響を及ぼすことが漸く懸念され始め、他方市中金融機関の中央銀行依存度も漸減して来た。しかるに金利低下による市中金融機関のマージン縮小と、金融機関の間の資金ポジションの差異が拡大して来たことにより、公定歩合政策並びに支払準備政策の一律的適用を困難ならしめる事情も生じ、公開市場政策活用の必要が漸く一般に認識せられるに至つた。

昨年5月、レンダー・バンクと大蔵省との間に同行保有の平衡請求権(通貨改革に伴う非市場永久公債)を一時、大蔵省証券と交換し、これを公開市場操作に使用することについて協定が成立したが、これは前記の如き背景の下に公開市場売却材料の不足を解決し、中央銀行政策の弾力性を確保せんとする意図に出たものである。

今後の公開市場政策に対する大きな期待はレンダー・バンク 総裁フォッケが昨年3月の演説で

『最近金融市場において公開市場政策実施の条件が整つて来ており、今後は公開市場政策を金融調節のための有効な手段として用いることとなろう』と述べていることによつても充分窺いどころである。

又本年議会提出を予定されている中央銀行法改正案では、後述の如く制度的にも、公開市場政策に関する中央銀行の影響力が強化されている。

レンダー・バンクの公開市場政策の本格的実施後日も浅い現在、これに対して十分な判断を下すことは困難であろう。しかしここで同国の公開市場政策を明らかにすることは、同国今後の金融政策を理解する上で有意義なことと思われる。

2. 戦後の公開市場政策の特色

(1) 戦前の公開市場操作

ドイツにおいて中央銀行の金融統制手段として公開市場政策が採用されたのは、ナチス時代に入つた1933年ライヒス・バンク法改正以降のことである。本改正以前同行は対顧客取引関係維持のため必要な限度においてのみ自己勘定で国債、州債等の証券を売買しうるに止つていたが(1924年同行法第21条4項)、右改正により金融市場統制のため工業債及び外国債を除く確定利付証券(1937年改正により取引所上場の確定利付証券を追加)を無制限に売買し、又発券準備に繰入れる権限を与えられた(1933年同行法第21条第4項並びに第28条)。しかしながら戦前の公開市場政策は

(イ) 長期資本市場の育成を主目的とするものであること。——短期大蔵省証券は買入限度が法定され且発券準備から除かれており、又同行年報は『1933年の同行法改正は、ライヒス・バンクをして積極的に資本市場に介入せしめ、高過ぎる資本市場金利と低い短期市場金利との間隙を縮小せんとする意図を有するものである。』と述べている。

(ロ) 公開市場操作の主対象たる公債についてライヒス・バンクの引受を前提としていること。——1933年の同行法は『国債または大蔵省証券は先ずライヒス・バンクをしてこれを引受けしむべきものとす』と規定している(最初は1億マルク

の信用限度があつたが、1937年以降は総統が自由に限度を決定しうることになつた。

(ハ) 当時公開市場操作を補足支援する機能をも期待された信用制度法の支払準備規定(同法第16条は金融機関に、その負債に対し一定率の手形・証券の保有を命じており、公開市場操作対象証券は準備適格であつた)が存在したが、準備率の決定は経済大臣の権限であつたこと(現実には準備率は定められなかつた)。

等に明らかな通り、実質的には相当異色あるものであつた。またその実施面でも漸次国債価格支持操作としての色彩が濃化し、学者等の間にもこれを以て公開市場操作とは見做し得ないとする者もある。

(2) 戦後の公開市場操作

戦後中央銀行法で採用された公開市場操作は、法規的には戦前の制度と殆んど変化がない。しかしながら

(1) 公開市場操作は公債価格支持政策又は資本市場育成策とは峻別されなければならないこと、

(ロ) 法規上は長期債も公開市場操作の対象とされているが、長期債発行は中央銀行引受によらず先ず市中公募によらねばならないこと、

の二点につき中央銀行当局者の意向が明にされていること、

(ハ) 中央銀行の自主的決定による支払準備制度があり、公開市場操作がこれと密接な関係を以て運用される基盤が整っていること、

等において、戦前の公開市場政策とは全く様相を異にしていることに注目しなければならない。

レンダー・バンクが公開市場操作に関する同行法の規定(レンダー・バンク法第14条b・c項・州中央銀行法第13条)に言及し、『金融市場を規制するために』という規定は、中央銀行が相場支持の見地に立つて証券市場に介入することを許さない趣旨のものであると述べ、また『公開市場において』という同行法の規定は、公開市場操作の対象たる確定利付証券を発行者から直接に取得することを禁止する趣旨を有するものである、と述べている点は、戦後の公開市場政策の理想を明かにするものとして注目に値しよう。

戦後の西ドイツにおいても長期証券の売買を通

じて資本市場に直接的影響を及ぼすことに公開市場政策の特質があるとする者も少なくない。しかし戦後の公開市場政策が短期証券を主材料とし、金融市場の変動調節を主眼として行われていることは否定し得ない。偶々戦後長期国債が極度に減少していることもあり、公開市場操作の対象証券を短期債とすべきか長期債とすべきかにつき、米国に見られる様な論議は見られない。しかし昨年レンダー・バンク理事会議長ベルナードが、『安定した通貨関係を創造し保持することこそ中央銀行の使命であり、長期証券に依る公開市場操作には、欠乏している長期資金を公開市場政策の援けによつて調達せんとする誘惑を生じたり、通貨の人為的增加によりインフレーションを惹起したりする危険がある』と述べていることから見て、基本的には短期証券中心の公開市場政策が今後も推進される事は否定し難いと思われる。

3. 公開市場操作の運用

(1) 公開市場操作の対象証券

現在西ドイツで公開市場操作の対象となつている証券は、連邦政府・連邦鉄道及び連邦郵便局の大蔵省手形(3カ月以内に満期の到来する短期大蔵省証券)・割引大蔵省証券並びに備蓄局手形であつて、稀に連邦鉄道債等長期国債の売買も行われている。

大蔵省手形・大蔵省証券はその性質上大体我国の大蔵省証券に相当するものであり、期間30日～59日・60日～90日・半年・一年・一年半・二年の各種証券がある。又備蓄局手形は生活必需品(穀物・飼料・肉類及び肉製品)の輸入・在庫金融を容易にする目的で輸入備蓄機関が振出し、銀行引受団に依つて引受けられた、国家保証及び商品担保付の再割適格手形である。

(2) 証券の発行及び金利の決定

大蔵省証券の発行はレンダー・バンクを通じて行われ、同行が市場金利の実情に応じ随時売買利率の変更を行つていることは注目を要するところである。金利(三カ月以内の物)は原則的に公定歩合以下であり、備蓄局手形は同期間の大蔵省証券に比して $\frac{1}{8}$ %方金利が高い。レンダー・バンクの引受条件は大蔵省手形については公定割引歩合によると定められているが、その他については詳

かでない。また長期国債によるオペレーションの場合は証券取引所の相場によつて行われている。

前記のように昨年5月レンダー・バンクは大蔵省との協定により、財政事情による売却対象証券不足の問題を解決したが、同協定の骨子は下記の通りである。即ち (イ)公開市場操作に必要な場合、同行は随時手持3%利付平衡請求権中20億マルクを期間2年以内の大蔵省証券と交換する様政府に請求しうる。(ロ)政府は前記蔵券に対し3%の利子を払いレンダー・バンクは同行の定める利率で売却する。(ハ)前記蔵券の流通期間中相当額の平衡請求権が連邦政府に引渡され、蔵券の返却と共に同行に返還される。(ニ)本協定の有効期間は1年とする。

本協定はレンダー・バンクに財政事情とは独立に弾力的公開市場操作を行い得る機動性を与えた画期的意義を有するものである。また政府は従来レンダー・バンク預金を売戻約款付で同行手持の3%利付平衡請求権の買戻しに運用していたが(その結果事実上はレンダー・バンクの預金に3%の利息がつくことになる)、今後政府は従来に比しその余裕金運用につき犠牲を払わざるを得ないことを考え併せるとき、通貨価値安定に対する当局者の非常な決意を窺うことができよう。本協定は中央銀行法改正案で法文化され、且限度も撤廃されて中央銀行手持の全平衡請求権(80億マルク)が大蔵省証券との交換の対象となることが予定されている。

(3) 最近の公開市場操作の特色

レンダー・バンク発足以降1952年頃迄公開市場政策は金融政策上大きな役割を果し得なかつたが、その後金融正常化に伴う金融市場の季節性回復と相俟つて、頻りに売買レートの改訂が行われる様になつた。しかしながらレンダー・バンクの売材料が不足していたため、レート改訂は金融逼迫時に市中手持の大蔵省証券が過度にレンダー・バンクに売戻されることを阻止しようとする色彩が強く、その効果も消極的なものに止らざるを得なかつたことは同行も指摘するところである。

昨年5月新協定の成立に伴い、同行は15億マルクに及ぶ平衡請求権を大蔵省証券と交換し、通貨改革後始めての強力な売オペレーションを開始し

た。目下の処これら証券の購入者は主として政府関係機関(主に保険特別会計)で、金融機関では振替中央機関・貯蓄銀行等一部の資金的余裕あるものに止まつている。しかし同国においては政府関係諸機関の余裕金の70%程度が市中金融機関に預入されているため、政府機関によるこれら証券購入は市中金融機関の流動性を減少せしめ、金融市場を硬化せしめている点も否定し難い。現にレンダー・バンクも昨年5月以降の売オペレーションが金融市場の流動性を低下せしめ、8月における公定歩合・支払準備率引上げの基盤を培つたことを高く評価している。

昨年5月の協定は主として売オペレーションを焦眉の目的としたものであつたが、その後金融引締・出超減少・税収増加等デフレ要因の増大に伴い、同行のオペレーションも市場の状況に応じ売買操作を随時駆使する弾力性を加え、公定歩合政策及び支払準備政策と唇齒輔車の関係に立つて通価価値の安定に寄与し得る地位を獲得するに至つている。今後の発展が注目される所以である。

4. むすび

現下の経済状況において公開市場政策の活用が必要であるという点に関しては西ドイツにおいても広く認められている。しかしオペレーションの現状に関しては、財政事情によつては証券を保有する政府機関の証券放出が行われ、不当に金融市場が攪乱される危険があるとの批判もあり、未だ満足すべきものと見られてはいない。

西ドイツにおいてレンダー・バンクの公開市場政策の権限が大いに強化されたにも拘らず、割引市場が未だ充分発達していないことが、公開市場操作の機能を減殺していることは事実であろう。にも拘らず公開市場操作が中央銀行政策の影響力を強化していることは否定し難い。

公開市場操作を有効に活用しうる基盤は西ドイツに於ても一朝一夕にして成るものではない。しかし西ドイツにおいて公開市場操作が本格化するに至つたことは、金融正常化に伴い公開市場操作が漸く活潑に行われんとしている我国においても充分注目されて然るべきであろう。