

ユーロダラーとアメリカ所在銀行

——ユーロ市場の機能についての予備的考察——

小 西 一 雄

はじめに

- 一 ユーロ市場のいわゆる「信用創造問題」について
 - 二 ユーロダラーとドル残高
 - 三 ユーロダラーとアメリカ所在銀行
- おわりに

はじめに

ユーロダラー市場はそれが存在しなかったならばニューヨーク市場経由で行なわれたであろう取引の単なる代替物に過ぎないのか、それともユーロ市場はアメリカ所在銀行のドル預金の量とその利用形態になんらかの変化を与えたのであろうか。⁽¹⁾

ユーロダラーとアメリカ所在銀行

(一) 以下でニューヨーク市場とかアメリカ所在銀行という場合には、当然ながら、八一年一二月開設の I B F (International Banking Facilities) は含まれていない。またここで扱うユーロダラー市場とは、主に狭義のユーロダラー市場である。

たとえば、ユーロ市場は国際的短期資本移動の新たな回路を生み出したといわれる場合、その含意のひとつは、ユーロダラー市場がドル預金の利用形態に変化を与えたということに他ならない。この点については今日おそらく異論はあるまいと思われる。だが問題をユーロダラー市場がアメリカ所在銀行のドル預金の量に与えた影響についてみれば、今日なおその理解は様々である。従来このドル預金の量に関わる問題は主に、いわゆるユーロ市場の「信用創造」機能の有無、あるいはユーロダラー乗数の高低という形で論争されてきた。この論争がユーロ市場の基本的性格の解明、その機能の理解にとつて積極的な貢献をしてきたのは事実である。だが私見によれば——近年の若干の研究が指摘しているように——、ユーロダラーの存在がアメリカ所在銀行のドル預金に与えた量的影響を明らかにするために、こうした議論とは別のアプローチが必要である。本稿の中心課題はこのことを明らかにすることである。

しかし、このような新たなアプローチの前提として、ユーロ市場の「信用創造」問題、ユーロダラー乗数の問題についても基本的整理を行なうことが有益である。したがって以下では、まず第一章、第二章でこれらの問題についての整理を行ない、それを前提として第三章において既述の本稿の中心課題を取り扱うことにしたい。

(付記) 本稿の一部は昨年（八三年）五月九日に専修大学で行なわれた「信用理論研究会昭和五八年度春季大会」での報告「累積債務問題と今日のドル体制」の一部〔3〕ユーロ市場の役割について（当日のレジюме、七—八頁）の主要部分を詳しく再論したものである。しかし本稿では重要な論点の修正が行なわれている。それは「ユーロ市場における現金準備節約」の位置づけ、評価（レジюме、七頁、二三行目）に関するものである。この点については本稿六〇—六一頁を参照されるようお願いしておく。

— ユーロ市場のいわゆる「信用創造」問題について

この問題を考えるうえでまず押えておくべきもつとも基本的な事実とは、ユーロデナラー預金それ自体は決済手段ではなく、決済手段として機能するのはあくまでユーロデナラーに対応するアメリカ所在銀行のドル預金（具体的には要求預金）である、ということである。この点は既に現在周知の共通認識であるといえよう。⁽¹⁾

(1) 要求預金を預金「通貨」として把握することには理論的に検討すべき問題があるが（三宅義夫『金融論（新版）』有斐閣、一九八一年、二二—二三頁、参照）、ここでは次のような含意で「決済手段」という用語を使用している。すなわち、ユーロデナラー預金は基本的性格としては期限付預金であって、現金の受け払いや手形、小切手の決済、それらの記帳等を行なう

(参考) ユーロ市場預金の種類

コール預金	合衆国ドル、カナダ・ドル、ポンド、円についてはオーバー・ナイトあるいはより長期のもの。他の通貨については最低二日前の通知を要する。
期限付預金	期限12カ月まで。ただし、合衆国ドルとポンドは期限5年まで。若干の通貨はより長期の契約が可能である。
C. D.	三種類が発行されている。主にドル建であるが、ポンド建も若干ある。変動金利ベースの発行が行なわれている。割引ベースの発行は1981年に始めて行なわれた。
複合通貨単位建預金 (deposits in currency cocktails)	主に SDR 建と ECU 建。
なお、預金以外のユーロ市場の取引対象としては、ユーロ・コマーシャル・ペーパー（1980年発行）、ユーロ・ポンドがある。	

(出所) Kemp, L. J., *A Guide to World Money and Capital Markets*, McGraw-Hill Book Company, 1981, p. 566.

べきいわば「決済勘定」たる要求払預金を欠いている。したがって、ユーロ・달러取引はそれに対応するアメリカ所在銀行の要求払預金の振替『名義の書き換えによって行なわれるのであって、アメリカ所在銀行のドル預金に対する請求権としてのユーロ・달러預金が請求権のままで（と）いうことはアメリカ所在銀行の要求払預金に転換されることなしに、ということであるが）「決済手段」として機能することはできないのである。

我国において、この点を最も適確に紹介、解説されてきたのは滝沢健三氏であるが、以上を念頭に置きつつ、以下の氏の記述を参照されたい。「ユーロ・달러預金が決済手段ではないという意味は、必ずしもその預金が定期預金だからという理由によるわけではない。ユーロ・달러はたとえそれが一覽払だとしても決済手段とはならない。というのはユーロ・달러預金を見返りにして小切手が発行されることはないし、またもし、小切手が発行され、勘定の保有者が勘定を見返りに小切手を振出したとしても、ロンドンには当然ながらそれを流通させるためのドルの手形交換制度などは存在しないからである。言葉を変えていえばイギリスでは当然ながらドルは流通しないのである」（竹内一郎、原信編『国際金融市場』有斐閣、一九八一年、一九九頁）。

蛇足ながら、なお一言付言しておきたい。ユーロ銀行の最大の武器は預金コストの低さであり、それを基礎として（ドルについてみれば）アメリカ所在銀行よりも魅力的な預金金利と貸付金利を提供しうることである。そして預金コストの低さは預金準備率規制の適用除外を主因とし、大口の卸売業務を主体とすることなどによって支えられている。したがってもしユーロ銀行が当座預金業務を営むならば、それはユーロ銀行のこの最大の武器に致命的打撃を与えることになる。

さて、したがって問題の九割方は解決されている、といつてよい。すなわちユーロ銀行は、基本的には、預金設定により新たな支払約束を造り出すことによって貸付を行なうわけではなく、そうした形で無準備の債務を負うわけではない。すなわち信用創造を行なうわけではない。この点にまず、既存の商業銀行とユーロ銀行との最も重要な相違がある。

だがこのことは、いわゆるユーロ・달러乗数の問題——すなわち、ユーロ銀行に預けられた本源的ドル預金がユーロ

ロ銀行組織を通して何倍の派生的預金をつくり出すのかという問題——に對する解答にそのままなるものではない。なぜならば、銀行は預金設定や自己銀行券の発行という形ではなく、預けられた貨幣をそのまま現金で貸し出す場合でも「信用を取扱う」(＝無準備の債務を負う)のであって、その場合、この現金の預金、貸出が繰り返されるならば、銀行の預金勘定には本源的預金の何倍かの預金量が存在することが可能だからである。勿論、実際の通貨量はこのことによつては(銀行の準備金相当分の減少を別として)何の変化も受けない。ただ預金の増大が通貨の回転速度の増大を反映する限りでは、このような銀行の機能も、通貨量の絶対的増加と同様の効果を(回転速度の増大という形でも)たらすのである。

ユーロ銀行の場合には、先の「現金」に相当するものが、アメリカ所在銀行の要求払預金に他ならない。すなわちユーロ銀行は預けられたドル残高(この場合は、アメリカ所在銀行の要求払預金)をそのまま貸付けること(＝要求払預金の名義変更)により無準備の債務を負うわけである。ここではユーロ銀行は一方の手でドル残高を預かり、「他方でそれを貸付けるだけというように、つまりたんなる媒介しか行なわれていないように見えるが、この場合においてもまたんなる媒介にとどまらないのであって」、ユーロ銀行はこの貸付を「自己の責任と計算において行なっているとにも」、それによつて無準備の債務を負うことになるのであり、こうした点で、単なる金融媒介機関とは區別されるのである。⁽²⁾

(2) 以上の引用部分は、三宅義夫『マルクス信用論体系』日本評論社、一九七〇年、一一二頁、から。なお、信用創造とたんに「信用を取扱う」こととの區別と関連については、同書第二章を参照されたい。

そこで、もしユーロ銀行で預金・貸付の過程が繰り返されるならば、すなわちユーロ銀行によつて貸付けられたユ

ユーロドルが、直接にであれ何回かの取引を経た後であれ、ユーロ銀行に再預金されるようなことが繰り返されるならば、量的な結果としては、信用創造と同様の効果が（本源的預金の何倍かのユーロドル預金）つくり出されうることになるのである。したがってユーロドル乗数とは結局、一定期間内におけるユーロ市場を媒介とするアメリカ所在銀行のドル預金の平均回転数の問題に帰着すると思われるのである。これを統計の点からみるならば、アメリカ所在銀行のドル預金残高というストックの（ユーロ市場を媒介とする）回転の軌跡を示したものがユーロドル残高に他ならず、ユーロ銀行を基準としてみればユーロドル残高は正にストックの統計であるが、アメリカ所在銀行のドル預金を基準としてみればそれはフローの統計とみなすことができるのである。⁽³⁾そして従来ユーロ市場の「信用創造」機能の有無という形で論じられてきたものは、実は、ユーロ市場を媒介とするアメリカ所在銀行のドル預金の平均回転数の問題であって、その意味でユーロドル乗数に関する問題ではあっても、正しい意味での信用創造についての問題ではないのである。

(3) このようなストックとフローの関係については、岩野茂道氏が八一年春の信用理論研究会春季大会のコメントにおいて同趣旨の発言をされていた、と記憶している。なお、一九七二年段階のものであるが、ユーロドルに関する包括的な論及として中西市郎、岩野茂道共著『国際金融論の新展開』（新評論）第七章、第八章（岩野氏稿）を参照されたい。

さてそこで、ユーロドル乗数をめぐる論争は、当然に、ユーロ銀行によって貸付けられたドル残高がユーロ銀行に再預金される可能性とその程度について争われることになった。多くの論争がそうであるように、この論争においてもその発端の論議において、既に主要な問題点と対立点が十分に表現されている。そこで、フリードマンとクロツプストックの周知の論争をここで簡単に振り返っておこう。フリードマンの議論の要点はこうであった。ユーロドル

増加額はアメリカの国際収支赤字（流動性ベースあるいは公的決済ベース）の増加額を上回っている。アメリカの国際収支赤字を上回るこのようなユーロダラーの急成長は、ユーロダラーの再預金によって説明する他はない。ユーロダラーの再預金の過程は、（近代経済学において）既存の国内銀行の「信用創造」の説明に用いられる乗数アプローチをユーロ市場に適用することによって説明しうる。しかもユーロ銀行の準備は既存の商業銀行に比して著しく低位であるから、ユーロダラー乗数はかなり高いものとみななければならない。したがって、ユーロダラーの主要な源泉はアメリカの国際収支赤字ではなく、ユーロ銀行の「帳簿係のメン」である。⁽⁴⁾

(4) "The Euro-Dollar Market: Some First Principles", The Morgan Guaranty Survey (October 1969).

これに対するクランプストックの批判の要点はこうであった。既存の銀行組織と異なり、その預金がそれ自体決済手段ではないユーロ銀行の場合には預金の「漏れ (leakage)」が非常に大きいのであり、実際ユーロダラーの用途をみれば、貸付けられたユーロダラーは大部分ユーロ銀行組織外にいったん引き出され、それが再預金される可能性はきわめて低い。したがってユーロダラー急成長の源泉をアメリカの国際収支赤字と各国中央銀行のユーロダラー保有に求めるのは誤りとはいえない。⁽⁵⁾

(5) "Money Creation in the Euro-Dollar Market—A Note on Professor Friedman's Views", Monthly Review (Federal Reserve Bank of New York), January 1970. なおクランプストック (Fred H. Klopstock) のユーロダラーについての包括的な分析については、"The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues", Essays in International Finance, No. 68 (Princeton University), March 1968, を参照された。

乗数アプローチにおいては、銀行の準備率（ユーロ銀行の場合はユーロ銀行が保有するアメリカ所在銀行の要求払預金といふことになる）と預金者の現金保有比率（ユーロ銀行の場合は、アメリカ所在銀行のドル預金として保有しようとされる部分と

いうことになる。乗数を決定する。したがって両者の対立の図式は結局次のようなものである。すなわち、一方は準備率の低さを論拠に高いユーロダラー乗数を主張し、他方は現金保有比率（ユーロ銀行組織からの預金の漏れ）の高さを論拠にユーロダラー乗数の低さ、あるいは事実上の否定を主張する、ということである。さて、確かに、既存の国内銀行組織においては、例えば預金設定という形で貸し出された要求払預金は、それが現金で引き出されそのまま現金で保有されるか、あるいは非銀行金融機関に投資されかつ、それが同時に、銀行の要求払預金の減少に結びつくような場合を別とすれば、（個別銀行間の現金準備の増減は生じるにしても）そのまま銀行組織の中に留まることになるであろうし、何よりも決済手段としての性格を持つ要求払預金の存在が、必ず一部分が預金としてそのまま銀行組織に留まるか、再預金されることを保証することになる。これに対してユーロ銀行への再預金は各種動機により左右される国際的な金融資産選択のひとつであるにすぎない。したがって既存の国内銀行組織との単純なアナロジーによってユーロダラーの再預金を自明のものとし、著しく高いユーロダラー乗数を主張する見解への批判としては（乗数アプローチそれ自体の当否は別として）、クロップストックの既述の批判はユーロ市場の特性を踏まえたものとして今日なおその有効性を失っていない。ここでも、ユーロダラー預金はそれ自体決済手段ではない、という事実の確認が要点となってくるのである。だがこのことは——今日では改めて強調する必要はないかもしれないが——ユーロダラーの再預金の可能性を事実上否定することを正当化するものではない。

そこで次章では、このユーロダラーの再預金の問題にも触れつつ、より広く、ユーロダラーとそれに対応するドル残高の関係、ドル残高増大とユーロダラー増大の関係、これらは一般にどのように理解されるべきかについて、基礎的な整理を行なっておくことにしたい。

二 ユーロダラーとドル残高

ユーロダラー預金の形成は、それが本源的預金であれ再預金であれ、一定のドル残高の存在あるいはドル残高の創出を前提としている。すなわち、預金者がアメリカの非居住者である場合には、ドル残高の保有（直接にはアメリカ所在銀行の要求払預金の保有）が前提となり、預金者がアメリカの居住者である場合には、ユーロダラー預金の発生はそれに対応する新たなドル残高の創出（さしあたってはアメリカ所在銀行のユーロ銀行名義の要求払預金）をもたらす。⁽¹⁾

(1) 本稿でいうドル残高とは、アメリカの対外短期債務に若干の重要な対外流動債務（中長期国債、外貨準備の保有形態のひとつとして重要である通貨当局保有非市場性財務省国債など）を加えたものであり、一般化していえば、アメリカの非居住者が保有する国際通貨としてのドルということになる。その詳細については拙稿「過剰ドルと今日のドル体制——金・ドル交換停止後の過剰ドルの形成とその処理機構（上）（下）」『金融経済』一九一号、一九二号、の（上）五五―五八頁を参照されたい。では、ドル残高とユーロダラー総額の関係は実際にはどのようなものであろうか。

次頁の表は、B I S 年報が狭義のユーロダラー市場のネット規模について推計を発表して以降八一年迄について、ドル残高、ユーロダラー・ネット規模それぞれの各年末残高、対前年比増加額、対前年比伸率を一表にまとめたものである。みられるように、ユーロダラー増加額は数年（六三、六七、七一、七七年）を除いて常にドル残高増加額を上回り、伸率もまた数年（七一、七七、八一年）を除いてユーロダラーがドル残高を上回っており、特に七〇年迄はこの点が顕著にみられる。また各年末残高の比較では、七三年以降一貫してユーロダラー総額がドル残高を上回っており、後者の前者に対する比率は九〇パーセント程度から七〇パーセント程度へと傾向的に低下している。しかも、ドル残

ドル残高とユーロダラー（狭義）：各年末残高，増加額，伸率

（単位：10億米ドル，パーセント）

	63	64	65	66	67	68
ドル残高 ¹⁾	23.5	26.8	27.2	28.5	33.7	36.1
// 対前年比増加額	2.4	3.3	0.4	1.3	5.2	2.4
// 対前年比伸率	11.1	13.6	1.7	6.6	18.3	7.0
ユーロダラーネット総額 ²⁾	5.0	9.0	11.5	14.5	17.5	25.5
// 対前年比増加額	1.5	4.0	2.5	3.0	3.0	7.5
// 対前年比伸率		80.0	27.8	26.1	20.7	42.9
	69	70	71	72	73	74
ドル残高 ¹⁾	43.8	45.2	65.3	80.7	89.9	151.1
// 対前年比増加額	7.7	1.4	20.1	15.4	9.2	25.2
// 対前年比伸率	21.4	3.1	44.6	23.6	11.3	28.6
ユーロダラーネット総額 ²⁾	37.5	46.0	54.0	71.0	97.0	133.0
// 対前年比増加額	12.5	8.5	8.0	17.0	26.0	36.0
// 対前年比伸率	50.0	22.7	17.4	31.5	36.6	37.1
	75	76	77	78	79	80
ドル残高 ¹⁾	120.4	142.2	183.9	238.3	259.8	292.4
// 対前年比増加額	5.3	21.8	41.7	54.4	21.5	32.6
// 対前年比伸率	4.6	18.1	29.3	29.6	9.0	12.5
ユーロダラーネット総額 ²⁾	153.0	185.0	225.0	283.0	356.0	431.0
// 対前年比増加額	20.0	32.0	40.0	58.0	73.0	75.0
// 対前年比伸率	15.0	20.9	21.6	25.8	25.8	21.1
	81	1) 78年以降の数値には若干の長期債務が含まれている。				
ドル残高 ¹⁾	342.4	2) 75年以降の数値はユーロダラーのネット規模をユーロカレンシーのネット規模の75%として計算している。				
// 対前年比増加額	50.0	(資料) Federal Reserve Bulletin 各号， BIS				
// 対前年比伸率	17.1	年報各号より作成。なお本文注1)， 2)を参照されたい。				
ユーロダラーネット総額 ²⁾	496.0					
// 対前年比増加額	65.0					
// 対前年比伸率	15.1					

高のすべてがユーロ市場を経由する訳ではないという点と、ここで対象としているのは狭義のユーロ市場であるという点とを考慮するならば、ユーロダラーとドル残高中のそれに対応する部分との残高、増加額、増加率の実際の乖離幅はより大きなものであろう。⁽²⁾

(2) 念のためにいえば、フリードマンなどが問題とした、流動性ベース、公的決済ベースのアメリカ国際収支赤字額（これらは七六年以降発表されていないが）とドル残高とは定義が異なるので、その量は一致しない。ここでドル残高を対象とした理由は本文の行論で自ずから明らかとなろう。

なお、上掲表のドル残高の数値について詳しくは前掲拙稿（上）七四―七八頁を参照されたい（但し、七九年分迄）。

※ 場ちがいではあるが、この機会に同論文「過剰ドルと今日のドル体制」に含まれている筆者の責任に属する重大な誤植についで訂正しておきたい。同論文（下）六四頁の表Cで、▲7,983、▲30,732、▲230,973、▲34,484、九六頁付表5の74年の流動債務の項で▲28,883とマイナス（▲）になっているのはプラスの誤りである。また「付表、付図」中で「第三章のための参考図」とあるのは「最終章（おわりに）のための参考図」の誤りである。記してお詫びしたい。

さてこうした動向の各年の具体的分析は別稿に譲らざるをえないが、ここでまず各年末のユーロダラー総額とドル残高の乖離に明瞭に示されている事態について検討しておこう。すなわちユーロダラー総額がそれに対応するドル残高を上回る事態である。これはさしあたって四つのケースによって説明しよう。第一は、ユーロ銀行からアメリカの非居住者に貸付けられたドル残高が、直接にか間接にか、アメリカ居住者への支払いに使われることである。換言すれば、アメリカの経常収支項目の黒字要因となるような方向でユーロダラーが使用される場合である。この場合、ユーロダラー総額は変化しないが、対応するドル残高は減少することになる。すなわち、アメリカ非居住者保有のアメリカ所在銀行のドル預金の名義がアメリカ居住者になることとなる。第二は、ユーロ銀行からアメリカ非居住者に貸付けられたドル残高が、アメリカの長期債券への投資、あるいは中長期貸付、中長期預金などに使われる場合である。

換言すれば、アメリカの長期資本収支の黒字要因となるような方向でユーロダラーが使用される場合である。この場合、アメリカ非居住者の対米ドル債権総額は、したがってまたアメリカにとっての対外債務総額は変化しないが、対外債務の性格がドル残高（アメリカの対外流動債務）から対外中長期債務に変化することになり、ドル残高自体は減少することになる。第三は、ユーロ銀行がアメリカの居住者（銀行部門であれ非銀行部門であれ）に直接期間一年以上の貸付を行なった場合である。これもまたアメリカの長期資本収支の黒字要因となるような方向でユーロダラーが使用されるケースであり、その結果は第二のケースと同様である。但し、七八年六月以降、*Survey of Current Business* の統計では、短期債権・債務、長期債権・債務の区別が撤廃されてしまっているので、現在ではドル残高の統計作成において、長期の預金や貸付を排除することは不可能である。（また、資本移動の活発化に伴い、今日では長期、短期という区別の意義も変化している。）

以上三つのケースは結局、ユーロダラーがアメリカの基礎収支の黒字要因となるような方向で使用される場合ということになる。（念のために付言すれば、このことはアメリカの基礎収支が現実には赤字か黒字かということとは直接関係のないことである。）そしてこのケースにおいては、ユーロダラー預金総額は不変であるが、対応するドル残高が減少することにより両者の乖離が生じることになる。

これに対していまひとつのケースは、これとは逆に、ドル残高は不変であるがユーロダラー預金そのものが増大することによって両者の乖離が生じる場合である。すなわち、ユーロ銀行が貸付けたドル残高が、直接にであれ間接にであれ、ユーロ銀行に再預金されることであり、正にユーロダラー乗数の問題そのものに他ならない。例えば一〇〇単位のドル残高が三ヵ月物期限付預金としてユーロ銀行に預けられたとしよう。単純化のためにユーロ銀行の準備を

ゼロとすると、ユーロ銀行はこの一〇〇〇単位を貸付ける。この一〇〇〇単位のドル残高が、先の本源的預金が満期となつて引き出される前に（直接にか、何回かの取引の後であるかを問わず）再預金されるならば、いうまでもなく一〇〇〇単位の同じドル残高が二〇〇〇単位、すなわち二倍のユーロドル預金をつくり出すことになる。更にもしこの再預金されたドル残高が同様のプロセスを経るならば、すなわち先の本源的預金が満期となつて引き出される前に三度預金されることになればユーロドル乗数はより大きなものとなりうる等々。

なおこの再預金について一点補足しておきたい。先にユーロドルがアメリカの基礎収支の黒字要因となる方向で使用される場合を検討したが、この場合でも再預金の可能性は排除しえない、ということである。すなわち、一度アメリカ居住者の保有となつたアメリカ所在銀行の要求払預金が、何回かの取引を経て、再びそのままユーロ銀行に再預金される可能性である。この場合には、一度ドル残高が減少し再びドル残高が増大するという過程を経る点が先にみた再預金の過程と異なるのであるが、同額のドル残高が（ \parallel ドル残高の量は不変）より大きなユーロドル預金をつくり出していることに変わりはない。

以上のように、ユーロドル総額と、それに対応するドル残高との乖離は基本的に二つの要因によって説明しうる。すなわち(1)アメリカの基礎収支の黒字要因となるような方向でのユーロドルの使用と、(2)ユーロドルの再預金 \parallel ユーロドル乗数の問題である。

では各年のドル残高増加額とユーロドル増加額の乖離はどのように説明さるべきであろうか。いうまでもなく、この乖離は上記二点に加えて、ドル残高中のユーロドルとして保有される額の比率の変化、いいかえれば本源的ユーロドル預金のドル残高に対する比率の変化によるものである。

以上の整理をひとまずまとめておけば以下の通りである。(1)ユーロドル預金の存在は一定のドル残高の存在あるいは創出を前提とし、その量は(2)本源的ユーロドル預金のドル残高に対する比率と、(3)ユーロドルの再預金の程度とによって左右される。ユーロドル預金とそれに対応するドル残高の量的乖離、ユーロドル増加額とドル残高増加額の乖離、これらは上記(2)(3)の要因と、ユーロドルがアメリカの基礎収支の黒字要因となるような方向で使用されるケースとの組み合わせによって説明される。

さてそれでは、上記(1)(2)(3)のそれぞれの要因は、継続的なユーロドルの増大という点からみて、どのような関係にあるのであろうか。まず(2)と(3)の関係、すなわち本源的預金の増大と再預金との関係からみていこう。

結論的にいえば、本源的ユーロドル預金の増大それ自体が再預金の存在を表現していると考えざるをえないであろう。その理由はきわめて単純なことであって、本源的預金の増大をもたらすに足るユーロドル金利は、同時に再預金を誘引するに足る金利でもある、ということである。なぜならば、ユーロ銀行に預金しようとする者にとつては、自分の保有しているドル預金が、かつてユーロ市場を経由したものでどうかはそれ自体どうでもよいことであるし、何よりも多くの場合そのことを正確に知ることすらできないであろうからである。別言すれば、客観的にみてそれが本源的預金であるか再預金であるかということは、通常、ユーロドルの預金者の預金動機には全く関係しないし、またそれを知ることできないからである。例えば西ドイツの輸出業者が輸出代り金をドルのまま保有し、ユーロ銀行に預金しようとする場合、その輸出業者にとっては相手の輸入業者がそのドルをユーロ市場から借り入れたものであるかどうかはどうでもよいことである。またその輸入業者にしても、自分が直接ユーロ市場から借り入れたのでない限り、例えば自国通貨を売って銀行からえたそのドルが、ユーロ市場を経由したかどうかは関係のな

いことであるし、また正確に知ることすらできないであろう。勿論、本源的預金であるか再預金であるかをユーロダラー預金者が認識しえる場合、あるいはそれが預金動機に直結している場合もある。例えばアメリカ所在銀行がユーロ銀行に直接貸付ける場合には、これはユーロ市場にとって本源的預金である。また途上国の通貨当局が外貨準備補強のためユーロ市場から借り入れ、これをそのままユーロ銀行に預金する場合には、これが再預金であることと預金動機とは密接に関連している。また赤字国が自国の赤字をユーロダラーの借入によってファイナンスし、これが結局黒字国通貨当局の手元での保有ドル残高増大をもたらし、黒字国通貨当局が増大した外貨準備をユーロ市場で運用するという場合には、それが再預金であることが容易に推察可能であることはいうまでもない。いずれにせよ、これらの事例は先の主張、すなわち本源的ユーロダラー預金の増大をもたらすに足るユーロダラー金利は、再預金をもたらすに足る金利でもあるという主張と抵触するものではない。

ユーロダラー金利が本源的預金の増大をもたらすのに十分なものであるにもかかわらず再預金にはつながらない、というようなことが確實、いいうるのは次のような場合であろう。(1)貸付けられたユーロダラーがアメリカ所在銀行に対する債務の返済に使われた場合。(2)ユーロダラーがユーロ預金以外の非流動的な金融資産に固定化され、しかもそれがアメリカ所在銀行のユーロダラーに対応する要求払預金の減少を意味する場合。(3)ユーロダラーに対応するアメリカ所在銀行の要求払預金が事実上凍結され、上記(2)と同様の効果をもつ場合。これは具体的には米銀のユーロダラー取入れにおいて生じる効果である。例えば西独の輸出業者が対米輸出代り金でアメリカ所在銀行に要求払預金(当座預金)を獲得し、これをユーロ市場で運用するとする。いまこの要求払預金(当座預金)を取り入れるのが米銀のロンドン支店であった場合、これが米銀のユーロダラー取入れといわれる事態である。「米銀のユーロダラー取入れ

とは実はこれだけのことである。米銀本店における預金勘定を見るとそれまで西独の輸出業者が持っていた当座預金がロンドン支店の保有に代っただけであって本店の資金量には何の変化もない。これは一見、この米銀にとってまったく意味のない取引のように見えるが実はそうではない。というのは、西独の輸出業者が保有していた預金は本店にとっては文字通り一覧払いの債務であったのに対し、ロンドン支店に対する債務のほうは、もしロンドン支店の受入れた定期預金が三ヵ月ものであれば、それは形式上は一覧払い債務ではあってもその実質は三ヵ月という有期性の債務と同様だからである。これは、たとえば、銀行の顧客がその当座預金を引き落して三ヵ月ものの定期預金を作った場合と同様であり、銀行の債務の金額には変化はないが、実質上は短期債務の長期借換えとなって銀行の資金繰りには量的増加があったと同じ効果を持つのである。⁽³⁾ ちなみに、本支店勘定に示されるアメリカ所在銀行のユーロカレンシー債務についての必要準備率は、現在三パーセント（三年半未満の非個人期限付預金と同率）である。米銀のユーログラ―取入れのすべてが、こうした要求払預金の事実上の凍結を意味するかどうかは事情によって異なるが、この事例はユーログラ―再預金の可能性を排除する最も典型的事例であろう。

(3) 滝沢健三『国際金融機構』文雅堂銀行研究社、一九八二年（第五版）、一〇一―一〇二頁。

勿論、ここに挙げた三つの事例以外では必ず再預金が生じるというわけではない。そしてこれらの事例からみても、また既に見たクロップストックのフリードマン批判の要点の正しさからみても、ユーログラ―増大の主要な源泉をユーログラ―再預金に、すなわちユーログラ―乗数の高さに求める議論が支持しがたいことは確かである。だが、そのことは、本源的預金を引き寄せるに足るユーログラ―金利は、再預金をも引き寄せるに足るものである、という単純な事実を否定することにはならないし、再預金の可能性を事実上否定、あるいは著しく低く評価することを正当

化するものではないことも明らかであろう。

しかし、ユーロダラー乗数を「実証的」に確定することは不可能であり、何らかのモデルによってそれを推計しようとする試みも、何ら満足すべき成果を挙げていない。なぜならば、ユーロダラー預金に対応するドル残高を統計上確定することは、これまでの考察からわかるように、不可能だからである。したがって、ユーロダラー再預金については、時々のユーロダラーの源泉と使途の具体的分析を通して、その相対的増減を推定していく他はないであろう。

(4) ユーロダラー乗数推計の試みの典型は乗数アプローチによるものであったが、これについては既にいくつかの批判がある。乗数アプローチをユーロ市場に適用しようとする試みは、仮にそのアプローチ自体を正しいとしてさえも、肝心の前提ざらへべき現金保有比率や準備率そのものを、特に前者を(ユーロ市場の場合には)主観的推定により確定する他はなく、そのことは、乗数アプローチによって推計しようとする当の乗数そのものをあらかじめ主観的に確定しておくことと同義であり、このような自家撞着に陥ることを意味しているのである。

かつて榎原英資氏はジョン・ヒュースンとの共同研究を基礎に、こうした乗数アプローチのユーロ市場への適用を否定して、「ガレイ・シウやトービンなどがアメリカの非銀行金融機関の分析で強調した、利子構造の重要性」を踏まえたモデルによりユーロダラー乗数を推計しようとして試みられた(榎原英資『ユーロダラーと国際通貨改革』日本経済新聞社、一九七五年、特に第四章)。詳論する余裕はないが、氏のモデルについても簡単に触れておきたい。氏の基本的モデルは、所与のユーロダラー預金の均衡利子率(≡ユーロ貸付の均衡利子率)を前提とし、そこに新たな第一次の預金の増加があった場合のユーロ市場を取り巻く利子率構造の変化とそれが再預金に与える影響を問題としているのであるが、実はそこで第一次の預金とされているものは、第一次の預金である必要はなく、ただ新たに増加したユーロダラー預金であればよいものである。すなわち、本源的預金であれ再預金であれ、預金の新たな増加が前提されさえすれば、そのような預金の増加が利子率構造に及ぼす効果が分析しうるような構造になっているのである。この前提された新たな預金増加が、本源的預金であるか再預金であるかを示す理論的基準は氏のモデルのどこにもないのであって、ただそれをユーロ市場にとっての外生的な、一次的預金と仮定することによって、以後の展開を行なっているに過ぎないのである。したがって、氏のモデルのすべてを仮に受け入れたとしてさ

えも、そこで示されているのは次のような事態でしかない。すなわち、ユーロダラー預金の増大一般が（それが本源的預金であるか再預金であるかにかわりなく）利子構造にどのような変化をもたらし、その変化が以降のユーロダラー預金の増減一般に（それが本源的預金であるか再預金であるかにかわりなく）どのような影響をもたらすか、ということである。

要するに、氏は乗数アプローチのような主観的推計を免れる代償として、当の問題そのものを、すなわち本源的預金と再預金の区別そのものを抹消してしまつたのである。

ところで、ユーロダラー乗数を著しく低く評価する論者といえども、各国通貨当局のユーロダラー再預金については、当然ながら、これを否定することができない。だが確認しておくべきは、通貨当局のユーロダラー保有はユーロ市場にとって何か外生的な条件であるとか、ユーロダラー再預金の例外的な事例であるとかいうわけではない、ということである。勿論、通貨当局の外貨準備としてのドル保有と民間人のドル保有の相違をみることも自体は重要であるし、また通貨当局の政策上の理由によるユーロダラー保有——民間人の資産選択上の動機とは異なる動機によるユーロダラー保有——という論点が重要なことは間違いない。例えば、六〇年代のドル防衛政策への「協力」の一環としての金・ドル交換自粛の下での直接、間接のユーロダラー保有、七〇年代、特に七二、三年以降途上国通貨当局にみられたような外貨準備補強目的でのユーロダラー借入れとその再預金、またユーロ市場の季節的要因による逼迫期における一部通貨当局による直接、間接のユーロダラー預金補強策、更に七一年などにみられた十カ国グループ中央銀行の国際合意に基づく通貨当局によるユーロダラー引き揚げなどはそうした実例である。

しかしながら、通貨当局のユーロダラー預金が再預金の明白な事例となつたのは何よりも次のような基本的事情によるものである。すなわち、固定相場制下においても、また変動相場制とはいえ固定相場制に匹敵するような介入が行なわれた七〇年代においても、過剰ドルの多くが通貨当局保有ドル残高の増大という表現をとらざるをえなかつた

という事情であり、ユーロ市場がそうした過剰ドルの処理、運用、再配分機構としての側面をもってきたからに他ならない。また七三年以降についてみれば、ドル残高の多くが産油国通貨当局保有ドル残高の増大という表現をとったからに他ならない。後にみるように、ユーロドルは過剰ドルの存在とのみ結びついているわけではないが、通貨当局のユーロドル預金はユーロ市場の不可欠の構成部分であったとともに、ユーロドル再預金のむしろ典型とみなすべきものである。

さて以上のように、ユーロ市場における本源的預金と再預金とは、基本的には、相関関係にあるとすると、このようなユーロドルの増大とドル残高の増大とはどのような関係にあるのであろうか。いいかえれば、ドル残高が増加しなくても、ドル残高中のユーロドル預金に向けられる部分の比率増大やユーロドル再預金によってユーロドルは増加しうるといえるのであろうか。勿論一時的にはそうしたことはありうるし、また既にみたように、ドル残高増加額(率)とユーロドル増加額(率)とが一致する必然性はない。だが結論的にいえば、ユーロドルの継続的増大を問題にする限りでは、その増大はドル残高の継続的増大を前提とするか、あるいはドル残高の継続的増大を伴うと考へねばならないであろう。それは以下のような理由による。

ドル残高の増大要因は基本的に(1)アメリカの基礎収支赤字増大、(2)アメリカの対外短期債権増大、(3)アメリカの公的準備の増大に分類される(前掲拙稿(下)六三—六六頁参照)。したがってドル残高が増大しないということは、(公的準備の増減はいま除外すると)アメリカの基礎収支が均衡するか黒字となり、かつアメリカの対外短期債権が増大しないかあるいは基礎収支黒字幅以上に増大しない、ということを意味している。(なお、アメリカの基礎収支赤字とアメリカの短期資本収支のそれに匹敵する黒字というケースも抽象的にはありうるが、現在のドル体制下では考慮する必要はない。)これ

は残余の国々における赤字幅の拡大、赤字への転落、あるいは黒字幅の縮小を意味している。その結果はドル需要の増大とそれによるドル高である。ドル需要の増大はユーロ市場への借入需要の拡大をもたらすとともに、ニューヨーク市場に対するドル借入需要拡大をもたらし、またドル高はアメリカへの短資流入をもたらすであろう。すなわちこの段階で既にアメリカの対外短期債権が増大しないという前提が崩れることになる。さらにユーロダラー借入需要の増大は（アメリカ国際収支の改善に伴う残余の国々のユーロダラー預金の取り崩しによるユーロダラーの源泉の縮小効果ともあいまって）ユーロダラー金利の上昇をもたらし、この金利上昇は一部黒字国のユーロダラー預金保有のインセンティブを高めるであろうが、それはまたアメリカへの短資流入により取得されたドル残高の保有者にも同様のインセンティブを与え、かつアメリカ居住者自身のユーロ市場への貸付、預金のインセンティブをも同様に高めることになる。したがってここでもまたアメリカの対外短期債権の増大をもたらされることになる。

(5) このアメリカへの短資流入とユーロダラーの関係については Paul Einzig, "The Euro-Dollar System", Macmillan, 1967, p. 157, を参照されたい。

以上例示したように、要するに、アメリカの基礎収支赤字の縮小、均衡、黒字は一方でのアメリカの対外短期債権増大をもたらし、そのことよってドル残高の増大がもたらされることになり、それは直接にか間接にかユーロダラーの源泉に拡大効果をもたらすことになる。アメリカの対外短期債権の動向を考慮するならば、ドル残高が増大しないという想定自体が現在の体制下では成立し難いのであり、ユーロ市場の存在自体がアメリカの対外短期債権の増大要因として作用しているのである。またこうした議論を抜きにしても、ドル残高不変の下でのユーロダラーの持続的増大という仮定は、結局ユーロダラー乗数の持続的増大だけでユーロダラーの拡大を説明することに帰着せざるをえ

ないのであるから、到底支持しえないということになろう。

以上のことからまた次の点が明らかとなる。少なくともユーロダラー市場が明確に形成された後には、ユーロダラーの拡大はその条件としてアメリカの基礎収支赤字を必ずしも必要としないことである。なぜならば、ユーロダラーの持続的増大の前提たるドル残高増大はアメリカの対外短期債権増大（と公的準備増大）によっても可能だからである。そして現実には、八〇年代以降のドル残高とユーロダラーの関係がこのことを確認している。

高金利下でのアメリカへの資本流入、こうしたことを背景とする長期資本収支の改善によりアメリカの基礎収支赤字は八〇年に大幅に縮小し、八一年には黒字に転ずるに至り、この間のドル残高増大はその大半がアメリカの対外短期債権増大によるものとなっている。だが、こうした情勢下でもユーロダラーは拡大し続けてきたのである。もっとも昨年（八二年）のユーロ市場の拡大はその増加額においても増加率においても大幅に鈍化した。BIS第五三回年次報告によれば、その主因は、累積債務問題に伴う非OPEC諸国への新規融資に対する国際銀行部門の「消極的な姿勢」と「先進国内部からの国際銀行信用に対する需要の低下や企業借入の資本市場へのシフト」によるものであった。また狭義のユーロ市場についてみれば、八一年末のアメリカのIBF創設に伴うユーロ市場からIBFへの資金移動が市場拡大の鈍化を加速した。これらの要因の中で特に累積債務問題は、アメリカの対外短期債権増大を背景とし主因とするユーロダラーの拡大という方向に対するひとつの限界を示しており、また等しくドル残高増大といってもその要因の分析が重要であることを示している。だが、ともあれ、少なくともユーロ市場が明確に成立した後は、ユーロダラーの拡大はアメリカの基礎収支赤字を必要としないということは、以上の事実にも照らしても首肯されねばならない。

だがこのことは、しばしばみられるような、六〇年代、七〇年代のユーロドル急成長とアメリカの赤字との因果関係を否定する主張を正当化するものでは全くない。ドル残高増大要因は、大雑把にいえば、六〇年代はアメリカの基礎収支赤字であり、七〇年代は基礎収支赤字の拡大と、これと並行したアメリカの対外短期債権の拡大であり、八〇年代は——これまでのところ——対外短期債権の増大であった。⁽⁶⁾ユーロドルの拡大要因は、これらのドル残高の増大要因と具体的に関連づけて検討されねばならないのである。

(6) 七〇年代のドル残高増大要因について詳しくは、前掲拙稿（下）六一—六六頁を参照されたい。また七〇年代のアメリカの対外短期債権急増の性格については同上（下）六八—八二頁を参照されたい。

さて従来多くみられる議論は、ユーロドル乗数が高い場合にはユーロ市場はドル市場の拡大効果をもたらし、乗数が低い場合にはユーロ市場はアメリカ金融市場の代替物にすぎず、ドル残高の分配機構に過ぎない、とするものであった。だが第一章でみたように、ユーロドル乗数とは、一定期間内におけるユーロ市場を媒介とするアメリカ所在銀行のドル預金の平均回転速度の問題に他ならず、それ自体はアメリカ所在銀行のドル預金の増大に直ちに結びつくものではない。勿論そうしたドル預金の回転がユーロ市場の存在によって生じたという性格のものである場合には、ユーロ市場の存在はドル預金の回転速度を高め、そうした意味でドル預金の量的拡大効果をもたらしたといえるであろう（但し本稿ではこの問題は扱わない）。しかし乗数の高低はそれ自体としてはこのことを証明するものではない。

ユーロドルの存在は、それが存在しない場合と比べて、アメリカ所在銀行のドル預金にどのような量的影響を与えたかという問題は、次章でみるように、ユーロドル乗数の問題とは別に論じることが出来るし、またそうする必

要があるのである。

そこでこれまでの整理を踏まえつつ、以下本稿の主題に入ることにしよう。

三 ユーロダラーとアメリカ所在銀行

ユーロ市場の存在がドル預金に与える量的影響をユーロダラー乗数の問題とは異なる視角から分析しようとするこれまでの試みは、田村、藤本両氏によって紹介されている。⁽¹⁾

(1) 田村勝省、藤本幸一「ユーロ・ダラーとアメリカ金融市場」『東京銀行月報』第三四卷第一二号(八二年二月)。また若干異なる視角からではあるが同種の試みとして、J・S・リトル『ユーロ・ダラーの功罪』(竹内一郎訳、東洋経済新報社、一九七八年)一五八―一六一頁を参照されたい。

その議論の要点は次のようなものである。「ユーロ・ダラー市場の急成長を理解するためには、それを独立したものと考えるのではなく、アメリカ金融市場と一体化した世界的なドル市場の一部として把握する必要がある」。すなわち、「ユーロ・ダラー市場を世界全体のドル市場の一部分、あるいはユーロ・バンクを世界全体のドル銀行の一部分とみなし」、「ユーロ市場の存在がそれが存在しない時に比べて、どれだけ世界全体のドル市場(統合ドル市場)を拡大させるかを検討する」必要がある。このモデルは上掲図(次頁)のT勘定によって簡単に表わされる。(アメリカ所在銀行のバランスシートとユーロ・バンクのそれを統合したものが統合ドル銀行のT勘定に示されている。) 統合ドル銀行のT勘定の分析から明らかのように「一定のベース・マネー(B)は国内ドル預金(D)とユーロ・ダラー預金(D)*の両方を創出することができる。これはユーロダラー市場が存在しない場合と比べると、一定のベース・マネーで、

ユーロダラーとアメリカ所在銀行

連 銀		非銀行部門		アメリカ所在銀行		ユーロ・バンク		統合ドル銀行	
B	R	D		R	D	R*	D*	R	D
		D*		L	R*	L*		L	D*
								L*	

ここで各記号は以下の内容を示すものとする。

D：非銀行部門のアメリカ所在銀行に対するドル預金

D*：非銀行部門のユーロ・バンクに対するユーロ・달러預金

R：アメリカ所在銀行の連銀における準備金

B：連銀のアメリカ所在銀行に対するベース・マネーの供給（ $B=R$ ）

R*：ユーロ・バンクのアメリカ所在銀行における準備金

L：アメリカ所在銀行のドル貸出

L*：ユーロ・バンクのユーロ・달러貸出

全体としてより多くのドル預金を創造できることを意味し（追加的な預金の増加はユーロ・달러預金の増加となっている）、これは準備の節約ないし準備の効率的利用により可能となっている。準備の節約はユーロ・バンクの準備率がアメリカ所在銀行のそれよりも低いこと…略…に基づく（これは実は、ユーロ・달러市場独特の問題ではなく、国内においても、銀行債務が準備率の高いものから低いものにシフトする場合、あるいは銀行債務が非銀行部門金融機関（non-bank intermediary）の債務にシフトする場合などに、一般に生ずる現象である）。

さて以上の説明にはさしあたっての二つの問題がある。第一は、ここに示されているドル市場の拡大効果は仮にユーロ銀行の準備率をアメリカ所在銀行の準備率と同じだとしてさえも生じることである。だがこの点はいま置くとして、最も基本的な問題は、ここではアメリカ所在銀行のドル預金もユーロ銀行のドル預金も等しく同じドル預金として統合されてしまっていることである。

既に見たように、ユーロ・달러預金はそれ自体決済手段ではなく、決済手段はあくまでユーロ・달러に対応するアメリカ所在銀行のドル預金（具体的には要求払預金）である。この場合同じドル預金は二重に（ユーロ・달러

再預金を考慮すれば何重かに表われることになる。ひとつはアメリカ所在銀行のドル預金に、ひとつはそれに対応するユーロ銀行のドル預金として。だが実際に利用しうるドル預金の量は——この限りでは——このような二重の表現によつては決して増加しない。したがって両者を同じドル預金として合算することは意味がないのである。念のためにいえば、このことは国内において期限付預金と要求払預金、あるいはそれらと現金（中央銀行券）とを合算することとは全く意味が異なるのである。国内であれば、期限付預金は満期がくれば、それが現金で引き出されない限りでは、要求払預金におきかわるが、その場合——銀行の必要準備率の変化は別とすれば——そのことは要求払預金の絶対的增加を意味するのであって、要求払預金プラス期限付預金が要求払預金プラス要求払預金におきかわるだけである。また要求払預金は小切手や手形を媒介として、現金に対する請求権という形のまま——すなわち実際に現金で引き出されることなく——預金の振替によつて決済手段として機能することができ。したがつてこれらを例へば、 M_1 、 M_2 などとして合算することにはそれなりの意味がある。だがユーロダラー預金は単に期限付預金であるという以上、決済勘定としての要求払預金を欠き、ドル残高に対する請求権としてのユーロダラー預金が請求権のままで決済手段として機能することがないのであつて、それはどこまでも対応するアメリカ所在銀行のドル預金の動きの反映でしかないのである。

もっとも、ユーロダラー預金はアメリカ所在銀行の要求払預金と高度の代替性があるという理由で「貨幣」として取り扱うことができるとする主張もある。田村、藤本両氏が参考文献としてしているマッケンジーの主張もその一例である。⁽²⁾ マッケンジーが論拠としているのは、今日アメリカ国内で「取引残高」の多くは要求払預金としては保有されず、企業は要求払預金保有額を最小限にしつゝ、それを他の金融資産に投下しているという事態であり、ユーロダラ

—もそうした金融資産のひとつである、ということである。確かにいわゆる「金融革命」の進展とともに、「取引残高」とその他金融資産の区別が益々曖昧になってきているのは事実であり、それらの要求払預金に代替的な金融資産が必要に応じて容易に「現金化」しうるのも事実であろう。こうした事態の展開は周知のようにマネー・サプライの定義についても論議を引き起こし、現在ではユーロドルさえもが、 M_2 や L に組み込まれてきている。

(2) McKenzie, G. W., "The Economics of the Euro-Currency System", *The Macmillan Press Ltd., 1976, Cap. IV.*

だがいうまでもなく、要求払預金と高度の代替性をもつ金融資産といっても（若干の例外を別とすれば）それ自体が決済手段として機能するわけではなく、その増加がそのまま「通貨量」の増大を意味するわけではない。代替的な金融資産の増大はそれが要求払預金の「節約」による効率的な使用——要求払預金の回転回数増大——を意味する限りにおいて、またそうした金融資産の増大が引き続き「通貨」量の変動と有意な関係を持つ限りにおいて、マネー・サプライ・コントロール（その正否はともかく）というような政策目標の指標として意味をもつのである。

したがってユーロドル預金とアメリカ所在銀行の預金との関係についても、仮に前者の後者に対する代替性ということを前提としても、まずそこで問題にすべきは、ユーロドル預金の存在がアメリカ所在銀行のドル預金、直接には要求払預金の量や回転数、その利用にどのような影響を与えたかであって、機械的に両預金を合算することではないのである。

以下では以上のような立場から、田村、藤本論文にも学びつつ、ユーロドル預金はそれが存在しない場合と比べて、アメリカ所在銀行のドル預金、とりわけ要求払預金にどのような量的影響を与えるかを考察したい。

以下三つのケースにわけて考察しよう。第一のケースは、アメリカ所在銀行以外の部門が——すなわちアメリカの

第1図

		(a)		(b)			
		アメリカ所在銀行		アメリカ所在銀行		ユーロ銀行	
ユーロドルとアメリカ所在銀行	(1)	R 100	500 D	(1)	R 100	500 D	
		L 900	500 T		L 900	500 T	
	(2)	R 100	467 D	(2)	R 100	500 D	R' 1 100 T'
		L 967	600 T		L 900	$\begin{pmatrix} 400D_1 \\ 99D_2 \\ 1R' \end{pmatrix}$	L' 99
					500 T		

R=アメリカ所在銀行必要準備
 L= // 貸出
 D= // 要求払預金
 T= // 期限付預金

R'=ユーロ銀行準備(アメリカ所在銀行に保有する要求払預金)
 L'=ユーロ銀行貸付
 T'=ユーロドル預金
 D₁=既存の要求払預金保有者
 D₂=ユーロドルを借り入れた新たな要求払預金保有者

非銀行部門居住者と銀行を含むアメリカの非居住者、以下これを非アメリカ所在銀行部門と呼ぶ——新たに獲得した、あるいは既に保有しているアメリカ所在銀行の要求払預金を期限付預金に転換する場合であり、それがアメリカ所在銀行内部で行なわれる場合とユーロ銀行への預金として行なわれる場合とはどのような違いが生じるかをみようとするものである。第二のケースは、同じく非アメリカ所在銀行部門が、既にアメリカ所在銀行に保有している期限付預金をユーロ市場に移しかえる場合である。第三のケースは、アメリカ所在銀行自身が直接ユーロ市場へ投資し預金した場合である。

簡単化のために、アメリカ所在銀行のドル預金は三ヶ月物の期限付預金と要求払預金の二種類とし、ユーロ銀行のドル預金は三ヶ月物の期限付預金とする。アメリカ所在銀行の必要準備率は期限付預金五パーセント、要求払預金一五パーセントとし、ユーロ銀行の準備率は一パーセントとする。また以下でみる銀行のバランスシートは個々の銀行のものではなく、アメリカ所在銀行、ユーロ銀行の統合バランスシートを意味するもの

とする。

まず第一のケースからみていこう。前頁第一図(a)(b)の(1)のバランスシートを前提に、要求払預金一〇〇が期限付預金に転換されるとする。(a)の(2)はそれがアメリカ所在銀行で行なわれた場合である。この場合には、まず要求払預金は期限付預金転換分一〇〇だけ減少するが、期限付預金の増加は準備率の変動を通じて新たな貸出余力を六七増加させ、銀行が実際にそれだけの貸出を行なうならば、新たに六七の要求払預金を造り出すことができる。その結果要求払預金の絶対額は減少したが、新たに第三者（新たに銀行から借り入れうる者の意）によって利用可能な要求払預金は六七増加する。

これに対して、(b)の(2)は要求払預金一〇〇がユーロダラー預金に転換され、ユーロ銀行は準備一パーセント分、すなわち一を残して残余を貸付けた場合である。この場合アメリカ所在銀行のバランスシートは全く変化しないが、(a)の場合のようなアメリカ所在銀行の貸出余力は生ぜず、その能力は、ユーロ銀行に移転している。そして新たに第三者によって利用可能な要求払預金の量は——要求払預金総額は変化していないが——九九増加する。要求払預金を期限付預金に転換しようとする者は(a)(b)いずれの場合でも同様とその目的を実現したが（但し(b)の場合はより高い利子を取得しうるが）、新たに第三者の利用しうる要求払預金は(a)の場合は六七、(b)の場合は九九である。

以上をより一般化していえば次のようになる。先の準備率を前提とすれば、出発点となるアメリカ所在銀行のバランスシートにおける要求払預金や期限付預金の量的比率がどのようなものであれ、要求払預金 x 量の期限付預金への転換は、それがアメリカ所在銀行でなされた場合には、銀行に新たに $2/3x$ の貸出能力を与え、新たに第三者が利用可能な要求払預金の量が $2/3x$ 増加することを可能とする。これに対しユーロ銀行に預金された場合は、新たに

第三者が利用可能な要求払預金を $99/100x$ 増加させる。(仮にユーロ銀行の準備率をアメリカ所在銀行と同様に五パーセントとしても、その量は $95/100x$ と変化するだけである。) もしユーロ銀行の準備率は無視しうるものとすれば、両者の場合に生じる新たに第三者が利用可能な要求払預金の量の差 (d) は $1/3x$ 、すなわちアメリカ所在銀行の期限付預金の準備率 (五パーセント) と要求払預金の準備率 (一五パーセント) の比 (a) に等しいということになる ($5/15 \parallel 1/3$)。ユーロ銀行の準備率 (r) を考慮すれば結局次のようになる。 $r \parallel a \parallel 1/3$ 。したがって両者の差はアメリカの期限付預金の準備率がゼロでない限り、(1) ユーロ市場への預金量 (x) が増大すればするほど、また(2) アメリカにおける期限付預金と要求払預金の準備率の差が小さければ小さいほど ($\parallel a$ が大きければ大きいほど)、さらに(3) ユーロ銀行の準備率 (r) が小さければ小さいほど拡大し、その逆であれば縮小する。そしてまたアメリカ所在銀行の貸出能力の増加に対する制約の度合も (\parallel 貸出能力のユーロ銀行への移転の度合も)、これと同じ関係で増大あるいは縮小する。勿論アメリカ所在銀行の準備が必要準備を越えて過剰準備あるいは自由準備を保有している場合には、このような貸出能力に対する制約を緩和することはできるし、先の設例でいえば $0.05x$ (すなわち新たに要求払預金から転換された期限付預金の量に対応する準備) を過剰準備として保有しているならばこの制約を相殺することもできる。しかしその場合でも、アメリカ所在銀行の貸出能力のユーロ銀行への移転が生じているという事実に変わりはない。

したがって、新たに利用可能な要求払預金の量にユーロ市場が与える影響は、ユーロ銀行の準備率の高低よりも、アメリカ所在銀行の期限付預金と要求払預金双方の準備率の差によって左右されるのである。

以上のことが意味しているのは結局次のような事実である。要求払預金の期限付預金への転換は、アメリカ国内で

なされた場合には、必要準備率の変動を通して新たな貸出を可能とし、新たな要求払預金の設定を可能とするが、その量は（期限付預金の準備率がゼロでない限り）期限付預金へ転化され減少した要求払預金の量を常に下回る。しかしユーロ市場へ預金された場合には、アメリカ所在銀行のバランスシートには全く変化が生じずに全額がそのまま引き続き要求払預金として留まり、ユーロ銀行の僅かな準備を除く残余のすべてが新たに利用可能な要求払預金となるのである。すなわち、ユーロドル預金はそれが存在しなければ、アメリカ所在銀行の同種の期限付預金に固定化されたであろう決済手段として利用しうるドル預金（要求払預金）を解放し、引き続き利用可能なものとすることによって、決済手段としてのドル預金（要求払預金）の量に拡大効果を与えているのである。（念のため付言すれば、このことは、ユーロドルの増大がアメリカ所在銀行の要求払預金量の維持あるいは増大として統計的に表われるなどということを全く意味しない。貸付けられたユーロドルが最終的にどのような金融資産の形をとるかはその問題とは全く別のことであるからである。なお、上記のような効果は国内において銀行の債務が非銀行金融機関に転換された場合にも生じうるものである。）

さて、これまでの展開ではユーロドル再預金については全く触れていない。再預金を考慮するならば上記の効果は更に継続、「累積」することになる。すなわち、アメリカ所在銀行で要求払預金の期限付預金への転化が行なわれ、それを通じて新たに創出された要求払預金が再び期限付預金へ転化される、というような過程が繰り返されるならば、この過程で銀行の貸出総額は期限付預金の増加に伴う貸出能力の増大によって増加するが、要求払預金の絶対額は減少し（先の例でいえばn回目には $\left[1 - \left(\frac{2}{3}\right)^n\right] \times$ だけ減少する）、その度毎に新たに創出される要求払預金の量も減少する（先の例でいえばn回目には $\left(\frac{2}{3}\right)^n \times$ ）。これに対して、ユーロドル再預金の場合には、アメリカ所在銀行のバランスシートには変化が生じず、本源的ユーロドル預金に対応する要求払預金はユーロ銀行の準備部分の漸増部

分を除いてほぼ全額が新たに利用可能な要求払預金として引き続き留まることになる。先の例でいえば再預金の過程が n 回繰り返されたとすると $\left(\frac{99}{100}\right)^n$ が引き続き利用可能となる。両者の差は $\left(\frac{99}{100}\right)^n \times \left(1 - \left(\frac{99}{100}\right)^n\right)$ ということになる。

したがって次のようにまとめることができる。ユーロ銀行への預金によって生じた新たに利用しうる要求払預金の拡大効果は、ユーロドル再預金によって、要求払預金の回転という形で、その効果を維持することができ、そのような意味でこの効果は再預金を通じて「累積」 $\left[M \left(\frac{99}{100}\right)^n \times \left(1 - \left(\frac{99}{100}\right)^n\right)\right]$ する（勿論、再預金の規模によってこの「累積」効果は変化する）。また同様に、アメリカ所在銀行の貸出能力増加に対する制約も持続する。

さてそこで、ユーロドルを借り入れるのがアメリカの非居住者であれば、ユーロ市場は非居住者の利用しうる決済手段としてのドル残高（直接には要求払預金）に量的拡大効果を与えることになる。またユーロドルの借手がアメリカの非銀行部門居住者であれば、同様の効果がアメリカ居住者の利用しうるドル預金（要求払預金）に生じる。さらにユーロドルを取り入れるのがアメリカ所在銀行自身である場合には、アメリカ所在銀行はユーロドル預金によって制限されユーロ銀行に移転した貸出増加能力を取り戻すことになる。

次に第二のケースをみてみよう。これは、ユーロドルの金利上昇などによって、アメリカ所在銀行の期限付預金更新されずにユーロ銀行への預金に置きかえられるような場合である。（CDの譲渡によって得た要求払預金がユーロ市場へ預金されるような場合には、まずアメリカ所在銀行においてCDの保有者と要求払預金の保有者とが置きかわるのであるが、そのことによってはアメリカ所在銀行のバランスシートは何も変化せず、しかる後に要求払預金が以前のCD保有者の手でユーロ市場へ移されることになる。したがってこのような場合は、先の第一のケースと同様である。）

第2図

	アメリカ所在銀行		ユーロ銀行	
(1)	R 100 L 900	500 D 500 T		
(2)	R 100 L 833	533 D 400 T		
(3)	R 100 L 833	533 D 433 D ₁ 99 D ₂ 1R' 400 T	R' 1 L' 99	100 T'

注) 記号は第1図と同じ。

第2図(1)のようなバランスシートを前提として、アメリカ所在銀行の期限付預金一〇〇がユーロ銀行へ移されたとする。その場合、まずアメリカ所在銀行で期限付預金が要求払預金に置きかわり(図の(2))、しかる後にその要求払預金がユーロ銀行に期限付預金として移される(図の(3))。したがって、(2)のバランスシートを前提とすれば、(2)から(3)への移行の意味は先の第一のケースと同じであり、アメリカ所在銀行のバランスシートには全く変化が生じない。だがここでは、既存のアメリカ所在銀行の期限付預金がユーロ銀行へ移されることを問題としているのであるから、ここで比較すべきは、(1)から(3)への変化である。

さてアメリカ所在銀行においては、期限付預金一〇〇の要求払預金への転化に伴う準備率の変動により貸出能力は低下し、貸出総額が減少する。しかしこれまで一〇〇の期限付預金の為に必要とされた準備が解放されるので、それが新たな貸出をもたらすとすれば要求払預金の総額は貸出総額の減少にもかかわらず、若干増加する。結局、貸出総額の六七の減少と要求払預金総額の三三の増加ということになる。だが、要求払預金総額は若干増加したがその保有者の構成は変化している。すなわち、要求払預金のうち一〇〇はユーロ銀行から借り入れた者の保有分九九とユーロ銀行保有分の一からなり、既存の要求払預金の額は、アメリカ所在銀行の貸出能力の減少に対応して五〇〇から四三三へと縮小している。一方期限付預金一〇〇の保有者は同じ目的をより高い金利でユーロ市場において実現している。

ここで想定している準備率を前提とすれば、以上の経過は次のように一般化しうる。アメリカ所在銀行からユーロ銀行への期限付預金×量の移転は、アメリカ所在銀行において $2/3x$ の貸出能力の減少⇨貸出総額の減少をもたらすが（ユーロ銀行への貸出能力の移転）、それでも $1/3x$ の要求払預金総額の増加をもたらす。しかし要求払預金増加の利益は、もっぱらユーロ市場から新たに借り入れた者にとつての $99/100x$ の要求払預金としてあらわれる。ここでは、アメリカ所在銀行の期限付預金として固定化されているドル預金が、ユーロ市場の存在によつて解放されることによつて、新たな要求払預金の増加が可能となつたのであるが、このような効果は、第一のケースと同様に、ユーロドル預金の規模が大きければ大きいほど、またアメリカ所在銀行の期限付預金の準備率と要求払預金の準備率の差が小さければ小さいほど、さらにユーロ銀行の準備率が小さければ小さいほど大きくなり、逆ならば逆である。またこの効果はユーロドル再預金が行なわれれば、要求払預金の回転という形で維持され「累積」する。

$$\left(\sum_{j=1}^n \frac{1}{3} x \left(\frac{99}{100} \right)^j \right)$$

勿論、再預金の規模によつてこの「累積」効果は変化する。

この第二のケースと先の第一のケースとの相違は次の点にある。すなわち第二のケースではアメリカ所在銀行の貸出能力⇨貸出総額の絶対的低下が生じており（とはいえアメリカ所在銀行の準備の状態、すなわち過剰準備あるいは自由準備の状態がどのようなものであるかによつて現実的影響が変化するのは第一のケースと同様であるが）、したがつてユーロドルを借り入れるものが誰であるかが決定的に重要である、ということである。もしユーロドルを借り入れる者がアメリカの非居住者である場合には、ユーロ市場が存在することによる新たに利用しうる要求払預金の量的拡大の利益は非居住者が享受することになり、その対極で、アメリカ居住者の借入可能性は相対的に（準備の状態によつては絶対的に）制限されることになる。またユーロドルを借り入れる者がアメリカの居住者であるなら

第3図

	(a) アメリカ所在銀行		(b) アメリカ所在銀行		ユーロ銀行	
(1)	R 115	500 D	R 115	500 D		
	L 885	500 T	L 885	500 T		
(2)	R 115	600 D	R 115	600 D	R/ 1	100 T/
	L 985	(500D ₁ 100D ₂)	L 985	(500D ₁ 99D ₂ 1R')	L/ 99	
		500 T		500 T		

注) (a)の D₂ は新たな要求払預金保有者, その他の記号は第1図と同じ。

ばこれとは逆の事態が生じる。そして米銀がユーロドルを取り入れるならば、アメリカ所在銀行は貸出能力の減少を減殺し貸出能力を回復することになる。

最後に第三のケース、すなわちアメリカ所在銀行自身がユーロ市場へ貸付ける（預金する）場合である。第3図の(a)(b)の(1)が出发点となるバランスシートである。ここではアメリカ所在銀行が新たな貸付を行なうのであるから、出发点における準備は、第一、第二のケースのように、必要準備と同額と仮定することはできない。この設例では必要準備一〇〇を一五上回る一一五を準備として保有しているとす。さてアメリカ所在銀行はこの一五の準備を基礎に新たに一〇〇の貸付（預金設定）を行なうが、(a)はユーロ銀行を経由しない場合であり、(b)はユーロ銀行を経由した場合である。みられるように、ユーロ銀行の準備を無視するとすれば、いずれの場合もアメリカ所在銀行のバランスシートの変化は同じであり、したがって新たに利用しうる要求払預金の増加額も同じである。（唯一の違いは、(b)の場合にはユーロ銀行の準備の分だけ新たに利用しうる要求払預金の量が削減されていることである。）

なぜならば、このケースにおけるユーロ銀行の役割は、前二者のケースとは異なり、アメリカ所在銀行が新たに創出した要求払預金を単に媒介したにすぎ

ないからである。すなわち、期限付預金としてアメリカ所在銀行で固定化されるべき、あるいは固定化されていたドル預金を要求払預金として解放する、という役割がここでは生じないからである。したがってまたこのケースでは、ユーロ市場の存在はアメリカ所在銀行の貸出能力増加にたいする制限、あるいは貸出能力の減少という効果を持たずに、逆に、アメリカ所在銀行にとっての新たな投資先として機能しているのである。

とはいえ、ここでは次の点を注意しておく必要がある。このケースにおいても、このようにして造り出されたユーロドルが非アメリカ所在銀行部門によって借り入れられ、それが直接にか間接にかユーロ銀行へ再預金される場合には、先の第一のケースにおけるユーロ市場への本源的預金の場合と同様の効果が生じる、ということである。

ところで、既述のように第三のケースにおいてはユーロ市場はアメリカ所在銀行の新たな投資先として機能している。これに対して第一、第二のケースではユーロ市場はアメリカ所在銀行の貸出能力に対する制限として機能した。しかしこの第一、第二のケースにおいても、そのようなユーロドルの増加が、アメリカ金融市場における貸付可能な貨幣資本の過剰下で、すなわち貸付可能な貨幣資本の有利な投下先が存在しない、あるいはそれが著しく制限されているような情勢下で行なわれる場合には、そのことは（ユーロドル増加によるアメリカ所在銀行の貸出能力に対する制限は）アメリカ所在銀行にとって必ずしも経営上のマイナス効果を意味するものではない。逆にユーロドルの増加は、アメリカ所在銀行の預金コストの軽減として作用するのであり、その意味で、アメリカ所在銀行にとってもアメリカ金融市場において過剰な貸付可能な貨幣資本の処理機構として機能する側面があるのである。（付言すれば、ユーロ市場が一方ではアメリカ所在銀行の貸出能力に対する制約要因となり、他方ではアメリカ所在銀行の新たな投資先として機能すること、またアメリカ所在銀行にとっての貸出能力の制約は上記のように事情によってはマイナスと

して作用しないこと、さらに貸出能力に対する制約はユーロダラー取入れによって突破することができること、これらは、米銀のユーロ市場進出やIBF開設のひとつの根拠をも示していると思われるのである。）

さて以上のようにユーロ市場の存在は、ユーロダラーの形成それ自体はその直接の出発点となるアメリカ所在銀行のバランスシートに何の変化も及ぼさないにもかかわらず、アメリカ所在銀行の貸出能力に対しても、また決済手段として利用しうるドル預金（要求払預金）の量についても——たとえユーロダラー再預金がないとしてさえも——重要な影響を与えうるのである。だが実際にその影響がどの程度のものであるかを推計することは著しく困難である。何よりもユーロダラーとアメリカ所在銀行のドル預金との裁定関係は、実際には、これまでみてきた三ヶ月物期限付預金に限られるものではなく極めて複雑であるし、ユーロダラーの中にはアメリカであれば要求払預金の扱いをうける期限三〇日以内の大量の預金があり、オーバー・ナイトのコール預金すら含まれている。この種のユーロダラー預金は正にアメリカ所在銀行の要求払預金と代替的であつて、本章でみたような効果を語ることはできない。またアメリカの必要準備率もしばしば変化してきたし、八〇年三月の金融制度改革法以降準備制度それ自体も従来以上に変化している。更に本章では無視したアメリカの預金保険料も実際には考慮する必要がある。ユーロ銀行についてはその準備率は（極めて小さいにしても）どの程度のものかは明確ではなく、また何よりもユーロダラー再預金の程度も既述のように把握しがたい。更にユーロカレンシー統計自体の不連続性もある。だが次の点は確認しておく必要がある。

ユーロ市場がもたらす決済手段としてのドル預金（要求払預金）の量に及ぼす拡大効果を左右する最大の要因は結局、非アメリカ所在銀行部門のユーロダラー預金（本源的預金であれ、再預金であれ）の量と、アメリカ所在銀行の（ユーロダラー預金と裁定関係にある）期限付預金の必要準備率と要求払預金の必要準備率との比であつた。後者の比に

ついでみれば、八〇年一月以降、大量の預金残高をもつ銀行については、非個人期限付預金は三パーセント（但し、期間四年以上、八二年四月以降は三年半以上のものはゼロパーセントである）、純決済勘定（本稿でいう要求払預金に相当）は一・二パーセント、すなわち一対四である。またそれ以前では六〇年代以降、中央準備市銀行あるいは準備市銀行で大量の預金残高をもつ銀行の期限付預金と純要求払預金の必要準備率の比は、七四年までは一対二・八から一対四・一程度の範囲内であり、七四年一二月以降は、期限三〇日から一七九日までのものは一対二・七から一対二・九程度の範囲内、期限一八〇日から四年までのものは一対五・四から一対六・五程度の範囲内となっている。したがって、期間三〇日以内というような短期のユーロデラー預金や、八〇年一月以降に必要な準備がゼロとなったアメリカの四年あるいは三年半以上の長期の期限付預金に対応する若干の長期物ユーロデラー預金、これらを除く他の非アメリカ所在銀行部門のユーロデラー預金の増加は、この間先の比に示されているような決済手段としてのドル預金に對する拡大効果（再預金を考慮すればこの効果は一層大きくなる）を与えてきたことになる。そして、ユーロデラーの借手としては、多かれ少なかれアメリカ非居住者が高い割合を占めてきたのであるから、近年のユーロデラーの源泉に占めるアメリカ所在銀行の比重増大や超短期ユーロデラーの比率増加を考慮しても、これまでのユーロデラーの拡大がアメリカ非居住者の決済手段として利用しうるドル預金に与えてきた拡大効果は、ドル残高と比較しても決して小さなものではなかったといわねばならないであろう。

おわりに

本稿はもっぱらユーロ市場がアメリカ所在銀行のドル預金に与える量的効果を問題としてきた。だが、この量の問

題とも密接に関連しつつそれ以上に重要な問題は、ユーロ市場の存在がドル預金の利用形態に一体どのような変化を与えたのか、という問題である。

「はじめに」でも記したように、ユーロ市場の自由な国際的短期資本移動の媒体としての性格は、こうした問題の一例である。また中長期資本の移動という点についてみると、ロール・オーバー・クレジットやシンジケート・ローンなどの貸付方法は、ユーロ市場に固有のものではないが、ユーロ市場において発達した最も大規模に利用されてきたものであり、これらは累積債務問題の一因たる途上国への大規模な貸付を可能とした武器でもあった。総じて、投機資金も含めて、「資金」利用の自由さと容易さはユーロ市場の特徴をなすものである。この特徴はこれまで、ユーロ市場には各国内の既存の諸規制が存在しないということや、無担保大口の卸売市場というようなユーロ市場の取引形態と結びつけて説明されてきたものである。だが、こうした点を踏まえつつも、ユーロ市場の性格の解明の為にはさらにより立ち入った分析が必要であるように思われる。それはユーロ市場におけるインター・バンク市場の機能の分析である。

この点はこれまで、実務的な紹介や解説を除けば、「信用創造」論争や「最後の貸手論」とのかかわりで、また多国籍銀行論の展開とのかかわりで若干言及されてきたものの、本格的な理論的研究は今日なおきわめて乏しい分野であろう。ユーロ市場におけるインター・バンク市場の研究の乏しさの一因は、資料の制約もさることながら、従来ユーロ市場の分析が、ユーロカレンシーの源泉と使途、すなわちユーロ銀行への預金者とその最終的な利用者の問題に焦点をあててきたことと関係していると思われる。たとえばユーロ市場の研究に大きな影響を与えてきたBIS年報は——近年変化はあるもの——伝統的にユーロカレンシーの使途と源泉に注意を払ってきた。ユーロ市場に関する最

初の統計を発表した第三四回年報はこう記していた。「全般的傾向として銀行がその外貨資産をどこで獲得したかという問題と最終的に銀行がそれをどのように処置したかという問題」すなわち「純源泉および純使途」の問題は「もっとも興味ある事柄である」。ここでは、インター・バンク市場での取引は、ユーロカレンシーのネット規模の推計の為に除外さるべき重複部分であった。これは「国際間の資金移動の媒体」(B I S 第四一周年報)としてのユーロ市場の「媒体」そのものではなく「資金移動」に分析の焦点を置いたということに他ならない。このことはB I S 年報の性格上ある意味では当然のことであろうし、またB I S 年報がユーロ市場の分析に大きな寄与をしてきたのは周知の事実であり今後もそうであり続けるであろう。

だが最終的な使途と源泉を媒介するこの「媒体」⇨インター・バンク市場そのものが「ブラック・ボックス」である限りでは、ユーロ市場の「媒介」機能の意味も十分に把握しえないことは明らかであろう。すでに先の第三四回年報は一方でこう書いていた。銀行の外貨取引の拡大の「過程において、米ドルおよびその他外貨による預金の活発な銀行間市場も拡大するにいたった。それは短期資金を貸手から借手へと国際的に流通させる道を作るのに役立った。」本稿がその副題を「……予備的考察」としたのは、本稿の分析が基本的な整理に留まり具体的分析をひとまず除外しているという理由以上に、このユーロ市場におけるインター・バンク市場の分析が不可欠だということが念頭にあったからに他ならない。

(一九八三年一〇月四日)