



ユーロ・ダラー

その他のタイトル	The Euro-Dollar System
著者	木村 滋
雑誌名	関西大学商學論集
巻	11
号	5
ページ	461-485
発行年	1967-01-31
URL	http://hdl.handle.net/10112/00021509

ユーロ・ダラー

木 村 滋

一、定義 ユーロ・ダラー市場、それは一九五〇年代末から六〇年代初めにその組織的な発達を開始し、今日、国際金融上重要な市場となったものである。ユーロ・ダラーとは米国外の銀行によって取得され、直接ドルで、または他通貨に転換後、最終の借手に貸し付けられる米国の銀行に置かれたドル預金である。実務的にはユーロ・ダラー取引は貸金取引である。しかし一つには英国の銀行は外貨建借入れにはイングランド銀行の許可を必要とするが、外貨預金の受入れにはかかる許可を必要としないこと、二つには世界的に一流の銀行がその沽券にかけて借入れという言葉を好まないこととのために、ユーロ・ダラー貸借は預金の「投下」(Place)「取入れ」(accept)と呼ばれている。⁽¹⁾またユーロ (Euro) という語は、かかる在米ドル預金の提供者とその取引市場が主としてヨーロッパに属することに由来しているが、かく狭く解する必要なく、たとえばカナダにしてもヨーロッパ市場を通ず

ユーロ・ダラー (木村)

るだけでなく、直接米国から大量のドル預金を取り入れることなどを考慮して、「ユーロという名辞を単にアメリカ外の市場というくらいの意味に解して用いるのがよい」と⁽²⁾する見解が妥当であろう。

なおユーロ・ダラーの定義に関連して了解しておかなければならない若干の点を指摘しておく。

(1) ユーロ・ダラーの貸借は在米ドル預金の預金者の名義が変わるだけで、いぜんとして誰かの名義で米国の銀行に残っているということである。たとえば日本の銀行が英国の銀行からユーロ・ダラーを取り入れる仕組みを見ると、まず英国の銀行の在米ドル預金勘定が日本の銀行名義に振り替えられ、日本の銀行はこのドル資金を輸入ユーザンス、現地貸しに運用したり、円にスワップして国内金融に利用する。借入期限が到来すればドルが英国の銀行に返済される。この間米国の銀行間の振替えがある場合も⁽³⁾あろうが、米国の銀行全体としては預金額に変わりはない。

(2) かように米国内の銀行預金として留まっている限り、ユーロ・ダラーの形での国際短期資本取引は米国の国際収支に無影響ではあるが、米国では為替管理は存在せず、居住者たると非居住者たるとを問わずその預金を外国の銀行に預け替えてユーロ・ダラーに転換し得るので、米国の居住者から

ユーロ・ダラー(木村)

四四

外国人名義の勘定に振り替えられ、それが民間に留まらず外国の公的機関に移り、対米金請求が生じた場合に、米国の金準備減少を招くことに注意しなければならない。

(3) ユーロ・ダラーが他の在米預金と異なる点は、米国では居住者、非居住者(公的機関をここでは除き)を問わず、レギュレーションQによる預金金利の最高限度規制が適用されるが、ユーロ・ダラーではかかる規制に服しないという点である。このことが以下に述べるようにユーロ・ダラー市場の発達を促した一因でもある。

(4) ロンドンにその最大市場を有するユーロ・ダラーに対比して、パリに中心市場をもつユーロ・スターリングを類推定義し得る。すなわち、それは英国以外の銀行によって取得され、直接ポンドで、または他通貨に転換後、最終の借手に貸し付けられる英国の銀行に置かれた非居住者ポンド預金である。注意すべきは米国と異なり、英国では為替管理が存在し、居住者ポンドには対外支払に制限があるからユーロ・スターリングとなり得るのは非居住者ポンドのみである。

(5) ユーロ通貨と同様に銀行の外国為替部が扱う他の便益である投資ドル、証券ポンド、銀行間ポンドについても若干触れておくのが有益であろう。

(イ) 投資ドル。英国の居住者は彼もしくは他の英国居住者

の保有する外国証券を売った代わり金(一九六五年以来その二五%は一般のドル市場で売らなければならないからその残額)をもって海外再投資を行ない得る。その結果、英国の居住者が米国の銀行に預金しているかかかる海外投資の資格をもつドルが投資ドルとしてプレミアム付きで、場合によっては投機手段としても取引されている。ユーロ・ダラーとの関係は、たとえばディーラーが先物投資ドルを売るとき直ちに直物投資ドルを買い入れてプレミアム・リスクをカバーし、先物期間それをユーロ・ダラー市場へ貸し出すか、一般ドルのスワップ取引を行なう。あるいは、先物投資ドルを買うとき直ちに保有投資ドルを売るか、ユーロ・ダラーを借り入れてその手取金を売るか、あるいは一般ドルのスワップ取引を行なうのである。(4)

(ロ) 証券ポンド。英国の非居住者がその保有するポンド証券を英国内で売却するときその代わり金が封鎖ポンド勘定に入金され、償還期限五年以上の指定通貨地域内の通貨で支払われる証券に再投資が認められ、またこの封鎖ポンド勘定間の非居住者間(北欧三国を除く)相互振替えが認められている。その結果、ニューヨークを中心にこの証券ポンド市場が発達した。(5) 証券ポンドはユーロ・スターリングと同様に非居住者保有のポンド預金残高ではあるが、その使途が制限され

ているので一般のポンドに対しディスカウント付きである。

(4) 銀行間ポンド。これはロンドンの諸銀行間の居住者勤定ポンドの貸借取引である。一九六四年の英労働党内閣の出現により、ロンドンのポンド資金の海外所有者による引出しが制限されるのではないかという不安がロンドンからの一斉の資金引揚げを招きロンドンの各銀行の資金不足を結果したことと、当時英地方当局が有利な短期投資市場を提供したことがこの銀行間ポンド市場の発達を促した。ユーロ・スターリングと同様に、無担保信用取引であるから担保を必要とする一般ポンド金融に比べて1.4%市場金利は高いが、パリのユーロ・スターリング市場金利よりは下回っている。現在のところ非居住者ポンドがこの市場に参加する比重は低い。ユーロ通貨が短期で借りて長期で貸す時間的裁定に利用されるのに対して、銀行間ポンドはかかる取引を行わず、他行の短期資金を受け入れて英地方当局などに短期で貸し付ける金利裁定に利用され、海外ユーロ・スターリングの代替手段として注目されている。(6)

二、発達 ユーロ・ダラーの発達を促した事情を列挙すれば以下のごとくである。

(1) 五〇年代の初期に共産圏の中央銀行が在米ドル預金を比較的低位で西ヨーロッパの銀行に預け替えたのがユーロ・

ユーロ・ダラー(木村)

ダラーの最初と考えられている(7)。ロンドンのモスクワ・ナロドニー銀行、パリのバンク・コムシオール・プール・リユーロップ・デュ・ノール、モスクワのソ連国立銀行その他共産圏の政府銀行が当初市場で貸手としてきわだった存在であった。彼らの動機は、冷戦の激化の既に在米ドル預金の凍結されることを懸念したこともあろうが、米国の共産圏への貸出し禁止措置からみて低金利の在米預金に利点はなく、むしろヨーロッパの銀行に資金を提供しておけば後に借手になり得ると考えたのである(8)。一方、取入側も、当時外貨事情の悪かったヨーロッパのドル需要が、対米借入れよりも低位のこのドル預金を利用しようとしたのである。かくしてユーロ・ダラー市場は始めパリを中心として発達し、後にロンドンが最大の市場となったのである。

(2) 一九五七年秋のポンド危機の際に、英当局が非居住者に対する貿易リファイナンスを制限し、またスターリング地域以外の諸国間のポンドの引受信用を禁止したので、英国の諸銀行はポンド信用に代えて、ユーロ・ダラーを獲得してこれを彼らの顧客とコルレス先に提供した。(9)

(3) 米国の連邦準備制度理事会の定める定期預金金利の最高限規制であるレギュレーションQがより有利なユーロ・ダラー預金金利を求めてこの市場の発達を促した。(10)

ユーロ・ダラー(木村)

(4) 一九五八年末の西ヨーロッパ諸国の非居住者通貨の交換性回復と為替管理の緩和がこの市場の発達に貢献した。各銀行は外貨をドルにスワップしてそれをユーロ・ダラー市場に投下したのである。⁽¹¹⁾

(5) 一九五〇年以來の米国の国際収支の継続的赤字は非居住者ドル預金と西欧諸国の公的ドル準備の増加をもたらし、ユーロ・ダラーの原資を豊富にした。⁽¹²⁾

(6) 一九六〇年には米国は景気後退を経験し、他方西ヨーロッパ諸国は好況にあった。米国の景気刺激低金利政策と西ヨーロッパの景気過熱抑制高金利政策は、米国から西ヨーロッパへの金利裁定短期資本移動、したがってユーロ・ダラー市場を活潑ならしめた。⁽¹³⁾

(7) 国内金融にしろ外国為替にしろ従来から、公定歩合政策、公開市場操作、支払準備率、為替管理その他の種々の政策措置を受けているが、ユーロ・ダラー市場は、たとえば日本のように取入金利規制、外貨準備金制度等の規制はあるとはいえず、他の金融便益ほどには中央銀行の監督統制は少なく、たとえばイングランド銀行はこれに対して好意的中立の態度をとっている。この自由さ、無担保信用取引という簡便さ、銀行の外国為替部で扱われることによる電話、テレックスなどの既存設備とディーラーの為替取引上の経験、これらがよ

り狭いマージンで取引される利用者の有利さと相まってこの市場の発達を促した一因でもあろう。

三、市場組織と業務 アインチッヒの『ユーロ・ダラー制度』第二、三章にこの問題が詳述されているのでここではそれによって要点のみ述べる。

(1) ユーロ・ダラーの市場取引は銀行の外国為替部が銀行間に直接もしくはブローカーを通じて、電話、テレックスによつて行ない、ドルによる返済を条件とする無担保信用取引である。

(2) ブローカーは外国為替ブローカーがこれを兼ねている。外国為替の場合には銀行間で直接行なわれなければならない海外市場との取引にも「国際ブローカー」が存在して仲介される場合がある。ブローカーの手数料はロンドンでは両当事者から各々1/32%ずつで、パリでは同様1/16%ずつ支払われる。

(3) 銀行のユーロ・ダラーの用途は、貸手と借手の仲介者として貸付金利と借入金利の間の利鞘を追求すること、借り入れたユーロ・ダラーをスワップしてポンドに転換し、それを外国貿易金融その他に融資したり、ユーロ・ダラーを先物カバリー付金利裁定、カバリーなし時間的裁定、投機に使用するなどである。これらはある程度銀行により専門化されている。

(4) 組織的な先物市場は存在せず、取引は約定の二営業日後履行となっている。

(5) 標準期日は七日、一カ月、三カ月、六カ月であり、それ以上は個別折衝の対象である。市場取引は通常一〇〇万ドル単位のラウンド・ナンバーで取引される。対顧客取引では少額であろうがそれもラウンド・ナンバーを通常とし、大口市場取引に比べて預金金利は明らかに低いものである。

(6) 多くの銀行は満期日の不揃いよりは総合的債務持高が一定額を越えないように注意している。

(7) 最近発達したものに、貸手が違約金を支払って本来の期日前に貸出金額の返還を受け得ることを決めた逃避条項付きユーロ・ダラー貸付けがあり、米国の法人やヨーロッパの中央銀行はしばしばこの条項の挿入を要求している⁽¹⁴⁾。また、本年五月二六日に米国のファースト・ナショナル・シティ・バンク・オブ・ニューヨークがロンドン支店で譲渡可能定期預金証書 (C. D.; Negotiable Time Certificates of Deposit) を発行し、ユーロ・ダラー市場に新しい型の預金を進出させた。当初、額面二五、〇〇〇ドル以上、期間三〇〜一二〇日、利率三〇日物 $5\frac{1}{2}\%$ 九〇日物 $5\frac{3}{8}\%$ で、五〇〇万ドル前後が売却されたといわれ、続いてケミカル・バンク・ニューヨーク・トラストとパンカーズ・トラストの二行が六月一三日か

ユーロ・ダラー(木村)

ら、額面二五、〇〇〇ドル以上、期間三〇〜一八〇日の C. D. を発行し、一八〇日物の利率は $5\frac{1}{8}\%$ である⁽¹⁵⁾。

四、金利とマージン 米国内の銀行にドル残高を保有する者はその一部を要求払預金すなわち活動残高として保有し、残りを必要な時に満期となるような、あるいはその時に容易に現金化し得るような定期預金その他の短期貸付けに投資する。この投資資金をユーロ・ダラーとして最初に取り入れる銀行から、時にはいくつかの銀行を経て最終的に商業その他の企業に貸し付ける銀行までのユーロ・ダラーの連鎖が存在し、理論的にはユーロ・ダラーの最初の預金金利は米国で得られる他の金利より高く、最終貸付金利はニューヨークでの借入金利か、各国内の借入金利より低かるべきであろう。この間に、需給関係によって市場の預金金利が決定されるが、それはコール、七日、一カ月、三カ月、六カ月等があり、長期物ほど金利が高く、また、市場金利は借手の信用度あるいは資金の用途に応じて $3\frac{1}{4}\%$ ほどのレンジを有している。

ロンドンにおけるユーロ・ダラー預金金利はたとえば三カ月物で、米国におけるそれと競争的立場にある投資手段の金利より高く、一九六一年には 3.58% であったが、米国の財務省証券は 2.35% 、一流銀行引受手形は 2.80% であった。また、米国のレギュレーションQによって規制された定期預金金利

第 1 表

(3カ月物, 年%)

	ユーロ・ダ ラ	U. S. 財務省 証券	U. S. 銀行引 受手形	U. K. 大蔵省 証券	U. K. 地方当 局	先物ディス カウント
	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
1961. 1	3.81	2.30	2.86	4.25	4.75	.80
2	3.72	2.41	2.78	4.31	5.06	.98
3	3.86	2.42	2.94	4.48	5.50	2.14
4	3.78	2.33	2.84	4.46	5.38	1.88
5	3.63	2.29	2.68	4.39	5.38	1.88
6	3.52	2.36	2.75	4.50	6.13	3.68
7	3.44	2.27	2.75	5.11	7.56	4.11
8	3.40	2.40	2.81	6.72	7.31	3.92
9	3.43	2.30	2.84	6.61	7.56	3.82
10	3.46	2.35	2.75	5.95	6.63	2.75
11	3.59	2.46	2.75	5.41	6.25	2.67
12	3.97	2.62	2.87	5.35	6.69	2.58
平均	3.58	2.35	2.80	5.24	6.18	2.60
1963. 1	3.73	2.91	3.07	3.51	4.19	.80
2	3.60	2.92	3.13	3.45	4.25	.80
3	3.71	2.90	3.13	3.55	4.35	1.34
4	3.75	2.91	3.13	3.71	4.50	.80
5	3.91	2.92	3.13	3.67	4.46	.71
6	3.91	3.00	3.24	3.69	4.30	.54
7	4.07	3.14	3.41	3.77	4.27	.36
8	4.11	3.32	3.59	3.71	4.18	.18
9	4.06	3.38	3.63	3.69	4.13	.18
10	4.14	3.45	3.63	3.67	4.14	.27
11	4.12	3.52	3.71	3.75	4.24	.18
12	4.47	3.52	3.63	3.74	4.52	.18
平均	3.97	3.16	3.45	3.66	4.29	.53

ユーロ・ダ
ラ (木村)出所: Martenson, *ibid.*, pp. 107-8.

(1) 毎日の金利の月平均。

(2) Federal Reserve Bulletin の資料で、財務省証券金利は毎週の新発行の金利の平均。
銀行引受手形金利は毎日の平均。

(3) Federal Reserve Bulletin の資料で、金利は毎週の新発行の tender rate の平均。

(4) Quarterly Bulletin (Bank of England) の資料で、毎月の平均預金金利。

(5) International Financial Statistics の資料である。

四
八

第 2 表

(3カ月物, 年%)

最 終 営業日	ユーロ ダラー	ユーロ スター リング	U. S. 財務省 証券	U. K. 大蔵省 証券	英地方 当局	金 会	融 社	ロンドン のU. S. ドル 先物プ レミア ム	先物カバー付金利裁定の利鞘			
									A B間	A E間	A F間	C D間
	A	B	C	D	E	F	G					
1965. 1	4.56	7.19	3.82	6.47	7.25	7.19	2.68	- .05	—	- .05	- .05	
2	4.63	7.38	3.97	6.34	7.56	7.38	2.83	- .10	+ .10	- .10	- .45	
3	4.88	8.13	3.90	6.44	7.75	7.81	2.92	+ .35	- .05	—	- .40	
4	4.88	7.19	3.89	6.28	7.13	7.50	2.36	- .05	- .10	+ .25	+ .05	
5	5.31	7.94	...	6.25	6.81	7.38	2.71	- .10	- 1.20	- .65	...	
6	4.94	6.41	3.78	5.47	6.44	6.69	1.79	- .30	- .30	- .05	- .10	
7	4.69	6.69	3.74	5.56	6.44	6.75	2.11	- .10	- .35	- .05	- .30	
8	4.56	7.06	3.86	5.50	6.63	7.00	2.48	—	- .40	- .05	- .85	
9	4.94	6.63	4.00	5.44	6.44	6.56	1.40	+ .30	+ .10	+ .20	+ .05	
10	5.06	6.31	4.02	5.38	6.19	6.38	1.30	- .05	- .15	—	+ .05	
11	5.31	6.25	4.10	5.31	6.31	6.50	.98	- .05	—	+ .20	+ .25	
12	5.31	6.25	4.44	5.44	6.38	6.56	1.08	- .15	—	+ .15	+ .10	
1966. 1	5.38	6.13	4.56	5.41	6.19	6.44	.81	- .05	—	+ .25	+ .05	
2	5.41	6.38	4.60	5.53	6.38	6.50	1.06	- .10	- .35	+ .05	+ .15	
3	5.81	6.75	4.49	5.53	6.38	6.81	.99	- .05	- .40	—	+ .05	
4	5.78	6.66	4.60	5.56	6.25	6.94	.87	—	- .25	+ .30	+ .10	
5	5.84	6.38	4.60	5.59	6.25	6.75	.53	—	- .10	+ .40	+ .45	
6	6.09	6.66	4.43	5.66	6.38	6.69	.60	- .05	- .30	—	+ .65	
7	6.44	8.00	4.64	6.59	7.44	7.88	1.58	—	- .60	- .15	+ .35	
8	6.84	7.94	5.00	6.66	7.56	8.13	1.15	- .05	- .45	+ .15	+ .50	

出所: Quarterly Bulletin (Bank of England).

A, B 引け値の仲値。

C 91日物財務省証券のニューヨーク市場における selling rate。

D 毎週の入札後の91日物ロンドン割引市場における代表的 selling rate。

E 英地方当局に対する貸付金利。仲値。

F 賦払購買金融会社への預金金利。仲値。

A B間の数値は筆者が計算した。B-A-G。

A E間 E-A-G。

A F間 F-A-G。

C D間 D-C-G。

利鞘計算は .05 単位にまるめられている。

...1965年5月31日はニューヨーク市場では休業していた。

ユーロ・ダラー(木村)

は当時2.5%であつた⁽¹⁶⁾。また一九六三年七月以来発達してきてC. D.の金利もまたユーロ・ダラー預金金利決定の一要因である⁽¹⁷⁾。さらに重要な決定因として金利裁定機会があげられる。第1表の一九六一年について見れば、ポンドの先物デイスカウントは同年平均で2.0%で、それは英地方当局貸付金利6.18%とユーロ・ダラー金利5.5%の差—金利平価—に全く一致し、利鞘が存在しないという驚くべき結果を示している⁽¹⁸⁾。かかる金利裁定の利鞘は、一九六二年で内在的プレミアム0.1%、六三年で内在的デイスカウント0.21%、六五年で同じく内在的デイスカウント0.19%と計算し得る。(第1、2表参照)。ロンドンの三カ月物ユーロ・ダラー金利は一九六一年頃は年平均5.58%であつたものが、最近の世界的な高金利傾向を反映して、一九六五年で年平均4.92%、本年三月には5.84%さらに九月末で6.37%となつてゐる⁽¹⁹⁾。銀行のユーロ・ダラーの取入金利と貸付金利の差、これが金利マージンであるが、四つの型の取引に區別して述べるのが便利である。

- (1) 一流銀行が市場平均より僅か低い金利で取り入れて、これを他の一流銀行に投下する場合は1.32%、1.8%、1.4%、の各種マージンがある。
- (2) 共産圏諸国の銀行に投下する場合、九〇日物で4.1—

五〇

5.1%の、ロンドンの市場金利に対して4.1—4.4%のプレミアム付であつた。また日本の銀行は当初2.2%もプレミアムを付けてユーロ・ダラーをロンドンで取り入れた。この異常に高いプレミアムの理由として、ユーロ・ダラーの出手側はある特定国に過度に集中することを避けるので、日本の銀行全体が受け入れ得る額に一定の限度があるにもかかわらず、当時の日本の急速な経済成長とインフレーションは信用の需要を引き起こし、商業銀行の貸付金利は一九六〇年の一月から一九六四年頃までは少なくとも8%に上る程であつたから、日本の各行は争つてプレミアム付きでユーロ・ダラー資金を取り入れ、貿易金融あるいは円にスワップして国内金融に廻そうとしたのである⁽²⁰⁾。その後日本では取入金利規制が行なわれ、かかる異常なプレミアムは見られなくなった。

(3) 国際的な商工業会社は取引銀行がユーロ・ダラー取入に要する費用の僅か1.2%上回るだけの金利で借り入れてゐる⁽²¹⁾。

(4) 右の国際的な企業と小規模なため外貨を借り入れる能力のない企業との間の中間的な企業に対しては1.1—1.2%のプレミアム・マージンが課せられよう。また、イタリアのよう銀行間の紳士協定によって各種通貨の貸付金利の最低限度が決められている場合があり、たとえば一九六二年三月には

ドル貸付けについては5.25%であったが、この場合ユーロ・
 ドラー取入金利との差は利潤マージンの最低を決めるもので
 ある。⁽²²⁾

五 規模 ユーロ・ダラーの規模の正確な数字を求めるこ
 とは困難であるが、これまでの諸報告を紹介しておこう。

Holmes and Klopstock は一九六〇年の論文で、それは一
 〇億ドルを越えたと信ぜられていると述べ、⁽²³⁾ Altman はその
 第一論文で、一九六一年の秋には最低二〇億ドルに上ると述
 べ、⁽²⁴⁾ 第二論文では、一九六二年六月には世界の外貨市場の規
 模は四〇〇億ドルに上り、そのうちドルはヨーロッパ市
 場では八五%を占めるとする。⁽²⁵⁾ Martenson はこの率で計算
 して、三四〇億ドルとされている。⁽²⁶⁾

BISはその第34、35、36次年報においてユーロ・ダラー市
 場の規模推計を行なっている。⁽²⁷⁾

まず第34次年報ではユーロ・ダラー取引に従事する主要国
 (ベルギー・ルクセンブルク、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、日本)の
 商業銀行の外貨建短期負債・資産を一九六三年九月末現在で
 集計して負債の総計一二七・七億ドル、資産の総計一四七・
 八億ドルを求める。次に各国の銀行間の預け合いをすべて重
 複として削減し、(イ) 当該通貨国に対する項目を除外して純

ユーロ・ダラー(木村)

額として、負債五四億ドル、資産五三億ドル、(ロ) 当該通貨
 国に対する項目を含めて負債八五億ドル、資産一一〇億ドル
 とする。米国以外にある銀行の米国に対する債権・債務はユ
 ーロ・ダラー取引もあるが、それ以外の米国のコルレス先か
 ら認められたクレジット・ラインまでの引出しとか、米国の
 金融市場へのドル投下などユーロ・ダラー取引とは無関係な
 ものもある。このことは他のユーロ通貨についても同様であ
 る。そこでユーロ通貨指標としては(イ)では過小評価、(ロ)では
 過大評価となる。この点を考慮し、また居住者に対する集収
 できないポジションの数字をも考慮して、ユーロ・カレンシ
 ーの市場の規模を約七〇億ドル、そのうちユーロ・ダラーを
 五〇億ドルと推計している。

第35次年報では九カ国(ベルギー、フランス、西ドイツ、
 イタリア、日本、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリ
 ス)について一九六三年九月、一九六四年三、九、一二月、
 一九六五年三月の商業銀行の対非居住者外貨建短期資産・負
 債が集計されている。一九六五年三月末のドル・ポジション
 をみると、米国に対するポジションを含めた場合、負債一一
 六・二億ドル、資産一一三・六億ドル、含めない場合、負債
 八二・七億ドル、資産六四・九億ドルとなっている。これら
 に含まれる地域内相互の銀行間ポジションという重複部分の

ユーロ・ダラー(木村)

調整、米國金融市場への投資部分の調整、集収されていない居住者に対するポジションの推定額の加算を行なって、ユーロ・ダラー七〇億ドル以上と推定している。

第36次年報ではカナダを加えた一〇カ国について一九六四年一月から一九六六年三月までの三カ月毎の月末の外貨建短期資産・負債が集計され、これらから日本とカナダを除き、前と同様な調整を行なって、一九六五年末で、ユーロ・ダラー九五億ドルと推定している。

わが国のユーロ・カレンシー取入れは一九六五年末で八・七億ドル程度と推計されている。⁽²⁸⁾

六 源泉

(1) 米國およびその他の國の商業銀行。他の國の個人や企業から、高度に浮動的高い現金比率を必要とするホット・マネーを受け入れた外國の商業銀行は、ユーロ・ダラー市場をその安全で流動的な投資手段として考えたが、それはユーロ・ダラーの源泉としては微々たるもので、主たる源泉は商業銀行の流動準備、特に組織的な金融市場を有しない國の銀行残高である。米國の在外支店はユーロ・ダラーの取手でもあったがまた取手でもあった。ある國々、たとえばスイスやオランダの銀行は一九五七―六〇年では国内の流動性が高く金利は外國に比べて低かったため、ユーロ・ダラーの取手の

立場にあった。⁽²⁹⁾

(2) 中央銀行と通貨当局。公的源泉には直接的なものと間接的なものがある。直接的なものとしては、米國の金利が低くユーロ・ダラーとの金利差がかなり大きかった一九六〇―六一年にはヨーロッパ、ラテン・アメリカ、中東、極東の中央銀行は米國以外の商業銀行にその外貨準備のドルをかなり預け入れた。BISによってもユーロ・マーケットへの預金が行なわれた。間接的なものとしては、中央銀行その他の通貨当局が、通貨政策との関連で、商業銀行によるドルの保有を、スワップあるいは預金の形で、促進している。⁽³⁰⁾このドル預金の一部がユーロ・ダラー市場で運用されたとみなされるのである。一九五九年一月のイタリア為替局(Ufficio Italiano dei Cambi)と一九六〇年八月以後のドイツ・ブンスバンクの対商業銀行スワップ操作、一九六一年六月の米國財務省のスイス・フラン、一九六一年と六二年のドイツ・マルク、オランダ・ギルダー、イタリア・リラに対する先物操作、一九六三年一月の連銀と諸國中央銀行間の相互通貨スワップ協定などがあげられるが、これらは政策との関連で後述される。

(3) 非銀行部門すなわち米國を含む多くの國の企業と個人。米國の法人と個人は自國よりも高い金利を得る目的でカナダ

とヨーロッパにかなりの定期預金を行なっている。特に米国の企業の在外支店の活動が重要である。他国の個人や企業もより有利であるため、あるいは外国貿易に携わる企業はユーロ・달러預金の保有は自国貨とドルの為替交換手数料の節約ともなるためドル保有を待とうとする現在ではこの傾向は増加している。⁽³¹⁾

七、使途 借手と使途を分類的に述べる。⁽³²⁾

(1) 貿易金融。揺籃期は特にそうであったが今日でも大量のユーロ・달러預金がヨーロッパ、カナダ、日本、米国の他の国の銀行によって、ドルの形でかあるいは他の通貨にスワップして輸出入業者に貸し付けられている。

(2) 米国外の銀行の流動性と貸付けの増加。米国外の商業銀行、たとえば英国では海外銀行、外国系銀行、マーチャント・バンク、米国の銀行の支店はユーロ・달러を取り入れてそのアベイラビリティと貸付けを著しく増加させた。

(3) 米国の銀行の在ロンドン支店。彼らはその大部分をニューヨークの本店に振り替えるためにユーロ・달러を取り入れた。本店はこれを米国での貸付けに使用した。

(4) カナダの銀行のドル預金とウォール街への貸付け。カナダの銀行はニューヨーク金融市場で証券業者と証券ブローカーにドルを再貸付けするためにユーロ・달러を大量に取

ユーロ・달러 (木村)

り入れた。一九五七—八年度は金利差は一%以上であったが、段々その差も減少し一九六二年頃には $1\frac{1}{2}\sim 1\frac{1}{4}\%$ にすぎなかった。しかし金利差の刺戟がなくとも米国の法人は課税の關係でカナダへ投資しようとした。⁽³³⁾

(5) 英地方当局。英国の引受会社、海外銀行、外国系銀行がユーロ・달러を売却もしくはスワップして得たポンドを英地方当局に貸し付けた。ユーロ・달러預金金利と英地方当局貸付金利間の金利平価に先物ポンドのデイスカウトが輪寄せされていることは既述の第1、2表で示した通りである。

(6) 原料貿易業者。大陸の原料貿易業者は貨物の船積から到着までの期間が長いためユーロ・달러を借り入れて金融した。

(7) 英国の賦払購買金融会社。彼らもその業務においてドルを含む外国資金を多額に利用した。

(8) 日本の銀行。日本の商業銀行はユーロ・달러の大きな借手で、一九六〇年末二・五億ドル、六一年六月末三・一四億ドル、六二年末三・九二億ドル、六三年八月二日四・二億ドル、現在では約八億ドルに上るとされている。一九六〇年以後の二、三年日本国内の貸付金利は八〜九%に上り、たとえ異常なプレミアムを支払ってもロンドンで五〜六%で

第3表 ドイツ商業銀行の西欧諸国に対する短期ドル資産・負債（百万ドル）

	1959 6月	1960 6月	1961 6月	1962 2月	6月	10月	1963 6月
資産計	175.75	23.50	499.25	493.25	341.50	312.25	299.75
内定期預金	154.25	20.25	487.50	478.50	326.00	304.00	256.50
負債計	36.00	98.00	181.25	169.25	214.25	246.00	166.75
内クレジット	17.50	50.00	175.25	160.75	206.00	239.00	161.25
純資産	139.75	-74.50	318.00	324.00	127.25	66.25	133.00

ユーロ・ドル（木村）

出所：Martenson, *ibid.*, p. 45.

ユーロ・ドルを獲得したので、在ロンドン支店は競ってユーロ・ドルを取り入れ、半分は円にスワップして国内金融に、残りは貿易金融と現地貨に使用した。日本の大蔵省と日本銀行のこれに対する外貨準備制度、取入金利規制については政策の項で後述する。

(9) イタリアの銀行。一九六二年三月末の商業銀行の外貨預金四・四二億ドルの七〇%がドル預金であった。彼らは一九六〇年八月以前は主要銀行間の紳士協定による最低貸付金利制限はリラ貸付けにだけ適用されていたので国内資金をユーロ・ドル取入れによって補った。六〇年九月にはこの協定はイタリア人へ

の外貨貸付けにも適用された。

(10) ドイツの銀行。上の表の示すドイツのユーロ・ドルのポジションによれば、ドイツはユーロ・ドルの取手でも出してもあるが、後者の方がより多い。一九六一〜二年の資産の急激な増加は一九六〇年八月以後取られたブendes・バンクの対外投資促進のためのスワップ操作に負うている。この操作にも制限が付けられた一九六二年二月以後それも段々減少している。一九六三年一月以後の国際収支の黒字基調は流入ドルの一部がユーロ・ドルとしての金利裁定・ヘッジのための流入と考えてよいが、一九六四年三月ブendes・バンクはスワップ操作を再開し、対米投資促進策を講ずるとともに、同四月より外国人所有定期預金金利支払の禁止と、外国人預金に対する準備率をこれまでの約二倍に引き揚げて外資流入を阻止しようとした。

(11) その他の借手と用途。金利差が存在する場合、多くの銀行はドルを取り入れ、それを他国貨にスワップして短期投資、たとえば英大蔵省証券あるいは英地方当局貸付けに使用した。また、米国の石油その他の巨大な国際的な企業は大規模に低利でユーロ・ドルを借り入れた。ドイツの企業は特にマルク切上げ前には、為替リスクのカバーのために外国銀行からドルを借り入れた。ベルギーの銀行は予算の赤字補填

のため大蔵省に貸し付ける目的で相当額のドル預金を取り入れた。

八 為替市場との関係 ユーロ・ドル取引が本来貸金取引であるにもかかわらず銀行の外国為替部で扱われることは既述のごとくである。ここでは、スワップ、先物カバー、金利裁定、投機の諸取引に関連してユーロ・ドルと為替の関係を考察しよう。

(1) スワップ。ユーロ・ドルを取り入れてそれを国内通貨にスワップして国内金融に供することは知られており、また当局は、たとえばイタリア当局は、自らスワップ取引の相手となって自国銀行に有利なスワップ便益を提供しさえしたのである。スワップ操作の少し複雑な例を示そう。⁽³⁴⁾ いまイタリアの銀行の顧客が英国からの輸入に対する金融のためポンドを借り入れたいと欲しているとす。この銀行はユーロ・ドルを英国の銀行から受け入れる。ここで、ドルの先物相場がオランダ・ギルダーに対しディスカウント付きとする。銀行はスイスの銀行とスワップを行ない、オランダ・ギルダーに対して直物ドルを売り、先物ドルを買い入れる。次いでこのギルダーを顧客に貸す。顧客は自己の採算と危険の下にギルダーをポンドに転換する。かくして彼はイタリア・リラを借り入れ、そのリラでもってポンドを買い入れるよりもよ

ユーロ・ドル (木村)

り低廉に借り入れ得るのである。

(2) 先物カバー。ユーロ・ドル市場を貿易金融、貸付けあるいは投資に有効に利用し得るためには、為替変動危険の除去のための先物カバー取引が不可欠であろう。その方法は前述のスワップ取引である。

(3) 金利裁定。国際金利差が存在する場合、ドル残高保有者は金利裁定取引を行なうであろう。その利鞘は両国金利差から先物ディスカウントを差し引いたものである。近年、ユーロ・ドル金利と英地方当局貸付金利の間の、およびユーロ・ドルとユーロ・スターリングの間の金利平価が英米先物ディスカウントによく対応していることが知られており、第1、2表を参照されたい。⁽³⁵⁾

(4) 投機。ユーロ・ドル取引はドルを借り入れ、再びドルで返済するものであるから、先物カバーを取らない限りドルに対する投機を行なっているのである。ユーロ・ドル市場の発達はドルの投機便益を供給した。

九、影響 ユーロ・ドル市場の発達は国際金融と国内金融の両方面に多種多様な影響を及ぼした。アインチヒの『ユーロ・ドル制度』の書物においてはその大部分がその影響を些細に論じたものですらある。以下各方面の影響を要約的に述べよう。

ユーロ・ダラー（木村）

五六

(1) 新しい投資機会。ドル保有者にとってユーロ・ダラー市場の最大の魅力は、それが米国の国内預金や短期投資物件よりもより高い利回りを提供したことである。米国では定期預金金利はレギュレーションQで最高規制が行なわれており、ユーロ・ダラー金利は一九五九年以来それよりも高目に推移してきた。さらにユーロ・ダラー預金は米国内では金利が得られない要求払預金に代わってコール物で金利を獲得し得たのである。利回りの考慮ばかりでなく、たとえば三カ月物のユーロ・ダラーを借り入れてそれをコール物または七日物に転貸して、短期債務に対する流動資産比率を増加させるなど、流動性という観点からこの市場を利用することができる。⁽³⁶⁾

ただ問題はこれらの投資便益にもかかわらず、それが市場ではきわめて巨額の単位でのみ取引され、それ以下の少額預金に支払われる利息は標準市場金利よりはるかに少なく、レギュレーションQによる金利以上には出ないであろうことで、これが現在ですらユーロ・ダラー預金が外国人保有ドル預金の一小部分、全ドル預金のまったく問題にならない割合しか占めない理由である。⁽³⁷⁾

(2) 新しい借入便益。各国の中央銀行や大蔵省は外貨準備の一次的危機に対処するためとか、ベルギー大蔵省のように定期的に財政資金を賄うためとかに、ユーロ・ダラーの便益

が利用されたが、一般の銀行にとっては、ユーロ・ダラー金利はロンドンのポンド借入金利、ニューヨークのプライム・レートよりも低かったこと、資金調達の容易さ、たとえば標準期日物で借手が一流クラスならば数分間で事務的に処理されたこと、貸手銀行が借手銀行に限度枠を設けているとはいえ同時に多数の貸手から借り入れ得ること、これらの利点がこの市場の一層の利用を促した理由である。⁽³⁸⁾ このようにユーロ・ダラー市場で金融を付ける機会が得られた結果は、貿易金融をしてニューヨークの引受信用を利用するよりもより低廉なユーロ・ダラー借入れに依存せしめたので、国際金融中心地としてのニューヨークの地位を低下せしめ、ユーロ・ダラーの中心市場たるロンドンの地位を高めた反面、ドルの使用は国際通貨としてのドルの地位を高めさせたのである。⁽³⁹⁾

(3) 新しい裁定機会。ユーロ・ダラー、ユーロ・スターリングなどのユーロ通貨の出現はユーロ通貨相互間の金利平価およびユーロ通貨金利と他の国内金利との間の金利平価とを在来の諸金利平価に追加し、しかもユーロ通貨金利は国際金利として多分に国内金利を左右する要因とは独立で、したがって諸金利平価間の格差を大幅に生じ、かくしてユーロ通貨市場の与える容易かつ豊富な裁定資金の供給と相まって、金利裁定の新しい機会を提供することとなった。⁽⁴⁰⁾

先物ドル相場が鞏寄せされる金利平価は両大戦期間はロンドンの一流手形割引金利とニューヨークの一流手形割引金利もしくはウォール街貸付金利から計算した金利平価が、一九五〇年代の初期から中頃までは英米両国の政府短期証券金利から計算した金利平価が支配的であったが、ユーロ・ダラー市場発達以後は、第1、2表を見ても、ユーロ通貨間金利平価、ユーロ・ダラーと英地方政府貸付金利、ユーロ・ダラーと賦払購買金融会社預金金利、これらから計算した金利平価が重要と推察される。

アインツヒによれば、⁽⁴¹⁾ユーロ・ダラー市場の発達は右述の金利裁定のみならず、長期ユーロ・ダラーと短期ユーロ・ダラーとの間の時間的裁定、長期および短期のユーロ・ダラーと長期および短期の他種ユーロ通貨との間の時間的裁定、異なる市場間のユーロ・ダラーの場所的裁定、その他ユーロ・ダラーと先物金の間裁定、他の便益との間のヘッジ、商業裁定、投機等の諸機会を提供することとなったのである。

(4) 米国の国際収支への影響。ユーロ・ダラー取引は以下の特珠な場合を除き、米国の銀行組織全体としての預金総額の減少を生じない。その特珠な場合とは、ドル預金を持つ外国人がこれをドル紙幣の形で引き出し米国外へ持ち出すとか、ユーロ・ダラーの借手が外国の中央銀行であって、その金準

ユーロ・ダラー(木村)

備を増加させるために使用するときであるが、前者ではそのドル紙幣の大半は海外の銀行に売却され、再び米国の銀行に戻るであろうし、後者についても、ユーロ・ダラー返却時には米国は金を回復することとなるから問題はない。ただ、ユーロ・ダラーの売却に端を発した一時的な金流出の心理的悪影響が海外のドル保有者をしてそのドルをユーロ・ダラー市場で貸し付ける代わりに金とか他通貨に転換させたり、さらに米国の居住者をして資金を外国通貨に転換させたりする場合には米国の金減少が生じ、国際収支に影響するのである。⁽⁴²⁾

このためにまた、米国内の銀行業務が金利面の割高のために外国の銀行に奪われる影響を顧慮してレギュレーションQを撤廃せよという意見が見られるが、アインツヒは「ユーロ・ダラー市場への僅かに三〇億ドルから五〇億ドルの流入を逆流、あるいは少なくとも減少させるために、五、〇〇〇億ドルを優に越える総預金の金利を全面的に引き上げること」の不釣合な犠牲を指摘する。⁽⁴³⁾さらにレギュレーションQは現在では外国の公的機関に対しては撤廃されていることも併せ注目すべきであろう。

(5) 信用量の拡大。ユーロ・ダラー預金は外国保有者間の頻繁な振替えを伴ったので、その流通速度と銀行間の浮動性を追加し、これは米国の銀行にとつては、たとえば以前には

それぞれが定期預金に使用されれば4%の現金準備で済んだのに、それが要求払預金に戻されると10%の現金準備を要し、さらに従来は遊休預金を引当てて長期投資に利用し得たのに、浮動性の増加のためいつ引き揚げられるかも知れないという懸念は流通速度の増加と相まってより大なる現金あるいは流動性準備を必要とし、運用可能資金が制限される。とはいえユーロ・ダラーは他面米国の預金総額の減少なしに国際信用量の増加に寄与する。その過程は次のごとくである。⁽⁴⁴⁾

(イ) 米国外の中央銀行にとっては、自国の銀行の借り入れたユーロ・ダラーが自国貨にスワップされ、ドルの売圧力が加わり、当局の為替介入の機会が生ずればドル準備が増加し、また、中央銀行自身もユーロ・ダラーを借り入れて外貨準備の一次的減少に対処し得るので信用引締を不要とし、さらにその遊休ドル準備をユーロ・ダラー預金の形で自国銀行に貸し付けることもできるのである。

(ロ) 米国外の銀行にとつては、ユーロ・ダラー借入れによって追加的信用を得るのみならず、借入額以上の乗数倍の信用拡大を行ないうる。たとえば英国の交換所加盟銀行では、現金準備8%以上、流動性準備30%以上という慣習的比率があり、ユーロ・ダラー預金は現金準備には含められずこの面からの制約はあるが、流動性準備には計上される。他のマー

チャント・バンク、海外銀行、外国銀行支店は右の流動性比率は維持するが現金比率維持の義務はない。

(イ) 借手が米国のロンドン支店を通ずる本国本店である場合には、米国の銀行組織全体としてはドルの純増減は生じないが、以前に要求払預金もしくは短期通知預金であったものが定期預金としてロンドンへ預け替えられ、それが米国の銀行で再借入れされるとか、定期預金から短期ユーロ・ダラーへ変わる場合には米国の銀行組織の流動性構造が変化し得る。

以上のごとくして、ユーロ・ダラー市場の発達は国際流動性の拡大に強力に貢献したのみならず、それが自国貨にスワップされて国内金融に使用され、経済成長における西ドイツや日本の奇跡を生むのに貢献したのである。

(ロ) 金利に対する影響。既述のごとくユーロ・ダラー預金の金利は国際金利であつて、それは米国内におけるレギュレーションQに規制された預金金利と米国の銀行の貸出金利によって画された限界内で、需給によって定まるものである。そしてかかる需給を規定するものはニューヨークの短期投資利回り、直先ドル相場、ロンドンの短期投資の利回り、主要金利平価より計算された金利裁定、金のドル価格、為替相場の変動に対する投機、カバール、ヘッジ、ユーロ・ダラーに対する各国中央銀行の態度、米国内経済殊にウォール街の趨勢な

どがあげられる。かかる国際金利が有する役割の最も大きなものは、英米クロス先物為替相場が現在ではユーロ・ダラーとユーロ・スターリングの預金金利平価に鞘寄せされる傾向をもつという事実にあるが、他方、米国およびその他ユーロ・ダラー借入国、仲介国の国内金利にも種々の程度の影響をもつのである。

米国の国内金利への影響は、ユーロ・ダラー預金が居住者の預金を含む米国内ドル預金総額のほんの一部を占めるに過ぎないことから過大に評価はできないが、考えられるものとして次のものがある。すなわち、国内投資物件と投資便益としてのユーロ・ダラーとの競合は、政府の介入がなければ財務省証券金利の上昇を招き、また米国の銀行が預金獲得競争をしてレギュレーションQの預金金利限度の引上げを当局に促し、さらにCPI金利上昇にも影響する。借入便益における競合は銀行の貸出金利の引上げを抑止させる。ユーロ・ダラーを借り入れ、これを直物為替として売却する形で行なわれるドルに対する弱気の投機はドルへの圧迫を通じて、米当局をして金利引上政策をとらしめ、またユーロ通貨間金利平価と、国内金利に基礎をおく金利平価からの格差によって生ずる裁定資金の流出入は国内金利に影響する。

借入国の金利への影響として、日本や中南米諸国のように

ユーロ・ダラー(木村)

ユーロ・ダラー借入れは、その額が国内総借入額のかんりの部分を占めている国では国内金利上昇を抑止したという影響が見られる。また英国ではポンドにスワップして使用された金額も大きいから、公定歩合、ロンバード街コール貸付け、地方当局および賦払購買金融会社の貸付金利に影響したと考えられよう。

ロンドンはまだユーロ・ダラー取引の仲介的地位にあるが、そのため、ポンド引受信用と競合する範囲で、あるいは三國間裁定や投機取引を通じてポンドが受ける影響に対する国家政策の介入により、英国の国内金利が影響されるのである。⁽⁴⁵⁾

(7) 為替相場への影響。既にユーロ・ダラーと為替市場の関係について述べたが、ここでは為替相場に及ぼす影響を考察する。⁽⁴⁶⁾

まず米国内の通常の預金をユーロ・ダラーに転換したり、あるいはその逆の転換は為替相場に直接の影響は与えないが、ユーロ・ダラーを直物取引もしくはスワップ取引で調達する場合、両者で直物ドル相場上昇、加えて後者で先物ドル相場に不利な影響をもち、また直物売りでユーロ・ダラーを解消するときには直物ドル相場に不利となる。

次に、ドル危機に際しては、貸手はドルの返済を待つて現金化するようなことでは遅すぎるといっているので、預金の満期日

を受渡時点とする先物でドルを売却し、借手も直物ドルを即時または返済期日前に売却するとすれば、この場合ドルに対する二重の売り圧力が生ずる。最初の貸手以外の転貸者はドルの価値下落によっても失なうところがないとしても、借入債務はアンカバーにしておき、他方、貸付債権はカバーをとって売持ちにするという場合には、この売り圧力は何重にもなるであろう。

借入ユーロ・달러を自国貨もしくは第三国貨にスワップして使用する場合、ドルの直物を弱め先物を強くする。

貿易金融としてのユーロ・달러の利用あるいはその減少は、同じ目的のための一般ドル信用と代替的でない限りドル為替を弱めたりあるいは強めたりする。

ユーロ・달러がカバーもしくはヘッジに使用されれば、それが先物為替取引に代わって行なわれる程度に応じて、ドルへの圧迫を先物相場から直物相場に移すであろう。裁定取引への利用はユーロ通貨間金利平価へと先物相場を鞘寄せさせる傾向をもつ。またかかる金利平価に対して先物ドルが内在的ディスカウントにあれば投機活動は先物市場からユーロ・달러市場へ、逆に内在的プレミアムにあればその逆に移る傾向がある。またある外貨が切上げ含みのときには、先物買をする方法もあるが、ユーロ通貨を用いるときはその通貨

を直物で買い、それをユーロ通貨市場で貸し付ける方法がとられる。それは直物買圧力を増し先物買圧力を減ずる。

最後にユーロ・달러金利が為替相場に及ぼす影響はどのようなものであるのか。まず、その金利騰落により資金がユーロ・달러市場からあるいはユーロ・달러市場へと流入することにより既述のごとき直先相場への影響をもち、またユーロ・달러金利の騰落はそれに応じた金利平価の変更したがって先物ドルのディスカウントもしくはプレミアムを増減をもたらすのである。

一〇、政策 ユーロ・달러市場の発達には既述のごとき積極的な諸効果を有する反面、アインツヒが指摘するように中央銀行の通貨統制力が種々の経路を通じて弱められる⁽⁴⁷⁾。すなわち自国経済における流動性、信用供給、国内金利、輸入金融、短期資本流出、為替が投機から受ける影響等の面における当局の統制力がユーロ・달러の入手容易性、国際金利、自由性等の諸特性のために弱められる傾きをもつわけであるが、他方それはまたこの仕組を国内経済の流動性と短期資本流出入とを規制する手段として逆に利用することもできるのである。いわば毒を交じて薬となす類ともいえよう。以下、(1) 国内流動性と短期資本流出入を統制するためにユーロ・달러に対して取られた政策、(2) ユーロ・달러を含む

む短期資本流出に対して取られた国内金融政策、(3) 日本の場合、に分かつて述べよう。

(1) 概ね英当局のユーロ・ダラーに対する態度は好意的中立の立場にあり、そのことは実質上貸金取引であるユーロ・ダラー取引を預金取引と見なして、各銀行に課せられたその対外債務の最高限度規制の適用外としたことに表われているが、それはロンドンとユーロ・ダラーの中心市場とさせる考慮とみなされるであろう。もっともイングランド銀行は直先為替の平衡操作を行なってユーロ・ダラー取引からの不都合な資金供給の変化を中和させる力を有していたのでこのような好意的中立の態度をとっても問題が生ずること勘ないといえるかも知れない。

イタリアでは、一九五九年一月当時国内のインフレーションに対処してイタリア諸銀行の流動性を減少させる意図の下に、イタリア為替局は銀行に直物ドルを売り、同じ相場で先物ドルで買い戻して、為替相場変動危険を引き受けるスワップ操作によってユーロ・ダラー市場への外貨流出を促した。一九六〇年八月に国際収支余剰が増大した際には銀行に対外資産と対外負債のポジションをスクエアにする義務を課し、一九六一年二月この義務は先物為替については撤廃され、同年末、国内流動性が引き締り始めたとき右のスワップを減じ、

ユーロ・ダラー(木村)

一九六二年最初の四半期に流動性が増加したときスワップを増した。また同年一月国際収支がバランスに向かった際にはさきのポジションのスクエア義務は廃止された⁽⁴⁸⁾。ドイツのブンデス・バンクも同様なスワップ操作、あるいは外国人預金の金利支払停止とその準備率引上政策を国際収支の余剰と国内流動性過剰対策として採用したことは既に六の(10)で述べたところである。

一九六一年三月のドイツ・マルクとオランダ・ギルダの切上げに際し、スイス・フランも同様に切り上げられるかも知れないという予想の下にホット・マネーのスイスへの流入を生じ、その結果生じた同国国立銀行のドル為替準備の過剰は米国に対する金準備の危惧を招いたので、同年六月米國財務省はスイス国立銀行の米國支店を通じ先物スイス・フランの供給を行ない、ドル市場への資金供給を魅力あらしめる先物操作を行なった。この操作は六一年と六二年にはドイツ・マルク、オランダ・ギルダ、イタリア・リラの先物市場でも行なわれたが、一九六三年二月以来外国中央銀行とのスワップ取決めへと発展した。これはニューヨーク連銀が相手国中央銀行の勘定に一定額のドルを払い込み、他方、相手国中央銀行勘定にその時の為替相場で換算して相当額の相手国通貨が払い込まれ、両行は三〜六カ月の期限日に反対取引を行

ユーロ・ダラー(木村)

なうもので、これを利用して平衡操作が行なわれた。その後、取決限度内でいつでも引出しができるという約束すなわちスタンダードとなり、ニューヨーク連銀のかかる取決額は一九六三年一二月末には一一行(BISを含む)二、〇五〇百万ドル、六五年三月末には二二行二、三五〇百万ドルに達した。

(2) 一国のユーロ・ダラー取引をその動機の一部とする短期資本の流出を阻止するために取られた措置にいかなるものがあるだろうか。米国の例によって考察してみよう。米国は一九五〇年以来スエズ動乱の一九五七年を除いて引続き国際収支の赤字を蒙り、一九五八—六五年間では平均二八億ドルにも達している。しかも米国はドルがキー・カレンシーである以上、他の諸国のように平価切下げに依拠し得ない。したがって、為替管理が存在せず、関税引上げと貿易の直接統制を行なわないう経済成長と景気の鼓舞を計る目的と、国際収支の不均衡を是正する目的とを同時に達成しなければならぬ。米当局にとって重要な金融政策は、先物介入政策と並んで、長期金利は経済拡張のため引き下げ、短期金利は短期資本の流出を阻止するために引き上げるといふ二重金利政策であった。⁽⁴⁹⁾

加盟銀行は従来、自己の預金債務の一定割合相当額を連邦準備銀行に預け金残高として維持する義務を有したが、一九

第4表 加盟銀行準備率

(年%)

	1960年12月まで			1960年12月以降				
	最低	最高	適用	最低	最高	適		用
						1960年 12月以降	1962年 10月以降	1966年 7月以降
要求払預金								
中央準備市銀行	13	26	20	10	22	16.5	〃	〃
準備市銀行	10	20	18	10	22	16.5	〃	〃
地方銀行	7	14	12	7	14	12	〃	〃
定期預金								
全加盟銀行	3	6	5	3	6	5	4	5*

出所：吉野俊彦・津坂明共訳：ナドナー・ヘラーシップマン共著ニューヨーク金融市場，34，48頁。Federal Reserve Bulletin, September, 1966.

* 500万ドルまで4%，それを越えるものは5%。

六〇年一月以降加盟銀行の手元現金は全額所要準備金に算入されることになり、彼らの手許に十分の流動性を維持し得ることとし、さらに準備率を上表のごとく引き下げた。それとともに同年一〇月と一月に連邦準備制度は財務省証券以外の米国の短期証券の購入を始めた。これ

第5表 定期預金規制金利

(年%)

ユーロ・ダラー(木村)

	1936年 1月1日	1957年 1月1日	1962年 1月1日	1963年 7月17日	1964年 11月24日	1965年 12月6日
1年以上	2 $\frac{1}{2}$	3	4	4	4 $\frac{1}{2}$	5 $\frac{1}{2}$
6カ月以上1年未満	2 $\frac{1}{2}$	3	3 $\frac{1}{2}$	4	4 $\frac{1}{2}$	5 $\frac{1}{2}$
90日以上6カ月未満	2	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	4	4 $\frac{1}{2}$	5 $\frac{1}{2}$
90日未満 (30~89日)	1	1	1	1	4	5 $\frac{1}{2}$

出所: Federal Reserve Bulletin, September, 1966.

らの措置は金融緩和とともに、連邦準備制度が銀行の準備の必要から財務省証券を購入して市中の同証券を減じ、価格を引き上げてその利回りを低下させることを防いだ。また連邦準備制度は、国内の経済拡張鼓舞のため長期利率率を引き下げ、目的で、一九六一年二月、公開市場操作でもって長期の米国の証券の購入を開始した。また米当局は外国の中央銀行と通貨当局が資金を米国の政府証券から他国に振り替えられることを防ぐため、かかる利子所得の課税を免除し

第6表 連邦準備銀行(ニューヨーク) 公定歩合 (年%)

1959年	3月6日	3
	5月29日	3 $\frac{1}{2}$
	9月11日	4
1960年	6月10日	3 $\frac{1}{2}$
	8月12日	3
1963年	7月17日	3 $\frac{1}{2}$
1964年	11月24日	4
1965年	12月6日	4 $\frac{1}{2}$
1966年	8月31日	ク

出所: Federal Reserve Bulletin, September, 1966.

短期資本流出を阻止するため他の政策はレギュレーションQの預金金利最高限の引上げと連邦準備銀行公

定歩合の引上げであった。第5、6表を参照のこと。なお、一九六二年一〇月一五日より、外国通貨当局に対してはレギュレーションQの制限は除去された。このような米国の短期高金利政策は米国自身の短資対策としても意義をもつが、世界経済における公定歩合の趨勢はその隔差縮小が顕著であることにも注目すべきであろう。第7表参照。これは外国為替操作におけるスワップ協定などと相まった一つの国際的協力の結果である。

(3) 日本の場合。既述のように、一九六〇~三年頃は日本の国内金融の重要な資金源としてユーロ・ダラーがかなりのプレミアム付きで取り入れられたが、日本の通貨当局は外貨準備金制度、規制金利指導、ガイド・ライン方式によって規制した。外貨準備金制度は一九六二年六月一日から実施され、

第7表 中央銀行公定歩合 (年%)

	1957年 9月	1963年 7月	1965年 12月
カ	4.05	3.5	4.75
日	9.13	5.84	5.475
オ	5.0	4.5	4.5
ベ	4.5	4.0	4.75
フ	5.0	3.5	3.5
ド	4.0	3.0	4
イ	4.0	3.5	3.5
オ	5.0	3.5	4.5
ス	2.5	2.0	2.5
イ	7.0	4.0	6.0
ア	3.5	3.5	4.5

出所: Martenson, *ibid.*, p. 111.

東京銀行月報1965年12月号。

甲種外為銀行は短期外貨債務に対する一定割合以上の流動性外貨資産を支払準備として保持すべきものとし、この率は当初二〇%であったが、その後何度か引き上げられ、一九六五年六月からは二五%となっている。規制金利指導は一九六一年七月二日、日銀は為銀にユーロ・ドル取入れの自重を要望する道徳的説得を行なうとともに、取入金利の最高限度を定めた。しかしこの限度も海外金利の上昇とともに幾度か引上げられ、一九六六年七月二〇日にはこの制度は撤廃された。ガイド・ライン方式は一九六四年七月末より実施し、外貨資産は五月末残高、外貨負債残高は六月末を基準に各行別に両

者の比率を定め、この比率以内に外貨負債を抑えることとした。その後一九六五年一月からは、その月末の外貨負債残高は前々月までの三カ月平均の総外貨資産に対して比率が算定された。これらがわが国のユーロ・ドル対策であるが、特に注目すべき最近の情勢は、本年五月以後相次ぐ米国内の諸金利上昇ならびにこれに伴う英国の公定歩合引上げの結果としてのわが国の金利逆鞘に対する円シフトの問題であろう。アクセプタンス方式にしろリファイナンス方式にしろ外貨建輸入ユーザンスに対しては日本の為替銀行は従来外銀の金融に依存していたが、米国の市中金利が七・五%にもなると、五・四七五%で割り引かれる円金融の方が有利となるので、円を借りてドルを買いこれを送金するというようになる。現在為銀の外銀借入れが二〇億ドルであるから、これが円金融に振り替わると公的保有外貨準備二〇億ドルに匹敵し、外貨準備の枯渇を招く懸念があるわけである。円シフトはユーロ・ドルについてもいえる。米国はじめ各国の金利上昇の結果ユーロ・ドル金利も、三カ月物で、七月一日 $5\frac{3}{4}-6\frac{1}{4}\%$ 、同二九日 $6\frac{1}{4}-6\frac{3}{4}\%$ 、八月三十一日 $6\frac{1}{2}-7\%$ 、九月三〇日 $6\frac{3}{4}-7\%$ と、漸次上昇し、あまつさえわが国の取入金利規制も撤廃され国内金利とユーロ・ドル金利の利鞘が消滅もしくは逆鞘となったので、ユーロ・ドル借入れを止めて円金融

に振り替わり、さらにはユーロ・ダラー流出の傾きさえもつにいたつたのである。かかる円金融振替わりを防止するためわが国当局は、為銀の外為持高限度を八月二十九日には約一千万ドル圧縮したが、これは買持傾向にある為銀としては先物ドルを売り、したがってドルの先物を下げスワップ・コストを増して、実質的には海外の金利高を相殺して円シフトを抑制することとなる。しかし、より基本的にはわが国にとっては、米国のように、二重金利政策と先物介入政策を採用する必要がある、特に、従来から国内の景気変動が、外貨天井の枠に制約されてストップ・アンド・ゴー政策をとらざるを得なかつたわが国としては、それらの政策を、ある程度はかかる外的制約を巧みに調整して国内の安定的成長を押し進めるための不可欠な手段として真剣に考慮すべき段階に来ていると考えられるのである。

- 註(1) P. Einzig: A Textbook on Foreign Exchange, 1966, p. 154.
 (2) 田中金司「ユーロ・ダラーの検討」関西学院大学商学論究第一巻第三号、五八頁。
 (3) ニュー・ダラー創出過程を示せば次のようになる。〔過渡期〕米国の居住者もしくは非居住者の保有する米国の銀行に在る要求払預金がヨーロッパの銀行に投与される。米国の商業銀行組織の帳簿上で、その預金者名義が書き換えられ、ヨーロッパの銀行の帳簿上で、ユーロ・ダラー借入れは現金資産(Cash-asset)によ

ニュー・ダラー(木村)

	米国の商業銀行組織	ヨーロッパの銀行	
過程Ⅰ	-DD ^d +DD ^e	+C	+E\$
過程Ⅱ	-DD ^e +DD ^{d'}	-C +EL	
純効果	変化なし	+EL	+E\$

DD=要求払預金 C=現金資産
 d=原預金者 E\$=ユーロ・ダラー
 e=ヨーロッパの銀行 EL=ユーロ・ダラー貸付け
 d'=新預金者

- International Money Market, April, 1966, The Bulletin, New York University, No. 39, pp. 6-7.
 (4) Einzig, *ibid.*, pp. 146-8. Einzig: Foreign Dollar Loans in Europe, 1965, pp. 114-5.
 (5) 伊藤健雄「外国為替市場辞典」一七〇—一頁。
 (6) Einzig, A Textbook, pp. 163-6.
 (7) A. R. Holmes and F. H. Klopstock: "The Market for Dollar Deposits in Europe", in Monthly Review, Nov. 1960, Volume 42, No. 11, p. 197; G. C. Martenson: The Euro-Dollar Market, 1964, p. 12.
 (8) Einzig: The Euro-Dollar System, 1964, pp. 30-1. 塩野谷・大海試四六一七頁。

って対応記帳される。〔過程Ⅱ〕ヨーロッパの銀行はこの現金資産を定期預金その他に運用して利子を稼得しようとする。この転貸のため米国の商業銀行組織内の帳簿上の名義書換えが行なわれる。純効果としては、米国内の個々の商業銀行では預金残高の変更があるが、商業銀行組織全体としてはなんらの変化もない。 Ernest Block: Euro-dollars, An Emerging

ノーロ・ヌマー(木村)

- (9) Holmes, p. 197.
- (10) *Ibid.*, p. 197.
- (11) *Ibid.*, pp. 197-8.
- (12) 田中「前掲」六三頁。
- (13) Martenson, *ibid.*, p. 15.
- (14) Einzig, *ibid.*, Chapter 2-3, pp. 10-25. 訳四一三九頁。
- (15) 為替市場「外国為替情報社」昭和四一年一〇月一五号「一一一五頁」。
- (16) O. L. Altman: "Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies", IMF Staff Paper, Vol. X, No. 1, March 1963, p. 62.
- (17) Martenson, *ibid.*, pp. 63-4.
- (18) Altman, *ibid.*, pp. 63-4.
- (19) 為替市場「外国為替情報社」一九六六年一〇月一五号「三四頁」。
- (20) Altman, *ibid.*, p. 71.
- (21) Altman, *ibid.*, p. 72. Martenson, *ibid.*, p. 73.
- (22) Altman, *ibid.*, pp. 73-4. Martenson, *ibid.*, p. 73.
- (23) Holmes and Klopstock, *ibid.*, p. 197.
- (24) Altman: "Foreign Markets for Dollars, Sterling and Other Currencies, IMF Staff Paper, Vol. VIII, No. 3, Dec. 1961, p. 328.
- (25) Altman, Recent, p. 89.
- (26) Martenson, *ibid.*, p. 74.
- (27) 第54「36次年報はそれぞれ東京銀行月報第一六卷七号、第一八卷七号、第一七号、第55次年報は世界金融経済年報一九六四〜六五年」。

六六

東京銀行調査部訳による。

- (28) 三菱銀行「調査」昭和四一年六月、二九頁。
- (29) Martenson, *ibid.*, pp. 17-8.
- (30) BIS 第34次年報。東京銀行月報、第一六卷七号、一七頁。
- (31) 右同「一九頁。Martenson, *ibid.*, p. 22.
- (32) 本項は主として Martenson, *ibid.*, pp. 27-50 に依拠する。
- (33) 米國財務省が与えた例として、たとえは米國のある法人がカナダ支店を通じて業務活動を行ない、企業所得五万ドルを得てこれを米國に持ち帰るとする。カナダの法人税五〇%、支店利潤税一五%とすれば、この法人はカナダ当局に二八、七五〇ドル(\$50,000×50%(1+15%))を支払うことになる。ところがこれに対して米國で与えられる課税上の控除(tax credit)は五二%で、二六、〇〇〇ドル(\$50,000×52%)となり、その差二、七五〇ドルがかかる控除を利用できない。そこでこの法人は米國內で投資された資金の一部を割ってカナダにおける銀行勘定あるいは投資トランザクション「七、五〇〇ドルの投資所得を生ずる」に計る。この所得に対してはカナダでは一五%の引留税がかかるだけであるとすれば、この法人はこれに対して「一二五ドル(\$7,500×15%)の税を支払うことになる。かくしてカナダ当局で支払う税額合計は二九、八七五ドル(\$28,750+\$1,125)で、これは米國で与えられる tax credit 二九、九〇〇ドル(\$27,500×52%)に少し足りないだけである。かくしてこの法人の七、五〇〇ドルの投資所得に対する税控除後の収入は、三、六〇〇ドル(\$7,500-\$7,500×52%)より六、三五〇ドル(\$7,500-\$1,125)一追加的な米國の税金\$25)となる。Altman: "Canadian Markets for U.S. Dollars", IMF Staff Paper, Vol. IX, No.

3, Nov. 1962, pp. 302-3.

⁽⁸⁴⁾ Holmes and Klopstock, *ibid.*, p. 200. Martenson, *ibid.*, p. 57.

⁽⁸⁵⁾ 為替相場の上り支持点が信頼をれていて、さらに平価変更の危険の全く存在しないときには、場合によってはカバリーをとりながら金利裁定を行なっても安全である。ポンドの上り支持点は二・八二ドルと二・七八ドルであるから、たとえば為替相場が二・八〇八〇ドル以下であれば、年一%の金利差を求めて一年間ニューヨークからロンドンへカバリーなし金利裁定を行なうも安全である。なぜならポンドの下落が損失の危険をもたらすが、最大減価は二・八セント(2.8080-2.78)であるから、それはカバリーなしの裁定の二・八セントの利潤(2.8080×1%)を補われるからである。

第 8 表

金利差 年%	投 資 期 間		
	12カ月	6カ月	3カ月
1 $\frac{1}{8}$	2.8080	2.7940	2.7870
1 $\frac{3}{8}$	2.8115	2.7960	2.7879
1 $\frac{1}{4}$	2.8150	2.7980	2.7897
1 $\frac{3}{8}$	2.8185	2.7999	2.7906

同様に相場が二・七九二〇ドル以上であれば、ロンドンからニューヨークの同様の資金移動を行なっても安全である。かくして、ポンドからポンドへのカバリーなしの資金移動については、金利差が狭いほどまた投資期間が短かいほどポンドの相場は下方支持点に近いものでなければ安全とはいえないわけである。かかる安全最高相場を示したのが上の表である。ただし、ニューヨークからロンドンへのカバリーなし金利裁定取引に関するものである。Einzig: A Textbook on Foreign Exchange, 1966, pp. 87-8. ただし説明の仕方はインチェッピとは相違する。

ニーロ・ダラー(木村)

⁽⁸⁶⁾ Einzig: The Euro-Dollar System, p. 33. 訳四九頁。

⁽⁸⁷⁾ *Ibid.*, p. 34. 前掲、五一頁。

⁽⁸⁸⁾ *Ibid.*, pp. 35-7. 前掲、五三-一六頁。

⁽⁸⁹⁾ Martenson, *ibid.*, pp. 75-7.

⁽⁹⁰⁾ Einzig, *ibid.*, pp. 42-3. 前掲、六三-四頁。

⁽⁹¹⁾ *Ibid.*, pp. 46-7. 前掲、六九-七一頁。

⁽⁹²⁾ *Ibid.*, pp. 56-7. 前掲、八四-一六頁。

⁽⁹³⁾ *Ibid.*, pp. 57-8. 前掲、八六-一七頁。

⁽⁹⁴⁾ *Ibid.*, pp. 103-111. 前掲、一五〇-六一頁。

⁽⁹⁵⁾ *Ibid.*, pp. 95-101. 前掲、一三九-一四七頁。

⁽⁹⁶⁾ *Ibid.*, pp. 87-94. 前掲、一二七-一三七頁。

⁽⁹⁷⁾ *Ibid.*, pp. 113-4. 前掲、一六四-一五五頁。

⁽⁹⁸⁾ Martenson, *ibid.*, p. 18, 57, 80.

⁽⁹⁹⁾ Ray Canterbury: Foreign Exchange, Capital Flows and Monetary Policy, 1965. Princeton Studies in International

Finance, No. 15, pp. 1-5.

⁽⁵⁰⁾ 短期外貨債務はニーロ・ダラーなど外貨預り金、外貨コール・マネー、外貨短期借入れ(輸入ニーズ借入れ、メル・クレシット、オナー・ドローフトは除く)、非居住者自由円預金(本支店自由円を除く)。流動性外貨資産は指定受領通貨によるもので、現金、預け金、コール・ローン、外国政府および国際機関の短期証券、一流銀行引受手形。(外国為替市場辞典、一五三頁参照)。
一九六六年一月一日稿