

資料

英米両国の大蔵省(財務省)証券市場

— 英蘭銀行四半期報の論文 —

英米両国の大蔵省(財務省)証券は、基本的には同様の性格をもつものであるが、その市場構造や保有者などにはかなりの相違がみられる。昨年12月発行の英蘭銀行四半期報は、“The U.K. and U.S. Treasury bill markets”と題してこの問題を取りあげ、両国の大蔵省(財務省)証券の財政上の役割、他の投資対象との関連、金融機関・会社の大蔵省(財務省)証券投資に対する態度等について、相違点とその背景を詳細に解説している。以下はその全訳である。

1. 英米両国市場のおもな相違点

(1) 英米両国の大蔵省(財務省)証券(Treasury Bill、以下TBと略称)は同じ名称をもち、基本的には類似の証券であるが、その市場構造および機能は実際にはかなり異なっている。

第1にロンドンのTB市場はニューヨークのTB市場に比べより特殊な役割を果たしている。ロンドンのTB市場は本質的にはTBを担保とする金融市場としての性格をもっているからである。すなわち同市場は銀行に流動資産を供給するとともに、これを迅速に現金化することを可能ならしめている。また銀行は割引商社からTBの供給を受ける一方、割引商社にコール・ローン(day-to-day money)を放出している。割引商社はかなりの額のTBを常時保有しており、銀行をその主たる顧客としている。事実、割引商社は銀行の要請に応じて自社の保有証券の構成を変化させてきた。かつてTBの発行額が少額であったころには、割引商社は銀行の需要に応じて商業手形を取り扱っていた。しかしかなり以前から、割引商社の業務の中心はTBの取扱いに変わってきている。これに対してニューヨークでTBを扱っているのは、米国中の金融中心地に支店を有する総合証券ディーラーである。これらの証券ディーラーにとって、TBの取引はその業務の一部にすぎない。また証券ディーラーは多額のTBを保有することはなく、ロンドンの割引商社のような意味でのmoney dealerでもない。証券ディーラーはその所要資金を銀行その他の個々の金融機関にそれ

ほど依存しておらず、またTBを主として銀行に売却しようとも考えていない。その業務はTBを含む各種証券を一般公衆に対して売却することである。銀行は自己勘定でTBの入札に加わっており、TB市場で証券ディーラーと競合している。

両国市場の第2の主要な相違点は、英国のTBが地方公共団体短期資金(利回りが高く、またその規模は近年著しく拡大している)と競合関係にあることである。米国では州・地方政府は主として長期債により金融をつけている。もちろん、米国でもTBと競合する短期資金の運用対象はあるが、その大部分は公共部門の債務となるものではなく、また一般に英国の地方公共団体資金のように利回りの有利なものではない。

第3の主要な相違点は、英国のTBは通常その期間が3か月であるのに対し、米国のTBは3か月、6か月、または1年という期間で発行されることである。

以上の点から、両国市場におけるTBの保有者別分布状況が異なることは容易に想像できよう。

(2) しかし両国のTBは、中央政府の資金調達手段として、基本的には同じ性格をもっている。TBは中央政府が市場から短期資金を調達するための主要手段であり、その利回りは短期金利の標準的な指標となっている。またTBは安全性が最も高いばかりでなく、市場でただちに現金化できる。このため、外国中央銀行やその他海外公的機関は、TBを主要な資金運用対象としている。さらに両国の政府機構は著しく異なっているにもかかわらず、公的部門(中央および地方政府)が資金

調達にあたってTBに依存している割合は、両国ともほぼ等しい。

2. 財政における役割

(1) まず、TBと公共部門の証券発行総額との関係を市場保有分^(注1)についてみてみよう。

英米両国における公共部門発行の各種証券の市場残高(推定)は第1表のとおりである。同表から明らかなように英国では政府が中央集権化しているため、公共部門債務の80%近くが中央政府の債務となっている。これに対して米国ではその割合は70%以下である。しかしTBの市場残高が、公共部門の全債務に占める割合は英国(11%)の方が米国(14%)より若干低い。

(第1表)

公共部門発行の証券残高(市場保有分)

| | 英国, 1964年9月末 | | 米国, 1964年12月末 | |
|---------------------|--------------|-----|---------------|-----|
| | 百万ポンド | % | 百万ポンド | % |
| 中央政府 | | | | |
| T B | 2,978 | 11 | 16,034 | 14 |
| 納税準備証券(英)または租税証券(米) | 383 | 1 | 1,352 | 1 |
| 国債(政府保証債を含む) | 14,288 | 51 | 41,150 | 35 |
| 貯蓄証券 | 3,767 | 13 | 17,759 | 15 |
| その他市場性のない政府債務 | 580 | 2 | 2,668 | 2 |
| 連邦機関 | | | 4,327 | 4 |
| 州および地方政府 | 6,038 | 22 | 33,679 | 29 |
| 計 | 28,034 | 100 | 116,969 | 100 |

(注) 1. 英蘭銀行、連邦準備銀行、英米両国中央政府、連邦政府機関(米国)および信託基金(米国)の保有分を除く。
2. 英国について9月末の計数をとったのは、同月が財政年度の中間であり、TBの発行が季節的にピークに達する前だからである。米国においてはTB残高の季節的変動はさして著しくないので便宜年末の計数をとった。

このことは、1960年以来みられた両国政府のTB発行に対する態度の相違によるところが大きい。すなわち米国財務省は、国際収支上の理由から短期金利を高目に維持する一方、国内経済の成

長をはかるため長期金利を引き下げるという目的のもとに、国債よりもTBの発行を拡大してきた。このため、1960年末から64年末までの4年間にTBの市場残高は5,800百万ポンド^(注2)の増加を示した。一方英国ではTBから長期国債への借換えが進められたため、TBの市場残高は、1960年9月の3,387百万ポンドから1964年9月には2,978百万ポンドに減少した。その後もTBは大幅な減少を続けているが(1965年9月末残高、2,484百万ポンド)、この減少は主として対外的な事情によるものである。

(2) 次にTBと公共部門債務のうちの短期債務^(注3)総額との関係を市場保有分についてみよう。第2表はこの関係を明らかにしたものである。

第1表と第2表とを対比すると、短期債務の総債務に対する比率は両国ともほとんど同一であることがわかる。すなわちその比率は英国では18%、米国では19%である。しかしTBの短期債務に対する比率は、英国においては59%、米国においては73%とかなり異なっている。

(第2表)

公共部門の短期証券(市場保有分)

| | 英国, 1964年9月末 | | 米国, 1964年12月末 | |
|---------------------|--------------|-----|---------------|-----|
| | 百万ポンド | % | 百万ポンド | % |
| T B | 2,978 | 59 | 16,034 | 73 |
| 納税準備証券(英)または租税証券(米) | 383 | 8 | 1,352 | 6 |
| 市場性のない債務 | — | — | 409 | 2 |
| 連邦機関証券 | | | 2,442 | 11 |
| 州および地方政府債務 | 1,654 | 33 | 1,763 | 8 |
| 計 | 5,015 | 100 | 22,000 | 100 |

これは主として、英国では地方公共団体の短期債務市場が著しく発達し、同債務が短期債務総額の1/3を占めているという事情によるものである。一方米国では州・地方政府の発行する長期債の利

(注1) 英蘭銀行、連邦準備銀行、英米両国中央政府、連邦政府機関(米国)、信託基金(米国)の保有分を除く。

(注2) 財務省債務証券(期間1年以内のTB類似の債務。その発行は1964年末で打ち切られた)に事実上代替した3,200百万ポンドのTBを含む。

(注3) 短期債務は期間1年以内の債務とする。ただし英国の納税準備証券(2年間付利。随時納税に使用できる)は短期債務に含める。

子に対して連邦所得税が免除されているため、州・地方政府は長期債によって容易に資金を調達することができる。このため短期債は長期債発行までのつなぎとして少額発行されているにすぎず、州・地方政府の発行する債券のうち95%が長期債となっている。もっとも米国においては連邦政府機関とくに連邦住宅貸付銀行(Federal Home Loan Banks)および連邦中期信用銀行(Federal Intermediate Credit Banks)がかなり多くの短期証券を発行しており、これが短期債務総額の11%を占めている(英国には、これに対応するものは存在しない)。

3. その他の短期資金運用対象との比較

(1) T Bは、英米両国の国内銀行および海外公的機関にとって恰好の投資対象となっている。このほか、T Bは、内外の各種機関、とくに国内の生産・商事会社、金融機関、外国会社ならびに州・地方政府(米国の場合)などによって保有されている。しかし、銀行と海外公的機関を除く各機関にとって、T Bは短期資金の運用対象の一つにすぎない。そこで各種の投資対象を検討し、その中におけるT Bの重要性を比較、検討してみることは興味のあることである。第3表は各種機関(銀行、海外公的機関を除く)の短期資金の投資対象別運用状況を示したものである。

(2) 第3表をみると、第1に英国では、短期資金のうちT B等の政府債務に運用されるものの比率が米国に比べきわめて低いことがわかる。すなわちT Bへの運用比率は米国の32%に対し英国では7%にすぎない。また公共部門債務への運用比率は米国の53%に対して英国では34%(期間2年の納税準備証券の半額を含む)にとどまっている。

これに関連して見のがせないのは、両国の短期資金市場の構造が異なっていることである。まず前記のように、英国では地方公共団体短期債務市場が発達しているが、米国にはこれに匹敵するような規模の州・地方政府の短期債務市場が存在しない。他方、米国のいくつかの連邦機関は独自の

(第3表)

各種機関(銀行、海外公的機関を除く)の
短期資金運用状況(注)

| | 英国, 1964 年9月末 | | 米国, 1964 年12月末 | |
|---|-----------------------|-----|-----------------------|-----|
| | 百 万 ポ ン ド | % | 百 万 ポ ン ド | % |
| 中央 政 府 債 務 | | | | |
| T | | | | |
| B | 355 | 7 | 9,400 | 32 |
| 納税準備証券(英)、租 税証券(米) | 310 | 6 | 1,000 | 3 |
| 期間1年以内の市場性 ある証券 | 350 | 6 | 3,250 | 11 |
| 期間1年以内の連邦機関証 証券 | | | 1,340 | 5 |
| 州および地方政府の短期債 務 | 990 | 18 | 470 | 2 |
| 金融 商 社 預 金 (英)、手形 (米) | 340 | 6 | 1,320 | 4 |
| 商業銀行への定期預金 | | | | |
| 定 期 預 金 証 書 | | | 4,090 | 14 |
| そ の 他 の 定 期 預 金 | 3,000 | 55 | 8,400 | 28 |
| 割引商社へのコール・ロー ン(英)、証券業者に対する 売戻約定付証券購入(米) | 110 | 2 | 380 | 1 |
| 計 | 5,455 | 100 | 29,650 | 100 |

(注) 大部分の計数は、総額から国内商業銀行(英国の場合は割引商社を含む)、海外公的機関および個人の推定保有額を控除して算出。

証券を発行しているが、英国にはこれに対応するものがない。次に米国の租税証券(tax anticipation bills)は英国の納税準備証券(tax reserve certificates)とまったく同種の証券ではない。すなわち米国の租税証券は英国の納税準備証券と同様に納税準備の必要を満たすものではあるが、その用途は納税に限られているわけではなく、その性格はT Bに近い。また租税証券は納税準備証券と異なって譲渡が可能であること、直接引受方式(on tap)で発行されないこと、利子が課税対象となること、などの点で英国の納税準備証券とは異なっている。

第2に、英国の各種機関はその保有資金の過半を商業銀行(引受商社およびロンドンにある海外銀行を含む)の定期預金に運用している。銀行定期預金の魅力はその高い流動性にある。銀行以外の金融機関の方が預金金利は高いが、反面引出しに要する予告期間が長い。または銀行は、予告期

間なしに資金を引き出すことを認める場合も少なくない(もっともその場合、金利はいくぶん低くなるであろう)。一方米国においては、1961年に定期預金証書(CD)が導入され、定期預金を各種機関の資金運用先として一般化するのに役立ったが、定期預金の占める比率は現在なお40%程度にすぎない。

4. 金 利

英国の各種機関がTBに運用する資金の割合は、米国ほど高くない。これは一つには、英国ではTBとその他短期債務との利率の格差が米国におけるよりも大きいためである。たとえば、1965年9月にはロンドンにおけるTBの平均利回りが約5.5%であったのに対し、地方公共団体の預金レート(3ヵ月物)は約6.5%、金融商社の預金レート(3ヵ月物)は7%にも及んだ。これとは対照的に、ニューヨークにおいては各種証券の利率の差は小さい。金融会社手形(finance company paper)の利率は通例TBの利回りを $\frac{1}{2}$ 以上上回ることではなく、とくに最近はその開きがさらにせままっている。1965年9月にはTBレートは4%を若干下回る水準にあったが、金融会社手形は4 $\frac{1}{4}$ %、CDは4 $\frac{3}{8}$ %であった(いずれも3ヵ月物)。

英国の地方公共団体が短期資金に対して政府よりも高い利子を支払っていることには二つの理由がある。第1に地方公共団体が受け入れている定期預金(temporary deposit)は一定期間固定された預金であって、通例、必要な予告なしには引き出すことができない。したがって流動性の点でTBより劣っている。第2に英国の地方公共団体は各種機関の資金吸収にあたって、政府のみならず金融商社とも競争関係にあり、さらには地方公共団体相互間で競合している。

5. 金融機関(銀行を除く)・会社の慣行

すでに明らかにしたとおり、英国では各種機関の流動資産のうちTBに運用されるものの割合が米国に比べて小さい。以下各種機関の流動資産の

運用状況を若干詳細にみてみよう。

(1) 金融機関(銀行を除く)

米国の保険会社や企業年金基金(corporation pension funds)は、英国の同種の機関に比べ、その短期資産のより多くの部分をTBに運用している。1964年には米国の保険会社はその短期資産の約9%をTBに運用していたが、これに対し英国の保険会社では2%にすぎなかった。民間の年金基金についてみると、その割合は米国40%、英国3%であった。また米国の貯蓄貸付組合(savings and loan associations)についてはその割合は12%、相互貯蓄銀行(mutual savings banks)は18%であったが、この両者に類した英国の建築組合(building societies)では2%以下であった。米国においては一般に、銀行以外の機関の流動資産のうちTBの占める比率が高い(第3表参照)とはいえ、上記の相違はあまりにも大きい。米国ではこれら機関の保有有価証券の構成に関して法制上の規制があるため、これがその保有割合を高くしている一つの原因であるかもしれない。

1964年9月末、英国の保険会社、年金基金、建築組合、インベストメント・トラスト、ユニット・トラストのTB保有高はわずか10百万ポンドにすぎなかった。一方、これら機関の地方公共団体に対する債権保有高は175百万ポンドに達し、また5年以内の国債の保有高は240百万ポンドに上った。利回りの相違がこのような状態をもたらした原因であることは既述のとおりであるが、このほか、これら機関がTBよりも若干長期の資産を求めていたということもその原因の一つであろう。

(2) 生産・商事会社

近年米国の会社は英国の会社に比べて流動資産をかなり多くもつようになっている。米国の会社の経常資産(net current assets)に対する流動資産(現金および市場性のある証券)の比率は1964年には40%であったが、これに対し英国の会社の比率は同じ年に23%(上場会社に関する商務省調べ計数による)であった。このことは米国の会社の方がTB等の短期資産に運用できる資金の割合が

大きいことを意味している。

英国の若干の大会社は、1958年、ラドクリフ委員会に対して流動資産の一部をTBで保有していると述べた。しかしながら、これらの会社は多分例外であったと思われる。英国産業連盟(FBI)の当時の調査によれば、会社はTBの保有が採算上引き合うにもかかわらず、これに投資しようとする意欲をほとんどもっていないことが明らかにされているからである。これはある程度慣行の問題(a matter of habit)であるかもしれない。会社はTBを保有することなど考えたこともなかったかもしれない。その後多くの会社は余裕資金を地方公共団体短期債務市場で運用するようになり、このため今日では会社がTBを買い入れる可能性はさらに少なくなっている。

6. 保有者別の分布状況

(1) 英米両国におけるTBの保有者別分布状況は第4表のとおりである。同表の英国商業銀行の計数には割引商社保有分が含まれている^(注)ので、英米両国の計数をそのまま比較することは必ずしも正確ではないが、TBの発行総額に占める銀行の保有割合は英国の方が米国よりかなり高いことは間違いない。一方英国では銀行以外の国内保有者のウェイトが低いのに対して、米国では銀行以外の保有額が全体の半ばに達している。

(第4表) TBの保有者別分布状況
(単位・百万ポンド)

| 英国 (1964年9月末) | | 米国 (1964年12月末) | |
|---------------|-------------|----------------|--------------|
| | (構成比%) | | (構成比%) |
| 商業銀行 | 1,482 (50) | 商業銀行 | 4,216 (26) |
| 外国人保有者 | | 外国人保有者 | 2,916 (18) |
| 公的機関 | 1,140 (38) | その他 | 8,902 (56) |
| その他 | 110 (4) | | |
| その他 | 246 (8) | | |
| 計 | 2,978 (100) | 計 | 16,034 (100) |

(注)1. 米国の計数には租税証券を含まない。
2. 英国の商業銀行には割引商社を含む。

このように銀行の保有割合が異なるのは、銀行の資産運用方法の相違によるものと思われる。ロンドン手形交換所加盟銀行は預金の最低28%相当額の流動資産(このうちTBが主要な部分を占めている)を保有している。一方米国においては、連邦準備制度加盟銀行は現金と連邦準備銀行への預け金のかたちで準備を保有するよう義務づけられており、さらにその他の流動準備(liquid reserves)をその預金構成と量に応じて保有している。しかし米国の銀行はTBを流動準備として保有する必要が少ない。なぜならば銀行はもし法定準備金に不足が生じた場合にも、過剰準備を保有する他の銀行からフェデラル・ファンド市場を通じて一時的に借入を行なうことができるからである。

(2) ポンドとドルは準備通貨であるから、英米両国とも外国人のTB保有額が大きいのは驚くにあたらない。手持ち外貨の大きな割合を流動的な形で保有する必要のある外国の公的機関にとって、TBは明らかに適当な投資対象である。事実、外国の公的機関(国際機関を除く)の保有する大蔵省証券および財務省証券は、それぞれ英米両国に対する両国通貨債権総額の1/2弱を占めている。もっとも公的機関のTB保有額が両国通貨に対する信認の度合いと各国の国際収支の状況いかによって変動することはいうまでもない。

一方外国の非公的部門のTB保有額は英国についてはさほど多くない。これは、TBに代る有利な投資対象として地方公共団体短期資金があるからである。近年、地方公共団体短期債務のレート(先物為替カバー・コスト調整後)が、TBレートと並んで短資の動きに大きな影響を与えているのは、まさに上記の事情によるものである。

(3) 第4表に掲げた「その他」の保有者とは、主として国内金融機関(銀行を除く)、生産・商事会社であるが、米国ではこのほかに州・地方政府が含まれている。これら機関、会社のTB保有額は、

(注) 英国の商業銀行と割引商社は市場において密接な関係を有しており、また商業銀行がTBを保有する場合と、割引商社が商業銀行からコール・マネーを取り入れてTBを保有する場合とは基本的に大きな相違がないため、これを一括計上した。

(第5表)

国内保有者(銀行を除く)の分布状況

(単位・百万ポンド)

| 英国 (1964年9月末) | | 米国 (1964年12月末) | |
|--------------------|---------|----------------------|-----------|
| | 市場構成比 | | 市場構成比 |
| 地方公共団体 | 3 0.1% | 州・地方政府 | 1,940 12% |
| 保険会社 | 2 — | 保険会社 | 181 1 |
| 信託貯蓄銀行 (特別投資部) | — — | 相互貯蓄銀行 | 120 1 |
| 民間部門の 年金基金 | 3 0.1 | 貯蓄貸付組合 | 240 1 |
| その他金融機関 (銀行を除く) | 5 0.2 | 企業年金基金 | 290 2 |
| 非法人団体 (公的信託等) | 4 0.1 | 金融機関以外 の法人 その他 | 2,570 16 |
| 事業、商事会社等 | 229 7.7 | | 3,561 22 |
| 計 | 246 8.3 | 計 | 8,902 56 |

英国では8%、米国では56%となっているが、この相違についてさらに詳細に検討してみよう。

第5表によれば、第1に米国では、州・地方政府のTBへの投資額が英国に比べてかなり大きい。州・地方政府は、長期債発行代り金を実際に支出するまでの間、これをTBに投資しているからである(1964年には、州・地方政府は3~3½%の金利で長期債を発行し、その資金を3½~4%でTBに投資することができた)。第2に金融機関(銀行を除く)のTB保有は、英米両国とも少ないが、米国の金融機関の保有割合は、英国に比べればかなり大きい。このことは、米国では各金融機関の流動資産のうちTBに運用される部分の割合が高いことと表裏の関係にある。第3に地方公共団体や金融機関を除く国内保有者の保有割合は、米国では38%に達しているのに対して、英国では8%にすぎない。この相違は、米国の生産・商事会社が比較的大量にTBを保有していることによるものである。

(4) 英国では、銀行と海外公的機関がTBの主たる保有者であるが、この状況は今後も続き、生産・商事会社の保有割合が米国におけるような高い水準に達することはあるまいと思われる。その背景については既に述べた通りであるが、要約すれば

次の点があげられよう。①英国の割引商社は主として銀行の需要を満たすためにTBを取り扱っているが、米国の証券ディーラーはより広い範囲の顧客にTBを販売していること。②英国では高利率の地方公共団体短期債務市場(temporary money market)の発展により、会社のTBに対する関心が失われ、この結果短期資金(short-term funds)市場の構造に根本的な変化が生じたこと。③米国ではTBの発行額を増加する政策がとられたのに対し、英国政府は条件が許さざり短期債から長期債への借換え操作(funding)を行ない、TBの発行を抑制してきたこと。④英国の会社は流動資産の保有率が米国の会社より低く、しかもこれを定期預金に運用する慣行が強いこと。

7. 証券の種類

(1) 以上のほか、英米両国のTBは額面金額、期間、発行方法などの点でも異なっている。たとえば、英国のTBの期間は現在すべて91日(註)であるが、第6表にみられるように米国ではより長期のものが発行されている。

1964年末についてみると、米国のTB残高のうち30%が3ヵ月物、47%が6ヵ月物、23%が1年物であった。6ヵ月物は1958年12月、1年物は1959年に導入されたものであるが、これらの証券は3ヵ月物に比べてわずかながら利回りがよく、銀行など投資家にとって魅力あるものとなっている。1年物はとくに商業銀行に人気があり、その発行

(第6表) TBの期間と額面金額の種類

| | 英国 | 米国(註1) |
|--------|-----------|-----------------------------|
| 毎週発行 | 91日(註2) | 91日 |
| 毎月発行 | — | 182日 |
| 最低額面金額 | £ 5,000 | \$ 1,000 (£ 357) |
| 最高額面金額 | £ 100,000 | \$ 1,000,000 (£ 357,000) |

(註1) 租税証券を除く。

(註2) 1955~62年には、一時的に63日物が発行された。

(注) 大蔵省証券法(Treasury Bills Act, 1877)によれば、365日物までの発行が認められている。

額の45%程度が商業銀行によって保有されている(TBの発行総額のうち商業銀行の保有割合は26%。いずれも1965年末現在)。また会社も1年物を購入しており、その保有割合はTB全体についての保有割合に等しい。

(2) 額面金額についても米国の方が種類が豊富である。米国のTBの最低額面金額は英国より小さく、これが小規模会社・機関や個人に対してTBを魅力あるものとしている。

8. 発行方法

(1) 英国では、翌週の各営業日に発行されるTBについて、毎週金曜日に入札が行なわれる。入札に参加できるのは、在ロンドン銀行、割引商社、マネー・ブローカーのみで、その応募金額の最低限度は50千ポンドである。個人や会社が応募しようとする場合は、取引銀行に代行を依頼しなければならない(若干の手数料を要する)。ロンドン手形交換所加盟銀行は自己勘定による応募を行わず、市場を通じて買入れを行なっている。ロンドン割引商社協会の会員である12の割引商社は、相互間の協定により、各社の応募額の合計が入札総額に等しくなるようにそれぞれの応募額を決定しており、またその応札価格も協定価格によっている。

上記12の割引商社以外の機関の応募額が入札総額に達した例はない。したがって割引商社の応募価格が常に最低落札価格となる。また常にこれより高い価格での応募があるので、この価格では応募額の一部について割当を受けうるにすぎない。このため、希望どおりの額のTBを入手しようとする応募者は、割引商社の協定価格を上回る価格で応募しなければならない。しかも高い価格で入札するならば、その応募者は必要以上に多額の金額を支払わねばならないこととなる。しかし多くの場合、割引商社の応募価格を予想して、それをわずかに上回る価格で応札することはむずかしいことではない。ちなみに、割引商社は時として、入札総額の10%ないしそれ以下の割当をうけるにすぎないことがある。また1965年中には、割引商

社が6週間連続して、入札総額の1/3の割当しか受け得なかったこともあった。

(2) これに対して米国では、木曜日(唯一の発行日)に発行されるTBについて毎週月曜日に入札が行なわれる(ただし、1年物TBは毎月1回入札)。入札参加者に関する制限はなく(会社や個人も参加できる)、実際にも証券関係者以外の応募が少なくない。米国には通常の入札制度のほか200千ドルを限度として毎週の平均落札価格で応募額に比例した割当を受け得る制度がある。この制度によれば、応募者は競争者より高い価格を付なくても、小額の証券を確実に入手できる。

主要な政府証券ディーラー(専門割引商社と約20の銀行ディーラー部門)は、到底落札できないと予想されるような低い価格をも含めて、種々の価格で応募し、このため実際に必要とする額以上を申し込むのが通例である。入札に付されたTBは常に全額消化されているが、ディーラーにはTBの全額を引き受ける責任や義務はない。また主要ディーラーの応募価格が種々であるためその他の応募者は、落札可能な最低価格を選ぶことが困難である。

9. 米国における最近の動き

(1) 米国では、過去4年間、各種機関(銀行を除く)の流動資金のうち、公共部門に投資される資金の割合は低下した。これは1961年にCDが導入され、これが短期資金の運用対象として脚光をあびるようになった事情によるものである。しかしこの間TBに投資される資金の割合はほとんど変わらなかった。CDが登場した反面、財務省債務証券(Treasury certificates of indebtedness)の発行が停止され、これが6ヵ月ないし1年物のTBに振り替わったためである。

(2) 1961年にCDが導入されるまで、TBに対する人気の一部は定期預金の不人気に由来するものであった。すなわち、定期預金はその引出しにあたって30日前の予告が必要であり(現在も同様)、さらに1964年11月までは90日以内の定期預金の最

高金利は1%に規制されていた。したがって定期預金はTBに比べて流動性の面で劣っていたほか、90日以内の定期預金については利回りの点でも不利であった(TBレートが1%以下にまで下がった1954年の景気後退時はその例外である)。一方、期間90日をこえる定期預金については、これを有利に運用することが困難であったため、銀行は概してその吸収に熱心でなかった。当時は、定期預金金利(最高)が3~6ヵ月物で2½%、6ヵ月超物で3%であったのに対し、貸付金利は3¾%程度、優良市債(high grade municipal bond)の利回りは2½%(ただし免税)にすぎなかった。しかし1960年ごろには多くの金利が上昇し、たとえば貸付利率は5¼%、市債利回りは3¾%(免税)となった。さらに1950年代後半のユーロ・ダラー市場の発展に伴い、銀行には新たな資金運用先(レートは一般に4%前後)がひらかれた。この間定期預金の最高金利は据え置かれたため、銀行は定期預金の吸収に次第に関心をもちはじめた。

(3) いくつかのニューヨークの大銀行が譲渡可能なCD^(注)の発行を開始したのは、以上のような事情によるものである。銀行はCDの期間を90日超とすることにより、1%というきわめて低い金利制限の適用を免れ、TBより高利を付することができた。また政府証券ディーラーにより、その取引市場が形成されたため、CDの流動性はTBとほとんど変わらないものとなった。最も好評を博したCDは、期間6~9ヵ月物(最高金利3%。1961年のTBレートは2¼~2½%)であった。CDの発行額は、当時における事業会社の手元資金の増大にもささえられて次第に増加し、その残高は1964年末には約87億ドル(31億ポンド)に達した(会社は要求払い預金の引出しと財務省債務証券の売却によってCDを買い入れた)。なお、CDが好評であったことは、銀行のTB保有額にも影響を与えた。すなわち大銀行がその資金ポジシ

ョンを改善する必要に迫られた場合には、当該銀行はCDを発行することにより、他行に預入されている資金を吸収できることとなった。このためCD発行銀行としては、TBを保有しておく必要性が薄らいだ。

このほか金融会社手形の発行額も近年かなり増加した。たとえば、事業会社の同手形保有額は過去3年間に2,912億ドル(1,040百万ポンド)の増加となっている。これが、TBに対する事業会社の需要減少をもたらしたことはいうまでもない。

10. 英国における最近の動き

(1) 内外の機関投資家が英国の短期投資物件に投資した金額のうちTBに運用した部分の割合は、1950年代を通じてほぼ一貫して増加を続け、1960年には23%(770百万ポンド)に達した。これは明らかに1951年以降のTBレートの上昇によるものであった。しかしその後、この割合は急速に低下し、1964年9月には12%(356百万ポンド)にまで落ち込んだ。

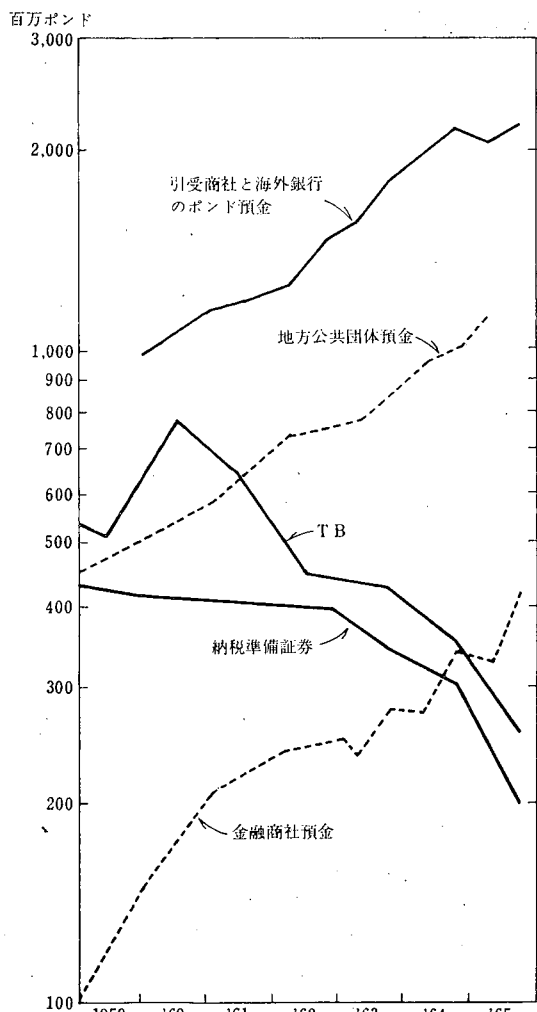
これを金額でみると、別図のように、1960年から64年までの4年間に、機関投資家のTB保有額は415百万ポンド(54%)の大幅な減少を示した。これに対し機関投資家の地方公共団体への預金は462百万ポンド(87%)、金融商社への預金は132百万ポンド(63%)、それぞれ増加した。またこの間引受商社と海外銀行への預金は1,044百万ポンドの増加を示し、その残高はほぼ倍増した。この増加額の過半は海外から流入したものであるが、国内の会社や金融機関から吸収した資金も450百万ポンド程度に達した。

(2) 1965年9月までの1年間については、ポンド危機に伴い上記の傾向に若干の変化がみられた。すなわち引受商社と海外銀行のポンド預金はこの間50百万ポンドの増加にとどまった。これは国内居住者の預金が増加を続けた反面、海外居住者の

(注) 定期預金証書は1960年以前にも発行されていたが、その大部分は譲渡不能であり、またその発行額も少額であった。

なお最近、多くの銀行は新たに無担保約束手形(unsecured notes)を発行しはじめた。その残高は現在200~300百万ドルとみられている。

英国における内外機関投資家の短期資金運用状況



(注) 定期預金については、最近の計数が不明のため、引受商社と海外銀行のポンド建預金総額を掲げた。同計数には個人預金が含まれているが、近年の預金増加の大部分は機関投資家からのものである。

預金引出しがみられたためである。一方金融商社への預金は1965年3月～9月間に急増した。また地方公共団体への預金については、9月の計数がまだ明らかではないが、傾向としては増加を示している。これに対してTBの保有高は減少を続けた(非公的海外機関の保有高は39百万ポンド減、国内機関投資家の保有高は58百万ポンド減)。

要 約

ロンドンTB市場とニューヨークTB市場と

は、その歴史、伝統、組織の点で大きく異なっているが、両国のTBは基本的には類似の証券であり、同種類の買い手を対象としている。TB残高が公共部門の短期債務に占める割合は英国の方がやや低いが、公共部門の債務総額に占める割合は両国ともほぼ等しい。また両国を通じてTBは銀行と外国公的機関の保有にとくに適している。

しかし両国におけるTBの保有者別分布状況には大きな相違がある。銀行についてみると、預金に対するTB保有額の比率は、米国の銀行の方が英国の国内銀行より低い。これは、米国ではTBが銀行の法定準備に算入されないのに対し、英国ではTBが伝統的に準備資産の主要部分とされているためである。また米国ではTBの保有者が広範にわたっており、とくに機関投資家の保有割合が英国に比べて高い。これは主として、英国では地方公共団体短期債務市場(market in local authorities short-term debt)が高度に発達しているなど、高利回りの投資対象がほかにあるためである。

このほかにも、米国のTB保有者が広範にわたっている理由がある。まず、米国の政府証券ディーラーは全国に広範な支店網を持って、活発にTBの買い手を探している。しかも近年TBの発行額が増大したため、証券ディーラーの販売拡大の機会はさらに大きくなっている。これに対して英国においては、専門の割引商社が伝統的に主として銀行の需要に応じてTBを取り扱っているにすぎない。第2に米国の金融機関(銀行を除く)は法令上の要請もあって、英国の金融機関よりも多額の短期資金をTBに投資している。また米国の会社は通常英国の会社よりも多額の流動資産を持っているが、英国の会社に比べて定期預金に運用する割合が小さい。第3に米国のTBは、券面額が小さく、かついろいろな期間のものがあるため、買い手にとって好都合である。さらに米国では、発行額の一部について平均落札価格での応募が認められているが、この制度が小規模会社にとって魅力となっていることも見のがせない。