

ユーロ市場の発展とその影響*

内 田 真 人**
露 口 洋 介**

1. はじめに——目的、構成、要旨
2. ユーロ市場の発展——主要通貨別概観
3. ユーロ市場拡大の影響
(補論)

1. はじめに——目的、構成、要旨

周知の通り、ユーロ市場は、1950年代後半、共産圏諸国が米国に保有するドル預金を欧州へ預け替えたことに端を発するといわれているが、その後とりわけ70年代に入ってから急速に拡大、80年末には早くも残高1兆ドルを超す大市場に発展した(第1表)。

このうち、ユーロ円市場についても、BISがこれを初めてユーロ統計に加えた77年9月には僅か27億ドルの規模であったものが、84年末に億ドルにまで成長し、今後もかなりのテンポで拡大していくものと見込まれている。

こうしたユーロ市場の拡大、とりわけユーロ円取引の拡大は、当然のことながら様々な面で我が国の金融システムに影響を及ぼさずにはおかない。本稿は、こうしたユーロ市場発展の過程、及び市場拡大の背景を考察するとともに、同市場と国内金融市場の関係を整理し、そこか

ら我が国のユーロ円問題を考える上でのインプリケーションを探ることを目的とするものである。

本稿の構成は次の通りである。

2.では、ユーロダラー、ユーロマルク、ユーロポンド及びユーロ円の4つの主要ユーロ市場を取り挙げ、その発展の歴史を振り返る。ここでは、これらの市場の発展を促進した共通の要因として、①当該通貨発行国に比べ金融取引等に対する規制が緩やかであること、②激しい競争や、大口取引への特化が取引コストの引下げをもたらしていること、③オイルマネーのリサイクルの影響、等を指摘する。

3.では、ユーロ市場取引の拡大が国際金融及び国内金融政策に及ぼす影響について考察する。まず、ユーロ円をも含めたユーロ市場一般の定義・特徴を整理した後、同市場が果たしている、①国際的資金移動の円滑化、②国内における金融仲介の代替、③国際金融業務に携わる

* 本稿の作成に当たっては、東京経済大学武藤恭彦助教授及び成蹊大学深尾京司講師から貴重な御助言を頂いた。

** 日本銀行金融研究所。本稿は金融研究所の共同研究の結果を内田及び露口が取りまとめたものであり、研究作業にはこの両名の他、高橋亘(現大阪支店)、中島雅之(現電算情報局)が加わった。

第1表 ユーロ市場の規模（報告提出銀行の外貨建債務残高<対居住者分を除く>）（単位 10億ドル、前年比%）

	ド		マルク		ポ ン ド		スイスフラン		円		その他共計	
	前年比		前年比		前年比		前年比		前年比		前年比	
1965年末	11.4	17.5	0.9	12.5	0.7	△12.5	0.9	12.5	n.a.	14.2	16.4	
66	14.8	29.8	1.0	11.1	0.7	0.0	1.2	33.3	n.a.	18.3	28.9	
67	18.1	22.3	1.7	70.0	0.8	14.3	1.4	16.7	n.a.	22.5	23.0	
68	26.9	48.6	3.0	76.5	0.8	0.0	2.3	64.3	n.a.	33.8	50.2	
69	46.2	71.7	4.6	53.3	0.8	0.0	4.0	73.9	n.a.	56.8	68.0	
70	58.7	27.1	8.1	76.1	0.9	12.5	5.7	42.5	n.a.	75.3	32.6	
71	70.8	20.6	14.6	80.2	2.1	[2.3倍]	7.8	36.8	n.a.	97.7	29.7	
72	96.7	36.6	19.5	33.6	2.2	4.8	8.8	12.8	n.a.	131.9	35.0	
73Ⅰ	131.4	35.9	32.0	64.1	4.6	[2.1倍]	17.2	95.5	n.a.	192.1	45.6	
73Ⅱ	179.6	32.7	32.7	4.7	4.7	17.5	17.5	243.7	243.7	243.7	243.7	
74	222.9	24.1	35.4	8.3	3.8	△19.1	18.7	6.9	n.a.	292.9	20.2	
75	272.6	22.3	40.8	15.3	3.3	△13.2	15.5	△17.1	n.a.	347.5	18.6	
76	339.9	24.7	48.3	18.4	4.1	24.2	16.2	4.5	n.a.	427.1	22.9	
77Ⅰ	398.2	17.2	66.1	36.9	5.7	39.0	21.5	32.7	n.a.	517.2	21.0	
77Ⅱ	404.2	69.8	69.8	6.7	6.7	23.3	23.3	2.7	2.7	530.0	21.0	
78	499.7	23.6	94.8	35.8	10.4	55.2	28.6	22.7	{2.3倍}	673.4	27.1	
79	630.0	26.1	130.3	37.4	15.3	47.1	42.1	47.2	10.3	873.8	29.8	
80	782.9	24.3	128.7	△ 1.2	24.4	59.5	56.5	34.2	11.2	1,056.6	20.9	
81	935.5	19.5	121.5	△ 5.6	19.6	△18.4	72.6	28.5	16.1	1,222.5	15.7	
82	971.0	3.8	116.3	△ 4.3	16.2	△18.6	62.2	△14.3	16.9	1,249.1	2.2	
83Ⅰ	1,005.8	3.6	111.7	△ 4.0	14.1	△13.0	61.8	△ 0.6	21.2	1,286.6	3.0	
83Ⅱ	1,337.2	113.8	113.8	14.6	14.6	63.9	63.9	21.7	21.7	1,614.8	2.6	
84	1,387.0	3.7	113.8	0.0	15.9	8.9	56.2	△12.1	21.7	1,666.5	2.6	

注) 報告提出銀行の所在国の範囲

1965年～73年 I の間、ベルギー、ルクセンブルグ、フランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリス計 9 国。

73年 II ～77年 I の間、カナダ、日本を追加した計11か国。

77年 II ～83年 I の間、オーストリア、デンマーク、アイルランドを追加して計14か国。

83年 II 以降、フィンランド、ノルウェー、スペインを追加して計17か国。

但し、ドルについては73年 II 以降オフショア地域の米銀支店、83年 II 以降オフショア地域の全銀行を含む。なお、83年 II 以降オフショア地域の他通貨はドルを含む。また、73年 II 以降その他の共計には米国を含む。

資料) BIS "Annual Report", International Banking Statistics

金融機関のポジション調整の場という3つの機能について順次概観する。その上で、①国際的過剰流動性との関係、②金融政策のコントロールビリティ、及び③ユーロ金融機関の業務の健全性と通貨当局の監督、指導の役割という問題に焦点を当てる。そこでは、ユーロ市場の存在が過剰な国際流動性を生み、世界的インフレの誘因となり得るとする説に対して否定的な結論を導き出す。また国内金融政策との関連では、ユーロ円市場を例にとり、同市場は、国外にあるということを除くとCD市場や現先市場等既に我が国に存在するオープン・マーケットと本質的に異なることがなく、究極的には日本銀行の金融調節の影響下にあることを示す。一方、マネーサプライの定義や準備率の設定等の面では、一段の工夫・検討が必要であることを明らかにする。さらに、ユーロ金融機関の健全性に関しては、各国通貨当局が協調してモニタリングを行うことの重要性を強調する。

2. ユーロ市場の発展—主要通貨別概観

ユーロ取引とは、ある国の通貨で表示された金融資産が、その通貨の発行国以外の国で取引されることの総称である。ユーロ市場とは、こうした取引が行われる市場一般を指すが、取引が預金・貸出の形態をとっているか、債券の発行・流通の形態をとっているかでユーロカレンシー市場とユーロボンド市場とに分類される。¹⁾ ユーロ市場に関する主たる情報源であるBISの統計²⁾によれば、84年末におけるユーロカレンシー市場の規模（グロス）は、16,665億ドル、うち米ドル建は8割と圧倒的な比率を占める（第2表）。ユーロボンド市場については、BISを中心としたユーロカレンシー市場ほど組織的な統計ネットワークはなく、ユーロ市場における新発債の件数、金額等が集計されているに止まる（第3表）。

1) ユーロ市場一般に関する解説書としては、Johnston (1983)、Dufey-Giddy (1978)、Niehans (1984)、McKinnon (1979)、McKenzie (1974)、日本興業銀行 (1974、1979) 等、ユーロ取引の実務、制度、歴史等についてはChampion-Trauman (1978)、日本長期信用銀行 (1981) 等がある。ユーロ取引の定義に関するより詳しい説明については、BIS (1979)、OECD (1978)、Johnston (1983) を参照のこと。

2) ユーロカレンシー統計の代表的なものとしてはBISの作成した統計があり、それを若干加工したものとしてモーガン・ギャランティ銀行の統計がある。

① BIS 統計

G10諸国とスイス、オーストリア、デンマーク、アイルランド、フィンランド、ノルウェー、スペインをReporting Areaとし、この域内所在の銀行本支店及び居住者が保有する対外外貨建資産（又は負債）の合計額に、パハマ、ケイマン、パナマ、ホンコン、シンガポール等オフショア市場の全銀行保有の対外外貨建資産（負債）を加えたものをユーロカレンシー市場の規模と定義。

② モーガン・ギャランティ銀行統計

BIS統計に比べ、バーレンが加わっている点、及びバーレンを含むオフショア市場については米銀以外の銀行の本支店が保有する外貨建資産（負債）を推計し、これをBISの計数に加えている点が異なる。なお、1980年までは、報告銀行間の外貨建インターバンク取引を相殺したネット統計も発表されていたが、現在ではこの計数は公表されていない。

一方、ユーロボンドに関する統計としては、OECDが毎月発表する“Financial Market Trends”がある。

ユーロ市場の発展とその影響

このようなユーロ市場は、50年代末にまずユーロダラー市場として本格的に登場し、その後急速に拡大、いうまでもなく現在では国際金融システムの主要な構成要素となっている。本節ではまずユーロ市場の発展の足取りを主要通貨について振り返ってみたい。

(1) ユーロダラー

イ、1950年代

米国外におけるドル建預金取引自体は戦前から既に存在したが (Einzig (1964))、ユーロダラー市場の本格的な発展は50年代後半以降のことである。

すなわち、東西冷戦が頂点に達した1940年代末、ソ連・東欧等共産圏諸国は、米国政府が彼等の在米資産を凍結することを惧れて、大量の

ドル預金を米国の銀行からロンドンのモスクワ・ナロウドニー銀行 (Moscow Narodny Bank) やパリの北欧商業銀行 (Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, S. A.) 等に移し換えた。これらの銀行は、この資金を当時戦災復興のため資金需要が極めて旺盛であったイタリアの銀行に転貸したが、これが一般にユーロダラー取引の始まりといわれている。

また、巨額の対外ポンド債務を抱え、しばしばポンド危機に見舞われていた英国は57年、ポンド価値防衛の一環として非スターリング地域居住者に対するポンド・リファイナンス、及び同地域居住者間の取引に対するポンド・ユーザンスの供与を禁止した。このため、ロンドンに所在するマーチャントバンクや外銀は、海外の貿易業者等に対する貸出をポンド建からドル建

第2表 ユーロカレンシー市場 (グロス) の規模

(単位 10億ドル)

	1965年末	70	75	80	84
合 計	14.2(—)	75.3(39.6)	347.5(35.8)	1,056.6(24.9)	1,666.5(12.1)
うち					
米 ド ル	11.4(—)	58.7(38.4)	272.6(35.9)	782.9(23.5)	1,387.0(12.1)
ドイツ・マルク	0.9(—)	8.1(55.2)	40.8(38.2)	128.7(25.8)	113.8(15.4)
英 ポ ンド	0.7(—)	0.9(5.2)	3.3(29.7)	24.4(49.2)	15.9(Δ10.2)
日 本 円	n.a.(n.a.)	n.a.(n.a.)	n.a.(n.a.)	11.2(—)	21.7(18.0)

注) ()内は5年間ないし4年間の年平均伸び率(%)。但し統計対象拡大の範囲は調整していない。

資料) BIS統計報告提出銀行の所在国の範囲については第1表参照。

第3表 ユーロポンド市場の規模

(単位 10億ドル)

	1970年中	75	80	84
合 計	3.0(—)	10.5(28.6)	20.5(14.3)	80.2(40.7)
うち				
米 ド ル 建	2.0(—)	4.9(20.2)	13.7(22.6)	64.3(47.2)
ドイツ・マルク建	0.6(—)	3.1(38.8)	3.5(2.2)	4.3(5.3)

注) ()内は5年間ないし4年間の年平均伸び率(%)。

資料) BIS "Annual Report"

に切換えたが、これもロンドンにおけるドル建の金融取引拡大の一因となった。さらに、58年に欧州主要通貨の交換性が回復し、非居住者が経常取引を通じて取得した欧州通貨を自由にドルに交換することが認められるようになると、資金ポジション調整のための銀行間ドル建取引も拡大していった。

ロ、1960年代

60年代におけるユーロダラー市場発展の主因は、インフレと国際収支赤字に対処するため米国が講じた各種の規制措置、特に定期性預金に対する金利規制（レギュレーションQ）であった。

すなわち、米国では、かねてから全ての商業銀行が金利規制の適用対象とされてきたが、60年代後半には金融政策の補完手段として、銀行の預金吸収力を弱め、信用供与を抑制することを目的に上限金利が市場金利比極めて低位に据置かれた。

一方、ロンドンでは、交換所加盟銀行こそポンド、外貨を問わず預金金利規制（銀行間金利協定、71年10月撤廃）の下に置かれていたが、マーチャントバンクや外銀は自由な金利設定が可能であり、ユーロダラー預金と米国内預金との金利差は、特に66年後半と69～70年の引締め局面に大幅な拡大を示し（第1図）、これを背景に米国内の預金市場からユーロダラー市場への資金シフト（disintermediation）が急速に進展した（特に69年中）。

こうした預金の国外流出に対処して、米国の大手商業銀行はユーロダラー市場からの調達を急テンポで増やし、いわば国内の預金金利規制を迂回したかたちの金融仲介がロンドン市場を利用して行われるようになった。

また、国際収支赤字の拡大に対処してとられた米国の資本流出規制も（第4表）、当時欧州に進出していた米系多国籍企業の米国からの資

金調達パイプを封じることにより、これら企業のユーロ市場からの資金調達への依存を強め、ユーロ市場を拡大する要因となった。

以上のように、米国内の規制が米国外の自由な市場の拡大を促進したことは明らかであるが、米銀が本国向けの貸出資金調達という目的のほか、米系多国籍企業の積極的な海外活動に伴ってそのニーズに応えるという目的から積極的に海外進出を行った（連邦準備制度加盟銀行の在外店舗65年末13行188店→72年107行627店）ことも、この時期の大きな特徴である。

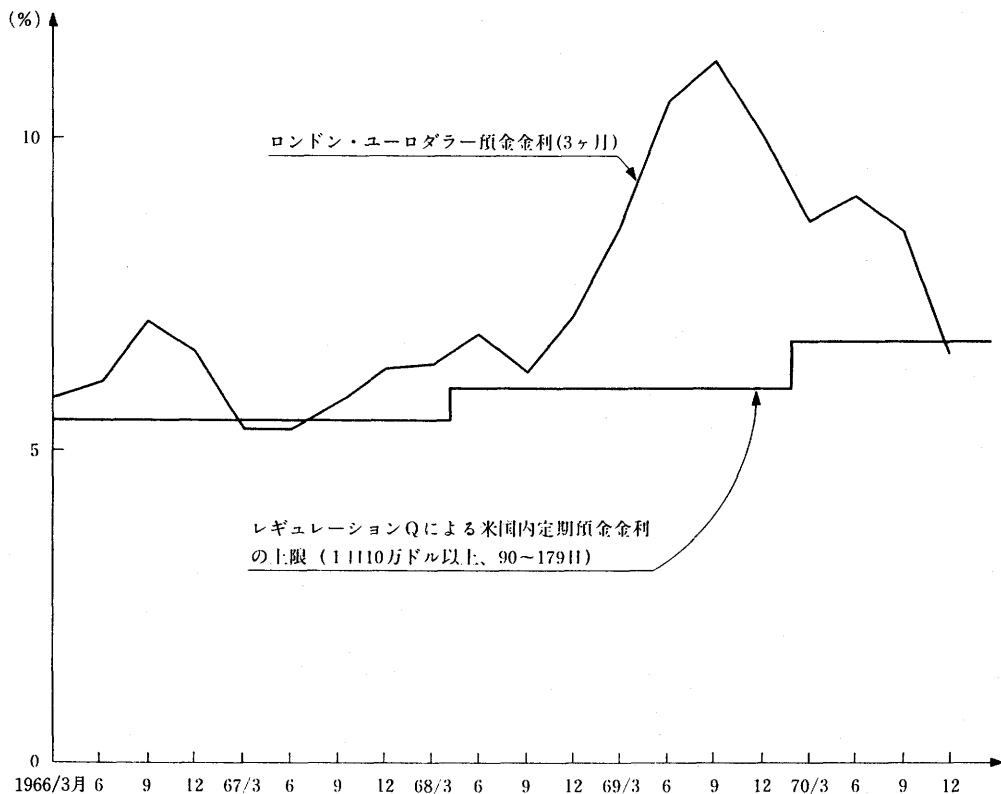
ハ、1970年代

60年代末から70年代前半にかけては、主要国でユーロ市場からの資金調達に規制が加えられるようになる一方、前述のような米国の諸規制が部分的ながら撤廃され、ユーロ市場の拡大を需給両面で促進した要因がその限りでは弱まることとなった。まず、ユーロ市場からの資金調達についてみると、米国は、69年10月国内商業銀行の海外支店や外銀からの借入、及び海外支店の米国居住者に対する貸付につき、その増加額に対して準備率を賦課することとした（当初10%、その後度々変更され、80年11月より国内定期性預金と同率の残高ベース準備率に切替えられている）。西独では、70年4月、市中銀行の対外債務増加額に対し追加的最低準備率を設定、さらに72年3月には非金融機関を含む居住者の対非居住者債務残高についてその一定割合をブンデスバンクに無利子で積立てさせる現金預託制度（Bardepot）が導入された。また、英国、日本でも、70年代の前半に金融機関の対外債務に対する規制が相次いで導入・強化された。

各国でこうした措置が講じられたのは、いずれもユーロ市場を通じる海外からの資金流入が国内の金融引締めには何らかの悪影響を及ぼすとの認識に基づくものであったが、米国において

ユーロ市場の発展とその影響

第1図 米国のレギュレーションQとユーロダラー金利の推移



資料) “Federal Reserve Bulletin”, 1966～70各号

“BOE Quarterly Bulletin”, 1966～70各号

第4表 米国の資本流出規制

名 称	時 期	内 容
・ 利子平衡税 (Interest Equalization Tax)	1963年7月 ～1974年1月	米国居住者が、外国人の発行する株式、債券等を外国人より取得する場合に課税（制定当初の税率は株式15.0%、債券等は満期に応じて2.75～15.0%）。
・ 対外投融资自主規制計画 (Voluntary Foreign Credit Restraint Programme)	1965年3月 ～1974年1月	米国内銀行の対外信用供与残高、その他の金融機関の在外流動資産保有額を規制。
・ 対外直接投資計画 (Foreign Direct Invest Programme)	1968年1月 ～1974年1月	米国内企業の海外直接投資を規制。

はまた、ユーロ市場へのアクセスの優劣によって大銀行と中小銀行との間に不公平が生じていることも問題とされた (Klopstock (1968))。

こうしてユーロ市場からの資金流入に対する規制が強化される一方で、米国内では徐々ながら金利の自由化が進み始めていた。すなわち71年12月には定期性預金金利の全面自由化を主張したハント報告が提出され、73年5月には大口定期預金 (1口10万ドル以上) について金利規制が撤廃された (70年6月に期間90日未満につき規制適用停止、73年5月に90日以上を含め規制撤廃)。一方、資本流出規制も、73年の国際収支が予想以上に好転したこと等から、74年1月、一斉に撤廃された。

これらの措置は、ユーロダラー市場の拡大を抑制する筋合いのものであるが、実際には市場の規模は70年代を通じ毎年20~30%の急テンポで拡大し続けた。この大きな要因の1つは、73年と79年の2度にわたる石油危機の結果、オイルマネーの規模が拡大し、ユーロ市場を通じたそのリサイクリングが活発化したことである。BIS (1975) によれば、74年だけで産油国からユーロ市場に新規に流入した資金は240億ドルに達したと見られている。一方、ユーロ市場資金の主な取り手は、当初は当時国際収支が大きく悪化した英国、フランス、イタリア等の先進国であったが、75年頃以降オイルマネーは主として非産油発展途上国に向けて流れるようになった。

オイルマネーの還流が主としてユーロ市場を通じて行われたのは、資金の出し手、取り手ともより有利な (高利回りの) 運用、あるいは (低コストの) 調達を求め、これに対して、ユーロ

銀行が本来備えている金融仲介コストの低さ (大口取引が主体のため取引コストが低い、準備預金負担コストゼロ等) を活かして、有利な取引機会を提供したためである。また、借手である非産油途上国の対外債務累積に伴うデフォルト・リスク (いわゆる「カントリー・リスク」) の増大に対し、ユーロ銀行がこれに対応するため、多数国の金融機関の共同出資による国際的金融子会社 (いわゆるコンソーシアム銀行) による貸付けやシンジケート・ローン、変動金利貸出等のノウハウを発達させてきたことも見逃せない要因である。これらの金融手法は、①個別銀行にとってのリスク分散、②借手の財務状況に対する監視や債務不履行の際の制裁等に関する多国間協力、さらには、③ユーロ取引の難点であった短期調達、長期運用 (期間不对応) に伴う金利リスクの克服等の面で有効な手だてであった。

二、1980年代

80年代は、これまでの急拡大の後のいわば調整期といえよう。これには、第1に産油国と非産油先進諸国との国際収支の大幅な不均衡が是正に向い、オイルマネーの規模が縮小したこと、第2に非産油発展途上国や一部産油国 (例えばメキシコ、ベネズエラ) の中で対外債務の返済が困難となる国が現われ始め、これら諸国に対するユーロ銀行の貸出態度が著しく慎重化したこと等が背景にある。

さらに、ユーロダラー市場の成長鈍化をもたらした今ひとつの要因は、ニューヨークのオフショア市場 (IBF) 設立等競争的な市場の台頭である。

米国のIBF³⁾ は、81年12月に設立が認められ、

3) IBFは独立の金融機関ではなく、当該IBFを設立した金融機関の帳簿上別建となっている一連の資産、負債勘定 (IBF勘定) のことを指す。IBFを設立できるのは、預金機関、エッジ法人、アグリーメント法人、外銀支店等である。IBF取引の相手は、他のIBF、親銀行及び非居住者に限定されている。詳細は、Key (1982) 参照。

ユーロ市場の発展とその影響

ニューヨーク州をはじめカリフォルニア、フロリダ、イリノイ等の州に設立されているが、中心は勿論ニューヨークである（82年9月現在全IBF資産の約78%がニューヨークに所在）。

IBFは、周知の通りユーロダラー市場で行われている非居住者間の取引を米国内に取り込むことによって、国際金融センターとしての米国市場、特にニューヨーク市場の地位を高め、またオフショア・バンキング業務に対する監視をしやすくするといった意図の下に設置されたもので、IBFにかかる取引については預金準備率、預金金利規制、連邦預金保険の適用が除外され、また州税、市税も免除（ニューヨーク州等）されている。特に、税制については、ロンドンでは52%の法人税が賦課されるのに対し、IBFで課されるのは46%の連邦税のみであり、IBFの方が有利である。このため BIS（1984）は、82～83年のユーロ市場の伸び鈍化の要因の1つをIBFの設立にあるとしている（第5表）。

(2) ユーロマルク

イ、1960年代

ユーロマルク市場も、1960年代には既にロンドンやパリを中心に存在していた（Einzig（1964））。西独では、61年、「対外経済法」（Aussenwirtschaftsgesetz）の制定によって為替管理が撤廃され、居住者の対外資本移動が原則として自由に行われるようになっていた。加えて、50年代後半頃から西独の経常黒字は拡大を続け、マルク切上げ思惑に基づく非居住者の投機的なマルク需要が増大した。こうした非居住者のマルク資産需要の一部は西独国内に向かったが、当時西独国内では預金金利が規制され、非金融機関の参加し得るオープン市場も未発達であったため、かなりの部分がユーロ市場へ向かうこととなった。

ロ、1970年代

西独国内の預金金利規制は67年に撤廃されたが、その後もユーロマルク市場は急速な拡大を

第5表 IBFとユーロダラー市場の規模の推移

	1) I B F (A)	2) ユーロダラー市場 (B)	(A)/(B)
	(10億ドル)	(10億ドル)	(%)
1981年 9月末	—	877.8	—
12	48.3	935.5	5.2
1982 3	80.4	941.6	8.5
6	104.3	927.5	11.2
9	116.8	960.6	12.2
12	125.1	971.0	12.9
1983 3	129.5	964.6	13.4
6	134.8	965.8	14.0
9	148.1	977.7	15.1
12	156.5	1,005.8	15.6

注) 1. 米国 IBF の対外債務残高。

2. 対 BIS 報告提出銀行の外貨建債務残高（対居住者分を除く）。

資料) BIS “International Banking Statistics”

続けた。その背景は、西独企業及び銀行の海外進出である。60年代までは、西独銀行は海外拠点を持たず、その国際業務は伝統的な「コルレス主義」によって行われていた。しかし、西独企業の海外進出に伴ってマルク建取引のニーズが高まり、一方で大手米銀がユーロマルク取引をも行い始めると、西独銀行もこれに対応してコンソーシアムバンクへの出資、現地法人の設立、海外支店の設置に乗り出し始めた。西独銀行の主たる進出先はルクセンブルグであった。

ルクセンブルグは①地理的に西独に近くドイツ語が通用すること、②準備預金制度が存在しないこと、③銀行規制が西独より緩いこと、④銀行に守秘義務が課せられていること、といった点で西独銀行にとって有利な条件を備えており、このため70年代以降ルクセンブルグがユーロマルク市場の中心地として発展していった。

こうしたユーロマルク市場の定着・発展に伴い、西独国内企業は資金調達に当たって、制約の少なくない国内に代えてユーロマルク市場に依存する傾向を強め、それがまた市場拡大を促進する力となった。西独企業にとって特に大きな制約となったのは、国内の大口融資規制である。大口融資規制は1934年12月公布の旧「信用

制度法」(Reichsgesetz über das Kreditwesen)で初めて導入され、その後数次にわたる制度改編を経ているが、その基本的な骨格は、1取引先に対する信用総額、及び大口信用の合計額を広義自己資本の一定比率以下に規制するものであり、⁴⁾ 西独の場合かなり肌目細かな内容となっているのが特徴的である。

この大口融資規制は、後述のように、81年7月当局と金融機関の間の紳士協定により現地法人が対象に加わるまでは、西独国内の金融機関のみを対象としていた。従って、西独企業は大口資金の調達に当たり、主として西独銀行の海外現地法人への依存度を強めていった。

第1次石油ショック以降は、ユーロダラー市場と同様、オイルマネーの流入がユーロマルク市場の拡大を促進した。オイルマネーの大宗はドル建資産の保有に向かったが、73年以降の主要通貨のフロート制移行以後、産油国は為替リスクヘッジのため、準備資産運用の多様化を図り、特に77～78年のドルの低落をきっかけとしてその動きは一層強まった。こうした中で、準備通貨、投資通貨として魅力の大きいマルクへの運用が急速に高まっていった。海外通貨当局はマルクへの準備資産運用に当たり、マネー

4) 61年公布の「信用制度法」による大口融資規制の内容は以下の通りである。

① 1取引先に対する信用総額が当該金融機関の自己資本(＝払込済み資本金＋準備金－自己株式)の15%を超えかつその供与額が2万マルク(後に5万マルクに増額)を超えるものを大口信用と定義し、大口信用については遅滞なくブンデスバンクに届け出なければならない。

② 1取引先に対する大口信用は自己資本の額を超えることができず、大口信用の合計額は当該金融機関の信用総額の50%を超えてはならない。

その後、76年1月「信用制度法」の改正に伴い、大口融資規制は以下のように強化された。

① 1取引先に対する信用総額が自己資本の15%を超えるものを大口信用とするが、各種保証金額の50%を対象として算入する。

② 1取引先に対する大口信用は自己資本の75%を超えてはならず、最も大口の信用5件の合計は自己資本の3倍を上回ってはならない。

③ 大口信用の合計額は自己資本の8倍を超えてはならない。

さらに、85年1月の「信用制度法」改正で以下の点を強化。

① 出資比率50%以上の子会社を含めた比例連結バランスシートによって規制を適用。

② 1取引に対する大口信用の限度額を自己資本の50%に縮減。

ユーロ市場の発展とその影響

マーケットが未発達で準備コストのかかる西独国内よりも、流動性、収益性の優れたユーロマルク市場を選好する傾向が強く（Deutsche Bundesbank (1983)）、各国通貨当局のマルク資産の過半はユーロマルク市場で運用された（79年6月末、西独国内110億マルク、ユーロ市場337億マルク）。

70年代前半、西独当局は、外資の流入によってもたらされる金融政策への攪乱的影響を遮断するため、第6表のような資本流入規制を実施した。これによって西独国内におけるマルク資産の運用が困難となった投機筋の資金は、ユーロマルク市場に集中した。一方、マルク先高感の強い状況下では、海外で長期、短期を問わずマルクのショートポジションを持つとする先は少なく、ユーロマルク市場の拡大はこの面から制約を受ける筋合いにあったが、現実にはユーロ銀行の西独企業向け貸出というチャンネルが閉じられておらず、ユーロマルク市場はこの

間むしろ拡大の方向に向かった。第6表のうち④の Bardepot はユーロ銀行の西独国内向け貸出チャンネルを遮断する効果を持つ筈であったが、実際にはかなりの適用除外（例えば輸出債権額の20%相当の控除、一定額以下の小口債務の適用除外等）が認められており、かつまた預託率も低目に設定されたこと等から、その効果は十分に発揮されなかったからである。

ハ、1980年代

80年代に入ると、ユーロマルク市場も調整期を迎える。これは、ユーロダラー市場と同様、主としてオイルマネーの規模が縮小したこと、非産油発展途上国に対する融資態度が慎重化したことによるところが大きい。市場規模の落込みはユーロダラーよりもユーロマルクの方がより早く始まり、その程度も大幅であった。その第1の原因としては、79年以降のドル金利高騰によって投資通貨としてのマルクの相対的な魅力が薄れたことが挙げられよう（Deutsche

第6表 西独の資本流入規則

	規 制 の 内 容	実施時期
①	市中銀行の対外負債増加分についての追加的最低準備率設定（なお、残高ベースでも対外負債は準備率の適用対象）。	70年4月 ～74年1月
②	非居住者預金に対する付利について許可制導入（実質上付利禁止）。	71年5月 ～75年9月
③	非居住者によるマルク建短期証券の取得について許可制導入。	71年5月 ～81年2月
④	国内居住者の対外借入れについて最低準備率を課するいわゆる“Bardepot”（現金預託制度）を導入。	72年3月 ～74年10月
⑤	非居住者によるマルク建長期債券の取得に対する許可制導入。	72年6月 ～75年8月 緩和

Bundesbank (1984))。第2の原因は、西独当局が西独銀行のユーロバンキングに対して規制を強化したことである。これは、「西独金融機関の現地法人の経営実態をみると、国内金融機関に対して求められている基準に比べ相当かけ離れたものとなっており、信用の拡大に伴う危険が増大している」(Deutsche Bundesbank (1981)) ことに対処した措置であるが、同時に当時マルクの国際化、特に準備通貨化に否定的であったブンデスバンクのスタンスも影響していたものと考えられる。

具体的な措置としては、まず78年に連邦銀行監督局と西独銀行との紳士協定により、ルクセンブルグ現地法人の活動について毎年報告を徴求することが取決められた(Deutsche Bundesbank (1981))。その後81年には、連邦銀行監督局、ブンデスバンクと西独各金融機関との間で①連邦銀行監督局及びブンデスバンクに対し、子会社(出資比率100%)を含めた四半期連結財務諸表を報告する、②与信限度額規制(自己資本の18倍以内)及び大口融資規制に関しては、連結ベースの適用及び報告を義務付ける旨の紳士協定が締結された。

この結果、ルクセンブルグ現地法人を利用した大口融資規制回避は不可能となった。さらに、前述の通り85年1月には信用制度法の改正により、従来紳士協定によって行われていた連結ベースによる規制の適用が法制化され、同時に、大口融資規制適用上連結対象となる子会社への

出資比率が100%から50%へ引き下げられる等ユーロバンキングに対する規制はさらに強化された。

(3) ユーロポンド

イ、1960年代

ユーロポンド市場は60年代初期からパリを中心に存在した(Einzig (1964))。市場を発展させた大きな要因は、英国内銀行に対して3国間貿易向けポンド建信用供与を制限する1957年の措置であった。⁵⁾

もっとも、これらの措置はユーロダラー市場の項でみたように、ユーロポンド市場よりもむしろユーロダラー市場を拡大させる要因として大きく寄与した。なぜならば、当時別にユーロポンド市場の拡大を抑制するファクターが存在したからである。その1つは従来から居住者の在外ポンド建預金の保有が禁止されていたことである。今ひとつは頻発するポンド危機であり、その結果非居住者は投機的な目的でポンド建資産を保有しようとはしなかった。従って、ユーロポンド市場の規模は事実上貿易取引等の必要性から英国内銀行に預けられていた非居住者のポンド建預金(いわゆる振替可能勘定)の規模に制約されるかたちとなっていた(Einzig (1964))。

ロ、1970年代

しかし、70年代後半ごろからユーロポンド市場は拡大に向かう。その要因としては、ユーロ

5) 英国は、戦後数次にわたるポンド危機に見舞われ、それに対処するため、以下のように国外におけるポンドの使用を制限してきた。

- ① 57年9月、非スターリング地域居住者に対するポンド・リファイナンス、非スターリング地域居住者間の取引に対するポンド・ユーザンス供与を禁止。
- ② 68年11月、公認為替銀行による非居住者間ポンド建貿易信用に対し許可制を導入。
- ③ 76年11月、英国、アイルランド共和国及びジブラルタル以外の3国間貿易に対するポンド建融資、及び3国間貿易の対非居住者ポンド建代金決済を禁止。

ユーロ市場の発展とその影響

市場全般にいえることであるが、石油危機後のオイルマネーのリサイクリングが挙げられる。オイルマネーがポンドへの運用にも向かったのは、北海油田の開発に伴う英国国際収支の好転を主因にポンド相場が回復したことが1つの大きな要因であり、それがユーロポンド市場を中心に運用されたのは、英国において高率の準備率が存在したためである。当時、英国内銀行のポンド建預金に対しては、通常の準備率（現金準備率、残高ベースの特別預金制度⁶⁾）に加えて、増加額ベースの特別預金制度（いわゆるコルセット）が適用されていた。

コルセットは73年12月に導入され、利付対象債務につきその増加率に応じた累進的な預入率（5%、25%、50%の3段階）に従い、英蘭銀

行に対し無利子の特別預金の預入を義務づけるものであり、低率の現金準備率（1.5%）やTBレートに連動した金利の付される残高ベースの特別預金制度に比べ、そのコストは極めて高いものについた。

この間、79年10月にはこれまで引延ばされてきた英国の為替管理撤廃が実現し、居住者保有ポンドの対外運用が自由化されたため、居住者預金がコルセット回避のためユーロ市場に大量にシフトしたこともユーロポンド市場の拡大に大きく寄与することとなった（Bank of England (1982)）。

ハ、1980年代

しかし、80年6月、コルセットが廃止されると⁷⁾「英国内市場でポンド預金を保有すること

6) 当時の現金準備率と残高ベースの特別預金制度の概要は以下の通り（81年6月に制度変更、日本銀行調査統計局（1981）参照）。

	現金準備率	残高ベースの特別預金制度
対象債務	1. ポンド建預金（2年超の定期預金を除く）。 2. ポンド建銀行間債務超過額。 3. ポンド建海外本支店勘定債務超過額。 4. ポンド建CD債務超過額。 5. ポンド建仮受金勘定。 6. 統計徴求上の指定銀行及び自行在英支店間の未達勘定債務超過額の60%。 7. 外貨建債務超過額。	同 左。
預入形態	英蘭銀行に対する無利子預金（決済に使用可）。	英蘭銀行に対する利付預金。TB入札利回りに連動。
預入率	対象債務の1.5%。	対象債務の一定比率（79年9月～80年1月の間は2%）。

7) コルセットの実施に伴い、銀行は企業に対し同制度の対象債務増加に結びつかない銀行引受手形の発行を懲罰するようになったため、マネーサプライは統計上増勢鈍化するにもかかわらず実質上新たな信用供与がなされるという自体が生じた。この問題を回避する趣旨からコルセットは廃止された（日本銀行調査統計局（1981））。

によるコストは軽微なものとなり、ユーロ債券市場との間の金利差は事実上解消した。⁸⁾ その一方でロンドンには高度に発達した市場を持ち、多様な債券建資産を提供できる」(Bank of England (1984)) ところから、債券建の金融取引は再び英国内市場に戻り、さらに、債券相場の軟化やオイルマネーの縮小もあって、ユーロ債券市場は急速に縮小してきている。

(4) ユーロ円

イ、1970年代

ユーロ円市場は、1970年代前半までは微々たる存在で(ユーロ円預金残高は残高は1億ドル未満の水準)市場と呼べるようなものではなかったが、70年代後半に入ると以下のような事情から、外国中央銀行・政府等の保有を中心として急速に拡大を示すようになった。その背景の第1は、我が国の経常収支黒字基調を映じて円の強さに対する認識が高まってきたことである。第2は、外貨準備増加に伴う産油国の保有資産多様化の動きが強まったことである。第3は、本邦円建輸出の増加、円建シンジケート・ローン、円建外債の盛行等に伴い海外において円資金保有の必要性が高まったことである。この場合、外国中央銀行・政府等が円資産運用の一環として円預金を増加させる方法としては、非居住者円預金(1980年12月の外国為替管理法改正により従来の非居住者自由円預金を改称)を通じるものとユーロ円預金を通じるものの2つがあったが、実際にはユーロ円預金を中心に預入増が図られた。これは、当時、臨時金利調整法により非居住者円預金の上限金利も規制

されていたのに対し、ユーロ円預金は金利形成が自由であったことによる。

こうして1970年代末には、ユーロ円預金の残高は100億ドル(BIS統計)を超える規模となり、ユーロカレンシーに占める円のウエイトも1%強となった。この間、ユーロ円債については、1977年4月以降発行が認められたものの、発行先が外国政府、国際機関等に制限されていたこともあって、発行額は毎年度1,000億円以内と小規模に止まった。

ロ、1980年代

1980年から81年前半にかけては、円安傾向が強まった上、円安対策の一環として80年3月に外国公的機関(外国政府・中央銀行及び国際機関)の非居住者円預金金利が自由化されたこともあって、外国公的機関の保有減少(非居住者円預金等への運用替え)を主因にユーロ円預金の増勢は一時鈍化した。しかしその後、外為法改正に伴い本邦為替銀行がロンドンを中心に金利裁定取引を活発化させたことを主因に、ユーロ円預金は再び増加傾向に転じた。BIS統計によれば、84年末には、ユーロ円預金残高は217億ドルに達し、ユーロカレンシーに占める円のウエイトは1.3%とまだ小さいものの、米ドル(83.2%)、ドイツ・マルク(6.8%)、スイス・フラン(3.4%)に次いで4番目となっている(第1表参照)。また市場別には、ロンドン、シンガポール、香港、ニューヨーク等で取引されているが、このうちロンドンの取引が全体の6割強と大宗を占めている。なお、この間ユーロ円債の発行は引続き低調に推移した。

上記の通り、ユーロ円市場の拡大は主として

8) 現状ユーロ債券市場と比較してコスト・アップ要因となるのは、現金準備比率(1981年8月以降0.5%)と預金保険料(0.01%)のみ。これは、例えば米国の準備率(83年6月以降、期間1年半未満の定期預金(個人分を除く)の場合3%)と預金保険料率(0.083%、但し当該年の収支に応じて払い戻しがあるため、実際の保険料率は80年0.037%、81年0.071%)に比べかなり軽微なものである。

ユーロ市場の発展とその影響

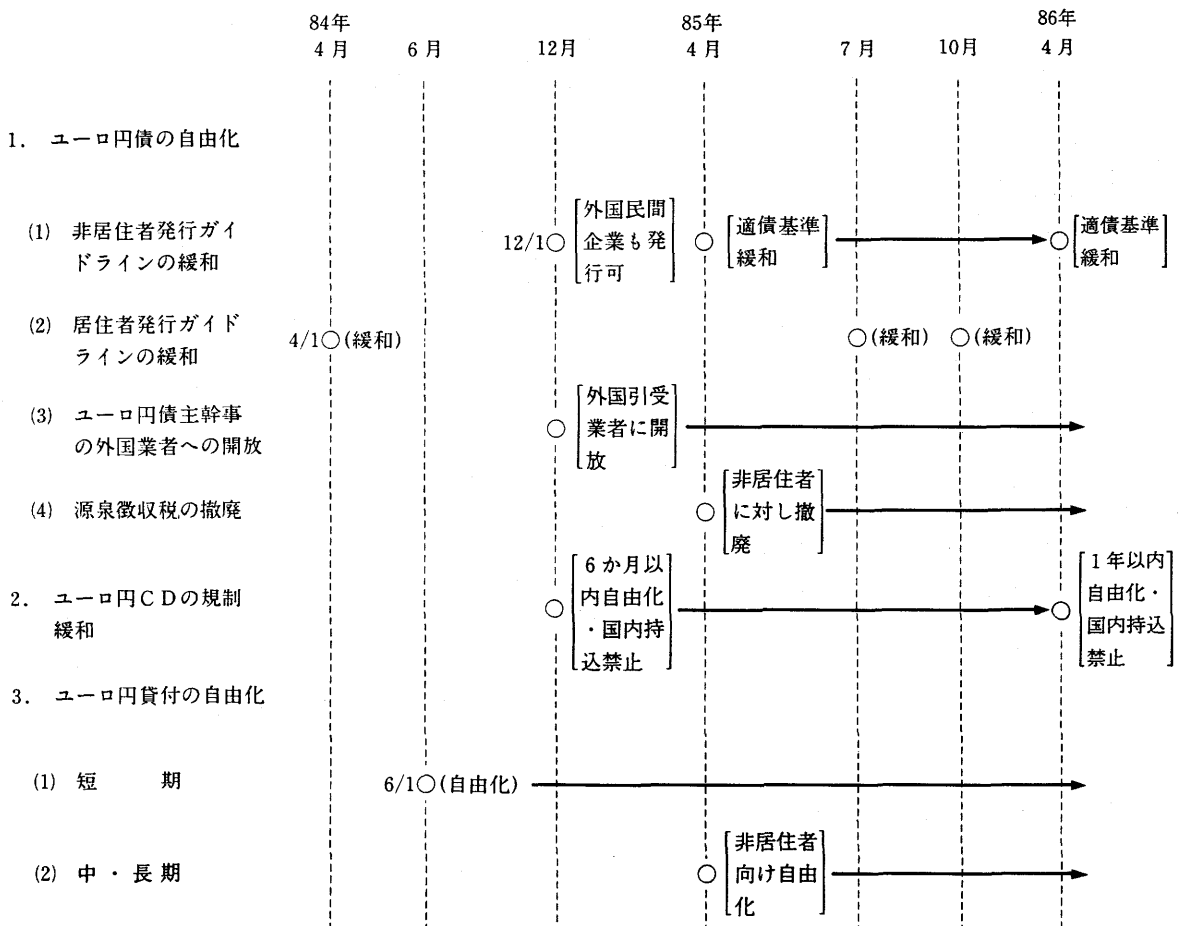
預金市場を中心としたものであったが、これはユーロ円債発行等については、国内の金融自由化（金利規制、長短分離、起債調整等）との兼ね合いから引続き規制が維持されていたためである。

しかしながらこうした諸規制も、84年5月の日米円ドル委員会での合意等もあって漸次その自由化が進められてきている。すなわち、まずユーロ円債については、居住者の発行が84年4月に解禁され、非居住者の発行も同年12月、従来外国政府等に限ってきたものが民間にも解禁された。この間、適債基準や税制措置も順次緩和が図られており、ユーロ円債発行は急増をみ

るようになっている。次にユーロ円CDの発行は84年12月、邦・外銀を問わず、①期間6か月以内、②国内への持込み禁止、を条件に完全自由化された。またユーロ円貸付については、短期は84年6月に完全自由化され、中・長期貸付も85年4月に非居住者向けについては解禁された（居住者向けは長期プライム・レート慣行維持等の観点から引続き規制）。

なお、最近行われたユーロ円市場の自由化措置、及び現在残されているユーロ円に関連した規制とその目的については第7表、第8表の通りである。

第7表 ユーロ円市場の自由化の推移



第8表 ユーロ円関連の現行規制とその目的

規 制 の 内 容	規 制 の 目 的	備 考
ユーロ円債起債における有担原則又は適債基準厳格適用	国内起債市場との平仄	適債基準緩和等により漸次弾力化
ユーロ円債利子源泉課税	国内税体系との平仄	85年4月以降対非居住者支払い分については免除
ユーロ円CD、金融債発行制限・禁止	長短分離	84年12月以降非居住者向け短期CD発行自由化（6か月以内、国内持込禁止）
ユーロ円中・長期貸付自粛要請	長プラ体系維持・窓口指導の有効性	85年4月以降非居住者向け自由化（短期については84年6月以降居住者向けも自由化）
居住者のユーロ円預金創設原則禁止	国内預金金利規制維持	原則禁止持続 〔但し個人の開設で10百万円以下は要許可事項〕

3. ユーロ市場拡大の影響

本節では、まずユーロ市場が各国内のオンショア市場との比較において有している特徴を明らかにするとともに、同市場が果たしている機能について整理する。次いで、ユーロ市場取引の拡大が国際金融及び国内金融政策に及ぼす影響について考察する。⁹⁾

(1) ユーロ市場の特徴と機能

イ、ユーロ市場の特徴

ユーロ市場の特徴を国内市場との比較においてみた場合、最も重要なのは次の3つであろう。

- (イ) 各種国内規制・監督からの自由
- (ロ) 国際資金取引に特化した効率的、競争的な市場（その背後に国際金融取引に関する情報・ノウハウの集中・蓄積）
- (ハ) インターバンク取引の比重の高さ
以下それぞれについて簡単に説明しよう。
- (イ) 各種国内規制・監督からの自由
ユーロ市場の1つの大きな特徴は、国内取引に通常適用される各種の規制や取引慣行を免れているということである。¹⁰⁾ もちろんユーロ取引といえども市場所在地当局による規制・監督の対象とはなるものの、一般に外貨建取引に対する規制は自国通貨

9) ユーロ市場の活動と表裏一体の関係にある国際的な資金移動の活発化が①国内の金融政策の独立性及び②為替相場の安定性に及ぼす影響については、Frenkel-Rodriguez (1982) モデル及び Driskill-McCafferty (1982) モデルをもとに分析した日本銀行金融研究所 (1985) を参照。

10) 例えば、法定準備率、業務分野規制、バランス・シート規制、金利規制、量的貸出規制、税金面での優遇。また、多くの場合、利子源泉徴収課税の不適用。

建取引にかかる規制に比べ緩く、特にオフショア・タイプのユーロ市場は、取引誘致を念頭にユーロ取引にかかる規制の範囲を最小限に止めたり、優遇措置を講ずる場合が多い。

(ロ) 競争的、効率的な国際資金取引市場

ユーロ市場の第2の特徴は、国際資金取引に特化した効率的な市場という点である。

ユーロ市場の多くは発達した伝統的金融センターに位置しており、情報収集・人材確保といった点で環境に恵まれている。その上、各国金融機関の自由な参入と活発な営業活動は、市場をより競争的、効率的なものにする。こうして国際資金取引に関する情報が集中・蓄積され、新しい取引手法が開発されて、リスクの分散、コストの軽減が図られ、¹¹⁾それがまた国内取引のユーロ市場へのシフトを促す要因となる。

(ハ) インターバンク取引の発達

ユーロ市場では、ユーロ銀行間の取引が残高ベースで総取引のき前後（BIS統計、1984年末）と非常に高い割合を占めており、国内金融市場と大きな対照をなしている（因みに我が国の国内銀行債務（全銀ベース）に占める対金融機関債務のシェアは1984年末時点で11%）。このようなインターバンク取引の比重の高さは、いうまでもなく効率的な国際資金取引の場という上述の特色からくるものであり、ユーロ市場に参加している銀行を通じて国際的な規模で資金配分の効率化が行われていることを示し

ている。

ロ、ユーロ市場の機能

ユーロ市場は大きくわけて、次の3つの機能を果たしているといえよう。第1は、各国に偏在する資金を再配分する機能、第2は国内金融取引の一部を肩代りする機能（いわゆるパラレル・マーケットとしての機能）、そして第3は、国際金融取引に従事する金融機関のポジション調整のためのインターバンク市場としての機能である。

(イ) 各国間の資金仲介

各国間の資金過不足の調整はユーロ市場が担っている最も積極的な役割であろう。その端的な例は、経常収支黒字国から赤字国へのファイナンスの仲介である。2次にわたるオイル・ショックの後、産油国に累積されたオイル・マネーのかなりの部分がユーロ市場を経由して非産油発展途上国等へと還流したことは記憶に新しい（第9表参照）。¹²⁾ユーロ市場のこの資金配分機能は、国際的な分業体制、貿易の維持拡大に大きく貢献している。

(ロ) 国内金融市場からのシフト

ユーロ市場の第2の機能は、国内市場に対し disintermediation のチャネルを提供することである。例えば、ユーロ銀行のドル建債権債務の各々12.7%、17.9%が米国居住者に対するもの（84年末）であるが、このように、本来国内市場において行われた筈の金融仲介がユーロ市場にシフトする最も大きな原因は、前述のように国内取引にかかる規制・慣行の回避である。こうした国内規制の回避以外にも、国内金融市場の底が浅い小国等の場

11) 例えば、LIBOR（ロンドン銀行間貸付金利）を基準としたフロート金利貸出や Floating-Rate Note の発行による金利リスクの軽減、シンジケート方式の大型ローンによるデフォルト・リスクの分散、借手国に対する交渉力強化等がある。さらに、ユーロ市場では取引当事者の国籍にかかわらず商品の種類、契約条項の統一化を図ることができ、また各種申請書・報告書作成の手間も省かれるため、事務コストの引下げが可能である。

12) ユーロ市場を通じるオイル・マネーの還流については、Johnston (1983) あるいは Solomon (1975) が詳しい。

ユーロ市場の発展とその影響

第9表 地域別経常収支とユーロ市場

(単位 億ドル、年平均)

		1974～75年	76～78年	79～80年
経 常 収 支	O P E C (A)	490	195	875
	G 10 + ス イ ス(B)	20	85	▲ 375
	中 小 先 進 国(C)	▲ 175	▲ 185	▲ 170
	非 産 油 発 展 途 上 国(D)	▲ 275	▲ 185	▲ 525
中小先進国及び非産油発展途上国の経常赤字 (C)+(D)		▲ 450	▲ 370	▲ 695
フ ア イ ナ ン ス	市 場 調 達 額	290	375	485
	うち 新規ユーロ借入 (上記経常赤字に対する比率)	95 (21%)	150 (41%)	290 (42%)
	そ の 他 の 資 本 流 入	110	125	260
	対外準備取崩(▲は増加)	50	▲ 130	▲ 50

注) Johnston (1983) の推計をもとに作成。

合、ユーロ市場の仲介コストが国内市場における仲介コストを下回っていることが誘因となっているケースも少なくない。

(ハ) 金融機関のポジション調整

ユーロ市場の第3の機能は、国際金融活動に携わる金融機関の間における各種ポジションの調整である。この機能はさらに以下の4つに分類できよう。

- ① 個別ユーロ銀行の一時的な資金過不足の調整
- ② 資金調達能力と運用能力のギャップの調整——有力銀行が非銀行部門から調達した資金を、資金吸収力の弱い中小銀行や海外支店、現地法人へ移転。
- ③ 地理的資金偏在の調整——投資機会の豊富な国に所在する金融機関と、資金余剰金融機関との間における国際的規模での資金再配分。
- ④ 通貨別ポジションの調整

以上(イ)～(ハ)のような3つの機能を通じて、ユーロ市場は国際的な資金移動の円滑化に貢献してきた。しかし一方では、その拡大テンポが目ざましく、また市場規模自体が非常に大きくなってきたことから、国際金融及び各国の国内金融の両面に対するその攪乱的影響についての懸念が生じたことも事実である。そこで以下では、①60年代から度々問題にされた国際流動性の問題についてサーベイを行った後、②国内金融政策に対する影響についてユーロ円のケースを例にとり考察する。そして最後に、③ユーロ金融機関の健全性、またこれとの関連において、中央銀行による監督・指導の役割についても言及する。

(2) ユーロ市場と国際流動性

1960年代以降、世界的にインフレが長期化するにつれ、その原因の一端を法定預金準備を免れているユーロ市場における過剰な国際流動性

(ドル) 供給に求める見方が強まった。これを受け、学界では様々なモデルに基づいたユーロ市場の信用乗数の推計が行われた。これらを実大別すると以下の通り、①固定乗数モデルと②ポートフォリオ・モデルの2つとなる（詳細については補論参照）。

① 固定乗数モデル——ユーロ市場はそれ自体として closed システムでないため、ユーロ市場で調達された資金が何らかの支払に充てられると、支払を受けた側は通常資金の大半を保有し、ユーロ市場に還流するのはごく僅かと考えられる。この点に着目した各種推計（以下の実証例は、全てユーロダラーのケース）によれば、ユーロ市場の信用乗数は、1.02から1.2程度の範囲との実証結果が得られている。

また、ユーロ取引へのシフトにより準備が節約される結果、国内・ユーロ市場を統合した信用乗数がどの程度上昇するか、という角度から分析したモデルでも、ユーロ市場がない場合に比した乗数の上昇は8%程度という推計結果が得られている。

② ポートフォリオ・モデル——上記固定乗数モデルでは、資金需要サイドの要因、金融機関の行動、中央銀行の市場調節態度等に対する検討が欠落している。例えば、預金在国内からユーロ市場にシフトするとユーロ金利は下落、国内金利は上昇する筋合いにあるが、これは逆にユーロ市場から国内へのシフト・バックを促し、当初のシフトを一部オフセッ

トする筈であり、信用乗数が1以下になることもあり得る。すなわち、信用乗数の大きさは、各種の取引主体の行動様式（金利に対する弾力性）に依存すると考えられる。こうした点に注目し、一般均衡分析の枠組みのなかでユーロ信用乗数を考えたのが、ポートフォリオ・モデルである。このタイプのモデルに基づいた実証分析を行うのは困難であるが、中央銀行が国内金利を一定に保つと仮定した上で推計を試みた例では1.05になるという結果がある。

上記2つのモデル及びそれらに基づく実証分析にはそれぞれいくつかの問題があり、「信用乗数」の大きさはある程度の幅をもってみるべきであるが、いずれにせよ1を大きく上回らない¹³⁾ というのが一致した結論¹⁴⁾ である。

(3) ユーロ市場と国内金融政策

国内の金融政策運営との関連で最も重要な問題は、ユーロ市場が拡大を続けた場合、国内金利がユーロ市場の動向に引きずられ、中央銀行が短期金利のコントローラビリティを失うことがないかどうかという点であろう。この点を考えるために、単純な具体例を用いてユーロ預金（以下ではユーロ円預金を例にとることとする）が創出されるメカニズムを概念的に整理してみれば次のようになる（ユーロ円預金にかかる現行規制が撤廃され、本邦居住者も自由にユーロ円預金を保有できると仮定、第10表）。

13) ユーロ信用乗数が1に近い値であることと、ユーロダラー市場が65～80年代に平均年率2～3割増のペースで拡大を遂げたということは矛盾するものではない。後者はむしろユーロ預金選好の高まりを反映し、国内預金経由からユーロ預金経由へ金融仲介ルートの迂回が増加したことを示す。

14) ユーロ市場における信用（流動性）創造に関しては、ここで展開する議論とは別の観点もある。すなわち、ユーロ市場が流動性の net supplier であるためには、ユーロ銀行全体のバランス・シートを統合し、その資産（貸出）との比較において負債（預金）の流動性が高い必要があるというものである。しかしこうした意味での流動性供給も限られたものとの見方が支配的。

① 国内円預金の振替り

——国内に円預金¥100を持っているW社がそれを海外にある自己円勘定に移し替えた場合、ユーロ銀行Bは国内銀行Aに対し円建債権（本支店円勘定もしくはコルレス円勘定借残等）¥100を取得し、これに対応して国内銀行Aでは円預金¥100が落ちて対ユーロ銀行Bの円建債務（預り金）が発生する（設例イ）。

② 海外での外貨円転換

——海外X社がドル預金\$100を引落し円転してユーロ円預金¥100（簡単化のため\$1=¥1と仮定）が創出される場合、ユーロ銀行Bは為替変動リスクを回避するため円対価でドルを売却するのが通常であり、その結果ユーロ銀行Bは国内銀行Aに対し円建債権（預け金）¥100を、国内銀行Aはユーロ銀行Bに対して円建債務（預り金）¥100をそれぞれ取得する（設例ロ）。

③ ユーロ円を原資とする貸付

——ユーロ銀行Bは既に受入れたユーロ円預金¥100の代り金の1割を準備として保有し、残り¥90を海外Y社に貸付、Y社は借入の代り金¥90をユーロ銀行Cへ預入。この場合、ユーロ銀行Bは国内銀行Aに持つ自己口座から¥90を引き落す。また、ユーロ銀行CはY社預金¥90を開設し、国内銀行Aに対し円建債権¥90を取得する。この間、国内銀行Aの円建債務は、その¥90がユーロ銀行B→ユーロ銀行Cへ名義が変わるものの、ユーロ銀行全体に持つ円建債務は¥100と変化しない。この結果、ユーロ円を原資とする貸付の場合、一見国内の円ベース・マネーの支払準備とは無関係にユーロ円預金残高が拡大するようにみえるが、国内に呼び戻して何らかの支出に当てることを前提としないでユーロ銀行から与信を受け、ユーロ円預金を増やす行

為がいつまでも続くということは実際にはあまり考えられず、現実にはその過半がユーロ市場から国内市場へ漏出（＝国内における支出に充当）するものと考えられる。また、ユーロ銀行はこうした円預金引出に備えた決済準備として、国内銀行に対してかなりの程度の円建債権を保有するのが一般的であり、その限りでこうした信用創造活動も①②の場合と同様、国内銀行部門の円ベース・マネーの支払準備と係わりを持つことになる（設例ハ）。

以上みた通り、ユーロ円は、地理的には国外にあるとはいえ、最終的には国内円預金と同様円ベース・マネー準備に支えられている。そうである以上、円ベース・マネーの唯一の供給者である日本銀行がコントロールする国内支払準備市場の金利が、裁定を通じて円建短期金利全体の水準を左右するという枠組み自体が、ユーロ円市場の発生によって変化する訳ではない。その意味では、ユーロ円市場といっても金融調節という観点からは現先市場やCD市場等国内オープン市場と本質的に異なることはないといえよう。因みにこれまでの現先金利とユーロ円金利との関係をみると第2図のように、資本流入規制が大幅に緩和され、非居住者が現先市場に参加を認められた1979年以降、両者は非常に密接な関係を保っており、特に84年の円転規制撤廃後はほぼ完全な裁定が働いている。

しかしながら、日本銀行による短期金利のコントロールが間接的にユーロ円市場に及んでいくとしても、マネーサプライのコントロールについてはなおいくつかの問題が残されている。その第1は預金準備率に係わるものであり、第2はマネー指標の定義に関するものである。

イ、ユーロ円と預金準備率

第11表ケース1はユーロ円債務に準備率が課せられていない状態の下で非金融機関が国内銀

ユーロ市場の発展とその影響

行にある預金をユーロ預金へシフトさせた場合、準備率適用対象の預金が、対象外の対ユーロ銀行債務（本支店・コルレス預り金）に振替えることを例示したものである。¹⁵⁾ シフト直後には、国内銀行の負債面において、とから過剰準備が発生する。国内銀行はこれを

第10表 ユーロ円取引の事例

(国 内)

(海 外)

イ、国内円預金の振替り

A 行		B行(又はA行海外店)	
(日銀預け金 ¥100)	(W社預金 ¥100)		
	W社預金 - ¥100	A行預け金 + ¥100	W社預金 + ¥100
	B行預り金 + ¥100	(又は本支店 a/c)	
	(又は本支店 a/c)		

ロ、海外での外貨円転換

A 行		B 行	
		(C行預け金 \$100)	(X社預金 \$100)
C行預け金 + \$100	B行預り金 + ¥100		X社預金 - \$100
		C行預け金 - \$100	" + ¥100
		A行 " + ¥100	

C 行	
(Fed預け金 \$100)	(B行預り金 \$100)
	B行預り金 - \$100
	A行預り金 + \$100

ハ、ユーロ円を原資とする貸付

A 行		B 行	
(日銀預け金 ¥100)	(B行預り金 ¥100)	(A行預け金 ¥100)	(W社預金 ¥100)
	B行預り金 - ¥90	A行預け金 - ¥90	
	C行預り金 + ¥90	Y社貸付金 + ¥90	

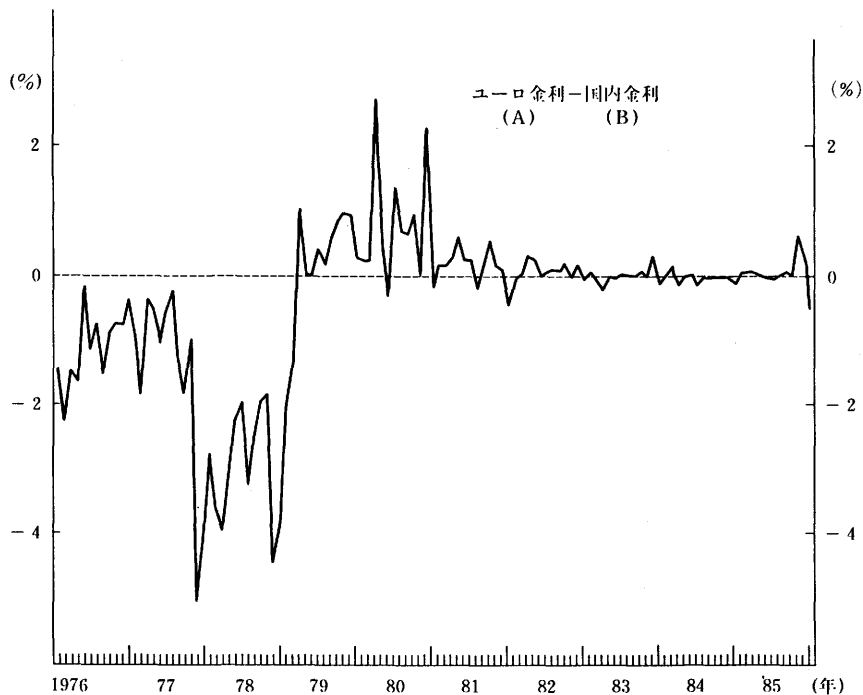
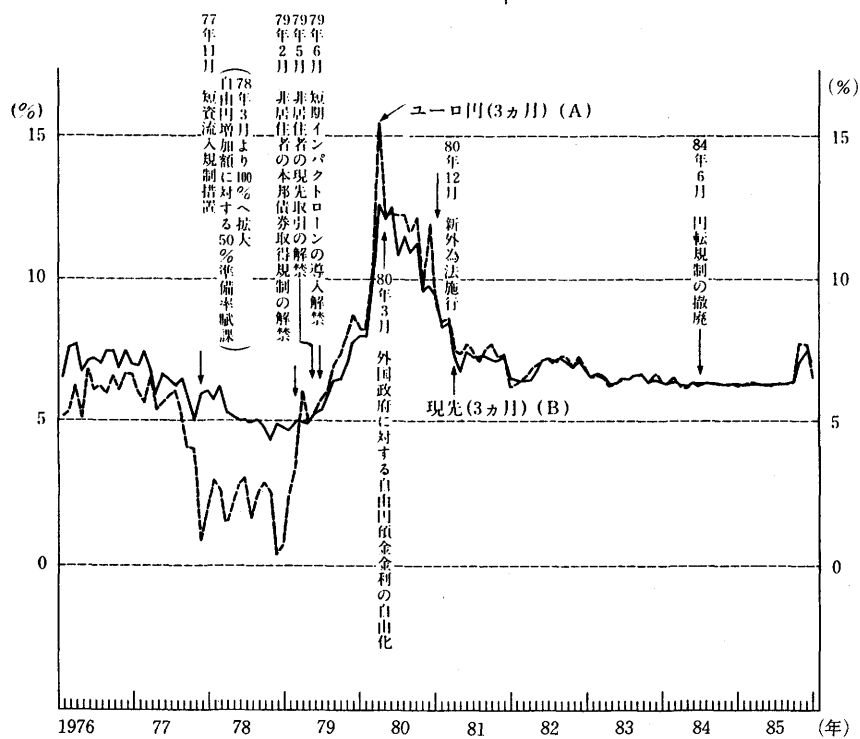
C 行	
A行預け金 + ¥90	Y社預金 + ¥90

15) 以下の例は極めて単純化されたものであり、厳密にはユーロ取引に係わる金融機関、企業等の預金、借入需の金利弾力性、中央銀行の市場調整ルール（準備供給量重視か、市場金利重視か）等をも勘案する必要がある。

ユーロ市場の発展とその影響

第2図 ユーロ金利と国内金利

(日本円)



ユーロ市場の発展とその影響

受けて貸出を増やす結果、国内銀行部門とユーロ銀行部門を合わせたマネーの量は増加する。国内金融機関の対ユーロ銀行債務に準備率を賦課すれば（ケース2）こうした事態は一応妨げられるが、ユーロ銀行が直接国内非金融機関部門に貸出を行えば（ケース3）、国内とユーロ

市場とを合わせたマネー総量は増加する。これを防ぐためにはユーロ銀行の債務に直接準備率を賦課する必要があるが、実際上関係国の協力を得るのは困難であり、各国が個別に対応を図っているのが現状である。¹⁶⁾

第11表 ユーロ取引と預金準備金、マネーサプライ

ユーロ取引開始前の状態	国内銀行		マネーサプライ $M=1000$ ($M/R=10$)
	R 100 Ld1000	B 100 Ld 100	

ユーロ債務準備率が課されていない場合	国内銀行に対ユーロ銀行債務準備率（10%）が課される場合				
(ケース 1)	(ケース 2)		(ケース 3)		
国内銀行からユーロ銀行への預金シフト	同 左		ユーロ銀行の国内貸出		
国内銀行	ユーロ銀行	国内銀行	ユーロ銀行		
R 100 Ld1000	B 100 Dd 900 C 100	C100 De100	R 100 Ld1000	B 100 Dd 900 C 100	C 100 De100
[過剰準備10]		[過剰準備 0]			
↓	↓		↓	↓	
R 100 Ld1000	B 100 Dd1000 C 100	C100 De100	R 100 Ld1000	B 100 Dd1000	Le100 De100
[Dd100増加]					
M 1000 (M/R 10) M+ユーロ100 (M+ユーロ/R 11)		M 900 (M/R 9) M+ユーロ1000 (M+ユーロ/R 10)		M 1000 (M/R 10) M+ユーロ1100 (M+ユーロ/R 11)	

但し、R：国内B/K準備

De：ユーロB/K預金(ユーロ預金)

B： " 中央銀行借入

Le： " 貸出

Ld： " 貸出

C：コルレス勘定(国内B/Kのユーロ債務)

Dd： " 預金(M)

国内預金準備率=10%

16) ユーロ銀行の債務に対する準備率については連邦準備制度理事会 Miller 議長の提案を受け、1978年から79年にかけて、BIS Larre, Lamfalussy 両委員会を中心に検討されたが、結局各国の金融制度の違いや利害の対立もあって統一的な規制の導入には至らなかった。

例えば、米国では、現在ユーロ債務に国内預金(残高5万ドル超、30日～179日)と同率の3%の準備率を課している。また、過去(69年10月～78年8月及び79年10月～80年7月)には米国国内商業銀行海外支店の米国居住者に対する貸付についても、その増加に対して準備率を賦課していた(当初10%、その後準備率を頻繁に変更)。

一方、我が国では国内預金に対して1.625%の準備率(残高3.3兆円超の定期性・譲渡性預金)を賦課している一方、対ユーロ銀行を含む債務(非居住者円勘定にかかる債務残高についての準備率)には0.25%を課している。

ロ、マネーサプライの定義

次にやや技術的な点ではあるが、ユーロ円をマネーサプライ統計においてどう取扱うか、といった問題がある。前項でもふれた通り、ユーロ円預金と国内円預金の間で大規模なシフトが生ずるような状況の下では、国内円預金のみを対象とするマネーサプライ(以下国内M)の計数と、これにユーロ円預金を加えたマネーサプライ(以下M+ユーロ)指標の動きとは当然異なったものとなる。

金融の国際的連関が強まるなかで、一国のマネーストックを定義する際に検討すべき項目としては次の6つが重要であろう(Bryant(1980))。

- ① 金融機関の種類
- ② 〃 の所在地
- ③ 〃 債務の種類
- ④ 表示通貨の種類
- ⑤ 保有主体の種類

⑥ 保有主体の所在地

これらの属性に従って具体的にユーロ円をどこまでマネー統計に含めるべきかは優れて実証の問題であり、①データの入手可能性、速報性を勘案しつつ、基本的には、②GNPや物価等経済政策の目標となる経済指標との関係の安定性、③日本銀行がそれをどの程度コントロールし得るか、を検討して決めるべきものである。もっとも、現在のところマネーサプライ統計の対象となり得る居住者非金融機関のユーロ円保有はかなり厳しく制限されているため、定量的実証分析を行ってもあまり意味があるとは思われない。¹⁷⁾

一般にユーロ円預金の大半が定期性預金であり、また現在のところユーロ市場で国内取引の最終的な決済が行われるケースは殆んどみられない以上、これをM₁に含めるのは不適當であろう。しかし、国内の決済性預金への転換の容易さは準通貨に含まれる金融資産と殆んど変わらず、従って居住者によるユーロ円保有が自由化ないしは大幅に規制が緩和された場合、これを広義のマネーに含める方向で検討する必要がある(もっとも外国銀行に置かれた預金については計数の入手可能性の問題が残る)。この点に関し、米国が、84年春以降オフショアセンター所在の米銀支店のオーバーナイトユーロをM₂に、さらに英国、カナダ在住の全金融機関、及びその他の各国に在住する米銀支店のドル建預金をM₃以上の指標に含めていることは参考となろう(第12表)。

17) ユーロダラーについては、いくつかの定量的実証研究が行われているが、結論は必ずしも一致していない。すなわち、Goodman(1980)、Brittain-Berard(1980)によれば、M+ユーロの方が国内Mに比べ、GNP等の指標との相関が高いとの結果が得られている。一方、Balbach-Resler(1980)の試算によればユーロダラーの存在が国内Mに与える影響は非常に軽微なものに止まっている。なお、Bank of England(1983)は、ユーロポンド市場の規模が小さいため、M+ユーロは国内Mに比べさほど優位性を持たないとの結論を示している。

ユーロ市場の発展とその影響

第12表 各国マネーサプライ統計のカバレッジ

日 本

通貨保有者 通貨供給者			居 住 者		非 居 住 者	
			一般法・個人、地 公体、証券・生損保	金融機関 政 府	非 金 融 機 関	金融機関
本 邦	邦 銀	円・外貨	○ 〔居住者外貨預金:M ₂ 〕	×	○ 〔非居住者預金〕 〔円・外貨〕:M ₂ 〕	×
	外 銀	円・外貨	×		×	
海外	邦・外銀	円・外貨	×		×	

米 国

通貨保有者 通貨供給者			居 住 者		非 居 住 者	
			非 金 融 機 関	金融機関 政 府	非 金 融 機 関	金融機関
米 国	米銀・	ド ル	○	×	○	×
	外 銀	外 貨	×		×	
海 外	米銀・	ド ル	○ 〔O/N ユーロダラー:M ₂ 〕 〔タームユーロダラー:M ₃ 〕	×	×	×
	外 銀	外 貨	×	×	×	×

注) 米国M₂は、米国銀行全支店に対する米国居住者のドル建オーバーナイト預金を、M₃は、米銀全支店、及び英国、カナダ所在の全金融機関の米国居住者ドル預金を含む。

西 独

通貨保有者 通貨供給者			居 住 者		非 居 住 者
			非金融機関(含 政府)	金融機関	
西 独	西独銀・ 外 銀	DM・外貨	○ 〔居住者外貨預金:M ₁ 〕	×	×
海外	西独銀・外銀	DM・外貨	×		×

ユーロ市場の発展とその影響

英 国

通貨保有者 通貨供給者			居 住 者		非 居 住 者
			非 金 融 機 関	金融機関 政 府	
英 国	英 銀 ・ 外 銀	£・外貨	○ 〔居住者外貨預金:M ₃ 〕	×	×
海外	英銀・外銀	£・外貨	×		×

フランス

通貨保有者 通貨供給者			居 住 者		非 居 住 者
			非 金 融 機 関	金融機関 政 府	
仏	仏 銀 ・ 外 銀	F Fr ・ 外 貨	○ 〔居住者外貨預金:M ₃ 〕	×	×
海外	仏銀・外銀	FFr・外貨	×		×

(4) ユーロ金融機関の健全性

イ、ユーロ取引の健全性への影響

ユーロ銀行業務についてはかねてから、①金利変動の激しいユーロ市場における資産・負債のミスマッチングに伴う金利リスク、②発展途上国向け貸出の増大や利鞘縮小による経営悪化の可能性、③銀行間取引を通じる信用不安の波及の可能性等の問題があり、しかも当局の監督や最後の貸手機能についても、その責任の所在が不明確な上、国によって対応の仕方が異なることから必ずしも十分な効果が期待し難いことが指摘されてきた(Cooke(1981)、Frydl (1979))。

ただ、必ずしも、ユーロ取引が国内の取引よりもリスクであるとは一般的にいえる訳ではない。というのも、第1に、ユーロ市場の満期変換の程度が、国内の銀行システムに比べ過大であるとの証拠は必ずしも見出されていない

(Mendelsohn (1979))。第2に、発展途上国向け貸出はユーロ市場だけで行われている訳ではない。第3に、銀行間取引を通じる信用不安の波及の可能性についても、ユーロ預金は支払手段ではないので、ユーロ市場で取付けが発生しても、当該通貨の通貨当局が国内市場と同様に対処するということもある (Dufey and Giddy (1978))。さらに、ユーロ市場は資金管理のプロ同士の卸売市場であることも見逃せない。金融のプロであってみれば、市場の情報収集等に優れており、特に規制を行わなくとも健全経営に努力する筋合いにあらう。

以上のようなユーロ市場についての見方の相違は、ラフに言えば実務に係わる政策当局と学界の考え方の相違でもあった。いずれにせよ、現実ヘルシュタット銀行の破綻(74年)を契機にユーロ市場が大きな動揺を示し、またアン

プロシアノ銀行ルクセンブルグ子会社が破綻（82年）した際に、最後の貸手の役割を巡って行われた論議は、国内金融市場の健全性と同様に、ユーロ市場の健全性をいかに維持するかという問題を提起してきた。

ロ、在外金融機関の健全性維持のための協調的行動

ユーロ市場については、その拡大を抑制するために米国がユーロ預金に対する準備率の最低限度の設定と各国におけるその適用を提案（78年12月、BIS 総裁会議）したりしたが、ユーロ市場が十分に拡大した現在では、各国政策当局の関心は国際的銀行活動の健全性維持の問題に焦点が定まってきている。この問題は、ユーロバンキングのみならず、在外金融機関の業務全般に係わる問題であり、国際間にまたがる銀行業務をカバーするためには、各国当局間の協調が不可欠である。ここでは、こうした方向での国際間の協調的行動の発展の後を振り返ってみることとする。

銀行の監督について国際間の協調が行われた事例は、1920年代の北欧諸国（デンマーク、フィンランド、アイスランド、ノルウェー、スウェーデン）の監督官による定期会合や、72年に設立されたEEC 諸国による監督官の非公式委員会の設立等があるが、本格的な動きは74年のBISにおける委員会の設立に始まる。すなわち、同年9月、10か国の中央銀行総裁は、BISにおいてヘルシュタット銀行の破綻を契機として生じた信用不安を鎮静させるため、一時的な流動性供給を行う旨の声明を発表したが、それと同時に、各国の銀行監督制度の整備、各国当局間の協調促進を目的として「銀行規制および監督方法に関する委員会」（Committee on Banking Reg-

ulations and Supervisory Practice）が設立された。マクロ的な観点からユーロ市場を規制することに対しては消極的な立場をとってきた英国も、銀行の健全性維持のための協調については積極的に関与した。¹⁸⁾ 同委員会の検討に基づき75年12月、「銀行監督に関するガイドライン」（いわゆる“Basle Concordat”）が制定された。

バーゼル・コンコダットの主な内容は以下の通りである。

- ① 銀行の海外拠点の監督については、その所在地国と母国当局の共同責任である。
- ② いかなる銀行の海外拠点も監督を免れるべきではない。各国当局は、これらの海外拠点が十分な監督を受けることを保証すべきである。
- ③ 流動性についての監督責任は、第一義的には所在地国にある。なぜならば、海外拠点は通常、流動性の管理について所在地国の規制や慣行に従わねばならないからである。
- ④ 支払能力に関する監督責任は、海外支店については母国当局にある。海外子会社や合併会社については所在地国が第一義的責任を負うが、支払能力には親銀行が関与することから、母国当局も第二義的責任を負う。
- ⑤ 監督についての協調は、母国と所在地国当局間の情報の交換や、所在地国において母国当局による、あるいは、母国当局に代わっての検査実施が認められることによって促進される。銀行秘密の保持のように、このような協調を妨げる法的規制は撤廃されるよう努力されねばならない。

当初コンコダットに合意したのはG10諸国とルクセンブルグ、スイスのみであったが、その後ロンドン（1979）、ワシントン（1981）、ロー

18) 同委員会の委員長は、当初イングランド銀行のBlundenが務め、後にやはり同行のCookeが就任し現在に至っている。同委員会は委員長の名をとって、Cooke委員会と呼ばれている。

マ (1984) において開催された「銀行監督者国際コンファレンス」(International Conference of Banking Supervisors) において、正式の決議等はなされなかったものの、およそ80ヶ国以上の国々がコンコードットの内容を原則的に受け入れている模様である (Cooke (1983)、(1985))。

次いで同委員会は、78年に連結 (コンソリデーション) ベースによる監督についての勧告を行った。その趣旨は、銀行が監督・規制の緩い国に子会社等を設立して、自己資本の水準を低めたり、リスクテイキングな行動に向かうことを防ぐことにある。この勧告を受けて、各国監督当局は連結財務諸表の提出を求め連結ベースで検査を行ったり、連結ベースによる自己資本規制、大口融資規制等の導入に向かい始めている。¹⁹⁾

その後、アンブロシアーノ銀行倒産 (82年7月) に端を発したユーロ市場の動揺、バーゼル・コンコードットのあいまいさへの批判等を踏まえ、83年6月同委員会はコンコードットの改訂版として、「銀行の海外拠点監督上の原則」に

関する報告書 (新コンコードット) を公表した (Dale (1983))。新旧コンコードットの間に基本的な考え方の差はないが以下の点において改訂が加えられている。

- ① 旧コンコードットによる各国当局の責任配分が Lender of Last Resort についてのものと受け取られがちであったのに対し、監督責任全体についてのものであることを明記。
- ② 監督責任の配分につき、第13表のように変更。
- ③ 連結手法に基づく監督責任の原則を盛り込む。

この間、1980年10月には Offshore Supervisor's Group が設立され、また1981年には Commission of Latin American and Caribbean Supervisors が設立される等、銀行の健全性維持に関する国際間の協調は着々と進展しており、各グループ間の交流も進んでいる。特に、銀行の自己資本や、準備金、引当金についての考え方に関して合意の形成が進められている (Cooke (1985)) ほか、自己資本充実度の国際比較の可能性等も検討されている。

第13表 新旧コンコードットの監督責任配分

		支 店	子 会 社	合弁会社
流動性	旧コンコードット	所 在 地 国	所 在 地 国	所 在 地 国
	新コンコードット	所在地国(正) 母 国(副)	所在地国(正) 母 国(副)	所在地国(正) 母 国(副)
支 払 能 力	旧コンコードット	母 国	所在地国(正) 母 国(副)	所在地国(正) 母 国(副)
	新コンコードット	母 国	所在地国(共同) 母 国(共同)	所在地国(正) 母 国(副)

19) 例えば西独では81年以降、連結ベースによる規制を紳士協定により実施。米国では古くから連結ベースによる監督が行われており、英国でも既に連結ベースで監督が実施されている。なお、日本ではまだ連結ベースの監督・規制は実施されていない。

また、最近のユーロ市場においては、銀行間の競争激化や借手の優位化、各国の自己資本比率規制の強化等を背景に金利スワップや通貨スワップ、ノート・イシュアンス・ファシリティ(NIF)等銀行のバランス・シートに現われない簿外(オフ・バランス)取引が急増している。こうした状況下、1985年9月のBIS総裁会議は、同取引のリスクにつき銀行の注意を喚起する目的から、「簿外取引業務に携わる銀行の経営者には、複雑な取引を管理するとともに、リスクを評価し、さらには適切な内部報告体制と管理体制を確立するために必要な知識と理解力を備えていることが要求される」旨のステートメントを作成し、各国中央銀行が自国銀行に対しこの趣旨を伝達することで合意した。

補 論：ユーロ信用乗数の考え方

1960年代以降、世界的にインフレが長期化するにつれ、その原因の一端をユーロ市場の拡大に求める見方が強まった。それによれば、ユーロ市場の伸び率が国内市場のそれを大幅に上回り、特に米国経常収支の赤字幅と比べてユーロダラーの拡大テンポが速いのは、ユーロ市場が法定預金準備を免れているからであり、同市場では米国の金融情勢の制約を受けることなく追加的な流動性が大量に供給されている。こうして生み出された過剰な国際流動性が世界的インフレの大きな要因となっている、とされた。

こうした状況を受けて、学界ではユーロ市場の信用乗数に関する研究が活発化し、様々なモデルが構築され、それらに基づき各種推計が行

われた。これを大別すると、①固定乗数モデルと②ポートフォリオモデルの2つとなる。²⁰⁾

1. 固定乗数アプローチ

固定乗数アプローチは、ユーロ銀行の保有する対通貨発行国(以下本国)金融機関債権をユーロ銀行の支払準備と考え、伝統的な信用乗数論を援用しようとするものである。銀行には法定預金準備率が賦課されていないため、この乗数は極めて大きいものとなるとの見方も一部で行われた。

しかしながら、実際にはユーロ市場はclosedシステムではなく、ユーロ市場から貸出された資金のうちかなりの部分が国内預金のかたちで漏出し、ユーロ市場へは還流しないという点を考慮して信用乗数の推計を行う必要がある。具体的には、ユーロ市場への還流の捉え方によってこのアプローチには以下のようなヴァリエーションがある。

(1) Initial Deposit Model

ユーロ市場への資金流入により、その何倍の信用創造が行われるかを考えるモデル。

イ. 本国市場のみへの漏出を考慮するモデル

ユーロ銀行が1単位の貸付を行った場合、 q_1 が本国内に漏出すると考えるモデルである。信用乗数は単純に以下のように表わされる。

$$m_1 = \frac{1}{1 - (1 - r_e)(1 - q_1)}$$

但し、 r_e はユーロ銀行の預金準備率である。

20) 一方、Niehans-Hewson (1976)、Niehans (1984)によれば、信用乗数モデルは暗黙のうちに銀行が monetary liability (要求払預金等)を見合いに non-monetary asset (企業向け貸出等)を持つことを想定しているが、ユーロ銀行の負債はもっぱら定期預金である。ユーロ市場によって net の流動性供給が行われているとするためには、ユーロ銀行の monetary liability と monetary asset とを比較して前者が後者を上回っていなければならない筈であるが、両者の間にはそれほど大きな差はない。従ってユーロ市場による流動性供給は非常に限られたものである、とされる。

$$\left[\begin{array}{l} \text{〈推計例〉}^{21)} \\ \text{Swoboda (1980)} \\ m_1 = 1.02 \sim 1.09 \\ \text{Mayer (1978)} \\ m_1 = 1.204 \end{array} \right]$$

ロ. 本国以外の国への漏出を考慮したモデル

本国に漏出する割合 q_1 に加え、本国以外の国で外貨準備等の形で保有され滞留する割合 q_2 をも考慮したモデルである。

$$m_2 = \frac{1}{1 - (1 - r_e)(1 - q_1 - q_2)}$$

$$\left[\begin{array}{l} \text{〈推計例〉} \\ \text{Johnston (1983)} \\ m_2 = 1.03 \end{array} \right]$$

ハ. 漏出分のユーロ市場への再預入を考慮したモデル

本国以外の国へ漏出した部分が為替介入によりその国の外貨準備として吸収され、その一部(c)がユーロ市場で運用されると仮定するモデル。

$$m_3 = \frac{1}{1 - (1 - r_e)[1 - q_1 - q_2(1 - c)]}$$

$$\left[\begin{array}{l} \text{〈推計例〉} \\ \text{Johnston (1983)} \\ m_3 = 1.393 \end{array} \right]$$

但し、このモデルは固定相場制を前提に、本国外に漏出した資金が全て介入により外貨準備増になると仮定しているため、変動相場制の下では信用乗数はこの推計結果よりも小さいと考えられる (Johnston (1983))。

(2) Base-Money モデル

ユーロ銀行預金自体は法定預金準備の対象外であり、法定準備として吸収されるのはこのコルレス勘定におかれた額に更に法定準備率をかけた額である。この点に着目、これによるベース・マネーの節約により、ユーロ市場と国内市場を統合した信用乗数が国内市場のみを考えた場合の乗数に比し、どの程度大きくなるかをみたモデル。²²⁾

$$m_4 = \frac{1}{r [1 - (1 - r_e)(1 - q)]}^{23)}$$

但し、 r は国内法定準備率

r_e はユーロ預金準備率 (米国銀行にコルレス勘定として保有する割合)

q は米国国内市場への leakage の割合

$$\left[\begin{array}{l} \text{〈推計例〉} \\ \text{Swoboda (1980)} \\ m_4 \text{ は国内乗数比 } 2 \sim 8.6\% \text{ 大きい} \\ \text{Johnston (1983)} \\ m_4 \text{ は国内乗数比 } 7.4\% \text{ 大きい} \end{array} \right]$$

2. ポートフォリオ・アプローチ

固定乗数アプローチは、考え方自体はわかり易いものの、資金シフトに伴い当然生ずる筈の金利変動及びそれに対する市場参加者の反応や中央銀行の市場調節態度等が考慮されていないという欠点がある。

例えば、何らかの要因によりユーロ預金に対する選好が高まり、国内預金からユーロ市場へ

21) なお以下で紹介する乗数の推計例は、1970年代後半のユーロダラー・データをもとに計算されたものである。その後のユーロ市場の拡大を勘案すると、同様の方法による乗数の推計値は若干上方修正されるものとみられる。

22) もっともユーロ預金の保有動機自体は国内預金のそれとは異なることを勘案すると、増大した信用の全てが国内マネーの増加とみるのは不適當であり、その意味で紹介する推計値はいわば上限値に過ぎない。

23) 実際には、本国銀行の普通預金にかかる準備率とユーロ銀行名義のコルレス勘定にかかる準備率が同率となる必要はないが、以下では単純化のため同率の準備率がかかるものと仮定。

の資金シフトが生じた場合、国内金利が上昇する一方、ユーロ金利は低下し、これがユーロ市場から国内市場への資金の逆シフトを惹起する筈である。こうした要因をも勘案し、一般均衡分析のフレームワークを用いて乗数の推計を行うのがいわゆるポートフォリオ・アプローチである。

このタイプのモデルは、資金需要サイド、金融機関の行動や中央銀行の市場調節態度をモデルの中で明示的に扱うことができる点で理論的には固定乗数アプローチよりも優れているが、一方では、モデルの構造が複雑であり、実証分析は非常に困難である。

以下では現実のデータを用いて一応の推計を試みた Hewson-Sakakibara モデルを紹介する。²⁴⁾

Hewson-Sakakibara モデル (1974、1975) では、A-1 表に示すような多部門資産残高表の枠組において、ユーロ貸出、預金の金利弾力性を考慮してユーロの信用乗数を推計している。

A-1 表よりユーロ市場の均等条件は、

$$\begin{aligned} & \left(\begin{array}{c} \text{ED}_{UX}^{\$} \\ \text{米国非銀行部門} \\ \text{のユーロ預金} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{ED}_{EN}^{\$} \\ \text{ヨーロッパ非銀行} \\ \text{のユーロ預金} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{ED}_{FC}^{\$} \\ \text{ヨーロッパ中央銀} \\ \text{行のユーロ預金} \end{array} \right) \\ &= \left(\begin{array}{c} \text{EL}_{UN}^{\$} \\ \text{米国非銀行部門} \\ \text{へのユーロ貸付} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{EL}_{EN}^{\$} \\ \text{ヨーロッパ非銀行部} \\ \text{門へのユーロ貸付} \end{array} \right) \quad (\text{A-1}) \end{aligned}$$

A-1 表 部門別資産残高表

	米 国 中央銀行	米 国 非銀行	米 国 銀 行	非米銀行 (ユーロ銀行)	非 米 非銀行	非 米 中央銀行	計
米国準備預金	-RUC\$		+RUB\$			+REC\$	0
ヨーロッパ準備預金				+REB		-REC	0
ド ル 預 金		+DUN\$	-DUB\$		+DEN\$		0
ド ル 貸 出		-LUN\$	+LUB\$		-LEN\$		0
ヨーロッパ通貨建預金		+DUN		-DEB	+DEN		0
" 貸出		-LUN		+LEB	-LEN		0
ユーロダラー預金		+EDUN\$		-EDEB\$	+EDEN\$	+EDEB\$	0
" 貸出		-ELUN\$		+ELEB\$	-ELEN\$		0
ド ル 建 債 券	-BUC\$	+BUN\$				+BEC\$	0
ヨーロッパ通貨建債券					+BEN	-BEC	0
計	-GUS	WUS	0	0	WE	-GE+BOP	0

但し、\$はドル建資産を、無印はドル以外の通貨建資産を表わす。

また、+は資産、-は負債、-G_{US}、-G_Eは米国、ヨーロッパの財政赤字、W_{US}、W_Eは米国、ヨーロッパ非銀行部門保有の富、B_{OP}は非米中央銀行の保有する外貨建対外準備を表わす。

24) Hewson-Sakakibara 以外にポートフォリオ・モデルを提示しているものとしては Freedman (1977), Johnston (1983), Grabbe (1982) 等があり、特に Johnston は政策当局がユーロ乗数に与える影響について要領よく整理している。但し、これらはいずれも定性的な分析に止まっており具体的な乗数の値を推計していない。

である。

いま、ヨーロッパの中央銀行がその外貨準備のうち C_d の割合をユーロ預金として保有するとすれば、外貨準備のユーロ市場への預入額と米国総合収支の累積赤字の関係は、

$$\begin{aligned} \text{FOR} &= \text{ED}_{\text{EC}}^{\$} + \text{B}_{\text{US}} \\ (\text{外貨準備}) &\left(\begin{array}{c} \text{ヨーロッパ中央銀行のユーロ預金} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{米国の総合収支の累積赤字} \end{array} \right) \\ &= C_d \cdot \text{FOR} + \text{B}_{\text{US}} \\ &= \frac{1}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}} \end{aligned}$$

となる。これを書き換えたのが (A-2) 式である。

$$C_d \cdot \text{FOR} = \text{ED}_{\text{EC}}^{\$} = \frac{C_d}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}} \quad (\text{A-2})$$

(A-2) 式を (A-1) 式に代入することにより (A-3) 式が得られる。

$$\begin{aligned} \text{ED}_{\text{UN}}^{\$} + \text{ED}_{\text{EN}}^{\$} + \frac{C_d}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}} \\ = \text{EL}_{\text{UN}}^{\$} + \text{EL}_{\text{EN}}^{\$} \end{aligned} \quad (\text{A-3})$$

ここで、国内預金から、ユーロ預金へ λ 単位だけ預金シフトした場合の信用乗数の変化について考えてみよう。

単純化のために、ユーロ預金準備率をゼロとおき、金利調整効果を無視すれば、 λ だけの資金シフトは $\frac{1}{1-C_d}$ だけユーロ市場を拡大する。²⁵⁾

よって、(A-3) 式より

$$\begin{aligned} \frac{\lambda}{1-C_d} &= \Delta (\text{EL}_{\text{UN}}^{\$} + \text{EL}_{\text{EN}}^{\$} - \text{ED}_{\text{UN}}^{\$} \\ &\quad - \text{ED}_{\text{EN}}^{\$} - \frac{C_d}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}}) \end{aligned} \quad (\text{A-4})$$

資金が λ だけシフトした場合のユーロ金利の変化は、ユーロ貸出、預金の金利弾力性の逆数

をとれば求められる。そこで (A-4) 式をユーロ金利 r_{ED} で全微分しその逆数をとれば (A-5) 式が得られる。

$$\begin{aligned} \frac{dr_{\text{ED}}}{d\lambda} &= \left\{ (1-C_d) \left(\frac{\partial \text{L}_{\text{UN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} + \frac{\partial \text{L}_{\text{EN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} - \frac{\partial \text{ED}_{\text{UN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} \right. \right. \\ &\quad \left. \left. - \frac{\partial \text{ED}_{\text{EN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} \right) - C_d \frac{\partial \text{B}_{\text{US}}}{\partial r_{\text{ED}}} \right\}^{-1} \end{aligned} \quad (\text{A-5})$$

いまユーロ市場の規模を

$$S = \text{ED}_{\text{UN}}^{\$} + \text{ED}_{\text{EN}}^{\$} - \frac{C_d}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}}$$

で測るとすれば、ユーロ預金への資金シフト λ の信用乗数は次式により求められる。

$$m_5 = \frac{dS}{d\lambda} = \frac{d(\text{ED}_{\text{UN}}^{\$} + \text{ED}_{\text{EN}}^{\$} + \frac{C_d}{1-C_d} \text{B}_{\text{US}})}{d\lambda}$$

これは更に金利調整効果を考慮しない場合のユーロ信用乗数と、金利調整効果の影響を反映する部分にわけることができる。

$$\begin{aligned} m_5 &= \frac{1}{1-C_d} + \left(\frac{\partial \text{ED}_{\text{UN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} + \frac{\partial \text{ED}_{\text{EN}}^{\$}}{\partial r_{\text{ED}}} + \frac{C_d}{1-C_d} \frac{\partial \text{B}_{\text{US}}}{\partial r_{\text{ED}}} \right) \cdot \frac{dr_{\text{ED}}}{d\lambda} \\ &\quad \left(\begin{array}{c} \text{金利調整効果を考慮しない場合のユーロ信用乗数} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{ユーロ市場規模の金利弾力性} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{資金が } \lambda \text{ 単位シフトした時の金利変化} \end{array} \right) \end{aligned} \quad (\text{A-6})$$

(A-6) 式の右辺第 2 項は通常マイナスの値をとるため、ポートフォリオ・アプローチによる推計値は、固定乗数アプローチにより得られた結果を上限とし、金利調整効果を考慮する分だけ小さなものとなる。

Hewson-Sakakibara は、かなりの単純化を行った上でユーロ貸出・預金の金利弾力性を回帰式により求めた上で、1968年1月から1972年

25) これはユーロ市場から国内への漏出 q 、外貨準備のユーロ預入率 C_d 、ユーロ預金準備率 r_e を考慮した固定乗数モデル

$$m = \frac{1}{1 - (1-r_e) [1 - q(1-C_d)]}$$

において、 $r_e=0$ 、 $q=1$ とおくことを意味する。

12月までの推計期間におけるユーロ信用乗数を具体的に推計しているが、その結果は以下の通りである。²⁶⁾

$C_d = 0$ のとき $m_5 = 0.63$

$C_d = 1$ のとき $m_5 = 1.61$

$C_d = 0.66$ のとき $m_5 = 1.05$

以 上

26) 計測期間における平均値。計測期間はフロート制移行前であり、現在からみると過大推計。

【参考文献】

- [1] 植田 和 男 『国際マクロ経済学と日本経済』、東洋経済新報社、1983年
- [2] 翁 邦 雄 「不安定化投機の『合理性』について」、『金融研究』第3巻第1号、日本銀行金融研究所、1984年
- [3] 金融制度問題研究会 『欧米主要国の金融自由化』、時事通信社、1976年
- [4] 小宮 隆太郎 『現代国際金融論：理論編』、日本経済新聞社、1983年
- [5] 日本銀行金融研究所 「ユーロ市場と金融政策」研究資料(60)研1-4、1985年7月
- [6] 日本銀行調査統計局 「英国における金融調節方式の変更について」調査月報、1981年8月
- [7] 日本興業銀行 『ユーロ・カレンシー市場』、『同増補版』金融叢書、金融財政事情研究会、1974年、1979年
- [8] 日本証券経済研究所 『ユーロ・ダラー、ユーロ債、国際投資銀行をめぐる諸問題』、証券経済時報、特別号39、1973年
- [9] 日本長期信用銀行 『通貨の国際化と国際資本移動の現状と問題点』、1981年
- [10] 深尾 京 司 「アセット・アプローチによる直先為替市場の分析」、宇沢・鬼塚編『国際金融理論の研究』東大出版会、1984年
- [11] 深尾 光 洋 『為替レートと金融市場』、東洋経済新報社、1983年
- [12] 福田 龍 介 「金融国際化と東京国際通貨市場創設の意義」、『金融ジャーナル』、1982年9月
- [13] Aliber, Robert Z., National Monetary Policies and the International Financial System, University of Chicago Press, 1974.
- [14] Balbach, Anatol B. and Resler, David H., "Eurodollars and the U. S. Money Supply", FRB of St. Louis Quarterly Bulletin, June/July 1980.
- [15] Bank of England, "The International Banking Markets in 1980-81" Bank of England Quarterly Bulletin, Mar. 1982
- [16] ———, "External Flows and Broad Money", Bank of England Quarterly Bulletin, Dec. 1983.
- [17] ———, "International Banking Markets in 1983", Bank of England Quarterly Bulletin, Mar. 1984
- [18] Bank for International Settlements, 45th Annual Report, 1975
〔東京銀行調査部訳『世界金融経済年報1974～1975』十一房出版、1975年11月〕
- [19] ———, Manual on Statistics Compiled by International Organisations on Countries External Indebtedness Mar. 1979.
- [20] ———, 54th Annual Report, 1984.
〔東京銀行調査部訳『世界金融経済年報1983～1984』十一房出版、1984年10月〕
- [21] Brittain W. H. Bruce, and Bernard, Henri, "The Relevance of Euro-Currency Claims for Domestic Financial Aggregates", unpublished BIS paper, Nov. 1980.
- [22] Bryant, Ralph, Money and Monetary Policy in Inter-department Nations, Brookings Institution, 1980.
- [23] Champion, Pierre François and Trauman, Jacques, "Mécanismes de Change et Marché des Euro-Dollars", Economica, 1979.
〔日本経済新聞社訳『ユーロダラー入門』1981年〕

- [24] Clendenning, Wayne, The Euro-Dollar Market, Oxford University Press, 1970.
〔坂田真太郎訳『ユーロダラー・マーケット—理論と実証による分析—』、日本経済新聞社、1971年〕
- [25] Cooke, W. P., "Developments in Co-operation among Banking Supervisory Authorities", Bank of England Quarterly Bulletin, June 1981.
- [26] ———, "The International Banking Scene: a Supervisory Perspective", Bank of England Quarterly Bulletin, Mar. 1983.
- [27] ———, BIS Press Review, No. 5, 8 Jan. 1985.
- [28] Dale, Richard S., "Basle Concordat: Lessons from Ambrosiano", The Banker, Sep. 1983.
- [29] Davis, Steven I., The Euro-Bank: Its Origins, Management, and Outlook, Macmillan, 1980.
- [30] Deutsche Bundesbank, "Bank Supervision on the Basis of Consolidated Figures", Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Aug. 1981.
- [31] ———, "The Euro-DM market", Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Jan. 1983.
- [32] ———, "The Deutsche Mark as an International Investment Currency", Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Jan. 1984.
- [33] Dooley, Michael P., "The Implications of the Internationalization of Banking for the Definition and Measurement of U. S. Credit and Monetary Aggregates", International Finance Discussion Paper, Board of Governors of Federal Reserve System No. 177, Feb. 1981.
- [34] Dornbusch, Rudigar W., "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy 84, Dec. 1976.
- [35] Driskill, Robert and McCafferty, Stephen, "Spot and Forward Rates in a Stochastic Model of the Foreign Exchange Market", Journal of International Economics, Vol. 12, 1982.
- [36] Dufey, Gunter and Giddy, I. H., The International Money Market, Prantice-Hall, U. S. A., 1978.
〔志村嘉一他訳『国際金融市場』東大出版会、1983年〕
- [37] Einzig, Robert S., The Euro-Dollar System, Reprinted 1964
〔塩野谷九十九、大海宏訳『ユーロ・ダラー』東洋経済新報社、1965年3月〕
- [38] Freedman, Charles, "A Model of the Eurodollar Market", Journal of Monetary Economics, Vol. 3, No. 2, Apr. 1977.
- [39] ———, "The Euro-Dollar Market—A Review of Five Studies—", Journal of Monetary Economics, Vol. 3, No. 4, Oct. 1977.
- [40] Frenkel Jacob A., and Rodoriguez, Calixto M., "Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis", IMF Staff Paper No. 1, 1982.
- [41] Frydl, Edward J., "The Debate over Regulating the Eurocurrency Markets", FRB of N. Y. Quarterly Review, Winter 1979-80.
- [42] ———, "The Eurodollar Conodrum", FRB of N. Y. Research Paper No. 8112, Oct. 1981.
- [43] Goodman, Laurie, "Eurodollars and the U. S. Money Supply", FRB of N. Y. Research Paper No. 8001, Jan. 1980.
- [44] ———, "Syndicated Eurocurrency Credits: Pricing and Practice", FRB of N. Y. Research Paper No. 8202, Jan. 1982.
- [45] ———, "A Note on the Effect of Euromarket Regulation on Bank Balance Sheet Decisions", FRB of N. Y. Research Paper No. 8204, Jan. 1982.
- [46] Grabbe, J. Orlin, "Liquidity Creation and Maturity Transformation in the Eurodollar Market", Journal of Monetary Economics Vol. 10, No. 1, July 1982.

ユーロ市場の発展とその影響

- [47] Henderson, Dale W. and Waldo, Douglas G., "Reserve Requirements on Eurocurrency Deposits: Implications for the Stabilization of Real Outputs", International Finance Discussion Papers, Board of Governors of Federal Reserve System, No. 183, July 1981.
- [48] Hewson, John and Sakakibara, Eisuke, "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Portfolio Approach", IMF Staff Papers Vol. 21, No. 2, July 1974.
- [49] ———, "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Note", IMF Staff Papers, Vol. 22, No. 2, July 1975.
- [50] Inoue, Kengo, "Determinants of Market Conditions in the Euro-Currency Market—Why A Borrowers Market ? ", BIS Working Papers No. 1, Apr. 1980.
- [51] Johnston, R. B., The Economics of the Euro-Market, Macmillan 1983.
- [52] Key, Sydney J., "International Banking Facilities", Federal Reserve Bulletin, Oct. 1982.
- [53] Kindleberger, Charles P., International Money—A Collection of Essays—George Allan & Unwin, London, 1981.
[益戸欽也訳『インターナショナル・マネー』産業能率大学出版部、1983年]
- [54] Klopstock, Fred. H., "Euro-Dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks", FRB of New York Monthly Review, July 1968.
- [55] Koen, Fred R. and Hachey, George A., "Eurocurrency and National Money Market Interest Rates", Journal of Money Credit and Banking, Vol. 15, No. 3, Aug. 1983.
- [56] Kreicher, Lawrence L., "A Model of Eurocurrency and Exchange Market Interaction", FRB of N. Y. Research Paper No. 8113, Oct. 1981.
- [57] ———, "Eurodollar Arbitrage", FRB of N. Y. Quarterly Review, Summer 1982.
- [58] McKenzie, George W., The Economics of the Euro-Currency System, Macmillan, London, 1974.
[原亭他訳『ユーロカレンシーの経済学』東京文真堂、1979年]
- [59] McKinnon, Ronald I., Money in International Exchange; The Convertible Currency System, Oxford Univ. Press, N. Y., 1979.
- [60] Mendelsohn, M. S., "That Sinking Feeling", The Banker, Jan. 1979.
- [61] Mundell, Robert A., International Economics, Macmillan New York, 1968.
- [62] Niehans, Jüng and Hewson, John, "The Eurodollar Market and Monetary Theory", Journal of Money Credit and Banking, Feb. 1976.
- [63] Niehans, Jüng, International Monetary Economics, The Johns Hopkins Univ. Press., Baltimore, 1984.
- [64] OECD, Regulations Affecting International Banking Operations of Banks & Non-Banks, OECD, 1978.
- [65] Solomon, Robert, "The Allocation of Oil Deficits", Brookings Papers on Economic Activities, No. 1, 1975.
- [66] Swoboda, Alexander K., "Credit Creation in the Euromarket: Alternative Theories and Implications for Control", Group of Thirty Occasional Papers No. 2, 1980.
- [67] Tobin, James, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking 1, Feb. 1969.
- [68] Wallich, Henry C., "LDC Credit Risk and Bank Regulation", Mimeo Paper, Feb. 1982.