

フランスにおける最近の金融改革の動き

〔要 旨〕

フランス銀行は昨秋の市中貸出規制撤廃に際し、これに代わるより弾力的な手段として貸出準備率の構想を発表し、本年4月から発動した。また、同行は年初来買オペを積極化、従来公定歩合より高水準に維持してきたコール・レート逆に低く保つことによって、同行の対市中信用供与形態の変化(再割引からオペレーションへ)を促している。

こうした金融改革の背景には、銀行流動性の低水準や累積した各種優遇制度によって市場機能が阻害され、流動性調節が有効でないばかりか金利政策が機能する余地も乏しいという事情があった。1969年6月に発表された「金融市場の改革に関する報告」(いわゆるウォルムセル報告)が市場機能の活用を中心とする改革案を提示したのも、このゆえである。

最近の動きは同改革案に沿ったもので、EECの進展をはじめとする内外経済環境の変化に即応した経済各分野の近代化・高度化の動きの一環をなすものである。またそれは、内外均衡の同時達成を図る場合にもなるべく統制的金融政策手段に依存するのを避けたいとする他の先進諸国の動きと軌を一にするものであり、英国の新金融調節方式案とともに、注目すべき実験として評価しうるものである。

もちろん、こうした改革努力も客観情勢に左右されることはいなめず、再び市中貸出規制等に依存せざるをえなくなることもあろう。内外均衡同時達成の問題は、その複雑な性質ゆえに、財政政策、為替管理、さらには国際通貨制度などさまざまな領域とかかわらざるをえず、ひとり金融政策手段の整備のみによって解決しうるものではないからである。

〔目 次〕

- | | |
|-------------------------|------------------------|
| 1. は し が き | ロ. 優遇制度の累積による金利政策の効果阻害 |
| 2. 最近の金融改革 | ハ. 市場メカニズムの欠如 |
| (1) オペレーションの積極化 | (2) 金融市場の改革案——ウォルムセル報告 |
| (2) 準備預金制度の改正——貸出準備率の導入 | イ. 報告の内容 |
| 3. 金融改革の背景 | ロ. 報告の評価 |
| (1) フランスの金融制度の問題点 | 4. 最近の金融改革の問題点 |
| イ. 金融機関の流動性水準の低さ | (付) フランスの金融改革の推移 |

1. は し が き

西欧主要国はここ数年来、国際短資移動の規模増大とインフレ高進という情勢の下で、内外均衡同時達成の困難さに絶えず悩んできた。各国とも政策手段の多様化によって事態に対処してきたが、金融政策の面では、伝統的な政策手段の手づまりから、市中貸出規制等の直接規制に依存する傾向が広まっていた。

しかし、昨年来、こうした統制的手段の長期化に伴う弊害に対する反省が強まり、市場機能を生かしたより有効な政策手段を開発しようとする動きが目だってきた。フランスの買オペレーション積極化および貸出準備率導入、英蘭銀行の新金融調節方式に関する提案(「要録」参照)などである。いずれも、金利や銀行準備の調節に重点をおくとともに、広く各種金融機関をその対象とすることによって引締め負担の公平化と競争促進を図るものであるが、ここでは、66年以來の金融改革の仕上げともいえる最近のフランスの動きを概観する。

2. 最近の金融改革

69年8月のフラン切下げ後フランス経済は比較的順調に対外均衡を回復、停滞していた国内景気も70年末には回復に転じた。更年後、当局は財政・金融両面から景気支持策を打ち出したが、景気回復基調が定着する一方インフレが勢いを増す気配がみられるところから、春以降いくぶん警戒ぎみの政策運営に転じている。こうした政策基調の変化のなかで、金融政策面では以下のような注目すべき改革が進められている。

(1) オペレーションの積極化

従来フランス銀行の対市中信用供与は再割引を中心とし、オペレーションは限界的なものと考えられてきたため、同行のオペレーション金利(すなわちコール市場介入レート^(注1))は公定歩合を上回るのが常態であった。

フランス銀行は68年のいわゆる5月危機以降、短資流出に対処して国内金利水準を引き上げ、多年低位にくぎ付けしていた公定歩合も累次にわた

(第1表)

フランスのコール・レート
(フランス銀行の介入レート)の推移

(単位・%)

	コール・レート (翌日物、民間手形)	公定歩合	ユーロ・ダラー 金利(1か月物)
1970年			
7月平均	8.125	8.00	8.50
8月	8.00	7.50	8.375
9月	8.375		8.0625
10月	7.625	7.00	7.25
11月	7.250		7.375
12月	7.125		6.56
1971年			
1月4日	6.875		6.3125
8日	6.75	6.50	6.00
19日	6.375		5.50
29日	6.00		5.5625
2月10日			5.4375
19日	5.875		4.875
26日			5.3125
3月10日	5.75		4.6875
19日			5.8125
31日	5.50		5.00
4月8日	5.375		5.875
20日	5.25		5.375
30日	5.375		6.00
5月10日			7.875
13日	5.625	6.75	8.25
21日	5.75		6.8125
28日	6.00		8.00

(注1) フランスのコール取引は、税法上の理由から手形もしくは大蔵省証券の売買の形式をとっており、フランス銀行はオペレーションによってその金利を操作している。同市場は *market monétaire* (金融市場) と称される。従来出来高の大部分が翌日物であったが、ユーロ取引との関係で最近では1～3か月物取引も増大している模様。

って引き上げたが、上昇を続けるユーロ・ダラー金利をめやすにコール・レートを操作した結果、同レートが公定歩合を上回る状態は変わらなかった。たとえば70年1月現在でみると、コール・レート(翌日物の月中平均)9.85%、ユーロ・ダラー金利(1ヵ月物)9.25~9.375%、公定歩合8%という姿であった。

しかし、フランス銀行が昨秋来のユーロ・ダラー金利低下に応じてコール・レートを引き下げた結果、71年1月19日に至ってコール・レート(6.375%)が公定歩合(6.5%)を若干ながら下回るに至り、その開きは4月下旬には一時1.25%にも達した(第1表)。

このため、市中金融機関は不足資金の調達先をフランス銀行の再割引から金融市場へと急速にシフトさせ、フランス銀行はコール・レートの上昇を防ぐため、積極的に民間手形ないし大蔵省証券の買オペを実施した。その結果、フランス銀行の対市中信用供与残高(オペ残高を含む)に占める再割引残高の割合は、昨年末の68%から本年2月18日には35%に急落、逆に買オペ残高の割合は32%から65%へと著増、フランス銀行の資金供給態様は文字どおり様変わりとなった(第2表)。

もとより、こうした変化は当局の意図したものであり、国家信用理事会はすでに本年1月21日、フランス銀行の信用供与形態の急激な変化に伴うオペ玉不足に対処するため、新たに商業手形(再割適格分)および賦払信用手形をオペ対象証券に加えた(注2)。もっとも、買オペ急拡大からオペ種不足は免れず、加えて預金準備率の引上げなどフランス銀行の政策態度がやや引締めぎみに変わってきたこともあって、その後再割引残高の再増

(第2表)

フランス銀行の対市中信用供与残高

(単位・億フラン)

	1969年 末	1970年 末	1971年 2月18 日	1971年 4月15 日	1971年 5月19 日
〔再割引〕	366 (61.9)	353 (68.3)	154 (34.8)	346 (48.5)	313 (46.8)
短期手形	112 (19.0)	98 (19.0)	24 (5.4)	136 (19.1)	124 (18.5)
穀物手形	29	27	3	15	9
その他手形	83	71	21	121	115
中期信用手形	113 (19.1)	91 (17.6)	14 (3.2)	36 (5.0)	8 (1.2)
建設特別貸付	47	48	11	27	—
その他手形	66	43	3	9	8
輸出関係手形	141 (23.9)	164 (31.7)	116 (26.2)	174 (24.4)	181 (27.1)
短期輸出手形	73	84	35	90	96
中期輸出手形	68	80	81	84	85
〔買オペ〕	225 (38.1)	164 (31.7)	288 (65.2)	367 (51.5)	356 (53.2)
計	591 (100)	517 (100)	442 (100)	713 (100)	669 (100)

(注) カッコ内は構成比(%)。

をみているが、オペ中心の姿は変わっていない(第2表)。

フランス銀行の対市中信用供与の中心が買オペに移った結果、市中貸出金利と公定歩合との連動関係が弱まり、前者は金融市場の金利をより強く反映する気配を示している。すなわち、市中銀行は基準貸出金利を、公定歩合が変化しないのに、本年3月9日および4月6日にそれぞれ0.25、0.4%ポイント引き下げた。

以上のような買オペ積極化とこれに伴う金利体系の変化は、公定歩合を頂点とする金利体系の整備をうたった後記「ウォルムセル報告」の線に沿うとともに、準備預金制度の一段の活用の素地を作るものでもあった。

(注2) 71年1月21日以降、オペ対象証券の範囲は次のように拡大された。①大蔵省証券(登録証券分)、②特殊金融機関発行の中期債券、③国鉄振出手形(最低額面金額1千フラン)、④短期および中期の再割適格手形(同1千フラン)、⑤再割適格の賦払信用手形および商業手形(同50千フラン)。

なお、これに伴いフランス銀行の市場介入レートおよびコール・レートは、大蔵省証券、民間手形(前者の3/8%高)および商業手形等(さらに3/8%高)の3本建となった。

(2) 準備預金制度の改正——貸出準備率の導入

政府は本年2月24日、「準備預金制度制定に関する政令の一部を改正する政令」を公布、新たに貸出に対しても準備率を課しうる道を開いた。国家信用理事会およびフランス銀行の検討を経て本制度は3月21日に発効(3月号「要録」参照)、フランス銀行は4月1日、本年1月5日現在の残高の80%をこえる貸出額に対して、0.25%と小幅ながらはじめて貸出準備率を設定した(4月号「要録」参照)。さらに5月13日、同行は同準備率を0.5%に引き上げた(本号「要録」参照)。

貸出準備率構想は70年10月の市中貸出規制撤廃と同時に発表されたものであり、国家信用理事会は当時、「統制的方法に代え、コスト効果を通じて金融機関の貸出態度を間接的に規制するもので、平常時における中央銀行による信用総量の調節機能を高めることを目的とするもの」と説明した。

(貸出準備率の効果)

貸出準備率の創設に伴い、従来準備預金制度の対象外であった「預金受入れを認められない金融業者」も対象に加えられ、また預金依存度が相対的に小さい事業銀行の準備積立て負担が増大することとなった。その限りで金融政策の効果は増大したわけであり、また、貸出準備率発動に際して預金準備率が若干引き下げられたこともあって、政策効果の不公平に関する商業銀行の不満を和らげる効果もあったといえる。

商業銀行全体としては預金と貸出とがほぼ等しいところから、貸出準備率という形をとっても貸出抑制効果が強まることはないとの見方もあろう。しかし、貸出準備率のほうが当局の貸出抑制の意図をより明確に示しうるし、また、貸出は預

金と異なり銀行の意志によって左右しうるものであるから、貸出の限界部分に相当高率の場合によっては累進的な準備率を課すといったきびしい運用も預金についての場合より行ないやすいといえよう。したがって、貸出準備率の導入は、準備預金制度の貸出抑制効果のある程度高めるといえるであろう。フランス銀行が前述のとおり貸出の限界部分に貸出準備率を課したのは、将来こうした運用を考えてのことともみられる。また、その是非はともかく、貸出の種類別、対象別に差別的準備率を課す場合には、本制度独自の効果が期待されよう。もっとも、フランス銀行はさしあたりこうした運用を行なわない旨明言している。

さらに、貸出準備率は、その運営いかんによっては、銀行資産構成の変化を通じて資本市場育成効果を発揮する可能性がある。すなわち、銀行は、貸出の限界収益率の低下に伴い、貸出の増加を押えて相対的に有利となる証券投資を増加させることもありうるからである。

(貸出準備率導入の背景)

欧米主要国はここ数年来、準備預金制度の金融調節機能強化を図ってきた。このなかには、対象機関の範囲拡大や非居住者預金に対する特別準備率適用といったもののほか、なんらかのかたちで市中貸出と準備預金制度とを結びつけようとする試みもみられた。すなわち、英国における市中貸出規制の罰則としての特別預金利子半減措置や、規制枠をこえて増加した貸出につき一定割合の特別預金を積み立てさせるオランダの特別預金制度などである。

準備預金制度の対象に資産をも加える考え自体は、必ずしも新しいものではない。米国では、すでに52年のパットマン委員会報告が資産準備案

(注3) パットマン委員会報告によれば、大統領経済諮問委員会は当時、「支払準備の一定割合を連邦準備制度理事会の指定する資産の各種目別金額の変化と関係づけるよう要求する権限を、理事会に与えるべきである」と主張したとされている。

(asset reserve plan)^(注3)と呼ばれる構想にふれており、また、69年8月には連邦準備制度加盟銀行の海外支店による米国居住者向け貸出に対して準備率が適用された。さらに、70年4月には連邦準備制度理事会のプリンマー理事が、信用のペイラビリティの部門別不均衡を是正するねらいから貸出準備率構想^(注4)を発表した。欧州でも、ノルウェーが流動比率制度を補完するねらいで、66年6月に貸出増加額に対する準備率制度を設けている。

しかし、フランスの新制度は準備預金積立て義務の対象として預金と貸出とを同列に扱うものであり、上述のノルウェーや69年の米国の例のように一時的、補完的な性格のものとはかなり趣を異にする。同国がこうした貸出準備制度を導入したのは、次のような事情に基づくものであろう。第1は、従来の準備預金制度の下では、準備率が高くなるにつれ、制度対象外である割賦金融会社、不動産金融会社などの金融業者や、同じ対象金融機関でも預金依存度が相対的に小さい事業銀行に比べて、預金銀行の不利が目立ちその不満が強まっていたことである。第2は、市中貸出規制に代わる貸出抑制手段を必要としたことである。68年の5月危機後の緊急事態に対処して11月に復活された市中貸出規制はかなりの効果を発揮し、平価切下げ後はフラン再建策の成功をささえる一要因となったが、長期化するにつれて、中小企業ないし地方産業へのしわ寄せとこれに対する社会的不満のほか、含み貸出の発生等の問題を生じた。こ

のため当局は景況の推移に応じて規制緩和を進め、昨年10月撤廃に踏み切ったが、同時にこれに代わる手段として、貸出準備率構想を発表したわけである。フランス銀行の70年年報は、「市中貸出の異常な増加が続く場合は、必要に応じて……(中略)……新準備預金制度を活用する方針であり、今後は例外的な場合を除き貸出の直接規制は極力避けたい」と述べている。

3. 金融改革の背景

上記のような金融政策手段の改革は、単に昨今の内外情勢を反映するにとどまらず、フランスの金融制度が内包する諸問題とその解決に関する考え方を背景とし、60年代半以降の一連の改革に連なっている。

(1) フランスの金融制度の問題点

フランスの金融制度は60年代後半、E E Cの経済統合の進展やユーロ・ダラー市場の発展等大きな情勢変化のなかで、漸次その欠陥を露呈することとなった。このため当局は、66年1月の銀行法改正を皮切りに、金融制度の改革を進めてきた(42年8月号「調査」参照)。しかし、こうした改革の動きは68年の5月危機によって中断され、金融制度は以下のような問題を内包したまま、フラン切下げとその後の内外経済情勢の変化に当面することとなった。

イ. 金融機関の流動性水準の低さ

フランスの金融面における問題の一つは、市中金融機関の流動性水準の低さである。これはフラ

(注4) プリンマー理事は70年4月1日、経済各部門間の資金偏在を排除しつつ金融政策の目的を円滑に達成するため、預金準備制度の補完措置として銀行貸出に対して準備率を課す(貸出種類別にその増加分に対して課す)のが望ましい、と主張した。

しかし、最近米国議会で貸出準備率を課しうる権限を連銀に与えようとする動きがみられた際、バーンズ連邦準備制度理事会議長は本年3月31日、議会で「理事会は全員一致で反対である」と証言した。バーンズ議長があげた反対理由は、①連銀の責務は一般的な金融政策の面に限定されるべきであって、社会的優先度の判断を要するような権限を持つことは適当でない、②貸出準備率の対象は連邦準備制度加盟銀行のみに限られることとならうから、加盟をとりやめる銀行が増加する可能性が大きい、③加盟銀行の準備ポジション調整のみならず、連銀の金融調節もますますむずかしくなる、などである。

プリンマー理事も4月7日、十分な検討がなされていない現時点での立法化に反対の旨証言した。

ンス銀行がとってきた通貨供給方式の帰結ではあるが、市中金融機関のフランス銀行依存度が高いのが常態となった結果、市中金融機関の流動性の調節を通ずる信用調節策が十分機能しなくなっていた。たとえば67年初めに導入された準備預金制度についてみても、準備率の引上げに伴う所要準備の増加分は必然的にフランス銀行の信用増大でカバーされざるをえず、したがってその貸出抑制効果は銀行のコスト上昇を通ずるものだけにとどまったのである。

ロ. 優遇制度の累積による金利政策の効果阻害

また、フランスでは金利政策が働く余地もきわめて少なかった。

フランスの伝統的金融制度の複雑さを象徴しているのは金利体系である。たとえば69年1月末のフランス銀行のそれをみても、各種の優遇金利が入り乱れ、きわめて複雑なものとなっている(第3表)。もとよりこれは同行の選択的政策の反映であるが、優遇金利は必ずしも公定歩合に連動しないため(第4表)、このような複雑な金利体系の下では金利政策の効果はおのずから限られたものにとどまらざるをえなかった(注5)。

さらに、フランス銀行の優遇手形による信用供与は再割引限度枠の枠外扱いとされたため(第3表)、市中銀行は再割引を利用するにあたって、金利が安くしかも枠外扱いの優遇手形をまず持ち込んだ。このため優遇手形再割引残高はフランス銀行の対市中信用供与総残高(オペ残高を含む)の過半を占め、69年1月末でみると、その比率は68%にも達していた。たとえば、これら優遇手形の金利を据え置いたまま銀行のフランス銀行からの資金調達コストを1%ポイント引き上げようとするれば、公定歩合およびオペレーション・レートを

(第3表)

フランス銀行の貸出金利体系

(1969年1月末)

信用供与ルート	適用金利	枠
中期輸出手形	2.0%	枠外
短期輸出手形	3.0	枠外
特別貸付*	3.5	枠外
大蔵省証券(現物)買入れ	4.0	無制限
普通再割引	6.0	枠内
輸出前貸手形	6.0	特別枠
特別建設貸付	6.0	特別枠
中期信用手形(満期2年内) 以	6.0	枠外
中期信用手形(満期3年内) 以	6.25	枠外
証券担保貸付	7.5	枠外
大蔵省証券(登録分)買入れ	市場介入レート(公定歩合より高め) 上記レートの1/8%高	枠外
民間手形買入れ	8.5	枠外
高率適用	8.5	枠外
準備預金不足分	9.0	枠外

(注) * 印は形式的には1967年12月限り廃止。

3%ポイント程度引き上げねばならない状態だったわけである。もとより、こうした極端な金利操作は行ないえず、フランス銀行の金利による金融調節機能はほとんどまひしていたといっても過言ではない。したがって、同行が市中貸出規制依存を強めたのは、いわば必然であったといえよう。

ハ. 市場メカニズムの欠如

前述のような問題は、ひとことでいえば市場メカニズムの欠如に由来するといえよう。各種の優遇制度が必要に応じて追加され、そのつど市場原理の働く余地がせばめられてきたわけである。

すなわち、金融市場は中期信用手形市場、輸出手形市場、TB市場等、制度金融の区分のままにあるいは取引の態様に従って分断され、それぞれの市場で独立した金利が形成されており、市場間

(注5) この結果、公定歩合はフランス銀行信用の真のコストを示していない。たとえば、公定歩合が6%、市場介入レートが7~8%であった69年1月中の例をみても、銀行のフランス銀行からの資金調達平均コストは5.4%にとどまっている。

(第4表)

フランス銀行の金利体系の推移

(単位・%)

	1960年	1963年	1964年		1965年	1967年			1968年			1969年				1970年			1971年	
	10月6日	11月14日	1月23日	6月5日	4月8日	7月1日	12月21日	6月27日	7月3日	10月12日	1月1日	5月8日	6月13日	8月11日	10月8日	2月19日	8月27日	10月20日	1月8日	5月13日
普通再割引(公定歩合)	3.50	4.00	→	→	3.50	→	→	→	5.00	6.00	→	→	7.00	→	8.00	→	7.50	7.00	6.50	6.75
中期信用手形	3.00	4.00	→	→	3.50	→ (注1) 3.75	→	→	5.00	6.00	→	→	7.00	→	8.00	→	7.50	7.00	6.50	6.75
中期輸出手形	3.50	→	→	→	→	→	→	2.00	→	→	3.00	→	→	4.00	→	→	7.50	7.00	6.50	6.75
短期輸出手形																				
証券担保貸付	5.00	→	→	→	→	→	→	→	6.50	7.50	→	→	8.50	→	9.50	→	9.00	8.50	8.00	8.25
特別貸付	3.00	→	4.00	→	3.50	→	(注3)													
高率適用(A)	4.50	5.00	→	→	4.50	→	6.66	→	7.50	8.50	→	→	9.50	→	10.50	→	10.00	9.50	9.00	9.25
〃(B)	6.00	→	→	7.50	6.00	→														
大蔵省証券買入れ 現物登録	3.00	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→
民間手形買入れ																				
特別建設貸付	3.50	4.00	→	→	3.50	→	→	→	5.00	6.00	→	→	7.00	→	8.00	→	7.50	7.00	6.50	6.75

(注1) 満期2年以内と3年以内とに区分、後者を前者の0.25%高とした。

(注2) EEC向けとEEC域外向けとに区分し、前者には公定歩合を適用。

(注3) 1967年12月廃止。

(注4) 市場レート。

の裁定はきわめて乏しいものとなっていた。このため、金利政策が有効に機能する余地はほとんどなかった。

もちろん、政府、フランス銀行がこれに関心であったわけではない。たとえば、当局は、大蔵省証券の入札制度導入(64年4月)、国債強制保有制度(67年9月)および大蔵省証券担保低利30日貸付制度(同年12月)の廃止などにより、自由な大蔵省証券市場の育成に努めた。この間、国家信用理事会は、66年初の銀行法改正による長短金融分離の原則撤廃を機に、預金金利最高限度規制の一部を撤廃するとともに、銀行貸出金利の最低限度規制を廃止した。一方、フランス銀行も67年の為替管理撤廃を機に、金融調節の機動性を増すため、オペ金利の一本化(公定歩合によるものと市場金利によるものとの2本建から市場金利1本

へ)、高率適用制度の改正(1次<公定歩合の1%高>、2次<同2.5%高>)の区分を廃止して2.5%高に一本化)など金利体系の簡素化に努めた。

しかし、こうした措置はいわば部分的対症療法にとどまり、前述のように69年1月末現在の金利体系はまだきわめて複雑なままにとどまっており、市場機能の回復にはほど遠い状態であった。

(2) 金融市場の改革案——ウォルムセル報告

67年以降、為替管理の撤廃やEECの統合進捗とともにフランス産業は海外からの影響に直接さらされることになり、自由主義的経済理念が急速に浸透した。これに伴い、金融制度の抜本的改革が必要であるとの声が強まったため、政府は68年11月に元駐ソ大使ウォルムセルを中心とする3人委員会(注6)を設置し、これにフランスの金融市場および金融政策の総合的改革案を諮問した。同委

員会は金融制度全般を総点検し、①フランス銀行の複数金利体系と限度枠制度、②中期信用手形の再割引制度、③預貸金金利、④準備預金制度、⑤市中貸出規制、⑥金融市場、を主要な検討課題として抽出した。そして69年6月に「金融市場の改革に関する報告」(いわゆるウォルムセル報告)を公表した。この報告は、63年の「資本市場の改革に関する報告」(いわゆるロラン報告)に始まる一連の金融改革の集大成ともいべき性格のものであった。

イ. 報告の内容

金融市場メカニズムの回復を旨とするウォルムセル報告は、①フランス銀行の対市中信用供与の中心を固定金利による再割引から変動金利によるオペレーションに移すこと、および②フランス銀行の指導のもとに金融市場の改革を進めること、の2点を基本としている。以下その概要を摘記する。

有効な金融制度とは、①総合性(action globale) ②弾力性 (flexibilité)、③単一性 (unicité)、の3条件を備えるものである。すなわち、金融政策は銀行組織が必要とする信用の全般にわたってその効果が及ぶ総合的なものでなければならず、また銀行組織の流動性を状況に応じて調整しうる弾力性を持たねばならない。さらに、市場メカニズムを生かすために、フランス銀行の複数金利体系は改められなければならない。

以上の諸要件を満たす具体的な改革案は次のようなものである。

(金利体系の整備)

まず、フランス銀行は再割引金利を同行の市場介入レートを上回る水準に維持しなければならない。そうすれば、再割引による信用供与は限界的なものとなり、フランス銀行の対市中信用供与は

オペレーションを中心とするものになる。すなわち、フランス銀行の貸借対照表上の国内債券買入れ残高(Effets négociables achetés en France)は急速に増大する。

次に、金融市場の役割を強化するために、フランス銀行のオペレーション方式を改革する。すなわち、同行の市場介入は売戻しないし買戻し条件付き(achats ou ventes en pension)を中心とし、内外の情勢変化に応じて市場レートを操作しうるように、介入のレートおよび期間を弾力的に変化させる。また、フランス銀行が金融市場を通ずる信用供与を増大する結果、同行が市場で買入れる市中銀行振出し約束手形(billets à ordre)の量は増加する。これが過剰流動性の原因にならないためには、市中銀行の約束手形振出し総量、各行の資産内容、買入れ条件を規制する必要を生じよう。なお、金融市場の金利が公定歩合を下回る結果、再割引限度枠を存続する意義は薄れることになろう。

(フランス銀行の金融政策手段)

新金融制度における金融政策手段としては、金利政策、銀行流動性の量的調整および直接信用割当ての三つが考えられる。

まず、金利政策は通常時における最も一般的な手段として用いられるが、その中心をなすのは公定歩合ではなく市場介入レートである。すなわち、フランス銀行の市場介入レートの弾力的変更によって、金利体系全体を変化させるわけである。なお、預金金利規制は一般的な金利政策と調和することが望ましい。

銀行流動性の量的調整は準備預金制度および中期手形保有比率制度によって行なわれる。しかし、預金準備率は市中銀行のフランス銀行借入れ依存度が大きいかぎり、あまり高率にすることは

(注6) マルジョラン(R. Marjolin, 元EEC副委員長)、サドラン(J. Sadrin, 元国立パリ割引銀行頭取)およびウォルムセル(O. Wormser, フランス銀行総裁)の3名からなる諮問委員会、3賢人委員会とも呼ばれる。

適当でない。本制度が効果を発揮するのは、市中銀行の流動性水準が高まった場合であろう。そのような状況で当局がきびしい引締め策を採用するときには、預金準備率を限界的に課す方法も考えられる。そうすれば、金融機関は、預金コストが大幅に上昇するので、貸出金利を引き上げざるをえなくなる。さらに貸出にも準備率を課す方法もある。これは、通貨創出量のより明確なコントロールを可能にするとともに、預金以外の資金調達に依存する度合いが大きい事業銀行の準備積立て負担を増すことによって、現行制度の不公平性を是正する効果も持つ。

直接信用割当ての方法としては、消費者信用規制と市中貸出規制がある。通常時には消費者信用規制を用いるべきである。緊急時には市中貸出規制を発動せざるをえないが、その場合でもできるだけ短期に限るべきである。

(輸出信用の改革)

フランス銀行の輸出信用は短期と中期に分かれるが、短期については金利上の優遇を廃止すべきである。それがフランスの輸出競争力を強めているとは考えられないのみならず、信用調節の効率をそこねているとみられるからである。新金融制度のもとでは、銀行は短期輸出を手形を金融市場において公定歩合を下回る市場金利で売却できる。

一方、中期輸出信用優遇措置は対外競争力の観点から継続する必要がある。その場合、新制度のもとでは次の3方法を考える。すなわち、第1は、フランス銀行が中期輸出を手形を優遇レートで金融市場から買い入れることである。しかし、これは金融市場の金利形成をこう乱し、金利体系整備の意図に反することになるほか、フランス銀行が3年以上の期間の手形を市場で買い入れることになるので好ましくない。第2の方法は、仲介金融機関が優遇金利で中期輸出を手形を買い入れ、これを期日まで保有することである。第3の方法

は、フランス銀行が一定の限度内で中期輸出を手形を優遇レートで再割引することである。これは現行制度の維持を意味し、再割引金利体系簡素化の方針に反するが、当面最も現実的な方法と考えられる。

(中期信用手形制度の改革)

設備および建築に関する中期信用手形については、フランス銀行は金利面の優遇扱いをしていないから、中期輸出手形のような問題はない。中期信用手形の期間は66年に5年から7年に延長されたが、満期まで3年以内のもののみ再割引可能とされた。銀行が中期信用手形(輸出を除く)を満期日まで保有できるようになるのが最も望ましいが、これはむずかしい。

したがって、中期信用手形制度に関しては抜本的な改革はむずかしく、中期信用手形保有比率制度も継続されることになる。新制度のもとでは、銀行はこの保有比率をこえる分について金融市場でリファイナンスが可能となる。ただし、市場金利は日々変動する。また、銀行が市場でリファイナンスしうる中期信用手形は、満期まで3年以内のものに限られる。

(金利体系の連動について)

市中銀行の貸出金利は、従来フランス銀行の公定歩合をベースに決定されてきたが、新金融制度においては、フランス銀行の対市中信用供与が再割引からオペレーションにシフトするので、銀行の貸出金利はある一定期間の平均コール・レートにリンクされることになる。こうした方法は不便ではあるが、銀行の貸出金利は平均資金コストを映ずるようになる。

ロ. 報告の評価

ウォルムセル報告は、総合的視点に立って、金融市場の抜本的な改革により金融制度および金融政策の有効性を高めようとするもので、フランス金融史上画期的ともいえるものである。すなわ

ち、従来の金融改革がいずれも複雑な制度の一面を採り上げ、かえって金融制度・政策手段を複雑化したのに対し、本報告は金融市場の機能回復に焦点を合わせ、組織的な処方方を提示している。とくに、公定歩合を頂点とする短期市場金利体系の整備を基礎にフランス銀行のオペレーションを金融政策の中心にすえるとの考えは、これまでの受動的な政策態度を能動的なものに転換させようとするもので、経済の近代化および高度化を指向する動きの一環として注目される。

しかしながら、こうしたウォルムセル報告の意欲も、具体案提示の段階ではかなりの後退を免れなかった。すなわち制度金融の象徴のような中期信用手形制度についてはほぼ現状維持の結論となっているほか、67年の準備預金制度導入に際して撤廃の方針が打ち出されていた中期信用手形保有比率制度も存続するとされている。また、金利政策についても、公定歩合とオペレーション・レートをどのように組み合わせて運用するのかわきりも明らかでなく、いかなる内外情勢のもとでも常に新金利体系が機能しうるのでどうか不問に付されているのも問題であろう。上記のような諸点からみて、ウォルムセル委員会も同国金融制度の複雑さという壁を完全には破れなかったともいえるが、それには、同委員会が68年11月の欧州通貨危機の直後に発足し、きびしい為替管理と全面的な引締め政策のきなかで作業を進めた、という事情もあずかっていよう。

4. 最近の金融改革の問題点

上記ウォルムセル報告の具体化は69年8月のフラン切下げによって中断のかたちになっていたが、同年4月にフランス銀行総裁に就任したウォルムセルは、フラン再建の成功とともに70年央以降、報告の線に沿って急ピッチで改革を進めてきた。しかも、最近の金融改革の動きをみると、前

述のような消極さやあいまいさが影をひそめ、報告の理想が前面に強く押し出されているように思える。すなわち、フランス銀行は市場レート操作を主として対外均衡達成に、準備率操作を主として対内均衡達成に用いるとの基本方針をしいに明らかにしてきており、ウォルムセル報告で言及されながら具体的に提案されなかった貸出準備率まで実施された。さらに、同報告が現実との妥協から存続するとしていた中期輸出手形に対する優遇金利も、E E C各国からの圧力があつたとはいえず、ともかく一部は撤廃された。

しかしながら、こうした積極的な金融改革の前途にも幾多の問題がある。第1は海外環境の変化である。フランス銀行が金利体系の正常化を進めることができたのも海外金利の低下に負うところが大きく、今後情勢が変わった場合にこれを維持できるかどうかという問題がある。第2に、フランス銀行はオペレーション積極化の必要上、オペ対象証券の適格条件を緩和しているが、これが将来銀行流動性過剰の温床となる危険もある。第3は、公定歩合政策が金融政策手段のなかでいかなる位置を占めるのかがなお明らかでないことである。もとより、フランス銀行は公定歩合を政策の基本方向を示す重要な指標としているが、公定歩合が市場金利を大きく上回れば名目化しかねないであろう。

以上のように、残された問題が少なくないとはいえ、内外均衡の同時達成がますます重要な政策課題となりつつある現在、こうしたフランスの金融改革の動きは、英国のそれともあわせて、より一般的かつ弾力的な金融政策手段を求める注目すべき実験と評価されよう。もちろん、これらの動きが客観情勢の変化に大きく依存することはいなめず、情勢いかによっては再び市中貸出規制など統制的な手段が一般化することも予想されないではない。内外均衡同時達成の問題は、その複雑

な性質ゆえに財政政策、為替管理、国際通貨制度などさまざまな領域とかがわらざるをえず、金融政策手段の整備のみによって解決しうるものでは

ないからである。この点、今次欧州為替投機に際しての独仏両国の反応ぶりにも如実に示されているといえよう。

(付) フランスの金融改革の推移

1963年 5月	資本市場育成に関するロラン報告発表		の一本化)
64年 4月	大蔵省証券入札発行制度を導入	67年12月	特別貸付制度(大蔵省証券担保30日貸付)を廃止
65年12月	預金金利の金額別金利規制を廃止、期間別規制のみとする	68年11月	オペ対象となる短期再割適格手形の範囲拡大
66年 1月	銀行法改正(長短金融分離の原則の廃止等)	69年 1月	オペレーション・レートを一本化
	〃 再割適格中期信用手形の期間延長(5→7年)と再割引条件の厳格化	6月	金融市場改革に関するウォルムセル報告発表
4月	貸出金利最低限度規制を撤廃	〃	金額10万フラン、期間1年超の預金金利最高限度規制を撤廃
11月	非居住者預金に対する付利禁止措置を廃止	8月	短期輸出手形再割引の優遇金利を廃止
12月	手形制度改正に関するシレ報告を発表(手形割引業務の簡素化)	70年 2月	E E C向け中期輸出手形の優遇金利を廃止
	〃 特殊金融機関発行の中期債券をオペ対象証券に追加	71年 1月	フランス銀行のオペ積極化(1月19日以降コール・レートは公定歩合を下回る)
67年 1月	準備預金制度を導入	〃	賦払信用手形、商業手形をオペ対象証券に追加
	〃 為替管理を撤廃	2月	準備預金制度を改正(貸出準備率の導入)
7月	金額25万フラン、期間2年超の預金金利最高限度規制を撤廃		
9月	国債強制保有制度を廃止		
12月	高率適用制度を改正(高率適用金利		