

## 米国の預金金利自由化と金融政策

### 〔 要 旨 〕

1. 米国では、50有余年にわたって実施されてきた預金金利規制が本年10月をもって事実上撤廃されることとなった。この間、連邦準備制度はこの預金金利規制を、金融引締めの一手段(預金金利を市場金利より低い水準に止めおくことによって銀行の資金調達力ひいては貸出余力を低める)として利用したこともあったが、70年代以降はむしろ預金金利自由化を積極的に推進する立場をとった。これは金融政策手段としての預金金利規制の効果が疑問視されたうえ、その弊害(資金配分の歪み、資産運用面の不公平等)が強まったためであり、この頃から金融政策の運営に当っては、より広範な流動性コントロールを通じる金利メカニズムの活用が図られた。
2. もっとも、預金金利の自由化により付利自由な決済性預金が段階的に導入された結果、①決済通貨である  $M_1$  を正確に定義するのが困難となり、②通貨需要の構造的な変化によってマネーサプライと実体経済との間の関係も不安定となったうえ、③通貨需要の金利弾力性の低下から  $M_1$  のコントロールが難しくなる、といった問題が生じている。こうした事態に対し連邦準備制度は、当面  $M_1$  より広義の  $M_2$ 、 $M_3$  に重点をおいたマネーサプライ管理に切替えることなどで対処しているが、今後とも金融変革が続く予想のもとで、新たな角度から政策運営方法の検討をせまられているのが実情である。
3. 連邦準備制度は預金金利自由化の過程で市場のニーズにただ受動的に応じたのではなく、これを機会に支払準備制度の対象範囲を拡大するなど金融政策の有効性を確保するための布石を打ってきた。米国の金融自由化は預金金利規制の撤廃により一つの段階を終え、今や銀行と証券の垣根問題や銀行の州際業務規制の問題が中心的課題となってきたが、連邦準備制度はこれについても、たとえば証券会社による決済性預金の取扱いは決済機構の安全性を損いかねないとしてこれに反対するなど、金融政策の確たる運営基盤を維持することが極めて重要であるとの立場から強い態度で臨んでいる。

## 〔目 次〕

はじめに

### 1. 預金金利規制の推移と金融政策

#### (1) 金融政策手段としての預金金利規制

——60年代後半

#### (2) 預金金利規制の弾力化 ——70年代

### 2. 預金金利の完全自由化と金融政策に及ぼす影響

#### (1) 預金金利の完全自由化

#### (2) 預金金利の完全自由化に至る経緯

#### (3) 金融政策上の問題点

### 3. 今後の金融自由化の流れ

——むすびに代えて

## はじめに

周知のように米国の金融制度は目下大きな変革の下にある。1930年代以降50年余にわたって実施されてきた預金金利規制は本年10月にはほぼ完全に撤廃される計画になっている。また、銀行と証券会社の業務分野、あるいは銀行の州際業務等の面での制度改正も盛んに論議され始めている。こうした金融制度の変革は、金融機関の行動や金融市場のあり方だけでなく、企業や家計の支出活動や資産選択の態様にも広汎な変化をもたらす性格のものであり、このため連邦準備制度の金融政策運営にも大きな影響を与えつつある。

米国の金融制度は今後もかなりの変革を続けるものと予想されているが、本稿では預金金利の自由化がほぼ完了したとみられる現時点で、連邦準備制度がこれにいかに対処しつつ金融政策の有効性を確保しようとしてきたかを跡付けるとともに、残された未解決の政策課題にどのように取り組んでいるかを概観することとした。

## 1. 預金金利規制の推移と金融政策

### (1) 金融政策手段としての預金金利規制—60年代後半

米国では、商業銀行に対しては1933年から、また貯蓄金融機関(相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合)に対しては1966年から、それぞれ定期性預金金利の上限規制が実施されてきた(注1)(なお商業銀行のみが取扱う要求払預金については付利禁止)。こうした預金金利規制は、当初預金金利引上げ競争によって商業銀行の経営が不安定になることを防ぐことがねらいとされていたが、その後60年代に入りむ

(注1) 米国の預金金利規制体系は、商業銀行については連邦準備制度(いわゆるレギュレーションQ)と連邦預金保険公社が、また貯蓄金融機関については連邦住宅<sup>(1)</sup>貸付銀理事会等がそれぞれ規制監督の任に当たるという仕組みとなっているが、規制変更の際はこれら監督機関が相互に協議することが法的に義務づけられており、実際に規制変更を行う場合、金融政策に責任を持つ連邦準備制度がイニシアティブをとってきた。

しろ貯蓄金融機関を商業銀行との預金獲得競争から保護し、同機関の主な融資業務である住宅金融の円滑化を図るという目的が強く意識されるようになった(貯蓄金融機関の預金金利上限は1966年の規制導入以来、一貫して対応する商業銀行預金の金利上限より0.25～0.5%高目に設定されていた——“rate differential”)。

こうした中で、連邦準備制度は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のアベイラビリティをコントロールする機能を持つ点に着目、60年代後半にはこれを金融政策の一手段として活用した。すなわち、連邦準備制度は1966年および1969～70年の金融引締め期において、貯蓄金融機関から銀行への預金シフトによって住宅金融が不円滑となるのを防ぎつつ銀行の資金調達力を弱めることによってその信用供与を抑制することを企図し、預金金利の上限を市場金利以下の水準のまま意図的に据置いた。

しかしながら、預金金利規制を通じる銀行貸出の抑制および住宅金融への資金配分確保といった当局のねらいは、次のように十分には達せられなかった(第1図)。

① 市場金利が預金金利を大幅に上回ったため、銀行の定期性預金、就中大口CDは著しく減少した。しかしながら銀行は金利規制の適用を受けず、しかも当時は支払準備の対象にもなっていなかったユーロ・ダラー借入や子会社を通ずるコマーシャル・ペーパー(CP)の発行、さらには手持債券の買戻し条件付売却(RPs)等預金以外の資金吸収手段を活用し、企業の旺盛な資金需要に応じた。

② 一方貯蓄金融機関においては、銀行への預金シフトは起らず、その限りでは当局の意図どおりとなったが、市場金利の上昇から預金がCP、TB等市場証券へシフトし、いわゆるディスインターミディエーションが起った(第1図、1960年初～秋頃、1969～70年初の各期間)。このため銀行のように他に有力な資金吸収手段がなかった貯蓄金融機関は資金不足に陥り、住宅金融は円滑さを欠くようになった。

## (2) 預金金利規制の弾力化—70年代

### (預金金利自由化論議の高まり)

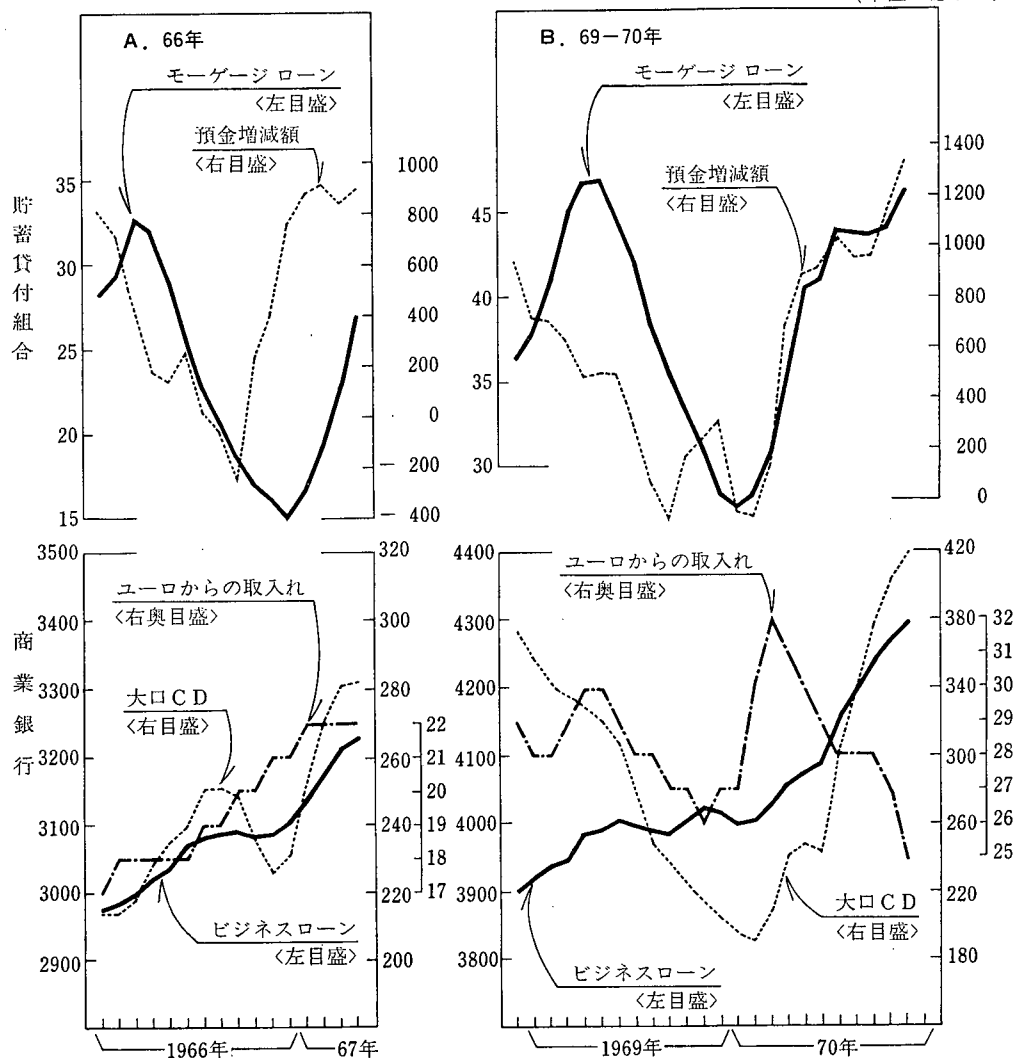
70年代に入ると、預金金利規制については、住宅金融への資金配分を確保するという点でも、また銀行のアベイラビリティ低下を通じる金融引締め手段としても効果が疑問視されるようになった一方、次のようにそれによる弊害も目立つようになってきた。

① 前述のように預金金利規制の下でも銀行はユーロ・ダラー等他の資金吸収手

〔第1図〕

## 66、69年の引締め期におけるディスインターミディエーション

(単位・億ドル)



(資料) 連邦準備制度“Federal Reserve Bulletin”、連邦住宅貸付銀行理事会“Journal”

段を利用して貸出資金を獲得し得たとはいえ、それは大手銀行を中心としたものであり、中小銀行や貯蓄金融機関はそうした手段を必ずしも十分利用できず、預金の減少はそのまま貸出能力の低下につながりやすかった。また、その結果中小銀行からの借入に依存している中小企業は引締めめのしわ寄せを大きく受けるなど資金配分面で不公平を招いた。

② 市場金利が預金金利を上回って上昇した際、大口預金者は資金を市場証券等高利回りを享受できる金融資産にシフトさせることが可能であるのに対し、小口預金者はそうした高利回りの金融資産を取得するにたただけのまとまった資金

や情報がないため、相対的に低金利の預金以外に資産運用の道がなかった(資産運用面での機会不均等)。

③ 預金金利規制の結果、銀行は個人預金獲得に際し景品の配付とか小切手手数料の減免といったいわゆるインプリシット・インタレストを積極的に活用するといったかたちで非価格面での競争が激化してきた。

こうした弊害に対する批判の高まりを反映して、70年代に入ると政府や議会の一部で金利自由化論議が高まった。具体的には1971年のハント報告を皮切りに73年にはニクソン勧告、75年にはロイス報告等の中で預金金利の自由化が提唱され、これを受けて連邦議会でも「73年金融制度改革法案」、「75年金融機関法案」等が上程(注2)されるなど預金金利規制体系の見直しを求める動きが活発化してきた。

(注2) 70年代前半における米国の預金金利自由化を巡る議会筋等の動きは次のとおり。

報 告 書・法 案	年 月 日	金 利 規 制 に 関 す る 事 項
○金融制度および規制に関する大統領委員会報告(ハント報告) Reports of the President's Commission on Financial Structure and Regulation	71. 12. 22	○ 現行の要求払預金の付利禁止措置は継続する。 ○ 預金金利規制を10年間かけて自由化し、その間スタンド・バイ権限を連邦準備制度に付与するが、10年後には撤廃する。
○米国の金融制度に関する報告(ニクソン勧告) Recommendations for Change in the U. S. Financial System	73. 8. 3	○ 要求払預金は現行通り付利禁止とする。 ○ 定期および貯蓄預金に対する金利上限規制を5年半以内に撤廃する。 ○ 商業銀行と貯蓄金融機関の間の金利上限の格差を、本勧告が立法化されてから1年半経過した後、4段階に分けて商業銀行の金利上限を引上げることににより、これを解消することとし、この間金利規制の撤廃を準備するものとする。
○1973年金融制度改革法案 Financial Institutions Act of 1973	73. 10. 12	○ ニクソン勧告とはほぼ同内容。
○金融機関と国民経済(ロイス報告) Financial Institutions and the Nation's Economy (FINE)	75. 11.	○ 要求払預金に対する付利禁止措置を廃止する。 ○ 定期および貯蓄預金に対する金利上限規制を5年以内に撤廃する。 ○ 新設する連邦預金金融機関委員会に、必要な場合において連邦準備制度理事会および連邦住宅貸付銀行理事会にはあったうえ連邦議会の審議を経て、金利規制を復活するスタンド・バイ権限が与えられる。
○1975年金融機関法案(上院案) Financial Institutions Act of 1975	75. 12. 11	○ 1978年1月1日以降、国法銀行および連邦貯蓄貸付組合等が、当座預金に金利を付することを認める。ただし連邦準備制度理事会は財務長官等と協議のうえ実施日を1980年まで延期することができる。 ○ 預金金利の上限規制を、当該法律制定時から5年半後に撤廃する。

(連邦準備制度、預金金利規制の弾力化を実施)

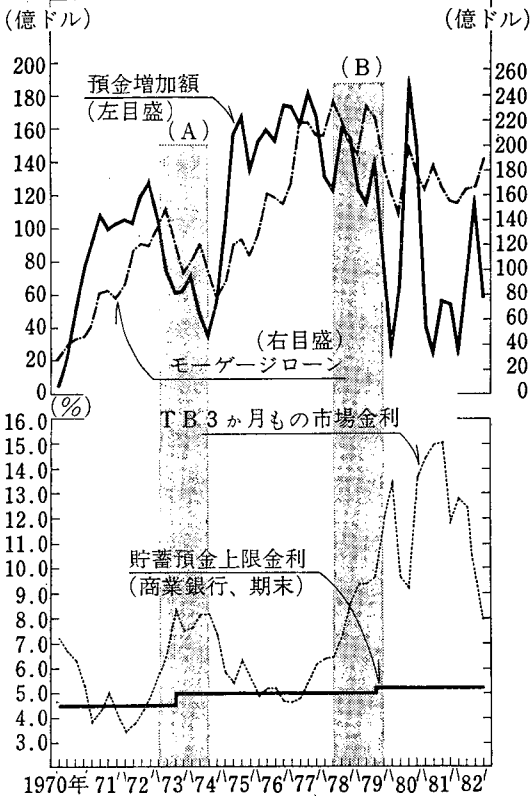
こうした状況下、70年代に入ると連邦準備制度内部においても預金金利自由化を支持する立場が強まった。例えば、就任したばかりのバーンズ議長は個人的見解とことわりながらも、「預金金利規制を金融政策手段として運用することについては再検討の機が熟しているように思う。金利規制を預金のコントロールにねらいを置いて補助的な金融政策手段として用いることは改めるべきであろう。預金金利が市場の動きによって決まるようになれば金融組織はもっと経済合理性に従って機能するようになる筈である」(70年4月連銀加盟銀行協会年次総会での講演)との意見を表明した。次いで1973年には、預金金利規制の段階的撤廃を盛込んだ「73年金融制度改革法案」の議会審議に際し、連邦準備制度のホランド理事(当時)は上院銀行委員会において「連邦準備制度としてはこの法案に賛成である」旨証言し(73年11月)、連邦準備制度として公式に預金金利の自由化を支持する立場を表明した(注3)。

このように連邦準備制度が預金金利自由化を進めることに前向きの姿勢を示しはじめた背景には、ヘイズ・ニューヨーク連銀総裁(当時)が指摘したように、「預金金利規制によって貯蓄金融機関を大量の資金流出から保護するのは当座しのぎにしかならないのみならず、金利規制を利用して経済の特定部門における資金配分を確保しようとすることは総需要を調節するという金融政策の基本目標に照らすとかえって有害ともなろう。従って連銀が預金金利規制の無理強いをやめるべき時期が近づいた」(70年5月ニュージャージー州銀行協会総会での講演)といったこれまでの政策のあり方に対する反省や、前述のような預金金利規制のもたらす弊害への認識の強まりという事情があった模様である。1970年以降、連邦準備制度がインフレ抑制の観点から次第にマネーサプライ・コントロールを重視しはじめたのも、それまでの預金金利規制を通じて資金のアベイラビリティに影響を与える方法への依存を低めると同時に、より広範囲の流動性をコントロールすることによって、そのもとで生じる資金コストの変化、すなわち金利メカニズムを活用する方向を目指し始めたことを示すものであろう。預金金利規制緩和の時代的背景のもとで連邦準備制度はそうした流れを積極的に支持しつつ、金利自由化の下での金融政策運営の方向を模索しようとしていたとみることができる。

(注3) 連邦準備制度はその後機会あるごとに預金金利自由化の推進を訴えており、例えば、75年には下院銀行委員会の「金融機関と国民経済に関する研究」と題する質問状に対し「貯蓄金融機関の体力増強に配慮しつつ、預金金利規制の撤廃を段階的に行う必要がある」と回答している。

〔第2図〕

貯蓄金融機関における預金、モーゲージローンの推移



(注) シャドウ部分は金融引締め期、ただし(B)は新金融調節方式導入時まで。

(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”  
連邦住宅貸付銀行理事会 “Journal”

預金金利規制撤廃法案は先に述べたように議会で何度となく審議されたにもかかわらず、貯蓄金融機関側の抵抗が強かったこともあって70年代を通じて結局成立をみるに至らなかったが、そうした中において連邦準備制度は自らの権限の許される範囲内で機会をとらえては預金金利規制を徐々に緩和する措置を打出した。

その主な例としては次の2つが挙げられよう。

#### ① 大口CDの金利自由化

1970年6月にペンセントラル鉄道倒産に伴う金融不安の払かりを防ぐ緊急避難的な措置として期間90日未満の大口CDの金利規制を停止したあと、73年5月に至り期間90日以上大口CDについても金利規制を停止した。この措置は、商業銀行の大口CDの満期構

成が短期化していたことを是正するためのものと説明されていたが、折しも金融引締め期にあり、こうした中で部分的にせよ預金金利の自由化を実施したことは、当局が資金調達コストの増大を通じて引締め効果の浸透を図るというねらいも持っていたのではないかと推察される。

#### ② 小口定期預金の金利自由化

この間、大口CDの金利自由化とほぼ時を同じくして、預金者間の公平を期する趣旨から小口定期預金(期間4年超、1口1千ドル以上)の金利自由化も実施された(73年7月)が、住宅金融コストの上昇回避を理由とした貯蓄金融機関の抵抗もあってわずか4ヵ月後(11月)に金利規制が復活した経緯がある。しかしながら連邦準備制度は、この引締め期間中(73年～74年)住宅金融機関において著しいディスインターミディエーションが発生した(第2図シャドウ部分A)経験を背景

に、78年の引締めの際には6ヵ月ものTB金利連動定期預金(いわゆるMMC)の導入に踏み切った。この結果、78~79年にかけて貯蓄金融機関は預金流出にさほど悩まされることなく住宅金融も比較的順便であった(第2図シャドウ部分B)が、反面では金融引締めの効果があらわれるのが遅れたとの批判も聞かれた。

## 2. 預金金利の完全自由化と金融政策に及ぼす影響

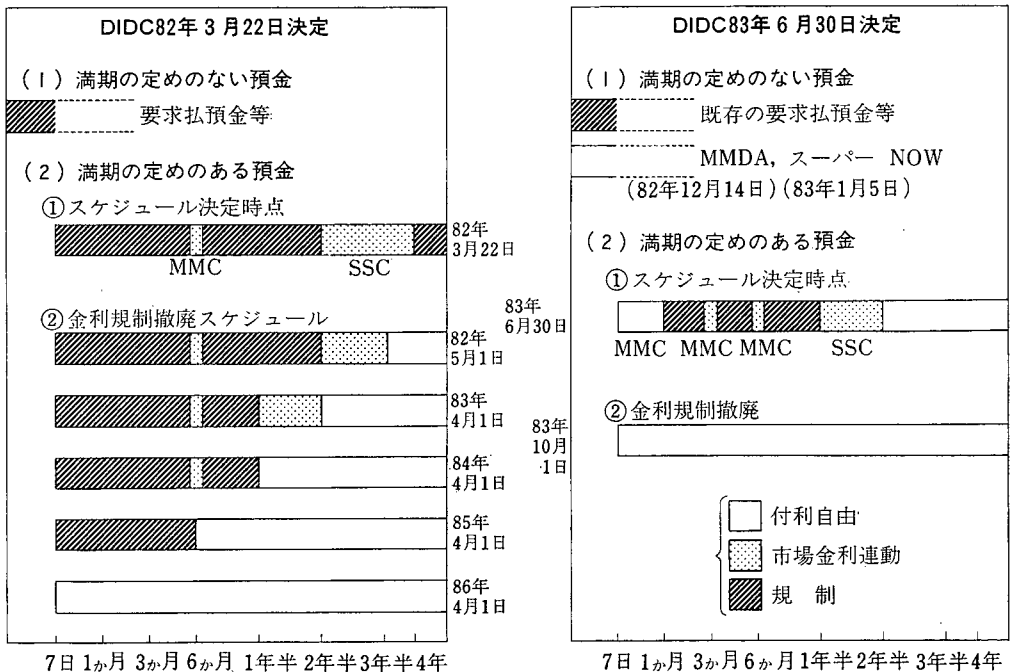
### (1) 預金金利の完全自由化

#### (「80年金融制度改革法」の成立)

以上のような経緯をたどってきた米国の預金金利規制は80年代に入ると急速に自由化の方向に進んだ。すなわち、その第1弾は1980年3月に「80年金融制度改革法」(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)が成立したことである。同法は米国金融制度の枠組みを大きく変更するという意味で「半世紀ぶりの大改正」とされているが、その中には、①預金金利規制を段階的に廃止し、86年3月末までに預金金利自由化を実現する(そのためのスケジュールは新たに設ける預金取扱金融機関規制廃止委員会<DIDC>——以下規制廃止委員会と略称——が定めるものとする)、②従来一部州で認められていた譲

〔第3図〕

預 金 金 利 規 制 撤 廃 ス ケ ジ ュ ー ル





渡可能払戻指図証書(NOW勘定)を全国の預金取扱金融機関(商業銀行および貯蓄金融機関)に認める、といった点が盛り込まれていた。

これを受けて規制廃止委員会は82年3月、①既存の定期預金金利規制には全く手をつけず、かわりに金利規制を適用しない新種定期預金を創設し、この新種定期預金の期間を短縮していく(82年5月から期間3年半以上→83年4月同2年半以上等々)とともに、②80年1月に導入されたSSC(2年もの財務省証券利回り連動定期預金)についてはその期間を短縮化する、といった方法により86年3月末までに定期性預金の金利を実質的に自由化する、とのスケジュールを決定した(注4)。その後本年6月に至り規制廃止委員会は同10月をもって一挙に預金金利を全面的に自由化する旨追加決定、この結果定期性預金金利の自由化は当初の予定(86年3月末)よりも2年半早く実現する運びとなった(第3図)。

なお、同法には上記預金金利自由化措置のほか、①支払準備制度の適用対象拡大(従来の連邦準備制度加盟銀行のみから全ての預金取扱金融機関に拡大)、②貯蓄金融機関の業務範囲の拡大(消費者ローンの供与、一部商工業貸付等を容認)、③連銀貸出の対象拡大(加盟銀行に加え支払準備の適用を受ける全ての預金取扱金融機関を対象)、④連邦預金保険公社等による預金保険限度額の引上げ(1件4万ドルから10万ドルに引上げ)等も盛り込まれているが、これらの措置はいずれも預金金利自

(第1表)

連邦準備制度加盟銀行の推移

	加盟銀行数	商業銀行全体に占める 加盟銀行預金シェア
年末		(%)
1960	6,174	84
1965	6,221	83
1970	5,767	80
1975	5,788	75
1976	5,758	74
1977	5,668	73
1978	5,593	73
1979	5,459	70

(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”

(注4) このように既存の預金金利上限規制には手をつけず、新種預金を創設してその付利を自由にするといったやや変則的なかたちがとられたのは次のような事情による。すなわち、規制廃止委員会は当初81年6月に規制廃止スケジュールを発表、その中では既存の金利規制を期間の長いものから漸次廃止していく方針であった。しかしながら、このことは当該自由化対象預金については貯蓄金融機関の rate differential も同時になくなることを意味し、もともと預金金利自由化に抵抗していた全米貯蓄貸付組合協会がこの点をとらえて、自由化スケジュールは違法であるとワシントン特別区連邦地裁に提訴した。その結果、同地裁が「規制廃止委員会には法律で定められた86年3月末まで議会の承認なく rate differential を廃止する権限はない」として自由化スケジュールの実施差し止めを命じたため当初スケジュールは破綻した。そこで、規制廃止委員会は「地裁の判決は既存の預金金利について rate differential を議会の承認なく撤廃することは違法であるとしたにとどまり、新種預金を創設しその付利を自由にとることで禁止したものではない」との解釈に基づき、新たな自由化スケジュールを編成したものである。

由化措置と密接に関連したもので (第2表)

ある。

すなわち、①については、金融革新や預金金利の自由化に伴う競争激化から銀行収益面への圧迫が強まるにつれ、連銀加盟銀行の間で準備預金保有によるコスト負担感が高まり、連邦準備制度を脱退する動きが目立っていたため、それだけ金融政策の直接的な効果の及ぶ範囲が狭まってきた(第1表)ことに対処したものである(注5)。

また、②の措置は、預金金利規制廃止によって資金調達コストが上

昇することに対し、貯蓄金融機関の体力強化をねらったものといえよう。事実これらの機関の行う住宅金融は長期かつ固定金利であったため、78年にディスインターミディエーションを回避すべくMMCが導入されて以降、調達コストの上昇から利鞘が急速に縮小し、81年には逆鞘にまでなったのである(第2表)。こうした資金運用面での制約を緩和することにより貯蓄金融機関の収益力は高まることが期待されている訳である。

さらに、③と④は、預金金利自由化によって金融機関が破綻した場合に備えて、公的セーフティ・ネットを拡充したものとみることができる。

#### 〔82年預金取扱金融機関法〕の成立

さらに1982年10月には、「82年預金取扱金融機関法」(Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982)が成立をみたが、同法は規制廃止委員会に対し証券会社が取扱っている決済性預金類似商品(MMF<後述>)と「同等で競合しうる」新種預金の創設を求めるものであった。これを受けて規制廃止委員会は、決済性を有しかつ付利自由なMMDA(82年12月)およびスーパーNOW(83年1月)の導入

貯蓄貸付組合(FSLIC加盟)の収益動向

期	営業収益 (注)	モーゲージ 貸出額	利 鞘	平均資金 調達 コスト	モーゲージ 貸出 利回り
78/1～6	百万ドル 2,722	億ドル 533	1.85%	6.54%	8.39%
7～12	3,002	550	1.75	6.79	8.54
79/1～6	2,584	492	1.47	7.23	8.70
7～12	2,484	496	1.24	7.71	8.95
80/1～6	507	257	0.41	8.77	9.18
7～12	285	456	0.35	9.11	9.46
81/1～6	△2,186	297	△0.56	10.31	9.75
7～12	△4,923	227	△1.46	11.53	10.07
82/1～6	△4,368	217	△1.08	11.49	10.41
7～12	n. a.	n. a.	△0.33	11.27	10.94

(注) 営業利益 : net operating income after cost of funds

(資料) 連邦住宅貸付銀行理事会 “Journal”

(注5) この点、連邦準備制度は早くから問題にしており、例えば、バーンズ議長(当時)が「準備率を上げれば、結局加盟銀行の減少傾向を促しかねず、連銀としては金融引締め手段として準備率上げが最善と思われた時でも他の手段に代えなければならない場合があった」(73年4月全米銀行協会での講演)として、加盟銀行と同様の支払準備制度を全ての預金取扱金融機関にも適用すべきであると訴えていた。

(第3表)

## MMDA およびスーパーNOWの概要

	MMDA	スーパー NOW	MMF
①最低預入残高	2,500ドル(1か月の平残)	同 左	規制なし(通常500～1,000ドル)
②預金金利	制限なし (残高 2,500ドルを下回る場合は5.25%を上限とする)		制限なし(ファンドの運用利回り)
③最低預入期間	制限なし ただし金融機関は最低7日間の引出し通知期間を設定する権利を有する。また1か月超の期間にわたって固定金利を支払う取極めをしてはならない。		制限なし
④振替・小切手振出	月6回まで うち3回までは小切手振出が可能	制限なし	制限なし (要求払預金口座を併設して小切手を振出すことが可能)
⑤追加預入	可能	同 左	可能
⑥スウィープ取極	可能		可能
⑦預金者への貸付	最低預入残高の条件を満たすために預金者に貸出を行ってはならない。		
⑧預入者資格	制限なし	個人、非営利団体および政府関係機関	制限なし
⑨受入金融機関	FDIC 加入商業銀行および相互貯蓄銀行、FS-LIC 加入貯蓄貸付組合	同 左	証券会社
⑩取扱開始	82年12月14日	83年1月5日	71年
⑪支払準備率	個人口座ゼロ 法人口座3%	26.3百万ドルまで3% " 超12%	対象外
⑫預金保険	付保(ただし10万ドルまで)	同 左	対象外

を決定した(第3表)。こうした決済勘定の金利自由化により、要求払預金についての付利禁止措置はその意味が薄れ、前述の定期性預金の自由化と合わせ、米国の預金金利規制は実質上ほぼ完全に撤廃されることとなったのである。

なお、同法には、経営難に陥った金融機関に対する救済手段の強化(連邦貯蓄貸付保険公社等による資本援助等)や貯蓄金融機関の業務拡大(商業貸付の容認)等の措置が盛り込まれており、上述の新種決済性預金の創設によるディスインターミディエーションの防止と合わせ貯蓄金融機関の経営危機を救済するねらいが

大きかったとみられている。

## (2) 預金金利の完全自由化に至る経緯

70年代を通じて容易に受入れられなかった預金金利自由化要請がここにきて一挙に実現をみたのは、インフレの高進等に伴い前述のような預金金利規制のもつ弊害に対する認識が広まったことや現行制度の枠組みの中ですでに崩壊的に進展してきた規制の緩和を追認する意味合いをもっていたことに加え、とくに1979年以降における金融政策運営方法の変更および70年代半以降におけるMMF等ノンバンクによる新種金融資産の急増といった事情を背景とするものであった。

### (連邦準備制度の新金融調節方式導入)

連邦準備制度は1970年1月の公開市場委員会で初めてマネーサプライを金融政策の運営目標として導入し、フェデラル・ファンド・レート等の市場条件(market conditions)と量的金融指標とをともに指針とする政策運営に転換した。その後運営目標の重点を漸次マネーサプライに移してきたが、そのコントロール手段としては1979年以前はフェデラル・ファンド・レートを操作目標とする方式を採っていた。しかしながら、1979年に至りインフレが予想外に高進したため、連邦準備制度は金融引締めを強化するとともに、マネーサプライ・コントロールの有効性を高めるため同年10月からその操作目標の重点を銀行準備指標におくこととした。この背景には、①インフレの進行により名目金利であるフェデラル・ファンド・レートの適切な水準を見出すことが困難となり、一旦ある水準の操作目標を設定しても結果的には予想以上のマネーサプライ増加が生じるなど、マネーサプライのコントローラビリティが低下したこと、②フェデラル・ファンド・レートの目標値変更が金融政策スタンスの変化を示す重要なシグナルと受取られるようになるにつれて、とくにその引上げの際には議会筋等からの政治的圧力が加わることが少なくなかったため、思い切った目標値の変更がしにくかったこと、などの事情があった模様である。

こうして新方式が導入されたあと、市場金利の短期変動は原則として放置されることとなり、短期市場金利は大幅な乱高下を伴いつつ急騰し(注6)、預金の金利上限と著しく乖離することとなった。このことは、結果的に預金金利自由化の必要性を広く認識させる効果をもったといえよう。

### (MMFの急増)

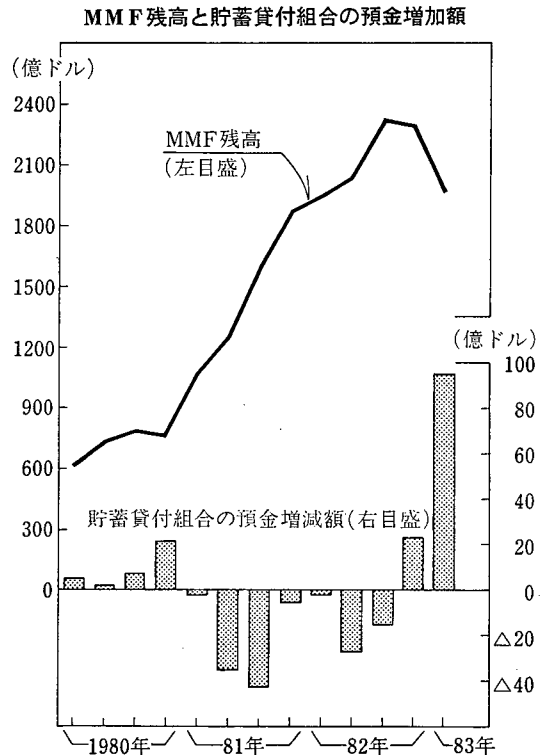
この間、70年代を通じて、インフレの進行に伴う家計、企業の金利選好の強ま

りを背景に様々な新種金融商品が開発されてきたが、その中でも目ざましい発展をみたのは証券会社が提供する短期金融資産投資信託(MMF)であった。このMMFは、①投資単位が小口(最低一口500～1000ドル、ちなみに大口CDは一口10万ドル、6ヵ月MMCは同1万ドル)であるうえ、②国債等市場証券に運用されていることから市場金利並みの高利

回りを享受できること、③さらに換金自由でかつ小切手振出しも認められる、といった特徴を持っている。このため、とくに1979年以降市場金利が高騰するにつれ急成長を遂げた(82年9月末残高は79年末比約4倍増)一方、これに十分対抗しうる金融商品を保有していなかった金融機関サイドの預金は伸び悩み(同期間における預金取扱金融機関の預金残高は1.2倍にとどまっている)、とくに貯蓄貸付組合においては81年以降約2年にわたり預金が純減するといった事態を招いた(第4図)。

このため、これまで資金コストの上昇を理由に預金金利自由化に反対していた貯蓄貸付組合も自由

〔第4図〕



(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”  
連邦住宅貸付銀行理事会 “Journal”

(注6) 新金融調節方式採用前後のフェデラル・ファンド・レートの変動を「F.F.レートと3ヵ月物TBレートとの乖離幅」の変動係数でみると、79年9月以前1.73、10月以降0.60と79年10月以降の方が小さい。すなわち、新方式移行前にあっては、連銀の操作変数としてある程度固定されていたフェデラル・ファンド・レートが79年10月以降は市場金利に連動して比較的自由に変動するかたちとなっている。一方、非借入準備(総準備－連銀貸出)の変動(前期比)をみると、79年9月以前の変動係数は1.62と高かったが、新たに操作目標とされた79年10月以降は変動が小さくなり、0.77と低下している。

新金融調節方式導入前後の  
操作目標の動き(変動係数)

	期 間	
	60/1～79/9	79/10～83/6
1. F.F.レートとTBレートの乖離	1.73	0.60
2. 非借入準備(前期比)	1.62	0.77

化に抵抗できなくなった。一方、連邦準備制度においても、こうした金融政策の枠の外で通貨に近いともいえる金融商品が急成長をみることは金融政策の尻抜けになるとして問題視し、こうしたMMFにも支払準備を賦課するよう議会に提案(81年6月のボルカー議長による議会証言)したが、これに対し証券側は連邦準備制度の傘下に組込まれることを危惧して反対した。この間、財務省は「MMF急増の原因は80年金融制度改革法における決済性預金の金利自由化が不完全である(同法によって81年以降NOW勘定が全国的に認可されたが、その上限金利は5.25%と貯蓄預金金利並に抑えられていた)ためであり、MMFに対抗するためには銀行等預金取扱金融機関に対し金利完全自由の決済性預金を認めるべきである」(リーガン財務長官)との考え方を打出していたが、上記のような経緯を踏まえて連邦準備制度もこれに同調するに至り、この結果MMDA、スーパーNOWが導入されたのである。

### (3) 金融政策上の問題点

#### (マネーサプライ管理の困難化)

こうした預金金利自由化、就中決済性預金の付利自由化措置により、それまでMMFの急成長に伴う預金取扱金融機関の資金吸収力低下には一応歯どめがかけられるようになった。金融機関側の新種預金商品であるスーパーNOWやMMDAはMMFに比べ、①金融機関側に支払準備積立てによるコスト負担がある(MMFは支払準備の対象外)、②預金者にとっては、預入最低限度がやや高く(2,500ドル)、③MMDAの場合決済性も制限される(小切手振出月3回まで等)といった不利な点はあった。しかしながら、金融機関は、①MMFは投資信託のため元本保証がないうえ預金保険の対象ともなっていない点を宣伝したうえ、②MMFが運用収益に対応した利回りとならざるを得ないのに対し、MMDAやスーパーNOWは金融機関が自由に付利できるメリットを生かし、当初MMFを上回る金利を付したことから、これら新商品の売行きは極めて好調に推移し、とくにMMDAの場合は取扱後わずか1ヵ月余りでMMFの残高を上回るに至った(第4表)。

なお、1981年から全国的に取扱が認められたNOW勘定も、貯蓄預金の金利上限(5.25%)が適用されていたため当初こそ売行きが鈍かったが、82年7月以降の全般的な金利水準の低下に伴って目立って増加してきている(80年12月残高269億ドル→82年12月1,013億ドル)。

しかしながら、こうした預金金利自由化の過程では各種金融資産の間で大幅な資金シフトが生じ、それがM<sub>1</sub>に重点を置いた連邦準備制度の伝統的なマネーサ

(第4表)

## MMDA、スーパー NOW、MMF の残高および金利

(単位・億ドル、%)

	MMDA		スーパー N O W		M M F	
	残 高	レート	残 高	レート	残 高	レート
82年12月	585	10.45	—	—	2,175	8.15
83年1月	1,908	9.43	154	7.84	2,018	7.92
2月	2,723	8.53	227	7.29	1,923	7.82
3月	3,195	8.12	259	7.07	1,859	7.77
4月	3,422	8.24	301	7.09	1,752	7.93
5月	3,571	8.12	302	6.97	1,703	7.81
6月	3,679	8.23	320	7.04	1,686	7.96
7月	3,686	8.43	329	7.11	1,656	8.36

(備考) 各月の第3水曜日に終わる週の平残および平均レート

(資料) 連邦準備制度 “Money Stock Measures and Liquid Assets”  
New York Times

プライ管理を次のような点から著しく困難にしていることは否定できない。

第1に、連邦準備制度が各種のマネーサプライ指標のなかでも決済性、あるいはコントローラビリティといった点から最も重視してきたM<sub>1</sub>統計(注7)についてその範囲をどのように定めるべきかの基準が不明確になったことである。

M<sub>1</sub>は現金・要求払預金などを決済勘定という共通点によって集計したものであったが、近年増減の

激しいMMFは決済性が高いにもかかわらずM<sub>2</sub>に分類されている。また82年12月から導入されたMMDAは現在M<sub>2</sub>に分類されているが、前述のようにかなりの決済性が与えられている。このように決済勘定への付利が一般化されてきた結果、決済手段と貯蓄資産の間の境界が不明確となり、この結果金融政策の運営に当たって目標とすべきM<sub>1</sub>(決済通貨)を正確に定義することも困難になっている。

第2に、マネーサプライ管理の金融政策にとって基本的な前提となっている通貨需要の安定性が損われてきていることである。ちなみに、M<sub>1</sub>とM<sub>2</sub>について近年の通貨需要の動きを振り返ってみると次のような大きな変化がみてとれる。

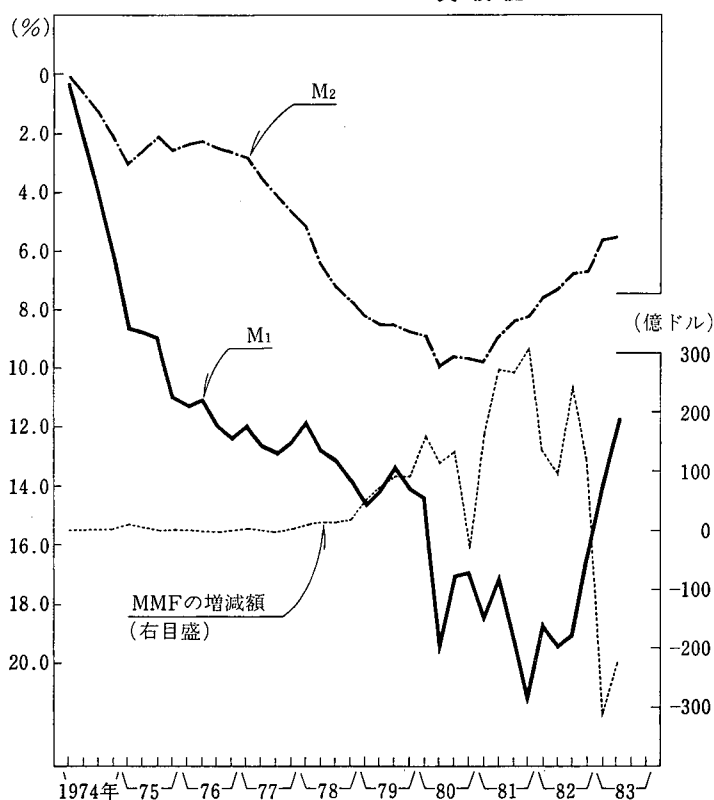
すなわち、70年代におけるインフレ高進過程を通じ企業や家計は金利に一段と敏感となってきたうえ、コンピューター等の利用により企業を中心とする資金管理技術も急速に向上したことから、これらの部門は手元現金や決済性預金の保有を極力圧縮し、有利子資産への投資を増加させてきた。このため、M<sub>1</sub>に対する需要は名目所得との関係でおおむね低下傾向をたどったのに対し、有利子資産を含むM<sub>2</sub>に対する需要は大幅な変動を伴いつつ平均的には横ばい圏内の動きを示していた。その後78年以降金利が上昇するにつれMMFが増大したのに伴い、これ

(注7) 中間目標とするマネーサプライについては、①最終政策目標(物価、雇用、生産)等との関係の密接さおよび安定性、②連銀のコントロールの正確性、③統計の正確性および速報性等を考慮して決められるが、米国においては従来から「一定の所得をファイナンスするために必要な貨幣や決済性預金の量はかなりの程度予測しうるとの考え方に立ち、コントロール目的からは狭義マネーに優位性がある」(連邦準備制度理事会事務局)としてM<sub>1</sub>が重視されてきた。

を含む  $M_2$  に対する需要は一転増加したが、 $M_1$  に対する需要は一段と低下することとなった。ところが80年代に入り前述のようにNOW勘定、スーパーNOW(いずれも  $M_1$  に含まれる)、MMDA( $M_2$  に含まれる)が導入されると、 $M_2$  に対する需要が一段と増加したうえ  $M_1$  に対する需要も急速な増加に転じ始めた。ちなみに、通貨需要が比較的安定していたとされる1960～73年における通貨需要関数を計測し、これを用いて74年以降における通貨需要の推計値と実績値の乖離をみると(第5図)、①  $M_1$  に対する需要は81年頃まで下方にシフトする傾向(第5図のうえでは推計誤差率の拡大)がみられたが、81年央を境に急激に上方にシフトしはじめている一方、②  $M_2$  については79年頃まで  $M_1$  ほどではないが下方にシフトしてきたあと、80年以降やはり上方へシフトし始めていることがはっきり読み取れる。この結果、とくに  $M_1$  の流通速度(名目GNP/ $M_1$  残高)は70年代を通じ上方トレンドを持っていたが、最近ではこうしたトレンドを大きく回く下る状態となって

〔第5図〕

$M_1 \cdot M_2$  の推計値誤差率  $\left( \frac{\text{推計値} - \text{実績値}}{\text{実績値}} \right)$



。推計式(期間1960—73)

$\ln(\text{実質 } M_1 \text{ および } M_2 \text{ 残高})$

$= a + b \ln(\text{実質 } M_1 \text{ および } M_2 \text{ 残高})_{-1} + c \ln(\text{T B 金利}) + d \ln(\text{実質 GNP})$

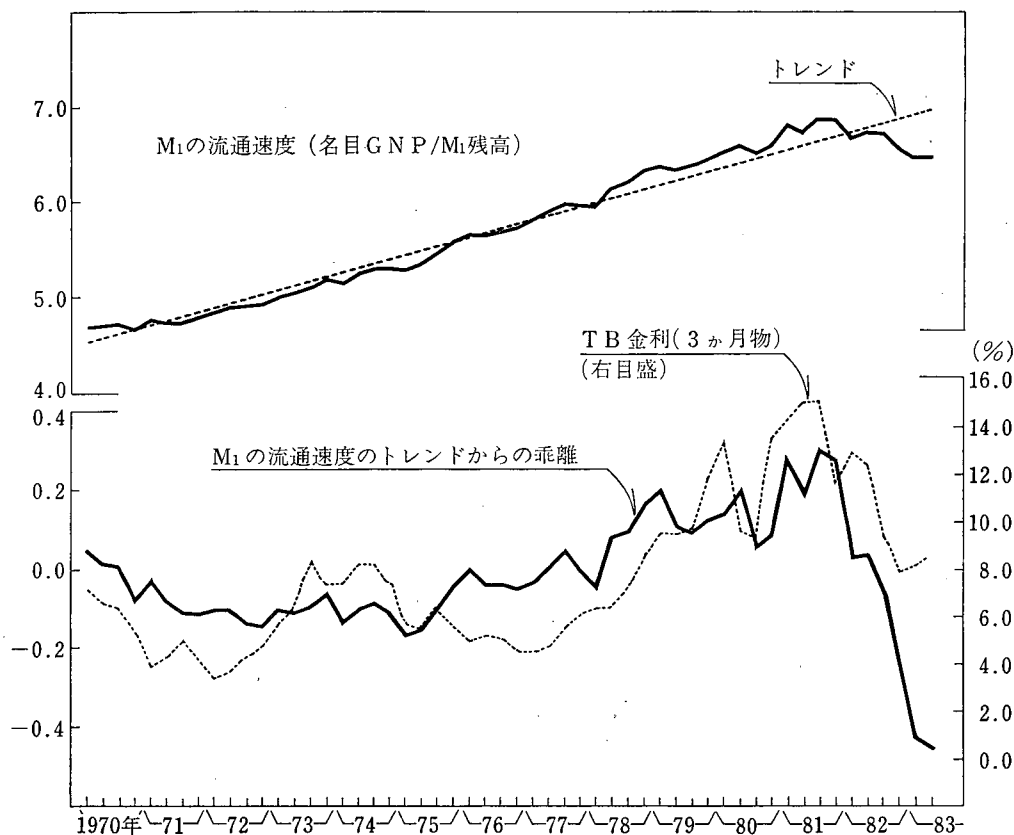
(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”

いる。また  $M_1$  の流通速度のトレンドからの乖離幅は通常金利動向で決定される(たとえば、金利が下落すれば  $M_1$  保有が増加するため流通速度がトレンドを下回る)とみられるが、82年半ば以降の下方乖離幅はこの間の市場金利低下では説明できないほど大幅なものとなっている(第6図)。

こうした通貨



〔第6図〕

M<sub>1</sub> の流通速度の推移

(資料) 連邦準備制度 "Federal Reserve Bulletin"、商務省 "Survey of Current Business"

需要ないし流通速度の構造的な変化は、マネーサプライと実体経済との間に従来とは異なる関係があらわれ、かつその関係が安定していないことを示している。このため、過去の経験を基にしてマネーサプライの目標値を適切に設定することが難しくなっただけでなく、実際にマネーサプライが目標値から乖離した場合、それが通貨需要のシフトによるものなのか、あるいは実体経済の変化を反映したものなのかの判断を困難にしていることは否めない。

第3には、通貨需要の金利に対する弾力性が低下する傾向にあるため、銀行準備指標の操作とそれに基づく金利変動を通じるマネーサプライのコントローラビリティが低下する傾向をみせていることである。従来、要求払預金に付利することが禁止されていた間は、市場金利が上昇すればM<sub>1</sub>に対する需要(流動性選好)が減退するという関係が明瞭であったが、近年利付決済性預金(NOW勘定等)が普及するにつれてM<sub>1</sub>に対する需要の金利弾力性は低下を示している(第5表)。最近になって、連邦準備制度が操作目標として最も重視している非借入準備とM<sub>1</sub>

(第5表)

M<sub>1</sub> の金利弾性値

期 間	73/ⅠQ—79/ⅢQ	79/ⅣQ—83/ⅡQ
長期弾性値 $\left(\frac{\alpha}{1-\gamma}\right)$	0.2824	0.1422

推計式： $\ln(\text{実質 } M_1 \text{ 残高})$   
 $= \alpha \ln(\text{CP 市場金利}) + \beta \ln(\text{実質 GNP})$   
 $+ \gamma \ln(\text{実質 } M_1 \text{ 残高})_{-1}$

係 数：

	73/ⅠQ—79/ⅢQ	79/ⅣQ—83/ⅡQ
$\alpha$	-0.0144(-2.48)	-0.0457(-2.78)
$\beta$	0.0097( 1.90)	0.0511( 2.49)
$\gamma$	0.9490( 19.71)	0.6786( 3.94)
R <sup>2</sup>	0.94	0.69
D.W.	1.3	2.4

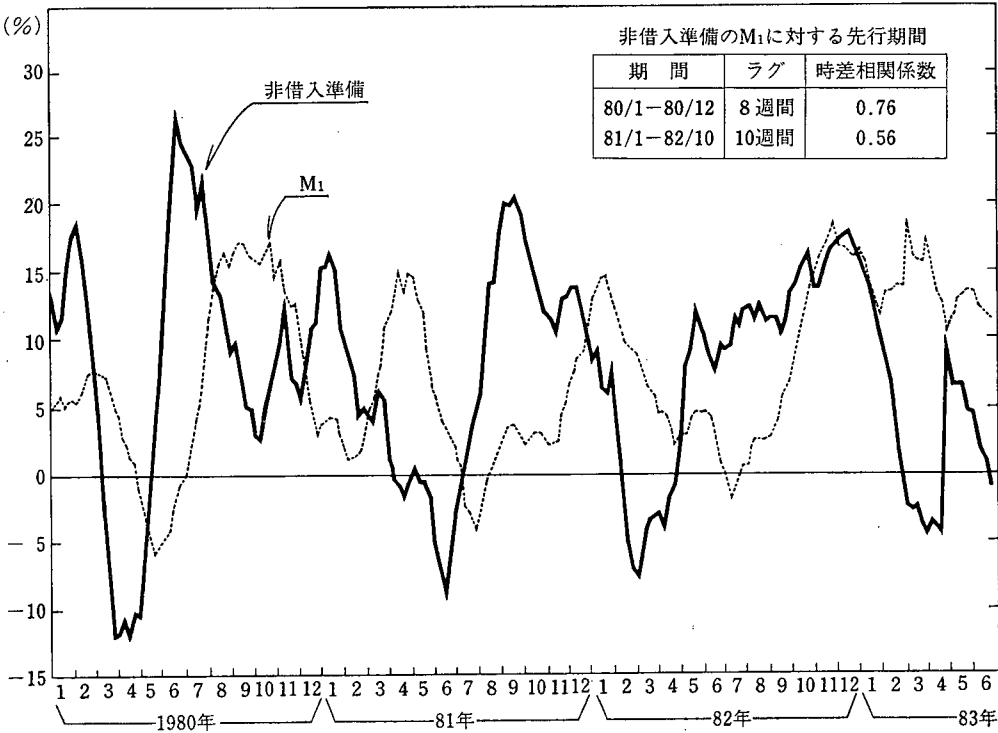
(注) ( )内はT値  
(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”  
商務省 “Survey of Current Business”

との間の相関関係が薄れ、前者が後者に影響を及ぼすまでの期間も長期化する傾向がみてとれる(第7図)が、これには非借入準備のコントロールによって市場金利が変動しても、それに対するM<sub>1</sub>需要の感応度が鈍くなっていることが影響しているように思われる。

(連邦準備制度の対応)

こうした状況下、連邦準備制度では「実体経済と通貨需要の関係が著しく不安定になってきているため、マネーサプライ増加目標値設定方式による金融政策の遂行は困難になってきている」(グラムリ

〔第7図〕 非 借 入 準 備 と M<sub>1</sub> の 推 移



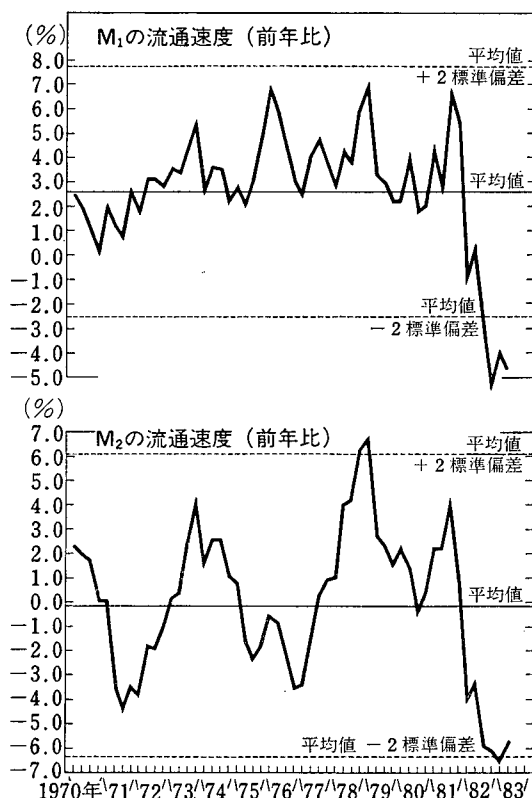
(注) 4週平残、13週前対比年率伸率  
(資料) ニューヨーク連銀週報

―理事、82年3月米州中央銀行総裁会議での講演)としつつも、「中間目標としてマネーサプライに代わりうる適切な指標はなく(注8)、現状ではやはりマネーサプライを中間目標とするのが適当である」(同)としてこれまでのところマネーサプライ管理方式の大枠を維持している。しかしながら実際の政策運営に当っては預金金利自由化等の影響に配慮し、かなり弾力的な対応を示しているのが最近の特徴である。

すなわち、まず第1に、82年10月以降連邦準備制度はマネーサプライのうち  $M_1$  の動きについては当面政策上重視せず、より広義の  $M_2$ 、 $M_3$  に着目するとの方針で臨んでいる(なお  $M_1$  の目標値について従来は「target」と位置づけていたが、本年7月の議会証言では「monitoring range」と称するようになっている)。連邦準備制度によれば、これは新種預金の導入に伴い  $M_1$  の動きが不規則になるおそれがあるのに対し、広義のマネーサプライであれば新種預金の導入に伴う金融資産間のシフトの影響をあまり受けまいとの考え方によるものである。事実、通貨の流通速度の変化率の推移をみると、 $M_1$  は過去平均値からの乖離が小さかったものの、ごく最近では平均値からの逸脱が著しくなっているのに対し、 $M_2$  はこれまで平均値からの振れは  $M_1$

〔第8図〕

## マネーサプライ流通速度の変化



(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”  
 商務省 “Survey of Current Business”

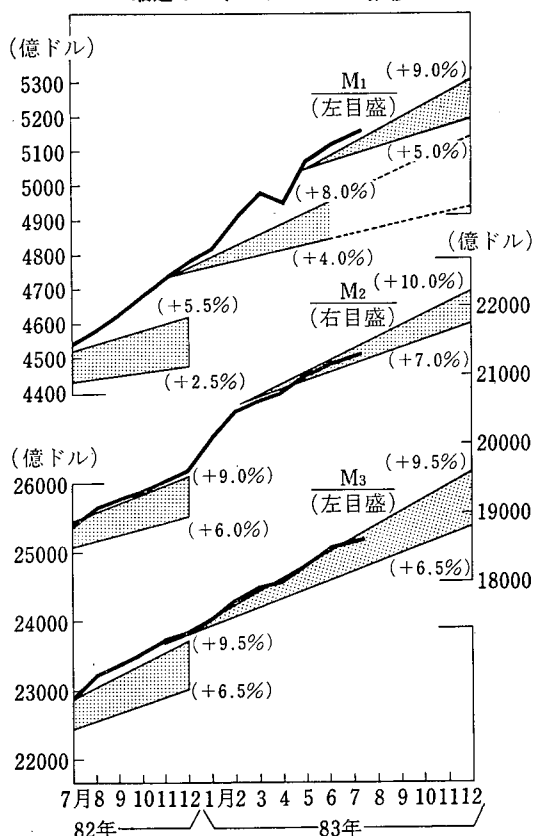
(注8) グラムリー理事によれば、「①マネタリー・ベース(現金+連銀預け金)は实体经济とのリンクが不安定であるし、②名目GNPも含めた広範な信用指標は速報性に乏しいなど問題があり、いずれもマネーサプライに代わる中間目標とするのは適切でない」としている。また中間目標を設定せず直接実質金利を操作するとの案に対しても、同理事は「実質金利計測の前提となる予想インフレ率の把握が困難であることに加え、引締めの際し量的金融指標の増加率引下げよりも直接の金利引上げの方が抵抗が大きいことも考え合わせると採用は難しい」と述べている。

に比べやや大きいものの、最近においても過去の振れ幅の範囲内にほぼ収まっている(第8図)。このことはごく最近に限ってみれば $M_1$ に比べ $M_2$ の方が実体経済との関係が相対的に安定していることを示しているといえよう。

また、本年初来 $M_1$ の増加率は年間目標値(82年10～12月を基準に+4.0～8.0%)を大きく上回って推移してきたが、連邦準備制度は本年7月、目標値の基準時を変更(注9)(83年4～6月)するとともに目標値自体も上げた(+5.0～9.0%、第9図)。これは、本年に入ってから $M_1$ のオーバーシュートは主として $M_1$ に占める利付決済性預金(NOW勘定、スーパーNOW等)のウェイト上昇に伴う通貨需要の変化が予想外に大きかったためとの判断によるものである(本年7月の議会証言)。ちなみに $M_1$ のオーバーシュートの要因を分析してみると(第10図)、その

〔第9図〕

最近のマネーサプライの推移



(注) シェドウは目標レンジ。

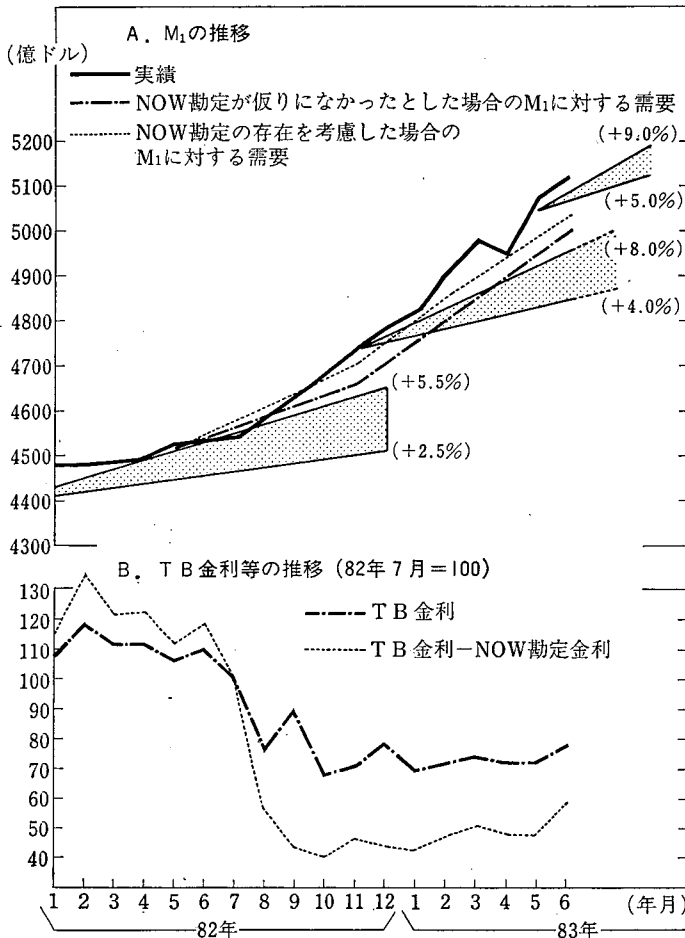
(資料) 連邦準備制度 "Money Stock Measures and Liquid Assets"

かなりの部分がNOW勘定およびスーパーNOWによって説明し得る結果となっている。

以上のように、連邦準備制度は預金金利自由化等に伴うマネーサプライ管理の困難化に対し、従来より柔軟な運営に切換えることで対処しつつあり、この点について金融市場の信頼は揺らいでいない模様である。しかし、規制廃止委員会が現在個人と非営利団体だけに認められているスーパーNOWへの預入を一般法人にも認める立法措置を議会に要請していることから推察されるように、決済性預金に占める利付部分のウェイトは今後一層増加する可能性がある( $M_1$ 需要の増加要因)。他方、データ通信技術の進歩に伴うファーム・バンキングやホーム・バンキ

(注9) なお、 $M_2$ については当初より新種預金導入の影響を考慮して本年の目標値設定にあたっては、その基準時を本年2～3月平均としている。

〔第10図〕

NOW勘定の普及に伴うM<sub>1</sub>需要に対する影響

・試算は次の式による(推計期間1960-73、 $R^2=0.9914$ 、D.W.=1.39)

$$\ln(\text{実質}M_1 \text{ 残高}) = -0.4175 + 0.8006 \ln(\text{実質}M_1 \text{ 残高})_{-1} - 0.0200 \ln(\text{T B金利}) \\
\quad [3.03] \quad [8.68] \quad [5.30] \\
- 0.1137 \ln(\text{貯蓄預金金利}) + 0.1147 \ln(\text{実質GNP}) \\
\quad [3.53] \quad [3.55] \quad [ ] \text{内はT値}$$

・NOW勘定の存在を考慮するケースは、T B金利をT B金利-NOW勘定金利とする。

・図Aの点線および一点鎖線の差がNOW勘定の普及に伴う通貨需要関数のシフト部分、点線と実線の差がスーパーNOW導入等による一時的要因に伴う振れと考えられる。

(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”

示すには至っていない。

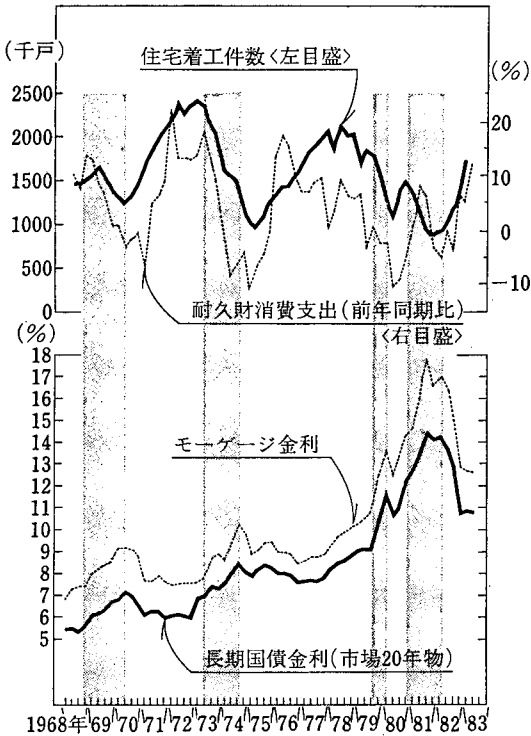
ただ、これまで明らかにされた連銀スタッフの検討資料等をみると、「預金金利自由化によって金融資産のほとんどが自由金利商品となるため(注10)、金融機関や企業・家計の行動に対する資金コストの変化を通じる政策効果はかえって強化されるはずである」(ニューヨーク連銀四季報、81～82年冬期号 “Monetary

ング等の普及が進めば企業や家計の資金管理は一層効率化することになる( M<sub>1</sub> 需要の減退要因)。このように金融制度の変革が続くなかで、今後当分の間米国の通貨需要が構造的な変動を繰返す可能性が強く、そうした不安定な状況のもとでは金融政策の運営方法を確立するのも容易なことではないと思われる。この点、連邦準備制度は様々な角度から検討を進めている模様であるが、現在までのところ明確な方針を

Control without Regulation Q”)といった考え方が示されており、こうした点からしてマネーサプライ管理のあり方も含め金利機能に一層依拠した政策運営の方向が模索されていると思われる。

ちなみに、米国における金利の総需要調整効果についてみると、もともと耐久財消費(とくに自動車購入)や住宅投資の金利感応度は極めて高く(第11図)、この点、81年夏以降の景気後退と本年初からの景気回復がいずれもこれら需要の変化

〔第11図〕  
耐久財消費支出、住宅着工件数と金利の推移



(注) シャドウ部分は金利急騰期。  
(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin”  
商務省 “Survey of Current Business”

を契機にもたらされた面が大きいことで改めて実証されたといえよう。また在庫投資の変動が金利に対して敏感なことはよく知られているが、企業の設備投資についても資本コストの動向がある程度のラグをおいてかなりの影響を及ぼしていることが検証できる(第12図)。このようにみえてくると、金利の変動幅如何にもよるが米国の総需要はかなりの程度金利に感応的とみることができよう。

3. 今後の金融自由化の流れ——  
むすびに代えて

以上のように、連邦準備制度は70年代以降、預金金利自由化を不可避なものと受止めるにとどまら

(注10)

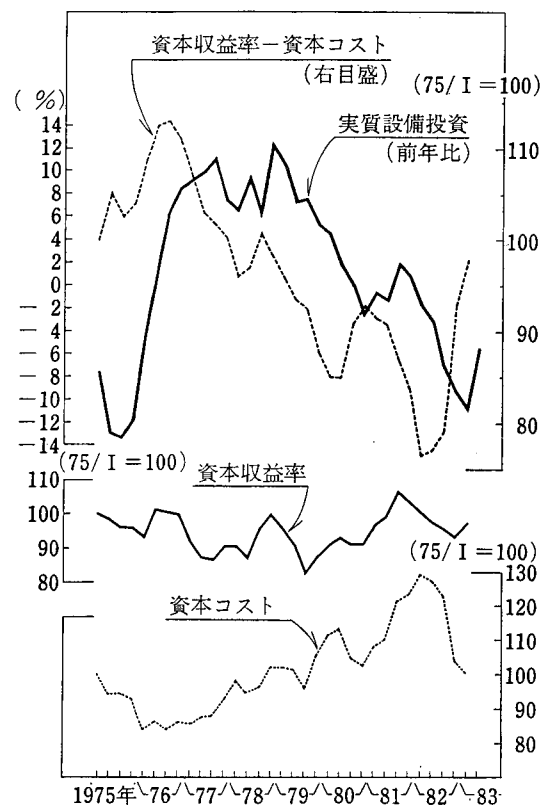
商業銀行の預金に占める変動金利預金のシェア

	変動金利預金シェア
79 年 12 月 末	9.6
80 〃	16.9
81 〃	22.7
82 〃	28.3
83 年 6 月 末	38.6

(注) 当該月最終水曜日末残  
(資料) 連邦準備制度 “Federal Reserve Bulletin” 等

〔第12図〕

## 資本コストと設備投資動向



(備考) 25頁付注参照

ず、むしろそうした流れを積極的に推進する態度をとってきたといえよう。もっとも、そうした金利自由化の過程における連邦準備制度の態度は、市場の自由化要請にただ受動的に応じたのではなく、当然のことながら金融政策の有効性や金融市場の安定性を確保することに強く配慮したものであった。

例えば、「80年金融制度改革法」によって預金金利規制が段階的に廃止されることとなった際には、同時に支払準備制度の適用対象拡大、および連邦準備制度の報告書徴求権限の拡大(同制度加盟銀行のみの報告体制であったものを全預金取扱金融機関に拡大)も図られたが、これにはマネーサプライ

管理のグリップを確保しようとする連邦準備制度の意向が強く反映されていた。また、「82年預金取扱金融機関法」におけるMMDAやスーパーNOWの導入についても、連邦準備制度がMMFの急成長によって金融政策の運営基盤や貯蓄金融機関の経営基盤が損われることを懸念して、預金取扱金融機関にこれらMMF対抗商品を付与することを後押ししたために実現したという面が大きかった。

すでにみたように、米国では預金金利自由化の問題はおおむね結着をみたことから、今や金融自由化の焦点は銀行・証券の垣根問題(いわゆるグラス・スティーガル法の改正)および銀行の業務地域規制問題(いわゆるマクファデン法の改正)に移行している。

前者については、証券会社による銀行業務への進出および銀行による証券業務への進出の双方が問題となろう。具体的には、既に銀行の証券ブローカー業務等への進出の動きが始まっているし、証券会社が既存の銀行を買収していわゆるnon-bank bank を設立するケース(注11)もでてきている(第6表)。

また後者についても、これまで銀行はエッジアクト法人(国際金融業務を行う子会社)の設立、業務提携関係の強化等を通じ州を越えてその活動範囲を拡げてきたところであるが、最近では一部の州において他州の銀行が既存銀行の買収や系列銀行新設のかたちで進出してくることを容認する動きもでてきている。

この間、米国政府は金融機関等の規制を極力撤廃し、競争による金融サービス提供の効率化を図るとの考え方から、こうした業務分野の相互乗入れに前向きの姿勢で臨んでいる。ごく最近の例をとってみても、財務省は銀行、証券会社双方とも子会社を通じてそれぞれ証券業務、銀行業務に進出することを認める法案を議会に提出している。以上のような金融制度をめぐる新しい流れに対して、連邦準備制度では「現在の金融規制が競争を著しく制限するなど実態にそぐわなくなっている面は多々あるため、規制の枠組みを再検討すべき時期に来ている」(ボルカー議長、83年4月議会証言)ことは認めつつも、「金融政策運営の基盤は銀行および銀行が重要な役割を担っている決済システムにあるため、その基盤に動揺

(第6表)

非銀行の銀行への参入事例

	事	例	
80 年	Gulf & Western (総合金融サービス会社)	National Bank of Concord (国法銀行)	吸 収 合 併
82/11月	Fidelity Group (投信会社)	New Hampshire で銀行免許を 申請	州、FDIC の認可待ち
82/12月	Dreyfus (投信会社)	Lincoln State Bank (州法銀行)	買 収
83/3月	〃	Dreyfus National Bank & Trust (国法銀行)	設 立
83/3月	American Express (クレジット会社)	貯蓄貸付組合買収の方針発表	—
83/4月	Merrill Lynch & Co. (証券会社)	Raritan Valley Financial Co. (貯蓄貸付組合)	買収交渉中
83/4月	J. & W. Seligman & Co. (証券会社)	Seligman Trust Co. (国法銀行)	設 立
83/4月	Thomson Mckinnon Inc. (証券会社)	First Federal S & L Association (貯蓄貸付組合)	買 収
83/4月	Prudential Insurance Co. of America (保険会社)	Capital City Bank of Hapeville (州法銀行)	買 収 計 画
38/4年	J. C. Penny (小売業)	First National Bank of Harrington (国法銀行)	買 収

(資料) “American Banker” 等

(注11) 米国の銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act) では「銀行とは預金業務 (checking account) および貸出業務 (commercial loan) を行う金融機関」と定義されているが、証券会社は預金業務あるいは貸出業務のいずれかを行うかたちで同法の適用を回避して銀行業務に進出しているのが実情である。



を与える可能性のある動きをそのまま認めるべきではなく、今や銀行の安全性および健全性(safety and soundness)を確保するといった観点から規制の枠組みを見直す必要がある」(同)との態度を表明している。このため、証券会社の銀行業務への進出についても、それを銀行規制の枠組みの中に取込むか、あるいは決済性預金の取扱いを認めないといった対応が必要であると主張している。

現在の米国の金融制度は1930年代に銀行業務と証券業務の分離、州際業務の禁止等その大枠がつくられたものであるが、その後の金融経済情勢の変化や通信技術のめざましい進歩等によって制度自体のあり方が問い直されてきていることは上記のとおりである。今後の金融自由化がどのように進展し、それに応じた金融政策手段の開発がどのように展開するかは未だ見通し難いが、こうした変革の過程でも連邦準備制度が「金融政策が成功するためには、決済システムの活力と強靱さ(strength and resiliency)を維持することが必要であり、そのためには連邦準備制度が引続き金融機関に対する規制・監督機能を維持すると同時に、銀行システムの変革に対しても強力な発言権を留保すべきである」(上記ボルカー議長証言)と主張している点は、金融制度変革の渦中において金融政策の有効性をあくまで確保しようとする米国中央銀行の強い決意を示すものとして注目されるべきであると思われる。

(付注) 資本収益率および資本コスト(第12図)

標記資本収益率( $\theta$ )および資本コスト( $\rho$ )は以下の式により算出

$$\theta = Y/V$$

$$\rho = Y/(S+D)$$

$$\text{ここで } Y = D \text{ I V} / \alpha + \text{I N T} - \pi \times D$$

$$S = D \text{ I V} / d$$

$$D = \sum_{i=0}^5 \text{I N T} \times (1/(1+r))^i + F(1/(1+r))^5$$

Y: 資本所得

DIV: 企業の支払配当

$\alpha$ :  $\nearrow$  の配当性向(配当/税引後企業所得)のトレンド

IVT:  $\nearrow$  の支払利子

$\pi$ : CPI上昇率(過去5年平均)

D: 債券の市場価値

S: 株式の  $\nearrow$

d: 配当利回(Standard & Poor 500種平均)

r: 社債利回(Moody Baa)

F: 社債元本残高

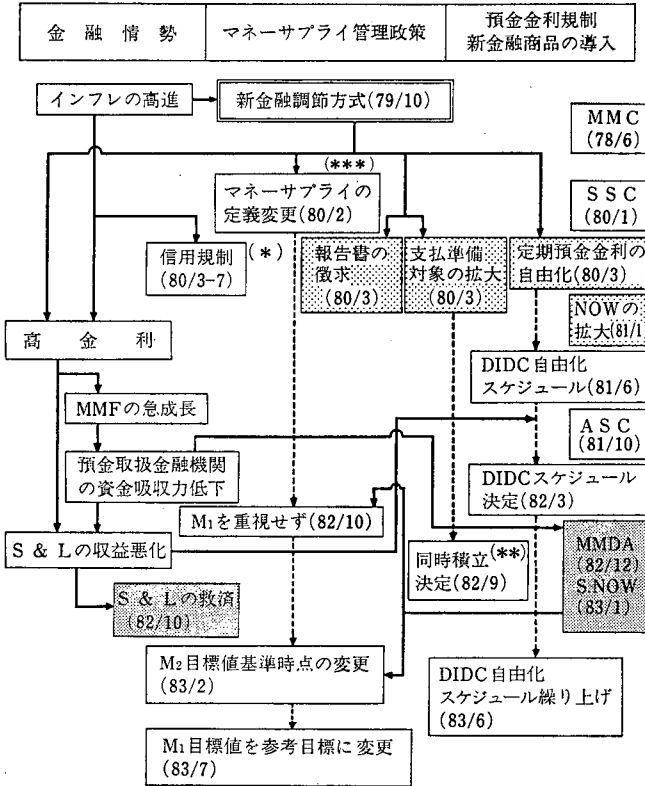
V: 実物資本(設備および在庫)の再取得価格

なお、国民所得統計の非農業非金融法人企業をベースとし、社債の残存期間を5年と仮定した。

(資料) 商務省“Survey of Current Business”、連邦準備制度“Federal Reserve Bulletin”、連邦準備制度“Flow of Funds”、Moody “Bond Survey”、Standard & Poor “The Outlook”

〔参考〕

新金融調節方式以降の金融自由化と金融政策の動き



(\*) 信用規制の実施(80年3月～7月)

インフレの高進に対処する総合インフレ対策の一環として、連邦準備制度は、80年3月、①公定歩合高率適用の導入(3%の surcharge 賦課)、②支払準備制度の運用強化、③広範囲の金融機関を対象とした自主信用規制の実施(信用賦与残高の伸びを前年比+9%以内に収めるよう要請する)等の引き締め強化を行い、6月に若干緩和したあと7月に撤廃したが、これは戦後最短の景気後退と緩和直後の景気の急回復という不安定なショックを経済に与えたにとどまったといわれる。

(\*\*) 同時積み立て方式への移行決定(82年9月)

連邦準備制度は決着性預金にかかる準備預金積立方式について84年2月より同時積立方式に移行することを決定した。

準備預金の同時積み立て方式を採用すれば、当期の準備所要額そのものに政策当局が影響を与えることができるため理論的にはよりの確なマネーサプライのコントロールが可能とされている。ただ市中金融機関側にコンピュータープログラムの変更により多大なコスト負担が生じるためコストに見合うだけの効果をうることができるかどうかは連銀内部での検討課題となっていた。

(\*\*\*) マネーサプライの定義変更

従来のマネーサプライ統計が金融資産多様化傾向等に十分対応しきれず、この結果通貨統計としても実態を正確に反映しなくなりつつあるとの認識のもとに、連邦準備制度は80年2月マネーサプライ統計を次のように改訂した。

区分	内 容	その後の主な変更
改訂後	M <sub>1</sub> A 現金通貨+要求払預金(商業銀行、ただし外銀、外国公的機関からの受入)分を控除	→廃止
	M <sub>1</sub> B M <sub>1</sub> A+要求払預金以外の決済勘定※ ※ NOW、ATS、信用組合の出資証券、要求払預金(相互貯蓄銀行)等	→M <sub>1</sub> と呼称変更。 スーパーNOWを含める。
	M <sub>2</sub> M <sub>1</sub> B+貯蓄預金+小口定期預金+オーバーナイト RPs(商業銀行)+オーバーナイト・ユーロダラー※+MMF ※ 加盟銀行のCaribbean支店における非金融機関居住者保有分に限定。	→MMFのうち機関投資家分をM <sub>3</sub> に変更。 MMDAを含める。
	M <sub>3</sub> M <sub>2</sub> +大口定期預金(含CD)+タームRPs(商業銀行、貯蓄貸付組合)	
	L M <sub>3</sub> +他の流動資産※ ※ ターム・ユーロダラー、BA、CP、TB、貯蓄国債および残存期間18か月以内の流動性をもった国債等。	
改訂前	M <sub>1</sub> 現金通貨+要求払預金 M <sub>2</sub> M <sub>1</sub> +定期預金(大口CDを除く)+貯蓄預金 M <sub>3</sub> M <sub>2</sub> +貯蓄金融機関の預金 M <sub>4</sub> M <sub>2</sub> +大口CD M <sub>5</sub> M <sub>3</sub> +大口CD	商業銀行