

## 今次欧州為替投機をめぐる動き

### 1. 今次投機の特徴と背景

#### (1) 投機発生の経緯

国際通貨情勢は1969年の独仏両国の平価調整以降比較的平静に推移してきたが、この間、米・欧間の景気局面の相違を映じた金利差の拡大から短資移動が増大したこともあって、米国の国際収支は大幅赤字を続け(第1表)、欧州主要各国の金・外貨準備は著増した(第2表)。とくに、きびしい引締め政策を堅持した西ドイツへの短資流入は著しく、これを主因に同国金・外貨準備は70年初～本年3月間にほぼ倍増し、3月末には約157億ドルと、69年の切上げ直前(9月末120億ドル)をも上回るに至った。

もっとも、こうした欧州諸国、とくに西ドイツへの膨大な短資流入が、もっぱら金利差と国内金融ひっ迫とを背景とする企業の外資取入れに基づくものであることは、おおかたの認めるところであった。したがって、本年3月末に発表された西ドイツの公定歩合大幅引下げ(6.0→5.0%)は、米国短期金利の若干の反騰とあいまって、かなりの

短資流入抑制効果を発揮するとみられた。

ところが、3月31日から4月2日にかけて西ドイツへの短資流入はかえって激化し、久方ぶりに投機色が表面化した。ブンデスバンクの迅速な対策(注)もあって、5日以降短資移動は落ち着きを取りもどしたが、その後市場のおもわくを刺激するような事件があいついだため、ついに投機激化を招いた。すなわち、4月27日のEEC蔵相会議において、西ドイツのシラー経済相が、ドル流入問題を解決する道は加盟国の足並みをそろえた為替相場弾力化であり、域内通貨間の為替変動幅縮小着手前にこの点について合意すべきであると説き、またフランスは金価格の引上げを主張したと伝えられ、これが少なからず投機筋を刺激した。このため、28日のブンデスバンクの先物市場介入停止も、すでにその目的を達したためという当局の説明にもかかわらずおもわくの種となり、さらに5月3日、シラー経済相が同国民間経済研究所の変動為替相場移行勧告について検討に値すると発言するに至ってマルク買が殺到、スイス・フラン、オランダ・ギルダー等にも波及した。

投機は5日に至って一段と激化し、午前中に欧州各国中央銀行が買いささえた米ドル(直物)は、西ドイツの約10億ドルを筆頭に、計22～28億ドル

(第1表) 欧州主要国および米国の国際収支

(単位：百万ドル)

	英 国		西ドイツ		フランス		イタリア		ベルギー		オランダ		ス イ ス		オーストリア		米 国	
	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年	1969年	1970年
貿易収支	338	7	4,258	4,284	1,153	460	1,107	2,180	128	594	353	644	630	1,330	435	723	638	2,185
輸出	16,946	18,924	31,026	34,234	14,818	18,060	11,213	12,797	5,732	7,108	9,301	11,115	4,636	5,136	2,415	2,860	36,473	42,041
輸入	17,285	18,917	26,768	29,950	15,971	17,600	12,320	14,977	5,860	6,514	9,654	11,759	5,266	6,466	2,850	3,582	35,835	39,856
貿易外収支	1,387	1,507	2,559	3,526	90	360	2,629	2,084	2	58	539	513	1,156	1,330	535	713	1,311	1,487
経常収支	1,049	1,514	1,699	759	2,083	100	1,522	96	126	652	186	131	526	0	100	10	1,949	3,672
資本収支	36	1,198	5,136	2,579	1,024	1,270	3,007	527	54	400	75	645	1,000	1,719	44	20	3,828	3,235
長期資本	—	—	6,246	1,233	277	550	—	—	—	—	—	—	1,145	992	25	15	5,233	6,351
短期資本	—	—	1,110	3,812	747	720	—	—	—	—	—	—	145	727	19	35	4,131	3,861
総合収支	1,783	3,089	2,831	5,987	1,059	1,370	1,391	356	22	252	64	707	142	363	107	67	2,700	9,819
備 考			* 新平価(1ドル=3.66マルク)で換算 ** cif		* 新平価(1ドル=5.55フラン)で換算				* 第1～第3四半期計数								* 公的決済ベース	

資料：各国統計、IMF資料、OECD資料等。

(第2表)

## 各国対外準備の増減推移

(△印は減、単位・百万ドル)

	金			外 貨			IMF ポジション			SDR		総 額			1971年 3月末 残 高
	1969年	1970年	1971年 1～3 月	1969年	1970年	1971年 1～3 月	1969年	1970年	1971年 1～3 月	1970年	1971年 1～3 月	1969年	1970年	1971年 1～3 月	
準備通貨国	964△	909	n.a.△	639△	1,996	n.a.	1,034△	389	△ 255	1,127	808	1,359△	2,177	345	17,659
うち 米 国	967△	787	△ 109△	747△	2,152	△ 373	1,034△	389	△ 255	851	592	1,254△	2,477	△ 145	14,342
英 国	3△	122	n.a.	108	156	n.a.	—	—	—	266	216	105	300	490	3,317
(注1) 欧州工業国	△742△	130	84△	955	8,902	2,482△	1,574	437	83	979	891△	3,271	10,186	3,539	42,022
うち 西ドイツ	△460△	99	△ 3△	1,146	5,707	1,928△	1,213	615	67	258	192△	2,819	6,481	2,184	15,794
フランス	△330△	15	△ 5△	37	971	356△	1	—	—	171	179△	368	1,127	530	5,490
イタリア	33△	69	△ 3	330	865	599△	31	△587	15	77	139△	329	286	750	6,049
オランダ	23	67	25	101	394	108△	58	100	—	144	175	66	705	308	3,542
ベルギー	△ 4△	50	△ 4	350	68	64△	145	236	71	205	95	201	459	225	3,072
スイス	18	90	74	45	617	△ 834	—	—	—	—	—	63	706	△ 759	3,942
カナダ	9△	81	0△	220	1,281	131	272	192	△ 84	182	118	60	1,573	166	4,845
日本	57	119	7	354	573	1,097	338	346	△ 175	146	130	748	1,185	1,059	5,898
工業国計	288△	1,001	n.a.△	1,460	8,760	n.a.	69	587	△ 430	2,423	1,946△	1,104	10,767	5,109	70,424
(注2) その他先進国	△125△	780	n.a.	370	1,425	n.a.	146	13	△ 7	219	176	390	875	n.a.	n.a.
発展途上国	25△	165	n.a.	1,410	1,755	n.a.	22	372	26	482	596	1,445	2,450	n.a.	n.a.
合 計	190△	1,940	n.a.	315	11,940	n.a.	238	971	△ 411	3,124	2,718	730	14,095	n.a.	n.a.

(注1) オーストリア、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、ルクセンブルクの5ヵ国を含む。

(注2) フィンランド、ギリシャ、アイスランド、アイルランド、ポルトガル、スペイン、トルコ、ユーゴスラビア、オーストラリア、ニュージーランド、南アの11ヵ国。

資料：「IFS」1971年5月号。

に上ったといわれる。このため、同日午前、まず西ドイツが平価維持操作を停止して全為替取引所を閉鎖、スイス、オランダ、ベルギー、オーストリア、ポルトガル、フィンランドなどがこれに追随した。

(注) 対市中米ドル・スワップ操作の再開(4月1日)、同操作の米ドル先物(3ヵ月もの)アウトライット買入れへの切替え(同2日)。

## (2) 特色と背景

今次欧州為替投機の特徴は、欧州主要国間に67～69年当時のような国際収支の基礎的不均衡がないにもかかわらず発生したことである。またその当然の帰結であるが、往時のような弱い通貨の並行売りはみられなかった。

このような特色を持つ今次投機の背景に、米国の持続的な国際収支赤字に伴うドル過剰があるこ

とは前述のとおりである。とくに、本年初ニクソン米大統領が国内景気回復優先の立場から、国際収支問題については「黒字国責任論」を強調するに至って、欧州為替市場は同国の国際収支政策に対する不信感に支配されることになった。さらに、ドルの大量流入による引締め効果減殺に悩む欧州諸国が米国の態度に強い反発を示しながらも、なんら根本的な収支改善策を迫りえない現状から、市場には、結局強い通貨国側がなんらかの自衛策を講ずるほかあるまいとのおもわくが醸成されていたものとみられる。これが西ドイツ当局者の言動に触発されて投機に発展したのであり、「米国がまた油に西ドイツが火をつけた」と評されるゆえんである。

こうした背景をもつ今次投機は、とくに強いと目されるマルクを主たる対象とする買投機のかた

ちをとった。そして、自由金市場がさして大きな動揺を示さず、また、西ドイツ為替市場閉鎖後も英ポンド、フランス・フラン等には買投機が及ばなかったことなどから明らかなように、一般的なドル忌避にまでは発展しなかった。したがって、今次投機は、ドルに問題があることを示すものではあったが、その基本的性格は事実上のドル本位制の持続を前提とした強い通貨の切上げおもわくであったといえよう。

なお、西ドイツ周辺諸国通貨がマルクと並んで買われたのは、それ自体の強さによるというより、これら諸国は西ドイツの措置に追随せざるをえまいとみられた結果、いわば巻き添えを食った感が強い。これら諸国にとくに unhappy の感が強いと伝えられるのもそのためであろう。

## 2. 各国の対策とその背景

### (1) 各国の対策

EECは西ドイツ為替市場閉鎖後ただちに対処策の検討に着手したが結論を得ず、8日の緊急閣僚理事会では「一定期間、一定限度内で域内通貨が足並みをそろえて変動為替相場を採るべし」とする西ドイツと、「現行平価を堅持し、為替管理によって国際的な資金移動を規制すべし」とするフランスが対立した。結局、EECの協調を重視するフランスが、合意が得られなくても単独で断行するとする西ドイツに押し切られたかたちとなり、同理事会は9日未明声明を発表した。その内容は、①加盟国は現行平価を堅持する、②変動為替相場はEECにそぐわないものであるが、一部加盟国の一時的な変動幅拡大を容認する、③7月1日までに資本流入抑制等のための諸措置を検討する、というものであった(「要録」参照)。

これを受けて西ドイツは9日、①10日以降のマルク変動為替相場移行および②財政緊縮措置を決定、さらに翌10日には③非居住者預金に対する付利および非居住者による一定の内国証券取得を事実上禁止した(「要録」参照)。同国の変動相場移行はEEC声明の線を逸脱しているようにみえるが、同国当局者は、変動幅に一定の限度を考えて

おり、また、月をもって数える期間内に現平価に復帰する意向であることを明らかにした。

西ドイツの変動相場移行決定をながめて、周辺諸国も9日にあいついで対策を決定した(「要録」参照)。オランダが西ドイツに追随して変動為替相場に移行したほか、スイスおよびオーストリアが平価をそれぞれ7.07%、5.05%切り上げた(いずれも外貨建切上げ率)。ベルギーは11日、現行平価を維持しつつ二重為替相場制の強化によって対処することを決定した。同国は従来から為替市場を一応公定・自由両市場に分けていたが、今回両市場を完全に分離し、資本取引が行なわれる後者における為替相場をまったく自由に変動させることとしたもので、部分的変動相場の採用といえよう。このほか、スイスが経済安定化措置を講ずる方針を同時に明らかにし、ベルギーが一部非居住者預金に対し付利禁止等若干の規制強化を実施した。またEECは12日、西ドイツなどの変動相場移行に対応して農産物統一価格制度の調整策を決定した。

この間、IMFは9日、緊急理事会で各国の措置を検討したうえ声明を発表、西ドイツなどの措置を黙認するとともに、現行IMF体制の基本原則を維持・強化する方針を表明し、また、国際的な調整過程の改善および各国間の政策協調の必要性を強調した(「要録」参照)。

### (2) その背景

西ドイツが変動為替相場を実施したのは、物価安定の必要に迫られてのこととみられる。すなわち、同国物価の騰勢は、昨年央に景気が峠を越えて後も賃金コストの大幅上昇を背景にさして衰えをみせず、本年にはいつてむしろ再び強まっている。最近の地方選挙における社会民主党の不振もこうした物価情勢による面が大きいとみられることもあって、政府にとってインフレ抑制がいよいよ焦眉の急となっていた。

こうした情勢かたがた今次投機を背景に、同国は引締め効果を阻害する短資流入を防ぐため抜本策を講ずる決意を固めたわけである。

その手段として変動為替相場を選んだのは、①ナチス時代の記憶から統制をきらい国民感情を考えると、広範な為替管理は政治的にマイナスが大きく、またその効果にも疑問がある、②経常収支の基礎的不均衡が一応解消し、かつ景気下降局面においてコスト・インフレが進行している現状では、平価切上げは適策でない、との判断によるものであろう。もっとも、平価切上げより弾力的であるとはいえ、変動相場も一時的にせよ切上げと同じ効果をもたらす以上、その適否については論議の余地が残る。ブンデスバンクのクラーゼン総裁が「国内経済的病源体に対外的薬品だけではきかない」と語り、また同行が企業の外資取入れ規制を中心とする為替管理強化によることを主張したと伝えられるのも、変動相場による一般的な短資流入抑制だけで国内インフレ抑制効果をあげるかどうかを疑問視するとともに、そのもたらす実質切上げ効果が下り坂の景気に必要以上の抑制作用を及ぼすことを懸念したものであろう。これに対してシラー経済相は、変動相場制を採用してインフレ抑制に成功したカナダの実績を高く評価し、これにならって賃金・物価のスパイラルを阻止しうる経済環境を馴致しようと意図したものとみられている。また、両者の見解の相違の背景には、クラーゼン総裁の発言などからみて、ブンデスバンクのほうがEECとの約束やIMF協定の遵守を重視しているという事情もあるよううかがわれる。

西ドイツの周辺諸国がそれぞれ対応策を講じたのは、①西ドイツに対する輸入依存度が高く、前回のマルク切上げに追随しなかった結果輸入物価の急騰が国内インフレの大きな要因となっており、②また、短資流入が引締め効果を減殺するのに悩まされていたうえ、③もし西ドイツの措置になんらかの対応策を講じなければ、これらの悪影響が一段と強まることは必至であったからである。ただ、各国それぞれの事情に応じて対応のしかたが違っている。同じく国際収支に基礎的不均衡がないにもかかわらず、オランダの変動相場移

行に対してスイスは切上げを断行した。これは、同国金融市場の特異な立場から変動相場はマイナスが大きいほか、同国国内景気が過熱状態にあるという事情にもよるのであろう。その幅がかなり大きかったのは、前回のマルク切上げに追随しなかった結果生じたギャップの調整の意味合いもあったためと思われる。なお、オーストリアの切上げは密接な関係にあるスイスの切上げを予想して決定されたものとみられている。一方、ベルギーが二重為替相場制の強化にとどめたのは、同国への短資流入が他国ほどでないという事情のほか、密接な経済関係を背景に相携えて経済通貨同盟を推進してきたフランスとの関係を考えてのことであろう。

### 3. 為替市場再開後の動き

為替市場再開(10日、ベルギーは11日)後、マルク直物相場の平価比プレミアム幅は5月中3~4.5%程度で浮動を続け、短資は西ドイツからほと

(第3表)

マルクおよびギルダー直物相場の  
平価比プレミアム率の推移

(単位:%)

	マルク	ギルダー	備 考
1971年			
5月10日(月)	3.42	2.49	為替市場再開(変動相場に移行)
11日(火)	2.46	1.26	
13日(木)	3.17	1.71	メラー西ドイツ蔵相辞任
18日(火)	3.13	2.15	ブンデスバンク理事会、通貨政策に関するコミュニケを発表
21日(金)	4.40	2.50	ブンデスバンクのドル売り介入近しとおもわく強まる
26日(水)	3.02	1.59	25日、エミンガー・ブンデスバンク副総裁、変動相場の長期化を示唆
6月1日(火)	2.61	1.32	
2日(水)	2.99	1.45	ブンデスバンク、はじめてドルの売りオファー。最低準備率引上げ
3日(木)	3.68	2.04	ブンデスバンク、相対介入によるドル売りに切替え
9日(水)	4.33	1.88	ブンデスバンク理事会後、クラーゼン総裁、「現行変動相場が2か月以上続こう」と示唆

(注) マルクはフランクフルト市場、ギルダーはアムステルダム市場のそれぞれクロージング仲値(資料はロイター)。

(第4表)  
西ドイツおよびスイスの金・外貨準備増減(週報ベース)

(単位・百万ドル)

	西ドイツ			スイス		
	残	高	週間増減	残	高	週間増減
1971年						
4月7日	14,326		+ 753	3,878		- 10
15日	14,438		+ 112	3,774		- 104
23日	14,434		- 4	3,769		- 5
30日	14,537		+ 103	3,765		- 4
5月7日	16,783		+ 2,246	4,460		+ 695
14日	16,770		- 13	4,483*		+ 23
21日	16,751		- 19	4,166		- 317
28日	16,770		+ 19	3,915		- 251
6月7日	17,037		+ 266	3,821		- 94

(注) 1. 金・外貨保有額のみを計上したため、西ドイツは対外準備と一致しない。

2. \*印以降は新平価(1ドル=4.084フラン)で換算。

んど流出しなかった模様である。これは、投機筋が、スイス・フランが切り上げられた以上マルクも結局とのおもわくから、模様ながめの態度をとったためである。

この間ブンデスバンクは市場の動きを静観していたが、たださえ国内流動性が過剰であるところへ、米国ニューヨーク連銀が3月に実施した先物市場へのマルク先物売り介入(約6億ドルといわれる)の決済期到来という事情もあって、早急に過剰流動性の吸収策を講ずる必要に迫られた。このため、同行は6月2日、最低準備率の大幅引上げを決定(「要録」参照)するとともに、はじめてドルの売りオファーを行なった(レートは3.5675マルク、平価比プレミアム幅2.53%)。もっとも、これが投機筋のマルク切上げおもわくを強め、取引はほとんどできなかつたと伝えられる。このため、同行は翌3日以降銀行との相対介入に切り替え、ドルの流出促進、再流入防止を図っている。

今次為替投機の背景となっている米ドル過剰と西ドイツのインフレ高進という事情が解消しなかり、西ドイツがかりに急いで現平価に復帰しても、再び投機に見舞われる公算が大きいであろう。したがって、平価切上げおよび為替管理の強化を避けようとするれば、変動相場はかなり長期化

せざるをえまい。ブンデスバンク首脳が変動相場はなお数か月続くと示唆しているのもそのためであろう。その場合には、EEC通貨同盟への第1段階である域内通貨間の変動幅縮小も当然遅れることとなる。西ドイツは本問題についてかねて政策調整が先決との立場であっただけに、遅延をさして意に介すまいとの見方もできよう。しかし、英国加盟問題に対するフランスの軟化が西ドイツを意識した対英接近策と受け取られていることなどもあり、西ドイツとしてもEEC各国とくにフランスとの協調をないがしろにはできないであろう。さらに、西ドイツの経済専門委員会(政府の諮問機関)が固定相場復帰時におけるマルク切上げを勧告したことなどもあり、西ドイツの変動相場がいかなる形で収拾されるかはなお予断しがたい。また、今後の成り行きは、今次投機を機に一段と注目されるに至ったユーロ・カレンシー市場規制問題や、7月1日までに検討される予定のEEC各国の為替管理措置がどうなるかとも関連してこよう。

なお、西ドイツのような主要国が変動為替相場に移行したという事実は、為替相場弾力化論議を刺激するものとみられている。

(昭和46年6月12日)