

## 資料

# 米国における「自由準備」の概念について

ニューヨーク連銀月報1958年11月号より紹介

本論文は、米国において金融市場の繁閑および連銀金融政策の動向を知るための指標として、一般に常時利用されているいわゆる「自由準備」（過剰準備額と連銀借入額との差額）について、その意義と利用上の限界を明らかにしたものである。本論文からは同時に、米国における金融市場のメカニズム、支払準備に対する商業銀行の態度などもうかがわれ、興味深いと思われるのでここに紹介することとした。

## 1. 自由準備の意義

毎週金曜日の朝刊に加盟銀行の支払準備状況に関する金融記事が掲載されるが、その記事では「自由準備」(free reserves) または「借入超過準備」(net borrowed reserves) の変動に最も重点が置かれている。これは複雑な連銀の金融政策を解釈するために、その唯一の指標を発見しようという願望の現われであろう。銀行の支払準備のオペラビリティの変化およびそれが銀行の流動性と信用供与能力とに及ぼす圧力とは、連銀が金融調節を行なう際の核心をなすものではあるが、最近それらの動きをあまりにも単純化して理解しようとする傾向がみられることは注意を要する。したがって金融市場の真の動きを把握するためには、自由準備と呼ばれる概念の意義と限界を明確に理解することが必要である。

自由準備の概念は、連邦準備制度加盟銀行はその預金の一定比率に等しい額を支払準備として連邦準備銀行に預入すべしという法的要請(注1)から派生したものである。このいわゆる加盟銀行の所要準備 (required reserves) を超過する支払準備は過剰準備 (excess reserves) と呼ばれ、その金額の大きさは銀行制度における第1線余剰流動性の一つの指標である。しかしながら加盟銀行が一時的な支払準備に充当するため連銀借入に依存す

る場合は、同じく過剰準備といつても、支払準備のオペラビリティおよび潜在的信用供与能力の点では、連銀借入に依存する必要のない場合とは異なる。なんとなれば、加盟銀行の連銀借入額は、たとえそれが支払準備の一つの源泉でありしたがって銀行信用増加の潜在的要因であるにせよ、個々の銀行が一時的に利用するものにすぎないからである。連銀借入は個々の銀行にとりあくまで当座しのぎ (stopgap) にすぎない。加盟銀行は連銀から常時多額の借入を仰ぐよりも、支払準備状態を維持・回復するため他の措置 (手持証券の売却または貸出の圧縮) を採らねばならない。かくて、連銀借入を有する銀行は借入返済資金を見出すため常に圧力を受けているのである。

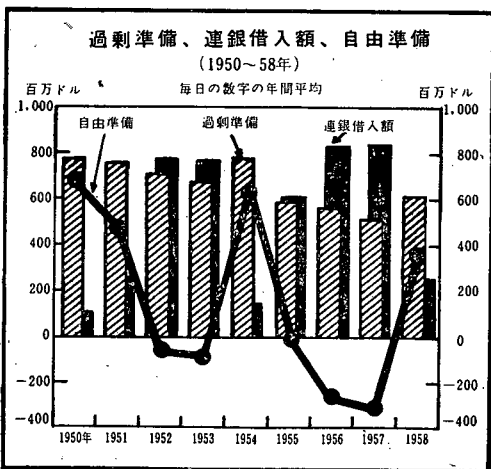
(注1) 連邦準備法第19条は加盟銀行が連銀に対し所定の準備預金を維持することを定めている。現在の支払準備率は定期預金につき5%、要求払預金につき中央準備市銀行18%、準備市銀行16%、地方銀行11%である。

連邦準備制度の初期とくに1920年代半以降、加盟銀行の連銀借入額は金利水準とはほぼ平行して変動し、金融市場逼迫の指標として広く使用された。しかし1930年代には、加盟銀行はおおむね巨額の過剰準備を保有し、1933年のいわゆる銀行休日 (bank holiday) 以降連銀借入は皆無に近かった。このため支払準備のオペラビリティと潜在的信用供与能力の尺度として過剰準備が注目されるに

至つた。さらに近年に至り、多くの加盟銀行は過剰準備が一部に存在しながら、しばしば連銀借入れを必要とするようになった。事実支払準備計算時期の終りに、同一銀行が当該期間の初期における準備不足額を補填するため、過剰準備の保有と追加的な連銀借入れを同時に行なうことがありうる。したがって過剰準備も連銀借入れも単独では信用のオペラビリティに関する十分な尺度として役に立たないのである。

このような必要から「自由準備」——過剰準備から加盟銀行の連銀借入額を差し引いたもの——の概念が発達した。同様に「借入超過準備」または「マイナスの自由準備」(negative free reserves)は加盟銀行の連銀借入額が過剰準備を上回る場合に生ずる。

1949年以降における自由準備(または借入超過準備)、過剰準備、連銀借入額の変動は第1図の通りである。過剰準備はかなり安定していたのに対し、自由準備は金融の緩慢と引締まりを示して大きく変動していることに注目すべきである。この点で、金融引締まりの尺度としては、自由準備よりも連銀借入額のみを用いれば十分であるが、この場合には過剰準備の大きな変動(ないし小さ



(注) 1958年は1~10月の計数。

くても重要な変動)が見失われるおそれがある。銀行制度における自由準備の額は多くの要因によつて影響される。その第1は、支払準備のベースに影響を与える技術的市場要因ないし機能要因で、連銀のフロート(注2)、通貨流通高、各種の国際的取引がこれに含まれる。第2は銀行の預金額(主として銀行の信用残高を反映する)によつて決定される所要準備額であり、第3は連銀の公開市場操作および支払準備率操作である。支払準備率操作は通常支払準備のオペラビリティに重大な変化を与えるためにまれにしか行なわれない。公開市場操作は毎日弾力的に行なわれ、支払準備のベースに影響する市場要因を相殺するためにのみ行なわれることが多いが、支払準備のオペラビリティしたがって金融情勢に重大な転換をもたらすためにも使用される。

(注2) フロートとは、連銀が実施している内国為替集中決済制度に伴つて生ずるもので、連銀が銀行より内国為替の取立ての依頼を受けた場合、通常、依頼銀行に対する入金の時期が取立銀行からの引落しの時期より早い間連銀が銀行に対して信用を供与したこととなる額をいう。このフロートは連銀の資産面の uncollected items と負債面の deferred availability items の差額として現われ、季節的・技術的理由によりかなり大きく変動する。

明らかに、かかる重大な政策転換が行なわれる場合の自由準備の水準は、実施時期や条件によつてそれぞれ異なる。自由準備がプラスでしかも比較的高い水準にある場合には、加盟銀行は通常積極的に収益資産を求める傾向にあり、したがつて通貨供給を増大させるであろう。しかし、このような効果をもたらさうる自由準備の水準は固定的かつ不変的のものではない。たとえば、自由準備が通常多額の過剰準備を保有する加盟銀行(いわゆる地方銀行)に偏在する場合には、この水準は高からざるを得ないであろう。金融市場所在の銀行は一般に地方銀行よりも積極的に余剰資金の運

用に努める結果、自由準備または借入超過準備の水準は、ある程度自由準備の地理的分布状態いかに左右されることとなる。また自由準備の水準は、銀行の流動性や貸出需要の強さといった要因によつても影響を受ける。たとえば銀行の預貸率ないし長期貸出の比重が高い場合や資金需要が少ない場合には、自由準備の水準を引き上げても銀行はさほど反応を示さないであろう。

自由準備が相当長期間比較的高い水準に維持される場合には、加盟銀行は貸出を増加させるほか余剰資金活用のため新しい証券投資の機会を求める。しかし金融の緩慢時には通常銀行の希望するような貸出需要が弱いため、銀行は貸出に比し証券保有の比率を高める傾向にあり、銀行の第2線準備は高まる。この過程において証券価格は上昇し、金融市場の全金利体系は財務省証券利回りから事業貸出金利に至るまで低下する。同時に銀行の証券取得（預金増加）により通貨量や銀行以外の一般の流動性は増加し、長期債や抵当証券の金利も低下するに至る。自由準備の水準が高い場合に金利の低下、銀行流動性の増加、信用の拡大、通貨量の増大を伴う傾向があるのは、銀行貸出に対する需要減退のため証券投資に対する銀行の資金供給が増加する傾向が強まるからである。

同様に、自由準備が比較的低い水準（とくにマイナスの水準）にある場合は、上述の動きと逆の一連の反応が生ずる。すなわち、連銀借入れを避けるため加盟銀行は貸出増加を第2線支払準備資産の流動化によつてまかなう傾向にあり、かかる証券の売圧迫は証券価格の低落、金利の上昇をもたらし、または証券の売却損を回避するため銀行が貸出を圧縮する結果、銀行信用の引締まり、通貨量の増加率の低下（または緩慢な減少）、銀行制度内外における流動性の減少をみることになる。

さらに、緩和ないし引締まり効果は主として特定の自由準備の水準いかによるものであつて、

自由準備の水準が継続的に変動することとは無関係であることを理解する必要がある。つまり特定の時期・条件のもとで一定の緩和ないし引締まりの効果を維持するためには、自由準備ないし借入超過準備の水準を引続き上昇させる必要はないのである。銀行はある自由準備の水準が金融緩慢の状態を示すものと判断するならば、その水準が上昇しなくても許される限り証券投資を増加させるであろう。

## 2. 自由準備の概念の限界

自由準備を現実の金融情勢の正確な指標として用いるには基本的な限界が存するが、これは自由準備の特定の水準と金融の緩和ないし引締まりの度合との間に厳密な照応関係がないためである。

### (1) 支払準備のアベイラビリティの限られた尺度

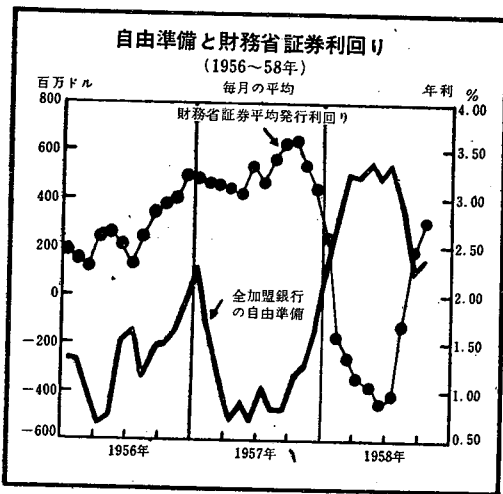
たとえば連銀当局がこの尺度のみに依存し自由準備の一定水準を維持する政策を選んだとする。銀行は証券投資と貸出を増加させる結果所要準備が増加し自由準備は減少するが、金融当局はこれをカバーするため新たに資金を供給しなければならない。この過程を繰り返せば、平均自由準備が増加しなくても支払準備の総額、通貨量、経済の流動性は増加しつづけるのであつて、このような場合、自由準備の水準が不変であることは必ずしも支払準備（あるいは銀行信用）のアベイラビリティが不変であることを意味しない。

この説明は財務省の借入れの場合にもひとしく適用しうる。この時期には連銀当局は自己の金融操作に関する限り平衡状態を保とうとするのであつて、銀行が国債を引き受けこれを一時的に保有せんとする時はそれに必要な資金を供給するが、この銀行手持の国債が最終投資家に売却される段階では逆に資金を吸い上げる。したがつてこの間支払準備総額は大幅な上下の変動を示すが、毎週

の自由準備はほとんど変動しないのである。

自由準備の概念の一般的限界を示す例としては、1958年前半の経験を挙げる（第2図）。1957年末から1958年初めにかけての金融緩和政策への転換に伴い、自由準備は急上昇した後、3～7月には5億ドル前後に維持されたが、財務省証券利回り、その他の短期金利は自由準備が高水準横ばいに転じた後も数か月にわたって低下を続け、通貨量も同年第1四半期以降さらに増加したのである。

〔第2図〕



（注）1958年10月の自由準備は推定。

## (2) 銀行信用のアベイラビリティの限られた尺度

しかしながら、単に追加的な支払準備が存在するだけでは、加盟銀行が銀行以外の一般に対し追加信用を供与する意欲を持つことにはならない。銀行信用のアベイラビリティを単に自由準備の水準に基いて判断することは危険であり、銀行資産の分布状態とそれによる流動性の相違、銀行の負債勘定の規模と構成、金利の水準と構造などの諸要因を考慮する必要がある。さらに、銀行制度が過去の自由準備の型に反応してきた態様についても十分考慮する必要がある。

たとえば1956年後半には、信用のアベイラビリティは借入超過準備が著しく減少（すなわち自由

準備の上昇）したにもかかわらず一般に圧力を受けていた。このときの引締めは、季節的需要増加もその一因ながら、1955～56年を通じて行なわれた連銀当局の金融引締め政策の結果であり、またスエズ危機と選挙の接近によつて長・短期市場に注入された不安定要因のためでもあつた。したがつて引締めが若干緩められ、第2図にみるごとく自由準備は1956年後半の数か月間大幅に上昇（借入超過準備の低下）したが、それにもかかわらず財務省証券利回りその他の金融市場の金利はかなり上昇したのである。

## (3) 変動の不規則性

もつと技術的にいえば、自由準備ないし借入超過準備は短期間に急激に変動する傾向を有するため、金融情勢の指標としての有用性も制限される。かかる短期的変動はある程度、支払準備に影響する諸要因が常に連銀の公開市場操作によつて完全に相殺されえないために生ずる（たとえばクリスマス前の通貨流出）。予想外の引弛みないし引締めりがごく短期間（たとえば2～3日）続くにとどまれば、その影響はきわめて小さく、おそらくフェデラル・ファンド（注3）と最も短期の財務省証券に及ぶにすぎない。しかし、もしこの脱線状態が長く続くかあるいはその時の市場心理がなんらかの理由により金融情勢の変化を想像させるような暗示にとくに敏感である場合には、その反応はかなり大きいものとなる。

（注3） フェデラル・ファンドとは、主として加盟銀行が不足所要準備を補填するため、過剰準備を有する銀行から連銀あて小切手によつて借り入れる短期資金のことで、通常翌日決済され、日本における翌日物コールに相当する。その金利は公定歩合の水準以下で変動する。

自由準備のすべての変動がかかる予想外の動きに基くわけではなく、ときには予見しうる比較的大きな短期的変動であつても、これを意識的に相殺しない場合がある。前述のごとく、きわめて短

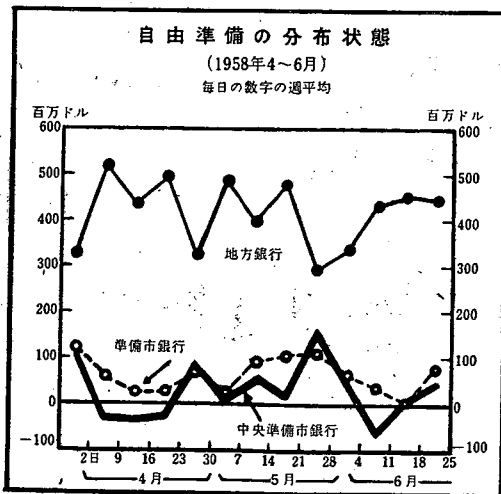
期の変動は金融情勢にほとんど実質的な影響を与えないのであつて、統計に現われるすべての短期的変動を平準化しようとするれば、自由準備が変動する場合よりも、はるかに大きな攪亂的な反響を市場に与えるであろう。たとえば毎月第3週ごろには、フロートの増大と通貨の還流により自由準備が上昇（ないし借入超過準備が低下）するのが恒例であるが、これを完全に相殺することは連銀の公開市場操作の方向を連続的に転換する必要があり、これはかえつて金融市場を混乱に陥れるであろう。相殺的操作はしばしば行なわれるが、変動を機械的に完全に相殺することはまれである。

#### (4) 地理的分布

このように金融市場の状況が毎週変化する原因は、主として自由準備の全加盟銀行合計額自体の変動よりも、むしろ支払準備の地理的分布の変化に求められよう。たとえばある週の自由準備が平均5億ドルありながら銀行と国債ディーラーの間の貸出取決めが困難であつたとすれば、それは自由準備が地方銀行に集中していたため金融中心地の大銀行にはほとんど資金的余裕がなかつたためであろう。

第3図は1958年第2四半期における支払準備の

[第3図]



地理的な分布の型を示したものである。この期間中全加盟銀行の毎週の平均自由準備は4～6億ドルの間にあり、これは変動範囲としては比較的狭いものであつたが、金融市場はかなりの変動を示したのであつて、これは自由準備が金融中心地の銀行と地方銀行の間でかなり頻繁に移動したためであつた。

また支払準備の変動の地理的な違いは実質的には第3図が示すよりもはるかに大きいのである。というのは、ニューヨークやシカゴの銀行の自由準備がマイナスの場合には、これらの銀行は支払準備に余裕のある地方銀行などからフェデラル・ファンドを取り入れて支払準備不足額を少なくしているからである。大体において、フェデラル・ファンドに対する需要が強かつたり、財務省証券の処分やディーラーに対する貸出の削減などによる支払準備の調整が行なわれると、金融市場は引き締まるのである。

### 3. むすび

自由準備の概念は、利用上限界があるにもかかわらず、金融政策を解釈する場合の有用な道しるべである。それは、それだけでは流動性ないし信用のアベイラビリティの唯一かつ万能の指標たりえないが、これなしには、他のいかなる尺度も意味がなくなるであろう。公定歩合の変更はしばしば中央銀行の意図の表明として一般に受け取られるが、これさえも単に市場の金利水準に対する技術的調整にすぎない場合もあるのである。しかしながら、自由準備ないし借入超過準備の額は、銀行の預貸率、通貨量とその回転率、銀行信用の額と増加率、各種市場の金利動向などの他の要因とあわせ考慮し、かつその地理的分布状態について適切な顧慮を払うならば、金融情勢の変化と連銀金融政策を分析するに当つて有用な指標となるであろう。