

# フランスの金融自由化による 金融政策の転換

尾 上 修 悟

## I. はじめに

一国の通貨当局の金融政策は、その国家が管理する金融システムの性格に強く依存する。1980年代に入ってほとんどの先進諸国で顕現した金融システムの急変が、かれらの通貨管理手段を変更させたのも、それが由であった。この変更は他方で、金融政策の改変をも意味した。フランスにおけるそうした通貨・金融政策の転換は、1984年から一挙に展開された金融自由化に基づいて促進される。フランスの通貨当局は、先に筆者が論じたように<sup>(1)</sup>、自ら金融自由化を推進する一方、それに歩を合せる形で諸政策を改変する。そうした政策変更は、まず、通貨総量規制手段の転換となって現れ、さらに、伝統的に規制を重んじてきた外国為替政策の根本的な見直しに突き進む。本稿の目的は、そのようなフランスの金融政策の転換が、いかなる背景の下で、またどのような形で進められてきたかを明らかにするとともに、そのことが何を意味していたかを考えることである。

## II. フランスの貸出し規制政策の撤廃

一国の金融政策は、通貨総量の監視を前提とする。それは、通貨総量の規模と直接に関係することから、結局、その際の通貨総量が一体何を意味しているかが問われる。その概念規定が変われば、通貨総量の大きさも当然に変化してしまうからである。他方で、通貨総量の概念の変更は、通貨管理手段の見直し

をも迫る。フランスにおいて、こうした一連の変化がいかに現れたか。まず、この点を見ることにしよう。

すでに明らかにしたように<sup>(2)</sup>、フランスでは、1980年代に入って金融革新が急速に進展する。それは、投資信託会社の SICAV (société d'investissement à capital variable) や FCP (fonds communs de placement) から成る有価証券の集団の資金運用機関 (organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM) により促進された。そこでは、高流動性と高収益性を結びつけた新しい金融資産が続々と開発され発達した。その結果、流動性の強い貨幣的資産と金融資産との間の境界がますます不明確になった。このことを契機として、従来の通貨総量概念は問い直される。フランスの通貨総量の概念は、1985年末に、その機能的基準、すなわち、その流動性の度合、を優先して新しく規定し直された<sup>(3)</sup>。以下で、国民信用審議会 (Conseil national du crédit, CNC) の報告書に即して、フランスの新しい通貨総量の概念を記しておこう<sup>(4)</sup>。

CNC は、まず、新しい通貨総量概念を規定する際に、それが、現金や証券の保有者の行動をより正しく評価することに基づくことを表明する。その結果として、この新规定は、最も広義の通貨総量の中に、信用機関により発行される短期の譲渡性信用手段 (預金証書や金融会社の債券) を含む。その際の信用機関には、ノンバンク金融機関や非金融機関も入る。同様に、OPCVM 全体で保有される流動性や短期証券も、新しい通貨総量の中に加わる。これらの様々な信用手段が、簡単に代替可能な金融商品を同質のカテゴリー内に収めるという方法により再分類される。ただし、その際の信用手段の保有者は、居住者に限定された。このようにして規定された新通貨総量を、より狭義のものから順に次に示しておこう。

第 1 に、通貨総量 M1。これは支払手段を指す。そこには、紙幣、補助貨幣 (monnaies divisionnaires)、並びに小切手により換金可能な当座預金、などが含まれる。ただし、外貨建て当座預金は除かれる。そうした預金は、フランスで使用することができないからである。これに対して、SICAV の当座預金や地方自治体の当座預金、あるいはその他の非金融的関連のもの (貯蓄供託金庫により直接管理される当座預金など) は、この新 M1 に属す。

第2に、通貨総量 M2。これは、M1にフラン建ての当座性運用手段を加えたものとして表される。この運用手段は、銀行や国庫により管理される。それは、定期的に利子を受け、また、小切手の発行によっては利用することができない。M2は、したがって、財・サービスに関する取引とより直接に結びついた資産、すなわち、報酬があろうがなかろうが、一覽払いで自由に処分できるものを指す。

第3に、通貨総量 M3。M2に、さらに次のようなものがここで加えられる。それらは、外貨建て預金、銀行や国庫により発行されるか管理される非譲渡性の満期付き運用手段、並びに銀行により発行される預金証書や金融機関の債券などの、短期の譲渡性運用手段、を表す。また、この M3は、1987年1月1日よりその内容を一部変更する。そこには、以上に見たものの他に、国民信用銀行 (Crédit national) やフランス不動産信用銀行 (Crédit foncier de France) などが発行する短期資本市場での証券 (流通可能債券)、並びに、ノンバンク信用機関 (établissements de crédit non bancaires, ECNB) の管理する預金 (本質的には地方自治体の預金) などが含まれた。ただし、それらを加えても全体として M3に及ぼす影響は1%以下、とみなされた。

最後に、通貨総量 L。これは、最も広義の概念を示す。まず、銀行により管理される契約貯蓄がこの中に入る。この貯蓄は、貯蓄-住宅プラン、貯蓄-企業通帳、さらには異なった信用機関をめぐる契約貯蓄、などを表す。これらの運用手段は、明らかに、いつでも支払手段に転換される。ただし、それらの満期前の変換は、資産保有者に利子の損失をもたらす。実際に、これらの商品の安定性は非常に大きい。さらに Lの中には、ノンバンク機関により発行される短期の譲渡性証券が含まれる。そうした証券は、企業の発行する財務手形や譲渡性国債などを表す。

以上に見られるように、とりわけ M3と Lの規定に、新しい通貨総量概念の特質が如実に示されている。M3には銀行の預金証書 (certificat de dépôt, CD) や金融機関の短期の譲渡性運用手段が、一方、Lにはさらに進んで、ノンバンク機関 (非金融機関を含む) の短期の譲渡性証券までが含まれる。それらの運用手段はまさしく、流動性の観点から最大限に拡大した通貨とみなされた。こ

のように、広義に解釈された通貨総量概念の出現自体が、実は、従来の貸出し規制 (encadrement du crédit) と称される通貨総量規制策の有効性の喪失を物語っていた。

フランスの通貨当局にとり、貸出し規制は、1972年以來の支配的な通貨総量規制手段であった。それは、銀行に対し、信用供給残高の基準を課すものとして決定された。その基準を超えた場合に、銀行は超過的な支払準備というペナルティを課せられる。このように、貸出し規制は、信用供給かつまた通貨総量の、言わば量的側面の規制を意味する。確かに、この量的規制という観点からすれば、貸出し規制策が1つの有力な手段であったことは間違いない。少なくとも金融革新が行われる以前に、それは十分に機能していた、と見ることができる。しかし、金融革新の全面的な展開に伴って多様な運用手段が開発されてくると、貸出し規制は様々な問題を抱えることになる。

以上のような状況を踏まえ、フォージェール (Faugère, J-P.) とヴォワザン (Voisin, C.) は、フランスの金融システムの変化を論じる中で、そうした貸出し規制策の有効性を問い直す<sup>6)</sup>。かれらの議論の要点は、次の4点に整理できる。第1に、貸出し規制の対象以外の信用手段がすでに存在すること。それゆえ、銀行による信用供給のみを対象とする信用の選別的政策は、その有効性を制限してしまう。第2に、貸出し規制は、強いインフレ時にこそ有効であるにすぎない。利子率の上昇は、不況を生み出す大きなリスクを負うからである。第3に、貸出し規制は、企業に対して極めて厳格な姿勢を示す。利子率による規制の場合には、企業はいつでも価格の条件次第で資金を見出すことができる。ところが、貸出し規制のシステムにおいては、かれらは、その資金要求を一時的に拒絶されてしまうことがある。それは、銀行が、管理された信用割当てに従うことによる。そして第4に、貸出し規制は、銀行間の競争を抑制し、かつまたその取得した地位を凍結させる。信用割当て制として機能する貸出し規制は、それほど発展していない銀行に対するプレミアムとなる。

これらの貸出し規制の有効性に関する諸問題の中で、根本的問題と考えられるのは、やはり第1の点であろう。事実、貸出し規制の直接的対象となった銀行は、例えば、企業の発行する財務手形への投資を通じて、実際上の資金供与

を増大することができた。だとすれば、むしろ、銀行の保有するすべての資産の増大を制約するような政策こそが、通貨総量拡大の歯止めとして求められねばならない。また、最後に指摘した第4の点は、別の面で念頭に入れるべきであろう。顧客に対する金融サービスの向上と健全な銀行システムの維持、という面で、通貨総量の量的規制が弱小銀行の経営を圧迫するのであれば、正当な銀行間の競争は妨げられてしまうからである。

以上に見たような様々な問題を考慮した結果、1984年にフランスの通貨当局は、ついに、10年以上続けてきた伝統的な貸出し規制策の撤廃を方向付ける。最終的に、それは1987年1月1日に廃止された。では、かれらは、量的規制としての貸出し規制に代わって、いかなる方法で通貨総量を規制しようとしたか。次に、この点について検討することにしたい。

### Ⅲ. フランスの市場メカニズムに基づく通貨管理

#### 1. 利子率操作による通貨管理

一般に、通貨総量規制を伝達させる行動は、大きく分けて3つ存在する<sup>6)</sup>。それらは、第1に、銀行の流動性に関する行動、第2に、信用に関する直接的な行動、そして第3に、利子率による需要に関する行動、を指す。この中で、第2の点は、貸出し規制により有効に作用する。そこでは、通貨当局が、銀行に対して信用増大の上限を課す。フランスの通貨当局は、伝統的にこの手段を最重視してきた。しかし、すでに述べたように、この貸出し規制という直接的な規制手段は、フランスで終りを告げる。となると、フランスの通貨当局は、残る2つの手段を選ぶ他はない。それらは、いずれも間接的な規制手段を表す。

まず、第1の手段である銀行の流動性に関するものは、かれらの信用供給に関係する。それは、流動性効果と言われるもので、フランス銀行の通貨量と銀行の流通させる信用量との間に密接な関係があることを想定する。これによってフランス銀行は、銀行の必要とする通貨に対しても、また、フランス銀行自身の通貨供給に対しても影響を与えることができる。一方、第3の手段は、まさしく利子率の観点からの信用供給に関連するもので、価格効果と言われる。

フランス銀行は、手形利子率や短期資本市場に対する市場介入利子率などに基づいて銀行を再金融する。また、これらの利子率を変化させながら、フランス銀行は、銀行に対して、顧客に対する利子率を変更させる。このようにして、利子率の変更による間接的な規制は、結局、銀行から借入れを行う個人や企業などの経済主体の行動を変化させる。フランスの通貨当局は、この第3の規制手段を、直接的な貸出し規制手段に代わって全面的に採用する。この選択は、実は、かれらの主導した金融革新と深く係っていたのである。

1980年代半ばに急速に進展したフランスの金融革新と、通貨当局の施行した新しい通貨総量規制手段との間には、次の2つの点で相互の関連性が見られる<sup>7)</sup>。まず、フランスの通貨当局が、利子率操作による間接的な規制手段を用いるために、自ら金融革新を積極的に促したという点が考えられる。実際に、利子率操作は、市場障壁を取り除いた競争的な金融システムの枠組の中でのみ可能であった。だからフランス政府は、自由化に基づく金融システムの根本的な転換を1980年代半ばから開始する。その結果、後に述べるように、数多くの特恵化された信用システムが撤廃された。しかし、そうした通貨当局の姿勢とは逆に、今度は金融革新そのものが、フランスの金融政策の姿を塗り変えていく。それは例えば、先に論じたように、通貨総量の概念自体を変え、結局は、量的規制手段としての貸出し規制を廃止の方向に追い込んだ。このように、フランスの新しい通貨管理政策は、まさしく、金融革新の原因でもあり、また結果でもあった、と考えることができる。

では、フランスの通貨当局は、利子率政策の手段をいかに用いたか。以下で、この点を先と同じく CNC の報告書に基づきながら具体的に見ておこう<sup>8)</sup>。

1986年12月1日に、フランス政府は、銀行間市場の改革を断行する。それは、次の2つの道を通して行われた。まず、フランス銀行の市場介入に関する公的な手続きが改変される。この点は、競争入札の取引と7日もの買戻し付き約定手形 (Les pensions à sept jours) の取引に関して施行された。競争入札はそもそも、中央銀行の貨幣市場における貨幣供給をよりなじみやすくする手段として用意される。フランスにおいて、それは1973年6月21日に始まった。ただし、その際の手続きは、従来、一方的に固定された購入としばしば結びついていた。

それが買戻し付きであることは稀であった。1986年のこの改革は、競争入札技術を確認しながら、そうした購入を放棄させるように導いた。流動性はそれ以来、中央銀行の証券において実現された買戻し付き約定手形の形態でのみ供給される。また、フランス銀行の金融期間が延長された。満期が、それまでの10日間から3週間に変更されたのである。この金融期間の延長は、オペレーターの予想を容易にすると同時に、短期の金融操作の発展を有利にした。他方で、7日もの買戻し付き約定手形は、フランスでは1971年1月5日に初めて導入される。それは、それまでの1ヵ月ものと3ヵ月ものの国債に対して存在していた買戻し付き約定手形に付け加えられた。7日もの買戻し付き約定手形は、1982-84年に大いに利用されたものの、その後は1986年の改革までなおざりにされたのである。

一方、改革のもう1つの道は、フランス銀行の公開市場操作に関して開かれる。フランス銀行は、公的な金融操作を補足するために特別な行動を表した。それは、1日ものの利子率の変動を抑えることであった。こうした行動は、第1に、銀行間市場に関する直接的介入として現れる。一般的に、その介入期間は、24時間ないし48時間に限定された。そこでは、公開市場政策手段の枠組の中で、国債が購入・販売される。こうして1986年の改革以降、フランス銀行は、公開市場操作によってその金融改革を完成する。公開市場操作は、国債の購入・販売によって銀行の流動性に影響を及ぼすことができる。したがって、この市場介入手段は、銀行間市場の利子率に影響を与える上で優位性を示した。

ところで、以上に見たような、フランスの通貨当局による利子率政策を有効にするためには、さらに進んで、他の諸改革が必要とされた。その1つは、短期資本市場の改革であり、もう1つは、フランス独特の特恵的信用システムの撤廃であった。それらの改革がいかなるものであったかを、次に見ておこう。

1984年末に現れた債券市場の飛躍とその相対的脆弱性は、伝統的な長期資本市場の限界を露呈する。それは同時に、短期資本市場とそこでの裁定取引を、従来の貸出し規制という量的規制手段から脱け出すために必要とした。実際に、貸出し規制の将来に向けての撤廃は、すでに見たように、1984年10月末の段階で決定された。かれらは、市場をベースとした介入政策、すなわち公開市場操

作を、貸出し規制に代わる手段として用いる意志を明らかにする<sup>(9)</sup>。そうした金融政策の変更は、すでにアングロ・サクソン諸国で始まっていた。それは、金融市場全体の枠組の改革の下で進められた。このような文脈の中で、フランスにおいても、まず短期資本市場の改革が急速に行われたのである。この改革の具体的中味について、筆者は先に詳しく検討した<sup>(10)</sup>。ここでは、金融政策の観点から、短期資本市場の改革について再度確認しておきたい。

フランスの短期資本市場の改革は、次の2つの手段を通じて行われた<sup>(11)</sup>。第1に、流通可能証券の新しいカテゴリーの創出。それらの証券は、すべての経済機関に開放された。そこには、公認の信用機関、保険会社、年金金庫、SICAVのようなノンバンク機関 (*établissements non bancaires admis au marché monétaire, ENBAMM*) などが含まれる。かれらは、市場利子率による短期の資金運用を行った。第2に、金融の期間や利子率に関する完全に自由な取引。この点は、特に信用機関の領域、すなわち銀行間市場において遂行される。それは、OPCVMを含む公衆における流通可能証券の発展を促し、保証したいという通貨当局の意図に支えられた<sup>(12)</sup>。

他方で、市場における自由取引を公正なものとするためには、フランスが伝統的に培ってきた差別的取引を撤廃する必要があった。そうした差別的金融取引は、従来の優遇利子に代表される特惠的金融を指す。それは、利子率の市場メカニズムにますます従うように仕向けられる。事実、1985年に、優遇利子での信用供給は著しく減少する<sup>(13)</sup>。より一般的には、企業に対する特惠的貸付を改善する決定が同年に下される。このことは、国家が財政負担を抑えるとともに、金融取引の非特惠化を一段と進める姿勢を反映していた。実際に、特惠的金融のための全体の予算枠は、1985年に非常に縮小する。こうして、優遇利子での新規貸付の減少は1984年に始まり、その翌年に確実なものとなる<sup>(14)</sup>。

振り返って見ると、1983年の時点で、フランスでは貸付の約半分が特惠的条件付きで行われていた。それには、いくつかの理由があった<sup>(15)</sup>。第1に、最低利子率の上昇を受け入れることが困難であったこと。この点は、それだけ特惠の圧力が強かったことを意味する。第2に、ある種の行政的に目に見えない力が存在したこと。このことは、新しい特惠をやむなく付け加えることになる。



こうした中で、すでに見たように、フランスの通貨当局は、特恵的貸付の改革が必要不可欠、と認識する。それは、市場メカニズムに基づく信用供給の制限と金融システムそのものの近代化を推進するためであった。ナウリ (Naouri, J-C) は、そうした改革は4つの目的を持つ、と指摘する<sup>(16)</sup>。それらは、第1に、財政緊縮への尽力、第2に、既存の諸手段の単純化、第3に、競争の強化による金融仲介コストの低減、そして第4に、資本市場の統一に向けた進展、を表す。これらは、いずれも、国家や銀行を中心とする金融機関、並びに非金融機関を含むすべての経済機関が、市場の利子率の変化に素早く反応できることをねらいとするものであった。

フランスの特恵的貸付は、3つの部門、すなわち、投資、輸出、住宅、の各部門について行われる<sup>(17)</sup>。ここでは、企業にとって最も関心のある投資部門の改革について、簡単に記しておこう。投資に関する特恵は、そもそもはっきりと規定されていたのではない。それにも拘らず、その際の手段は多く、かつ複雑であった。しかも、実際には、そこで国家により与えられた諸特恵は、投資を促すことにならなかった。この特恵的貸付は、結局、競争を促進するものではなかった。とすれば、そのための国家の予算枠が著しく減少したのも当然であった。それは、国家にとって財政コストの削減を意味した。ただし、中小企業に限っては、国家による特恵的貸付の与えられる余地が残される。そうした貸付を利用できなくなった企業の典型は、10億フランを超える事業規模の大企業であった。ここに、アングロ・サクソン流の金融政策を進めざるをえなくなった中で、フランス社会党政権が、その面目を辛うじて保った姿を見ることができる。

以上、我々は、フランスにおける新しい信用供給制限策としての利子率政策と、それを有効にするための諸政策について見てきた。これによりフランスは、1973年以来続けられてきた量的規制策としての貸出し規制を、1987年1月1日をもって正式に撤廃する<sup>(18)</sup>。では、そうした市場メカニズムに依存した政策のみで、フランスが信用供給をうまくコントロールできたか、と言えば決してそうではない。そこには、1つの大きな問題点が存在した。それは、特に公開市場操作の面に現れる。公開市場操作は、フランス銀行が用いた利子率政策の他

のすべての手段と異なっていた。もともとこの操作は、米国で盛んに行われた。それは、国債の大きな市場を必要とするため、米国でうまく適用されたのである。では、フランスではどうであったか。残念ながら、フランスの国債市場は急速に発展したにも拘らず、その規模は依然として制限されたままであった<sup>(19)</sup>。1日ものの取引で、国債市場は1987年末に約90億フランを示すにすぎなかった。一方、同取引の銀行間市場の規模は、1000億フラン以上に達していた。要するに、フランス銀行による国債の購入と販売の量は、極めてマージナルなものであった。これに対して、競争入札の枠内で決定される買戻し付き約定手形の取引残高は、1987年に700億フランにも上っていたことがわかる。

このようにして見ると、利子率操作の点で最も効果を発揮するはずの公開市場操作が、フランスにおいてはうまく機能していなかった、と言ってよい。それゆえ、フランスの通貨当局は、そうした利子率政策の欠陥を何らかの形で埋める必要に迫られた。かれらは、市場メカニズムを通じた間接的な手段だけでなく、より直接的な手段に訴えて信用供給のコントロールを試みる。それが、銀行に対する新しい支払準備率の設定であった。次に、この点について検討することにしよう。

## 2. 新しい支払準備制度の確立と新金融政策の展開

フランスの通貨当局は、1984年の段階で、新しい支払準備制度の導入を明らかにする。それは、従来の貸出し規制に代わる、より一般的な信用供給管理システムに組み込まれるものとして考案された。以下で、CNCの報告書によりながら、この新制度の内容を見ておこう<sup>(20)</sup>。

第1に、支払準備の査定対象について。安定的な資金の債権は、支払準備に従う。その際の債権は、国家以外の居住者の非金融機関全体に対するフラン建ての信用形態から、自己資本とフラン建て債券による借入れを差し引いたもの、とみなされる。

第2に、支払準備率の設定について。この準備率は、以下の公式で規定される。

$$\text{準備率} = 0.2t(t+2)$$

ここで  $t$  は、1 四半期とそれに応じた前年度の当該四半期との間の純使用増大率を指す。また、その際の最小比率は 0.1% とされる。さらに、この増大率の計算のために、経済に対する債権は 2 つのカテゴリーに分けられる。すなわち、カテゴリー A として、リース、買いオプションを伴うリース、並びに有価証券投資、また、もう 1 つのカテゴリー B として、すべての期間の輸出信用、投資に対するある種の信用、並びに住宅に対するある種の信用、が各々含まれる。投資に対する信用の中には、特別な貸付と結びついた中期信用、フランスの資本リスク保障協会の介入に同意した中小企業に対する信用、並びに外国に対するフランス企業の産業発展に対する信用が、また、住宅に対する信用の中には、契約された不動産貸付や財産取得のために授助された貸付、などが各々含まれる。これらの信用は、特別の基準に従った。さらに、カテゴリー B には、30% の減額の恩恵を受ける信用も加わる。この場合に、支払準備額の計算にとって、その増大分の 70% の高さまでしか考慮されない。要するに、以上に見た準備率は、支払準備額を決定するため、信用の純利用残高に対して適用される。

このような新しい支払準備制度は、1986 年にその対象を一層拡大する<sup>(21)</sup>。それは、初めて貯蓄供託金庫 (Caisse des dépôts et consignations, CDC) や郵便貯金金庫の活動にまで広がった。その際の適用の仕方は、これらの組織の特殊性を考慮したものであった。新しい制度はこうして、銀行を中心とする金融機関に対し、信用拡大に対するコントロールを発揮することを目指した。それはまた、先にも述べたように、利子率操作に基づく間接的規制を補完したのである。同時に、準備率を表す公式も同年に、 $0.2t + 0.2$ 、というように変更される<sup>(22)</sup>。ただし、この公式は、1985 年に採用されたものほど進展しなかった。さらに、1986 年の 3 月と 4 月に、この準備率を表す式は一層引上げられた形を表す。それらは、 $0.2t + 0.3$ 、そして、 $0.2t + 0.4$ 、へと変更されたのである。

では、今まで述べてきたフランスの新しい金融政策は、現実の姿としていかに表されていたか。次にこの点を再確認する意味で見ておくことにしよう。

表 1 は、1984-87 年におけるフランスの通貨総量と利子率に関する政策の歴史の経緯を示している。同表より、それらの変化の過程を簡単に辿っておこう。

表1 フランスの通貨・金融政策史：1984－87年

・1984年の通貨総量目標の設定：M2Rの伸び率を5.5%から6.5%の変動幅に固定	
1984年 1月30日	投資向け貸出し利率の低下（15.25%から14.75%に）
3月3日	共同運用ファンド（FCP）の純資産の最大額の引上げ
6月20日	フランス銀行の市場介入利率の低下（11.75%から11.5%に）
7月4日	同上比率を11.25%に低下
9月6日	同上比率を11%に低下
9月28日	銀行規制委員会による金融機関全体の最小資本額の固定
11月26日	フランス銀行の市場介入利率の低下（11%から10.75%に）
12月5日	経済・金融相による将来の預金証書（CD）創出の宣告 フランス銀行による1985年の貸出し規制撤廃に向けた政策の宣告
・1985年の通貨総量目標の設定：M2Rの対国民所得比を4－6%の変動幅に固定	
1985年 1月14日	主要銀行の基準金利の低下（12%から11.5%に）
2月1日	住宅に対する最大の貸出し利率の低下（12%から11.8%に）
3月15日	金融先物市場（MATIF）創出のための原則合意
4月10日	フラン建て預金証書に関する支払準備義務の規定
4月26日	フランス銀行の政策金利の低下（10.5%から10.25%に）
5月13日	同上金利を10.125%に低下
5月15日	主要銀行の基準金利の低下（11.5%から11.25%に）
7月12日	フランス銀行の政策金利の低下（10.125%から9.875%に）
7月18日	同上金利を9.625%に低下
9月20日	同上金利を9.375%に低下
10月17日	同金利を9.125%に低下
10月22日	最大の貸出し利率を11.15%に（11月1日から施行）
11月5日	フランス銀行による通貨総量目標の通達：1986年のM3の伸び率を3－5%の範囲に抑えること
11月15日	フランス銀行の政策金利の低下（8.75%に） 支払準備率の引上げ：当座性預金に関しては2.5%から3%に、 預金通帳や他の3年以下の定期預金に関しては0.25%から0.5% に、資金使用に対する支払準備率の天上を0.1%から0.2%に、 各々引上げ
12月2日	1986年から支払準備率規制を貯蓄金庫、共済金庫、並びに相互信用金庫に適用
12月9日	公的部門の債券発行に関する銀行手数料の自由化
12月14日	非金融企業による財務手形（コマースル・ペーパー）発行の公認
12月17日	銀行間市場に介入する公認取引者リストの公表（SICAV、保険会社、年金・共済機関を除く） 流通可能預金証書の最小額の低下 特定金融機関による流通可能手形の発行認可
・1986年の通貨総量目標の設定：M3の伸び率を3－5%に固定	
1986年 2月20日	金融先物市場（MATIF）の開設 支払準備率の引上げ：当座性支払満期に関しては3%から3.5% に、通帳勘定や3年未満の他の支払満期に関しては0.5%から 0.75%に各々引上げ 資金使用額に対する支払準備比率の天上の引上げ（0.2%から0.3% に）
2月21日	フランス銀行の市場介入利率の低下（8.75%から8.5%に）
2月27日	預金証書の最大期間の引上げ（2年から7年に）

3月7日	フランス銀行の政策金利の引下げ（8.5%から8.25%に）
4月14日	支払準備率の引上げ：当座性支払満期に関しては3.5%から4.25%に、また資金使用額に対する支払準備率の天上に関して0.3%から0.4%に各々引上げ
4月15日	フランス銀行の政策金利の引下げ（7.25%に） M3の伸び率を5%以下に抑えることの確認 国家は、財政赤字の貨幣的金融を400億フランから200億フランに低下
4月17日	銀行の基準金利の低下（10.6%から10.1%に）
4月29日	フランス銀行の政策金利の低下（7.5%に）
5月15日	同上金利の7.25%への引下げ 銀行の基準金利の低下（9.6%に） 預金証書の最小期間の低下（6ヵ月から3ヵ月に） 金融会社の手形発行の認可
5月30日	貯蓄金庫の通帳Aの天上の引上げ（68000フランから72000フランへ）
6月17日	フランス銀行の競争入札取引に関する利率の低下（7.25%から7%に）
8月1日	近代化用産業基金（FIM）の廃止
10月20日	銀行間市場の改革の宣告：競争入札手続の改革と7日もの年金の復活
10月27日	フランス銀行の銀行間市場に関する介入の改革：7日もの買戻し付約定手形の利率の低下（11.25%から8.25%に）
11月24日	支払準備制度の公表：信用供与に関する準備の廃止： 準備の計算時期は各月 支払準備に従う支払満期は2年以内のもの 買戻し付取引は支払準備に従うこと 財務手形の最大期間の引上げ（2年から7年に）
12月1日	フランス銀行の7日もの買戻し付約定手形の利率を7%に低下、同比率は8日に8.5%へ引上げ、さらに15日に7.75%に引下げ、そして30日に再び8.25%に引上げ
12月17日	フランス銀行は競争入札取引の利率を7.25%に低下
・1987年の通貨総量目標の設定：M2とM3の伸び率を各々、4-6%と3-5%に固定	
・1987年に通貨総量の量的規制の廃止	
1987年1月5日	フランス銀行の市場介入利率の引上げ：競争入札に関して7.25%から8%に、7日もの買戻し付約定手形に関して8.25%から8.75%に上昇
3月10日	同上利率の引下げ：競争入札に関して7.75%に、7日もの買戻し付約定手形に関して8.5%に各々低下
4月23日	7日もの買戻し付約定手形の利率が8.25%に低下
5月25日	貯蓄金庫の通帳Aの預金上限額の引上げ（72000フランから80000フランに）
6月29-30日	フランス銀行の市場介入利率の引下げ：競争入札に関して7.5%に、7日もの買戻し付約定手形に関して8%に各々低下 先物勘定、定期預金証書、短期資本市場証券、に関する支払準備率の引上げ（1%から2%に）
7月27日	金融先物市場（MATIF）の監視と管理を強化

9月10日	パリでの株式に関する流通可能なオプション市場 (MONEP) の開設
10月23日	財と金融商品の先物市場の統一
11月5-6日	フランス銀行の市場介入利率の引上げ: 競争入札に関して8.25%に、また7日もの買戻し付約定手形に関して8.75%に上昇 同上利率は11月24-25日に、各々8%, 8.5%に引上げ、さらに12月3-4日に、各々7.75%, 8.25%に引下げ
12月16日	相互信用銀行の青色通帳の預金上限額の引上げ (72000フランから80000フランに)

(出所) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, の各年号により作成。

第1に、通貨総量の目標について。フランスの通貨当局は、同期間に反インフレの姿勢を基本的に貫く。それゆえ、通貨総量の伸び率も拡大する方向に設定されることはなかった。M2の対国民所得比の伸び率は、1984年に5.5%から6.5%の変動幅に固定される。それは翌年に、さらに4%から6%へとより厳しい方向に変更された。そして1986年に、今度はM3の対国民所得比の伸び率が、3%から5%へと一層引き締められた変動幅に固定される。この点は、1987年においても変わることがなかった。

第2に、利率の変化について。以上に見た通貨総量の引締めの方向と対照的に、利率は、1984-87年に基本的に引き下げられる傾向を表す。この点は、フランス銀行の市場介入利率や政策金利の推移にはっきりと現れている。ここで注目すべき点は、この段階でフランスでは、利率政策に関する自由度が依然として保たれた、という点であろう。この点は、アングロ・サクソン諸国で進められた金融自由化政策と決定的に異なる。そこでは、市場で決まる利率が前提とされたからである。ここに、フランス金融政策の独自性の一端を見ることができる。他方で、新しく設定された支払準備率に関しては、引上げの方針が示された。それは、同表に見られるように、1986-87年に、当座性の支払満期のもを中心として引き上げられる。このようにして見ると、フランスの通貨当局は、通貨総量、利率、並びに支払準備率について、硬軟の姿勢を交えながら金融政策を展開したことがわかる。この点について、さらに他の経済政策との関連も踏まえながら、時系列的に追ってみることにしよう。

1984年に、フランスの経済成長は、貿易収支の改善により前年のそれを上回

る。ただし、主たる貿易相手国との間のインフレ格差の縮小と対外的制約の緩和に向けた引締め政策は続行された<sup>(23)</sup>。それは、財政政策や所得政策の面にはっきりと現れる。財政分野では、緊縮の努力が加速され、公的支出の増大は厳しく制限された。一方、所得政策においても、賃金の物価スライドへの追隨に一定の歯止めがかけられる。この点は、最低賃金制 (salaire minimum interprofessionnel de croissance, SMIC) に対しても同様であった。また、価格監視政策も厳しい形で遂行された。こうした中で、フランスの金融政策も当然に引締めの性格を表す<sup>(24)</sup>。この点は、前年と全く変わっていない。通貨当局は、インフレを抑え、対外勘定を回復させるために流動性の増大を遅らせる一方、国内の信用成長をはっきりと抑制した。1984年の金融プロジェクトは、反インフレのプロセスを遂行する必要性を支持したのである。

1985年になると、世界経済の事情は、それまでと異なる様相を表す。米国、日本、ヨーロッパ諸国の間で、経済政策のある種の転換が見られた<sup>(25)</sup>。かれらは、経済の拡大方向を打ち出す。ヨーロッパ共同体においても、内需が成長に強く貢献し、経済拡大の性格が現れる。一方、価格上昇は先進諸国で落ち着く。それには、原油価格の軟化、一次産品相場の下落、並びに第2四半期以降のドルの下落、などの要因が結びついていた。これに対し、先進諸国間の貿易収支の不均衡は、依然悪化したままであった。このような状況変化の下でさえ、フランスの経済政策は、なお引締めの方向を維持する<sup>(26)</sup>。財政政策は、1982年に設けられた、赤字幅の対国民所得比3%という制限策を続行する。所得政策も前年の緊縮原則を保つ。価格はもちろん規制されたままであった。こうしたフランスの引締めの政策は、結局、その対外的な経済状況から生じた、と考えられる。事実、前年に見られたフランス貿易収支の改善は、エネルギー代金の著減にも拘らず長続きしなかった<sup>(27)</sup>。製造品輸出の減少がその主因であった。先進諸国間の貿易収支の不均衡は、まさにフランスに代表的に現れていたのである。

以上の状況下で、フランスの金融政策が、1985年に変更されることはなかった。通貨当局は、インフレの削減に寄与するため、流動性の増大を新たに抑えることに努めた<sup>(28)</sup>。実際に、当時の通貨総量の基準であったM2は、年8%を

上回る成長率で年初に増大する<sup>(29)</sup>。それは、通貨総量目標の上限を上回っていた。このような通貨の拡大は、流動性全体に関して著しかった<sup>(30)</sup>。この点を如実に示したのが、銀行信用機関の発行する預金証書（CD）などの新しい高流動性証券の流布であった。このことを踏まえて、それらの証券を公的な通貨総量に分類されるように、通貨総量概念の改革を行ったことはすでに見たとおりである。

1986年になると、世界経済事情は一変する<sup>(31)</sup>。ドルは継続的に下落した一方、エネルギー価格は上昇した。結果として、インフレは復活し、それはすべての先進諸国で加速する。経済成長は前年より劣り、最終的に貿易収支の不均衡は吸収されなかった。先進諸国の輸出は非常に低下する。それは、ヨーロッパ諸国と日本の競争力の同時喪失による。かれらの通貨価値の上昇と世界的需要の低下が、その主因であった。先進諸国間の貿易収支の不均衡は、いっそう悪化したのである。このような中で、フランスの経済政策は、やはり引締めの方向を維持せざるをえなかった<sup>(32)</sup>。財政政策の主たる目標は、反インフレと公的金融の健全化に置かれる。とくに、財政赤字の目標は、対国民所得比で前年より厳しい2.9%に設定された。所得政策もそれまでの原則を堅守する。そこでは、賃上げとSMICの引上げ回数も制限された。

以上のような一般的な経済政策の下で、フランスの金融政策は、前年までと同様な姿勢を示す。その最終的目標は、流動性の伸びの低下に努めながらインフレを削減することであった。ただし、その際に用いられる政策手段は、すでに論じたように一新された。そこでは、より積極的な利子率政策が前提となる。この点で、1986年は、金融政策面における新たな政策への転換の年であった。事実、それ以降フランスの通貨当局は、利子率と支払準備率の操作を、金融政策の主たる手段として用いる。なお、ここでもう1つ注意すべき点がある。それは、1986年に、通貨総量目標の基礎となるものがM3に変更された、という点である。このことは、インフレに対するガードを、より広い観点から設ける、ということを意味した。

さて、前年に引き続き、1987年においても、世界経済事情は大きな様変りを示す。同年は、資本市場に関する大きな不安定性により特徴づけられる。それ



は、とくに10月の最後の週に現れた世界全体の株価崩落によってはっきりとした。そのような不確実な状況の中で、先進諸国の大部分の国は、慎重な経済政策をとり続けた<sup>(33)</sup>。財政政策に対する引締めの方向が確認される一方、金融政策に関しては、より柔軟な姿勢がとられる。かれらの金融政策は、同年の10月までは軽度に緊縮的であった。それは、本質的には、インフレに対する不安に基づく。しかし、証券市場の危機後、金融政策は著しく緩和されたのである<sup>(34)</sup>。

このような状況変化の中で、フランスの経済政策は、それまでと同じく、緊縮的性格を依然として保った<sup>(35)</sup>。財政政策に関しては、当然に財政収支の赤字削減が目標とされる。その赤字幅の目標は、対国民所得比でそれまでの2.8%からさらに2.3%へと一層低下した。所得政策の原則も全く変わっていない。1987年に、日雇い労働者の時間当たり賃金は増大したものの、その実質賃金はむしろ低下した。一方、金融政策も、それまでと同様に、インフレの削減を最終的な目標に据える<sup>(36)</sup>。通貨総量の成長目標は、M3とM2という2つの総量に対して同時に固定された<sup>(37)</sup>。M3の成長率目標は3-5%、またM2のそれは4-6%に設定される。これらの成長率目標は、フランスの引締めの金融政策の継続を端的に示すものであった。

以上、我々は、1984-87年における、フランスの金融政策の歴史的過程を、他の経済政策と関連させながら検討してきた。それらを振り返ればわかるように、同期間において、フランスの経済政策の姿勢が変わることはなかった。それは、基本的に引締めの方向を堅守する。この点は、とりわけ金融政策の面に明確に表された。フランスは、この点で、その政策面における独自性を依然として保つことができた、と言ってよい。しかし、その際に採られた手段は根本的な変化を示した。繰り返し強調することになるが、金融政策の手段は、ここに来て大きく転換する。それは、従来の貸出し規制に基づく量的コントロールから、市場メカニズムに基づく利子率操作とそれを補完する支払準備率操作に移行した。このことは、金融革新に端を発した世界的規模での金融自由化の強い流れに沿うものであった。フランスの通貨当局による金融政策手段の変更は、押し寄せる外圧の下での苦渋の選択であったに違いない。そうした変更は、さらに進んで、フランスの伝統的な管理体制として表されてきた外国為替規制

という砦をも崩すことになる。それは、どのようにして遂行されたか。最後にこの点を検討することにしよう。

#### Ⅳ. フランスの外国為替政策の自由化

##### 1. 外国為替規制の歴史的経緯

後に詳しく論じるように、フランスの通貨当局は、1980年代半ばに外国為替規制を大幅に緩和する。それは、前章までに見た、フランスにおける金融自由化政策の一貫として行われた。しかし、歴史を振り返って見ると、ヨーロッパ諸国の中で、フランスほど外国為替規制を徹底して行ってきた国はない。それは、まさしくフランスの伝統的な統制主義（dirigisme）政策を具現するものであった。そこで、いきなり外国為替規制の緩和の話をする前に、ひとまず、フランスのそうした規制が歴史的にいかに強いものであったかを知る必要がある。このことは、そうした規制が、1980年代半ば以降に一举に外国為替政策を自由化する姿と強いコントラストを成す点でも重要な意味を持つ。以下では、ネーム（Neme, C.）の整理に従いながら、フランスの外国為替規制の歴史的経緯を素描しておこう<sup>(38)</sup>。

フランスでは、1939年9月9日に法が制定されて以来、46年間に渡って外国為替規制が行われてきた。そこでは、次のような3つの単純な原則が設けられる。第1に、一般的な原則として、居住者は、外国での資産を構成しようとする取引に影響を及ぼすことができない。第2に、フランス国内で外貨建ての勘定を持つことができない。そして第3に、外国に対して支払手段を持つことができない。これに対して、非居住者は、これらの規制を免れる。要するに、外国為替規制に関して、居住者と非居住者が区別された。さらに、もう1つの区別が設けられる。それは、経常取引と金融取引の区別を指す。経常取引において、財・サービスの交換の自由が妨げられてはならないのに対し、投機的、あるいは国民的利害に反する、と思われる金融取引について、自由は保証されなかった。以上のような原則をベースとして、フランスの外国為替規制は、その度合を増していく。そこでは、国際収支の項目ごとにチェックがなされた。こ

のことは、フランス通貨当局の投機に対する対決姿勢を如実に示している。では、フランスにおいて、外国為替規制はいかに厳しさを強めていったか。その経緯を次に概観しておこう。

ネームによれば、1950年代半ばから1980年代半ばまでのフランスの外国為替規制の度合は、7つの時期に分けて考えることができる。それらを列挙すると次のようになる。第1に、1958-67年の自由化の進んだ時期。1958年12月28日に、フランは交換性を回復する。また1966年末に、外国為替規制は一応撤廃される。しかし同年末でも、フランスにおける外国投資には依然として事前の認可が必要であった。第2に、1968-71年に外国為替規制が確立された時期。それは、フランの切下げに対する強い投機を防ぐために必要とされた。第3に、1971年8月-73年8月までの、外国為替規制メカニズムの浸食された時期。投機はフランの高騰に向かい、それはドルの反落と結びついた。第4に、1973年8月-80年6月までの、外国為替規制の強化された時期。フランの切下げに対する投機により、1973年と1976年の2回に渡ってフランは”トンネルの中のヘビ”から離脱する。そこでバール(R.Barre)・プランが1976年9月に採択され、フランを強い通貨にするという願いが示された。第5に、1980年6月-81年5月までの、外国為替規制が緩和された時期。そこでは、ヨーロッパ通貨システム(Système monétaire européen, SME)の満足のいくスタートが認められる。第6に、1981年5月21日からの、厳しい引締めが行われた時期。この引締めは、社会党政権成立の不安から生じる投機に対抗する目的で行われた。そして第7に、1983年12月からの、外国為替規制の緩和の傾向が現れた時期。

以上、7つの時期に区分しながら見てきたように、フランスでは、1950年代末以降、外国為替規制の強化と緩和がほぼ交互に繰り返されてきた。ただ、1968年から1980年代初めまでは、外国為替規制が一貫して強化されてきた、と言ってよい。こうした厳しいフランスの外国為替規制は、基本的には、1976年のバール・プランに見られるような、強いフランを目指すことと結びついていた。外国為替規制の効果は、もちろん、そればかりではない。その効果は、特にフランスに即して見ると、およそ次の5つに分けて考えることができる<sup>(39)</sup>。

第1に、隔離効果。一国の外国為替規制は、国内の金融・資本市場を海外の

それから隔離させる。フランスに即して言えば、金融プランに関する隔離効果は、ユーロ・フラン市場の規模の制限に現れた。1974年以来、フランスの銀行は、フランを非居住者に貸付けることができなかった。これにより、非居住者が保有するフランの市場は、フランスの金融市場と隔離された。ユーロ・フランの相場は、国内金融市場のフラン相場と分断されたのである。こうした隔離効果は、1981年に確立された、外国証券購入向け外貨（*devises-titres*）取得に関する制度によって加速する。ただし、この外貨取得制度は、居住者間での外国の有価証券に関する取引を閉ざすとともに、フランの下落をももたらした。このことが、後にこの制度を廃止させることにつながる。

第2に、保護効果。フランスの外国為替規制は、貿易取引と結びついた外国為替の動きや資本流出を制限することから成る。しかし、実際には、そうした規制は、フラン相場の変動に比べるとフランス産業を外国企業の参入からそれほど守るものではなかった。こうして、輸入の先物カヴァー取引は、1981年9月から禁止される。また、輸出から生じる外貨譲渡の期間もますます短縮された。他方で、直接投資や証券投資が問題となる資本流出も認可を必要とした。さらに、これらの投資の外貨建て借入れの割合が75%（ただし、ヨーロッパ共同体諸国の場合は50%）となるように義務付けられる。それは、国際収支に関するすべてのショックを免れることをねらいとした。

第3に、国際収支調整効果。一般に、外国為替規制の強化と緩和は、一国の国際収支（経常収支）の状況に深く関連する。経常収支が悪化すれば外国為替規制は強化され、逆に前者が改善されれば後者が緩和される、という関係が成り立つのである。フランスに即して見れば、経常収支の黒字が逆転した1975-76年にバール・プランが提出される一方、1978-79年の経常収支の黒字回復は、1980年6月の外国為替規制の軽減を正当化した。また、1981年から始まる経常収支赤字の悪化は、同年5月21日の外国為替規制の復活の直接的要因になったし、他方で、1984年のそうした規制の緩和は、同年の経常収支黒字を見越して行われた。このように、もしも一国の経常収支の黒字が外国為替規制緩和の必要条件になるのであれば、この政策の効果は、依然として外国為替市場の変化に依存することがわかる。

第4に、差別効果。外国為替規制は、国際取引に関して差別的な効果を生み出す。フランスにおいて、それは2つの側面で現れた。1つは貿易取引が、もう1つはヨーロッパ経済共同体（Communauté économique européenne, CEE）が、各々優遇されたのである。特に後者の優遇措置は重要な意味を持つ。フランスは、一般的に厳しい外国為替規制を設ける一方で、地域別には、とりわけ CEE に対してその緩和の方向を示した。この点は、1984年11月以降にはっきりと表された。先にも触れたように、CEE に対する直接投資の金融に必要とされる外貨建て借入れの割合は50%に削減される。また、外国証券購入向け外貨取得に関する制度を免れて、CEE 機関による ECU 建て債券の発行が認められた。さらに、ECU 建て輸入に関して6ヵ月もの先物カバー取引が可能となった。これらの CEE に対する差別的措置は、民間の ECU 市場を優遇するために考案された。同時に、このことは、CEE の法廷で決定される。このようにして見ると、ヨーロッパ通貨システム（SME）が出現したことは、フランスに2つの影響を及ぼした、と考えることができる。それは確かに、フランに対する投機リスクを制限した。この点は、SME のポジティブな効果を表す。しかし他方で、それは、フランスの伝統的政策である外国為替規制の自由を奪ってしまった。このことは、最終約に、外国為替規制の撤廃につながる。SME はまさしく、フランスにとって、両刃の剣と化したのである。

以上、我々は、フランスにおける外国為替規制の歴史的経緯を概観してきた。このことから推察できるように、そうした外国為替規制は、主として次の2つのことを目的とした。それらは第1に、この点が最重要であるが、フランを投機から防ぐこと、そして第2に、そのことと関連して、国際収支を調整するために外貨流出の動きを変えること、を指す<sup>(40)</sup>。逆に言えば、外国為替管理を緩和することは、それらの規制によるポジティブな効果を奪い取ることになりかねない。フランスの通貨当局は、そうしたリスクを背負いながら、1980年代半ば以降、一挙に外国為替規制を緩和していく。次に、この点について検討することにしよう。

## 2. 外国為替規制緩和策の展開

まず、フランスの通貨当局は、伝統的に堅守してきた外国為替規制を、1980年代半ば以降にどうして緩和せざるをえなくなったのか、その背後に何があったのか、という点を探ってみよう。これまでに明らかにしたように、フランスの通貨当局は、通貨総量規制に関し、それまでの貸出し規制策から利子率操作に基づく政策に移行した。そうした新しい金融政策は、言うまでもなく市場メカニズムに依存する。しかも、その際の市場は、グローバルな規模での金融自由化の流れの中で、内外の市場を当然に含む。外国為替市場は、それらの国内と国外の市場を結ぶ拠点となる。それゆえ、例えば、外国の金融・資本市場に対して自由に資金を流出入させるためにも、外国為替市場の開放と、外国為替規制の撤廃が求められる<sup>(41)</sup>。フランスは、通貨総量規制策を転換する一方で、外国為替規制の見直しをも迫られたのである。

ところで、そのような外国為替政策の転換には、フランス通貨当局自身の、外国為替規制の非効率性という意識も働いた。そうした規制が、実際には、フラン相場を維持するのにそれほど有効ではなかった、とかれらは判断する。1980年代初めに生じた3回連続のフラン切下げは、この点を端的に物語っていた<sup>(42)</sup>。したがって、その後のフランスの金融政策の根底には、フランを防衛すると同時に強いフランを目指す、という意志が表される。そこでは、当然に反インフレ政策が優先された。こうした枠組の中で考えてみると、外国為替規制は、陳腐で非生産的なもの、とかれらの眼に映ったに違いない。しかも、当時の金融技術の大変革、すなわち、情報技術の飛躍的發展は、金融取引の実質コストを引下げ、金融機関の間の競争を激化させた。こうした背景も、フランスの通貨当局に外国為替規制の緩和を促す要因となった。厳しい外国為替規制の下では、そのような新しい多様な金融取引（諸々のスワップ取引やオプション取引）に参入することはできなかったからである<sup>(43)</sup>。

さらに、フランスの外国為替規制緩和には、もう1つの重要な対外的要因があったことも忘れてはならない。それは、ヨーロッパ経済共同体（CEE）による、資本移動の自由化、という条件であった。もともとCEE条約の第67条には、「加盟諸国は、かれらの間で……資本移動の規制を次第に撤廃する」と謳

われている<sup>(44)</sup>。しかし同時に、同条約の第108条では、救済条項も盛り込まれていた。加盟国の国際収支上の困難さや、あるいはその大きな脅威がある場合には、その限りではない、とされたのである。フランスが、1968年以来、資本移動に厳しい規制を課すことができたのも、実は、この自衛的な条項のおかげであった。しかし、1980年代に入ると、もはや、そうした規制が完全に認められる状況は消えてしまう。いわゆるワシントン・コンセンサスに基づいて、資本移動の自由化は、CEEのみならず、先進諸国一般の中で重要な目標として掲げられる。とくにCEEに即して言えば、1986年11月17日の指示が決定的であった。その際に、CEE内の長期資本移動の完全自由化が宣言される<sup>(45)</sup>。フランスは、このようにして、資本移動自由化の世界的潮流から外れたままでいることができなくなったのである。

では、フランスの通貨当局は、外国為替規制をいかに撤廃させたか。以下で、その具体的過程を見ることにしよう。表2は、フランスにおける1984-87年の外国為替政策の歴史的経緯を示している。見られるように、外国為替規制の緩和は、1984年からいち早く行われていた。それは、同年7月末の外国為替手形支払銀行の支払限度額の引上げに始まる。さらに、同年11月に、外国為替規制は新しい展開を見る。まず、ECU建て取引額に対し、外国証券購入向け外貨取得に関する制度が免除される。また、対外投資に対する外貨建て借入れの金融義務が軽減された。この点は、とくにCEE諸国内での直接投資に関して適用される。他方で、フランスに対する外国投資に関して、その手続きの緩和と迅速化が図られた。

1985年に入り、フランスの外国為替規制緩和はいよいよ本格化する。まず4月に、1981年5月から閉鎖されてきたユーロ・フラン市場が再開する（同表参照）。そして8月に、外国為替オプション技術の導入に合せて、居住者によるオプション市場への介入が認可された<sup>(46)</sup>。ただし、その際の外貨に対するフラン売却のオプションは、輸入業者に外貨を最終的に購入することを条件に許可された。また、対外直接投資に関する手続きも緩和される。特に、外貨建て金融の義務はついになくなる。そして、個人による対外資金移転も容易になった。

以上のような緩和策と対照的に、フランス通貨当局は、フラン相場に対して

表2 フランスの外国為替政策史：1984—87年

1984年7月31日	手形支払銀行の支払限度額の引上げ（15万フランから25万フランに）による為替規制の軽減
9月16日	ギリシャのドラクマ導入によるエキュ（ECU）構成の変更：フランのウェイトの増大（16.9%から19%に）
10月25日	ヨーロッパ経済共同体（CEE）以外の外国諸国に対する中期債権に作用する手形割引率の引上げ（6%から7.5%に）
11月13—15日	為替規制の新しい緩和：ECU建ての額は、外国証券購入向け外貨取得制度を免除。また、対CEE直接投資に対する外貨建て借入れ義務の軽減（75%から50%に）
11月29日	フランスにおける外国投資に関連する手続の緩和と迅速化
1985年1月15日	CEE機関がフランスにおいてECU建てで発行された有価証券を、一定の条件の下でフランス居住者が利用することを公認
3月2日	ECUの役割の強化：ECU建て輸入の支払の観点から、定期（最長6ヵ月）の外国為替を購入することを公認
4月10日	1981年5月から閉鎖されてきたユーロ・フラン市場を再開
7月20日	リラの6%切下げと、ヨーロッパ通貨システム（SME）の他の通貨の2%再評価
8月1日	第1四半期に関して、為替安定基金の赤字残高の持越
8月9日	為替オプション技術の導入
8月27日	国家の対外債務の再金融と返済のプログラム：1982年に国家が契約した40億ドルの国際的借入の10分の1返済
9月22日	最先進工業国5ヵ国の金融相と中央銀行総裁による、ドルに対する主要通貨の切上げ宣言
12月2日	為替規制の新しい緩和：事前認可を必要としない対外投資の限度額の引上げ（150万フランに）
1986年1月10日	外国旅行の費用割当額の引上げ（5000フランから12000フランに）
1月29日	フラン建て輸出信用の、フランス銀行による再割引の廃止
2月3日	先物契約の外貨売買取引を扱うことを仲介機関に認可
4月3日	変動利子によるユーロ建て借入れが初めて行われる
4月5—6日	SME内の通貨の再調整：フランスの3%切下げ、ドイツ・マルクとフローランの3%切上げ、デンマーク・クローネの1%切上げ
4月15日	為替管理の自由化政策： 外貨建て借入れの事前認可の免除 輸出業者による外貨譲渡期限の延長（15日から1ヵ月に） 外貨の先物買いが最大3ヵ月の期間で認可 対外直接投資に関する規制の緩和
5月21日	為替規制に対する新しい緩和策： 外国証券購入向け外貨取得制度の撤廃 外国における第2居住地獲得の自由 商品輸入の先物カヴァー取引の期限の拡大（3ヵ月から6ヵ月に） 外貨建て債務返済の満期をカヴァーすることの認可 国際的流通に関する先物カヴァー取引の緩和 フランスの対外直接投資の事前の宣告と認可の免除



7月4日	為替規制の新しい緩和： 輸出や有価証券の販売から生じる外貨の保有期間の延長（1ヵ月から3ヵ月に） 先物為替を購入することの認可の期間制限の廃止
11月6日	フランスと外国に所在する銀行に対し、ユーロ・フラン市場に関する借入れを認可
11月17日	CEE12カ国の金融相は、3ヵ月の遅れの中で長期（5年以上）の貿易信用、証券市場での非流通証券取引、並びに資本市場に関する証券の上場認可を自由化することを宣告
11月27日	商品の輸出入取引の手形支払場所指定の規定を廃止
12月18日	クレジット・カード利用に課せられた為替規制による上限の廃止 非居住者に対するフランの貸付は、非居住者により集められるフラン建て資金と競合する限りで認可
1987年1月11日	SME内での通貨調整：ドイツ・マルクとフローランの3%切上げ、ベルギー・ルクセンブルグ・フランの2%切上げ
5月21日	企業に有利となる為替規制の新しい緩和策： 為替カバーの自由な管理 輸出業者と国際的ブローカーによる、フランスと外国における外貨建て勘定の準備 支払期日の3ヵ月前までの外貨購入 外国に対する外貨建て、かつフラン建ての借入れ契約の自由
7月8日	個人に有利となる為替規制の新しい緩和策 外国旅行向け割当金制度の廃止 外国人による紙幣流出規制の撤廃
9月12日	ニボルグ (Nyborg) の合意：SMEの強化と非常に短期の金融メカニズムの緩和

(出所) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, の各年号により作成。

は1985年に入っても依然として慎重な政策を実行する<sup>(47)</sup>。実際には、フランスとその主たる貿易相手国とのインフレ格差は縮小したことにより、フランスの経済的諸結果は著しく改善された。それに伴って、フランもヨーロッパ通貨システムの中で確かな地位を占めた。フランは、ドイツ・マルクに比べても安定性を示す。それは、本質的に、引締めの金融政策が維持されたことによる。フランスの名目利率と実質利率は、外国通貨に対して魅力的なレベルに達していた。事実、1年を通じて、フランスの短期名目利率と、米国や西ドイツのそれらとの差は著しく減少した。一方、フランスの実質利率は、ドイツのそれに比べても上昇する。これらの利率の変化が、フランに対する非居住者の信託を生み出した。フランの実効相場は、前年に2.6%切り下げられたのと対照的に4.7%切り上げられる。このように、フランスの通貨当局は、経済成

長は認められるものの、それはまだ部分的であるという理由で、利子率を大きく低下させることはなかったのである。

さて、1986年に、フランスは外国為替規制の大部分を撤廃する。表2を振り返ればわかるように、外国為替に関する自由化政策は、同年の4月から7月にかけて積極的に展開された。それらの緩和策は、個人、企業、並びに銀行にまで及んだ<sup>(48)</sup>。個人に関しては、まず、外国証券購入のための外国為替規制が廃止されたことにより、外貨建て有価証券に対する自由な取引が可能となった。かれらは、外国の国債のすべてを取得できるし、また、すべての不動産を購入できる。国境を越えた個人の資金移転の制度も単純化された。そこでは、移転額の上限がなくなる。一取引当たり3000フランの移転が認可され、また、外国にあるフランス人の資産の移転も自由化された。

一方、企業については、貿易リスクの管理の自由化が行われる。かれらは、外貨建ての請求書による輸出の収入を、直ちにフランに換えることができるようになった。また、外貨保有も3ヵ月までであれば自由化された。さらに、輸入のカヴァー取引のための外貨購入も自由に行うことができた。この点は、1968年以来前例のなかったサービスの輸入にも適用された。そして、企業の外国投資も全体的に自由化され、同時に、1年以上の外貨建て借入れも自由化された。他方で、銀行に関しては、非居住者に対するフラン建て貸付が認可される。ただし、その限度額は、かれらが外国に設けているフラン建て資金の額、とされた。

以上に見たように、フランスの通貨当局は、1985年末から、外国為替規制の撤廃に向けて本格的に始動する。それは、フランス企業の外国との取引を容易にするとともに、パリ市場の近代化と国際化を促すことを目的とした。1986年に続けられた外国為替規制の緩和は、翌年にも一層の自由化に向けて引き継がれる。そうした緩和は、1987年にほぼ完成されたのである。以下で、その内容を企業と個人に分けながら総括的に見ておくことにしよう<sup>(49)</sup>。

第1に、企業について。かれらに対して与えられた自由化による利益は、外国の競争相手と同等の条件を得る、というものであった。フランスの企業は、最終的に、外国為替のカヴァー取引規制から解放されると同時に、外貨建て勘定

を外国に保有することも許可される。1986年の一連の緩和策は、外貨建て財務と為替リスクに関する企業の管理の自由化を前提とした。輸出業者は、これらにより、かれらの収入をフランに換えることをもはや必要としない。輸出企業は、外国の勘定に、現金としての外貨を自由に保有できる。全体として、かれらは、外国との事業の4分の1を外貨形態で持つことができた。外貨の定期的購入も、財・サービスの両者の輸入をカバーするために、無期限に認可された。そして、このカバー取引は、証券市場における裁定取引にも広げられる。

一方、フランスの企業は、対外投資に関して完全に自由となる。これは、1986年から翌年にかけての、一連の対策によって達成される。これらの緩和策は、フランスの企業に対し、国際的な金融や外国での資金運用に関して非常に大きな自由を与えた。かれらの対外投資は、事前の宣告手続きや投資額の制限、さらには活動部門の規制、などのいずれにも従わなくてもよくなった。また、かれらは、外貨建て、かつフラン建てで自由に借入れを行い、償還することもできる。さらにフランス企業は、外貨建て有価証券を購入する上で、完全に自由となった。かれらは、最終的に外貨建て借入れの定期的なカバーも取ることができるようになる。

他方で、貿易取引においても、1968年以来続けて設けられてきた、商品輸入の支払場所を指定する制度（*domiciliation*）がついに撤廃される。従来、フランスの輸出入業者は、指定された支払場所において、かれらの銀行に商業契約を含む書類を作成するように課せられてきた。この点は、商品移動を証明する関税書類の作成の場合と同様であった。銀行は、こうして様々な証明手続を遂行した。それは、各規則が商品移動に応じることを保証するためであった。ところが、フランスと外国との間の資金移転は、つねに合意された仲介者によってその効力を発揮されねばならなくなった。しかも、そうした仲介者の数は著しく増大した。この結果、フランスの伝統的な、支払場所を指定するという制度は、もはや通用しなくなったのである。

第2に、個人について。フランスの個人は、かれらの支払に向けたすべての手段を自由に輸出できるようになった。それは、1987年7月の旅行割当て制の廃止により達成される。以来、フランスの個人は、以下の4点について自由に

行うことができた<sup>(50)</sup>。第1に、かれらは、外国でクレジット・カードを自由に使用できる。第2に、かれらは、様々なカテゴリーで制限無しに資金移転を有効に行うことができる。外国に所在するフランス人の資産の移転は完全に自由となる。さらに、経常的移転も、一取引当たり10000フランまでなら証明無しに認可される。第3に、かれらは、すべての外国の不動産を購入できる。そして第4に、かれらは、上場かつ非上場の外国有価証券に関する取引、また、外貨建てのすべての国債の取得を完全に自由に行えるようになった。

以上、我々は、フランスの外国為替規制緩和の歴史的経緯を、主として CNC の報告書に従いながら見てきた。ここで、そうした緩和の過程を、総括的に捉える意味で再度整理しておきたい。それらは、内容の観点からすると大きく2つに分けることができるであろう。1つは、居住者の対外取引に関する自由化措置。それらは第1に、貿易取引に関するカヴァー取引の公認、第2に、輸出業者の外貨建て収入の譲渡義務の廃止、第3に、輸出入企業による外貨建て勘定保有の認可、第4に、外国証券購入向け外貨取得制度の撤廃、そして第5に、居住者による外貨建て有価証券の無制限な購入の認可、などから成る。

もう1つは、対非居住者取引に関する自由化措置。外国為替規制の緩和は、フランスの居住者だけでなく非居住者に対しても促進された。その最大のものは、非居住者に対するフラン建て貸付制度の自由化であった。非居住者によるフラン建ての預金と貸付、スワップ取引、並びに先物為替取引、などがこれによって可能となった。一方、非居住者に対するフラン建て貸付も、1年以内の貿易信用取引を中心に認可される。要するに、フランス所在の銀行に、ユーロ・フラン建ての金融仲介活動の自由が与えられた。このことが、パリを国際金融市場として発展させる上で大きな意味を持っていたことは言うまでもない。

以上の検討を通して考えてみると、フランスの通貨当局が、外国為替規制を緩和せざるをえなくなった背景、また、そうした一連の自由化政策が、国内の金融機関、貿易業者、投資家、並びに金融・資本市場に様々な恩恵をもたらしたことはよく理解できる。とりわけ、外国為替規制が諸々のコストをフランスに課してきたことは間違いない<sup>(51)</sup>。それは例えば、行政上の問題を引き起す。金融政策の主たる目的である通貨総量、利子、為替相場、の3者の関係は、外

国為替規制により明確でなくなった。あるいはまた、外国為替規制は、競争的な国際金融市場としてのパリの発展にハンディキャップを与えた。事実、パリは、ユーロ・カレンシー取引に関してルクセンブルグやアムステルダムに立ち遅れてきた。そこでは、ユーロ・カレンシーの貸付やユーロ・カレンシー債の運用が制限されたからである。

しかし、外国為替規制緩和のメリットをそのように認める一方で、同時に、そうした自由化に伴うリスクも合せて考えねばならない<sup>(52)</sup>。そうしたリスクの中で最大のものは、やはり、投機に対する防衛に関するものであろう。逆に言うと、外国為替規制の最大のメリットは、投機を免れることにあった。特に、ユーロ・フラン市場に関して、ノンバンク部門の投機的な資本の流れは、そうした規制によって遮断することができた。また、銀行部門についても、非居住者に対するフラン建て貸付の規制は、資本流出を抑制する要因となった。したがって、もしもそれらの規制の撤廃後に投機的な資本の動きが顕在化した場合、それをいかにコントロールするか、という課題がフランスの通貨当局に生じるであろう。

さらに、外国為替規制の撤廃は、外貨の流出入の調整、ひいては国際収支の調整を難しくさせる、というリスクを与える。そもそも、外国為替規制の有効性は、外貨の流入を加速させたり、あるいは逆に外貨の流出を減速させたりすることに見出せる。それは、一国の国際収支ポジションを維持するために必要とされた。その技術は、国家の外貨建て勘定を管理するもの、とみなされたのである。事実、輸入業者に課せられた先物カバー取引の禁止措置は外貨流出を減速させたし、他方で輸出業者に対する外貨譲渡期限短縮の義務は外貨流入を加速させた。また、フランスの対外直接投資に関して、外貨建て借入額の割合を設けたことは、外貨購入を補足する手段となった。外国為替規制を撤廃し、すべてを市場に委ねることで、果して、こうした外貨の流出入の調整がスムーズにいくのであろうか。このような疑問は、政策の面でも、また理論的な面でも当然に発せられて然るべきであろう。

## V. おわりに

以上、我々は、1980年代半ば以降の金融自由化のグローバルな流れの下に、フランスが、通貨政策や外国為替政策を大きく転換した過程を見てきた。最後に、そのことが何を意味しているかを考えることにしたい。

フランスは、よく知られているように、統制主義と称される独特の国家主導型政策を伝統的に遂行してきた。この点は、社会党政権に移行した後も変わらない、というよりはむしろ、そのことが強化されるはずであった。ところが、以上に見た諸々の政策変更は、そうした伝統的政策と抵触する内容から成る。それらの変更が、基本的に市場メカニズムに依拠するからである。フランスは、当時、国家＝統制主義という方針を次第に放棄せざるをえない状況に追い込まれた、と言って差し支えない。

では、なぜフランスは、そのような政策面での転換を迫られたのか。そこには、2つの強力な圧力が働いた、と考えることができる。1つは、言うまでもなく、米英を中心としたアングロ・サクソン諸国による金融の自由化＝市場化のグローバルな展開であった。この点は、フランスの対外的に脆弱な体質を持つ金融機関と金融市場、とりわけパリ市場に対し、大きな脅威を与えた。もう1つは、フランス自身が主導的役割を果すヨーロッパ経済共同体（CEE）内の自由化の動きであった。このことは、特に資本の自由化となって現れる。フランスは、この圧力の下で、最も統制色が強く表された外国為替規制を大幅に緩和、ないしは撤廃させざるをえなくなる。これは、まさに内なる外圧を意味した。フランスはこのようにして、伝統的な国家＝統制主義的政策と、新たな市場＝自由主義的政策との間の調整を強いられていく。同時に、そのようなジレンマは、CEEにおいても現れる。かれらは、一方で自由化＝グローバル化の動きに積極的に加わりながら、他方では、ECUを軸としたヨーロッパ通貨システム（SME）を安定的に維持する必要があったからである。1980年代半ばは、その意味で、フランスにとっても、またCEEにとっても、そうしたジレンマの中で経済政策の舵取をせざるをえない、という苦悶の始まりを指す、と言ってよいであろう。

## 注

・本稿における語句は、すべてフランス語表記による。

- (1) 拙稿「フランスの金融自由化と金融システムの改変」西南学院大学経済学論集, 第41巻第3号, 2006年。
- (2) 同上拙稿。
- (3) Faugère, J-Pet Voisin, C., *Le système financier français—crises et mutations—*, Nathan, 1989, p.129.
- (4) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, pp.56-57. *ibid.*, 1987, P.86. 通貨総量概念の新規定については, Faugère, J-Pet Voisin, C., *op.cit.*, p.129. および Métais, J et Szymczak, P., *Les mutations du système financier français—innovations et dérèglementation—*, La documentation française, 1986.p.127にも詳しい説明がある。
- (5) Faugère, J-Pet Voisin, C., *op.cit.*, pp.131-133. また, 金融機関, とりわけ銀行の観点から, 当時のフランス銀行協会の総裁であったドロームも, 貸出し規制策の有効性を強く批判している (Drome, J., “Réflexions pour une politique monétaire”, *Banque*, No.448, Mars, 1985, pp.227-228.)
- (6) Faugère, J-Pet Voisin, C., *op.cit.* pp.131-133.
- (7) Faugère, J-Pet Voisin, C., *op.cit.*, P.127. Raymond,R., “Evolution des objectifs et des instruments de la politique monétaire en France”, *Banque*, No.455, Novembre, 1985, p.1002. Biacabe, P., “La politique monétaire en 1985 : une transition avant la rupture”, *Revue d'économie politique*, No.5., 1986, p.581. Guillochon, B., *La France contemporaine —une approche d'économie disruptive—*, Economica, 1986, p.218. Saint-etienne, C., *P Politique financière & entreprises française*, Economica, 1987, pp.84-86.
- (8) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1987, pp.35-37.
- (9) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, p.130.
- (10) 前掲拙稿。
- (11) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, p.131. Lagayette, P., “L'évolution Des instruments de la politique monétaire en France et la nouveau dispositif de controle monétaire”, *Analyse financière*, 2e, 1987, pp.6-8.
- (12) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, p.133.
- (13) *ibid.*, p.44.
- (14) *ibid.*, p.46.
- (15) Naouri, J-c., “La réforme du financement de l'économie”, *Banque*, No.459, Mars 1986, p.216.
- (16) *ibid.*
- (17) *ibid.*, p.218. Lebegue, D., “La nouvelle politique du crédit”, *Banque*, No.447, Fevrier, 1985, p.125.
- (18) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1987, p.33.
- (19) *ibid.*, p.37.
- (20) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1984, pp.24-25. *ibid.*, 1985, pp.102-103.
- (21) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1986, pp.36-37.
- (22) *ibid.*, p.110.
- (23) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1984, pp.14-15.
- (24) *ibid.*, pp.18-19.
- (25) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, pp.15-16.
- (26) *ibid.*, pp.23-24.

- (27) *ibid.*, p.26.
- (28) *ibid.*, p.30.
- (29) *ibid.*, p.53.
- (30) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1986, pp.9-10.
- (31) *ibid.*, pp.17-18.
- (32) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1987, p.5.
- (33) *ibid.*, p.10.
- (34) *ibid.*, p.20.
- (35) *ibid.*, p.30.
- (36) *ibid.*, p.32.
- (37) *ibid.*, p.37.
- (38) Neme, C., “Les possibilité d’abolition du contrôle des changes français”, *Revue d’économie politique*, No.2. 1986, pp.177-179.
- (39) *ibid.*, pp.180-183.
- (40) Métais, J.et Szymcza, K.P., *op.cit.*, p.134.
- (41) de Boissieu, C., “La nouvelle politique monétaire française” *Revue d’économie politique*, No.2, 1987, p.156.
- (42) 拙稿「1981年以降のフランの連続的切下げをめぐる諸問題」西南学院大学経済学論集, 第36巻第4号, 2002年3月, を参照。
- (43) Zerah, D., *Le système financier français—Dix ans de mutations—, La documentation française*, 1993, pp.162-163.
- (44) Neme, C., *op.cit.*, p.189.
- (45) Zerah, D., *op.cit.*, p.163.
- (46) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1985, p.24.
- (47) *ibid.*, pp.35-36.
- (48) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1986, pp.18-19.
- (49) Conseil national du crédit, *Rapport annuel*, 1987, pp.28-29.
- (50) *ibid.*
- (51) Neme, C., *op.cit.*, p.187.
- (52) *ibid.*, pp.184-186.