

西ドイツ手形割引市場の再開について

1. はしがき

戦後西ドイツの金融市場は、割引政策、支払準備制度、公開市場操作など中央銀行政策手段の効果的な運用によつて適切に規制され、かかる金融政策の成功は高く評価されているが、一方、金融機関相互の資金需給を市場内部において調整するというその自主的機能は、戦前に比してきわめて不完全なものとなることを免れなかつた。これはもちろん、銀行相互間において金融市場証券 (Geldmarkt papier) の取引が活発に行なわれなかつた事情によるものであるが、その背景として、手形割引市場 (Privatdiskontmarkt) (注1) が最近に至るまで再開されるに至らなかつた点が指摘されなければならない。

戦前、とくに第1次大戦前のドイツにおいては、ベルリン、フランクフルト、ハンブルグなどにかなり整備された手形割引市場が存在し、割引市場手形は好個の短期投資対象として銀行のみならず一般企業ならびに個人によつても取引されていた。そしてこれは銀行間の資金ポジションの調整に資するほか、当時の貿易金融に大きな役割を演じていた。その後第1次大戦中の中断期を経たのち、1930年代には貿易金融上の意義は薄れ、手形割引市場自体も縮小をみることとなつたが、ともあれ同市場は第2次大戦末期に至るまでその機能を営んできた。

今回の手形割引市場再開はこのような戦前の状態への復帰を意味するものであり、当面その規模は大きなものでないとはいえ、その金融政策上の意義は少なくないものと言えよう。また、これを貿易金融面から見るときは、低金利金融手段の導入を通じて輸入金融を外銀依存から脱却せしめることが期待されており、さらに将来の問題として、西ドイツが国際金融市場として3国間貿易の金融

を行なう前提をつくつたものとみることもできよう。

本稿では、まず西ドイツ金融市場の現状を概観した上、手形割引市場再開の意義、その構成などを考察してみることにした。

(注1) 「手形割引市場」は広義には広くすべての金融市場証券の取引が行なわれる市場を指すが、ここでは一定の要件を備えたいわゆる「割引市場手形 (Privatdiskont)」が取引される市場の意味 (狭義) で用いている。

2. 金融市場の現状

戦後西ドイツは復興需要を中心に膨大な資金を必要としたが、資金供給面では連邦財政が絶えず引揚超過を示し (1949年連邦政府設立以降1955年度末までの揚超54億マルク)、しかもドイツ・レンダー・バンクが通貨価値の安定を第一義的目標として、再割引枠の設定、支払準備率操作などによる引締め措置を講じたため、市場資金は常に不足気味に推移、コール・レートもおおむね公定歩合を上回る状態にあつた。こうした情勢のもとにあつて、いわゆる金融市場証券の取引が発達をみながつたことは言をまたない。

しかしその後、1956年以降は金・外貨準備の著増、連邦財政の支払超過傾向への転換などを背景に、かかる金融情勢は根本的に変化を示すこととなり、中央銀行借入れも1956年3月末をピーク (49億マルク) として順調な減少傾向をたどることとなつた。この間ドイツ・レンダー・バンクは1955年5月、予想される流動性過剰状態に対処し、同行手持の平衡請求権 (Ausgleichsforderung—一種の永久国債) を政府短期証券に証券化し、これを市中に売却しうる旨の取決めを大蔵大臣との間に結び、1957年以降はこれを中心とする公開市場売操作が活発に実行された (公開市場証券市中純売却額、1957年26億マルク、58年4億マルク)。しかしながら、西ドイツの公開市場操作は英国、米国

などの場合と異なり、中央銀行がもつぱら一般金融機関との間で直接相対売買を行なうという形で行なわれているものであり、しかも金融機関相互のこれら証券の売買も少額にとどまっているため、政府短期証券市中保有量の増加は必ずしもいわゆる「自由金融市場 (freie Geldmarkt)」(注2)における金融市場証券取引の活発化をもたらすことにはならなかつた。

(注2) 中央銀行再割および貸付適格証券の取引市場を、中央銀行と一般金融機関との間の取引——「公的金融市場 (offizielle Geldmarkt)」, 一般金融機関相互の取引——「自由金融市場」に分類する Hohlfeld の用語に従つた。

もちろん、政府短期証券以外の中央銀行適格証券についても金融機関相互の取引が全く行なわれていないわけではなく(注3)、銀行引受手形 (Bankakzente)、銀行裏書手形 (bankgirierte Warenwechsel)、輸入備蓄局手形 (Vorratsstellenwechsel) (注4)などがその対象とされているが、この場合なら組織的な市場が存在していないことが注意されなければならない。すなわち、売買はすべて売買当事者間の相対取引によつて行なわれているもので、手形についても形式上、実質上ともなら特別な要件を必要としていない。また売買レートも手形および取引関係者の状態(とくに売り手銀行の規模、資金状況)などにより取引ごとに区々となつている(注5)。

さらにこれに関連し、銀行引受手形について特殊な慣行が行なわれている事実にも触れておく必要がある。すなわち、手形引受信用が行なわれた場合、西ドイツではこの手形を引受銀行みずからが割引く慣行が一般化しており、これが銀行引受手形の正常な流通を妨げる結果となつている。これは戦後しばらくは引受銀行の信用状態に不安があつたことに基くものであつたが、最近では顧客獲得競争上の考慮(一般的に引受信用を行なうに際しこれを他行で割引かないことを条件としている)、収益性、中央銀行への再割引持込みへの考慮などがその原因をなしているものといわれている。このほか、かつてはレンダー・バンクが引受手形の受入れに際し当該手形の基礎をなす取引

に関し詳細な報告書類の添付を要求していたため(1954年廃止)、これも引受手形の流通を阻害する要因となつていた。次に、このような自己引受手形は2個の署名を有するにとどまり、中央銀行再割引要件(原則として支払能力ある者3名以上の署名を要す)を満たしていないため、引受手形交換 (Akzepttausch) という特殊な操作が行なわれている。これは、銀行がみずから割引いた一定額、一定期間の自行引受手形を、特別の関係ある銀行との間で相互に一定利率(通常、公定歩合)で割引し合うという、いわば形式的な取引である。

(注3) もつとも、これら証券の取引はほとんどが振替中央機関ないし地方銀行とその他一般商業銀行との間で行なわれるもので、一般商業銀行相互の取引は原則として行なわれていない。

(注4) 輸入備蓄局とは、穀物、脂肪、肉類など農産物の輸入、備蓄などを任務とする連邦公法人で、これが所要資金を調達するために振り出す手形が輸入備蓄局手形である。この手形は連邦政府が連帯保証し、しかも備蓄品によつて担保されているため、最も確実な手形として Bundesbank の公開市場操作に使用されている。

(注5) 例外としてフランクフルト市場では、Frankfurter Bank および Berliner Handels-gesellschaft が他の投資希望銀行に再売却する目的で多量の手形を買い入れており(中小銀行については買入枠を設定)、手形仲介的な機能を営んでいる。

以上で明らかのように、西ドイツの金融市場はいわゆる「公的金融市場」およびコール取引を別とすればその機能が著しく限られている。そしてこれは手形割引市場が存在しなかつた事実と表裏的な関係をなしているものであるが、今日までかかる市場の再開が見送られてきた理由としては、このようにその対象となるべき銀行引受手形の流通量が不足していることのほか、一般に次の諸点が指摘されている。

(1) 支払準備制度との関係

戦後西ドイツに支払準備制度が導入され、流動資金の一部が強制的に無利子準備預金に吸い上げられることになつた。手形割引市場取引にはその前提として絶えざる過剰流動性の存在が必要であるとの立場から、市場再開を行なうためにはまず支払準備率を引き下げるべきであるとの議論が行なわれた。なお、非居住者預金に利子を付することを認め、これによつて外国から短期資金を受け入れる態勢を整えるべしとする議論も同様の根拠に基いたものといえる(なお、本年5月1日以降

非居住者預金への付利が認められる予定と伝えられている)。

(2) 公開市場操作との関係

前述のように1957年以降、過剰流動性吸収策としてレンダー・バンク(1957年8月ブンデスバンクに改組)が活発な公開市場売操作を開始し、銀行は比較的有利な条件でその流動資金をこれに運用することができた。手形割引市場取引の前提として市場以外に、より有利な短期投資対象が存在していないことが必要であるとの立場から、かかる公開市場操作の売却量を制限し、またその売却レートを引き下げない限り、割引市場再開の余地がないとの議論も行なわれた。

(3) 手形割引市場適格銀行決定の困難

手形割引市場適格銀行の選択はその性質上、結局市場自体に任かされるべき問題であるが、さしあたりこれを決定するに当り、戦前とは事情が全く変つているため銀行間における種々の摩擦が予想された。

3. 手形割引市場再開の意義

手形割引市場再開の基本的な目的ないし意義が上述のような金融市場の欠陥を是正してその自主的な資金需給調整機能を活発化し、さらに中央銀行がかかる組織的な市場を通じてその金融政策を行ないうる基盤を確立すること、また国際的な金融市場たりうるための制度的な前提を整備すること、などの点にあることは言うまでもない。したがってブンデスバンクとしては、早くから手形割引市場再開の希望を抱いていたわけであるが、昨年2月初め同行がにわか銀行協会に対して市場再開についての具体的な検討を依頼することとなつたについては、その直接の動機として、当時国際的な注視を浴びるに至つていた巨額の金・外貨準備を可及的に減少せしめようとする配慮が大きく働いたものと言われている。

以下これらの点について検討してみよう。

(1) 手形割引市場再開の契機

西ドイツの金・外貨準備は、1952年以降の引続

く貿易収支の受取超過を主因に累増を続け、とくに1956年以後急激な増加を示したため(1956、57年各51億マルク増、1958年32億マルク増、1958年末残高262億マルク)、広く国際的な批判の対象となるほか、国内的にも通貨供給の過剰によるインフレ圧力が大きく浮び上つてきた。もちろん、このような情勢に対処して、政府は輸入自由化の拡大、関税引下げなどの輸入促進策をとり、またブンデスバンクも支払準備率の引上げおよび公開市場操作によつて過剰流動性の吸収を図る一方、国内金利の低下を通じて対外投資の促進を図つてきた。ブンデスバンクの低金利政策は一応の成功を収め、とくに西ドイツ銀行筋の短期対外投資は大幅な増加をみることとなつた(本年2月末29.6億マルク)。しかしながら、ブンデスバンクが手形割引市場再開に踏み切つた直接の動機が、このような積極的な短期対外投資の増加促進と併行し、現在外銀信用(Rembourkredit)に依存している輸入金融の一部を市場再開に伴う低利信用の利用を通じて減少させ、これによつて金・外貨準備の減少を図る点にあつたこともいふまでもないところであろう(外銀信用依存額、1957年末9.5億マルク、本年2月末5億マルク)。

(2) 金融市場政策的意義

現在西ドイツ金融機関は前述のように、いわゆる自由金融市場内で適当な短期投資対象を見出し、またそこで短期証券、手形を売却して資金を調達する道がきわめて限られている。また一方、ブンデスバンクの公開市場操作は資金余剰金融機関から直接その資金を吸い上げることに重点が置かれ、いわゆる“市場”を対象として行なわれているものではない。このように「自由金融市場」自体の不完全性は、さらにいわゆる「公的金融市場」との有機的結びきの欠如といった欠陥にもつながることとなつている。

今回の手形割引市場再開は、さしあたりその取引対象を輸入・仲継貿易金融のための銀行引受手形に限り、また地域的にもフランクフルトに限つていはいえ、その範囲内では自由市場内にお

ける金融機関相互の資金需給調整を可能にするものであり、また中央銀行としても今後これへの介入を通じて市場動向を規制することが可能となる。すなわちブンデスバンクは、市場逼迫に際しては手形割引会社（後述）から市場手形を買い取り、逆に緩慢時にはすでに受け入れた市場手形をこれに売却するという市場内での売買操作を通じて、市場レートに決定的な影響を与えることができる。

これは金融正常化への大きな前進を意味するものと言うべく、その意義は高く評価されるべきであろう。もつとも、取引対象手形の範囲拡大、フランクフルト以外における市場の設置、一般企業、個人の参加（注6）など再開後の市場が真に有力な金融政策の場となり得るためには、なおいくつかの問題が残されている点も忘れてはなるまい。

（注6）現行預金金利協定（Habenzins abkommen）は、割引市場手形などを銀行でない顧客に売却する取引について、期間30日未満のものについてはこれを禁止し、また30日以上ものについては市場レート（仲値）比1%安より顧客側に有利なレートで売却することを禁じている。

（3）貿易金融上の意義

手形割引市場の再開は当然市場適格手形による信用の供与について金利の低下をもたらすことになり、これによつて前述のような外銀依存からの脱却という効果が期待されるわけであるが、このほか割引市場手形の出現は最近進んでいる国内金利低下傾向を拍車し、さらに外国金融市場との連繫を強化するという目的にも役立つものとみられている。

ちなみに、市場適格となる引受手形によつて信用が供与される場合、輸入業者の借入コストは手形税（0.6%、ただし外国人を支払人とする場合は0.3%）を含めて4.3%ないし4.6%程度となる模様であり（注7）、これによつて輸入金融の金利はほぼ国際水準並みにまで低下することとなつた（たとえばニューヨークの場合4%）。すなわち、割引市場手形の市場レート（90日物2½%）はニューヨーク（2%）、ロンドン（3%）などに比してむしろ低利にあり、一方引受手数料（1½%）もほぼ国際水準並み（ニューヨーク1%

%）に低下することとなつた（注8）。

このように輸入金融に関する限り、西ドイツの金利はほぼ米国、英国並みにまで低下したものといつて差支えなく、これに伴つて西ドイツ銀行の競争力はかなり強められたものと言うことができる。また、かかる金利面の問題のほか割引市場自体の機能発揮により、西ドイツ銀行の貿易金融業務は今後拡大の方向をたどるものと期待される。

（注7）市場適格手形により信用供与が行なわれる場合の金利は次の通り。
市場レート+引受手数料（1½%）+手形税
これによつて金利は4.3~4.6%となり、一般の銀行引受手形（規制最高金利6¼%、実効金利は5¼%程度といわれる）に比しかなり低利となる。

（注8）ただし0.3~0.6%の手形税は諸外国に比してかなり割高であり、その引下げが強く要望されている。ちなみに手形税は英国0.2%、オランダ0.24%、米国は無税。

さらに今後の方向として、手形割引市場は輸出関係、国内商取引関係に基く手形をも漸次その対象に含めてゆくものとみられるが、このほか第3国間貿易の金融に関する手形も将来その対象とされるものと予想されている。そして、今後西ドイツが国際収支の受取超過に伴う資金余剰国としての地位を続ける限り、第1次大戦前のロンドン、アムステルダムのごとく、国際貿易金融に乗り出すことも当然予想されるものと言つてよからう。もつともそのためには、その前提として西ドイツの国内金利が全般に一層の低下を示すこと、マルク建取引の慣行が広く行なわれるに至ること、銀行筋が外国企業の状況に通ずることなど、なおいくつかの問題が残されている点を忘れてはならない。

4. 手形割引市場の構成

最後に、今般再開された手形割引市場の構成を紹介すると、次の通りである。

（1）市場取引の対象

市場適格手形としては貿易金融関係の銀行引受手形のほか、国内商取引（とくに石炭、鉱石など大口取引）の金融に資する銀行引受手形をも含むのが一般であるが、今回の再開に当つては、戦前これが濫用された事実にもかんがみ、さしあたり

貿易金融手形に限ることとされた。これはいうまでもなく、割引市場手形が短期投資対象として危険性のないものであることを要する点を考慮したものである。なお貿易手形中輸出金融に関するものを除外したのは、これが輸出金融コストの低下促進策として国際的な批判を受けることを避けるためといわれている。ちなみに割引市場手形には、その手形面に融資対象となつた貿易の輸入申請書番号などを表示（商品名の表示は随意）することとされた。

かくて手形の市場適格要件は、下記(2)の銀行によつて引き受けられた期間 30 日以上 90 日以内(注9)の輸入ないし仲継貿易の金融のために振り出されたマルク建銀行引受手形と定められ、またその額面金額は5万マルク以上25万マルクまで(5千マルク単位)とされることになつた。

(注9) ただし市場で取引される段階で残余期間が90日以内であればよく、したがつて手形の支払期間が120日の場合にも振出日から30日経過後は市場適格となりうる。

(2) 市場参加機関

前述のように市場参加機関は本来市場法則に従つておのずから決定されるべきものであるが、さしあたりはこれが期待できないため、純形式的な基準で定められることになつた。すなわち、原則として自己資本(広義)300万マルク以上の金融機関のみが市場適格手形に必要な引受資格を与えられることとされ(該当金融機関数は約70行といわれる)、かつ自行引受手形の売却高は自己資本(広義)の1.5倍をこえてはならないものとされている(ただし例外的には3倍まで認められる)。もつとも、ここ数年来輸入ないし仲継貿易の金融を主業務としているハンブルグ、ブレーメンなどの個人銀行筋の要望を考慮し、暫定的にこれらについては自己資本の基準を200万マルクまで下げる事となつた。

次に、手形割引市場の再開に際して最も問題となつた手形仲介機関としては、結局金融機関の共同出資により手形割引会社(Privatdiskont AG)がフランクフルトに設立され、市場取引はすべてこ

れを通じて行なわれることとなつた。同社はできる限り市場内において資金需給を均衡させることをその任務としており、同社の定款は「手形割引市場の育成(Pflege)ならびにこれに伴う諸業務、とくに金融機関に対する割引市場手形の売買」をその業務とすると規定している。なお株式資本金500万マルク(うち払込資本金25%)はすべて金融機関によつて出資され、うち350万マルクは商業銀行の出資となつている。

現在までの状況では、割引市場手形はほとんどがハンブルグ、ブレーメンなどの銀行筋によつて市場に持ち込まれており、これが手形割引会社を通じて振替中央機関、いわゆる3大銀行およびフランクフルトの銀行筋によつて買入れられている模様である。

(3) 市場取引の方法

市場における手形の売買はおおむね次のようなメカニズムで行なわれる。すなわち、市場適格手形を保有する銀行は資金繰りの必要に応じてこれを手形割引会社に売却し、一方余資の短期運用を希望する銀行が同社からこれを買取る(この間同社は手形に裏書を行なう)。もちろん需給は各日必ずしもバランスしないため、手形の供給が需要を上回る場合には割引会社はこれを翌日に持ち越すこととなる(この場合の資金は主としてコールを取り入れてまかなう)。金融市場が逼迫して市場に買い手がない場合には、同社はこれを Bundesbank に持ち込むことになる。

これら取引のレートは、市場の実勢に応じ手形割引会社を通じて毎日(ただし土曜日は前日のレートに従う)市場で決定され、公示される。この場合市場レートは短期物(30~59日物)、長期物(60~90日物)別にそれぞれ買レート(Geldsatz)、売レート(Briefsatz)——いずれも割引会社側からみた売買——および仲値レート(Mittelsatz)が建てられる。この売買レートの差(常に $\frac{1}{8}\%$)が割引会社の収入となるわけである。このレートはさしあたり同種の手形である輸入備蓄局手形の Bundesbank 売却レートと同率に決定されたが

(注10)、将来は市場情勢によつてこれとの較差が生ずることも当然予想され、かかる場合にはブデスバンクの公開市場操作のレートがこれに追隨して変更されることとならう。また、市場レートの変更は市中の実勢を反映するものとして公定歩合変更のシグナルとなるものと思われる。

(注10) 2月5日(市場再開日)公示レートは次の通り。

	(買レート)	(売レート)	(仲値レート)
60~90日物	2½%	2¾%	2⅞%
30~59日物	2%	2¼%	2⅝%

なお、このレートはブデスバンクの輸入備蓄局手形売買レート(1月10日決定、現行)と同率である。

(4) ブデスバンクの介入

ブデスバンクの市場への介入についてはすでに述べたが、具体的には、ブデスバンクはなるべく市場内における売買を促進し、これら手形がいたずらに同行に持ち込まれるのを防ぐ方法として、割引会社からの買入レートを市場仲値レートより½%高(売却の場合は½%安)と定めている。ただし買入レートが公定歩合比¼%高を上回ることはない。このほか同行は市場適格手形に優遇性を与えるため、これらを一般銀行から買入れるに当つては、その残余期間が45日を越えない場合に限り当該銀行の再割引枠に算入しないこととしている。

5. むすび

手形割引市場が2月5日に再開されてからすでに2か月を経過しているが、再開日当日の取引は当初の予想に反しわずか1,000万マルク程度にとどまり、その後の取引もさして活発とは言いえない状況である。その理由として、

- (1) 市場参加機関の準備が整つておらず、まだ新制度になれていないこと、
- (2) 輸入業者の資金繰りにゆとりがあるため、割引市場手形によつて借入れを行なう必要性が少ないこと、

- (3) 銀行筋の流動性が高く、市場適格手形を売却する必要に迫られないこと、
- (4) 手形の基礎取引が輸入関係などに限られ対象の範囲が狭いこと、
- (5) 手形額面の規制額が大きすぎること、
- (6) 手形税が高すぎること、

など種々の事情が指摘されているが、今日までの経過のみをもつて市場再開の効果を即断することは危険であらう。現に市場筋では関係者がなれるに従つてその利用度が漸次高まるものと観測している。とくに今後マルク建輸入が増大する見込みはかなり強いものとされており、これに伴つて割引市場手形の出回り量が漸増することになれば、市場は拡大の方向をたどることとならう。

さらに市場取引の対象が、輸出関係手形、さらには国内商取引に基く銀行引受手形へと拡大された暁には、手形割引市場はいわゆる「自由金融市場」において重要な役割を果すこととなり、またブデスバンクの金融政策の重点もここに移行することとなつて、金融市場の有機的機能が発揮されることになるものと思われる。

他方、西ドイツ商業銀行が自国の貿易金融を行なうにとどまらず、さらに通貨交換性の回復に伴うマルクの国際的地位の向上を背景として、国際貿易金融に乗り出してゆく基盤も徐々に醸成されてゆくものとみてよいであらう。なお、ブデスバンクは現在実施されている非居住者による西ドイツ国内短期証券の取得に関する禁止措置を5月1日以降解除する予定と伝えられ、これが実現すれば、割引市場手形は広く国際的短期投資対象としての資格も備えることになる。ともあれ、これら一連の動きは、最近の一般的な金利低下傾向とあいまつて、西ドイツ金融市場が国際市場へと発展してゆく過程を示すものともみられ、今後の動向は注目を要するものと思われる。