

# ユーロ市場の信用創造

——信用乗数アプローチとポートフォリオ・アプローチの統合——

宮村 健一郎

## 1 導入

本稿は、ユーロ・カレンシー市場における信用創造に関する議論及びモデルを概観し、さらに新しいモデルを示す。まず、ユーロ・カレンシー信用創造を考察する価値は、ユーロ・カレンシーが貨幣性を持ち得るかどうかによって大きく異なってくる。よって第1に貨幣性に関する議論を見る。さらに国際金融の実務家はしばしば次の2点を主張している。それは、信用創造の大きさは不定である、ということと、ユーロ市場における資金の異種通貨間移動性により、多種通貨を統合的に考えるべきである、ということであるが、これらの問題点についても議論する。その上で、信用乗数を考えることに意味があるとするならとるべきアプローチが何か、ということが次の関心事となる。そこで、ユーロ・カレンシー拡大に対する対立するアプローチ、すなわち「信用乗数アプローチ」と「ポートフォリオ・アプローチ」をサーベイし、それらの特長と欠陥を明らかにした上で、最後に、「ポートフォリオ・アプローチ」的な思想を含む信用乗数アプローチを提出する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、ユーロ・カレンシー市場信用創造の議論の前提である、ユーロ預金の貨幣性に関する問題、支払い準備の存在に関する問題、そして他通貨市場の捨象可能性に関する問題を議論する。第3節ではいままでのユーロ・カレンシー信用創造に関する議論をサーベイする。第4節では前節でサーベイしたアプローチの欠陥を改善したアプローチを示す。第5節でいくつかのポイントが指摘される。

## 2 信用乗数を考える上での前提

ユーロ・カレンシー信用創造を議論する上での基本的な前提は、「ユーロ預

金は貨幣である」ということと、「準備は存在する」ということである。まず、前者に関する議論から始めよう。

### ユーロ預金の貨幣性

ユーロ・カレンシー預金に貨幣性がないという主張はおよそ次の2つに集約されるであろう。第1の主張は、ユーロ・カレンシー預金が通常3ヶ月物の定期預金であり、よって決済機能を持っていない、という点である。

これは、ユーロ円取引においては、東京が昼のとき、ロンドンが夜というように、銀行の営業時間の制約のため、決済機能に関しては、国内の当座預金で決済するよりも1日余計に時間がかかるという点で、国内預金に比べて劣位にあるためである (Dufey and Giddy (1978))。そのため、貨幣性を考えるにあたり、決済機能を重視する立場をとるなら、ユーロ・カレンシー預金はせいぜい準貨幣であるということになる。

しかしこの点に関して、金融市場における通信システムの発達、特に国際金融取引の24時間体制が確立されるならば、十分競合できるようになるであろう、という反論が考えられる。よって、近い将来、決済機能を持つユーロ・カレンシー市場が実現されるかも知れない。よって、現在において貨幣性が乏しくても、貨幣性の存在を仮定した議論を行うことは、将来の金融・経済環境を考える上で非常に重要である。

第2の主張は、Niehans and Hewson (1976) の実証研究で示された、ユーロ・カレンシー預金と対応するユーロ・カレンシー融資の満期がほとんど同一である、すなわちユーロ・カレンシー市場においては満期転換機能がないという事実に基づき、純流動性は増大せず、よって貨幣供給が増大したとはいえない、という内容である。よって、ユーロ・カレンシー市場における信用創造の貨幣面での影響がかなり限定される。例えば、McKinnon (1979) は、純流動性がほとんど創造されないために、インフレーションの懸念が全く存在しないとしている。

しかし、Niehans and Hewson (1976) による満期の同一性に対しては、実務家でもある Callier (1983) が次のように反論している。すなわち、Niehans and Hewson (1976) の研究のデータはロンドンのポンド建以外の通貨の預金と融資の満期を比較したものである。しかし、ユーロ銀行はポンド以外の通貨

で資金を調達してポンドで運用することも多い。ポンド建で融資を行っている限りにおいてはイングランド銀行がラスト・リゾートになりうるので、ユーロ銀行にはポンド建で融資を行うインセンティブがある。当然にこの時はユーロ市場で運用するよりも長い満期の融資を行い易くなる。よって、ユーロ銀行のポンド以外のデータのみに基づいて満期転換機能がないと結論するのは早計である。この点に関しては、実務上のこのような状況を考慮にいった実証研究が待たれるところである。

#### ユーロ・カレンシー準備の存在

国際金融の実務家がしばしば主張する点は、ユーロ・カレンシー市場における貸出には準備が存在しない、ということである。準備率が0であれば、当然に信用乗数によるアプローチでは総貨幣創出量が無限大となる。よって、例えば滝沢（1984）によれば、ユーロ・カレンシー市場を信用乗数アプローチによって説明することは不可能である、ということになる。

しかしこの点についての反論は、あまりにもユーロ市場の捉え方が一面的である、ということである。ユーロ・カレンシー市場を大銀行間だけの卸売市場として捉えるならば、そのような市場では、確かに右から左へのスプレッド貸出が行われている。しかし、最終的な資金の出し手と取り手のロットはインターバンク市場でのそれに比較して小さいであろうから、必ず滞留が生じている。また、受渡しにかかるわずかな時間の存在も滞留を意味し、これらの滞留は「移動在庫」と考えることができ、それはすなわち一種の準備である。しかしもちろんこの準備は強制的なものではなく、システム的な効率性とユーロ銀行の態度によって決定される。すると、これら準備、または準備率の決定はユーロ銀行の最適化行動と考えるのが自然であろう。この点を踏まえて、第4節で準備率の最適決定を考慮したモデルが示されるのである。

#### 異種通貨間の移動性の考慮に関する問題

次の問題も、やはり実務家によってしばしばなされるユーロ・カレンシー市場分析への信用乗数論に対する批判である。つまり、ユーロ・カレンシー制度においては、資金決済がその外部で行われ、ユーロ・カレンシー市場で生み出された資金がそこにとどまるのはごく一部にすぎない、としばしば主張されて

いる。特に、このような主張をする人々のイメージの中には、同市場で生み出された資金が同じ通貨の国内市場にのみ歩留まるのではなく、他通貨の市場にもしばしば漏出する、ということがあるだろう。この理論に従えば、ユーロ・カレンシーを分析するには多種通貨モデルを用いて考えねばならない、ということになる。

この状況を簡単に考察しよう。税制やその他収益率に影響を及ぼす制度上の歪みが金融市場に存在せず、よって同種通貨建のユーロ預金と国内預金の金利が同一、すなわち完全代替的になるとする。すると、収益率という観点から見る限り、同種通貨建の預金はひとつの合成的資産と考えることができる。しかし、他の通貨建預金（国内、ユーロを問わない）は、金利差及び為替リスクの存在のため、異なる資産とみなされる。よってこの状況は Girton and Henderson (1976) その他による為替相場に対するポートフォリオ・アプローチの守備範囲であり、同アプローチにより総預金（総貨幣供給量）の変化が為替相場や国内債券利率に及ぼす効果を分析できる。例えば、選好が国内円預金からユーロ円預金へシフトしたことによる総貨幣供給量の拡大は国内債券利率を下落させ、自国通貨を減価させる。このように、ユーロ・カレンシーと為替相場は確かに密接に結び付いている。しかし、前半の分析と後半の分析は、理論的見地から二分可能である。よって、前半部分の貨幣供給の分析を厳密に行ったのち、それを後半部分のモデルに組み合わせることができる。よって、第1ステップとしてまず信用拡大効果を分析することは重要である。付論において、外国債券と外国為替相場を考慮にいたしたモデルを示す。

### 3 信用乗数モデルの概観

この節ではユーロ・カレンシー信用乗数モデルのサーベイを行う。

#### 固定係数アプローチモデル

このアプローチは、国内信用乗数アプローチの単純な適用である。ユーロ銀行の準備率を  $r^E$ 、本源的預金を  $A$ 、ユーロ市場から他の市場への漏出率を  $q$ 、最終的なユーロ預金を  $E^D$  とする。

$$E^D = A + (1 - r^E)(1 - q)A + (1 - r^E)(1 - q)^2 A + \dots = A / [1 - (1 - r^E)(1 - q)] \quad (3.1)$$

この式は、本源的預金の流入があれば、その量の信用乗数倍のユーロ預金が創出されることを示す。

このアプローチの問題点は、一度漏出した資金の還流などのユーロ市場と国内市場とのフィードバック関係等は全く説明できないという点が指摘されよう。すなわち、国内市場との相互作用を考慮にいたれたモデルを考える必要があるのである。

#### 固定係数アプローチモデル（統合市場型）

このモデルの特長は、上のモデルの欠点である各市場相互の関連を考慮できるようにするために、モデルを統合的に考えている点である。Niehans (1984) によるモデルを次に示す。

$$M \equiv D + E \quad (3.2)$$

$$D = (1 - e) \cdot M + \mu \quad (3.3)$$

$$E = e \cdot M + \epsilon \quad (3.4)$$

$$R^E = r^E \cdot E \quad (3.5)$$

$$R^D = r^D \cdot (D + R^E) \quad (3.6)$$

ここで、Mは総貨幣供給、Dは国内預金、Eはユーロ預金、eはユーロ預金を選好する係数、 $r^E$ はユーロ銀行の準備率、 $r^D$ は国内銀行の連邦準備制度への準備、 $\mu$ 、 $\epsilon$ はシフト・パラメーター、 $R^E$ はユーロ銀行の国内銀行への準備、 $R^D$ は国内銀行の連邦準備制度への準備（マネタリー・ベース）である。

ワルラス法則より(3.3)を落とす。国内預金からユーロ預金へのシフト $d\epsilon = -d\mu$ と、マネタリー・ベース $dR^D$ を外生として、(3.2)~(3.6)を全微分して整理すると次式が導出される。

$$[(1-e)/r^D] \cdot dR^D + [(1-e)(1-r^E) - 1] \cdot d\epsilon = [1 - (1-r^E) \cdot e] \cdot dD \quad (3.7)$$

$$(e/r^D) \cdot dR^D + d\epsilon = [1 + (1-r^E) \cdot e] \cdot dE \quad (3.8)$$

$$(1/r^D) \cdot dR^D + (1-r^E) \cdot d\epsilon = [1 - (1-r^E) \cdot e] \cdot dM \quad (3.9)$$

よって、このアプローチから示されることは次の通りである。すなわち、国内預金からユーロ預金への預金の外生的シフトは総貨幣量、ユーロ預金を増大させ、国内預金を減少させる。マネタリー・ベースの増大は総貨幣量、ユーロ預

金，国内預金全てを増大させる。

このアプローチの問題点は以下の3点が挙げられよう。第1に，マネタリー・ベースの増大により，機械的に国内ドル預金やユーロ預金が増大するとは限らない。追加的な貨幣の増大が公衆に喜んで保有される保証はない。第2に，ユーロ預金の準備率は法定準備ではないので，何等かの最適化行動によって決定されるであろうことは既に指摘した通りである。準備については，在庫理論により，ユーロ預金の増大に対する準備の増大の弾力性が1より小さいと考えられる。換言すれば，ユーロ預金増大に対する準備率の弾力性の絶対値が1より小さい。第3に，ユーロ預金準備率の決定に当たっては，準備を保有することの機会費用である債券利率が考慮されるべきである。すなわち，総貨幣供給は債券利率の影響を受けるはずであるが，このアプローチではもちろんそのような考慮はされていない。

利率の導入は，ユーロ預金信用創造の分析に際し非常に重要であるが，次に示すモデルでは債券利率が導入されたのではなく，ユーロ預金自体の預金金利が導入されている。

#### ポートフォリオ・アプローチモデル

ここではJohnston(1981)によるモデルを紹介する。所与の富や所得水準のもとで，ユーロ銀行によって創出された追加的な預金を公衆が喜んで保有するためには，他の資産に比してユーロ預金が魅力的でなければならない。ユーロ銀行も，国内銀行に準備として資金を置いておいてもそこで高い利息が付くのであれば，わざわざ資金を貸し出しに回すことはないであろう。よって，ユーロ預金信用創造を考えるに当たり，各資産の利率を考慮する必要がある。例えば，ユーロ市場への資金の移動はそこでの利率を下落させる傾向を持ち，他の場所の利率を上昇させ，ユーロ・カレンシー預金の限界的な保有者にユーロ市場から資金をシフトさせ，初期の流入を部分的に相殺する。

図1を用いて簡単に説明する。x軸はユーロ・カレンシー市場の預金量，y軸はそこでの金利を示している。金利 $i_0$ のもとで，新しい預金のユーロ・カレンシー市場への初期の流入は，預金供給曲線を $E_0$ から $E_1$ へシフトさせ，均衡ユーロ・カレンシー金利を $i_1$ に下落させ，市場の均衡規模はAからBに拡大する。乗数は $AB/AC$ となり，これは明らかに1より小さい。初期の預金の流入

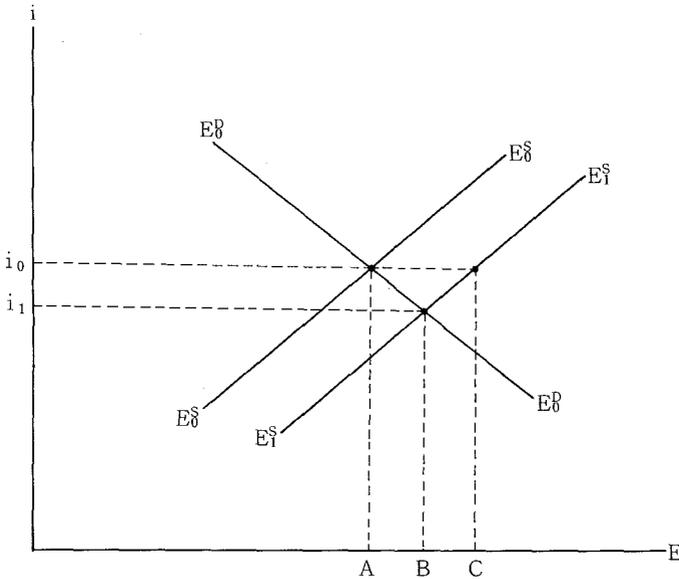


図 1

の一部 BC はユーロ・カレンシー金利の誘発的下落により市場から失われて行く。これは、ポートフォリオ・アプローチにみられる相殺効果である。

既述の 2 つのモデルと大きく異なる点は、このモデルがユーロ預金の供給面のみを示すのではなく、需要面をも示しているという点である。

このアプローチの問題点はいくつか存在する。第 1 に、金融自由化の進展は、ユーロ預金と国内預金をほとんど完全代替的にするであろう。そのような状況においては国内預金利率と異なるユーロ預金利率が存在し得るかどうかが疑問である（取引費用の関連で、一定幅を保ち連動することは有り得る）。よって、ユーロ市場の分析に対する利率の導入は、一般化としてのユーロ預金と国内預金間金利の乖離を導入することは許されるが、このような方法での利率の導入は問題の本質から外れている。第 2 に、このモデルは部分均衡分析であるため、総貨幣量、その他全体的な議論、例えば中央銀行のマネタリー・ベースの増大がユーロ市場や他の市場に及ぼす効果の分析などは不可能である。第 3 に信用乗数とはユーロ預金供給関数の右シフト幅が問題なのであり、貨幣需給均衡を満足させる最終的なユーロ預金の増大と混同すべきではない。

#### 4 統合市場ポートフォリオ・アプローチ

この節では第3節の各モデルが注目した要点、すなわち信用拡大とポートフォリオの決定を考慮しつつ、欠陥を改善したモデルを示す。公衆保有金融資産は国内預金、ユーロ預金、債券の3種類である。国内預金とユーロ預金は総貨幣供給を形成する。両預金間の保有の選択は、習慣的な比率 $e$ によって決まり、安定的とする。ユーロ銀行の準備率はユーロ預金の規模に関して正、準備の機会費用である債券利子率に関して負の関数である。総貨幣需要は債券利子率の関数である。貨幣当局は公開市場操作を行う。

$$M \equiv D + E \quad \text{総貨幣量の定義式} \quad (4.1)$$

$$E = e \cdot M + \epsilon \quad \text{ユーロ預金市場需給均衡式} \quad (4.2)$$

$$W \equiv M + B \quad \text{金融資産の定義式} \quad (4.3)$$

$$R^E = r^E \cdot \overset{(-)}{E}, \overset{(-)}{i}, \overset{(-)}{s} \cdot E, \quad -1 < (\partial r^E / \partial E) \cdot (E / r^E) < 0 \quad \text{ユーロ銀行の準備決定式} \quad (4.4)$$

$$R^D = r^D \cdot (D + R^E) \quad \text{国内銀行の必要準備} \quad (4.5)$$

$$M = m \overset{(-)}{(i, W)} \quad \text{貨幣需要関数} \quad (4.6)$$

ここで、 $B$ は債券ストックであり、公開市場操作によってのみ変化し得る。公開市場操作は $\Delta B + \Delta R^D = 0$ で示される。 $i$ は債券利子率、 $r^E$ はユーロ銀行の(可変)準備率である。 $s$ はユーロ市場の効率性を示すパラメーターであり、それが大きいほど効率性が高いことを示す。 $e, \epsilon, B, s, R^D, r^D$ は外生変数であり、その他は内生変数である。

(4.4)の偏微係数の符号に関する説明は以下の通りである。すなわち、ユーロ銀行の準備率は、法的に決められているわけではない。よってユーロ銀行が自らの準備率を決定するわけである。ユーロ銀行は、ユーロ預金 $E$ の規模が拡大するにつれて引出し率が安定化していくであろうから、支払い準備率を減らすことが可能である。つまり $\partial r^E / \partial E < 0$ となる。ただし、ユーロ預金の増大に際し、準備率は低下しても、準備自体は増大しなければならない。よって $(\partial r^E / \partial E) \cdot (E / r^E) > -1$ が成立する。さらに債券利子率 $i$ の上昇はユーロ銀行の機会費用を増大させるため、準備は圧縮されるであろう。またユーロ市場の効率性が高くなればやはり準備は圧縮されるであろう。よって $i, s$ に関する

準備率の偏微分は負となる。

(4.5) を全微分し、(4.1)、(4.2)、(4.4) を用いて整理すると、次の式が導かれる。

$$\begin{aligned} & [(1-e)^{(+)} (r^E + E \cdot r_E^E) \cdot e] \cdot dM + E \cdot r^E \cdot di^{(-)} \\ = & [1 - (r^E + E \cdot R_E^E)] \cdot d\epsilon - E \cdot r_E^E \cdot ds + (1/r^D) \cdot dR^D \end{aligned} \quad (4.7)$$

下付き文字はその変数による偏微分を示している。ここで、

$$r^E + E \cdot r_E^E = r^E \cdot [1 + (E/r^E) \cdot r_E^E] < r^E$$

である。(4.7) は、債券利率と総貨幣供給量の組合せを表している。すなわち、総貨幣供給量はもはや債券利率と独立ではない。この式は図2の M<sup>S</sup> 曲線を示す。この傾きは正である。なぜなら、債券利率の上昇はユーロ銀行による準備の圧縮を通じてユーロ信用創造を拡大させ、総貨幣供給量を増大させるからである。

貨幣需要関数の導出は容易である。(4.3) と (4.6) を全微分することにより次式が導かれる。

$$(m_w - 1)^{(-)} \cdot dM + m_i^{(-)} \cdot di = -m_w \cdot dR^D \quad (4.8)$$

この式は貨幣需要が債券利率の負の関数であることを示している。これは図2の M<sup>D</sup> 曲線である。

図2のもう1つの側面は、債券利率とユーロ預金に注目し、ユーロ預金供給曲線とユーロ預金需要曲線によっても示され得る。同様の手続きによって次の二式が導出される。

$$\begin{aligned} & [(1-e)/e + (r^E + E \cdot r_E^E)] \cdot dE + E \cdot r^E \cdot di^{(-)} \\ = & (1/e) \cdot d\epsilon - E \cdot r_E^E \cdot ds + (1/r^D) \cdot dR^D \end{aligned} \quad (4.9)$$

$$(m_w - 1)^{(-)} \cdot dE + e \cdot m_i^{(-)} \cdot di = (m_w - 1) \cdot d\epsilon + e \cdot m_w \cdot dR^D \quad (4.10)$$

(4.9) はユーロ預金供給曲線、(4.10) はユーロ預金需要曲線である。これら

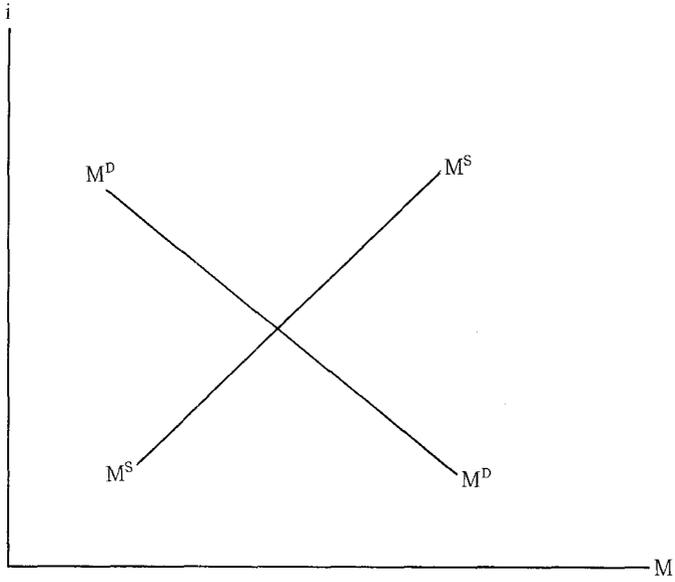


図 2

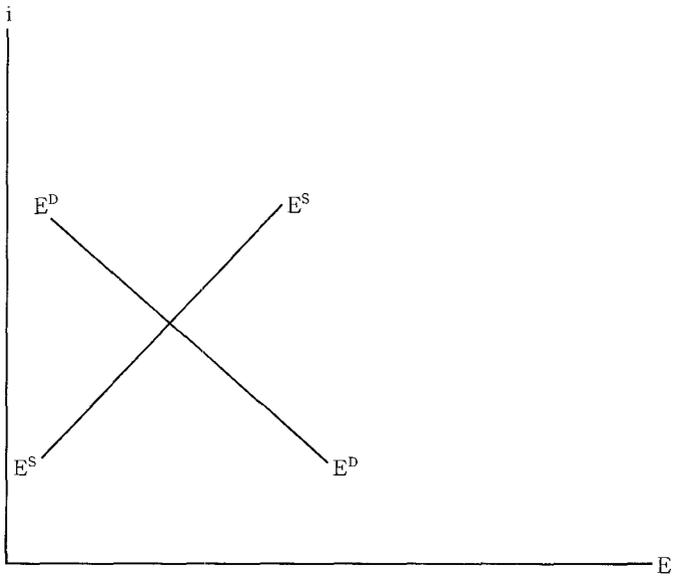


図 3

は図3にそれぞれ $E^S$ 曲線、 $E^D$ 曲線として示されている。次にこれらの2図を用いて比較静学を行う。

#### 国内預金からユーロ預金への選好のシフト

なんらかの事件が発生したことにより国内預金からユーロ預金への選好のシフトが生じたとしよう。(4.7)より、シフトパラメーター $\varepsilon$ の外生的な上昇は、総貨幣供給曲線 $M^S$ を右にシフトさせる。この状況の直観的な説明は、ユーロ預金の準備は国内預金であり、その国内預金のさらに一定割合が法定準備となるので、国内預金からのユーロ預金へのシフトは法定準備の節約になるということである。よって総貨幣供給量は増大するか、債券利利率が低下することが必要になる。動学的には、初期のユーロ預金への移動によりユーロ銀行の貸出が拡大し、ユーロ銀行保有の国内銀行預金 $R^E$ が初期の移動で余裕の生じた法定準備を再び一杯にするまで融資を拡大していく、ということである。

債券利利率を一定に保ったとき( $di=0$ )の限界乗数は(4.7)より次式で示される。

$$\frac{dM}{d\varepsilon} = \frac{-1}{[1/(r^E + E \cdot r_E^E - 1)] + e} > 0 \quad (4.11)$$

この式は $M^S$ 曲線の横シフト幅を示している。貨幣市場の均衡は、貨幣需要関数との交点で決まるので、最終的にはこの乗数よりも少なく貨幣量が決まり、同時に債券利利率が下落する。よって、第3節で示したJohnston(1981)モデルは、供給関数のシフト幅と貨幣市場需給均衡から決定される最終的な貨幣量を混同していると言えよう。

同じ内容は図3でも示されている。この状況は $E^S$ 曲線、 $E^D$ 曲線の右シフトで示される。すなわちユーロ預金は増大する。ただし、この図からは債券利利率の変化の方向を直観的に知ることはできない。

#### ユーロ市場効率性の増大

ユーロ市場の効率性を示すパラメーター $s$ の上昇は図2の $M^S$ 曲線を右にシフトさせる。よって均衡総貨幣量は増大し、債券利利率も下落する。

もし、年々ユーロ市場の効率性が高まって行くとするならば、 $s$ は時間の増

加関数となる。すると、他が同じならば、将来において、金融システムの自由化、効率化が進展するにつれて、自然と金融が緩和していくということになる。

## 5 おわりに

ユーロ・カレンシー市場の存在は、債券利子率と総貨幣供給の間に正の関係を生じさせる。ユーロ・カレンシーへの預金のシフトやユーロ・カレンシー市場の効率性の増大は、総貨幣供給を拡大し、その結果、債券利子率は下落する。

ユーロ預金の貨幣性が認められ、さらに満期転換機能が存在することが認められるならば、金融の自由化に伴う総貨幣供給の拡大はインフレ的な影響を十分に持ち得るだろう。特に、ユーロ預金と国内預金間の選好のシフトは、例えば規制の撤廃、国際的な大事件等によって外生的に生じ、金融システムは調整過程にはいる。このような事件がしばしば発生し、常に経済が調整過程にあるときは、金融当局による総貨幣供給量のコントロールは全く不確かなものとなる。一般的にユーロ・カレンシー市場の拡大によるインフレ的効果はないといわれているが、このような意見はいくらか楽観主義のように思える。そのように言うことのできるの、現時点では金融自由化が進んでいないからである。他方ユーロ・ボンドは基本的には国内債券の類似物であり、その増大の金融面の効果は、債券ストックの増大として分析できるのではないかと思われる。ユーロ・カレンシーは、債券ではなく貨幣であるため、その効果は債券よりも広範囲に及ぶ。それは、単に債券利子率や為替相場に影響するだけでなく、消費などのマクロ変数にも影響し得るであろう。

## 註

倒産のリスクについては、例えばA銀行東京支店の円預金と同じA銀行のロンドン支店のユーロ円預金については同一である。よって倒産リスクによってユーロ預金と国内預金の金利差の説明をすることは無意味であろう。金融の自由化の進展により、A銀行東京支店の円預金とA銀行ロンドン支店のユーロ円預金は（特に非居住者にとっては）無差別な完全代替資産である、といった状況は実現し得る。このような同一と見なし得る2つの資産に独立した利子率の存在を仮定することを中心的な仮定とするアプローチは、問題の本質から外れていると言えよう。

## 付論 外国通貨建資産と為替相場の導入

第4節のモデルに外国通貨建資産と為替相場を導入する。モデルは次の体系で示される。

$$W = M + B + \pi \cdot F \quad (A1)$$

$$M = m[i, i^* + \theta(\pi), W], \quad m_1 < 0, \quad m_2 < 0, \quad m_3 > 0 \quad (A2)$$

$$B = b[i, i^* + \theta(\pi), W], \quad b_1 > 0, \quad b_2 < 0, \quad b_3 > 0 \quad (A3)$$

$$\partial \theta / \partial \pi < 0$$

$$M = D + E \quad (A4)$$

$$E = e \cdot M + \epsilon \quad (A5)$$

$$R^E = r^E(E, i, i^* + \theta(\pi), s) \cdot E \quad (A6)$$

$$R^D = r^D \cdot (D + R^E) \quad (A7)$$

ここで、 $F$ は(居住者保有)外貨建外国債券、 $i^*$ は外国資産利子率、 $\pi$ は邦貨建為替相場である。 $\theta(\pi)$ は為替相場期待上昇率であり、回帰の期待を仮定する。すなわち、為替相場水準が高いときには期待上昇率が低下するということである。(A4)~(A7)を全微分して整理することにより総貨幣供給曲線が導かれる。さらに(A1)と(A2)を用いることにより貨幣市場均衡線が導かれる。 $x$ 軸に為替相場をとり、 $y$ 軸に自国債券利子率をとると、この曲線は正の傾きを持つ。他方、(A1)と(A3)より債券市場均衡線が導かれる。この曲線は負の傾きを持つ。比較静学的結果を簡単に示すと、例えば選好の国内預金からユーロ預金へのシフトは総国内貨幣供給を増大させる。これは貨幣市場均衡線の右シフトである。均衡点は右下に移動する。すなわち自国通貨は減価し、債券利子率は下落する。このように、本文でのモデルは簡単に為替相場や異種通貨建資産を含めるように拡張することができ、よって単純化のため、ユーロ・カレンシーの分析を、為替相場に対するポートフォリオアプローチと独立に扱う方が、ユーロ・カレンシー構造そのものの理解には有益であると思われる。

## 参考文献

滝沢健三『国際金融 通説への批判』, 東洋経済新報社, 1984年

Callier, P. "Eurobanks and Liquidity Creation: A Broader Perspective".  
*Weltwirtschaftliches Archiv*. 119(2) 1983.

Dufey, G. and Giddy, H. *The International Money Market*. Prentice-Hall, Inc. 1978 (邦訳あり)

- Girton, L. and Henderson, D. W. "Financial Capital Movements and Central Bank Behavior in a Two-Country, Short-Run Portfolio Balance Model." *J.M.E.* no. 2. 1976.
- Johnston, R. B. "Theories of the Growth of the Euro-Currency Market: A Review of the Euro-Currency Deposit Multiplier". *BIS Economic Papers*. No.4. May 1981
- McKinnon, R. I. *Money In International Exchange*. Oxford University press. 1979. (邦訳あり)
- Niehans, J. *International Monetary Economics*. The Johns Hopkins University Press. 1984 (邦訳あり)
- Niehans, J. and Hewson, J. "The Eurodollar Market and Monetary Theory." *J.M.C.B.* February 1976.

( 筆者の住所：〒228 神奈川県座間市小松原1-1990-1 )  
ゾンネンハイム第一南林間1002