

ユーロ円市場の展開と問題点

——金融国際化における規制緩和と取引コスト——

湯 浅 由 一

はじめに

本論文の目的は、海外において存在する日本の円通貨、すなわち、「ユーロ円」に関するいくつかの議論を取り上げ整理することによって、ユーロ円取引の市場がどのようななかたちで、かつ、どのような要因により発展してきたのかを考察することにある。

ユーロ円市場の規模を長期的に観てみると、B I S（国際決済銀行）による統計的把握が始められた昭和五二年九月末におけるユーロ円市場の規模（狭義の規模であって、ユーロ市場に所在する銀行の円建て対外債務残高）は、僅か二七億ドルであり、ユーロ・カレンシー市

場に占めるシェアも〇・六%にとどまっていた。そして、昭和六〇年後半まで約二%台のシェアを推移していた。

しかしながら、昭和六一年一二月末におけるユーロ円市場の規模は八一六億ドルとなり、シェアも四%まで上昇しているのである。このようにB I S統計から判断する限り、ユーロ円市場は明らかに拡大基調にあると言える。これに対して、ユーロ・カレンシー市場全体の規模は、一九六〇年代及び一九七〇年代を通じて順調な拡大を続けてきたと言える。残高を観てみると、一九六五年末に

* 本稿の作成過程において、寺西重郎教授、江口英一教授、翁 邦雄筑波大学助教授、三井清氏から有益な助言をいただいた。感謝します。

おいて一四二億ドル(前年比伸び率一六・四%)、一九七〇年末で七五三億ドル(五年間の年平均伸び率三九・六%)、一九七五年末で三、四七五億ドル(同、三五・八%)、一九八〇年末で一〇、五六六億ドル(同、二四・九%)という具合である。しかしながら、このような数量的な成長は一九八〇年代に入ると、若干の趨勢の鈍化が生じているようにみうけられるのである(榎原英資(六))。

ユーロ円市場の展開は、わが国の金融国際化あるいは円の国際化の一環として、いわば国際化に伴う必然的現象として位置づけられることが多い。しかしながら、Jurg Niehans(一二)が指摘しているように、ユーロ・カレンシー市場の発展の基本的理由は国内国外の取引コストの差異にある。ユーロ円もユーロ・カレンシーの形態である以上、取引コストがその発生、拡大の基本的要因であるはずである。そこで、本稿ではこうした取引コストの観点からユーロ円市場の展開を捉え、その基本的性格と問題点を明らかにすることにしたいと考える。

論文の構成は以下に述べるとおりである。第一章ではユーロ円の定義を明らかにした後、その発生メカニズム

を見ておく。そして、第二章ではユーロ円市場の拡大がなぜ生じたかについての既存の議論を整理し、それらの問題点についても明らかにする。第三章においては、ユーロ円の拡大を説明する重要な事実として居住者及び非居住者のユーロ円取引に対する一連の規制緩和措置の経緯を概観する。これらの考察を通じてユーロ円市場の拡大は居住者及び非居住者の取引費用の大きさにかかわっているという、われわれの基本的主張が導かれる。最後に、実際のデータを用いて、この取引費用の大きさがどの程度変化しているのかについて、簡便な手法を利用した実証分析を試み、一つの暫定的な結論を導くことにする。

ちなみに、ユーロ円市場の拡大から派生する問題として、日本国内の金融市場に与える影響、とりわけ金融政策の有効性に及ぼすインパクトは明らかに重要である。しかし、本論文ではこれらの問題点については触れないこととし、将来の課題として残しておきたい。

第一章 ユーロ円の定義及びその源泉

自国以外の金融市場で取引されている自国の通貨をユ

「ユーロ通貨」とは、日本国外に所在する円のことであつて、邦銀の海外支店及び外国銀行に預けられた円建て預金（「ユーロ円預金」と定義することができ）。

神原英資（六）によれば、ユーロ市場は一九五〇年代後半の米ソ関係の冷却化に伴うドル預金のヨーロッパの銀行へのシフトに始まる。この時、主として東欧圏の銀行が、アメリカによるドル資金の押収をおそれて、アメリカ所在の銀行からその資金をドルのままロンドンの銀行に移し政治的リスクを回避したのである。やがて、取引の場がヨーロッパ以外の銀行に広がり、取引通貨もマルク・スイスフラン・ポンド等に拡大したとされる。

このユーロ市場には、預金・貸出の形式をとる「ユーロ・カレンシー市場」と、債券の形式をとる「ユーロ・ポンド市場」とがある。⁽²⁾ユーロ円に関するBISによる統計的把握は、昭和五二年九月からである。⁽³⁾

ユーロ通貨のもつ大きな特徴は、本国の通貨当局の規制（預金準備・金利規制・源泉課税など）の範囲外にあるという点である。このような性格を持つ、国内における円とは異なる「ユーロ円」がどのように創出されるの

かを最初に整理しておくことにしよう。

ユーロ円の創出ルートを理解する場合に、理論的な視点から分類する方法と、具体的な創出ルートを列挙していくことによって分けてみる方法とがある。まず、理論的に考えた場合には、ユーロ円は次の三つのルートを通じて創出されることになる。⁽⁴⁾

① 居住者・非居住者の国内円預金が海外に移される、すなわち、振り替えられるケース。（ただし、居住者の取引については規制されている。）

② 外貨が円に転換されて、ユーロ・バンクに円預金が発生するケース。外貨の円転、外貨預金からの振り替わりが生じたケースである。ここで、ユーロ・バンクとは、主要銀行のユーロ市場にある支店、現地法人、合併銀行。主要証券会社の銀行業を営む法人のことである。

③ ユーロ・バンクによる信用創造。つまり、ユーロ円を原資とする貸付の一部がユーロ円預金としてとどまるケースである。

以上において述べた分類は、内田真人・露口洋介（一）、鈴木淑夫（七）、棟近みどり（一一）に共通に見られる

ものであり、ユーロ円創出ルートに関する認識として一般に受け入れられていると言える。

これら三つのルートの相対的重要性については、一般に①及び②が重要であって、③のルートによるユーロ円創出は限られたものであることが指摘されている(内田・露口(一)等)。その理由付けとしては、ユーロ円預金を増やす行爲がいつまでも続くということは実際上あまり考えられず、現実には、その過半がユーロ円市場から日本の国内市場に国内における支出に充てられるために漏出するからである。換言すれば、いくつかの分析結果より判断して、「ユーロ市場の信用乗数の大きさは、ある程度の幅をもってみなければならぬが、*「一」*を大きく上回らない」ということになる。従って、實際上、ユーロ円創出の主なルートは、①及び②ということになる。

これに対して、ユーロ円創出ルートを具体的事例によって分類したものとすれば、金融財政事情研究会(四)及び、前記の棟近(一一)等がある。これらを通じて、次の五つのケースを列挙することができる。

① 非居住者が、日本で発行した円建て公募債(通称サ

ムライ・ボンド)の資金を円預金のままで海外、すなわち、ユーロ・バンクに保有するケース。

② 非居住者が、日本に円建て輸出をして受け取った代金を、円預金として保有するケース。

③ 邦銀による円建て対外貸付あるいはユーロ円貸付の資金が、円預金のままで海外にとどまるケース。円建て対外貸付とは、邦銀、在日外国銀行、生命・損害保険会社が、非居住者に対して行う円建ての貸付であり、ユーロ円貸付は、邦銀の海外支店・外国銀行が、居住者・非居住者に対して行う円建ての貸付である。

④ 非居住者による対日証券投資による元金・利息が原資となるケース。日本の株式、債券の売却代金によって得た資金が円預金で保有されるケース。

⑤ 外貨を対価に外国為替市場で円を買持ちするケース。海外の銀行が顧客から外貨を受け取り、これを外国為替市場で売却して円に転換するアウトライトまたはスワップ取引を伴って発生するもの。

以上の五つの事例が挙げられるわけであるが、金融財政事情研究会(四)等は、⑤のルートによる創出が多いと述べている。しかし、それを示唆する数値は明らかに

されないままである。また、上記の①②⑤の具体的な事例をその行動主体に注目してみると、①②④のケースは外国企業等の非居住者による円資産保有行動を反映したものとみることが出来る。非居住者の円資産保有有意欲の程度は、これを具体化させるためのユーロ円資産運用のための市場の発展の程度に依存していると考えられる。

そして、⑤に示されたルートは、外国為替銀行の行動である。

先の、理論的な視点から分類した場合において、外貨が円に転換されることよってユーロ円が創出されるルートは重要であるという結果が得られたことを併わせて考えると、具体的な数値は明らかではないが、ユーロ円の最も重要な創出ルートは外貨の円転であると考えられていることになる。すなわち、ユーロ円という円資産に対する需要が生じたことにより、ユーロ円市場が形成されたと判断されているとみることが出来る。それではなぜ、ユーロ円に対する需要が生じたのであろうか？ 非居住者の保有するユーロ円は円資産保有の一部でしかなく、非居住者の円資産保有のなかに、日本国内の円資産（国債、株式、公社債）が含まれる。従って、非居住

者が円資産を日本国外（ユーロ・バンク）に保有する理由が解明されなければならないことになる。そこで、この問題を考える手掛かりとして、ユーロ円市場拡大に関するいくつかの議論を概観してみることにする。

第二章 ユーロ円市場の拡大

ユーロ円取引の拡大に関して重要な意味をもつと考えられるのは、第一に、居住者及び非居住者に対する通貨当局の規制の程度であろう。規制の存在は、ユーロ円市場拡大に重要な影響を及ぼすものと思われる。この点に関して、昭和五九年五月の「日米・円ドル委員会（これは、通称であって正式名称は、「日米共同（大蔵省・財務省）円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合作業部会」である。）の合意（八）」を通じて、ユーロ円取引に対する規制緩和の方針が打ち出され、この時期以降、ユーロ円取引の自由化が段階的にはあるが実施されてきたことは無視できない。貝塚啓明（二）は、日米・円ドル委員会における最も重要な結果はユーロ円市場の自由化であったとしている。

一連のユーロ円取引に対する自由化措置がユーロ円市

場の拡大と結びつくという判断に対しては、しかしながら有力な反論がある。第一の議論として、堀内(一〇)

は、ユーロ円取引の自由化の取引拡大に対する効果に関して強い疑いを表明している。その理由は次のようなものである。ユーロ円取引が厳しく規制されているとしても、円転規制(直物為替売持限度規制)の撤廃の下では、人々は、実質上、円建ての取引を行うことができるというものである。堀内に従えば、企業がユーロ・ドル市場で「短期のドル借り入れ」を行い、直物為替市場においてドル売り円買いをするとともに、先物為替市場においてドル買い円売りのスワップ取引を実行することにより、実質的に「円建ての短期借り入れ」を行うことになるというわけである。ただし、実際にこのような実質円建ての取引がどの程度行われていたのかは不明である。

しかしながら、堀内自身も述べているように、このようなメカニズムが妥当としても、実際上の取引に関しては、直物および先物為替の売買手数料、あるいは内外市場における金融取引費用の存在が十分に考慮されなければならぬだろう。ユーロ円取引に対する規制緩和措置は取引費用を引き下げることと同様の効果があると

思われ、この意味で、ユーロ円市場拡大に充分寄与したと考えられる。

規制緩和をユーロ円市場拡大の要因とする議論に反論する第二の議論は、棟近みどり(一一)のものである。

棟近は、堀内(一〇)によって議論された「実質的に円建て取引」が可能となるメカニズムに依拠しながらも、堀内では全く触れられなかった部分に着目して、ユーロ円取引の拡大を説明しようとする。つまり、棟近は、先物為替市場の代替機能を果たす形で、ユーロ円市場は拡大してきたという視点からユーロ円取引拡大の積極的な理由付けを行う議論を展開するのである。棟近によって展開された議論は次のように整理することができる。

ユーロ円取引の増大は、昭和四八年の変動相場制度移行後の為替リスク回避のためのヘッジ取引、そして、その結果としての外国為替取引高の飛躍的増加と密接にかかわっているとする。為替レートの高下及び為替取引高の急増とから円に関するヘッジ取引の需要が増加した。一方、為替レートの乱高下が生じると、先物為替レートとそれに対応する将来日の直物為替レートとの差が広がる傾向にあることから為替リスクの増大となってくる。

先物為替市場におけるヘッジ・コストをその売買幅 *bid-ask spreads* で測るとするとヘッジ・コストの上昇ということになる。さて、貿易業者が、銀行との間で先物為替の売買を行うことにより為替リスクの回避を目的とするヘッジ取引をする場合に、銀行は、①全く逆方向の貿易業者との取引、②インター・バンク市場でのスワップ取引及び③ユーロ・カレンシー市場を通じた金利裁定取引によって対応することが考えられる。ユーロ・カレンシー市場間ではほぼ金利平価が成立していても、個々の *bid-ask rate* を考慮した個別取引では金利裁定取引の余地があるからである。「ユーロ円市場と直物為替市場を通じた金利裁定取引」の内容は次のとおりである。顧客(貿易業者)が銀行に対して、例えば、九〇日先物の円の購入を希望したとする。銀行は、ユーロ・달러を借り入れこれを直物為替市場で円に交換し(ドルの円転)、ユーロ円預金の形で九〇日運用する。同時に、顧客に九〇日先物の円を売る。そして、九〇日後、ユーロ円預金を銀行の円の先物売りに充てるということである。円の先物為替の売買レート幅が、昭和五三年以降上昇傾向を示していたことから、この時期、先物為替市場でヘ

ッジ取引を行うよりも、ユーロ円市場と直物為替市場を通じた金利裁定取引の方がコスト面から有利であると判断されるなら、ユーロ円取引は先物為替市場を通じたヘッジ取引の代替手段として増大したという見方もできることになる。

しかしながら、以上の棟近によって展開された議論に対しては次のような疑問を提示することができよう。

「ユーロ円市場と直物為替市場を通じた金利裁定取引」が成り立つとしても、銀行は借り入れたユーロ・달러を直物為替市場において円に転換した後、ユーロ円預金で運用する代わりに、日本国内の「現先市場」において運用することもできるはずである。にもかかわらず、なぜ銀行はユーロ円預金での運用を選ぶのかという点である。河合正弘(三)等は、昭和五四年五月に非居住者による現先取引が解禁され、短期資金流入規制がほぼ撤廃された結果、「現先・ユーロ달러裁定取引」は自由となったが、実証的な分析結果では、昭和五五年九月以降、カバー付き金利平価説を棄却することはできないと結論⁽⁵⁾している。また、幸村千佳良(五)も、日本の現先市場とユーロ・달러市場との間における金利平価の適合性

に関する実証分析を行ったなかで、新しい外国為替および外国貿易管理法（新外為法）が施行された昭和五五年一二月以降の時期、金利平価は一層適合していると述べている。

このように「現先・ユーロダラー裁定取引」がかなり以前から自由になっていると判断されるにもかかわらず、棟近の議論ではユーロ円預金の形での運用が選ばれることになっている。問題はこの選択理由がはっきりしていないことである。「現先」で運用よりも、「ユーロ円」で運用する方が有利となる理由が明らかにされなければならぬ。直観的な答えとしては、①居住者・非居住者のユーロ円資産保有に対する規制の程度、及び②日本国内の金融市場の発展の程度にかかわっているということになる。そこで、次章では、居住者・非居住者のユーロ円取引に対する規制の程度に注目してみることにする。

第三章 ユーロ円取引に対する規制の緩和

（ユーロ円債の発行）

居住者によるユーロ円債の発行に関しては、昭和五九

年四月にその適債基準が設定されている。しかし、その内容は日本国内で無担保社債を発行できる企業に起債を限定するというものであり、また、ユーロ円債の利子に対して源泉税を課すというものであったため、居住者による起債は実現しなかった。一年後の昭和六〇年四月、非居住者の取得する居住者ユーロ円債の利子に対しては非課税にするという源泉税の撤廃によって、漸く、発行が実現する。さらに、同年七月及び一〇月に、適債基準の緩和がなされ、昭和六一年四月には、商品の多様化（変動利付き債、カレンシー・コンバージョン債の発行自由化）とユーロ円債の還流制限期間の短縮が実施される。昭和六二年二月には、居住者ユーロ円債の適債基準が緩和されている。

これに対して、非居住者によるユーロ円市場における円建て債の発行は、昭和五二年四月に欧州投資銀行に対して最初の発行が許可されている。しかしながら、日本政府は外国為替管理法によって非居住者に対しても円建てによる債券の発行を制限していた。その根拠となる概念は「通貨主権」と言うもので、円通貨の主権国は日本であって日本政府の了解なしには非居住者であっても円

建てで債券を発行することはできないという制度である。やがて、「日米・円ドル委員会合意」により発行ガイドラインの大幅な緩和方針が打ち出され、①発行者資格の緩和②適債基準の緩和③量的規制の撤廃がはかられたことにより、非居住者ユーロ円債の発行は急増することになる（昭和五九年中の起債実績は、一三件で、前年の七〇〇億円から二、二七〇億円に激増している）。さらに、昭和六〇年四月における適債基準の緩和、六月の商品多様化（変動利付き債、ゼロ・クーポン債、デュアル・カレンシー債、カレンシー・コンバージョン債、デイブ・ディスカウント債）措置によって、新規発行額は、一四、四五七億円（六六件）へと、著しい増加を示したのである。そして、昭和六一年四月の、①民間債の適債基準を全面的に格付制度に移行させ、②適債基準を緩和し、③格付機関を拡大させることにより（従来から適格格付機関として認められていたアメリカのムーディーズ・インベスターズ社及びスタンダード・アンド・プアーズ社に加えて、日本インベスターズ・サービス、日本格付研究所、日本公社債研究所が適格格付機関として認められた）、新規発行額は一層の飛躍的増加をみせたの

である（昭和六一年中の起債実績は、一四一件で、二五、五一五億円であった）。また、昭和六一年六月には、外国銀行のユーロ円債発行が解禁されている。

（ユーロ円貸付）

ユーロ円貸付は、昭和五八年六月に、非居住者に対する一年以内の短期貸付が自由化された後、昭和五九年六月に居住者に対する短期貸付が認められている。この自由化がもたらす重要な影響として、国内の伝統的な銀行貸付方式の変化という点を無視することはできない。船橋（九）等によれば、日本における伝統的な銀行貸付では、借り手が貸付の一部を預金（ \parallel 拘束預金）としてそのまま残すことを含む「実効金利方式」と呼べる方式が採られている。これに対して、ユーロ円貸付は、ユーロ円貸付金利 \parallel ユーロ円金利 \parallel スプレッド（利ざや）という「スプレッド方式」によって貸付がなされる。すなわち、貸付方式の修正が迫られるばかりでなく、ユーロ円貸付の自由化は資金調達コストを反映する市場金利に連動した貸出金利を導入させるという意味をもっているのである。ただし、実際のユーロ円貸付残高は、それほど伸びてはいないようである（居住者向けユーロ円貸付残

高は、昭和六一年一二月末で、一〇、七〇五億円である。その理由として、船橋(九)は、①日本の短期金利は実効金利に直してもまだ安く、ユーロ円貸付金利のほうが高くなっている。②借り手の企業としては、短期貸付を限界的な資金調達手段とみなしているからではないか、と述べている。

なお、非居住者向けの中長期ユーロ円貸付は、昭和六〇年四月に自由化されている。

(ユーロ円C D)

ユーロ円資金の調達手段となるユーロ円C Dの銀行による発行は、昭和五九年一二月に認められている。ただし、期間は六カ月以内であり、日本国内における販売は禁止するというものであった。そして、昭和六一年四月には、最長発行期間は六カ月から一年へと延長されている。ユーロ円C Dの発行残高は、昭和六二年四月末で六二九億円であり、それまでの発行実績は合計で六、〇二八億円である。

以上、(ユーロ円債)、(ユーロ円貸付)、(ユーロ円C D)についてその規制緩和措置の経緯を観てきたわけであるが、「日米・円ドル委員会合意」以降、その法的な

側面での自由化措置が急テンポで進展してきたことがわかる。

これまでの考察から導かれたことは、ユーロ円取引の増大を説明する重要な要因としてユーロ円取引に対する規制緩和措置があることは明らかであるが、この措置による効果がどのようなものであったのかは実証分析により明らかにすることが必要ということである。すなわち、ユーロ・ダラー市場とユーロ円市場との間における金利裁定取引費用の大きさと、ユーロ・ダラー市場と現先市場との間における金利裁定取引費用の大きさを実証的に検証することによりユーロ円取引に対する一連の自由化措置が取引費用をどの程度低下させたのかを明らかにすることは、ユーロ円市場の拡大説明に関する一つのキーとなる論点であると考えられる。以下の「補論」ではその一つの試みとして、W. H. Branson (十三) に倣った簡便な手法を用いて行った実証分析の内容と推定結果を紹介しておくことにする。

「補論…ユーロ円とユーロ・ダラーとの間における裁定

取引費用の大きさとその変化についての実証分

析」

居住者及び非居住者のユーロ円取引に対する一連の規制緩和措置による効果は、ユーロ円市場とユーロ・달러市場との間における金利裁定取引費用の大きさ」に反映されていると仮定して、その費用の大きさと変化の程度を実証的に検証してみることにする。

まず、「裁定取引費用の大きさ」をどのように定義するのかという問題がある。ここでは、その一つの試みとして、W. H. Branson (一三)の測定方法に従って推定作業を行うことにする。Bransonの方法とは、内外の金融資産市場間において常に金利裁定取引が生じていることを想定して、実際に観察される両市場間金利差と為替先物プレミアムとの関係から取引費用の大きさを推計する方法である。取引費用は、次式のように定式化されるのである。

$$TC = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |Pt_i - (it - it^*)|$$

ここで、TC: 平均的な裁定取引費用の大きさ

N: サンプル数

Pt_i : 為替先物プレミアム (先物為替レート) 直物為替

レート) / 直物為替レート

$it - it^*$: 内外市場金利差

すなわち、Branson は、為替先物プレミアム (Pt) と内外金利差 ($it - it^*$) との乖離幅の絶対値の平均は、裁定取引費用の平均値 (TC) に等しいと看做するのである。

Bransonの方法に従って裁定取引費用の大きさを推定することにしようが、まず、「ユーロ円市場とユーロ・달러市場」及び「現先市場とユーロ・달러市場」において裁定取引が成立しているかどうかを実際のデータを用いて検証してみることにする。推定の具体的な回帰式は、

$$Pt = \alpha + \beta(it - it^*) + ut$$

ここで、 Pt : 為替先物プレミアム

it : ユーロ円金利または現先レート

it^* : ユーロ・달러金利

ut : 誤差項

である。金利裁定が自由に行われ利潤機会が常に解消している状態では、(内外)金利差の回帰係数 β は一に等しくなるはずであり、定数項 α は0のはずである。推定の結果は、表1に要約した形で示した。実際に用いたデータは表の(注)において示したとおりである。表1の(1)と(2)に示した推定結果から判断できることをいくつか

表 1 金利平価式の回帰式による推定結果

(1) (ユーロ円金利—ユーロ・ダラー金利: 両金利とも bid rate) で
(為替先物プレミアム) を回帰したケース

期 間	78.1 —87.11	78.1 —80.11	80.12 —87.11	78.1 —84.4	84.5 —87.11	84.5 —87.11
カ 月	119	35	84	76	43	43
α (%)	—0.0733	0.1838	—0.1197	0.1355	—0.3023	—0.2357
t 値	—0.487	0.822	—0.632	0.128	—0.689	—0.538
標準誤差	(0.1505)	(0.2236)	(0.1894)	(0.1201)	(0.4387)	(0.4385)
β 値	0.9577	0.9597	0.9712	0.9840	0.9103	0.9234
標準誤差	(0.0281)	(0.0365)	(0.0379)	(0.0189)	(0.1535)	(0.1518)
\bar{R}^2	0.9076	0.9530	0.8878	0.9730	0.4485	0.4617
D. W.	2.576	1.759	2.847	1.604	2.857	2.819

(a) 両金利とも offer rate を用いたケース

 \bar{R}^2 : 自由度修正済み決定係数

D. W.: ダービン・ワトソン比

取りまとめしておくことにする。

まず、回帰式全体のあてはまり具合を自由度修正済決定係数 (\bar{R}^2) から判断すると、金利としてユーロ円金利とユーロ・ダラー金利 (ともに、bid rate) を用いた回帰式のほう (表 1 の (1)) が、現先レートとユーロ・ダラー金利を用いたほう (表 1 の (2)) よりも良好な結果を提出していることがわかる。そして、表 1 の (1) と (2) の推定結果に共通して観察される点は、昭和五九年五月から昭和六二年一二月の期間を推定した場合、 \bar{R}^2 がともに極端に低下していることである。この悪化が何によるものかはっきりしないのであるが、現先レート、ユーロ・ダラー金利及びユーロ円金利について、その標準偏差を計算し各推定期間毎にその大きさを比較してみると、最近時を採った場合ほど小さくなっていることが確かめられたのに対して、直物及び先物の為替レートのそれは拡大する傾向を示していることがわかった。そこで、直物及び先物の為替レートの動きをその変動係数 (≡ 標準偏差 / 平均値) で観てみると、為替レートのばらつき具合が大きくなくなっていることが観察できたのである。例えば、昭和五三年一月から昭和五九年四月の期間及び昭和五九

(2) (現先レート—ユーロ・ダラー金利: ユーロ・ダラー金利として offer rate) で (為替先物プレミアム) を回帰したケース

期 間	78.1	78.1	80.12	78.1	84.5
	-87.11	-80.11	-87.11	-84.4	-87.11
カ 月	119	35	84	76	43
α (%)	-0.2068	-0.8230	0.0310	-0.4818	-0.0764
t 値	-0.910	-1.323	0.159	-1.547	-0.162
標準誤差	(0.2273)	(0.6220)	(0.1942)	(0.3112)	(0.4711)
β	0.9393	0.8943	0.9543	0.9090	0.9146
t 値	21.657	7.598	25.652	17.911	5.951
標準誤差	(0.0434)	(0.1177)	(0.0372)	(0.0508)	(0.1537)
R^2	0.7986	0.6253	0.8878	0.8100	0.4504
D. W.	1.314	0.473	2.791	0.471	2.807

年五月から昭和六二年一月の期間で計算してみた時、直物為替レートの変動係数は、八・三一四%から二二・七九一%へと拡大しており、先物為替レートの変動係数は八・五二二%から二二・七一三%へと、これも大きくなってきているのである。このことから、 β の悪化は直物及び先物の為替レートのばらつき具合 (volatility) の拡大傾向によるものかもしれない。

また、表中には示さなかったが、各回帰式全体の説明力の度合を判断するF検定量の値は、(1)及び(2)のすべての各回帰式が一%水準で有意であった。

次に「ユーロ円市場とユーロ・ダラー市場」で金利裁定取引が成立しているかどうかを考えてみる。定数項 α に関するt値に注目してみると、表1の(1)に示したすべての回帰式において、 $R \parallel 0$ という帰無仮説を棄却することができないことがわかる。また、(内外)金利差の回帰係数 β は、 $0 \cdot 910 \sim 0 \cdot 984$ という範囲の数值を示している。

一方、表1の(2)に示した「現先市場とユーロ・ダラー市場」についての推定結果においても、定数項 α に関して、 $\alpha \parallel 0$ を棄却することができず、内外金利差の回帰

(131) ユーロ円市場の展開と問題点

表 2 裁定取引費用の大きさについての実証結果

期 間	78.1	80.12	78.1	84.5	84.5
	-80.11	-87.11	-84.4	-87.11	-87.11 (a)
ユーロ円とユーロ・ダ ラーの裁定取引費用 年 率 (%)					
平均値	0.4968	0.2598	0.2957	0.3892	0.3834
標準偏差	0.6078	0.9266	0.4562	1.2851	1.2669
現先とユーロ・ダラー の裁定取引費用 年 率 (%) (b)					
平均値	1.6260	0.3960	0.9148	0.4801	
標準偏差	1.0216	0.9124	0.9681	1.2581	

(a) 表1の(a)参照。

(b) ユーロ・ダラー金利として offer rate を用いたケース

係数 β は〇・八九四三から〇・九五四三という範囲にある。

以上の結果から判断して、「ユーロ円市場とユーロ・ダラー市場」及び「現先市場とユーロ・ダラー市場」において金利裁定取引が成立していると想定することは、それほど非現実的ではないだろう。

さて、先に説明した Branson の定義に従って「裁定取引費用の大きさ」を推定してみることにする。実証結果は表2に要約されている。まず、「ユーロ円市場とユーロ・ダラー市場」との間における裁定取引費用に注目してみると、昭和五五年一二月を分岐時点とした場合の前後の期間、推定された費用の大きさは、年率〇・四九六八%から〇・二五九八%へと低下していることになる。これに対して、ユーロ円取引に対する規制緩和措置が採られ始めた時期によって分岐した前後での費用の大きさをみると、〇・二九五七%から〇・三八九二%に上昇していることになる。この推定結果は、分析者の予想に反するものであったが、昭和五三年一月から昭和五五年一月までを推定した時の取引費用〇・四九六八%と比較してみると低下していることになるであろう。

一方、「現先市場とユーロ・ダラー市場」との間の裁定取引費用の大きさは、新外為法の施行及びユーロ円取引の規制緩和措置によって、それぞれ、一・六二六〇%から〇・三九六〇%へと、また、〇・九一四八%から〇・四八〇一%へと引き下げられたようにみうけられるのである。

さらに注目すべき点は、「ユーロ円市場とユーロ・ダラー市場との間の裁定取引費用」を、「現先市場とユーロ・ダラー市場」の間でのそれと各推定期間毎に比較してみると、すべての期間において前者の費用が後者の費用よりも小さい値を示していることである。すなわち、Branson の推定方法に従って裁定取引費用を推定してみた結果、現先市場を利用するよりもユーロ円市場を用いた裁定取引の費用の方が小さいという、暫定的結論を得たのである。しかも、この関係は、新外為法の施行及びユーロ円取引の規制緩和措置が採られた後の期間においても、今回の推定結果から判断する限りにおいて成立しているということである。

(注) 実証分析に用いたデータは次の通りである。データはすべて月次の値であって、昭和五三年一月から昭和六二年

一一月までの期間を分析対象としている。

直物為替レート…東京外国為替市場での銀行間為替レート。

円/ドル。月末の終値。

先物為替レート…東京外国為替市場での三ヵ月先物のレート。

円/ドル。月末の終値。

為替先物プレミアム…(三ヵ月先物レート-直物レート) / 直物レート × 四〇〇 年率、%。

現先レート…三ヵ月物。月末の値。年率。

ユーロ円金利…三ヵ月物ユーロ円預金レート。月末。取り

手レート (bid) と出し手レート (offer)。

年率。

ユーロ・ダラー金利…三ヵ月物ユーロ・ダラー預金レート。

月末。取り手レート (bid) と出し

手レート (offer)。

(データの出所)

公社債引受協会「公社債月報」各号。

東京銀行「東京銀行月報」各号。

日本銀行「経済統計月報」各号。

野村総合研究所編「証券統計要覧」各年

版。

Morgan Guaranty Trust "World Financial Markets" 各号。

である。

また、全期間を二つの期間に分岐した時点とその理由は次のとおりである。

昭和五五年一二月…新外為法の施行。

昭和五九年 五月…ユーロ円取引に対する規制緩和措置が

採られ始まる時期。

(1) 国内の金融市場に与える影響としては、ユーロ・ダラー金利の動向が裁定取引を通じてユーロ円金利に反映し、その影響が日本国内の市場金利にも波及することが考えられる。すなわち、国内の短期金利が海外金利(ユーロ・ダラーとユーロ円の金利)から無関係には変動しえなくなるという問題がある。また、金融政策の有効性という点からは、鈴木淑夫(七)等によって、国内銀行部門が保有する円ペース・マネーの支払い準備がユーロ円預金を含む円預金全体の基礎である以上、円ペース・マネーの唯一の供給者である日本銀行が国内支払い準備市場の金利をコントロールする限り、ユーロ円を含む円建て短期金利全般を決定することになるといふ議論がある。

(2) 神原英資(六)によれば、「ユーロ市場の規模」という言葉を使う場合、一般には、ユーロ・カレンシー市場のみを考え、規模を測る尺度としては、①ユーロ預金残高、②ユーロ貸付残高、③その両方の残高を用いる方法があるけれども、「ユーロ預金残高」をもってユーロ市場の規模を測ることが多いということである。

(3) BIS推計において規模を表わす言葉として「グロス」と「ネット」がある。グロスは、ユーロ・バンク間のユーロ預金取引を含めたユーロ預金全体であり、ネット

は、この銀行間預金取引分を差し引いたものである。

(4) ユーロ円預金が創出される過程は、次のように整理することができる。日本国内にある円預金が海外に移される、すなわち、ユーロ・バンクに振り替えられるケースを考えこみみる。

① 日本の国内銀行(A)に預金を保有している居住者が、当分の決済手段を必要としないので、ユーロ・バンク(B)に預金することにして、口座から預金を引き落としてユーロ・バンク(B)に振り込むように指図したとする。

② ユーロ・バンク(B)にとって円は日本国内で使う以外に当てはないから、つまり、当該預金は決済手段と成り得ないので、これをコルレス先の日本の銀行の口座でもつことにする。この時、ユーロ・バンク(B)は預金者に対して円表示の預金債務を負うけれども、その代わりにコルレス先の銀行に決済手段としての円預金(コルレス円勘定借残等)を取得することになる。

③ ユーロ・バンク(B)はこの預金を元にして、例えば、欧米企業の対円建て輸入に対するユーロ円貸付等の運用を行うのである。

(5) 河合正弘(三)は、第九章において、現先レート(三ヵ月物公社債現先利回り、月末値)とユーロ・ダラー・レート(三ヵ月物ユーロ・ダラー預金レート、月末値)を用いてカバー付き金利平価説を実証的に検証している。推定の期間は昭和四八年六月から昭和五九年一二月までである。

河合はこの期間を、内外短期資本取引がほぼ自由化されたものと判断できる昭和五五年九月の時点で二つの期間に分け、それぞれの期間におけるカバリー付き金利平価説の計量検定を行っている。

- (6) 幸村千佳良(五)は、第八章において、日々のデータを利用して東京市場とロンドンにおけるユーロ市場との間の金利平価の適合性を検証するとともに金利裁定取引費用を推定している。期間は昭和五四年一月から昭和五八年一二月までである。幸村は、この期間を新外為法が施行された昭和五五年一二月によって前後二期間に分け、先物ブレミアムを内外金利差に回帰させることにより、それぞれの期間における金利平価の適合性を検証し、同時に金利裁定取引費用を推計している。推定の結果、内外金利差の回帰係数は両期間とも一に近いものであった。また、この期間の同裁定取引費用を、W. H. Branson(十三)の方法に倣って計算し、前期における取引費用の平均値は年率〇・九四五%であるのに対して、後期のそれは〇・二八三%に低下していることがわかったと結論している。
- 参考文献
- (1) 内田真人、露口洋介「ユーロ市場の発展とその影響」金融研究 一九八六年四月 Vol.5 no.2 八三頁—一七頁
- (2) 貝塚啓明「金融の国際化について」フィナンシャル・レビュー 一九八六年一二月 no.3 一頁—八頁
- (3) 河合正弘「国際金融と開放マクロ経済学」東洋経済新

報社 一九八六年三月

- (4) 金融財政事情研究会「大蔵省国際金融局年報」各年版(第八回)(第九回)(第一〇回)(第一一回)
- (5) 幸村千佳良「日本経済と金融政策」東洋経済新報社、一九八六年五月
- (6) 榊原英資「国際金融市場の発展とその影響」館菴一郎、磯山昌一編集「日本の金融Ⅱ」第二章 東京大学出版会 一九八七年六月
- (7) 鈴木淑夫「円の国際化と金融政策—理論的整理—」ファイナンス 一九八四年一二月 Vol.20 no.9 六三頁—六九頁
- (8) 「日米共同(大蔵省・財務省)円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会作業部会報告書(通称、日米円・ドル委員会報告書)」一九八四年五月
- (9) 船橋太郎「国内取引慣行・制度の国際化を推進」現実には「ユーロ市場經由、国内還流」の図式「邦銀は借手の論理をふまえた冷静な対応を」金融財政事情 一九八五年三月一日 三六頁—三八頁、三月一日、二八頁—三〇頁、四月八日、四〇頁—四二頁
- (10) 堀内昭義「ユーロ円市場と国内金融市場」経済セミナー 一九八六年一月 no.三七二、三一頁—三四頁
- (11) 棟近みどり「ユーロ円市場拡大の要因をさぐる—先物為替代替機能から—」上智経済論集 一九八六年二月 vol.31 no.2 四四頁—六一頁

- (12) Jurg Niehans "International Monetary Economics"
The Johns Hopkins University Press 一九八四
Activity" Journal of Political Economy 一九六九／一一・一一
- (13) William H. Branson "The Minimum Covered Interest Differential Needed for International Arbitrage"
vol. 77 no. 6 一〇二八頁—一〇三五頁
(一橋大学助手)