

《 紹 介 》

1970年代における為替相場の変動と
欧州小国の政策

建 部 和 弘

本稿は、N. ティゲーセンの「為替相場の経験と小国の政策：1970年代欧州の諸事例」を紹介するものである。(Niels Thygesen, Exchange-Rate Experiences and Policies of Small Countries: Some European Examples of the 1970s, Essays in International Finance, No. 136, Dec. 1979) ティゲーセンはコペンハーゲン大学教授で、デンマーク EC 委員会通貨統合専門委員などの経歴があり、著書としては、The Sources and the Impact of Monetary Changes などがある。

大陸欧州の為替相場問題と政策については、わが国では多くの場合、スネーク（対外共同フロート）や EMS（欧州通貨制度）またはその中心国西ドイツが注目される程度で、周辺の小国はあまり知られていないのが実情であろう。また一事例として示されたデンマークのケースは、短絡的な一般化は困難であるとしても、変動相場下において取るべき重要な政策の方向を示唆しているように思われる。そこに今日のアメリカの状況を重ね合わせることで材料も多く見出されることであろう。80年代の欧州小国の実態を提示する用意はないが、以上の点だけでもなほどこかに紹介する意義があるものと考えられる。まず要点を示し、次いで内容を紹介し、最後に若干のコメントを付したい。

73年のスネーク開始時から加盟した欧州小国は、インフレ率が相対的に安定して次第に対外価値の上昇する西独マルク（以下マルクと略す）の影響を受け、実質為替相場の割高化を招き（とくに76年以降）、競争力の不利化にどう対処するかが大きな問題となった。マルクへの釘付け政策（これを「強通貨オプション」という）の維持かスネークからの離脱による独自のバスケットへの釘付け政策の採用かが大きな選択の岐路であったが、相次いで後者の道を選択したスウェーデンとノルウェーと異なり、前者の道を選択し続けたデンマークは、結局実質相場の割高化に伴う内外の困難な経済状況に陥ることとなった。

ただ前者の道を進む場合でも、適時に名目為替相場の変更（マルクに対する切下げ）を行うことで問題が回避しうるのであって、共同通貨取決めの場合、域内での為替相場の弾力化が大きな課題となる。また実質相場割高化の回避問題については、これと並んで国内のコスト・価格の安定化政策を早期に実施することが不可欠である。

なお、実質相場について通常の各種算定基準は問題が多く適合性に欠け、デンマーク通貨の割高の程度をより適切に示す基準としては相対的時間賃金が重要である。

以上が要点である。ティゲーセンは、前半で実質相場の算定基準の問題を取り上げ、後半で「強通貨オプション」の問題と他の北欧諸国の選択との対比およびデンマークの事例を提示する方法をとっている。以下の文中、〔 〕内は要約や補注を示す。

1. 序 文

〔1970年代の欧州小国における為替相場の経験と政策は、大幅上昇通貨の管理から大幅下落通貨の防衛までさまざまだ。純粋なフロートは見出せない（第1表）。〕

第1表 欧州小国の為替相場制度

国名	1979年半ば	1973～78年
オーストリア	非公式 EMS 参加	非公式スネーク参加
ベルギー(a)	EMS	スネーク
デンマーク	EMS	スネーク
フィンランド	バスケット・ベッグ(b)	バスケット・ベッグ (1977. 11～)
ギリシャ	バスケット・ベッグ	バスケット・ベッグ (1975. 3～)
アイスランド	変動幅告知なし	変動幅告知なし (1973. 6～)
アイルランド	EMS	ポンド・ベッグ
オランダ	EMS	スネーク
ノルウェー	バスケット・ベッグ(b)	スネーク (～1978. 12)
ポルトガル	バスケット・クローリング	バスケット・クローリング (1977. 8～)
スペイン	変動幅告知なし	変動幅告知なし (1974. 1～)
スウェーデン	バスケット・ベッグ(b)	スネーク (～1977. 8)
スイス	変動幅告知なし	変動幅告知なし

(a)ベルギー/ルクセンブルグ経済同盟。 (b)第5表のバスケット構成。

資料：IMF 年次報告（為替制限）および国際金融統計，1979. 6。

〔ここでは過去のスネーク加盟国と現在の EMS 加盟国（マルク・ペッグの欧州小国）に焦点をあてる。低インフレ率の外国通貨や単位への釘付けは「強通貨オプション」とも呼ばれる。この採用国に注目すると、EMS 参加国のコスト・ベネフィットの分析が可能となる。デンマークの事例を多く取り上げるが、他の北欧諸国との対比も行う。〕

2. 名目・実質両為替相場の変化, 1970~79年

名目相場も実質相場も、1970年代に大きな変化を示した。第2表と第1図は主要諸国の実態を要約したものである。製造工業部門での、(1)単位労働コスト (ULC), (2)「調整済み」ULC, すなわち賃金コスト (生産性トレンドで調整), (3)付加価値 (GDP) デフレーター, (4)卸売物価, および(5)輸出単価 (第2表) は、[相対的成本・価格指数で示した実質相場の意味である。]

若干の比較研究 ([1] [11]) は、競争力が選ばれるコストや価格の指数次第で変わるこ

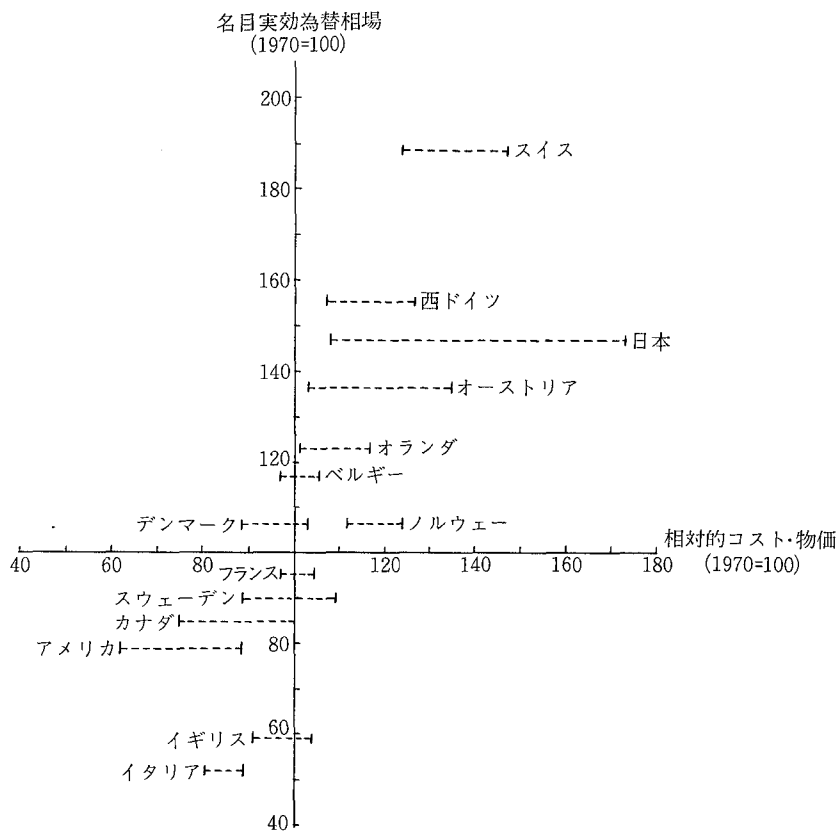
第2表 他の工業国に対する相対コスト・物価の指数, 1978 (1970=100)

①名目実効相場, 製造工業のコストと物価 (②単位労働コスト, ③調整 ULC, ④付加価値デフレーター, ⑤卸売物価, ⑥輸出単価), ⑦スミソニアン合意の実効相場変化。

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
オーストリア	136.5	122.4	134.7	123.2	119.3	102.6	102.0
ベルギー	117.2	102.7	105.5	101.3	96.6	105.2	102.1
デンマーク	106.9	91.6	88.4	103.4	111.8	107.7	99.2
フランス	95.8	104.6	104.0	100.1	97.1	103.3	99.4
ドイツ	155.3	114.3	126.3	114.5	116.9	107.1	105.7
イタリア	52.4	88.8	80.7	88.9	86.2	89.1	99.6
オランダ	123.1	113.5	109.6	116.3	110.5	100.7	101.8
ノルウェー	106.6	124.0	109.6	113.3	102.7	104.4	99.4
スウェーデン	90.3	106.9	88.6	98.9	97.6	109.3	99.4
スイス	189.0	134.6	123.3	147.4	136.7	138.2	104.9
イギリス	60.1	95.4	91.3	93.6	97.8	104.0	99.4
カナダ	85.9	86.9	88.2	100.0	89.8	74.7	105.2
日本	147.1	173.2	152.6	143.8	122.5	107.6	113.6
アメリカ	79.0	61.4	66.7	68.3	79.4	88.8	91.5

資料：国際金融統計およびIMF調査部門の未公表データ。〔②~⑥：実質相場〕

第1図 名目実効為替相場の変化および相対コストと物価の変化, 1970~78



資料：国際金融統計およびIMF調査部門の未公表データ。

とを証明している。特異な日本のケース（70～78年で輸出単価8%から単位労働コスト73%に及ぶ実質的通貨上昇）は別としても、指数間の隔たりは非常に大きい。一般的には期待通りに、GDPデフレーターや消費者物価の指数（第2表では未表示）よりも貿易財加重による指数（卸売物価と輸出単価）の方が、購買力平価（PPP）との近似性が高い。しかし貿易財価格のみでも、小国通貨の実質相場のなかには大幅に変化したものがある。
[PPP=100]

各種指数は驚くほど多様で、すべての観察に適合した説明は不可能だ。言えることは、平均的には、名目値と実質値との上昇面での正の相関くらいだ。第1図の勾配は、名目実効相場3～5%の変化と実質相場1%の変化との相関を示唆している。この平均値からの指数の乖離は、強通貨間でも弱通貨間でも見出され、相関の安定性に対してあまり大きな信頼を置けそうにない。背後には、各国の政策対応と制度的取決めが関わっている。

理論的には、PPPとの適合性は経済の開放度に依存する：経済が開放的になるほど、国内コストと物価は名目相場の変化に対する感応性を高める；開放度が低い場合、国内コストと物価のトレンドが国際的平均から乖離するために、所与の名目相場の維持は困難となる。実際、外国貿易シェアは最大で開放度は最小の2国（アメリカと日本）は、ULCやGDPデフレーターでは、PPPから最大の乖離幅を示している。だが欧州では、実質相場の変更余地が4大国で大きく、他の小国で小さいという証拠はない。オーストリア、オランダおよびスイスでは、大半の指数が名目実効相場切上げ幅の約半分に止まったが、その割合は、西ドイツやイタリア（欧州大国中、名目相場の正反対方向への最大変更国）よりもかなり大きく、またイギリスよりもはるかに大きい；ポンドの大幅下落分（72～76年）は78年までの高インフレ率で相殺されてしまった。フランスでは、フランの名目実効相場も、競争力もあまり変化しなかった。ベルギーとデンマークのケースはあいまいである。競争力変化の方向は選ばれる指数次第で変わる。だが以下に論じるように、デンマークの場合には少なくとも、諸種の証拠で見ると、1970年代に大幅な実質的上昇が起きたことはほとんど疑いをいれない。

3. 実質為替相場変化の評価

欧州諸国が実質相場や競争力の変更余地があったとしても、そうした変更が70年代の特殊な文脈において望ましかつたかどうか問われねばならない。PPPは長期的な分析にとっての便宜的な出発点ではあるが、それからの乖離を調整や政策変更のための確固とした基準にすべきほどのものではない。

政策志向的観点からすれば、基準時点(1970年)の国際収支状況とその後の政策誘発的または外生的擾乱に鑑みて、どのような変更が望ましかつたかをまず問われねばならない。たとえ実質相場変化の方向が正しくとも、調整のために国内政策手段を使うよりも(名目的変化と実質的变化とのトレードオフの経験に照らして)必要なだけ名目相場を変えることの方が妥当なのかどうかを問い続けるべきである。

擾乱要因が主に貨幣的性質、すなわち相対的な通貨供給の加速や減速だったとすれば、為替相場変化はインフレ格差とほぼ対応するものと期待できただろう。実際には、とくに72~73年のイギリスと75年のイタリアで通貨供給率の大きな相違があり、その後両国で何度か通貨下落とインフレ加速が生じた。貨幣的擾乱に対する反応は外国為替市場の方が生産物市場よりも速いだから、通貨供給増は一時的な実質的通貨下落をもたらした。対極は73~74年の西ドイツと75~77年のスイスである。両国では名目的通貨上昇の方が相対的インフレ率の改善よりも先んじていた(実質的通貨上昇)。こうした「オーバーシュートイング」現象は最近は多くの通貨で生じた。([13] [2] [10]) (注1. 略)

貨幣的擾乱は、実質相場を一時的にはともかく永続的には変えられない。金融政策の分析では、実質相場の可変性はいえそうだが、その長期的趨勢は説明できない。

だが、非貨幣的要因の方は多くある；73~74年の石油価格騰貴；とくに非価格要素の動きによる国際分業と外国貿易構造の変化；および実物経済活動の変動のタイミング。いずれもOECD諸国に影響を及ぼし、異なった政策対応をもたらした。とくに73~74年のデフレ的対応のタイミングと76~77年のリフレ的行動力は相当異なり、その結果、アメリカ・日本・西ドイツ間で実質成長率は大きなずれを示した。(注2 [9] [10])

このずれが他の諸要因を圧倒し、実質相場の変化を伴った。ドルの実質的急落と円・Sフランの未曾有の実質的急騰、およびマルクの相当な実質的上昇が続き、外国為替市場に過大な調整負担がのしかつたとの認識が生まれた。こうして78年秋にアメリカとスイス

で政策の大幅変更が行われた。この含意は、たとえショックがすべて貨幣的なものだったとしても、78年の状況がPPPの持続を期待しうる均衡ではない、ということだ。

だが、ここでの主題は、個別的フロート国の実質相場変化の分析ではなく（その変化の方向が経常収支と対応していたことを明示するのが実質相場分析の目的だった）、（Sフランを例外として）通貨が個別的にはフロートしなかった欧州小国についてであり（これらの国の為替相場変化は、各国での実物面や貨幣面の発展結果というよりも主要通貨の動きの副産物だった）、とくにECの通貨取決め（78年末までの「スネーク」）とグローバルな変動為替相場システムとの間の相互作用についてである。

4. 開放小国における競争力測定余談（注3〔3〕）

既述のように、相対的価格・コストに関するどの指数〔実質相場〕が競争力の評価に最も適切であるかについて、ほとんど意見の一致はみられない。

小国間で生産条件が非常に競争的な市場では、誰しも理想的には、競争力測定の出発点として、総要素生産性で修正された時間賃金の加重平均値を探し求めるものだ。この理由で単位労働コスト（または調整済み単位労働コスト）を選択する論者がいる；この立場では、マンアワー産出高の変化が観察不可能な総要素生産性変化の代理変数となる。だが1970年代では、これは当てはまらない。時間賃金が高国よりも速く上昇する場合、生産と雇用は減少し、やがてマンアワー産出高の増加が賃金上昇分を相殺することだろう。産出高の構造と生産関数が内外で類似的になればなるほど、時間賃金の変化率の相違に関わりなく、測定される単位労働コストはそれだけ差のないものとなる。

実際には、競争の不完全性と生産者の反応のタイムラグによって、単位労働コストの変化と時間賃金の変化は正の相関関係をもつだろう。だが相対的単位労働コストによる競争力（または実質為替相場）の測定は、実際の相対的競争力ポジションの変化を過小評価することになる。なぜならマンアワー産出高の変化の一部は、時間賃金の変化に対する内生的反応によるものだからである。さらにマンアワー産出高の変化による修正は、労働以外の要素生産性の反対の動きで相殺される分だけ過大となる。そうした相殺的な変動は、資本について起こりそうだ。その場合、この誤差は、金融引締めで資本コストが高水準になるかいつそう上昇する場合には紛らわしくなるかもしれない。

一国の相対的な総要素生産性の変化は、欧州小国とその他の諸国との比較では重要だろうが、欧州小国間の比較ではほとんど当てはまらない。そこでは、マンアワー産出高の変化による修正ではなく、時間賃金の比較によって競争力変化の測定が可能となる。

単位労働コストの比較から相対的時間賃金の比較へと視点を移すと、結果は様変わりである。デンマークでは変化は驚くほどだ。前者に関する2指標では8～12%の実質的通貨下落だが、時間賃金指標では25%の実質的通貨上昇となる。後者は、相対的卸売物価と輸出単価の変化（それぞれ12%と8%の実質的通貨上昇）とよく適合する。これらの数字と同程度の相対的労働コストの低下とが合致するためには、利潤の大幅増加がなければならないが、実態とかけ離れている。事実上、デンマークで対外競争力が低下して、失業と経常勘定とが悪化し続けたのである（第2図）。78年の失業率はカナダと同じだった；経常勘定赤字（比較的ましな78年でGNPの2.5%）は、ノルウェーの一時期を例外として最高（競争力の改善国ではありえないこと）だった。

第3図は、6ヵ国の相対的時間賃金と名目実効相場（ともに製造業貿易シェア基準）の指数、および両者の合成指数を示したものだ。実質相場では、BフランとDクロネの大幅上昇、ギルダーとNクロネの小幅上昇（だが近年は若干の競争力改善）、対照的に、マルクとSクロネの下落、とくにクロネの大幅下落（77年と78年）を示している。

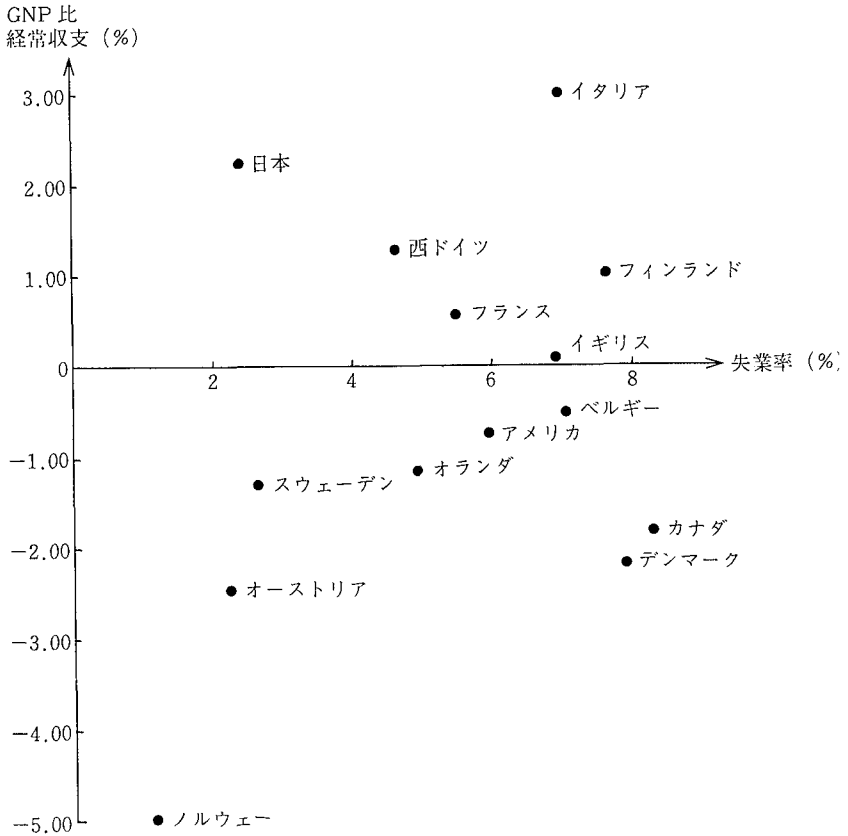
第3図の測定方法では、他の測定方法ほどには調整可能釘付け相場の時期との差異は明白ではない。〔中略〕

5. スネークのなかの為替相場〔第3図参照〕

〔北欧3国の通貨では、1970年代を2期間に分けるのが有益である。第1期（76年10月まで）では、若干の時期的ずれはあるが、北欧3国とベネルックスの間で類似の〔対称的な〕「矛盾」状況（相対的に速い賃金上昇と名目実効相場の上昇またはどちらか一方による実質相場の割高化）にあった。理由は、スネーク通貨、とくにマルクへの釘付けとマルク切上げへの追随にある。（スウェーデンはかなり複雑だが、75～76年に切上げと相対的賃金の上昇とがみられた。）〕

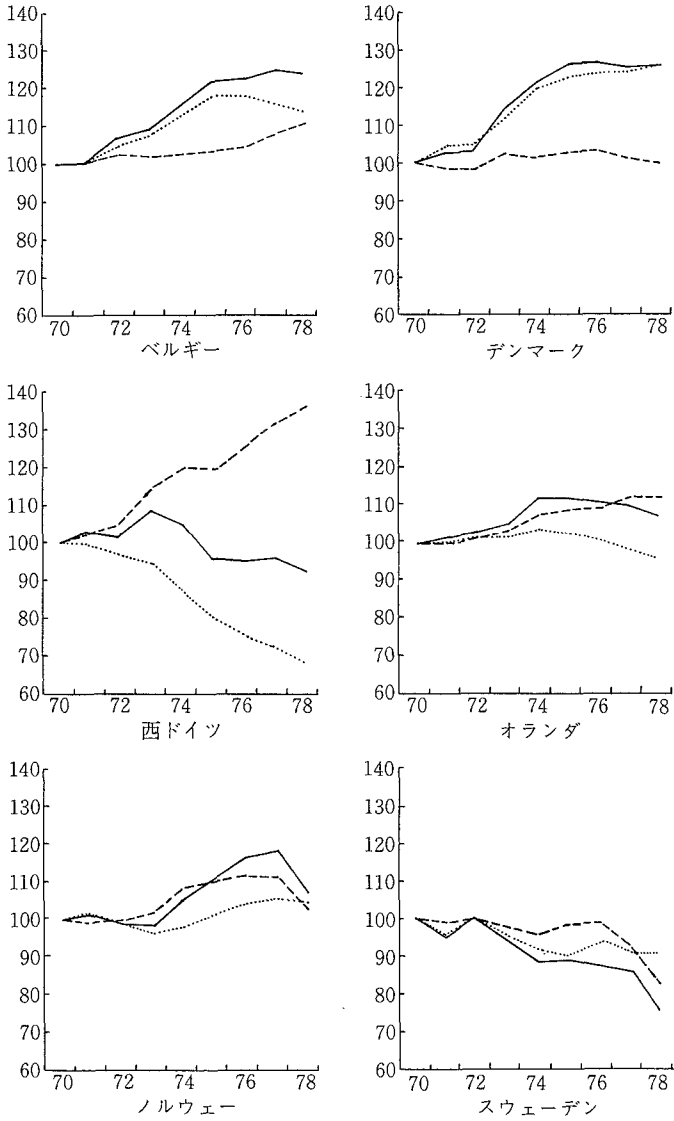
〔スネーク再調整（76年10月）後の第2期では、北欧3国とベネルックスの間で第1期のような対称性はなくなった。北欧3国は通貨の大幅切下げを行った（マルクに対して通

第2図 OECD 諸国の経常勘定と失業, 1978



資料：〔6〕

第3図 製造業における相対的賃金 (.....), 実効為替相場 (----), および競争力 (—), 1970—78 (6カ国) (1970=100)



第3表 スネークの年代別推移 (1972~78)

1972 :	1974 :
4. 24. パーゼル協定発効。6 参加国。	1. 19. フランス脱退 (75. 7. 10. 復帰, 76. 3. 15. 再離脱)。
5. 1. イギリス, デンマーク加盟。	1976 :
23. ノルウェー連携。	10. 17. 為替相場調整協定(D クローネ6%, ギルダー・B フラン2%, N クロー ネ・S クローナ各3%切下げ)。
6. 23. イギリス脱退。	1977 :
27. デンマーク脱退。	4. 1. S クローナ6%, D & N クローネ 3%切下げ。
10. 10. デンマーク復帰。	8. 28. スウェーデン脱退。D & N クロー ネ5%切下げ。
1973 :	1978 :
2. 13. イタリア脱退。	2. 13. N クローネ8%切下げ。
3. 19. 共同フロート移行。「トンネル」 廃止。スウェーデン連携。DM 3% 切上げ。	10. 17. DM 4%, ギルダー・B フラン2% 切上げ。
4. 3. 欧州通貨協力基金設立承認。	12. 12. ノルウェー脱退決定。
6. 29. DM 5.5%切上げ。	
9. 17. ギルダー5%切上げ。	
11. 16. N クローネ5%切上げ。	

B = ベルギー, D = デンマーク, N = ノルウェー, S = スウェーデン,
DM = 西ドイツ・マルク。

算で各々約20%, スウェーデン:77年スネーク脱退, 独自の通貨バスケットの採用)。実効相場では, 小幅だが明白な相違がある(S クローナ13~15%, N クローネ11~13%, D クローネ1~3%の各低下)。相対的賃金に基づく実質相場(第3図)では, 変化は非常に異なっている(S クローナ18%, N クローネ14%の各低下, D クローネ不変)。換言すると, 76年10月以来, 競争力は, デンマークでは変化がなかったが, スウェーデンとノルウェーではかなり改善したのである。]

[他方オランダとベルギーは通貨の小幅切下げを行ったが, マルク強調のために実効相場は上昇した。だが賃金の相対的低下によって実質相場は後者で安定, 前者で低下となった。西ドイツも相対的賃金の低下幅が大きく, 実質相場は低下した。]

スネーク(2期間)の検討から二つの大問題が登場する。(1)73年初めの調整後から76年10月までなぜ調整が長期間放置されたのか。(2)スネークの経験からEMS管理のためにどのような指針が得られるか。

6. スネーク内部における経験の解釈

〔フロート移行後のドル不安の余波による73年の欧州通貨調整後、約3年間スネーク内小国通貨が断続的な限定介入だけでマルクに対して中心相場を維持できたことは驚きである。この間、石油価格騰貴とその政策的対応、続く深刻な不況、フランスのスネーク離脱と再加入と再離脱、リラとポンドの急落、および金融など諸政策とインフレ動向の相違があったにもかかわらず、西独連銀（スネーク内で唯一の介入規模公表銀行）によれば、介入は74年と75年では少額だったし、74年では小国通貨の買い介入を、次いで売り介入を行った。（第4表）〕

第4表 西ドイツ連銀のネット対外ポジションの変化（1973～78）（10億DM）

(a)総額, (b)スネーク内介入額, (c)その他の外貨変動額

時期	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	
1973:				1976:			
1～3月	19.9	- 0.6	20.5	1月	0.1	- 0.1	
4～5月	- 0.9	- 1.5	0.6	2～3月	9.7	8.7	1.0
6～7月	8.5	5.8	2.7	4～7月	- 4.6	- 1.4	- 3.2
8～9月	3.4	4.3	- 0.9	8～10月半	7.7	8.0	- 0.4
10～12月	- 4.5	- 1.1	- 3.4	10半～12月	- 4.1	- 3.5	- 0.6
1～12月	26.4	6.8	19.6	1～12月	8.8	11.9	- 3.1
1974:				1977:			
1月	- 2.5	0.2	- 2.8	1～6月	- 0.8	- 1.5	0.7
2～6月	5.4	4.1	1.3	7月	2.0	0.0	2.0
7～9月	- 6.4	- 3.5	- 2.9	8～9月	- 2.0	- 0.3	- 1.7
10～12月	1.6	- 0.7	2.3	10～12月	11.3	3.1	8.2
1～12月	- 1.9	0.2	- 2.1	1～12月	10.5	1.3	9.1
1975:				1978:			
1～3月	5.0	-	5.0	1～3月	4.1	- 1.1	5.2
4～9月	- 6.6	- 1.8	- 4.8	4～6月	- 4.1	- 0.1	- 4.0
10～12月	- 0.6	-	- 0.6	7～10月半	12.8	10.1	2.7
1～12月	- 2.2	- 1.8	- 0.4	10半～12月	7.3	- 1.1	8.4
				1～12月	20.1	7.8	12.3

注. 数値は端数除去 (rounding) のために合計が総計に満たないことがある。

資料: 西ドイツ連銀, 年報, 1973-78.

〔76年に大規模な介入が必要になった。中心相場の変更が遅れたためである。D クローネがとくに深刻で、ドイツ連銀介入分の約4分の1を占めた(2~3月)。8~10月半ばにも大幅介入が行われ、年間純介入額は、広義の貨幣ストック(M2)の2分の1%に、マネタリーベースの6%以上に達した。小国は自国に有利なアンカパーの金利差の拡大を図ったが、不十分だった。とくにデンマークでは、過大な流動性のために効果が現れ難い状況にあった。75年と76年初期には貨幣ストックが25~30%増加したために、企業の対外返済は楽になったが、中心相場の維持は緊張を高めた。10月に再調整が行われ、スネーク再生への信認を強めた。第2期には4回の調整が行われた。〕〔第4図・DクローネのDM相場と介入限界点。1976~79 略。〕

ベネルックスとデンマークの間には二つの大きな相違があった：(1)第2期の開始時に経常収支は、ベネルックスではほぼ均衡していたが、デンマークではGNPの約5%に達する赤字であった。(2)ベネルックスでは、名目実効相場は上昇し続けたが、相対的低インフレ率で実質通貨の上昇は免れた。デンマークでは対照的に、賃金とインフレ指標の変化率は他国の平均的インフレ率と同步調であった。だが想起すべきは、北欧3国の対西独貿易シェアがベネルックスよりも大きいために、マルク・リング下では北欧3国通貨の実効相場の上昇傾向がベネルックス通貨よりも強くなることだ。

ノルウェーやスウェーデンとデンマークやベネルックスの間では、行動面で興味深い対照性がある。前者は76年までに巨額の経常勘定赤字を出した。競争力の低下と拡大的な需要管理政策(国際的な不況や鈍い成長とかけ離れたもの)とのためであった〔12〕。両国の為替相場の経験は、開放小国における政策自律性の限界を説明するのに有用だろう。

両国の当局は、連携中のスネーク内で実質相場の再調整をよぎなくされた(77年4月、8月。デンマークも参加)。スウェーデンは8月に、スネーク内での調整幅の制約性から離れて、独自の通貨バスケットへの釘付けを決定した(Sクローナの実効相場で6~7%の低下)。だが注目すべきは、賃金の相対的上昇傾向が起きなかったことだ。その時までには相対的賃金コストの低下が期待されていたのである。二つの理由があった：(1)需要と雇用の圧力は以前ほど強くなかった。(2)間接的労働コストの上昇率は手取額の増加率の上限に達していた。雇用税の増加政策をやめるだけで、総労働コストの減速をもたらしたことだろう。だが素早く競争力の趨勢的悪化傾向を断ち切る道が選ばれた〔5〕。

ノルウェーはスネークから離脱せずに同様の転換を行った。内外市場でのシェア喪失に

直面して、78年2月に単独で4回目の切下げ（8%、スネーク史上最大幅）を行ったが、同時に一時的な物価凍結を採用した（当時は、スネークを離脱してスウェーデン式のバスケットへの釘付け政策を取るべきか論争があったが、12月にこの道が採用された）。もっと貴重なのは、賃金と俸給の名目的上昇の禁止（79年の賃金上昇率の4%以下への抑制を想定）によって補完されたことだ。この措置と社会保険に対する雇用者負担の削減や企業への賃金補助とによって、単位労働コストは1年以上ほぼ一定に保たれたのである。この大きな転換からすれば、スネークを離脱してEMS外に出る道を選択したことは考え物だと思われるかもしれない。インフレの急激な減速に成功した国なら強通貨オプションは過大な負担ではなかっただろう。実際、Nクローネは、78年12月のバスケット・ベッグへの移行後はEMS通貨表示で非常に安定していたのである。

両国がスネーク（現在ではEMS）の連携国であり続けるよりもバスケットへの釘付けを選んだことには若干の理由がある。

第1は直接的な政治的議論である。加盟国間の金融政策と為替相場政策の協力が形式化と共同化を強める場合、単なる連携の地位ではあまり魅力がないだろう。確かに、76月10月以降、スネークには形式に囚われずに素早く決定できる利点があり、調整幅にも理解が得られるようになったが、なおもEMSの機能様式には多くの不確実性がある。加盟国の拡大、農産物価格調整リンク、為替基準としての欧州通貨単位（ECU）の使用、およびEMS監視のための「首脳会議」の直接参加を考慮すると、決定の複雑化は増すばかりだろう。これらのために、為替相場調整の決定遅延というリスクを高め、ブレトンウッズ・システムやスネーク初期の場合と同様に危機の再発につながるのである。

第2の議論は、EMSに加盟しても実効相場の短期的安定性を得る保証がないことだ。70年代ドル不安定期の経験は、マルクへの釘付けが強通貨オプション（参加国通貨の実効相場上昇）と実効相場の大幅な短期的不安定性（ドルに対する共同政策の欠如のため）への対処〔矛盾のはらむもの〕であることの証明だった。この論拠の延長線上に、フランスの批判（スネーク離脱期）やイギリスの悩み（スネークへの再加盟やEMSへの参加を妨げたもの）がある。この論議の決着のためには、共同ドル政策の発展が、SDRなど共通単位（参加国の貿易に占めるドルと諸通貨のウェイトを反映するもの）によるEMSの基礎づけが必要だろう。（注4.〔14〕〔4〕〔7〕）。第5表は、ノルウェー、スウェーデン、およびECU（Dクローネ欄）の間での通貨ウェイトの差異を示している。比較のために、

第5表 1979年半ばにおける北欧通貨の釘付け先の通貨バスケットの構成と
(カッコ内は) 実効相場算定に用いた MERM のウェイト

通貨	D クローネ(a)		F マルカ		N クローネ		S クローナ	
A シリング	—	(2.1)	1.3	—	(1.2)	1.9	(2.2)	
B フラン	9.6	(3.0)	2.2	2	(3.7)	3.7	(4.9)	
C ドラ	—	(2.6)	—	—	(2.5)	1.2	(3.2)	
D クローネ	3.1	—	3.8	7	(7.5)	9.5	(9.4)	
D マルク	33.0	(16.5)	13.4	14	(17.1)	17.0	(16.3)	
D ギルダ	10.5	(4.3)	3.8	4	(5.2)	5.2	(6.0)	
F マルカ	—	—	—	3	—	7.1	—	
F フラン	19.8	(5.5)	4.1	4	(6.0)	5.4	(7.8)	
I ポンド	1.2	—	—	—	—	—	—	
I リラ	9.5	(5.3)	2.3	2	(5.0)	3.4	(5.1)	
J 円	—	(3.5)	2.2	6	(3.5)	2.6	(3.7)	
N クローネ	—	(7.0)	3.9	—	—	10.1	(9.4)	
S ベセタ	—	—	1.0	—	—	1.3	—	
S クローナ	—	(15.3)	17.5	18	(15.5)	—	—	
S フラン	—	(3.4)	2.2	2	(2.0)	2.5	(3.7)	
UK ポンド	13.3	(20.0)	13.7	13	(19.9)	13.1	(16.9)	
US ドル	—	(11.5)	9.3	25	(10.9)	16.0	(11.3)	
R ルーブル	—	—	19.3	—	—	—	—	
	100.0	(100.0)	100.0	100	(100.0)	100.0	(100.0)	

注. MERM = (IMF の) 多数為替相場モデル. (a)EMS 開始時点 (79. 3. 13.) での ECU バスケットに占めるウェイト. (資料: 各中央銀行, OECD).

(国名は上から順に, オーストリア, ベルギー, カナダ, デンマーク, 西ドイツ, オランダ, フィンランド, フランス, アイスランド, イタリア, 日本, ノルウェー, スペイン, スウェーデン, スイス, イギリス, アメリカ, ソ連.)

F マルカのウェイトを示す (フィンランドの75年安定化計画が対外バランスの回復に成功したからである)。

第3の最も興味深い議論は、マルクやスネークへのリンクがもはや短期の為替相場浮動性の回避機能やインフレ防止用の対外的な節度機能を果たさないことだ。確かに、70年代の大半はリンクが重要なように思われた。為替相場の維持、対外準備の動員力とそれによる民間資本市場での信用力、および (重要な点として) 西ドイツのインフレ率に合わせた賃金・物価の減速化がその理由であった。ノルウェーとスウェーデンでは、この保証がいまや不要に思われた。強通貨オプションと不況期の拡大的需要維持策の間の矛盾を大幅な

実質切下げによって緩和していたからだ。いっそう重要なのは、国内の努力、とくに名目所得増加率の減速（あまり拡大的でない需要管理政策と物価・賃金決定への直接介入による）であった。インフレ期待を低め、調整期のファイナンス能力への国内企業と外国銀行の信頼を強めるためには、こうした手段が十分条件であった。

両国の経験は、強力な国内手段の支援によって実質相場の低下が可能となることを示唆している。デンマークとベネルックスでは、こうした調整余地は非常に限られたものであった。後者は西ドイツとインフレ率がほぼ同じで、貿易構成も ECU バスケットの構成に近似しており、競争力に直接関心を払う必要はなかったのである。

既述のように、問題は、(1) 対外調整のためにどの実質相場の変更が望ましいか。(2) 名目相場の変化が価格・コストに及ぼす影響や選択肢次第で異なる金融政策への制約などを考慮しつつ、どうすれば最上の実質相場変更が行えるか、ということだ。

70年代の初期状況と後続の国際経済上の事件（米・西ドイツの政策対応差を含む）のもとでは、スネークは小国通貨の上昇に寄与した。この上昇はその国のインフレや国際収支の動向に見合うものではなかった。スネーク第2期の76年以降、最弱加盟国は大幅な名目的調整を行い始めた。だが重要なのは、実質相場の引下げに成功した国々が名目的切下げと国内コスト・価格の相対的減速を組み合わせることである。一度コスト・価格の減速が行われると、バスケットへの釘付けかスネークへの加盟かはどうでもよいことのように思われた。

デンマークでは、名目的調整幅は他の北欧諸国よりも小さく、競争力改善が十分ではなかった。だからこの国でこそ強通貨オプションの帰結を明確に研究しうるので。

7. デンマーク：強通貨オプション選択の 帰結に関する事例研究

対外的に強力な（上昇する）通貨は、短期的にはインフレ率の低下と交易条件の有利化から利益を得る。だが同時に高雇用と経常収支均衡の達成を困難にする。どちらもデンマークの成果は不十分であった（第2図）のだから、74～76年のインフレ率低下とその後の安定化をもって正当化することはできない。

マクロ不均衡の持続と深刻さが次第に認識され、為替相場政策と国内制度要因（高雇用

を妨げインフレを促進するもの、とくに失業手当の水準や賃金・俸給・移転支出の部分的インデクセーション）とが注目された。強通貨オプション選択のコストとベネフィットの完全な評価はまだできていないが、主要なものですぐに利用しうるものがある。

D クローネの実質的低下は（それが実行しうるならば）明白な利益があろう。経済諮問会議は、10%実質切下げすれば、経常勘定の悪化を逆転でき失業の大幅引下げが可能となり、他の政策は変更する必要がないと繰り返してきた。漸進的な所得減税で賃金・俸給稼得者に年率1%の実質所得の増加を保証しても、シミュレーションによれば、10%の実質的通貨下落で、同程度の経常勘定改善に要する財政政策の緊縮の場合に比べて、はるかに良好な産出高・雇用経路に到達するだろうことが示された〔6〕。

別の研究で同じ結果が報告された〔3〕。経常収支悪化は大部分、実質的通貨上昇のためだとされた（実質の意味は第3図と同様に、実効相場変化で修正した相対的賃金のことだ）。この研究は、実質的通貨切下げのための2方法（賃金の相対的引下げか名目的通貨切下げか）の効果を明別している。いずれも（両者間を政策上選択できるものとして）長期的にはほぼ同一の結果をもたらすだろうが、調整は前者の方がはるかに速く進むのである。とくに賃金の相対的低下による調整の場合には、Jカーブ効果は存在しない。

最近の研究がデンマークでの実質相場に対する経常収支の感応性を明示したことを思うと、実質的通貨上昇が76年まで放置されたことは驚くべきことだ。経常収支は70年代初頭から弱く、赤字はすでにGNPの3%以上になっていた（第6表）。だが実際には、対外的圧力（西ドイツのインフレ率に合わせるか名目為替相場を相応に調整するか）は70年代を通じて微々たるものであった。スネークへの加盟による赤字のファイナンス力や信用力が強化されたからである。加盟の利益と当初の弱いポジションを考慮すると、個別的なフロートか一方的なベッグかの選択は危険が多いと考えられた。

この選択が実行可能だったかどうか確かなことは言えない。明らかに、70年代の若干の小国（オーストリアやフィンランドと最近のノルウェーやスウェーデン）では実行可能だった。だがこの4カ国は、対外不均衡がデンマークほどには持続しなかった。GNP比の純対外債務はノルウェーでは1以上、フィンランドでは1にもなるかもしれないが、ノルウェーは北海油田によって経常勘定改善の見込みがあったし、またノルウェーとフィンランドは、為替相場制度の実験以前にインフレ率引下げを決定していた。

この分析は論理的には、強通貨オプションはデンマーク的開放小国にデフレ的影響を及

第6表 デンマークの金融・一般経済指標抜粋 (1970～78)

指標	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
年間変化率%：									
貨幣ストック：									
M 1	- 2.0	8.5	17.0	10.2	5.8	26.4	6.1	9.0	16.0
M 2	2.9	8.8	15.0	12.7	8.9	25.5	11.3	9.8	6.7
商業銀行貸付	5.1	3.5	11.5	14.5	7.6	0.4	19.5	12.6	11.4
債券流通額(名目額)	14.6	16.6	17.1	20.0	19.0	20.5	18.9	17.8	18.8
期末変化率%：									
商業銀行貸付枠中引出額	65.2	64.4	66.8	73.1	76.2	70.3	79.1	82.3	83.1
平均国内債券利回り	11.5	11.2	11.2	13.8	14.5	12.7	15.6	16.8	17.4
国際債券利回り(a)	8.1	7.8	7.6	8.3	9.4	8.5	7.4	8.0	8.5
GNP 比%：									
經常収支	- 3.5	- 2.5	- 0.3	- 1.7	- 3.0	- 1.4	- 5.0	- 3.9	- 2.7
外国為替準備変化	—	0.6	0.8	1.2	- 0.4	- 1.0	0.1	2.3	1.7
中央政府財政収支(b)	—	2.9	0.8	1.4	3.0	- 0.2	- 4.2	- 2.4	- 2.8
変化率%：									
実質 GDP	2.7	3.6	4.3	2.8	0.2	- 0.5	5.4	1.6	2.0
* GDP デフレーター	7.7	6.2	8.6	10.3	11.3	12.2	8.6	9.2	9.2
従属的労働者の割合%：									
失業率	—	—	—	1.1	2.5	6.0	6.1	7.3	8.0

注。(a)ドル建長期事業債。(b)予算ベース；經常・投資・貸付勘定収支；3月末。

資料：デンマーク中央銀行 (DNB)・モルガン (MGTC)。 *：Implicit

ばすという結論に到達するはずだ。競争力の衰退は貿易財への需要を減らし、失業を増やす。だが〔実際には〕産出高と雇用への影響は、財政政策の相対的拡大によって相殺されたのである。74～75年の減税と77～79年の公共支出急増によって、急増する労働力はほぼ雇用された。財政政策スタンスにおける GNP 比 3% の黒字 (74年) から 4% の赤字 (76年) への変化は (過去との対比でも他国との対比でも) 例外的に大きかった。

実質相場上昇のデフレの影響を相殺するために財政政策を用いるならば、内外で最上のものが実行できると思われるだろう；強通貨へのリンクによって、急激な調整負担を回避する保証が得られる。国際経済学の教科書の内容とは反対に、大国よりも小国の方が政策の自律性は大きいときがある。イギリスとイタリアは対外不均衡のファイナンス能力の限界に、したがって76年頃に政策自律性の限界に達した。当時 IMF は国内政策の調査と条件付き貸付の提供とを要請された。両国の対外不均衡と債務がデンマークに比べて相対的

に小さかったときのことだ。絶対額が問題である；ECとその主要債権国西ドイツは、小国との政策協調が無くともかなり自由な政策を実施できたのである。

これを背景として、強通貨オプションのデフレの影響は、デンマークでは中期的に明確化しなかったと結論できる。実質的上昇と拡大的財政政策とで生じたものは、60年代の成長期と同様に需要と産出高の構成を変える（民間部門の消費シェア増大と投資・輸出シェア減少をもたらす）新たな作用であった。この作用を望ましいとみるかどうかは政治的選択に依存する；それは保守層よりも革新層の人々にアピールしそうだ。

公的部門への需要シフトは短期的には経常勘定に有利となる。支出の大半が民間消費・投資支出に、わずかが輸入に向かうからだ。研究〔3〕では、需要と産出高構成が1960年と同じだったとすれば、経常赤字のGNP比率は1977年では3%ではなく5%になるという。この推計は、民間資本形成が生産性に及ぼす長期的効果を見逃している点で誇張があるだろうが、この議論は、雇用創出的公共支出を支持する点で短期では重要である。デンマークのような（失業手当が不熟練労働の平均時間当たり収入の90%に達し、全賃金稼得者のその80%を超える）国ではなおさらである。

暫定的な結論は、強通貨オプションに固有のデフレ的傾向が拡大的財政政策によって相殺されてきた、ということだ。だがこの過程は二つの理由で長続きし難い：(1) 対外債務の累積で年間返済額がGNP比2%に達し、債務の増大を許容しえない理由が内外両面で生じる。(2) 通貨管理が厳しい制約を受け、民間資本移動の厳格な管理が必要になる。

過去10年間、金融政策は、マンデル＝フレミング流の割当原理に従って対外準備を守るために用いられてきた〔8〕。金利はユーロ市場金利よりも高めに維持された。商業銀行の貸出約束限度は、企業の資金調達先の転換（国際市場から国内市場へ）意欲にブレーキをかけた。この二つの手段によって、民間資本純流入による巨額の経常赤字のファイナンスが確保できた。居住者の外国金融資産への投資は実質的に抑制された。同時に政府借入は次第に増加し、対外準備は増加した（68～69年、75～76年）（第6表）。この時期には金融政策は他国よりも緩和されたのだが、69年と76年の巨大な外貨流出は（金融政策に景気拡大の役割を割り当てる場合）対外的制約が急激に高まることを教えた。

デンマークの金融政策（高金利と厳しい信用制限）は、対外的短期ファイナンスの役割の他に、民間消費・投資の削減によって経常勘定の調整にも貢献する。だがこれは主に短期的なものである。とくに民間設備投資が減る場合（直接的には高い借入コストか、間接

的には実物資産よりも魅力的な金融資産<国債>の供給かによる)にはそうである。民間投資の弱化によって、金融政策は財政政策の効果を強める。それは需要構成を長続きし難い方向へ変えてしまう。国際競争部門での新生産能力創出による輸出余力増大への見込みを掘り崩すからだ。この見込みを可能にするのは、財政引締め強化と金融引締め緩和へと基本的な政策修正を行う場合だけである。

8. 結 論

強通貨オプションを選択した欧州開放小国の為替相場動向の検討から、次の結論が示唆される(それはEMS管理のための教訓でもある)。

(1) EC内で従来よりも強力な政策協調がなければ、中心相場調整の必要が増えるのは明白だ。EMSは76～78年のスネーク業務を続行するのが重要だ。この時期はブレトンウッズ・システムよりもクローリング・ベッグ・システムに近くなった。73年～76年という長い学習期間は非常にコストがかかることを示した;中心相場に長期間固執すれば、高インフレ国と低インフレ国との間の緊張が生まれ、巨額の介入が必要となり、通貨管理が極めて困難となる。幸い79年9月24日のEMS初調整(マルク2%切上げ、Dクローネ3%切下げ)は、システムが弾力的に管理され、最大加盟国西ドイツで率先して中心相場の小刻みかつ頻繁な修正用意があること、を示唆している。

(2) 1970年代の経験は、インフレ格差の相殺と実質相場の適切な変更のためには名目相場の伸縮性が不可欠なこと、だが実質相場の変更のためにはおもに国内の努力が必要なこと、を示唆している。これはノルウェーとスウェーデンの経験から得たものだった。

(3) 開放小国がインフレの減速に成功した場合、加盟で得られる実効相場の安定化保証が72～78年スネーク時を上回るものでなければ、スネーク・EMS型の通貨ブロックへの参加誘因は低下するかもしれない。

最後に簡単な若干のコメントを付しておこう。

第1に、著者も指摘しているように、購買力平価説には安易に依存できないことだ。基準時点と基準指標など多くの問題があることは、従来さまざまに論じられてきたところである。構造変化の激しい時代にはいっそう複雑で深刻だろう。にもかかわらず他に代わり

うる国際競争力比較のための手段に乏しいために、第1次接近として広く活用されているのが実状だといえる。著者の相対的時間賃金比較にもあてはまることに注意したい。

なお基準指標については各種のコスト・価格指数が示されたが、基準時点については、よく取り上げられる1973年（フロート移行時点）基準が示されていないことを付記しておこう。当時はまだIMFの「未公表資料（1973年時点）」が未整備だったのだろうか。

第2に、実効為替相場では上の問題はいつそう大きくなる。一国内でさえも多くの問題があるのに、さらに多数国で同様の複雑な手続きを経てようやく比較が可能となるのだから、第1次接近としてもその意義については通常のマクロやミクロの指標の場合とはよほど異なる。いわば「比較の比較」であり、それだけに他の諸指標（例えば経常収支の動向など）との関連で十分に検討されねばならない性格のものといえよう。

第3に、実質相場の変動メカニズム（理論と現実）とその限界点（上・下限）の解明問題である。理論的には長期トレンドとして、例えば経常収支の均衡（発展段階説をとる場合には長期資本との合計のみ基礎収支の均衡）をもたらす実質相場水準への収斂が強調されるが、現実には著者も指摘している非貨幣的要因や各国の状況および国際通貨システムのあり様などによって短期的または中期的に「均衡」水準から大きく乖離することが、近年ますます顕著になっている。その観点から注意すると、著者の問題視角は鮮明であるとしても、こうした現実のメカニズムの解明の点ではなお多くの不十分な面を残しているように思われる。デンマークについてどう整理できるかが問題となろう。

著者によれば、このメカニズムの「起点」は「強通貨オプション」にあり、そこから内外の不均衡（経常赤字と財政赤字）が強まったという展開になっているが、しかし他国との対比で強調しているもう一つの論点は、デンマークにおける国内の諸対策の相対的遅れであり、これが内外の不均衡を拡大したことである。この点に着目すると、単なる対策の相対的遅れだけではなく、国内の基本的政策自体が本来の課題としてすでに厳存していて、実質相場の割高をもたらすメカニズムの「基点」となっていたかもしれない、という疑念を生むだろう。ノルウェーの分析で強調している論点（インフレの抑制）はこのことを示唆するものである。いずれにしても、対策であれ基本政策であれ、この問題と「強通貨オプション」の問題とが重なってメカニズムの解明を複雑にしているように思われる。

第4に、この点と関連して、デンマークではなぜ他の北欧諸国のようなスネークまたはEMSからの離脱が不可能だったかが問題となる。この論文では、西ドイツとの貿易ウェ

イトと共同通貨取決めにおけるマルクのウェイトとのずれが大きいという他の北欧諸国との共通問題の指摘に急で、にもかかわらずマルクとの連携を維持する理由がどこにあったのかが明示されていない（連携維持が可能だった要因は十分述べられているのだが）。西ドイツとの間になんらかの特殊な経済関係があったのか、内外の非経済的要因が関わっていたのかなどはともかくとして、ここでは上記の問題との関連で、離脱に伴うコストの増加が懸念されたのではないかという疑問を提示しておこう。

国内の対策であれ基本政策であれ、その相対的遅れや欠如は、イタリアやイギリスの例をまっまでもなく、いわゆる「悪循環」問題（為替相場の下落と物価の上昇）を急激に強める恐れが大きく、その国内への影響は耐え難いことと考えられたのではないか、というのがその要点である。そうだとすれば、この点からも上述のメカニズム解明の重要性が明らかとなろう。そして最後に、この問題でいまや問われているのは、著者のいう欧州小国のケースに止まらず、OECDの主要国、とりわけ今日のアメリカについてであることを指摘しておかなければなるまい。

《参考文献》（原著者のもの）

- [1] Artus, Jacques, "Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate," *Journal of International Economics* (May 1978), pp. 277-299.
- [2] Artus, Jacques, and John Young, "Fixed and Flexible Rates: A Renewal of the Debate," International Monetary Fund, Research Department, DM/79/31, May 1979.
- [3] Blomgren-Hansen, Niels, and Jørgen Petersen, "Arbejdsmarked og betalingsbalance" [Labor Market and Balance of Payments], *Nationaløkonomisk Tidsskrift* (No. 3, 1977), pp. 375-394.
- [4] Branson, William H., and Louka Katseli-Papaefstratiou, "Income Instability, Terms of Trade and the Choice of Exchange-Rate Regime," Center Discussion Paper No. 277, Economic Growth Center, Yale University, 1978.
- [5] Calmfors, Lars, "Lönebildning, Internationell Konkurrenskraft och Ekonomisk Politik" [Wage Formation, Competitiveness, and Economic Policy], in *Vägar til ökad Vålfärd* [Paths toward Increased Welfare], Stockholm, 1979.
- [6] Det økonomiske Rad [Economic Council], *Dansk Økonomi* [The Danish Economy], Copenhagen, 1979.

- [7] Heller, H. Robert, "Choosing an Exchange Rate System," *Finance & Development* (June 1977), pp. 23-66.
- [8] Hoffmeyer, Erik, and Leif Hansen, "Danish Monetary Policy during the Last Decade," *Kredit und Kapital* [Credit and Capital] (Heft 2, 1978), pp. 159-179.
- [9] Izzo, Lucio, and Luigi Spaventa, "Macroeconomic Policies of Western European Countries, 1973-77," paper for the Conference on Macroeconomic Policies for Growth and Stability, Kiel, 1979.
- [10] Korteweg, Pieter, "Exchange Rate Variability under Flexible Exchange Rates: Some Euro-American Experiences," paper for the Ford Foundation Conference on Macroeconomics under Flexible Exchange Rates, Madrid, 1979.
- [11] OECD, *Economic Outlook: Occasional Studies* (July 1978).
- [12] Paunio, Jouko, "Betalningsbalans, inflation och sysselsättning—en jämförelse mellan de nordiska länderna" [The Balance of Payments, Inflation, and Employment—A Comparison of the Nordic Countries], *Ekonomisk Debatt* [Economic Debate] (No. 6, 1978), pp. 406-417.
- [13] Swoboda, Alexander K., "Exchange-Rate Flexibility in Practice: A Selective Survey of Experience since 1973," paper for the Conference on Macroeconomic Policies for Growth and Stability, Kiel, 1979.
- [14] Thygesen, Niels, "The Emerging European Monetary System: Precursors, First Steps and Policy Options," in Robert Triffin, ed., *EMS*, National Bank of Belgium monthly bulletin (April 1979), pp. 87-125.