

海外預金とマネーサプライ

—欧米主要国の経験—

はじめに

欧米主要国では、居住者の海外預金保有の自由化が進んでいる。すなわち、米国、ドイツ、英国、オランダでは、早くから居住者の海外預金保有規制は撤廃されていたほか、フランス、イタリア等他のEU諸国についても、EMU（欧州通貨同盟）の実現に向けた資本移動自由化策の一環で、1990年から1994年にかけて海外預金保有規制は自由化されている。こうした中で、実際一部の国では居住者の保有する海外預金がマネーサプライに与える影響が無視できないものとなっている。例えば、ドイツでは、1989年、1993年に国内利子所得への源泉徴収課税が行われたことをきっかけに、多額の預金がロンドン、ルクセンブルク等へ流出した。ブンデスバンクが政策運営上の中間目標としている広義マネーサプライ（ M_3 ）には居住者の海外預金は含まれていないため、こうした海外預金へのシフトによって M_3 に必ずしも国内経済活動の実態を反映しない変動が生ずることとなり、マネーサプライの定義の妥当性が問題となった。また、他のEU諸国でも、EMUに向けた金融面の統合の進展とともに、居住者が有利な資産運用先を求めて資本移動に制約のない域内他国に海外預金を保有することは当然の選択肢になっている。このような状況の中で将来の通貨統合との関連もあって、各国のマネーサプライ統計やEU

全体のマネーサプライ概念の構築において、海外預金をどう取り扱うべきかという問題が注目を集めている。

本稿は、海外預金の自由化がマネーサプライに与える影響に関して、欧米主要国の経験をサーベイしたものである。本稿の内容を予め要約すると以下のとおりである。

1. 居住者の海外預金保有を自由化した欧米諸国において、実際に国内預金から海外預金への大規模なシフトの発生要因となったのは、国内の預金金利規制や準備預金負担に起因する国内預金と海外預金の金利差、および国内利子所得への源泉徴収税であった。現在では、多くの国において、預金金利自由化や預金準備率の引き下げ等によりこれらシフト発生要因の影響は縮小しているため、大幅な資金シフトが発生し続けているわけではないが、居住者（非金融部門<特に断らない限り以下同じ>）保有の海外預金の広義マネー指標に対する比率は、ドイツで17%程度、その他の国でも概ね5～10%弱の水準に達している。
2. 海外預金のマネーサプライ統計上の扱いについて考えると、狭義マネーサプライ指標の場合は、「国内での支払手段」が定義の基

準となるため、決済のネットワークが主に国ごとに構築されている現状では、海外預金は除くことが適当と考えられる。一方、広義マネーサプライ指標については、海外預金を含む定義、含まない定義の両方を合わせて、理論的にはいくつかの可能性があり、先験的に決定することはできない。

3. 欧米主要国の実際のマネーサプライの定義をみても、狭義指標については各国とも海外預金を含まないことで一致している。これに対し、広義指標における海外預金の扱いは、各指標の性格付け（端的に言えば、どの程度広義の指標か）や、それぞれの国における為替管理の現状や市場構造等を反映して、区々となっている。現時点では、米国、ドイツ、イタリアが、何らかの形で海外預金を含むマネーサプライ指標を作成・公表している。
4. こうした中で、EU諸国では将来の通貨統合を展望して、各国のマネーサプライ概念の調和を図る作業が進められているが、現時点でこうした「調和概念」として採用されているマネーサプライの定義は、「居住者が国内銀行に保有する国内通貨・外貨建て預金」を基準とするもので、海外預金を含むマネーサプライ指標は補助的な役割を担うものとされている。これは、実証分析でみて、海外預金を含むマネーサプライ指標

の方がパフォーマンスが良いとの結果が、現時点では必ずしも得られていないこともあるが、海外預金に関するデータ収集上の困難も影響している。

1. 欧米主要国における海外預金の増加とその背景

(1) 欧米主要国における海外預金保有規制の自由化

欧米主要国における居住者の海外預金保有に関する規制をみると、まず米国については、1969年6月にFRBが、米銀海外支店が米国内の預金金利上限規制（レギュレーションQ）の適用を免れる目的で米国居住者から預金を受け入れることに対して警告を発した経緯がある（注1）。しかし、1974年にこの規制が解除された後は、対外資本取引に対する規制は行われておらず、居住者は自由に海外預金を保有することができるようになっている（注2）。

EU（注3）主要国についてみると、ドイツでは、1970年代前半に外貨の流入を抑制するため、数次にわたり資本流入規制を行った歴史がある（注4）ものの、居住者の対外資本移動については1961年に「対外経済法」が制定されて以来、制約はないため、海外預金も自由に保有できるようになっている。また、英国は1979年にすべての為替管理を撤廃している。さらに、オランダについても、1980年から居住者は海外預金を保有できるようになっている（ただし、対外決済用の勘定のみ）。一方、その他のEU諸国につ

（注1） Prochonow (ed.) [1972] p227参照。

（注2） Frydl [1981] p3参照。

（注3） 厳密には「EU」という用語は1993年11月のマーストリヒト条約の発効以降、従来のECという用語に代わって用いられることになった用語であるが、本稿では特に時期にこだわらず、便宜上EUという用語を用いる。

（注4） 具体的な規制の内容については、内田・露口 [1986] p92等を参照。

いてみると、イタリアは1988年10月に新外為法を施行し、対外取引を原則自由としたものの、この段階では居住者の海外預金保有については依然規制されていた。フランスについても1980年代以降徐々に為替管理の緩和が行われてきたとはいえ、1980年代を通じて居住者の海外預金保有規制は維持された。しかし、主に1990年代入り後は、EMUの実現に向けた資本移動自由化策の一環としてEU域内諸国で順次為替管理の撤廃が実施された。すなわち、1988年6月の資本移動第4次自由化指令以降1990年7月のEMUの第1段階のスタートまでの間に、デンマーク（1988年10月）、フランス（1990年1月）、ベルギー・ルクセンブルク（1990年3月）、イタリア（1990年4月）が残存する為替管理を撤廃した。さらに、スペイン（1992年2月）、ポルトガル（1992年12月）、アイルランド（1992年12月）が1992年末までに、最後にギリシャが1994年5月に為替管理の撤廃を行った（注5）。

したがって、現在では米国、EU諸国の居住者は自由に海外預金を保有することができる（注6）。ちなみに、欧米主要国（米国、ドイツ、フランス、英国、イタリア）における居住者保有の海外預金残高（1995年6月末）の広義マネー指標に対する比率をみると（図表1）、ドイツが17%程度にも達しているほか、その他の国でも概ね5~10%弱の水準となっている。以下では、こうした海外預金保有の自由化のもとで、欧米主

（図表1） 居住者非金融部門所有の海外預金残高（1995年6月末）

（単位 10億ドル、%）

	海外預金			広義マネー サプライ (b)	(a)/(b) (%)
	(a)	自国通貨建て	外貨建て		
米 国	289	231	58	4,365	6.6
ド イ ツ	232	196	36	1,357	17.1
フ ラ ンス	51	20	31	1,087	4.7
英 国	85	13	72	1,078	7.9
イ タ リ ア	49	13	36	637	7.7
（参考）日本	28	19	9	6,411	0.4

- （注）1. （広義マネーサプライ）日本：M2+CD、米国：M3から居住者ユーロダラーを除いたもの、ドイツ：M3、フランス：M3 英国：M3H、イタリア：M2
2. 海外預金はBISユーロ統計の報告地域内で保有されているものに限る。したがって、報告地域内居住者が報告地域外に保有している海外預金は含まれていない。なお、報告地域は以下の24の国および地域。米国、日本、ドイツ、フランス、カナダ、英国、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、オーストリア、デンマーク、フィンランド、アイルランド、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、スイス、バハマ、バーレーン、ケイマン諸島、香港、オランダアンチルス諸島、シンガポール。詳細はBISユーロ統計に関する手引書である、BIS [1995]を参照。

（資料）BIS INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS (BISユーロ統計)、各国資料

要国において、海外預金の増加、特に居住者国内通貨建て海外預金の拡大が、実際にどのような要因によって生じたかを振り返る。結論を先取りして言えば、海外への預金シフトを発生させる主な要因としては、①国内の預金金利規制等による金利差、②準備預金負担による金利差、

（注5）以上のEU諸国の為替管理についての記述は、短期資本移動および預金取引に関するものであり、内外での起債、直接投資等に関しては、依然規制の存在する国もある点については留意の要。なお、各国の為替管理の詳細についてはIMFが毎年出版しているExchange Arrangements and Exchange Restrictionsを参照。

（注6）なお、前述のとおり、オランダについては居住者の海外預金の保有は、対外決済用の勘定に限られているものの、それ以外の国では資産運用目的の海外預金の保有についても自由である。

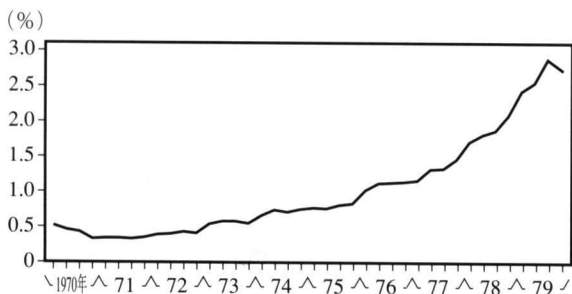
③利子所得に対する源泉徴収課税、の3つが挙げられる。

(2) 米国における居住者ユーロドル預金の拡大

A. 1970年代

米国における居住者ユーロドル預金の拡大は、1970年代半ば以降始まった。当時の状況をアメリカのマネーサプライ統計でみると(注7)、1974年末に80億ドル程度であった居住者ユーロドル預金は、1970年代末には500億ドル程度にまで拡大した。これを広義マネーサプライ(M₃)との対比でも(図表2)、同期間に

(図表2) 居住者ユーロドル預金(対M₃)の推移(1970年代)



(注) 1. 居住者ユーロドルは米国マネーサプライ統計のベース。

2. 米国M₃には居住者ユーロドル預金が含まれるが、原則として海外預金を含まないベースの広義マネー指標に対する比率を示している他国との平仄を合わせるため、居住者ユーロドル預金のM₃比率を求めるに際しては、M₃から居住者ユーロドル預金を控除(後掲図表12参照)。

(資料) BIS DATA BANK

0.8%から3%程度に上昇している。こうした居住者ユーロドル預金の拡大は、1974年1月に米銀海外支店の居住者からの預金取り入れ規制が解除されたことを契機として起こり、1970年代後半の歴史的な高金利に支えられる形で続いた。

すなわち、米銀海外支店等ユーロ銀行部門が受け入れるドル建て預金には、国内銀行部門の預金に比べ、①米国内で課されている預金金利上限規制(レギュレーションQ)の対象外である、②準備預金が課されないため米国内の準備預金対象資産よりもコスト面で有利であり、その分高い金利を提示できる、という有利性が元々存在するが、これらの有利性は金利水準が高くなればなるほど大きくなる(注8)ため、これが1970年代後半の高金利局面での居住者ユーロドル預金の拡大に寄与したものと考えられる。

これらの点についてやや具体的にみると、1970年代の定期・貯蓄預金の金利上限は、市場金利が上昇した時期にあっても引き上げられることはなく、ほとんど不変であった。たとえば、10万ドル未満、満期90日から1年未満の定期預金の金利上限は1973年以降1970年代末まで、5.5%という低い水準で推移した。このため、1970年代後半の高金利期には、ユーロドル金利との金利差はユーロドル金利の上昇幅と同幅で拡大した(図表3-1)。

(注7) 1970年代前半については、BISユーロ統計が利用可能でないため、ここでのデータは米国のマネーサプライ統計における居住者ユーロドルを用いた。この統計の範囲は、米銀海外支店およびカナダ、英国における米国(非金融)居住者保有のユーロドル預金であり(詳細は後述)、BISユーロ統計における居住者ユーロドル預金よりもその範囲が狭いことには留意が必要であろう。

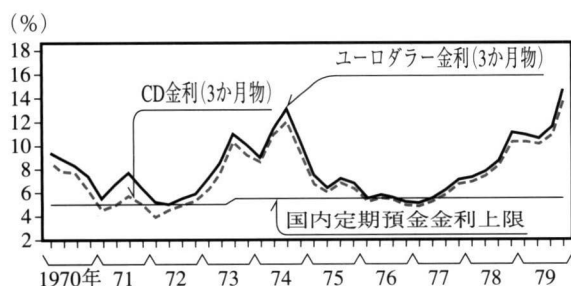
(注8) 準備預金のコストは準備預金比率だけでなく、無利子で準備預金を積むことに伴う機会費用である金利水準にも影響される。

この間、満期3か月未満の10万ドル以上の大口定期預金については、1970年6月以降すでにレギュレーションQによる金利限度は停止されていた(注9)が、国内のCD金利(3か月物)とユーロダラー金利(3か月物)を比較しても(図表3-1、3-2)、準備預金負担の差等から1974年や1978年から1979年にかけての高金利期にはやはり金利差が拡大しており、居住者にとってユーロダラー預金の有利性が增大している(図表3-3、3-4)。

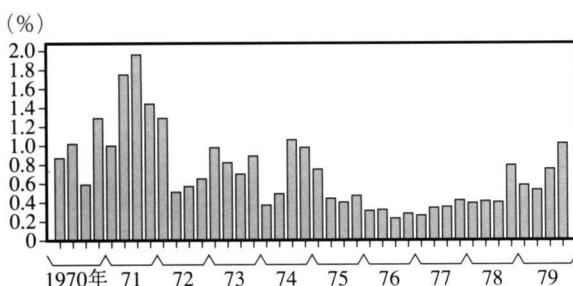
B. 1980年代

1980年代以降の居住者ユーロダラー預金の推

(図表3-1) ユーロダラー金利と国内CD金利(1970年代)

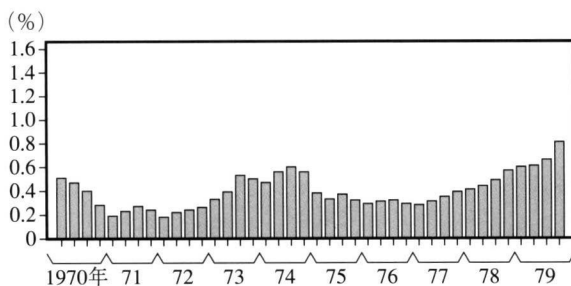


(図表3-2) ユーロダラー金利と国内CD金利差(1970年代)

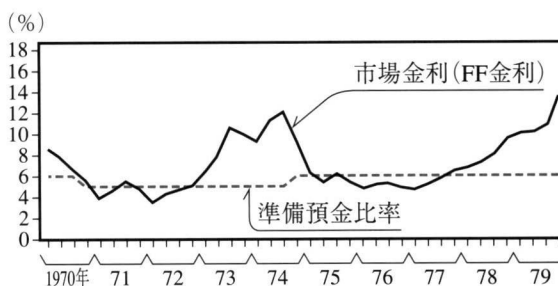


移(BISユーロ統計ベース)をみると、1980年代前半までは高金利も手伝って増加を続け、1984年初めにはM₃対比6%程度に達した(後掲図表4)。もっとも、その後は、足元まで若干の振れは伴いつつも、居住者ユーロダラー預金の拡大には飽和感が窺われる。こうした動きについては、①1980年代半ば以降、総じてみればそれ以前に比べ大きく金利水準が低下したこと、②1983年10月に定期預金金利が完全自由化され、さらに1986年には要求払預金の付利禁止を

(図表3-3) 準備預金負担(市場金利×準備預金比率、1970年代)



(図表3-4) 準備預金預金比率と市場金利(1970年代)

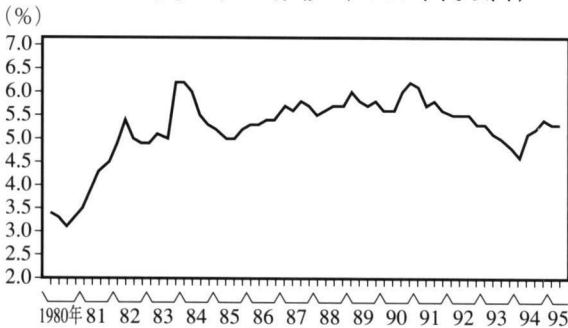


- (注) 1. 国内定期預金金利上限は1973年第2四半期までは10万ドル未満、満期30日～1年に係るものを使用。1973年第3四半期以降は10万ドル未満、満期90日～1年に係るものを使用。
2. 準備預金比率については、5百万ドル以上、満期30日～170日の定期性預金に係るもの。

(資料) BIS DATA BANK、Federal Reserve Bulletin

(注9) その後、1973年5月には10万ドル以上の大口定期預金については、すべての金利限度規制が解除。

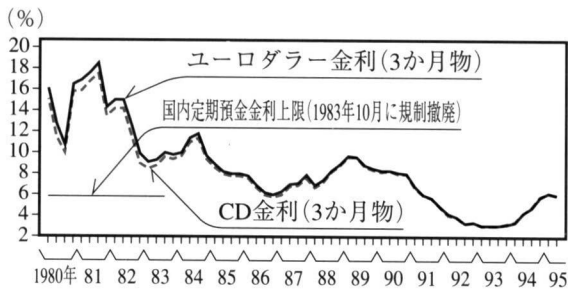
(図表4) 居住者ユーロダラー預金 (対M₃) の推移 (1980年代以降)



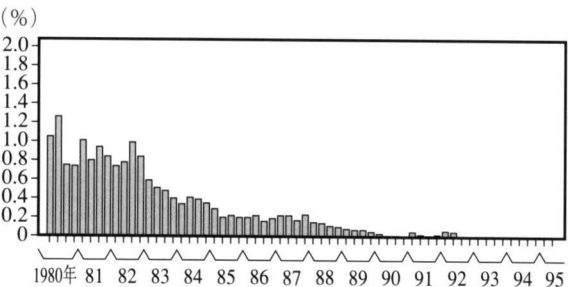
(注) 1. 居住者ユーロダラーはBISユーロ統計のベース。
2. 米国M₃には居住者ユーロダラー預金が含まれるが、他国との平仄を合わせるため居住者ユーロダラー預金のM₃比率を求めるに際しては、M₃から居住者ユーロダラー預金を控除(図表12参照)。

(資料) BIS DATA BANK、BIS INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS

(図表5-1) ユーロダラー金利と国内CD金利 (1980年代以降)

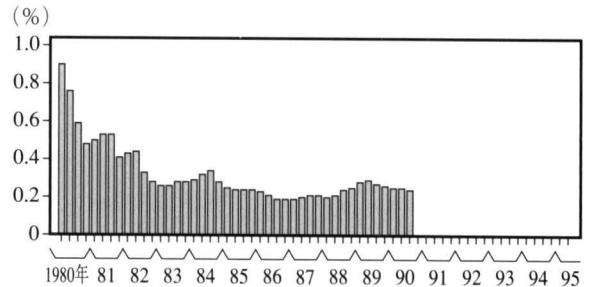


(図表5-2) ユーロダラー金利と国内CD金利差 (1980年代以降)

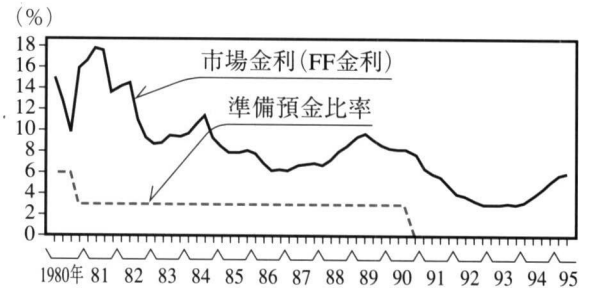


除くすべての金利規制が撤廃されたこと、③準備預金比率が引き下げられたこと(注10)等により、それまでの居住者ユーロダラー預金の拡大を支えていた国内金融資産との金利差が縮小したため、との解釈が可能であろう(図表5-1~5-4)。

(図表5-3) 準備預金負担(市場金利×準備預金比率、1980年代以降)



(図表5-4) 準備預金比率と市場金利 (1980年代以降)



(注) 1. 国内定期預金金利上限は10万ドル未満、満期90日~1年に係るものを使用。

2. ここで採用した準備預金比率は、以下のとおり。
1980年第1~3四半期：定期性預金のうち500万ドル超、満期30~170日のものに対する準備率。
1980年第4四半期~82年第3四半期：定期性預金(個人分を除く)のうち、満期4年末満のものに対する準備率。
1982年第4四半期~83年第3四半期：定期性預金(個人分を除く)のうち、満期3.5年末満のものに対する準備率。
1983年第4四半期以降：定期性預金(個人分を除く)のうち、満期1.5年末満のものに対する準備率。

(資料) BIS DATA BANK、Federal Reserve Bulletin

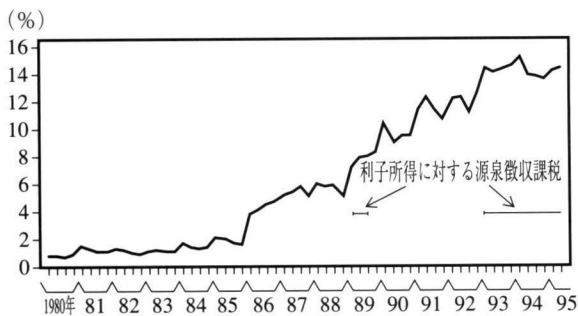
(注10) 特に1990年12月以降は非個人保有の満期1.5年末満の定期性預金に係る準備預金比率がゼロ%となったことで、すべての定期性預金の準備預金比率がゼロ%化。

(3) ドイツにおける居住者ユーロマルク預金の拡大

ドイツでは、1961年以降海外預金の保有規制はないため、大企業を中心としたドイツ居住者は、主にロンドンおよびルクセンブルクといった海外市場に預金をシフトさせてきた。これに対し、ブンデスバンクは、1961年以降、居住者の海外預金について独銀の海外支店・現地法人から統計を徴求することにより、実態を把握してきている。特に1980年代後半以降は、国内のマネーサプライ対象金融資産との間で大きなシフトイン・アウトがみられるようになったことを背景に、M₃に海外預金等を加えた「拡張M₃」について同時に注視していくという立場をとっている。

1980年代以降の居住者ユーロマルク預金残高(注11)をみると、1980年末には65億マルク足らずに過ぎなかったのに対し、1995年6月末には、2,710億マルクの水準に達している。また、M₃に対する居住者ユーロマルク預金の比率(図表6)も、同期間に1%程度から14%程度上昇している。

(図表6) 居住者ユーロマルク預金(対M₃)の推移



(資料) BIS DATA BANK, BIS INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS

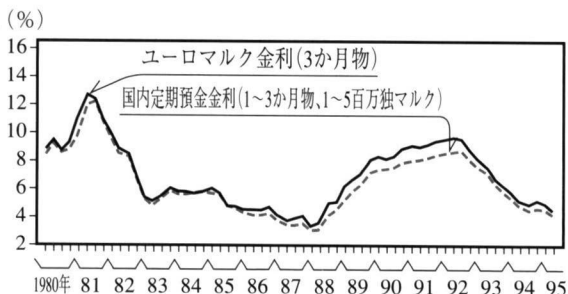
この間のユーロマルク金利と国内定期預金金利(1~5百万マルク、1~3か月物)との金利差の推移をみると(後掲図表7-1、7-2)、①1981年初めに一時的に大幅な金利差が発生しているほか、②1980年代終わりから1990年代初めにかけては、1%程度の金利差が継続的に発生している。同時期の居住者ユーロマルク預金のM₃に対する比率をみると、①の時期に関しては、金利差の拡大が一時的であったこともあってそれ程大きな影響はみられないが、居住者ユーロマルク預金比率が若干高まった(M₃対比1980年第4四半期末0.9%→81年第1四半期末1.5%→第2四半期末1.3%)。一方、②の時期には、趨勢的に居住者ユーロマルク預金の比率が高まっている(図表6)。

こうした金利差は基本的には、①国内での準備預金負担のコストが金利水準の高まりに伴って拡大したこと(後掲図表7-3、7-4)、②ドイツでは1967年に既に金利自由化を達成済みであるものの、銀行間の預金金利競争は必ずしも活発ではないこと、等を反映したものと考えることができる。②に関しては、後掲図表7-1をみても、市場金利上昇時には定期預金金利の上昇ペースが相対的に遅い(金利差は拡大)一方で、市場金利低下時には市場金利と定期預金金利は同程度のペースで低下する(金利差は縮小)といった形がみて取れる。ブンデスバンクはこうした点について明示的なコメントは行っていないが、1981年の独マルク防衛のための大幅な金融引き締め(注12)の中で生じた金利差について「効率的なユーロマーケットレートの反応が敏感であったのに対して、・ ・中略・ ・国内の預

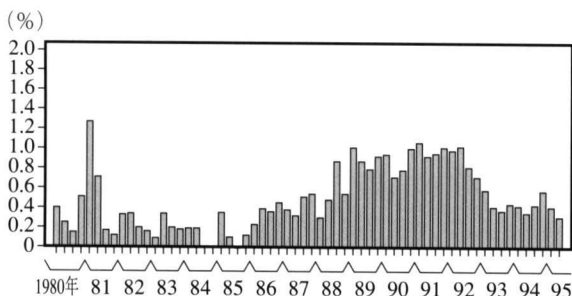
(注11) ドイツ居住者の海外預金の統計としては、ブンデスバンクが拡張M₃のコンポーネントとして独銀の海外支店・現地法人から月次で徴求しているものも存在するが、ここでの記述は基本的にBISユーロ統計に基づいている。

(注12) 具体的には、当時の金利高騰は1981年2月にブンデスバンクが米国の高金利による独マルク相場下落を避けるために、普通ロンバート(9%)を停止し、特別ロンバート(12%)を適用したことによって生じた。

(図表7-1) ユーロマルク金利と国内定期預金金利



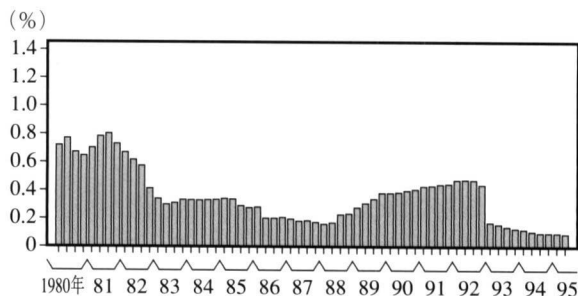
(図表7-2) ユーロマルク金利と国内定期預金金利差



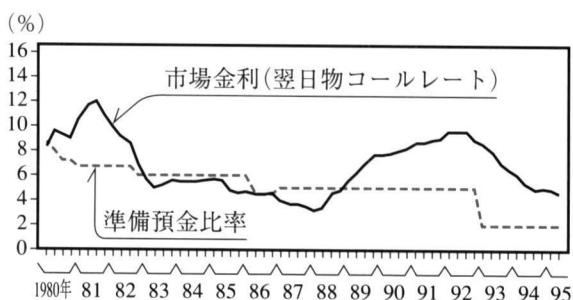
貸金金利の反応はより緩やかであった」(注13)と述べている。

さらに、ドイツでは以上のような要因のほか、1989年の前半、および1992年後半には、国内の税制の変更(利子所得への源泉徴収課税)に伴う国内金融資産からユーロマルク預金へのシフトの動きが広範化した。まず、1989年の前半には、同年1月から課された国内利子所得への源泉徴収課税から逃れるため、ドイツ居住者のユーロマルク預金への資金シフトが活発化し、1988年末に5.1%であったユーロマルク預金比率は、その後源泉徴収課税が解除された1989年6月末までの僅か半年の間に、7.9%まで上昇した。一旦廃止された国内利子所得に対する源泉徴収課税は1993年1月に復活したが、この時は税制変更

(図表7-3) 準備預金負担(市場金利×準備預金比率)



(図表7-4) 準備預金比率と市場金利



(注) 準備預金比率については、定期性債務に係るもの。なお、1986年5月までは10百万独マルク超100百万独マルク以下の部分に対するもの。それ以降はすべての定期性債務に同一の準備率を適用。

(資料) BIS DATA BANK、Bundesbank Monthly Report

が事前に予告されていたこともあり、1992年後半から海外への資産のシフトが始まり、1992年9月末11.2%であったユーロマルク預金比率は1993年3月末には14.4%に達した。 Bundesbankはこうした事態に対し、「準備負担を軽減してユーロ市場への資金流出を抑制するため」(注14)、1993年3月に定期性債務に係る準備率を大きく引き下げた(4.95%→2.0%)。こうした対応に加え、1992年初め以降金利水準が低下局面にあったこともあって、金利差が縮小した結果(図表7-2)、1993年半ば以降、ようやく海外への

(注13) Deutsche Bundesbank [1988] p14参照。

(注14) Deutsche Bundesbank [1994] p13参照。

預金シフトは一段落した。

ブンデスバンクは、上記の資金シフトは税制の変更といった特殊要因が大きく作用したものであり、こうした要因を除けば海外預金と国内の定期預金との関係は依然比較的安定的であると判断している(注15)。また、上述のように準備率を大きく引き下げたことで、「国内預金に準備預金負担が課される結果ユーロ市場において長期間にわたり享受されてきた競合上の利点は、もはや支配的な重要性を持っていないようだ」(注16)とも述べている。こうした判断に基づき、ブンデスバンクは金融政策運営上の中間目標としては、引き続き従来のM₃を最も重要視しているが、同時に、かなりのウエイトを占めるに至った居住者ユーロマルク預金についても、拡張M₃によりその動向を注意深くウォッチするとの立場を採っている(注17)。

(4) フランス、イタリアにおける居住者ユーロ預金の現状

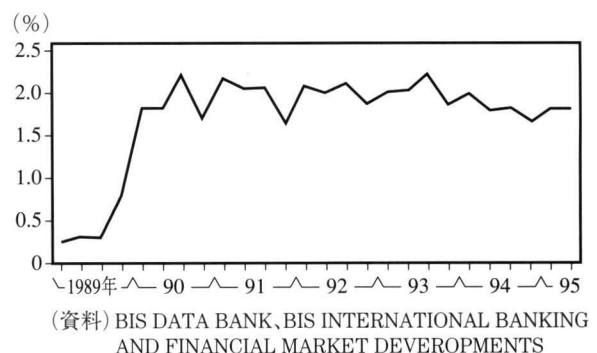
前述のとおりEU諸国は、基本的に1990年7月のEMUの第1段階のスタートと相前後して、資本移動の自由化を達成した。このうち、フランスおよびイタリアについてみると、1990年7月のEMU第1段階スタートに先立って、フランスは同年1月に、イタリアは同年4月に残存為替管理を撤廃している。この結果、両国とも1989年の終わりから1990年前半にかけて、広

義マネーサプライ(フランスはM₃、イタリアはM₂)との比較では依然水準は低いものの、海外への預金の流出を経験した。

A. フランス

フランスでは、1989年9月末に130億フランであった居住者ユーロフラン預金は、為替管理の完全自由化を挟んで1990年6月末には840億フランへと増加した。これを広義マネーサプライ指標(M₃)との対比でも、その比率は0.3%から1.8%に上昇している(図表8)。その後、1990年10月にはフランス銀行はこうした海外への資金シフトを抑制する目的で定期性債務に係る準備率を3%から0.5%に引き下げたほか、1991年12月には金融緩和を企図した準備預金比率の引き下げ(満期1年超2年未満の定期性債務に係る準備率を0.5%から0%に引き下げ)が行われた。こうした措置はユーロフラン預金

(図表8) 居住者ユーロフラン預金(対M₃)の推移



(注15) Deutsche Bundesbank [1995] p67では、税制変更の影響が大きかった時期を除いた期間で計測すれば、国内定期預金と居住者海外預金の間に相関関係が見出されるとしている。

(注16) Deutsche Bundesbank [1995] p71参照。

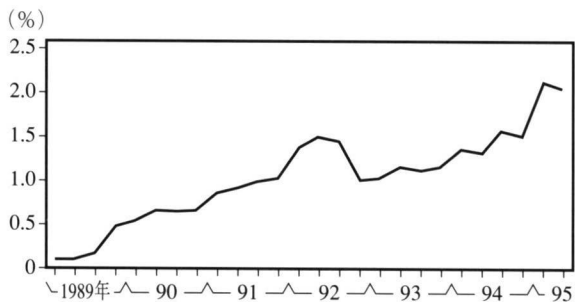
(注17) 例えばDeutsche Bundesbank [1995] は以下のとおり述べている。“... the Bundesbank has so far retained its traditional definitions; however, it simultaneously monitors the “extended money stock M₃”, which includes, inter alia, the Euro-deposits of domestic non-banks.” (p70), “The Bundesbank will continue to closely monitor the growth of domestic non-banks’ Euro-deposits and to take due account thereof in its monetary deliberations.” (p71)

の国内定期預金等に対する有利性を減退させ、ユーロフラン預金比率はその後、大幅な上昇に見舞われることなく、比較的安定的に推移している（対M₃：1995年6月末1.8%）。

B. イタリア

一方、イタリアでは1989年9月末に約1兆リラであった居住者ユーロリラ預金は、1990年6月末には約5兆リラと約5倍となった。広義マネーサプライ（M₂）対比でみると、同期間に0.2%から0.7%に上昇した（図表9）。さらに、1992年9月にはリラに対する売り圧力の増大に対してイタリア銀行が市場金利の大幅な引き上げを図った（注18）ことに伴い、国内預金に対する準備預金負担が増大し、ユーロリラ金利と国内預金金利の金利差が拡大したため（図表10-1、10-2）、居住者ユーロリラ預金比率の上昇が加速した。こうした金利上昇が一段落した後は、1993年2、3月に準備預金比率が引き下げられたこともあり、ユーロリラ預金の急増は抑えられたものの、その後も同比率は足元まで緩

（図表9） 居住者ユーロリラ預金（対M₂）の推移

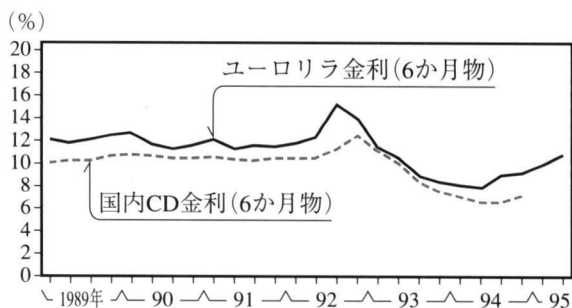


（資料）BIS DATA BANK、BIS INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS

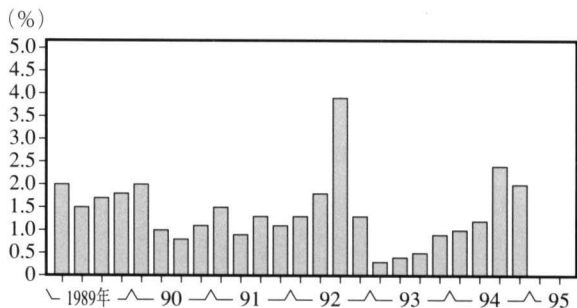
（注18） 当時はフランスのEMU条約批准に対する国民投票（1992年9月20日）を前にした否決懸念の高まり等から欧州各国為替相場が大きく動揺し、リラに対する売り圧力が高まっていた。

やかに上昇している（M₂対比：1995年6月末2.1%）。

（図表10-1） ユーロリラ金利と国内CD金利



（図表10-2） ユーロリラ金利と国内CD金利差



（注） 1995年第1四半期以降の国内CD金利のデータはn.a.。
（資料）BIS DATA BANK

2. 主要国におけるマネーサプライ定義上の海外預金の取り扱い

（1） 海外預金とマネーサプライ概念

居住者による海外預金の保有は、マネーサプライの把握との関係で複雑な問題を提起する。例えば、自国の居住者である企業が自由に海外で預金を保有することができるようになったとすると、企業は短期の余資の運用に当たり、金利差とリスクを考えて世界中でもっとも有利な

運用先を探し、そこに預金を保有することが可能になる(資産運用手段としてのマネーの保有)。また、外貨建てで手形の預け入れや小切手による支払いを行うことが可能な当座預金口座を海外の銀行に保有し、輸出入代金の受け払いに利用することも可能になる(支払手段としてのマネーの保有)。居住者が保有するこれらの預金は、マネーサプライ概念に含められるべきであろうか。また、これとは逆に、自国の銀行に置かれている非居住者の預金(自国通貨建ておよび外貨建て預金)は、その預金者の居住国から考えれば海外預金であるが、これらを自国のマネーサプライに含めるべきかという問題も存在する。

本章では、こうした海外預金とマネーサプライの関係、あるいはマネーサプライ定義上の海外預金の取り扱いの問題を検討した後、欧米主要国における実際のマネーサプライ統計上の海外預金の取り扱いにつき概観する。まず、その際の際の概念整理として、居住者および非居住者が保有する預金を、その預金が置かれている銀行の所在地(国内銀行、海外銀行)、預金の所有者(居住者、非居住者)、通貨表示(国内通貨建て、外貨建て)により図表11のように8つに分類しておくことが便利である。図表11に基づいて改めて定義すると、分類〔2〕、および分類〔6〕が当該国からみた「海外預金」である。これら8つの分類のうち、当然国内のマネーサプライ概念に含まれる分類〔1〕、および基本的には国内の取引とは関係がないと考えられる分類〔8〕に関しては、ほとんど疑問の余地がないとして、残りの6つの分類のどれを国内のマネーサプラ

(図表11) 海外預金とマネーサプライの概念整理

所有者 通貨表示	非金融部門の保有する預金			
	居住者が国内の銀行に保有	居住者が海外の銀行に保有	非居住者が国内の銀行に保有	非居住者が海外の銀行に保有
国内通貨	[1]	[2]	[3]	[4]
外貨	[5]	[6]	[7]	[8]

(資料) GOODHART [1990]

イに含めるべきかは、①どのような性質のマネーを定義するか(「支払手段」か「価値の保蔵手段」か、あるいは「狭義マネーサプライ」か「広義マネーサプライ」か)、②マネーサプライとどのような経済活動との関係を重視するか、等により異なってくるものと考えられるほか、③国際的にみた場合の他国のマネーサプライ統計との整合性、という点も考慮する必要がある。以下では、こうした点を踏まえ、狭義マネーの場合と広義マネーの場合に分けて検討する。

A. 狭義マネーサプライ

まず、M₁のような狭義のマネーサプライ概念については、基本的には「国内での支払手段として用いられること」、あるいは「支払手段に極めて近い金融資産であること」が、定義の基準となると考えられるため、比較的単純に考えることが可能である。

以下、説明を簡単にするため、わが国の場合を例にとって考えると、基本的に外貨建ての預金はそのままでは国内での支払手段としては使用できない(注19)ので、「支払手段」としてのマ

(注19)「要求払い」の外貨建て預金であれば、必要な場合には直ちに引き出し国内通貨に転換して支払いに充てることができるので、事実上「支払手段」と見做し得るとの考え方も存在する。しかし、こうした外貨から国内通貨への転換は、あくまでも外貨の売却という価格変動リスクを伴う「資産取引」であり、「資産取引」を経て初めて支払手段に転換される金融資産は、狭義マネーには含めないのが通例である(MMF等と同様)。

マネーである狭義マネーには、含めないのが適切とみられる。また、預金が一般的な支払手段として使用可能であるのは、預金を用いた決済のネットワーク（わが国の例で言えば、手形交換制度や全銀システム）の存在によるものである。海外に置かれた円建て預金（ユーロ円預金）は、一応「円」建てではあっても、こうした決済システムとのリンクが限定的なものにとどまる以上、国内の一般的な決済手段とは見做し難いものと考えられる。このように考えると、狭義のマネーサプライ概念からは、外貨である分類〔5〕～〔8〕と海外で保有されている円（ユーロ円）である分類〔2〕、〔4〕は除くことが適切と考えられる。

残る分類〔3〕（非居住者が日本で保有する円）については、日本国内ではそのまま支払手段として非居住者の支出活動に用い得る一方、日本以外の国にとっては外貨預金であり、そのままではその国の国内での支払手段にはなり得ず、したがって日本以外の国の狭義マネーサプライに含まれる蓋然性に乏しいという点で、日本の狭義マネーサプライに含めるのが適当と言えよう。このように考えると、分類〔1〕と分類〔3〕に該当する「要求払預金」等が狭義のマネーサプライに該当することになる。

B. 広義マネーサプライ

より広義のマネーサプライについては、「比較的容易に国内支払手段への転換が可能」といった程度の基準しかなく、その容易さの程度の捉え方等で定義は変わり得る。例えば、外貨建て預金やユーロ円預金であっても、何らかの基準

でみて「比較的容易に」国内支払手段に転換できるのであれば、先験的に広義マネーサプライから排除してしまう理由はないものと考えられる。したがって、広義指標の場合、海外預金のマネーサプライ統計上の取り扱いの基準を一義的に決定することはできず、最終的には「どのような定義を採用した場合に、国内購買力、あるいはその他の国内実体経済指標との関係がもっとも強いのか」を、実証的にみることで判断するしかないであろう。

また、各国がどのようなマネーサプライの定義を選択するかは、①各国ごとの市場構造、②為替管理等の実態に加え、③そもそも統計的に把握可能かどうか、また仮に把握可能としてもその速報性・正確性、等にも依存する。例えば、英国では、ユーロ市場を特にオフショア勘定等として国内市場と区別していないため、非居住者の外貨預金（分類〔7〕）が国内居住者のポンド預金に対して3割近い規模となっている（注20）が、こうしたユーロ預金がポンドに転換されて英国内での支出に向けられることはほとんどないものと考えられる。このような市場構造を持つ国において、非居住者が国内銀行に保有する外貨預金を含むマネー指標の定義を採用することは、国内実体経済活動との関連という点で望ましくないのは明らかであろう。

（2）米国のマネーサプライ概念

米国の現行のマネーサプライ概念をみると（図表12）、狭義マネーサプライである M_1 は国内銀行にある居住者および非居住者保有のドル建て預金（分類〔1〕+〔3〕）で構成されており、

（注20）B I Sユーロ統計によれば、非居住者の外貨預金は1,640億ポンド（1995年第2四半期末）に上っている。一方、居住者のポンド預金だけで構成されている広義マネーサプライ（ M_4 ）は5,945億ポンド（同）である。

(図表12) 主要国の代表的なマネーサプライ概念

(表中「○」は該当する預金概念が対応するマネーサプライ概念に算入されていることを示す)

		国内通貨			外貨		
		居住者		非居住者	居住者		非居住者
		海外銀行 〔2〕	国内銀行 〔3〕	海外銀行 〔4〕	国内銀行 〔5〕	海外銀行 〔6〕	国内銀行 〔7〕
米 国	(注1) M1	×	○	×	×	×	×
	M2	×	○	×	×	×	×
	M3	○	○	×	×	×	×
ド イ ツ	(注2) M1	×	×	×	○	×	×
	M2	×	×	×	○	×	×
	M3	×	×	×	○	×	×
	拡張M3	○	×	×	○	○	×
英 国	(注3) M0	×	×	×	×	×	×
	M4	×	×	×	×	×	×
	M3H	×	×	×	○	×	×
フランス	(注4) M1	×	×	×	×	×	×
	M2	×	×	×	×	×	×
	M3	×	×	×	○	×	×
	M4	×	×	×	○	×	×
イタリア	(注5) M1	×	×	×	○	×	×
	M2	×	×	×	○	×	×
	拡張M2	○	×	×	○	○	×
(参考) 日 本	(注6) M1	×	×	×	×	×	×
	M2	×	○	×	○	×	○
	M3	×	○	×	○	×	○

- (注) 1. ・最近(1996年3月)まで、居住者のドル建て海外預金(居住者ユーロダラー、〔2〕)については、オーバーナイト物のうち米銀海外支店に保有されているものをM₂段階で算入し、ターム物のうち、カナダ、英国に保有されているもの、およびその他の国の米銀海外支店に保有されているものをM₃段階で算入していたが、1996年4月以降は、満期に関らず、居住者ユーロダラー預金のうち米銀の海外支店およびカナダ、英国で保有されているものがM₃に一括算入されることとなった。
・非居住者・国内銀行・ドル建て預金(〔3〕)については要求払いのものがM₁段階で算入。その他はM₂以下の段階で算入。
・IBF(International Banking Facilities)に属するものは除く。
2. ・居住者海外預金(マルク建て<〔2〕>、および外貨建て<〔6〕>)については独銀の海外支店および現地法人に保有されているものが拡張M₃に算入。
・居住者・国内銀行・外貨預金(〔5〕)については要求払いのものがM₁段階で算入。その他はM₂以下の段階で算入。
3. ・M₃Hの「H」はHarmonizedの略でEUにおけるマネーサプライ定義の調和(Harmonization)に配慮して公表されるようになった概念。
・居住者・国内銀行・外貨預金(〔5〕)については預金の性格に関わらず、M₃Hの段階で一括して算入。
4. ・居住者・国内銀行・外貨預金(〔5〕)については預金の性格に関わらず、M₃の段階で一括して算入。
5. ・居住者海外預金(リラ建て<〔2〕>、および外貨建て<〔6〕>)については、伊銀海外支店に保有されているものが拡張M₂に算入。
・居住者・国内銀行・外貨預金(〔5〕)については要求払いのものがM₁段階で算入。その他はM₂以下の段階で算入。
6. ・非居住者・国内銀行・円預金(〔3〕)、居住者・国内銀行・外貨預金(〔5〕)、非居住者・国内銀行・外貨預金(〔7〕)については、預金の性格に関わらず、M₂以下の段階で算入。
・JOM(Japan Off-shore Market)に属するものは除く。

(資料) 各国資料

上述の解釈と整合的である。

一方、より広義のマネーサプライについてみると、外貨建て預金はその所在、保有者に関係なくすべて含まれていない。これに対し、居住者保有のドル建て海外預金（居住者ユーロダラー預金、分類〔2〕）は、すべてをカバーしているわけではないものの、米銀の海外支店およびカナダ、イギリスの銀行に保有されているものがM₃に含まれている。以下では居住者ユーロダラー預金をマネーサプライに含めることとなった1980年の定義変更について、その背景や当時の議論等を簡単に振り返っておくこととする。

1970年代半ばの米国では、市場金利の上昇に対し、ほとんどの預金金利が預金金利上限規制（レギュレーションQ）で低く抑えられていたため、そうした規制がなく、比較的金利の高い大口CD、MMMFといった新金融商品への資金シフトや、居住者ユーロダラー預金の保有が拡大しつつあった。また、決済性と貯蓄性の2つの性質を併せ持ったNOW勘定、シェアドラフト勘定といった商品の開発も進んだ。これら新金融商品等の当時のマネーサプライ統計上の扱いをみると、MMMFや居住者ユーロダラー預金のように全く含まれていないか、あるいは、NOW勘定やシェアドラフト勘定のように決済勘定の性質を保有しているにもかかわらず、その点が全く考慮されていない（狭義マネー指標には含まれてない）等の問題点があり、これが従来型の通貨需要関数に不安定性をもたらす大

きな原因として取り上げられた（注21）。

こうした状況に対して、FRBの通貨統計諮問委員会は、1976年6月に通貨集計量の定義変更についての報告書（「Improving the Monetary Aggregates」）を公刊、その中で大口CD、NOW勘定といった新金融商品の取り扱いと併せて、居住者ユーロダラー預金についても検討が行われた（注22）。同報告書における居住者ユーロダラー預金についての記述をみると、居住者ユーロダラー預金を「広義のマネーサプライに含めることを検討する必要があるもの」と位置付け、「その動向を今後一層注視して行く必要があり、その意味からも現在BISで四半期ごとに取りまとめているユーロダラーに関するデータの収集について、さらに拡充強化を図るべき」としている。ただ、「これらの預金は（1974年末で）広義のマネーサプライに対して1%にすぎない」ことや、「米国内での取引に使用するようなドル預金を海外で保有することはない」という大企業に対するヒアリング結果をもとに、居住者ユーロダラー預金については「現在のところマネーサプライには含めない」との結論を下した。

その後、同報告に基づいて1979年1月に、より具体的な提案が行われた後、1980年2月に実際のマネーサプライの定義変更が行われたが（注23）、この定義変更では、1970年代後半の居住者ユーロダラー預金の急速な増加（前述1-（2）参照）を背景として、①居住者の保有するオーバーナイト・ユーロダラー預金のうち米銀のカリブ

（注21）1970年代半ば以降の貨幣需要関数のシフトはGoldfeld [1976] によってMissing Moneyと名付けられた。なお、この時期の貨幣需要関数の計測事例についてはJudd and Scadding [1982] 等で網羅的に取り上げられている。

（注22）Advisory Committee on Monetary Statistics [1976]。

（注23）詳細はSimpson, "A Proposal for Redefining the Monetary Aggregates," [1979]、Simpson, "The Redefined Monetary Aggregates" [1980] を参照。

支店に保有されているものがM₂の段階で、②上記以外の居住者オーバーナイト・ユーロダラー預金と、ターム・ユーロダラー預金のうち、カナダおよび英国に保有されているものとその他の国の米銀海外支店に保有されているものが最広義のマネー指標であるLの段階で、それぞれ算入された^(注24)。

この定義変更は、可能な限り「同じ性質の資産は同じ集計レベルで扱う」という基本的な思想に基づいて行われた。具体的には、居住者オーバーナイト・ユーロダラー預金については、MMM_F、オーバーナイトRP (Repurchase Agreement)と同様に短期間で支払手段に転換できる資産^(注25)であるものの、保有者にとってはあくまでも資産運用手段として認識されている^(注26)として、純粋な要求払いのマネーサプライ指標であるM₁ではなく、より広義のマネーサプライ指標であるM₂段階で算入された。一方、居住者ターム・ユーロダラー預金については、その性質からみれば、大口定期預金およびその代替資産であるターム物RP、CD等を構成要素とするM₃で算入されるべきものとされたものの、データ入手期間の点で速報性に欠

けるという問題が存在していたため、最広義のマネーサプライであるLの段階で算入された。

(3) EU諸国におけるマネーサプライ概念

EU諸国は1990年7月にEMU実現に向けての第1段階をスタートし、1999年からと想定されている第3段階以降は、ESCB (欧州中央銀行制度)を設立し、EU域内の金融政策の一元管理と為替相場の恒久的固定による単一通貨の発行を実現することとなっている。こうした中、第1段階のスタート以降、EC中央銀行総裁委員会・経済部^(注27) (Economic Unit of the Committee of Governors of EC Central Banks)では、①メンバー各国間でマネーサプライ統計の直接的な比較を可能とすること、および②域内全体のマネーサプライ統計を作成することを目的として、従来国ごとに異なっていたマネーサプライの定義、特に広義のマネーサプライの定義の調和 (harmonization of monetary aggregates)を図る作業を、メンバー国の中央銀行当局との協力のもとで進めてきた。

EC中央銀行総裁委員会の年報(1990年7月～91年12月)には、こうしたマネーサプライの定

(注24) この当時の定義は、その後何度か変更されてきた。最近(1996年3月)まで、居住者のドル建て海外預金(居住者ユーロダラー)については、①オーバーナイト物のうち米銀海外支店で保有されているものをM₂段階で算入し、②ターム物のうちカナダ、英国およびその他の国の米銀海外支店に保有されているものをM₃段階で算入していた。これに対し、1996年4月以降は、満期に関わらず、居住者ユーロダラー預金のうちカナダ、英国および米銀の海外支店で保有されているものがすべてM₃に算入されることとなった。

(注25) MMM_Fの多くが、ある制限内での小切手振り出しの特典を備えていたほか、オーバーナイトRPやオーバーナイト・ユーロダラーについては委託された日の翌日には資金化されるという点で一定の決済性を備えていると見做される。

(注26) FRBは、根拠としてこれらの資産の回転率が純粋な要求払い預金の年間35程度に比べ非常に低い年間3程度であり、さらに、同じくM₂段階で算入された貯蓄預金の回転率と同程度であることを指摘している。

(注27) EC中央銀行総裁委員会・経済部は1994年の第2段階より欧州通貨機構(EMI)に改組。EMIはさらにEMU第3段階以降欧州中央銀行(ECB)に発展する予定。

義の調和に関して、各国で従来から用いられてきた定義の統計的内容と指標性をベンチマークとして代替案を検討した結果、定義の変更の勧告 (recommendation) を行ってきたことが記されている。また、具体的な調和概念 (harmonized concept) は (a) 資産構成、(b) 通貨表示と海外預金、(c) (通貨発行主体、保有主体の) 集計範囲の3つの観点から示されている。

このうち本稿に関わりの深い (b) についての記述をみると、マネーサプライの範囲としては、居住者が国内銀行に保有する国内通貨および外貨 (分類〔1〕+〔5〕) を中心に据える一方、海外預金の重要性の増加は認めつつも、海外預金を含むマネーサプライは、データ収集上の問題から補助的な指標として位置づけられている (注28)。

こうした中、1990~91年にかけて英国、スペイン、イタリア、フランス、オランダ、デンマークがマネーサプライの定義変更を実施、分類〔1〕+〔5〕による定義を採用している。一方、海外預金についてはドイツが1980年代後半以降、独銀の海外支店と現地法人に保有されている居住者海外預金 (分類〔2〕および〔6〕) を M_3 に加えた拡張 M_3 という概念を既に使用している (注29) ほか、イタリアが1991年6月の定義変更で伊銀の海外支店に保有されている居住者海外預金 (分類〔2〕および〔6〕) を M_2 に加

え、拡張 M_2 として公表し始めている。

EUにおいて分類〔1〕+〔5〕が調和概念として採用された背景としては、一応次のような点が指摘可能である。

①分類〔1〕+〔5〕を広義マネーサプライとして採用し、EU域内のいくつかの国あるいはすべての国をまとめて通貨需要関数を計測した場合、最終目標 (GDP) との関係の安定性、予測精度の高さ等が十分に保証されることが、いくつかの実証結果により提示された (注30) 一方、海外預金を含んだマネーサプライ定義 (拡張概念) を用いた実証結果は、分類〔1〕+〔5〕による定義の実証結果を^{りようが}凌駕できなかったこと (注31)。

②調和概念は各国ごとの市場構造に対して中立的な方が望ましいこと。特に英国、ルクセンブルクといったオフショア市場の発達している国では、非居住者の保有する外貨預金のウエイトが高いが、こうしたオフショア預金は国内実体経済活動とは関係が薄い^{りようが}ため、これら預金をマネーサプライに含めると、マネーサプライの中間目標あるいは情報変数としての役割が著しく損なわれると考えられること。

(注28) ただし、1992年の年報は、経済金融環境の急速な変化とともに金融情勢をモニターする上での分析の前提はしばしば見直すとしており、こうした文脈の中で金融統合の進展に伴う海外預金の増加に注目している。この意味では将来代表的なマネーサプライ指標として海外預金を含めたものを採用する可能性を留保していると言える。

(注29) なお、居住者海外預金のデータそのものについては既に1961年から独銀の海外支店・現地法人より徴求。また、1990年3月以降は拡張 M_3 のマンスリーレポートへの掲載を開始。

(注30) これらの分析をサーベイしたものとして van Riet [1993] がある。

(注31) 例えば、Guicca and Levy [1992]、Monticelli [1993] 等を参照。

③海外預金に関する統計を正確かつ速報性も具備した形で収集することが困難であること（注32）。

（調査統計局）

【参考文献】

- 内田真人・露口洋介「ユーロ市場の発展とその影響」日本銀行金融研究所、『金融研究』第5巻第2号、1986年4月
- Bank for International Settlements, *Guide to the BIS Statistics on International Banking* 1995.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, “Improving the Monetary Aggregates : Report of the Advisory Committee on Monetary Statistics”, *Staff Papers*, 1976.
- Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community, *Annual Report (July 1990-December 1991)*, April 1992.
- , *Annual Report 1992*, April 1993.
- Deutsche Bundesbank, “Trends in the Euro-deposit of Domestic Non-banks”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, January 1988.
- , “The Restructuring and Lowering of the Minimum Reserves”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, February 1994.
- , “Recent Trends in, and the Pattern of Domestic Nonbanks’ Euro-deposits”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, May 1995.
- Frydl, E. J., “The Eurodollar Conundrum”, *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, No. 8112 October 1981.

（注32）海外の金融機関は第一義的には所在国の法律・規制等に従うため、たとえ自国の居住者名義の預金や自国通貨建て預金であっても、その計数等を把握することには困難が大きい。例えば、前述のように居住者ユーロダラー預金をマネーサプライに含めている米国では、米銀のすべての海外支店のほか、カナダ、英国については米銀以外の金融機関に米国居住者が保有している預金についても、両国当局の協力により計数を把握しているが、その他の市場に置かれた居住者ユーロダラー預金は計数把握が困難なため含まれていない。また、イタリアは伊銀の海外支店に保有されている預金のみ、ドイツは独銀の海外支店および現地法人に置かれている海外預金についてのみ、計数を捕捉するにとどまっている。

米国、ドイツ、イタリアの3国がマネーサプライ統計上捕捉している海外預金残高と報告地域内のすべての銀行を捕捉しているB I Sユーロ統計の残高を比較すると、1994年末時点でドイツでは自国統計が2435億独マルクに対しB I S統計が3,110億独マルクであり、それ程大きな乖離は生じていないものの、米国は自国統計が830億ドル、B I S統計が2820億ドル、イタリアは自国統計7兆リラ、B I S統計が66兆リラとなっており、自国マネーサプライ統計のB I S統計に対するカバレッジは、それぞれ29%、11%程度に過ぎない。

- Goldfeld, S. M., "The Case of the Missing Money", *Brookings papers on Economic Activity*, March 1976, pp683-730.
- Goodhart, C., "International Financial Linkages", *LSE Financial Market Group Special Paper*, No.21 1990.
- Guicca, P. and A. Levy, "Monetary Aggregates and Monetary Policy Coordination on the Way to Economic and Monetary Union : The Role of Cross-Border Deposits", *Temi di Discussione*, No.162, Bancad' Italia, February 1992.
- International Monetary Fund, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Report*, various series.
- Judd, J. P. and J. L. Scadding, "The Search for a Stable Money Demand Function : A Survey of the Post - 1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, September 1982, pp993-1023.
- Monticelli, C., "All the Money in Europe? : An Investigation of the Economic Properties of EC - wide Extended Monetary Aggregates", *BIS Working Paper*, No.19, October 1993.
- Prochnow, V. (ed.), *The Eurodollar*, Rand McNally & Co., 1970. (柏木雄介監訳、『ユーロダラー、国際金融コンファレンス報告』日本経済新聞社、1972年)
- Riet, A. G. van., "European Integration and the Demand for Money in the EC", *Denederlandsche Bank Quarterly Bulletin*, No.1992/3, December 1992.
- , "Studies of EC Money Demand: Survey and Assessment", *Denederlandsche Bank Quarterly Bulletin*, No.1992/4, March 1993.
- Simpson, T. D., "A Proposal for Redefining the Monetary Aggregates", *Federal Reserve Bulletin*, January 1979.
- Simpson, T. D., "The Redefined Monetary Aggregates", *Federal Reserve Bulletin*, February 1980.