

**ECONOMIC RESEARCH CENTER  
DISCUSSION PAPER**

*E-Series*

No.E24-1

**The Liberalization of Capital Movements in Italy:  
1947-1978**

by

Kanna Ito

**March 2024**

**ECONOMIC RESEARCH CENTER  
GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS  
NAGOYA UNIVERSITY**

## イタリアにおける資本移動の自由化：1947-1978年

### The Liberalization of Capital Movements in Italy: 1947-1978

伊藤カンナ†

#### I. はじめに

第二次大戦後のイタリア経済は、ブレトンウッズ体制や欧州統合への参加による貿易自由化を通して1950年代から60年代初頭にかけてGNP年平均成長率7%の急速な経済成長を実現し<sup>1</sup>、1958年末には他の欧州先進国とともに非居住者に対して交換性を回復した。この間1957年の欧州経済共同体（European Economic Community, 以下EEC）のローマ条約では共通市場の機能に必要な範囲で資本移動制限を撤廃することが求められた。さらに1960年にはEECの「第一次資本指令」（1962年改正）が発出され、不動産購入、商取引のための短期・中期貸付、証券取引所で取引される証券の購入など、特定の種類の民間の商業的資本移動に対する制限の撤廃が求められ、資本移動の自由化が進められた。この時期、イタリアは比較的安価な人件費と物価の安定により輸出主導型成長を享受し、1958-62年には「経済の奇跡」と称される経済成長を実現した。しかし、1963年の国際収支問題後、イタリア経済は完全雇用の実現に伴う賃金の上昇とインフレを伴う不況局面に入っていく。1960年代後半から70年代を通して労働争議による人件費の増大と生産性の低迷、資本の国外流出やリラの価値の下落、物価上昇や失業など深刻な問題を抱え、短期の景気回復局面と長期の不況局面を繰り返すようになる。

当該期に国際的な資本移動の自由化が進み、ユーロダラー市場が発展する中で、イタリア経済と国際資本市場はどのように関連し、金融当局はそれに対してどのような政策対応をとったのだろうか。

本稿では、国際収支統計と同時代の中央銀行・国際機関の史料をもとにイタリアにおける対内・対外的な国際資本の流れを検証し、資本移動の自由化による外国資本や国内資本の動きがイタリアの経済政策運営にどのような影響を与え、どのような相関関係を持ったかを検討する。

---

† Graduate School of Economics, Nagoya University

No part of this paper may be copied, reproduced or transmitted without prior permission of the author.

<sup>1</sup> SM/69/133, Italy — 1969 Article VIII Consultations Staff Report, 8/25/1969, IMF Archives, p.2. (以下、本文注では「IMF1969」のように略記する)

## II. イタリア経済と経常収支の動向

図1、図2は当該期のイタリアの経常収支と対外資産負債残高（国際投資ポジション）を表している。経常収支の推移を見ると、a) 1950年代：ほぼ均衡、b) 1960年代：1963年を除き経常黒字、c) 1970年代：乱高下（1973年から76年に急激に赤字化、その後再び大幅に黒字化）したことがわかる。また、イタリアの対外投資残高は、「直接投資」では純債務国、「その他投資」では1975年まで純債権国だが1976年以降純債務国となっている。

図1: イタリアの経常収支と外貨準備増減: 1947-1979年

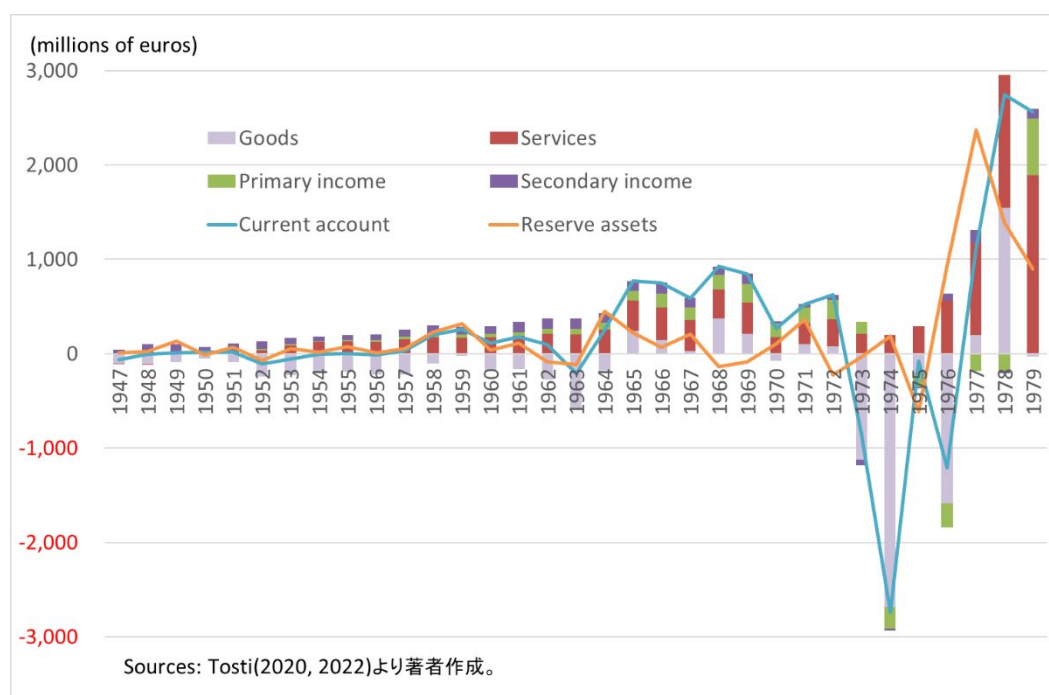
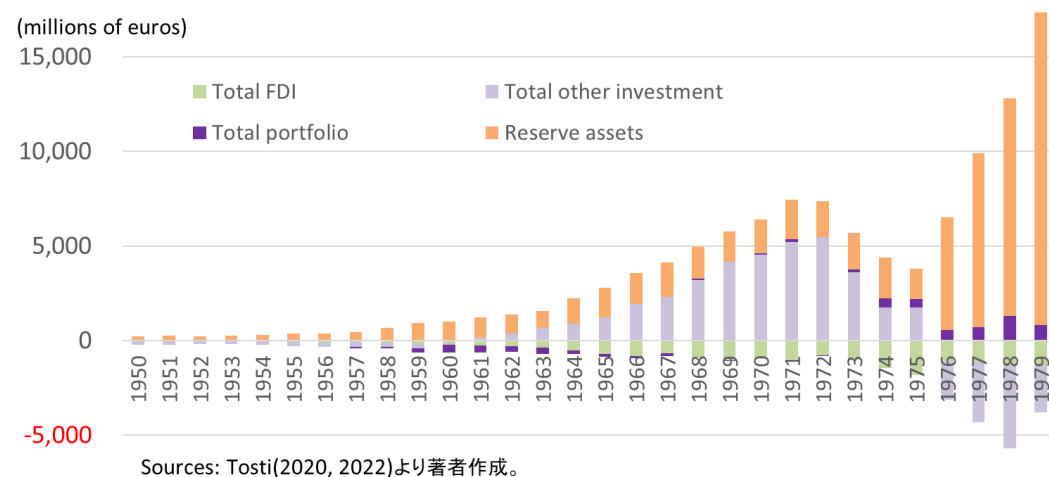


図2: イタリアの対外資産負債残高: 1950-1979年



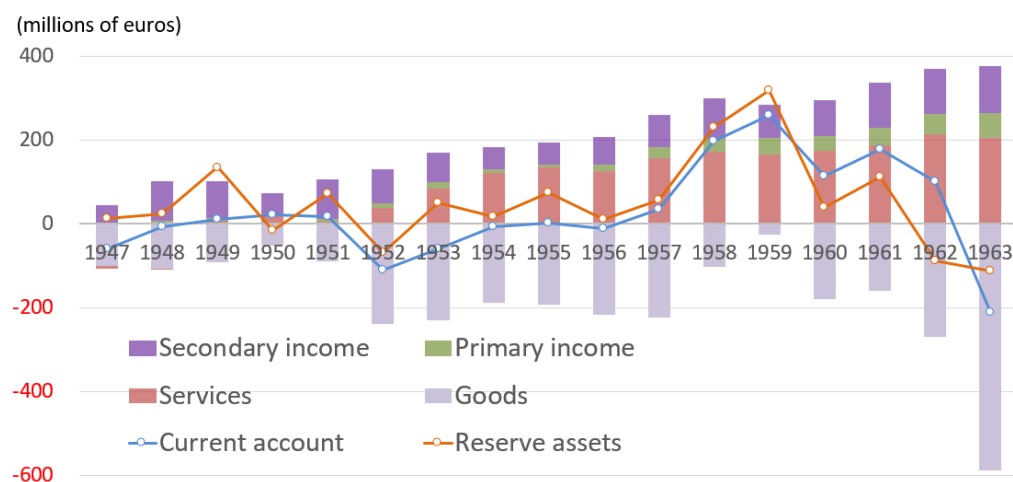
以下では、1947年から1978年までの期間を3つに分け、それぞれの時期のイタリア経済の動向と経常収支の推移、資本移動と金融当局による政策に関して概観する。

a) 1950年代：1947-1962年

第二次世界大戦後、1950年代を通してイタリア銀行は物価の安定を最重要な目的とした。1946年に国際通貨基金（International Monetary Fund, 以下 IMF）に加盟したイタリアは、IMFから対外収支の均衡を強く求められ、当局は厳格な為替管理により為替レートを安定的に維持した。労働コストと物価がほぼ安定を保つ中、大規模投資と欧州統合への参加により生産と雇用が大幅に成長し、長期金利は海外市場やインフレ率に比べ高い水準を維持し、イタリアへの資本の流入につながった。

1951年から1961年の間、イタリアは継続的かつ大幅な外国資本の輸入国であり<sup>2</sup>、世界銀行による長期で多額の南イタリア開発借款を得て経常収支の赤字を埋め外貨準備の蓄積に成功した。1954年から1958年にかけて、資本の流入は財・サービス・移転収支の赤字をかなり上回り、その結果、外貨準備高は急増した。1958年から1962年にかけて、イタリアは財・サービス・移転収支の大幅な黒字を達成し、外国資本の誘致も継続した結果、この時期の外貨準備の増加は特に顕著であった。

図3：イタリアの経常収支と外貨準備増減：1947-63年



Sources: Tosti(2020, 2022)より著者作成。

<sup>2</sup> 1956年2月7日、イタリア議会は、外国の民間直接投資の流入と本国送還に関する事実上すべての制限を撤廃する法案を可決した。1963年末までに、外国人は同法律の下で合計3億4090万ドルをイタリアに投資した。Mini (1968), p.77.

戦後のインフレ昂進を 1947 年の安定化政策で抑えることに成功したイタリア銀行は、その後も、割引率を引き上げインフレ無き経済成長を目指した。しかし、イタリアの大企業・中堅企業は融資の緩和を求めており、イタリアの商業銀行は企業に外貨建てで融資することで貿易に資金供給した<sup>3</sup>。イタリア銀行は外貨流入が貨幣流通の増加を引き起こすとして 1954 年 10 月に外貨建て融資を禁止したが、その後二度の政策転換を経て 1961 年 2 月、外国資金による居住者への融資の禁止を解除した。Balaban はイタリアの銀行がユーロダラー市場の創成期から活発な取引をしていたと主張する。(Balaban 2023, pp.765-770)

1958 年から 1962 年にかけてのイタリアへの資本流入の半分以上はポートフォリオ投資の形をとり、約 3 分の 1 は直接投資（特に化学と石油産業への投資）、残りの大部分は不動産に投資されたようである。このような長期的かつ継続的な外国資本の流入に対して、イタリアは外国、特に発展途上地域への投資を増加させた。(IMF 1963, pp.53-55)

#### b) 1960 年代：1963-1972 年

1960 年代に入り金融当局は生産の継続的増加を促進するために、経済に十分な流動性を注入する政策を追求した。商業銀行はユーロダラー市場で多額の資金を調達し<sup>4</sup>、民間部門への比較的高い貸出率を維持した。完全雇用に近づいたことで 1962-63 年に賃金ブームが生じ、内需の水準が供給を上回り、物価上昇圧力が高まった。これは、これまでイタリアの「経済の奇跡」を支えてきた国際競争力が減退していくことを意味した。

経常収支は 1958 年から 61 年までの大幅な黒字の後、1963 年に突然赤字化した。1963 年以降中道左派政権が採用した政策を嫌ってイタリアからの資本流出が増大する中で、外貨準備は商業銀行の外国からの借入によって維持された。

イタリア政府は経常赤字の原因を凶作による輸入の増加によるもので一過性のものと説明したが、EEC の他の加盟国（とくに西ドイツやオランダ）は、赤字化は構造的な問題を背景に持つと批判し、イタリアに対し、ユーロダラー市場での銀行借入を用いた経常

---

<sup>3</sup> イタリアは欧州諸国の中でもトップレベルの民間貯蓄を有したが、民間の投資家は高い金利と流動性を選好し長期間資金を固定される投資には消極的であった。Banca d'Italia, *Annual Report* 1976.

<sup>4</sup> イタリアの商業銀行による大規模な外国借入は、借入の再開が許可された 1962 年 10 月から 1963 年 11 月までの間に純借入総額約 11 億ドルに達し、うちほぼ 90% はユーロダラー市場で借り入れられた。1963 年 1-8 月の 7 億 6,300 万ドルの純借入は、同時期の外貨準備の維持に貢献した。しかし、63 年夏にイタリア銀行が、商業銀行に対し外国からの借入を増やさないと、可能であればそのような借入のレベルを下げることを要請した結果、8 月末から 11 月末までの間に商業銀行は外国からの純借入を 1 億 2,600 万ドル減らした。SM/64/21, Italy — 1963 Article VIII Consultations Staff Report, 2/20/1964, IMF Archives, p. 55.

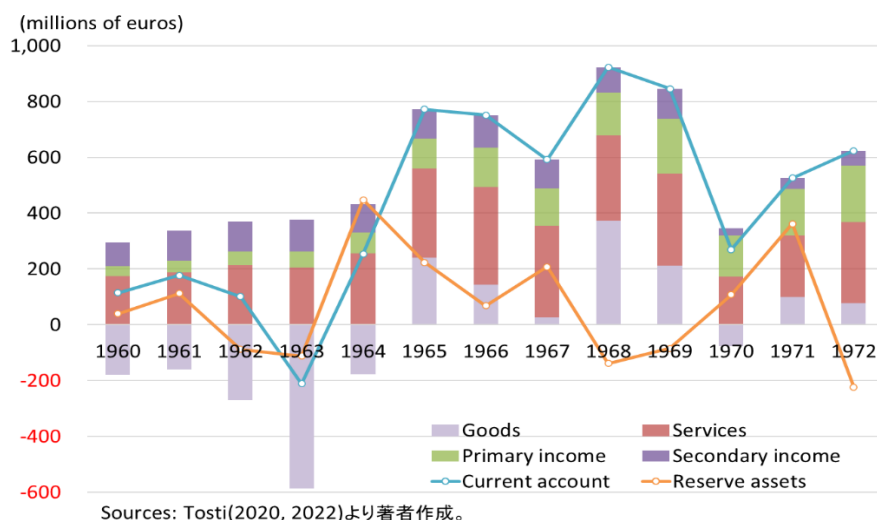
赤字ファイナンスの中止や、所得政策の実施や財政健全化を求めた。

1963 年央から当局は、経常収支の悪化とインフレ圧力の高まりに対応するため、流動性引締めの方針に転じ、商業銀行に対し外国からの借入の抑制と対外債務の削減とを要請した。しかし、1964 年春に米国からの融資を得てリラに対する投機的攻撃を乗り越え、経常収支も急速に改善すると、金融政策は再び拡張的になった。当局は銀行に対しユーロダラー市場でネットの債権者になるよう誘導し経常黒字をファイナンスした。銀行はイタリア為替局とドルスワップを結び、余剰流動性の一部を国際金融市場で積極的に活用した。また、顧客に対する外貨建て融資を増やした<sup>5</sup>。

1964-65 年の景気後退後、イタリア経済は回復を続け、固定投資は大幅に伸長し総雇用は増加、物価や賃金は比較的安定した。1967 年には GDP 成長率はほぼ 6%に達した。輸出の力強い伸びを上回る輸入の急増で経常黒字は減少し、黒字の大部分は民間資本の純流出で相殺され外貨準備の増加は抑制された<sup>6</sup>。

1967 年から外国の短期金利が上昇し 1969 年にかけて大規模な資本流出が生じると、当局は銀行の対外短期純資産残高をゼロまで減らすよう要請し、資金の純輸出者である銀行への外貨売却を全面的に拒否して外貨準備の枯渇を防いだ。(IMF 1969, pp.12-13)

図 4: イタリアの経常収支と外貨準備増減: 1960-72 年



このように 1963 年以降のイタリアでは長期の不況局面と短期の景気回復局面とが繰り返

<sup>5</sup> SM/66/41, Italy- 1965 Article VIII Consultations Staff Report, 3/31/1966, pp.61-65.

<sup>6</sup> SM/68/135, Italy- 1968 Article VIII Consultations Staff Report, 8/12/1968, p.2.

返されることになった。当局は景気回復の前提となる投資拡大を目的として金融緩和政策を採用し、それに伴う内外金利差も一因となって民間資本は大量に国外流出した。当局は商業銀行によるユーロダラー市場での借り入れや対外債権の回収を通じて外貨を得ることで外貨準備の防衛を図った。不況下で内需が抑えられ、経常収支は黒字化した。IMFは、イタリアの多額の経常黒字と資本流出が他国の経常収支や対外債務に与える影響を懸念し、低金利政策と民間資本の自由な海外移転を不安視していた。(IMF 1969, pp.12-16)

### c) 1970年代

1960年代後半からの大規模な労働争議と賃上げは企業の利潤率を低下させイタリアの全要素生産性の伸びは著しく鈍化した。(Targetti 2014, p.189) 1970年代になると、オイルショックと固定相場制の規律の崩壊、リラの減価<sup>7</sup>によって物価は爆発的に上昇した。リラ相場下落は輸入のリラ・コストの上昇につながり貿易赤字の増加に帰結した。(Banca d'Italia, Annual Paper, 1973, p.82)

不況対策のため財政赤字は漸増し公的債務の利払い費が膨張し、イタリア経済は低迷した。1972-73年と1976年に経常収支は大幅な赤字<sup>8</sup>となり、通貨危機への対応で欧州共同体やIMFによる国際的な支援が行われた<sup>9</sup>。

1976年のIMFスタンバイクレジットは安定化プログラムの実施を伴った。その主眼はインフレ抑制と経常収支の黒字化にあり、導入後、経済活動は著しく減速した。内需成長率は1976年の6%から1977年には1%未満に低下し、民間消費は税制措置の悪影響を

<sup>7</sup> 金融当局はユーロダラー市場で調達した大量のローンでリラ防衛を試み、大規模な協調介入も行われたが1974年前半にリラ相場はさらに下落した(Banca d'Italia, Annual Report 1973, p.83)。ブレトンウッズ体制下でイタリアリラの平価は1ドル625リラであったが、1971年のニクソンショック後、イタリアリラの対米ドル為替レートは下表のように変化した。SDRはIMFにおけるspecial drawing right特別引出権の略である。

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Conversion rates: lire per SDR	625	622	633	695	782	793	961	1,030	1,063	1,074	1,115
Exchange rate (period avg): lire per us dollar	625.00	620.36	583.22	583.00	650.34	652.85	832.33	882.39	848.66	830.86	856.45

source: lire per SDR: IMF,IFS 1984; lire per USD: EWN dataset

<sup>8</sup> 1976年の対外収支は1兆280億リラの赤字を記録した。国内総生産の1.7%に相当する2兆3,400億リラの経常赤字は、1兆3,920億リラの純資本流入によってファイナンスされた(誤差脱漏は800億リラ)。銀行の対外純債務は2兆1,340億リラ増加し、その結果、赤字全体のファイナンスが可能になっただけでなく、外貨準備の積み増しも可能になった。Banca d'Italia, Annual Report, 1976, p.56, tab.17.

<sup>9</sup> 1976年上半年期、対外赤字は、EECから10億ドルおよび中央銀行(ブンデスバンクから5億ドル、連邦準備制度理事会から同額)とのクレジットラインに頼ることでファイナンスされた。これらのオペレーションは、商業銀行の対外債務の増加とともに、リラ相場を維持するための介入資金の調達と、外貨準備の補強とを可能にした。Ibid. pp.61-62.

受け落ち込んだ。信用引き締めにより信用の利用可能性が低下し実質コストが上昇したため、企業は在庫と投資計画の両方を大幅に抑制した。経済成長率は1976年の6%近くから2%へ低下し、失業率は労働力人口の7.2%に達した。

一方、インフレ率は1976年の22%から77年末には約14%へと低下し、スタンバイ目標が達成された。また、経常収支は1976年の2兆3000億リラの赤字から1977年には約2兆2000億リラの黒字に転換し、目標を大幅に上回った。これは、内需が低迷した結果、輸入が減少し輸出が好調に推移したため、イタリア企業がより積極的に対外的な販路を求めようになったことが一因であるとIMFは分析している。1976年の急激なリラ安によるイタリア産業の競争力の向上も国際収支の改善に大きく貢献した。(AIMF 1979, p.2)

図5: イタリアの経常収支と外貨準備増減: 1970-79年

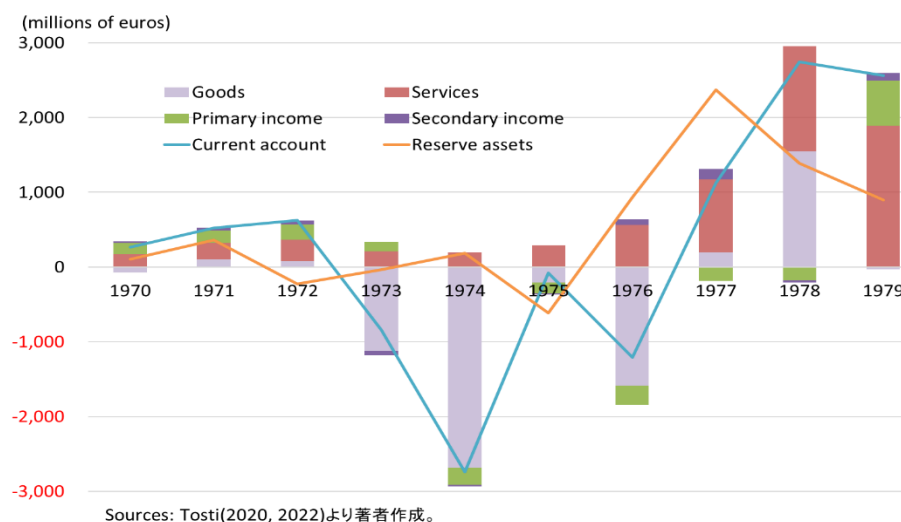


図5のように1973-74年と1976年に貿易収支が大幅に赤字化している。イタリア銀行の年次報告書の国際収支データでは、同時期の巨額の貿易赤字は「原油・原油派生品」の赤字を反映している。この項目はその後も同じ規模で計上され貿易収支に影響したが、1975年以降は76年を除き好調な輸出によって貿易収支は好転し、1977年以降に増加するサービスの黒字と相まって経常収支の大幅改善に貢献した。

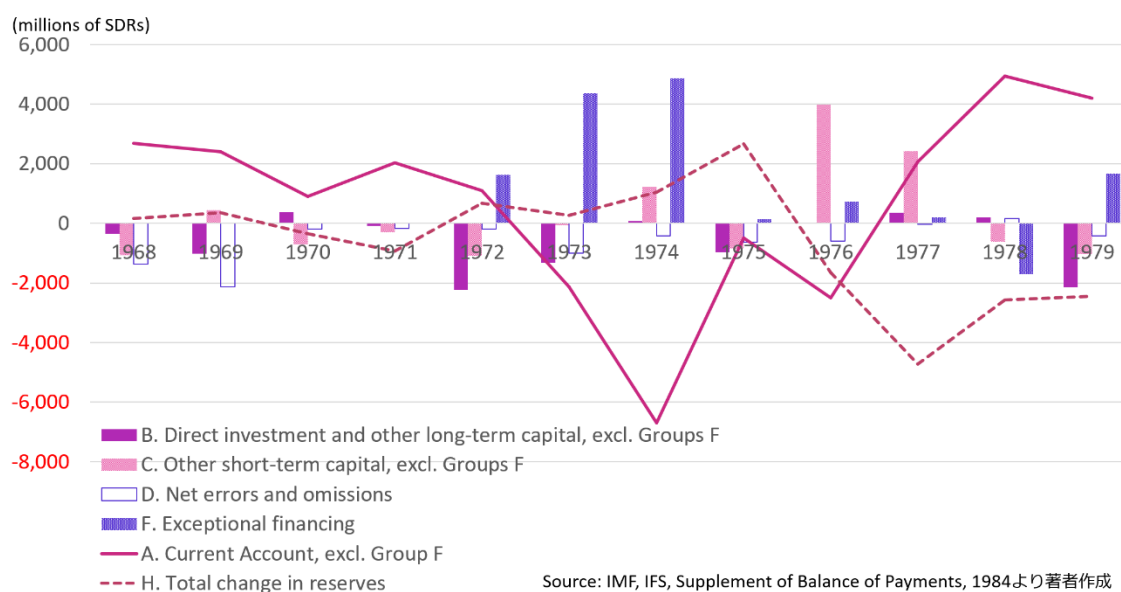
以下、章を改めて、1970年代のイタリアの金融収支と対外資産負債残高の推移からイタリアをめぐる資本移動について考察する。



### III. 1970年代のイタリアの金融収支と国際資本移動

図6はIMFの国際金融統計をもとに1968年から1979年のイタリアの経常収支と短期・長期資本の純額および外貨準備増減の推移を示している。同図では、経常収支は負の値は赤字を、他の項目は正の値は資本の流入超、負の値は流出超を表している。

図6: イタリアの経常収支と資本移動: 1968—1979年 (millions of SDRs)



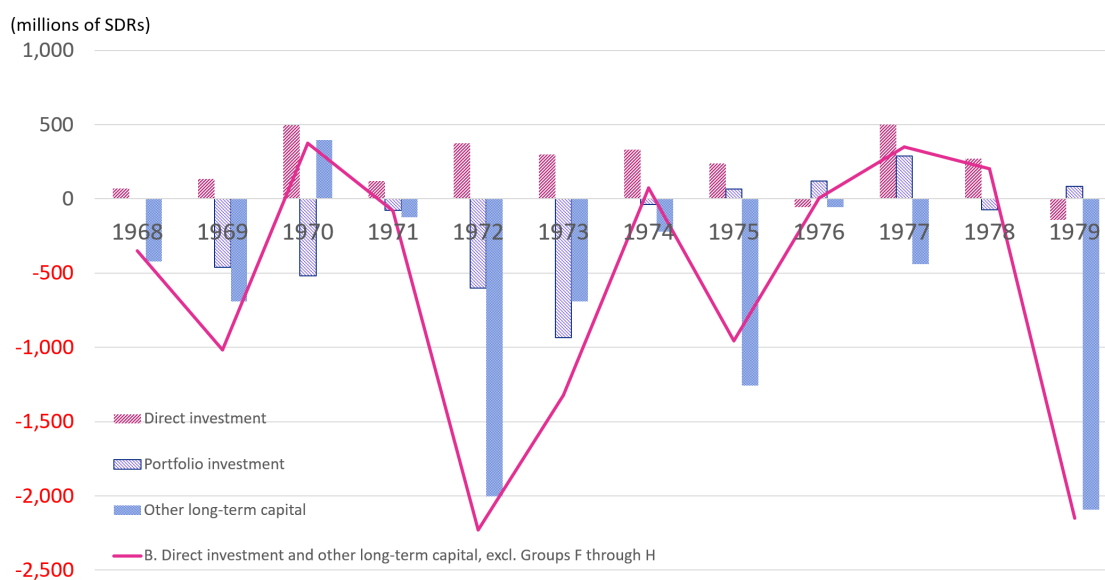
図を見るとまず目を引くのが1973—74年の経常収支の大幅な赤字化と同時期の多額の「例外的ファイナンス」(F. Exceptional financing)の流入である。通常、対外収支の赤字には金融当局に代わって特別信用機関がユーロダラー市場で継続的に借入を行うことで外貨準備の水準を安定維持することができた。しかし1974年のように原油価格の大幅な上昇の影響を受けて経常収支が多額の赤字を呈すると、金融当局はユーロダラー市場以外の資金調達手段に遡及した。(Banca d'Italia, Annual Report 1973, p.79) 1972年から1974年の通貨危機に際し当局はイタリアの公機関による外国借入(補償ローン compensatory loans<sup>10</sup>)を奨励し、この多額の「例外的ファイナンス」によって、外貨準備の減少を防ぎ、

<sup>10</sup> 1973年中に、総額2兆5,700億リラの補償ローンが海外で契約され、そのうちの20億リラ以上が下半期に実行された。民間および政府保証の対外融資と合わせた対外補償融資は、年末時点で総額6兆3,880億リラとなった。Banca d'Italia, Annual Report 1973, p.77, Table 27. Battilossi (2003), p.25, n.23; p.30も参照。

準備高の水準を維持しようとした。H. 外貨準備増減は 1973 年から 75 年にプラスとなっている。また、通貨危機への対応として、1974 年に欧州共同体から金融ファシリティや IMF スタンドバイクレジットが供与された<sup>11</sup>。前者については中期融資化され 1978 年以降返済が開始された。

図 7 は図 6 の「B. 直接投資と他の長期資本 (F. 例外的融資を除く)」について構成要素の純流出入の推移を表している。「B. 直接投資とその他長期資本 (F を除く)」は「直接投資」, 「ポートフォリオ投資」, 「その他長期資本」から構成され、B 全体では期間を通じて純流出の年が多い。通貨危機 (大量の資本流出) と為替介入が行われた翌年 (1970 年, 1977 年, 1978 年) には純流入になっている。

図 7 B: 長期資本 (FDI, Portfolio, others) (millions of SDRs)



Source: IMF, IFS, Supplement of Balance of Payments, 1984より著者作成

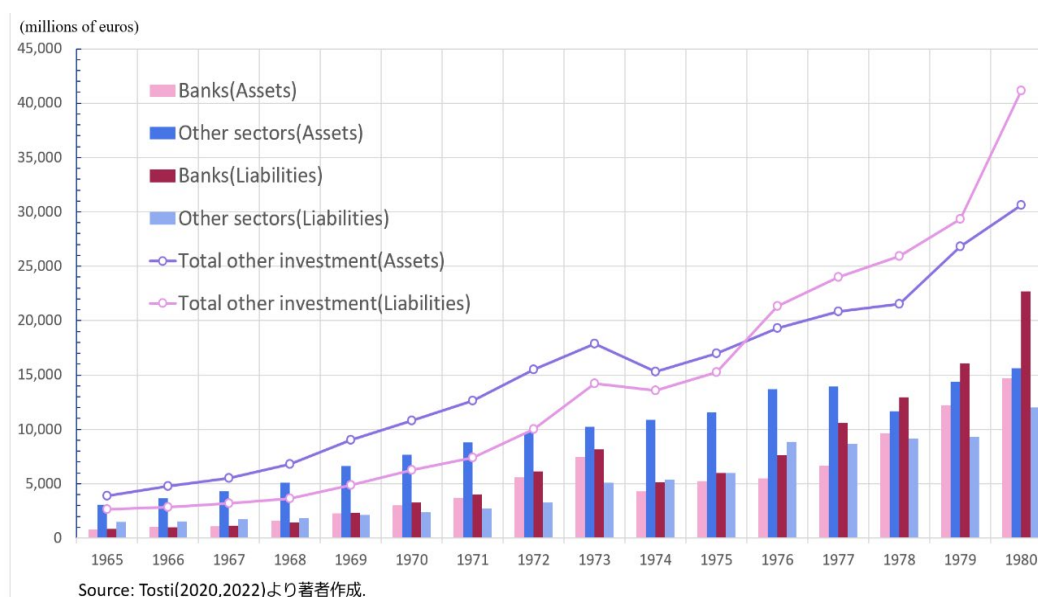
B を構成する「直接投資」は純流入基調である。Tosti が再構成した国際収支データによれば、イタリアは 1958 年から対外直接投資資産を持ち始めるが (債権保有者は銀行とその他の部門 (以下「その他」とする)), 純額では戦後一貫して直接投資は流入超である (債務保有者は「その他」)。(Tosti 2020, 2022)

<sup>11</sup> イタリアは 1974 年 3 月、EEC の金融協力の枠組みで 1973 年 6 月に合意された 18 億 8500 万ドルの短期金融支援を利用した。IMF は 74 年 4 月、イタリアに対するスタンドバイ・クレジット・ラインの供与を承認した。この協定に基づき通貨当局はイタリアの IMF への拠出額を超えない範囲で 1 年間にわたり総額 100 万 SDR に相当する外国為替を引き出した。Banca d'Italia, *Ibid.*, p.79.

一方、「ポートフォリオ投資」や「その他の長期資本」ではイタリアから外国に資本が流出していることが確認される。特に 1972 年のような通貨危機の年に顕著である。Tosti の国際投資ポジション統計では「ポートフォリオ投資」は「株式投資 Equity and funds (Azioni e fondi comuni)」と「債券投資 Debt instruments」に分かれ、資産・負債ともに「その他」によって保有されている。

図 8 は国際収支統計 (IMF 国際収支統計マニュアル第 6 版準拠) の金融収支を構成する「直接投資収支」、「証券投資収支」、「金融派生商品収支」、「外貨準備増減」、「その他投資収支」のうち、1970 年代のイタリアにおいて際立って大きな数字で記録されている「その他投資」<sup>12</sup>について、資産負債の主要な保有者である「銀行」と「その他」部門のそれぞれの貸方・借方の推移を示したものである。

図 8: 金融収支:「その他投資」



まず、1965 年から 1970 年代を通して、対外資産、対外債務ともに純増していることがわかる。総資産と総負債の純額では 1975 年までネットの資産ポジション、1976 年以降はネットの負債ポジションとなっている。

<sup>12</sup> 国際収支の金融収支の「その他投資」は以下の要素で構成される。(i)有価証券以外の株式投資 partecipazioni diverse dai titoli、(ii)紙幣・貨幣および預金、(iii)貸付金、(iv)保険、年金および標準化された保証 garanzie standard、(v)営業債権および立替金 anticipazioni、(vi)その他の売掛金／買掛金、(vii)SDR 割当金 (SDR 保有分は準備資産に含まれる)。Banca d'Italia (2019) P.4.

次に保有カテゴリ別にみると、「その他」の部門では1972年までは純資産が純負債よりも速いペースで増加し、その差が開いていったことが確認できる。(対外資産の増加)

一方、銀行部門が保有する純資産、純負債は1973年までほぼ同じペースで増加し、負債が資産を少しだけ上回っている。これは、金融当局から商業銀行に、外国に対しネットの債権ポジションを持たないよう指導されていたことを反映している。1974年には銀行の「その他投資」は資産も負債も大幅に減少し、1975年以降はより速いペースで負債が再び増加していくのが見て取れる。これは、国内の信用引締めの中で銀行による外国からの借入が促進されたことが背景にあると考えられる。

では、イタリアにおける資本移動は、外国資本とイタリア資本のどのような動きを反映しているのだろうか。イタリア銀行の年次報告書の「資本移動 capital movement」から検討してみよう。当時はIMF国際収支統計マニュアル第6版発表以前なので、以下の図表についてはイタリアへの資金の流入はプラス、流出はマイナスで表示される。

図9は外国資本とイタリア資本のネットフローを表している。正の値は純流入 net flow, 負の値は純流出 net outflow を意味している。この図から外国資本は期間中常に純流入である一方で、イタリア資本は常に純流出であることがわかる。

図9 イタリアにおける資本移動:1969-1980年

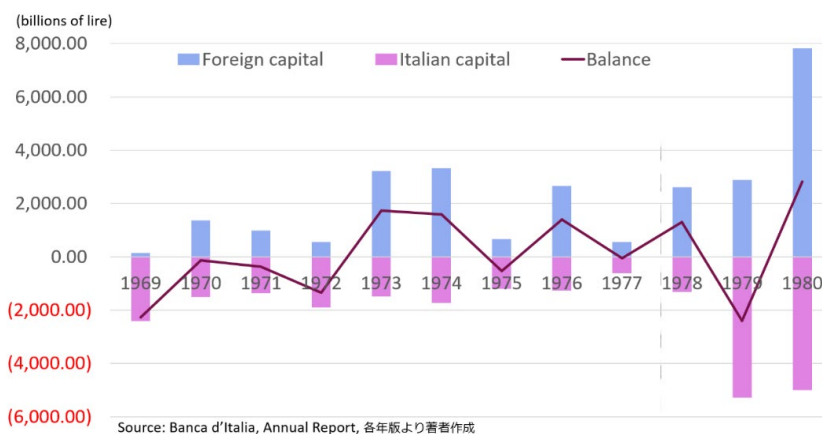


図10は外国資本について大項目の純額の推移を、図11では外国資本の大項目を構成する主要項目別の純額の推移を示している。

図 10: 外国資本の主要項目の推移(純額): 1969-1980 年

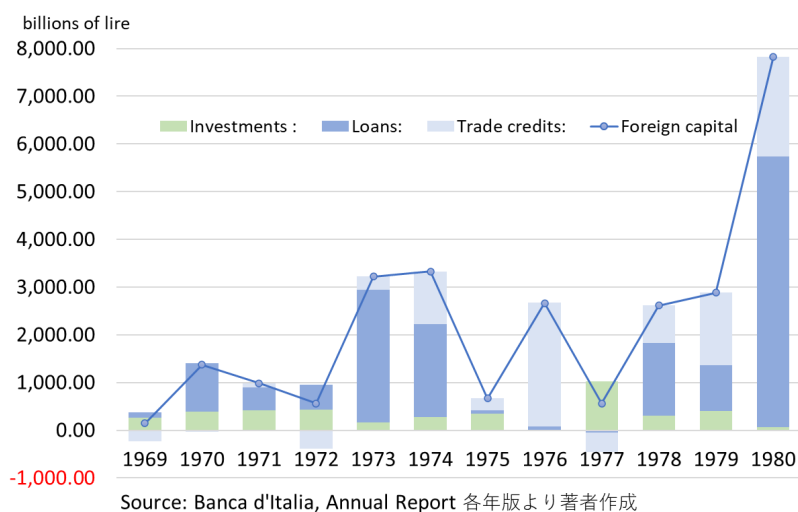
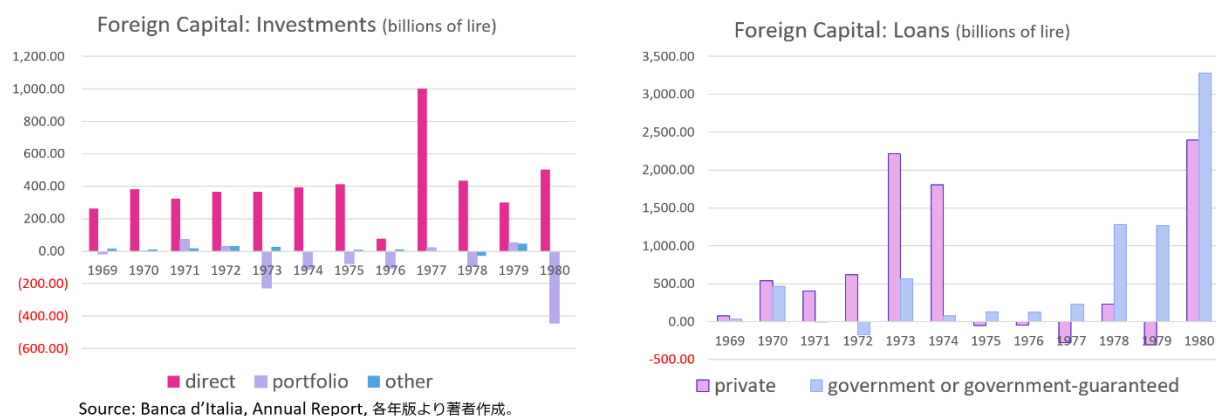


図 11 外国資本の動き: 投資とローン



外国資本によるイタリア投資では、「直接投資」は 1970 年代を通じて毎年 4000 億リラ程度（約 6 億ドル）の純流入が確認される。通貨危機の 1976 年には純額が大幅に減少し、国際協調介入が行われた 77 年に著増している。

一方、外国資本による「ポートフォリオ投資」は、ほぼイタリアの上場株式に対する投資で投機的性格が強く 1973 から 76 年、78 年に純流出となった<sup>13</sup>。

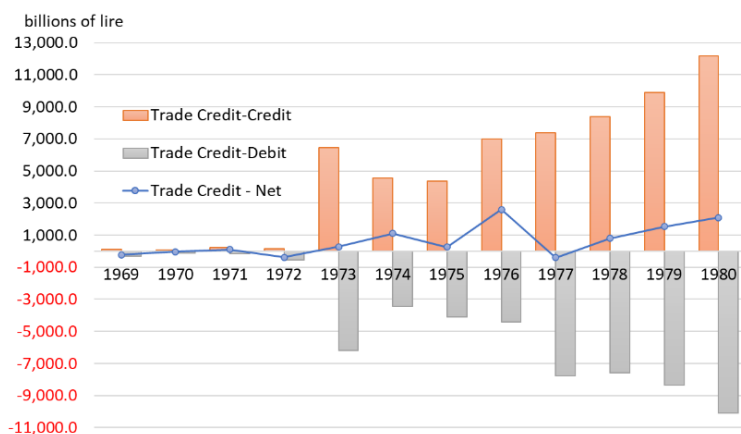
外国資本の「ローン」（外国からイタリアへの融資）は「投資」より規模が大きく、

<sup>13</sup> 純額では小規模な値だが、たとえば 1973 年には株式売買総額は 2 兆リラを超え、売却額が購入額を 2250 億リラ上回り、収支はマイナスで流出超となった。1972 年の取引額は約 7000 億リラで購入額が売却額を 310 億リラ上回った。Banca d'Italia, Annual Report 1973, p.75.

1970年代前半はイタリアの民間部門による外国からの借入が積極的に行われたことを示している。また1973、74年の多額の純流入には前述の補償融資 compensatory loans（「例外的ファイナンス」）が含まれている。1970年代後半は政府・政府保証貸付での純流入が大きい。

また、1970年代後半には貿易信用、とりわけ短期の貿易信用が外国資本の流出入の代表的な構成要素となった<sup>14</sup>。図12では貿易信用の貸方 credit 借方 debit の純額を表示した。貸借ともに大規模な取引があったことがわかる。純額では期間を通して流入超基調である。

図12 外国資本: 貿易信用



Source: Banca d'Italia, Annual Report 各年版より著者作成

<sup>14</sup> 1977年の資本移動についてイタリア銀行は次のように述べている。「自主的な資本移動と銀行資金の流入により、3兆6,850億リラの黒字となった。フィアットとリビアの取引に関連した資金を除けば、資本流入のほとんどは、輸出入に関連した融資と外貨調達であった。上半期のユーロカレンシーによる純借入と下半期の大幅な国際収支黒字により、外貨準備高を4兆2,000億リラ近く増加させることが可能となり、為替レートをより柔軟に管理する余地が拡大した。」Banca d'Italia, Annual Report 1977, pp.59-60.

次にイタリア資本の動きを見てみよう。

図 13: イタリア資本:大項目の推移(純額):1969-1980 年

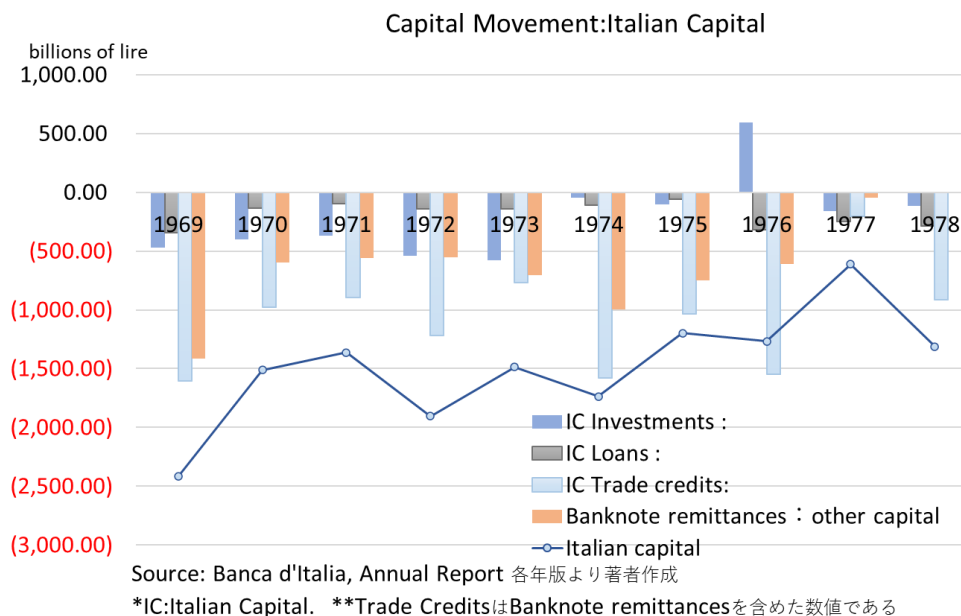


図 13 はイタリア資本の大項目の動きを表している。規模の大きい項目としては、「貿易信用」と「銀行券送金 banknote remittance」が挙げられる。貿易信用は貸方・借方ともに、特に短期貿易信用が資本移動において支配的な役割を果たすようになった。

「銀行券送金」はイタリア銀行券の違法な国外持ち出しを意味し、当局が直接検証できない資本流出である。その規模は大きく当局にとって頭痛の種であった<sup>15</sup>。「銀行券送金」は1972年に中止され、1973年から新項目「その他の資本 Other capital」になった。なお、「その他の資本」に計上された違法な資本流出は1977年にはほぼ消滅し、短期輸出信用の減少とともに同年のイタリア資本の純流出の減少の一因となった。(Banca d'Italia, Annual Report 1977, p.62)

図 14 は、イタリア資本による投資とローンについて貸方・借方の純額で示している。

<sup>15</sup> 1959年以降、居住者一人当たり法定上限の50万リラを超える大量のイタリア銀行券がイタリアから輸出された。これらの銀行券の大半はスイスの金融機関に預けられ(この段階でこの取引は資本流出として国際収支に計上される)、スイスの金融機関は預託されたイタリア銀行券を、預託者の注文に基づいて彼の名義でイタリアの証券に投資し、購入した資産の収益と元本の所有権を預金者(イタリア居住者)に与える無記名証明書を発行した。こうして送金された銀行券の大部分はイタリアで投資され、対イタリア外国投資として国際収支に計上される。SM/64/21 1963 Staff Report. IMF Archives, pp.53-55. 非居住者に対してイタリアの証券を購入する際の税金が免除されたことで、イタリア資本が持ち出されスイスを中心とする外国の仲介業者を通じてイタリア国内に投資された。Battilossi (2003), p.20, n.15.

図 14 : イタリア資本: 投資とローン

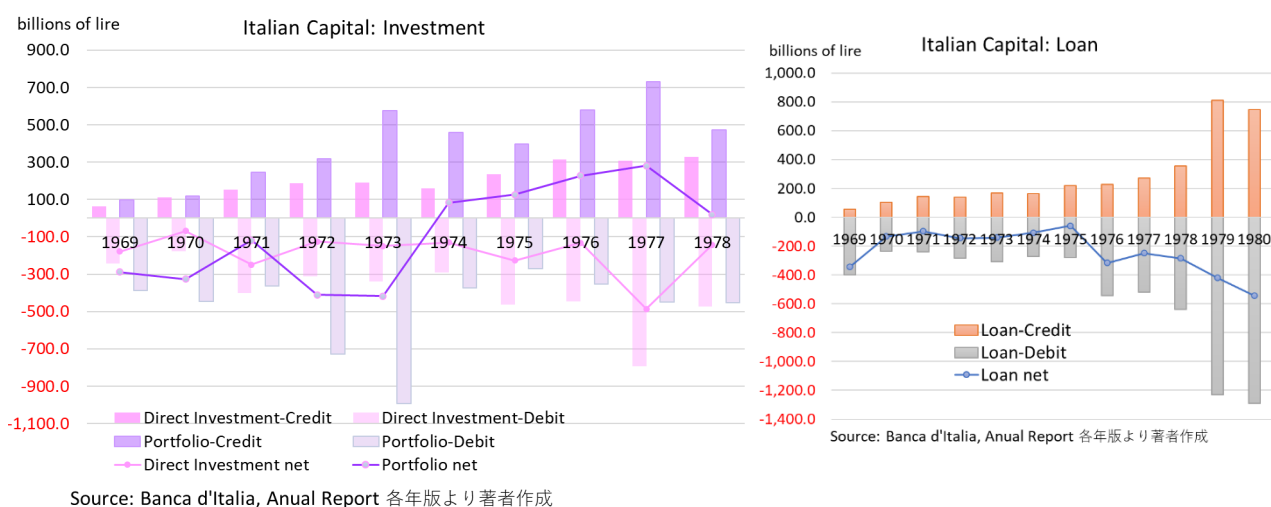


図 14 からは当該期間におけるイタリア資本による直接投資が投資回収 disinvestment を上回り、資本の純流出が起こっていることがわかる。一方ポートフォリオ投資は 1972 年まではイタリア資本による外国投資の増加が回収よりもかなり大きく、対外投資がさかに行われていたことが確認できる。1973 年には投資・回収ともに大量の取引があり、1974 年以降は国内への資本の還流の増加が確認される。またローンについては 1976 年以降資本の純流出が増加している。

以上のように、1970 年代のイタリアにおける資本移動は民間の借入による外国資本の純流入とイタリア資本の純流出とによって特徴づけられる。

資本流出には様々な要因が反映されているが、中でも国内での投資機会の不足、政治的不確実性、為替レートの不確実性などが挙げられる (IMF 1973, P.17)。また、内外金利差や税制も影響した<sup>16</sup>。

イタリア資本の逃避に対して金融当局は様々な為替規制や信用制限をかけてきた。以下、1970 年代のイタリア資本の動きとイタリア当局の対応を、IMF による 8 条コンサルテーションの各年度の報告資料から時系列的に整理しよう。

<sup>16</sup> 不況下で投資を促進するために比較的低金利が維持され、内外の金利差を生んでいた。また、居住者の投資収益に対する 15%の源泉徴収税と累進所得税の課税に対し、非居住者の利益には課税しないという税制が居住者資本の不法輸出と非居住者としてのイタリア投資につながった。IMF 1963, p.53; IMF 1965, pp.59-60.



#### IV. 1970年代のイタリアにおける資本流出と為替規制：概略

1969-70年にイタリア資本にとって外国投資に有利な内外金利差が生まれ、資本流出が促進され、1969年には、経常黒字にもかかわらず巨額の資本流出が生じ危機の要因となった。

1970年初に当局は絶えず膨れ上がる資本流出に歯止めをかける目的で、債券市場の国内金利が外国金利に連動し、場合によっては上回ることを容認したが、いざ利回りが上昇すると8.5%の大台を超えるのは不都合と考え6月以降一連の公募発行を中断することを決定した(1971年1月まで継続)。このため、国内金融市場で調達できない投資資金は国際市場で調達された。主に公企業や特別信用機関が変動金利付中期借入 loans で資金調達し、その額は1969年の2億ドル未満から70年には17億ドルに達した<sup>17</sup>。1970年後半以降もイタリア当局は景気回復を狙って比較的低金利の政策を追求し、特に長期金利の変動を回避しようとした。

1972年上半期も経常収支は黒字であり、当局は国営企業が以前外国で受けた「補償融資」(前述の「例外的ファイナンス」)の大量返済を促進した。しかし、新政権が発足しつつあった1972年6月に、リラに対する強い投機が展開された。経常収支は1972年下半期も大幅な黒字を維持していたが、特に短期資本市場での内外金利差が海外投資に有利な状況を生み出し、リーズアンドラグズを主要因として民間資本の流出がさらに増加しリラへの圧力が高まった。6月下旬にリラ紙幣の本国送還の中止が決定された。また、当局は銀行に対し外国為替で純債権ポジションを維持することを禁止し、外国からの借入を奨励した。

12月初旬にはリラをスネークにとどめるため大規模な介入が必要になり、当局は国営金融機関に代償借入の再開を再び指示するとともに、銀行にも非常に大規模な海外借入を

---

<sup>17</sup> European Investment Bank, *Annual Report* 1970, pp.48-55.ユーロダラー市場に参加する金融機関は1965年以降中期・固定金利オペレーションに介入し始め、1970年にはユーロダラー建ての国際的な中期信用の利用が進み、欧州企業による同信用への依存が著しく強まった。イタリア資本の大量流出はユーロカレンシー市場への利用可能資金の供給増大につながり、イタリア当局は、イタリアの銀行シンジケートの仲介を通して、主要な国内機関に「イタロダラー」建ての借入オペレーションを奨励し、逃避した資本の一部本国送還を企図した。当時欧州の金利は依然として高く、中長期債券利回りは9%近傍であったが、イタリアの銀行シンジケートの仲介でイタリアの借り手のために発行された債券に適用された金利はそれより低い水準で推移した。Ibid., pp.63-75.

開始するよう誘導した。こうして得られた外貨はイタリア為替局に引き渡されリラと交換されたことで外貨準備への圧力を軽減した。

1973 年にも資本流出は拡大した。市場は当局による金利引き上げと債券利回り上昇を予想したが、当局は景気回復を促進するために引き続き金融緩和を可能な限り維持する姿勢を堅持した。

6 月初旬、イタリア銀行は為替レートの安定化を図って大量のドル売り介入を行い、商業銀行や国営機関が外国からの借入を続けたが、政府の退陣を受けてリラは急落した。翌 7 月、ニューヨーク連邦準備銀行とのスワップや、EEC を通じて動員された 18 億ドルの短期債券、フランス、ドイツの中央銀行とのそれぞれ 3 億 5000 万ドルの追加スワップ枠など大規模な対外信用枠がリラ防衛に利用された。

当局は銀行信用が投機資金に使われることを懸念し、商業銀行に対して銀行債務が 5 億リラ以上の顧客に対する与信制限を課した。さらに、海外投資に使用される資金について投資額の 50%相当額（リラ）をイタリア銀行の無利息ブロック口座に預託するという強制預金を義務化した。このため、外国に進出していたイタリア企業は資金需要を満たすため国外で資金を大規模に直接動員した。強制預託制度はイタリア資本の国外流出に強力な歯止めになった。また、外国からのローンは増加し純流入になった。

1974 年、イタリアに対し EEC 条約で規定されたセーフガード条項が適用され、資本移動に対する大幅な制限の再導入が認められた<sup>18</sup>。

国際金融市場が混乱する中で、国内の金融統制の漏れを防ぎ、商業銀行の対外ポジションを制限することを目的として 1974 年 7 月には銀行の対外純債務のさらなる増加に制限が導入された。しかし、イタリア国内での外貨建て銀行融資の需要が増加したため 1975 年 6 月に制限は解除された。金融引き締めにより資本は流入した<sup>19</sup>。

1975 年前半まで続いていた経常収支の赤字減少は、輸入の急増によって大幅な赤字に逆戻りした。株価の乱高下と金融政策の急激な方向転換（金融緩和）を受け、資本移動は同年後半に流出に転じた。

---

<sup>18</sup> EEC 条約は、資本移動が加盟国の資本市場機能の障害につながる可能性がある場合 (EEC 条約第 73 条)、または加盟国が国際収支に関して困難に陥っているか、深刻な脅威にさらされている場合 (EEC 条約第 108 条)、資本移動を制限する可能性を認めた。1970 年代、特に 1973 年と 1979 年に相次いだ原油価格の高騰はほとんどの欧州共同体加盟国の経済的困難と国際収支の問題につながり、一部の加盟国は為替管理に頼った。Teixeira (2019), p.44, n.22.

<sup>19</sup> SM/75/206, Italy- 1975 Article VIII Consultations Staff Report, 7/31/1975.

1976 初頭、対外ポジションの悪化と急速なインフレ、政治危機が重なり、リラへの圧力が激化した。イタリア銀行は 1 月 21 日に公式の外国為替相場の一時停止を決定し、金融引き締めへ転じた。リラ安の後に金利が上昇したため債券市場は暴落し、銀行は国庫短期証券の保有を減らしたため、中央銀行が財務省に約 9 兆リラを融資せねばならなかった。

3 月から 4 月にかけても通貨危機を防ぎきれず、イタリア銀行は為替市場を安定させるための措置として、5 月に外為購入に際し 50%の保証金を預託させる制度を導入し（1977 年 4 月廃止）、10 月には外国為替の送金と支払いに課税する制度を導入した（1977 年 2 月廃止）。

国内の信用需要の増加に対し外国からの借入も増加し、商業信用の形で資本流入が促進された。商業銀行の対外純債務は急増し、年末には 30 億ドルを超えた。

EEC からの融資とブンデスバンクへの債務が増加した結果、中央銀行の対外債務も 7 億 5,000 万ドル以上増加した。経常赤字は資本流入の増加と商業銀行の借入によってファイナンスされた<sup>20</sup>（IMF1977, p.20）

1976 年末までにリラは実質 37%減価した。外貨準備は 5 兆 7000 億 SDR に達し、イタリアの公的対外債務は約 140 億ドル、銀行の対外債務は 30 億ドルに達した<sup>21</sup>。

1976 年のイタリア経済は、29 億ドル（対 GDP 比 1.5%）の経常赤字を呈し、為替市場における定期的な圧力とインフレ率 20%を超える物価高騰に直面した<sup>22</sup>。イタリアは IMF のスタนด์バイクレジットを受け、同年後半から大規模な安定化プログラムを開始した。

安定化プログラムの主眼はインフレ抑制と経常収支の黒字化にあり、国内全体の信用拡大に制限を課すため信用は引き締められ、税は引き上げられた。1977 年、当局は民間部門へのリラ建て銀行融資の拡大に厳しい上限を設定し、輸出信用に対して 50%の外為資金調達要件を課した。また、当局は銀行による外国借入を奨励した。銀行は海外からの借入によって資金調達し、国内で外貨で貸付を行った。（IMF1979, p.11）

しかし、1978 年、外為流入による金融への影響を軽減するため、商業銀行は対外純債務の削減を奨励され、1977 年末の 81 億米ドルに対し、78 年末には 71 億ドルに減少した。

以上のような資本移動に関する政策の変動はイタリアの 1970 年代の対外資産負債残高に顕われている。図 15 は 1970 年代のイタリアの対外資産残高・対外負債残高の推移を表

<sup>20</sup> SM/77/77, Italy- 1977 Article VIII Consultations Staff Report, 4/12/1977, p.20.

<sup>21</sup> 公的債務の返済計画は過度な負担を意味するものでないと IMF は評価している。Ibid, p.17.

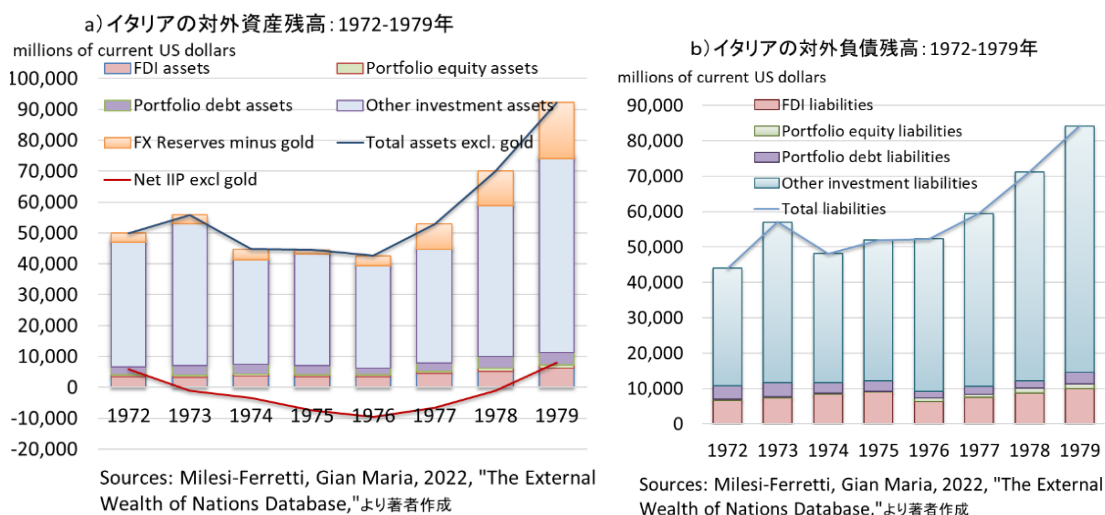
<sup>22</sup> Ibid., p.2; SM/79/140, Italy- 1979 Article VIII Consultations Staff Report, 5/25/1979, p.20.

している。同図表では外貨準備から金を除いた数値を用いており、国際投資ポジション（International Investment Position (IIP)）や資産合計も金を除いた数値を用いている。

外貨準備から金を除外すると、1973年から78年に対外資産負債の純額はマイナスでありイタリアは純債務国となる。1976年の純債務額は対GDP比4.7%であった。

一方、本稿の冒頭の図2では外貨準備に金を含めており、1976年以降の急激な外貨準備増加により、イタリアの純債務は打ち消されている。

図15 イタリアの対外資産負債残高：1972-1979年



## V. 結語

本稿では、国際収支関連統計と IMF、イタリア銀行、欧州投資銀行の年次報告書等から第二次大戦後のイタリアにおける国際資本移動に光をあててきた。確認できたことは以下のとおりである。

イタリアでは、民間の投資家は高い金利と流動性を選好し長期間資金を固定される投資には消極的であったこと、1950年代にはイタリア銀行は通貨安定化のため金融引き締め政策をとったことから企業家は投資資金の調達に困難を抱えていた。国内でのリソース不足を埋めるため商業銀行は1950年代の創成期からユーロダラー市場で資本を調達し国内の企業に融資した。イタリアの成長を支えた輸出はかなりの部分を外国資本によってファイナンスされていた。

国内の投資資本の不足はイタリア資本の大量の国外流出によっても生じていた。投資収益課税への不満から大量の銀行券の不法な持ち出しが行われたほか、1963年以降の景気

低迷期に金融当局が景気回復を目的として低金利政策を堅持したため内外金利差が生じ、イタリアの民間資本や銀行は対外投資を選好した。こうして流出したイタリア資本はユーロダラー市場にも供給されていたため、当局は国内金融機関がユーロダラー市場で債券発行して中期信用を調達することを奨励し、国外逃避したイタリア資本の一部を国内に還流させようとした。

商業銀行や公的金融機関によるユーロダラー市場での取引は経常収支ファイナンスの手段として当局からも奨励された。多額の経常黒字が生じた際には銀行による対外貸付が奨励される一方、経常赤字の際には国際市場での借入によって赤字をファイナンスし外貨準備の減少を防ぐことが期待された。また、リラへの投機的攻撃による通貨危機の局面ではこうした手段に加え、当局による為替介入や、公的機関による外国での補償ローン契約による外貨獲得が実行された。投機的攻撃を防ぐため商業銀行の与信制限などの措置がとられると、イタリアの企業は商業銀行による外貨建て融資を求め、銀行の外国からの借入の需要が高まった。

1973年、76年の通貨危機にはEECや欧米の中央銀行、IMFによりリラ防衛のための国際協力が行われた。これに伴い1977年には安定化プログラムが実施され、インフレ抑制の目的から金融政策は信用引き締めの方に転じた。当局は商業銀行のリラ建て融資を制限し、外国からの借入で融資を行うことを奨励した。

以上のように、1947年代以降のイタリア銀行は対外収支の均衡と通貨の安定を最重要課題とし、1950年代以降、国際機関からの開発借款やユーロダラー市場での取引を通して国内に外国資本を導入し経済成長を図ってきた。資本移動の自由化はイタリア国内で不足する投資資金の獲得を助ける一方、イタリアからの大量の資本流出や通貨に対する投機的攻撃をもたらした。また、1960年代半ば以降は賃金や物価の上昇と景気低迷という経済状況に対し、イタリア銀行は景気対策を優先して金融緩和を維持するとともに、不況対策によって膨張した財政赤字をファイナンスすることを余儀なくされた。こうした困難な状況の下で、金融当局は対外収支の均衡と外貨準備の維持、通貨安定化という目的を果たすため、商業銀行や公的機関によるユーロダラー市場での取引を規制・奨励することで資本移動を調整し、国内企業の資金需要や開発投資をファイナンスしようとした。1970年代までのイタリアでは民間の銀行とその他の部門による対外資本取引を当局が監視し、対外債務残高および資産残高について慎重に管理していたと本稿では結論付けた。

本稿では国際収支統計の分析と当時の史料からイタリアにおける資本移動の実態や金

融当局の対応、為替政策・規制が資本移動に及ぼす影響を読み取ろうと試みたが、イタリア経済と国際資本移動の関係をひもとくためには、イタリア国内の物価や賃金の上昇メカニズムや政府の財政ファイナンス、他国の政策など重要な要素を取り入れてより精緻に分析する必要がある。今後の課題としたい。

#### 【参考文献】

Banca d'Italia (2019), "Bilancia dei pagamenti e posizione atrimobiale sull'estero, Metodi e fonti: note metodologiche," 19 novembre 2019.

Bakker, Age (1996), *The liberalization of Capital Movements in Europe: The Monetary Committee and Financial Integration 1958-1994*, Kluwer Academic Pub.

Balaban, Ioan Achim (2023), "Banking and Eurodollars in Italy in the 1950s," *Enterprise & Society*, 24: 3, 759–783.

Battilossi, Stefano (2003), "Capital Mobility and Financial Repression in Italy, 1960-1990: A Public Finance Perspective," Working Paper in Economic History, Universidad Carlos III de Madrid, 03-06.

Battilossi, Stefano (2009), "The Eurodollar Revolution in Financial Technology. Deregulation, Innovation and Structural Change in Western Banking in the 1960s-70s," Working papers in Economic History, Universidad Carlos III de Madrid, WP 09-10.

Bonatesta, A., (2019), "The European Investment Bank and the 'Mezzogiorno' in the context of regional development (1958-1973)," EUI Working Paper HEC.

Bussière, E., Dumoulin, M. and Willaert, É. eds. (2008), *The Bank of the European Union The EIB, 1958-2008*, European investment bank.

Clifton, Judith, Diaz-Fuentes, Daniel and Gomez, Ana Lara (2021), "Chapter 5. The European Investment Bank From Development, Integration, and Investment to 'You Get What You Give'." Clifton Judith (ed.) et al., *Regional Development Banks in the World Economy*, Oxford University Press.

Coppolaro, L. (2023). "A Dual Entity: The European Investment Bank and Its Lending Policy from Its Origins to the Late 1970s." *Contemporary European History*, 1-14.

Della Corte, Valerio, Federico, Stefano and Tosti, Enrico (2018), "Unwinding external stock imbalances? The case of Italy's net international investment position," Banca d'Italia, *Questioni di*

*Economia e Finanza*, Number 446.

Fazio Antonio (1979), "Monetary Policy in Italy from 1970 to 1978," *Kredit und Kapital*, 13(2), pp.145-180.

Felice, E. and Lepore, A. (2017), "State intervention and economic growth in Southern Italy. The rise and fall of the «Cassa per il Mezzogiorno» (1950-1986)," *Business History*, Volume 59, Issue 3.

Fratianni, M. and Spinelli, F. (1997), *Monetary History of Italy*, Cambridge University Press.

Gaiotti, E. and Secchi, A. (2012), "Monetary policy and fiscal dominance in Italy from the early 1970s to the adoption of the euro: a review," *Quaderni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, Number 141.

Lepore, A. (2012), "La Cassa per il Mezzogiorno e la Banca Mondiale: un modello per lo sviluppo economico," *Quaderni SVIMEZ*, n. 34 .

Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2022, "The External Wealth of Nations Database," The Brookings Institution (based on Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," *IMF Economic Review* 66, 189-222.)

Mini, Peter V. (1968), "Foreign Direct Investment in Italy, 1956-1963: Some Developmental Aspects.," *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 27, No. 1, pp. 77-87.

Palermo S. (2020). "The role of the Cassa Per il Mezzogiorno in the italian economy during the second half of the 1900s. New digital accounting sources and research prospects." *De Computis - Revista Española de Historia de la Contabilidad*, 17 (2), 118 - 140.

Petrini, Francesco (2013), "Devaluation, Inflation and Social Conflict, the Italian case," IRICE/RICHIE Working Group "Wages, labour markets, solidarity in European construction since the end of the 1960s", Maison de la Recherche, Paris.

Seghezza, Elena (2020), "Governor Baffi's View on the Italian Great Inflation," *Italian Economic Journal: A Continuation of Rivista Italiana degli Economisti and Giornale degli Economisti*, Springer; Società Italiana degli Economisti (Italian Economic Association), vol.6 (3), pp. 563-584.

Segreto, Luciano (1996), "Gli investimenti americani in Italia (1945-1963)," *Studi Storici* , Anno 37, No.1:273-316.

Strangio, Donatella (2022), "The European Investment Bank and Its Role in Fostering European

- Cohesiveness: The Case of Ireland and of the Italian Southern Regions,” *The Journal of European Economic History*, 3/2022: 183-207.
- Targetti, Renata Lenti (2014), “The Italian Economy 1961-2010. From Economic “Miracle” to Decline,” *Italy and Japan: How Similar Are They?*, pp.185-204.
- Teixeira, Pedro Gustavo (2019), *The Legal History of the European Banking Union (1973-2018): How European Law Drove the Integration of the Single Financial Market from its Expansion and Crisis to the Banking Union*, European University Institute – Law Ph.D. Thesis.
- Toniolo, Gianni (ed.), *The Oxford Handbook of the Italian Economy Since Unification*, Oxford University Press, 7 March 2013.
- Tosti, Enrico (2022), “The reconstruction of back data for Italy’s balance of payments and international investment position (1945-1969),” Bank of Italy, Occasional Papers, N. 694.
- Tosti, Enrico (2020), “The reconstruction of back data for Italy’s balance of payments and international investment position (1970-1999),” Bank of Italy, Occasional Papers, N. 581.
- 浅井良夫 (2021) 「世界銀行の先進国に対する借款：1947～66年（上）」『成城・経済研究』第232号，1-59頁。
- 伊藤カンナ (2014) 「第9章 IMFとイタリア」浅井良夫・伊藤正直編 『戦後IMF史 創成と変容』名古屋大学出版会，211-234頁。
- 経済企画庁経済研究所編 (1984) 「イタリア財政危機の構造と制度改革」『経済分析』94号。
- 日本銀行 (1964) 「資料 ユーロダラー市場について——英蘭銀行四半期報(6月号)論文——」『日銀調査月報』64-71頁。
- 村上信一郎 (2001) 「欧州経済通貨統合とイタリア政治の構造変容(1)」『神戸大論叢』52巻1号：27-46頁。