

金融政策手段としての 米国預金金利規制の効果と諸問題

〔要 旨〕

米国でも預金金利規制は元来金融機関の経営健全化を目的とするものであったが、連邦準備制度は1966年と69年の2回にわたり、これを金融引締め補完手段として用いた。そのねらいは、銀行預金金利の最高限度を市場金利以下に据え置くことにより大銀行の資金調達力を弱め、その信用供与を抑制すること、および収益力の弱い貯蓄金融機関を保護し、これに依存する住宅金融の不円滑化を防ぐこと、の2点にあった。その背景には、①伝統的な政策手段によって金利水準を高めるが預金金利の最高限度もそれに依り上げて引き上げるという従来の引締め方法では、銀行への預金シフト等を通じて貯蓄金融機関に過度のしわ寄せが及ぶため、政策の遂行自体が制約されかねない、②したがって、貯蓄金融機関への影響を軽度にとどめつつ、大銀行や大企業には効果が強く及ぶような手段が望ましい、との考え方があった。当局は、本規制をはじめて引締め補完手段として用いた66年当時、これを「新機軸」とであると強調した。

こうした預金金利規制の運用により、69年には銀行の定期性預金は著減した。しかし、銀行とくに主要行は、ユーロ・ダラー取入れ、自行関連会社によるコマーシャル・ペーパー発行など預金以外の手段で巨額の資金を吸収するとともに、貸出債権および証券の大量売却をも行なって貸出資金を確保し、おう盛な企業需資に応じた。このため銀行貸出抑制という当局の意図は十分には達せられなかった。また、貯蓄金融機関から銀行への預金シフトは生じなかったものの、市場金利が預金金利をあまりにも大きく上回ったため、小口預金者の間にも市場証券等へシフトする動きが生じ、これら金融機関の資金量の伸びは結局著しく鈍化した。その結果、住宅建設の不振を避けえず、この面でも当局の目的が達成されたとはいいがたい。

また、金融引締め手段としての預金金利規制は、幾多の弊害をもたらしたことが指摘されている。第1に不安定かつ非効率な資金の流れが増大したことである。すなわち、銀行の資金仲介機能を弱めた結果、企業のコマーシャル・ペーパー依存度を著しく増大させ、ペン・セントラル鉄道破たんの際に金融市場不安を招いた。また、銀行も企業も不慣れな資金調達手段に依存することを余儀なくされた結果、金利を必要以上に高めて金融市場の効率をそこなるとみられている。第2に不公平の問題である。大銀行ほど預金流出が著しかったものの、これら各行は預金以外の資金吸収手段によりそれをカバーしえたのに対し、これらの手段に疎遠な地方中小銀行は預金の減少に対してなすすべもなく、両者間で公平を欠いた。また、大口預金者はユーロ・ダラーや市場証券にシフトして高利回りを享受しえたが、小口預金者のなかには市場証券の取引規模が大きいなどの制約から、これらの市場に参加しえぬ向きもあった。第3に、預金金利規制によりマネー・サプライ等金融政策の目標指標がごう乱された。第4に、米国内預金のユーロ・ダラーへのシフトを通じて流動性ベース国際収支を実勢以上に悪化させ、対外的に悪印象を与えた。

以上のような事情から、バーンズ連邦準備制度理事会議長も、預金金利規制のこうした運用については、再検討の時機に來たと声明している。このため、これに代わる貸出抑制策として貸出準備率構想や貸出の直接統制が一部で論議され、また、貯蓄金融機関保護については、貸出金利の弾力化や業務の多様化等によってその体質を強化し、銀行と対等に競争しうる基盤をつくることが提案されている。

〔目 次〕

- | | |
|---|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 預金金利規制の推移とねらいの変化 <ol style="list-style-type: none"> (1) 現行預金金利規制の概要 (2) 預金金利規制の推移とねらいの変化 2. 金融政策手段としての預金金利規制の効果 <ol style="list-style-type: none"> (1) 銀行定期性預金の急減 (2) 不十分な銀行貸出抑制効果 (3) 達成されなかった貯蓄金融機関の保護 | <ol style="list-style-type: none"> 3. 預金金利最高限度の一部停止とその後の状況 <ol style="list-style-type: none"> (1) 預金金利最高限度の一部停止 (2) 70年中の定期預金増加と金融市場の正常化 4. 預金金利規制の問題点 <ol style="list-style-type: none"> (1) 預金金利規制に伴う弊害 (2) 残された諸問題 |
|---|---|

1. 預金金利規制の推移とねらいの変化

金融政策の一手段としての預金金利規制の効果と問題点をみる前に、まず同規制の現状と沿革について概観しておこう。

(1) 現行預金金利規制の概要

米国では、連邦準備制度加盟銀行(国法銀行の全部および州法銀行の一部)については、1933年以降同制度理事会がレギュレーションQにより、連邦準備制度非加盟で連邦預金保険制度に加盟している銀行(州法銀行の大部分)については、36年以來連邦預金保険会社理事会が、それぞれ定期性預金(time and savings deposits)^(注1)の種類・金額・期間別に金利の最高限度を定めている(ただし、金額別限度は66年以降設定)^(注2)。これら両機関の預金金利規制権限はそれぞれ別個の法律——連邦準備法(33年および66年改正)と連邦預金保険

法^(注2)(66年改正)——に基づくものであるが、両者の定める金利の上限は、今日までのところ常に同一である。

上記いずれの制度にも加盟していない銀行(少数の州法銀行)については、州法(または州法に基づいて州銀行監督機関)が預金金利の上限を定めている。なお、州の規制は一部の例外を除き、連邦準備制度理事会のそれに準じて行なわれているが、州が連邦準備制度と異なる最高限度を定めた場合には、地方分権のためまえから、当該州内では連邦準備制度加盟銀行および連邦預金保険制度加盟銀行といえども、州の規制に従うことになっている。

次に、主として住宅金融に従事する貯蓄金融機関(相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合)については、近年まで全国的な規制はなかったが、66年9月に成立したいわゆる預金金利規制法^(注3)によつ

(注1) 米国の預金は要求払預金(demand deposits)と定期性預金(time and savings deposits)とに大別され、定期性預金はさらに貯蓄預金(savings deposits)と定期預金(time deposits)とに分けられる。

貯蓄預金は預金通帳(pass-book)を用いるもので、預金者は個人および非営利団体(教会、教育機関等)に限られる。法律により銀行は引出しの30日以上前に書面によってその旨通知することを預金者に要求できることとなっているが(ただし、その場合銀行はすべての預金者に対し同じ扱いをしなければならない)、銀行は通常この事前通知がなくとも引出しに応じているので、貯蓄預金は事実上わが国の普通預金と変わらない。

(注2) 連邦預金保険会社は1933年6月の銀行法に基づいて設立され、34年1月から業務を開始した。預金金利規制権限が与えられたのは35年8月の銀行法改正からで(実施は36年2月)、50年9月の連邦預金保険法(Federal Deposit Insurance Act)制定に伴い、同法に基づいて預金金利規制を行なうこととなった。

(注3) 預金金利規制法(Interest Rate Control Act、正式には Public Law 89-587、66年9月21日成立)は、連邦準備法、連邦預金保険法および連邦住宅貸付銀行法を改正して、これら3機関に、相互協議のうえそれぞれ監督下にある金融機関の定期性預金の種類・金額・期間別に金利規制権限を与えた(連邦準備制度および連邦預金保険会社については、従来の種類・期間別に加えて金額別にも規制権限を与えたにとどまる)。なお本法はこのほか、預金準備率の法定限度、連邦準備制度によるオペ対象債券についても定めている。

て連邦預金保険法と連邦住宅貸付銀行法が改正され、連邦預金保険制度加盟の相互貯蓄銀行については連邦預金保険会社が、連邦住宅貸付銀行制度加盟の貯蓄貸付組合については同銀行が、それぞれ預金金利規制を行なうこととなった。これら貯蓄金融機関預金のうち小口預金金利の上限は、住宅金融保護等の見地から、対応する銀行預金金利の限度よりも0.25~0.5%高に定められている(45年2月号「要録」参照)。連邦預金保険制度と連邦住宅貸付銀行制度のいずれにも加盟していない相

互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合の資金量は微々たるものである。したがって、預金金利規制は民間金融機関の定期性預金のほとんどすべてに及んでいるといつてよい。

以上の預金金利規制関係を取りまとめたのが第1表である。

なお、預金金利規制法により、各監督機関は預金金利上限の設定・変更・廃止に際して、相互に協議することを義務づけられている。

(2) 預金金利規制の推移とねらいの変化

次に、預金金利規制の中核をなす連邦準備制度理事会のレギュレーションQに沿って、本規制の推移をふり返っておこう。

1933年に連邦準備法第19条が改正され、要求払預金に対する付利が禁止されるとともに、連邦準備制度理事会に定期性預金の種類・期間別に金利の最高限度を定める権限が新たに与えられた。その直接の動機は大恐慌期における銀行倒産の多発にあった(33年だけで4,000行以上)。すなわち、20年代以降、預金獲得競争の行き過ぎから銀行の預金金利ひいては資金コストが大幅に上昇した結果、銀行はこれを運用利回り引上げによりカバーしようとして危険度の高い貸出も行なうようになったが、これが銀行倒産続出の根因となったと考えられたからである。したがって、預金金利規制の当初の目的は、金

(第1表)

預金金利規制関係一覧

(銀行数、総預金額(カッコ内)とも70年6月末。
ただし貯蓄貸付組合は69年末。)

	(注1) 連邦準備 制度加盟 銀行	連邦預金 保険制度 のみ加盟 銀行	連邦住宅 貸付銀行 制度加盟 貯蓄貸付 組合	左記制度のい ずれにも非加盟		合 計
				銀 行	そ の 他	
国 法 銀 行	(注2) 4,637行 億ドル (2,543)	—	—	—	—	4,637 億ドル (2,543)
州 法 銀 行	1,166 (920)	7,675 億ドル (849)	—	193 億ドル (23)	—	9,034 (1,792)
(銀行 小計)	5,803 (3,463)	7,675 (849)	—	193 (23)	—	13,671 (4,335)
相互貯 蓄銀行	—	331 (602)	—	—	166 億ドル (91)	497 (693)
貯蓄貸 付組合	—	—	4,888 組合 億ドル (1,331)	—	1,010 組合 (24)	(注3) 5,898 (1,355)
合 計	5,803 (3,463)	8,006 (1,451)	4,888 (1,331)	193 (23)	1,176 (115)	20,066 (6,383)
預金金利 規制機 関	連邦準備 制度理事 会	連邦預金 保険会 社理事 会	連邦住宅 貸付銀 行理事 会	州 銀 行 監督機 関	な し	
根拠法	連邦準備 法、預金 金利規 制法	連邦預金 保険法、 預金金 利規制 法	連邦住宅 貸付銀 行法、 預金金 利規 制法	州 法	な し	

(注1) 連邦準備制度加盟銀行は連邦預金保険制度に加盟することを義務づけられている。

(注2) 国法銀行は連邦準備制度に加盟することを義務づけられている。

(注3) 貯蓄貸付組合については、一部推定を含む。

資料: Federal Reserve Bulletin 1971年2月号。

Assets and Liabilities, Commercial and Mutual Savings Banks 1970年6月。

Statistical Abstract of the United States 1970年。

融機関の経営健全化にあった。

33年11月にはじめて定められた預金金利の上限は、銀行の定期性預金につき一率3%で、35年2月にこれが2.5%に引き下げられた(第2表)。36年1月にはじめて貯蓄・定期預金別および定期預金の期間別に異なる上限が設定され、6か月未満の定期預金金利の最高限度が引き下げられた。これが、57年1月の引上げに至るまで、実に21年間の長きにわたって据え置かれた。この期間は第2次大戦中および戦後で、金融市場が総じて流動性過剰の状態にあり、市中金利水準も低かったためである。

上記57年の限度引上げは戦後はじめての本格的金融ひっ迫期に行なわれたものであるが、これは、引締め期にも銀行の預金吸収力を弱めるべきでない、との考え方によるものであった。しかし60年代にはいると、預金金利規制が銀行の預金吸収力に及ぼす影響を通じて銀行信用をコントロールする機能を持つ点に着目、これを金融政策の一手段として活用しようとする考え方が出てきた。その背景には、61年初以降銀行預金の中で譲渡可能定期預金証書(CD)という市場金利に敏感なものウエイトが急速に高まった、という事情があったことも見のがせない。

もともと、60年代初期の米国経済は景気刺激を必要とする状況にあったため、銀行の

資金吸収と信用供与を促進する見地から、預金金利の最高限度は市場金利の上昇に対応して毎年のように引き上げられた。とくに63年7月には、従来期間により2.5~4.0%に区分されていた90日以上定期預金金利の最高限度が一率4.0%に、また64年11月には90日未満の定期預金のそれが1.0%から一挙に4.0%に、同90日以上が4.5%に引き上げられた。さらに、65年12月には定期預金金利の上限を一率5.5%まで引き上げた。

この間、預金金利規制の運用に国際収支面への

(第2表)

連邦準備制度理事会レギュレーションQ
による定期性預金金利最高限度の推移

(年利・%)

実施年月日	貯蓄預金 1年1年未満以上	定期預金					
		90日未満	90日以上 6か月未満	6か月以上 1年未満	1年以上		
1933. 11. 1		3.0					
35. 2. 1		2.5					
36. 1. 1	2.5	1.0	2.0	2.5			
57. 1. 1	3.0	1.0	2.5	3.0			
62. 1. 1	3.5 4.0	1.0	2.5	3.5	4.0		
63. 7. 17	3.5 4.0	1.0	4.0				
64. 11. 24	4.0	4.0	4.5				
65. 12. 6	4.0	5.5					
		複数満期 (注1)		単数満期			
		30~89日	90日~1年未満	1年~2年未満	2年以上	1口10万ドル未満 30日~1年未満 1年~2年未満 2年以上	1口10万ドル以上 30~59日 60~89日 90~179日 180日~1年以上未満
66. 7. 20	4.0	4.0	5.0		5.5		
66. 9. 26	4.0	4.0	5.0		5.0	5.5	
68. 4. 19	4.0	4.0	5.0		5.0	5.5 5.75 6.0 6.25	
70. 1. 21	4.5	4.5	5.0	5.5 5.75	5.0 5.5 5.75	6.25 6.50 6.75 7.0 7.5	
70. 6. 24	4.5	4.5	5.0	5.5 5.75	5.0 5.5 5.75	規制停止 6.75 7.0 7.5	

(注1) 複数満期定期預金は、預金者があらかじめ2以上の満期日(たとえば3月30日、6月30日、9月30日)を定めておき、預金者の選択により、そのいずれかの時点、またはその時点経過後はいつでも引出し可能な定期預金。預金者は書面で引出しを通知することを要し、通知がなければ満期日が順次次の時点まで自動的に移行する。

(注2) 外国公的機関および米國が加盟している国際機関の定期預金については、1962年10月以降規制を免除。

資料: Federal Reserve Bulletin 1971年2月号。

配慮も加わってきたのが注目される。すなわち、当局は62年10月に連邦準備法第19条を改正し、同月以降外国公的機関名義の定期預金には金利規制を適用しないこととしたが、これは対外公的債務の長期安定化ないし金交換請求抑制をねらったものとされた。さらに63、64両年における最高限度の引上げには、前記国内事情のみならず、内外金利差拡大による国内預金のユーロ市場へのシフトを防ぐ意図もあった。短期ものの金利上限が相対的に大幅に引き上げられたのはそのためである。

65年暮れごろになると、米国景気はベトナム戦争拡大の影響もあって過熱の様相を帯び、インフレ圧力が強まってきた。このため、連邦準備制度理事会は65年12月に公定歩合を引き上げ、きびしい引締め政策を展開したが、その際預金金利規制を引締め政策の補完手段としてはじめて用いた。そのねらいは、①銀行預金金利最高限度を市場金利以下に据え置き、銀行とくに大銀行の資金調達力を弱めることによりその信用供与を抑制すること、および②貯蓄金融機関（相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合）から銀行への預金シフトによって住宅金融が不円滑化するのを防ぐこと、の2点にあった。その背景には、①連銀が公開市場操作や預金準備率操作など伝統的な政策手段だけで金融引締めを遂行すると、どうしても貯蓄金融機関に過度のしわ寄せが及ぶことになるため、思い切った引締めができない、②このため、貯蓄金融機関への影響を軽度にとどめつつ、大銀行や大企業には効果が強く及ぶよう引締めを進めるのが望ましい、との認識があった^(注4)。

こうした見地から連邦準備制度理事会は66年央

以降、貯蓄金融機関との間で競合の激しい銀行小口定期預金の金利限度引下げを進めた。これよりさき、引締めによる市場金利の上昇によって企業等からの大口預金吸収が困難になったため、銀行は規制限度いっぱいの5.5%の金利を付した個人向け小口CDを発行して貯蓄金融機関の小口預金吸収を図っていた。当時は貯蓄金融機関の預金金利に関する全国的な規制はまだなかったが、長期の住宅抵当貸付に資金を固定しているこれら金融機関としては、収益面の制約から銀行に対抗しうるほど預金金利を引き上げえなかった。このため貯蓄金融機関からの預金流出が目だち、住宅建設を不当に圧迫するとの批判が強まった。そこで、連邦準備制度理事会はまず66年7月、市中の慣行に従って定期預金を複数満期（第2表の(注1)参照）と単数満期とに分け、銀行・貯蓄金融機関間で競合のとくに激しい複数満期分につき、規制限度を従来の一率5.5%から4.0%（90日未満）および5.0%（90日以上）に引き下げた。さらに66年9月同理事会は、預金金利規制法によって額面別に異なる規制限度を設定する権限を与えられたのに伴い、単数満期定期預金を1口10万ドル以上と10万ドル未満とに分け、10万ドル未満の定期預金金利上限を5.5%から5.0%に引き下げた。

また、連邦準備制度理事会は、上記以外の預金金利の最高限度を据え置き、コマーシャル・ペーパー、BA等の市場金利が全預金金利を上回るに任せた。同理事会は、その結果金利に敏感な大口定期預金の吸収がとくに困難になり、大口預金依存度の高い大銀行の貸出資金枯渇を通じて大企業向け貸出が選択的に抑制されることを期待した。

(注4) この点に関連し、シカゴ大学のフリードマン教授は次のように述べている。

「レギュレーションQを選択的に用いることによる利点があるとすれば、政治的な利点であろう。連銀は預金金利規制上限を低く抑えることによって、住宅業界や貯蓄貸付組合等からの金融緩和要求など政治的圧力（political heat）を避けることができ、公開市場操作を自由に行なうことができた」。

Milton Friedman, "Controls on Interest Rates Paid by Banks", *Journal of Money, Credit and Banking* 70年2月号。

ただし、当時の大口預金金利の最高限度と市場金利との乖離幅は、0.5%程度とそれほど大きいものではなかった(第1図)。

連邦準備制度理事会のプリンマー理事は当時、こうした預金金利規制の運用を「金融政策手段の新機軸」とであると強調した。

もっとも、その後67年の一時的金融緩和期を経て、68年4月にインフレ高進とドル不安とに対処して公定歩合が引き上げられた際には、連邦準備制度は国際収支対策の見地から、1口10万ドル以上の単数満期定期預金を新たに期間別に細分し、60日以上のもの金利の最高限度を期間により5.75%、6.0%、6.25%まで引き上げた。

しかし、同年末以降インフレ激化に対処して金

融引締めが本格化されるに至って、預金金利規制は引締めの一手段としての性格を66年当時よりはるかに強めることとなった。

2. 金融政策手段としての預金金利規制の効果

(1) 銀行定期性預金の急減

連邦準備制度理事会は68年12月、公定歩合を引き上げ(5.25→5.5%)、引締めを強化した。同年6月の増税・財政緊縮法成立にもかかわらず、インフレ圧力が強まる一方であったからである。

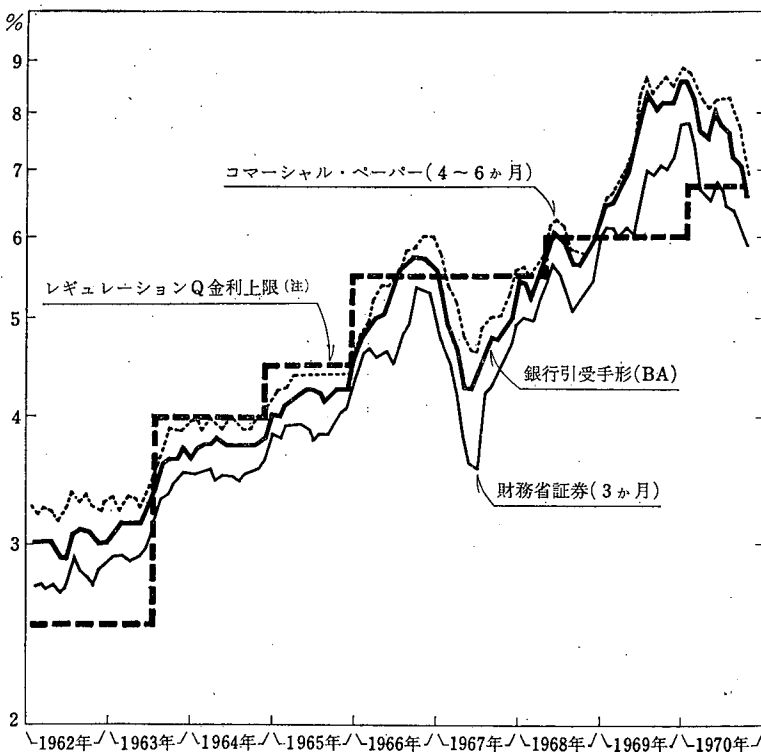
資金需要がきわめて強いところへ金融引締めが本格化したため、金利はただちに急騰した。3か月ものTBレートが68年12月中にはやくも6.3%

まで上昇し、翌69年4月の公定歩合再引上げ(5.5→6.0%)で一段高となった後、同年12月には史上最高の8.1%を記録したのをはじめ、BA、コマースシャル・ペーパー等各種市場金利は著しい高騰を示した。

こうした市場金利の急騰にもかかわらず、連邦準備制度理事会は66年と同様、銀行とくに主要行の預金吸収力弱体化を通ずる貸出抑制効果をねらって、預金金利上限を最高6.25%(1口10万ドル以上で期間180日以上)の単数満期定期預金のまま据え置いた。その結果市場金利が預金金利を大幅に上回り(第1図)、銀行の定期性預金は急減した(第3表)。とくに大口CD残高は、68年12月(ピーク)の243

〔第1図〕

市場金利とレギュレーションQ規制金利



(注) 1口10万ドル以上単数満期定期預金、期間90~179日。

資料：セントルイス連銀、Monetary Trends 70年11月18日号。

億ドルから70年2月(ボトム)の103億ドルまで、
 実に140億ドル、6割方著減した(第2図)。66年
 当時の大口CD減少額が26億ドル(180億→154
 億ドル)にとどまったのと比べると、預金金利最
 高限度据置きの影響が今回はいかに大きかったか
 がわかる。

当然のことながら、その減少は大口CDの大半
 を発行している大手銀行、とくにニューヨークや
 シカゴなど金融中心地の大銀行でまず目だった

(第3表)

銀行の定期性預金残高および増減

(被保険銀行13,148行 単位・億ドル)

	残 高			増 減 (Δ)	
	68/10 (A)	69/4 (B)	70/1 (C)	(B-A)	(C-B)
貯蓄預金	938	932	899	Δ 6	Δ 33
小口定期預金 (個人)	548 (498)	610 (552)	667 (619)	62 (54)	57 (67)
(企業)	(50)	(57)	(48)	(7)	(Δ 9)
大口定期預金	244	211	118	Δ 33	Δ 93
(大口CD)	(225)	(189)	(104)	(Δ 36)	(Δ 85)
(その他)	(19)	(22)	(14)	(3)	(Δ 8)
合 計	1,786	1,808	1,734	22	Δ 74

資料：“Changes in Time and Savings Deposits, October, 1969—January 1970”, Federal Reserve Bulletin 1970年5月号。

(第4表)

大口CD (1口10万ドル以上) 残高および増減

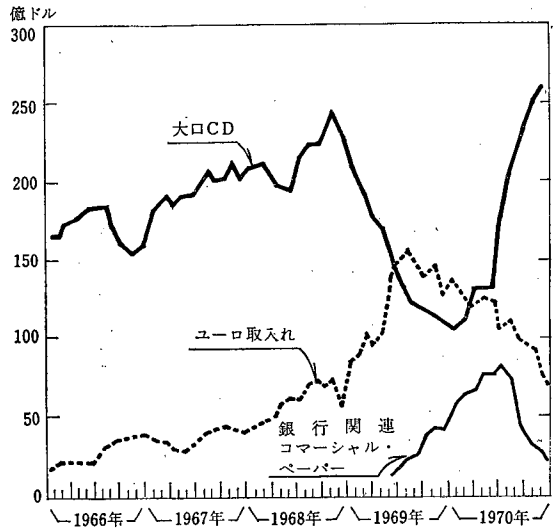
(単位・億ドル)

銀行 預金総額 規模別	発行 銀行数 (70/1 現在)	残 高			増減 (Δ)	
		68/10 (A)	69/4 (B)	70/1 (C)	(B-A)	(C-B)
10百万ドル 未満	451行 (22.5%)	2.4	3.4	3.5	1.0	0.1
10~50〃	1,008 (50.4)	12.2	16.9	11.9	4.7 Δ	5.0
50~100〃	212 (10.5)	9.9	11.5	9.0	1.6 Δ	2.5
100~500〃	233 (11.6)	34.8	36.3	26.4	1.5 Δ	9.9
500百万ド ル以上	97 (4.9)	165.2	120.9	53.6	Δ 44.3	Δ 67.3
計	2,001 (100.0)	224.5	189.0	104.4	Δ 35.5	Δ 84.6

資料：第3表に同じ。

[第2図]

大口CD、ユーロ取入れおよび銀行関連コマーシャル・ペーパーの残高推移 (主要340銀行)



(注) 各月最終水曜日の残高。
 資料：ニューヨーク連邦準備銀行月報71年2月号。

が、市場金利と預金金利の格差が大きくなった69
 年後半には、地方の主要銀行、さらには中小銀行
 にも波及した(第4表)。

(2) 不十分な銀行貸出抑制効果

69年の銀行信用(貸出+証券投資、ただし、後述
 の貸出債権売却を調整後)の増加率は4%と、68
 年(11%)に比べて著しく鈍化した(第5表)。しか
 し、このうち貸出は9.9%増(68年11.6%増)、なか
 んずく事業貸出(business loan)は13.1%増と68年
 (11.1%増)を上回る増加となった。預金金利最高
 限度据置きにより貸出とくに事業貸出を選択的に
 抑制しようとした当局の意図は、達成されたとは
 いいがたい。

これは、銀行が預金以外の債務増加と貸出債権
 および証券の大量売却とによって貸出資金を確保
 し、企業のおう盛な資金需要に応ずることに努
 めたからである。とくに預金以外の債務の急増
 は、「初めのうちは預金流出の衝撃を和らげる安
 全弁であったが、しだいに引締め抜け道(escape
 hatches)となった。インフレ抑制のため、銀行は

規制の文言ではなくその精神に沿って行動する責任がある」(ロバートソン連邦準備制度理事会副議長)^(注5)と、後日当局者を嘆かせた。

また、この点に関して、当局は銀行の融資承諾(commitment)のあり方を重視している。すなわち、銀行は金融緩和期に企業に対して低利、巨額の融資承諾を行なう傾向があり、これが引締め期に銀行をして無理な資金吸収に狂奔させ、貸出の増勢が容易に衰えない要因となっているからである。バーンズ連邦準備制度理事会議長も「銀行が金融引締め時の資金繰り悪化をあらかじめ考慮して融資承諾を控えめにし、さらに限界資金調達コストの上昇に見合った貸出金利を徴求すれば、金融引締め効果の浸透は早まることになるう」^(注6)と強調した。

以下、銀行がいかにして預金減少をカバーして貸出資金を確保したかをみることにする。

(第5表)

銀行信用(全銀行)の増減(Δ)率

(季節調整済み、年率・%)

	1968年	1969年		1970年	
	年間	年間	7~12月	1~6月	7~9月
銀行信用	11.0	3.1	2.0	2.5	17.0
政府証券	3.0	15.7	15.6	8.5	25.9
その他証券	16.4	—	1.4	10.4	20.3
貸出	11.6	8.4	6.6	0.5	14.3
うち事業貸出	11.1	10.6	7.4	0.9	12.4
(貸出債権売却調整後)					
銀行信用	11.0	4.0	2.9	4.5	13.9
貸出	11.6	9.9	7.8	2.4	9.8
うち事業貸出	11.1	13.1	9.5	8.1	1.8
マネー・サプライ	7.8	3.1	1.2	5.9	6.1
定期預金	11.1	5.0	6.6	7.8	32.2

資料：Brimmer 連邦準備制度理事会理事講演(1970年12月30日)
 "Monetary Policy and Bank Credit Flows in 1970"

イ、預金以外の資金吸収策

銀行、とくに主要行は預金の減少を補うため、フェデラル・ファンドの積極的取入れのほか、①海外支店を通ずるユーロ・ダラー借入れ、②自行関連会社を通ずるコマーシャル・ペーパー発行および当該関連会社に対する貸出債権売却、③貸出債権および証券の買戻し条件付売却など、預金以外の資金吸収手段を活用した。これらには金利規制がなかったうえ、支払準備制度を適用されないという有利さもあったからである。

(ユーロ・ダラー借入れ)

預金以外の債務増加のうち最も大きかったのは、自行海外支店からのユーロ・ダラー借入れであった。主要340銀行の同借入れは、69年1~9月間に74億ドル増加し(とくに6月には一挙に34億ドル急増)、ピーク(69年11月)残高は約150億ドルに達した。これら銀行の本店が、金利規制を受けない海外支店(主としてロンドン支店)にドル預金を集めさせ、これを借り入れたのであるが、そのなかには自行国内預金をシフトさせたものもかなりあったとみられる。その分は国内店の負債勘定において預金から本支店勘定・海外支店借りに振り替わったにすぎず、実質的には、規制限度以上の金利を支払って預金の減少を防いだに等しい。

銀行のユーロ・ダラー取入れ残高は当時支払準備制度の対象外であったため、いくら取り入れても準備積立て負担がないばかりか、自行預金の振替え分については同負担が軽減された。これは貸出資金確保上好つごうであるうえ、そのためのコスト増も上記の関係からユーロ借入れ・国内預金両金利の表面差ほどにはならないこともあって、取入れが急増したのである。

これに対して連邦準備制度理事会はまず69年7

(注5) 1970年5月14日 Phoenix, Arizona において "The Task Ahead" と題し、San Francisco, Los Angeles 地区銀行家・実業家に対して講演。

(注6) 1970年4月6日 Boca Raton, Florida における The 59th Annual Meeting of the Association of Reserve City Bankers での講演、"The Federal Reserve and the Banking System"

月、支払準備制度(レギュレーションD)を改正して、ユーロ・ダラー取引に伴って発生する小切手・手形を新たに支払準備対象債務とする旨発表し、同月末から実施した。これは、準備対象預金算定上二重計算回避の見地から取立未済小切手・手形(未達勘定)を控除する扱いとなっている点を利用し、銀行がユーロ・ダラー関連の未達勘定を増加させることによって準備対象債務額ひいては所要準備額を圧縮する挙に出たことに対処したものである。当該未達勘定はピーク(7月末)には33

億ドルにも達し、ユーロ・ダラー取引を利用していない銀行との不公平が目だっていた。

次いで同理事会は、8月13日、銀行の海外取引に関する規制(レギュレーションM)および支払準備制度の改正を発表した。前者は、海外支店からのユーロ借入れ残高のうち5月28日に終わる4週間の平均残高を上回る部分に対して、新たに10%の準備率を課すもので、同年10月16日に始まる週から実施された。後者は、米銀が自行海外支店以外の外国金融機関から取り入れたユーロ・ダラーについても同様の準備率を課すもので、同時に実施された。

(第6表)

銀行の預金以外の資金吸収状況

(単位・億ドル)

	米銀の海外支店からのユーロ・ダラー借入れ残高(主要340銀行)	貸出債権売却残高		銀行関連会社コマーシャル・ペーパー発行残高
		(全銀行)	うち銀行関連会社向け	(全銀行)
1968年12月	69.5	n.a	n.a	n.a
69年1月	85.5	〃	〃	〃
2〃	88.2	〃	〃	〃
3〃	96.2	〃	〃	〃
4〃	94.0	〃	〃	〃
5〃	98.7	19.9	15.1	8.1
6〃	132.7	28.4	21.0	12.4
7〃	144.3	36.0	26.7	18.6
8〃	146.6	40.5	31.5	22.1
9〃	143.5	45.9	36.5	24.9
10〃	136.5	57.0	46.2	36.4
11〃	145.7	59.6	46.4	42.1
12〃	128.1	51.9	37.9	42.9
70年1月	136.2	75.0	58.3	55.2
2〃	130.9	81.5	64.0	60.5
3〃	119.4	84.3	66.8	65.1
4〃	119.7	87.8	69.4	66.2
5〃	123.7	96.5	78.3	75.5
6〃	122.2	96.9	78.5	75.5
7〃	105.1	99.1	80.1	77.7
8〃	107.3	95.8	77.8	72.5
9〃	96.6	67.5	50.3	45.8
10〃	93.0	53.2	41.5	36.9
11〃	84.4	54.5	36.1	31.2
12〃	76.8	46.2	27.3	23.4

これらの措置によってユーロ・ダラー取入れの支払準備制度上の有利さが減じたこともあって、69年10月以降取入れ残高の伸びがほぼ止まるに至った(第2図参照)。

(関連会社を通ずるコマーシャル・ペーパー発行)

預金以外債務の第2は、銀行持株会社・子会社等自行関連会社を通ずるコマーシャル・ペーパーの発行である。

銀行自身の発行するコマーシャル・ペーパーは66年以降預金金利規制および支払準備制度の適用を受けていたが、銀行関連会社の発行するそれは両制度の対象となっていなかったため、銀行は関連会社に高利回りのコマーシャル・ペーパーを発行させ、自行預金者を含む顧客に購入を勧奨した。そして、銀行は関連会社に貸出債権を売却して間接的に資金を吸収した。これも、預金金利規制をくぐって高利を付して預金の引止めないし吸収を行なったに等しい。また、銀行と関連会社を統合して考えれば、銀行定期預金が関連会社コマーシャル・ペーパー債務に置き換わるか(自行預金振り替わり分の場合)、あるいは預金でなく関連会社コマーシャル・ペーパーの形で資金を吸収したことになるわけで(新規資金の場合)、銀行にとってユーロ・ダラー取入れの場合と同様支払準備

(注) 1. 米銀の海外支店借入れおよび貸出債権売却残高は各月の最終水曜日計数、銀行関連会社のコマーシャル・ペーパー発行残高は月末計数。

2. 貸出債権売却残高は outright 売却のみ。

資料: Federal Reserve Bulletin.

備制度上の利点があった。

銀行関連会社によるコマーシャル・ペーパー発行残高は、69年5月末の8億ドルから同年12月末には43億ドル、70年7月(ピーク)には78億ドルに達し、前記のようにユーロ・ダラー取入れに支払準備制度が適用された69年10月以降70年上期にかけては、それに代わる重要な資金調達手段となった(第6表)。

コマーシャル・ペーパーの発行増加と並行して、銀行の関連会社に対する貸出債権売却(売り切り)が急増し、69年5月末の15億ドルから同年12月末38億ドル、70年7月末には80億ドルに達した。このほか、年金基金や不動産投資信託など銀行関連会社以外への売却分も、ピーク(70年7月)には19億ドルに達した(第6表)。

銀行関連コマーシャル・ペーパーの発行増が金融引締めへの抜け道となるのを問題視した連邦準備制度は、69年10月にこれを預金金利規制および支払準備制度の対象とする旨提案した。しかし、本規制が当時連邦準備制度の監督権限外にあった1行持株会社等をも対象とするものであったため法律上疑義が生じ、69年内には結局発動されなかった(規制権限が明確化され^(注7)、連邦準備制度がこれに準備率を課すことを発表したのは70年8月、実施は10月からで、すでに引締め補強策としての意味はまったく失われていた)。

(企業等に対する買戻し条件付貸出債権等の売却)

さらに銀行の一部には、余資を保有する企業等

に対し、預金金利よりも有利な利回りで、貸出債権あるいは証券の買戻し(repurchase)条件付売却^(注8)を行なうものが現われた。銀行が銀行(銀行関連会社を含む)以外のものに売り切り(out-right)で貸出債権を売却して得た代り金は預金と同一視され、預金金利規制および支払準備制度の対象となっていたが、買戻し条件付の場合は対象外であったためである。この取引によって前記2方法同様、預金金利規制をくぐりえたり、また預金勘定からその他負債勘定へのシフトが生ずる結果、支払準備制度上も有利であった。買戻し条件付売却のうち貸出債権についてみると、69年7月中央の残高は17億ドルに達したが、連邦準備制度が同年7月、政府証券を除くすべての銀行資産売却は、買戻し条件付きであっても両制度の対象とする旨決定(実施は同年8月)したため、69年末には約8億ドルにまで減少した。

(銀行の債務勘定の動き)

以上のような銀行の資金調達の動きを、主要銀行340行の計数でみてみよう(第7表)。

69年中主要銀行の総預金は、前年(151億ドル増)とは様変わりした155億ドル減となった。これは大口CDの著減(123億ドル減)に加え、その他定期預金、貯蓄預金も減少したためである。これに対し、フェデラル・ファンドと連銀借入れ(101億ドル増)、ユーロ・ダラー取入れを中心とするその他債務(93億ドル増)および銀行関連会社発行のコマーシャル・ペーパー(43億ドル増)で237億ド

(注7) 69年12月23日に成立した預金金利規制法延長法の付帯条項によって連邦準備法19条(a)が改正され、連邦準備制度理事会に対して、加盟銀行の直接的債務たると関連会社の債務たるとを問わず、これを支払準備制度上の当該銀行の預金債務と解釈する権限が与えられた。ただ、同理事会が要求した金利規制権限は与えられなかった。

なお、関連会社コマーシャル・ペーパーの規制が上記改正後ただちに実施されなかったのは、70年初から金融政策が緩和に転じており、同規制による抑制効果が懸念されたためである。このため70年10月の同規制実施にあたっては、定期預金の一部に対する準備率引下げと組み合わせられた。

(注8) 契約時に取り決めた価格または利回りで特定日に買い戻すことを条件に、貸出債権等を売却するものである。買戻し条件付売却は、希望どおりの期間を選ぶことができるうえキャピタル・ロスを生ずる危険もないことから、余資保有者の好むところとなり、銀行の積極的態度とあいまって増加した。銀行経理上は、資産勘定は不変のまま買戻し条件付売却額だけその他債務が計上され、同額だけ自行または他行預金が減少する。自行預金が減少する場合でも、預金がその他債務に切り替わるのに伴って預金準備積立に負担が軽減され、新たな信用拡張の余力が生ずることとなる。

(第7表)

主要銀行340行(注)の主要債務増減(△)

(単位・億ドル)

	年 1968	年 1969	国際的 規模の 20行	主要地 方銀行 60行	その他 地方銀 行260行
債務総額	238	82	58	10	12
総預金	151	△155	△89	△45	△21
うち 要求払預金	52	0	12	△5	△6
定期性預金	99	△155	△100	△40	△15
うち 大口CD	32	△123	△72	△34	△17
その他	67	△32	△29	△6	3
借入金 (フェデラル・ ファンド、連 銀借入れ)	37	101	50	30	20
その他債務	50	93	74	12	7
うち ユーロ・ダラー	27	76	67	6	3
関連会社のコマー シャル・ペーパー	—	43	24	13	6

(注) 連邦準備制度に毎週報告を提出する主要行で、行数では69年央の全銀行13,673行中2.5%を占めるにすぎないが、いずれも預金量1億ドル超の銀行であるため、全銀行総資産の75%、消費者・不動産貸出、定期性預金の各50%、事業貸出の75%、大口CDの90%を占めている。

資料：Brimmer 連邦準備制度理事會理事講演(1970年4月1日)
"The Banking Structure and Monetary Management"

ルの資金を調達(前年87億ドル)、預金減をまるまるカバーしたが、総合的引締め政策下にあっただけに、債務増加総額は82億ドルと前年(238億ドル増)に比べてさすがに不振を免れなかった。

これら340行を、①大口CDに依存する度合いが大きく、かつユーロ取引の90%を占める主要20行、②ユーロ取引にはあまり参加しないが、関連会社を通ずるコマーシャル・ペーパー発行を積極的に行なった主要地方銀行60行、③その他地方銀行260行に分けてみると、主要20行の預金減少額が最大(89億ドル)である。しかし、これら20行は、巨額のユーロ取入れおよび関連会社を通ずるコマーシャル・ペーパーの発行(合計91億ドル)でこれをカバーし、債務増加総額としては58億ドルと、主要地方銀行60行およびその他地方銀行260行の各10億ドル増、12億ドル増をはるかに上回り、資

金調達面におけるシェアをむしろ拡大した。

ロ、証券投資の圧縮

前述のような自行関連会社等に対する貸出債権売却(売り切り)のほか、銀行は売り切りの方法による証券売却も大量に行ない、主要340銀行の政府証券およびその他の証券は69年中各58億ドル、29億ドル減少した。

一方銀行は企業の需資に積極的に貸し応じたので、総貸出(貸出債権売却分調整後)は155億ドル増加し、うち事業貸出(同)は105億ドル増とむしろ68年(75億ドル増)を上回る増加を示した(第8表)。その結果、銀行信用の構成は大幅に変化し

(第8表)

主要340行の資産増減(△)

(単位・億ドル)

	1968年	1969年	国際的 規模の 20行	主要地 方銀行 60行	その他 地方銀 行260行
総貸出・証券投資	197	14	△17	△12	6
貸出債権売却 (調整後総貸 出・証券投資)	—	50	31	9	6
政府証券	10	△58	△26	△17	△19
その他証券	56	△29	△28	△7	—
総貸出 (調整後総貸出)	171	105	37	12	24
事業貸出 (調整後事業 貸出)	75	75	28	11	11
不動産貸出	34	21	10	4	6
消費者貸出	23	18	2	4	9

(注) 1969年のグループ別内訳は1~11月計数。したがって、年間計数と突合しない。

資料：第5表に同じ。

(第9表)

事業貸出の伸び率

(単位・%)

	1968年	1969年	
		貸出債権 調整前	貸出債権 調整後
主要銀行340行	11.4	9.7	13.7
国際的規模の20行	11.2	10.4	16.0
主要地方銀行60行	11.3	9.9	12.3
その他地方銀行260行	11.9	7.6	8.0

資料：第7表に同じ。

た。

これを前記3グループ別にみると、規模の大きい銀行ほど証券投資の圧縮および貸出債権売却を積極的に行ない、事業貸出を大幅に増加させた(第9表)。すなわち、大銀行20行の69年の事業貸出増加率は10.4%と表面的には68年(11.2%増)以下にとどまっているが、貸出債権売却調整後では16.0%増と68年を上回っている。これに対し、「その他地方銀行」260行の増加率は貸出債権売却調整後でも8.0%と前年(11.9%)以下にとどまり、事業貸出に占める地方銀行のシェアは縮小した。

ハ、企業の資金調達状況

こうした状況の下で企業の資金調達がどのような姿となったかを一べつしておこう(第10表)。

69年中銀行の事業貸出は前年を上回る増加を示したが、設備投資の盛行(前年比11.5%増)を背景

(第10表)

法人企業の資金需要

(単位・億ドル)

	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年
資金調達	928	920	1,041	1,076	1,085
内部資金	612	615	625	625	620
未処分利益	230	200	176	145	105
減価償却引当	382	415	449	480	515
外部資金	249	294	310	378	380
社債・モーゲージ	144	192	187	164	265
株式	12	23	△ 8	43	65
銀行借入れ	79	64	96	109	15
その他	14	14	36	63	35
その他資金源	67	11	106	73	85
連邦税準備金	2	△ 41	37	8	15
その他債務	65	52	69	65	70
資金運用	847	829	980	1,004	1,030
固定投資	627	647	699	798	840
在庫	144	73	70	72	20
企業・消費者信用(ネット)	47	71	109	77	85
金融資産投資	10	38	1	34	40
流動資産	19	—	101	23	45
不突合	80	90	63	72	55

(注) 1970年は1～9月の年率。

資料: Federal Reserve Bulletin 1971年1月号。

とする企業の巨額の資金需要はもちろん満たされなかった。このため、企業は株式発行を増加し、また記録的な高金利を忍んで社債の発行規模を維持したほか、銀行借入れがしだいに困難化した69年後半には、コマーシャル・ペーパー発行による資金調達への依存を強めた。預金金利規制のためうまみの乏しくなったCDから市場証券へ資金がシフトしたことともあいまって、同市場の規模(銀行関連分を除く)は68年末の205億ドルから69年末には274億ドルへ急速に拡大した。

こうした企業の資金調達の動きを経済全体の資金の流れのなかでみると(第11表)、69年の企業の総資金調達額は、連邦政府を除く非金融部門の資金調達総額(919億ドル)のうち478億ドル、52.0%と、前年(46.5%)よりシェアを高めている。

(第11表)

総資金需給

(単位・億ドル)

	1968年	1969年	1970年1～9月(年率)
総資金調達	974	882	948
連邦政府	134	△36	131
国債	103	△13	139
政府機関債	30	△24	△ 8
連邦政府以外の非金融部門	841(100.0)	919(100.0)	817(100.0)
州地方政府	102(12.1)	89(9.7)	107(13.1)
家計	316(37.6)	316(34.4)	244(29.9)
企業	391(46.5)	478(52.0)	450(55.1)
法人企業	310(36.9)	378(41.1)	367(44.9)
非法人企業	52(6.2)	64(7.0)	54(6.6)
農業	29(3.4)	36(3.9)	29(3.5)
外国	30(3.6)	35(3.8)	16(2.0)
総資金供給	974(100.0)	882(100.0)	948(100.0)
連邦準備制度	37(3.8)	42(4.8)	49(5.2)
連邦政府	50(5.1)	27(3.1)	29(3.1)
商業銀行	390(40.0)	94(10.7)	294(31.0)
その他金融機関	335(34.4)	309(35.0)	357(37.7)
企業	90(9.2)	114(12.9)	△39(△ 4.1)
家計	54(5.5)	188(21.3)	160(16.9)
外国	25(2.6)	20(2.3)	84(8.9)

(注) カッコ内は構成比(%)。

資料: 連邦準備制度理事会, Flow of Funds 1970年11月。

一方資金の供給側では、69年には銀行のウェイトは全体の10.7%とさすがに大幅に低下した(前年40.0%)。これは、銀行の売却証券を家計部門が購入したほか、企業が銀行以外からの資金調達をふやしたなどによるもので、その結果直接金融の割合は68年の25.6%から54.3%に高まった。

(3) 達成されなかった貯蓄金融機関の保護

預金金利最高限度据置きの一ま一つのねらいは、貯蓄金融機関の資金量確保にあった。たしかに、69年には66年のような貯蓄金融機関から銀行への預金シフトは起こらず、その限りでは効果をおげた。しかし、預金金利の最高限度と市場金利との開きが異常に大きくなった結果(第1図)、銀行のみならずこれら貯蓄金融機関からも預金が市場証券等へシフト(いわゆる disintermediation)したため(注9)、69年の貯蓄金融機関の預金増加率は3.6%(68年6.2%)にとどまり、とくに下期にはわずか年率1.4%と著しい不振に陥った。前述の銀行の預金以外の資金吸収の動きと考え合わせると、貯蓄金融機関預金の市場証券へのシフトのなかには、実質的に銀行へのシフトであるものも少なくなかったと考えられる。結局、預金金利規制によ

(第12表)

相互貯蓄銀行主要勘定増減(Δ)率

(単位・%)

	年 1965	年 1966	年 1967	年 1968	年 1969	年 1970
住宅抵当貸付	10.2	6.2	6.6	5.9	4.7	3.6
その他貸付	16.6	25.1	11.6	17.0	29.6	24.9
政府証券	Δ 5.3	Δ 13.1	Δ 9.3	Δ 11.2	Δ 14.0	Δ 3.1
社債その他	1.4	10.6	43.1	24.4	6.3	13.9
総資産=総負債	7.4	4.7	8.8	7.2	4.2	5.8
預金	7.4	4.9	9.3	7.3	3.9	5.8
その他債務	13.7	Δ 0.9	13.1	8.9	15.7	13.9

資料: Federal Reserve Bulletin 1971年2月号。

(注9) コマーシャル・ペーパーの利回りが69年9月末に預金金利を約4%上回るに及び、多数の小口投資家がこれに殺到したため、フォード・モーター金融会社(Ford Motor Credit Co.)では、記帳の手間を省くため手形額面の最低単位を5,000ドルから25,000ドルに引き上げたこと伝えられる。

(第13表)

貯蓄貸付組合主要勘定増減(Δ)率

(単位・%)

	年 1965	年 1966	年 1967	年 1968	年 1969	年 1970
住宅抵当貸付	8.9	3.7	6.4	7.4	7.2	6.5
証券投資	6.4	4.7	18.3	21.2	Δ 2.7	16.5
総資産=総負債	8.6	3.4	7.2	6.5	6.1	7.9
預金	8.3	3.2	9.3	5.7	2.9	6.9
借入金	15.1	15.8	Δ 36.5	20.4	71.0	17.5

資料: 第12表に同じ。

る貯蓄金融機関保護の目的は、十分達せられたとはいいがたい。

このため、政府は、連邦全国住宅抵当協会および連邦住宅貸付銀行に市場で起債させ(69年中約60億ドル)、その資金で対貯蓄金融機関貸付あるいは住宅抵当証券買入れを行なわせるなど、住宅金融への特別の配慮を余儀なくされた。しかし、こうした措置をもってしても貯蓄金融機関からの預金流出を補いえず、住宅抵当貸付資金はしだいに枯渇し、金利水準の上昇ともあいまって、民間住宅着工件数は69年1月の187万戸(年率)をピークに70年1月の106万戸(同)まで急減した。

3. 預金金利最高限度の一部停止とその後の状況

(1) 預金金利最高限度の一部停止

預金金利規制による引締め効果は十分ではなかったが、総合的引締めの効果は漸次実体経済に浸透し、鉱工業生産は69年8月以来減少に転じ、実質成長率も同年第4四半期にはマイナスとなった。この間、銀行の預金以外債務増による資金調達も当局の規制強化によってしだいにむずかしさを増し、両々あいまって銀行貸出の増勢も漸次鈍

化した。このため、70年1月の連邦公開市場委員会は、「マネー・サプライおよび銀行信用のモダレートな増加を図る」と金融引締めの手直しに転じた。

こうした情勢の変化かたがた銀行の要望もあって、連邦準備当局は70年1月、1年9ヵ月ぶりに預金金利の上限を0.5~1.25%方引き上げた(最高は1口10万ドル以上で期間1年以上の単数満期定期預金の7.5%)。一方、短期市場金利は69年末をピークに漸次低下したため、銀行の大口CDは2月以降小幅ながら増加に転じた。

しかし、この程度の預金流入では銀行の流動性回復にはほど遠く、また企業収益の低下もあって、銀行の融資態度はむしろ慎重化したため、企業のコマーシャル・ペーパー市場依存度が異常に高まった。こうしたおりから70年6月にペン・セントラル鉄道が破たんしてそのコマーシャル・ペーパーが償還不能となるや、同市場に対する不安感が増大した。その結果、同市場に依存している他の企業の借換え困難化を通じて、全金融市場に動揺が波及することが懸念された。このため、連邦準備制度理事会は急きよ6月23日、1口10万ドル以上で期間30~89日の単数満期定期預金の金利規制を、24日以降当分の間停止することを決定した。同理事会は、「金融市場に不安感が生じつつあるのに伴い、銀行に対する短期借入れ需要が異常に増大する可能性があるので、この際銀行がこれに応じよう配慮することが市場調整上望ましいと判断した」と説明した。

(2) 70年中の定期預金増加と金融市場の正常化

短期・大口預金金利の規制停止後、銀行はただちにその金利を市場金利(3ヵ月ものTB 6.7%程度)を上回る8%程度に引き上げたため、再びCDの魅力が増し、信用不安が生じたコマーシャル・ペーパー市場からの乗り換えも加わって、CD残高は急増をみた。CD残高はすでに70年2月(103

億ドル)をボトムに同年6月末までに約27億ドル増加していたが、金利規制の一部停止後には7月だけで49億ドル、同年12月末までに129億ドル増加して259億ドルに達し、従来のピーク(68年12月243億ドル)をも上回るに至った。

こうしたCD預金の増加かたがた景気鎮静に伴う企業の借入れ需要の落ち着きから、銀行は前年中著増した預金以外の債務を大幅に返済しはじめた。ユーロ・ダラー取入れ残高は70年末には77億ドルとピーク時(69年11月約150億ドル)に比べて半減し、また、銀行関連会社のコマーシャル・ペーパー発行残高も、70年8月に新たに支払準備制度の対象となって以来急減し、ピーク(70年7月末)の78億ドルから70年末には23億ドルまで減少した。これに伴い、銀行の関連会社に対する貸出債権売却残高も、ピーク(70年7月末)の80億ドルから70年末には27億ドルに減少した。

コマーシャル・ペーパー市場の給残高も、上記のほか、ペン・セントラル鉄道破たんにより投資家が慎重化したこと、および銀行借入れが容易になったことを反映し、70年5月末(397億ドル)をピークに同年11月末には340億ドルに減少した。

以上のように、預金金利規制の一部停止後、金融市場の正常化が進んだ。

4. 預金金利規制の問題点

(1) 預金金利規制に伴う弊害

預金金利規制の選択的運用は、主要銀行の貸出抑制および貯蓄金融機関の保護というねらいのいずれをも十分達成しえなかったのみならず、以下のような種々の問題をひき起こしたことが指摘されている。

第1は、非効率かつ不安定な資金の流れが増大したことである。

すなわち、「銀行も企業も不慣れな資金源に依存しなければならなかったため、資金調達金利は

金融市場が自由に動いていた時より高かったに相違なく、市場の効率をそこなう結果となった」(注10) ことである。

また、コマース・ペーパーは元来CDより信用度が劣ることはいなめない。発行企業数の急増(67年末の367社から69年末には651社)に伴って中には信用上問題のある企業も含まれるようになり、同市場の急膨張が金融市場全体を不安定にした面がある。

第2は、中小銀行および小口預金者に対する不公平の問題である。

前述のように、大銀行ほど預金流出が著しかったため、主要行を中心に、預金金利規制のこうした運用は一部銀行に不当な負担を強いるもの、との批判が強まった。もっとも、コスト面を別にすれば、これらの銀行は預金以外のルートで多額の資金を調達することができた。とくにユーロ・ダラー借入れについては、20大銀行だけでその9割を占めるという上位行集中が目だった。したがって、銀行組織全体としては預金流出額とユーロ取入れ等の額が見合っていたとしても、これらの新しい資金吸収手段に疎遠な中小銀行から流出した預金が、ユーロ市場等を通じて大銀行に集中する結果になったことはいなめない。この点は、69年後半に至って深刻な問題となった。

また、大企業等大口預金者はユーロ・ダラーや市場証券にシフトして高利回りを享受しえたが、小口預金者のなかには、金融知識の不足、あるいは市場証券の最小取引規模(注11)が大きく、また手

数料コストもかさむなどの事情から、これらの市場に参加できないものも少なくなかった。この点に関し、「政府は預金金利規制によって、政策的に小口貯蓄者に対するインフレーション補償を拒否している。インフレ期に貯蓄者に対して競争原理に基づく自由な金利を与えないような政府は、道義心を欠くといわざるをえない」(トービン・エール大学教授)(注12)との批判がある。

第3は、預金金利規制によって金融統計がこう乱され、金融政策運営の目標指標としての意味が薄れてきたことである。

たとえば、連銀が銀行信用の代用指標(bank credit proxy)として重視していた加盟銀行準備対象預金は、預金以外債務の増大につれてそのままでは使えなくなった。

また、「預金金利規制の影響で定期性預金が市場証券へ大幅にシフトしたのに伴い預金者の流動性が減じ、預金者は流動性補てんのため定期性預金の一部を要求払預金にシフトした。この結果69年には、預金金利規制がなかった場合より、 M_1 (現金通貨+要求払預金)の伸びが M_2 (M_1 +銀行定期性預金)のそれに比べて大きくなった。このため金融は M_1 で示されたより締まっていたし、 M_2 で示されたよりはゆるんでいたといえる。1970年にはこれと逆の動きが生じた。預金金利規制はこのように金融総量(monetary aggregates)をこう乱することになる」(フリードマン・シカゴ大学教授)(注13)として、預金金利規制の廃止が主張されている。

(注10) Wesley Lindow, Executive Vice President, Irving Trust Co., NY. の American Bankers Association, Hot Spring, Virginia, における講演, "Rate Ceiling are No Short Cut to Lasting Lower Interest Rates", 70年7月30日 American Banker 紙。

(注11) 財務省は70年2月15日、財務省証券の最低発行金額を従来の一ドルから10ドルに引き上げ、3月2日の入札から実施する旨を発表した。本措置は、TBレートが高水準に達するに及んで個人投資家の小口購入が増加したため発行費用が増高したのに対処したものであるが、同時に貯蓄金融機関の預金流出による住宅金融のひっ迫を防ぐとの配慮もあった。

(注12) James Tobin, "Deposit Interest Rate Ceilings as a Monetary Control", *Journal of Money, Credit and Banking* 70年2月号。

(注13) News Week 誌 1971年3月1日号 "Money—Tight or Easy".

第4は、国際収支面への影響である。預金金利が低く押えられた結果、多額の預金がユーロ・ダラーにシフトしたことは前述のとおりであるが、これが米国の流動性ベース国際収支を実勢以上に悪化させ、対外的に悪印象を与えたことはいなめない。

(2) 残された諸問題

イ、短期・大口定期預金金利の規制

70年6月に停止されたままの大口定期預金(30～89日もの)の金利規制が、復活されるのかどうかが明らかでない。短期金利の水準が預金金利の最高限度を大幅に下回るに至った現状では、いずれにせよ差し迫った問題ではないので、今後再び金利水準が上昇した時に検討されることとなる。しかし、69年の預金金利規制の選択的運用が所期の効果をあげえず、また信用配分および公平の点で種々の問題をひき起こしたところからみて、連邦準備当局がこれを引締め補完手段として再び用いる可能性は少ないとみられる。

市中銀行筋では、「預金金利規制をどう運用しても銀行はなんらかの手段で貸出資金を調達するからあまり意味がなく、連邦準備当局は伝統的政策手段で資金総量を調整しさえすればよいのである」(ロジャーズ全米銀行協会会長)と強調している。同様にトービン教授も、「定期性預金金利の上限引上げは、要求払預金から定期性預金へのシフトにより銀行準備を若干解放する効果を持つが、いずれにせよ微々たるものであり、連邦準備当局は支払準備率あるいは公開市場操作により容易にこれを相殺しうる」(註14)と指摘している。

また連邦準備制度理事会のバーンズ議長は70年4月、「銀行業務は、公共の福祉に反しないかぎり、市場原理に基づき自由に営まれることが肝要である。銀行は各種規制によって縛られすぎている。なかんずく預金金利最高限度規制については、再検討の機が熟していると思う。銀行預金をコントロールする手段としてこれを用いることは改めるべきであろう」(註15)との見解を表明している。

なお、連邦準備制度理事会等に預金の1口金額別に金利を規制する権限を与えている預金金利規制法は、ほぼ1年ごとの時限立法で小刻みに延長されてきており、恒久立法を求める同理事会の要望は議会により退けられてきた。さらに銀行筋には、連邦準備制度が必要な時にだけ預金金利規制を発動するという、いわゆるスタンドバイ権限(61年通貨信用委員会報告や62年サクソン報告等で勧告されたもの)に改めよとの意見もある。

ロ、銀行貸出の選択的規制手段の模索

預金金利規制による大銀行の貸出抑制が実効をあげえなかったため、他の手段を模索する動きがみられる。

第1は、プリンマー連邦準備制度理事会理事の「貸出」準備率構想(註16)である。本構想は、事業貸出、住宅貸付、州・地方団体貸付等の貸出種類別に、基準時からの増加分にそれぞれ適当な準備率を課すことにより、全般的ないし選択的な貸出抑制を図ろうというものである。これについて銀行筋には、「預金金利規制の廃止というかねての主張が実現するとしても、資金運用面に新たな規制が加えられるのでは、結局銀行にとって不利に

(注14) 前掲論文(注12)に同じ。

(注15) 前掲講演(注6)に同じ。

(注16) 1970年4月1日 San Francisco, California における講演、「The Banking Structure and Monetary Management」

(注17) 1971年1月14日 The Conference Board における First Boston 社のエコノミスト Wojnilower の講演、「The Environment of the 1970's,—Can Capital Market Controls be Avoided?」

なる」(注17)との感じがある。また、連銀内部にも、社会的優先度を判断することは中央銀行の任務ではないとの反対意見があり(たとえばヘイズ・ニューヨーク連銀総裁)(注18)、目下のところ実現の可能性は必ずしも強くないようである。ただし、71年2月にはフランスで「貸出」準備率制度が設けられた(未発動)こともあり、今後これに関する議論が再燃する可能性はあろう。

第2は信用の直接統制である。議会は1969年12月、民主党議員の主張を入れて、預金金利規制法を延長する法律の付帯条項として信用統制条項を盛り込んだ。同条項は、大統領は必要とあれば、連邦準備制度理事会に銀行貸出量の規制等の信用統制を行なわせることができることとするものである。しかし、政府・連邦準備当局とも、この権限を発動する意図はないと言明している。

ハ、貯蓄金融機関の保護策について

預金金利規制は、貯蓄金融機関から銀行への預金シフトを防ぐという点では、一応効果があったとみられている。大口預金に対する金利規制の一時停止後も、小口預金の金利規制が維持されたのはこのためである。

しかし、高利回りの市場証券への資金流出が起こって、結局は住宅金融はひっ迫した。

このため、貯蓄金融機関の住宅抵当貸付金利を既契約分についても市場金利の変化に応じて変更しうるようにする(ヘイズ総裁)(注19)とか、あるいは貯蓄金融機関の消費者信用分野等への進出を認めてその資産の多様化を図る(トービン教授)(注20)などにより、銀行との競争条件を同一にし、預金金利規制は段階的に廃止することが望ましいと提案されている。

(注18) 1970年5月21日 New Jersey Bankers Association, Atlantic City, New Jersey における講演、“Recent Developments in Banking Structure and Monetary Policy”

(注19) 前掲講演(注18)に同じ。

(注20) 前掲論文(注12)に同じ。