

商業銀行のターム・ローンと金融市場

深町， 郁彌

<https://doi.org/10.15017/4491738>

出版情報：経済学研究. 52 (1/4), pp.185-210, 1987-02-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



商業銀行のターム・ローンと金融市場

深 町 郁 彌

1 対象と課題

今日の「金融革新」はきわめて多様な展開を示しているが、それらの核心となっているのは「金融の証券化」、そして「ペイメント・システム」の革新といってよい。「金融の証券化」は、まずなによりも、非銀行企業等の資金調達金融機関借入による間接金融から証券発行による直接金融への移行、というトレンドを言い表わしている。もっと簡単にいえば企業金融の「銀行離れ」である。ところが1970年代後半、まずアメリカ国内で、そして80年代にはそれを引継ぐかたちでユーロ市場で、金融機関とりわけアメリカの商業銀行が主導するかたちで、いわゆるセキュライゼーション (securitization) が急激に進行するにいたった。このなかで商業銀行の投資銀行化、あるいは「マーチャンド・バンキング」への業務の多角化がいられていることは周知のとおりである。すでに筆者も別稿で若干論じておいた¹⁾。

小論は、ここにいたる商業銀行業務の変容の起点を、銀行がターム・ローンという貸付形態をとるようになったことまで溯って追究する。このことは、再生産過程で機能する資本の運動

とのかかわりで信用理論の体系を構築するという、筆者の年来の方法にもとづいている。ターム・ローンという中期信用の形態での貸付によって、再生産過程での設備投資やその他の固定資産に対する追加資本供給がなされることは、手形割引や商品担保貸付による流動資産金融を行うとされる本来的な商業銀行業務の枠を大きくはみ出していると考えられないであろうか。筆者は、商業銀行の再生産過程との接点を銀行信用 (貨幣信用) に求める視座をとっているが、その視座からは、あたえられる銀行信用の形態変化を、銀行業、さらには信用・銀行の全体システムの変容、を追究する起点に据え込まなければならない。これに対して、今日の議論の多くは、商業銀行の変容、「金融革新」による金融の証券化を、1970年代以降の変動相場制下での金利の高水準での激動、非金融企業と個人の金利選好の高まりによる、ディスインターミディエーション (預金流出) から始めている。それらは、初めから再生産過程から切り離された金融市場での資産選択のレベルで論理が組み立てられている、と言いうるものである。

銀行貸付のターム・ローン化は、銀行の流動性維持・補填のシステムを必然的に金融市場へ展開させていくことになる。小論の一つの課題は、銀行の資産・負債の管理・調整が、どのように金融市場への依存、あるいは逆にいえば金融市場の拡張を結果せしめるか、を明らかにすることである。さきにふれたセキュライゼー

1) 小稿「国際銀行業——アメリカ商業銀行の国際的展開に関連させて——」小野朝男編『金・外国為替・国際金融』、ダイヤモンド社、1986年；小稿「銀行業の国際化とセキュライゼーション」『金融経済』219号、1986年10月、所収、参照。

ションはその最新の局面と考えられる。

さらにいえば、このような問題への視座と課題の設定は、管理通貨制下の信用・銀行システムの構造変化を再生産過程とのかかわりで展開することを可能ならしめるはずである。これまで管理通貨制度論の構図は、財政スペンディングを起点に、一方で流過程に購買力として投入された通貨が市中の銀行に流入して貸付可能な貨幣・貨幣資本を形成すること、他方で金融市場—証券市場のレベルで国債の流通を支えるため公開市場操作などにより中央銀行が市場に組み込まれ内在化していくこと、の二つの系列の組合せから構成されていた²⁾。まだ市場の主体としての商業銀行の変容にはメスは入れられていない。再生産過程との接点である銀行信用の形態変化、ターム・ローン化を起点とするもう一つの系列がつけ加えることによって、金融市場をも含めた信用・銀行システムの変容という空白部分を埋めることができるとおもわれる。小論は、管理通貨制と信用・銀行システムへの新しいとぐちを供するものとなろう。

2 商業銀行貸付のターム・ローン化

(1) ターム・ローンの「資本信用」性

小論では、ターム・ローンを、歴史的にも理論的にも、商業銀行の変容を、そしてさらに管理通貨制度の枠組みのなかで信用・銀行システムの構造変化を明らかにするための起点に据えることを主張している。現時点で利用可能となった若干の計数を用いて、商業銀行のターム・ロ

ーンの実態を明らかにすることから始めることにしよう。だがそれに先立って、まず商業銀行バランスシート上の資産に占める貸出と証券投資の比重をみておくことにしたい。表1は、両者の比重の時系列的変化を大まかに示したものである（統計のとり方が途中で変えられているので必ずしも厳密な計数比較には耐ええない）。第2次大戦の終わった1945年を境に、銀行の有価証券投資（残高）とくに政府証券投資は比率を低め、手形等の割引と貸付を合計した貸出（残高）が比率を高めてきている。この表の示す銀行貸出行動の回復を確認しておくことは、以後の展開にとってきわめて重要な前提である。それは、国債発行・累積、その管理といった視座からだけでは、商業銀行の行動分析のできないことを教えている。しかしこれをもって直ちに「商業銀行の古典的役割の復活」を主張することはできないのではないであろうか³⁾。商業銀行貸付の内容に大きな変化が生じてきているからである。

この点にかんして、もっとも重要なのはターム・ローンである。その貸付形態の特質を指摘することからはじめよう。まず次のもっとも一般的な規定をみられたい。

「ターム・ローンという言葉は、商業銀行、大生命保険会社、ファイナンス・カンパニー

2) 小稿「管理通貨制度論と信用論」(I), (II), 『経済学研究』第39巻第1-6号, 1974年3月, 第40巻第4-6号, 1975年12月; 井田啓二『国債管理の経済学』新評論, 1978年, 第一編「国債と管理通貨論」, 参照。

3) 玉垣良典『景気循環の機構分析』岩波書店, 1986年, 171, 174ページ参照。一言つけ加えておくと、銀行の貸出活動の復活の指摘は貴重であるが、玉垣氏が「古典的役割の復活」をいうため、企業の銀行借入、とくに短期信用依存の増大、また銀行における「貯蓄性預金の決済資金化」から「短期性資金の膨脹」→「金融革命」というコンテキストだけを追われていることには賛成できない。これは1970年代の後述するような資産・負債管理のレベルの状況である。その基底に進行している貸付のターム・ローン化、中長期化こそが銀行のそうした管理をひきおこしているのである。以下展開するところである。

表1 アメリカ商業銀行の貸出と証券投資

(単位: 10億ドル, %)

	貸出・証券投資計	貸 出	証 券 投 資	
			計	うちアメリカ政府証券
1939	40.7 (100)	17.2 (42.3)	23.4 (57.5)	16.3 (40.0)
1945	124.0 (100)	26.1 (21.0)	97.9 (79.0)	90.6 (73.1)
1955	157.6 (100)	80.6 (51.1)	77.1 (48.9)	60.3 (38.3)
1970	435.5 (100)	292.0 (67.0)	143.5 (33.1)	57.8 (13.2)
1975	745.2 (100)	517.4 (69.4)	227.8 (30.6)	82.2 (11.0)
1982	1412.4 (100)	1042.3 (73.8)	370.1 (26.1)	130.9 (9.3)
1984	1716.8 (100)	1316.5 (76.7)	400.3 (23.3)	260.3 (15.2)

〔注〕 1970年までは12月末日値, 75年以降は12月平均値で, 1955年以降は季節調整値 (1984年値は不連続で厳密には比較できない)

〔出所〕 1982年までは玉垣良典『景気循環の機構分析』岩波書店, 1985年, 174ページ (原資料: *Economic Report of the President*, U. S. GPO, 1983), 1984年については, *ibid.*, 1986, p. 331による。

が, 資本市場での証券引受 (underwriting) にともなうリスク負担をおかしえないか, あるいはおかすことを好まない企業にたいして, 運転資本の増大, 設備ないしはそれ以外の固定資産の購入, またそのほかの資本的諸用途のような目的のために新規資本を供給するといった, 資本的性質の中間的信用 (intermediate credit of a capital nature) に適用されている。商業銀行は, とくに1930年にそのような貸付を展開し始めたが, それは伝統的な短期商業貸付に対する需要が減退するという信用状態の変化への適応としてであった。⁴⁾

以上はマン (Glenn G. Munn) がターム・ローンに対してあたえた規定である。そこで強調されているのは, 借手の企業にとっては, 事業の拡張のための追加資本の調達のためのもので, 従来の証券市場での起債に代わる手段として位置づけられていること, また貸手としての商業銀行にとっては, 短期商業貸付の減退と証

券投資を補う新しい業務分野の開拓として位置づけられていることである。ターム・ローンの起源と発展に言及するまえに, もう少しその貸付形態の特徴についてつけ加えておかなければならない。以後商業銀行のターム・ローンを中心に述べることにする。

商業銀行ターム・ローンは, 契約の実効上の期間からいうと1年以上の満期の貸付である。だから厳密に定義すると, より短期間の貸付が行われているとしても1年以上にわたって貸付が更新されるという契約上の義務がある場合には, そうした貸付もとうぜん含まれることになる。なによりもターム・ローンの特徴づけるのは, 貸し付けられた元本金額の返済が賦払形式で——毎月, 四半期毎, 半年毎, あるいは年々といった違いはあるが——なされていくこと, そして最後の返済期間には大きな金額 (balloon) が残しておかれることである。いうまでもなく, これらの支払計画は, 契約時に事前的に確定されるものである。後述するところであるが, 伝統的な手形割引や商業貸付のように自己流動的 (self-liquidating) ではないので, 貸し付けた商業銀行にとっては返済のキャッシュ・

4) G. G. Munn & F. L. Garcia (eds.) *Encyclopedia of Banking and Finance*, Bankers Publishing Company, 1973, p. 892.

フローの確保による銀行流動性の維持が必要とされるからである。ちなみにこのキャッシュ・フローの確保のため、借手の支払能力とは切り離されたかたちで、投資銀行や保険社会などによる信用保証の仕組みが講じられるようになっていく。こうした信用保証のシステムとしての発達、それによる再生産過程からの資本還流とは別のレベルでの貨幣資本還流＝返済のもつ信用・銀行制度に対する効果なども、さらに論じられるべき問題である。

ターム・ローンによって借手企業は前述の伝統的な商業銀行からの短期借入の場合とは異なった状況におかれることになった。このことをムーア (George S. Moore) は次のように述べている。

「他方では、借手が年に1回は銀行に出かけて行って債務から抜け出し、そして異常な環境に阻まれてそうできない場合には過少にしか資本化されていないとみなされる、伝統的な銀行業と企業金融の概念と、ターム・ローンとは違背するものである。ターム・ローンは借手の短期銀行ローンを『整理する』ことを可能にするので、この限度までのことであるが、ターム・ローンは『資本』貸付と性格を規定されうる。借手は究極的には銀行のターム・クレジットを真の資本に換えることを意図して差支えない。」⁵⁾

強調されているのは、借手企業における本来の商業銀行短期貸付と異なるターム・ローンの資本的性格、もっと正確に言えば固定資本への転化の可能性である。そしてその拡大された現実資本からの収益や減価償却にもとづくキャッ

シュ・フローによる貸付の返済というのが、理想的なターム・ローンの姿ということになる。この点でさらに視座を商業銀行に移して、キャッシュ・フローの確保のための具体的措置が、どのように伝統的な本来の商業銀行業務の範囲を越えているか、を見ておくことにしよう。

先述の賦払形式での定期的元本返済の取決めのほかに、銀行は次のような防衛的取決めにターム・ローン契約に盛り込むのが普通である。例えば企業が維持しなければならない最低運転資本額、貸付けられた資本(資金)によって実現された収益からの株式配当の制限、短期、長期を問わず新たに借入れを行うことに対する制限、資産を担保に供することや偶発債務を負うことの制限、また企業経営それ自体にたいしてその継続性を要求し、予算、財務報告の提出を義務づけること、そして債務不履行をひき起した場合には、残存の貸付期間を短縮すること等、がそれである。

以上の銀行側からの防衛的取決めのほとんどが、返済のためのキャッシュ・フローの確保に向けられていることを読み取られたい。だがそれとともに、このように企業経営にも深く関与していくターム・ローン契約の取決め方が、本来の商業銀行業務の範囲、やり方を越えていることも知りうるであろう。マンは、以上のような点を指摘しながら、ターム・ローンが「投資銀行タイプの信用」であり、したがってそれは、いろいろな形態の貸付を行っている大商業銀行にふさわしい貸付形態であること、そしてターム・ローンが貸付全体の適当な割合に押えらるべきこと、をつけ加えている。

ターム・ローンは金利支払についても特徴もっている。前述したような元本の賦払ととも

5) G. E. Moore, "Term Loans and Interim Financing", B. H. Beckhart (ed.), *Business Loans of American Commercial Banks* The Ronald Press Co. 1959, p. 208.

に支払われる貸付利率は、各賦払期間を区切って決められる仕組みとなっていた。賦払期間を初めの方で低く、後になるほど高く決める方式、そしてさらに貸手銀行の所在する地区連銀の再割引レートに一定のスプレッドを乗せる方式も採用されるにいたっていた。このあとの方式はまがうことなき「スプレッド貸付」であり、70年代にはユーロ・シンジケート・ローンで支配的になっていく⁶⁾。もう一つつけ加えておくと、大額で全体の貸付期間の長いターム・ローンは、リード・マネジャーの銀行が他の銀行や金融機関の参加 (participation) をえて——20～30の銀行の参加も珍しくなかった——供与されるにいたっていた⁷⁾。シンジケート・ローンである。

(2) ターム・ローンの成立と発展

ではターム・ローンはどのようにして成立し発展してきたのであろうか。若干の歴史的考察をも加えて、今日のターム・ローンの位置づけを検出しておくことにしよう⁸⁾。

ターム・ローンの成立は1930年代にまで遡りうる。29年の株式恐慌から33年の貨幣恐慌にいたる過程、そしてそれに続く金本位制停止下での不況の過程が、ターム・ローンの生み出された背景である。商業銀行の古典的機能と形態は、手形割引や流動資産 (本) 担保貸付——倉荷証券や船荷証券の差入れによる商品担保貸付——を、要求払の支払約束を貸付けるかたちで

行うことにあった。それとの対比でいうと、重化学工業の発達にともなう固定資本投資のための資本需要は、証券市場を舞台とした株式や社債の発行によって充足されるのが基本線ということができる。マルクス信用理論において、資本の再生産過程の次元で資本の私的取得法則にたいする制限と、その止場の方向を指示した「資本の流通時間の止場」、「資本所有の量的制限の止場」は、これらの二つの系譜をもっとも抽象的なレベルで提示したものにほかならなかった。

そこで本論に戻ると、アメリカの商業銀行は、形態的には、上述のような短期貸付を更新する契約をつけて——あるいは顧客とのあいだにそうした更新を暗黙の了解事項とすることによって——事実上貸付を延長して顧客の資本需要にに応じていたといわれている。また1920年代になると、アメリカの商業銀行は大量の企業債券の購買者となっていた。このことによって銀行は設備投資などに対する企業の資本需要を充たしていたわけである。ところが1929～33年の大恐慌の過程には、以上の企業の資本調達のためのルートが作動しなくなった。まず銀行が短期貸付の更新によって顧客の資本需要に応じることができなくなった。あるいはそうすることを好まなくなった。次には証券市場の崩壊のなかでの企業債券の価格下落、債務不履行の続出によって、債券の大量の購買 = 保有者であった銀行も、債券により資本調達を行っていた企業も、大きな損失をこうむることになった。後者から述べていくと、25～29年のあいだに発行された全企業債券のうち債務不履行は28%にも達した。また債務不履行におちいていない、したがって財務状態が良好で健全とみられた企業の債券でも市場価格は額面の50%かそれ以下と

6) D. M. Holthausen, "Term Lending to Business by Commercial Banks in 1946", *Federal Reserve Bulletin*, May 1947, p. 507. スプレッド方式の金利決定が1940年代後半にすでに指摘されていることに注目されたい。

7) *Ibid.*, p. 509.

8) G. E. Moore, *op. cit.*, pp. 208～212.

いうケースが多かった。そのため商業銀行は債券勘定に巨額の「未実現の損失」を抱えることになった。そして他方、貨幣恐慌の進展は銀行の健全性にたいする信頼の動揺、したがって預金の減少を生ぜしめ、銀行流動性を低下させるにいたった。はじめに述べた銀行の短期貸付の更新の拒否は銀行流動性の低下に対処する自己防衛上の措置にはかならなかったのである。しかし銀行は流動性の低下、さらにいえば市中からの現金払出要求に対応するためには、下落した市場価格で保有債券を売却せざるをえなかった。このことによって未実現であった債券勘定の損失が一挙に「実現」されることになる。銀行は現金払出要求に応じえなくなって支払不能（債務不履行）におちいることを回避しようとすれば、未実現損失の「実現」によって赤字を出さざるをえなかったのである。いずれを選択しても銀行倒産にいきつくのである。たとえ倒産にまでいたらなかった場合でも商業銀行はこうしたジレンマに対処して行かねばならなかったことに止目されたい。

また債券による企業の資本調達能力も作動しえなくなった。多くの企業債券は1930年代半ばあるいは後半まで市場価格を回復することができなかった。したがって29～33年の大恐慌の過程だけでなく、それに続く不況期にも企業は債券を新たに発行できなかった。他方企業はそのような時期に大量の債券の償還期を迎えることになった。したがって、企業の借入需要は本来の意味での新規の資本需要ではなく、過去の債務の支払のための需要にかならなかったのである。こうした借入が行えないと、企業は契約上であれ事実上であれ、満期債の償還ができなくなり債務不履行におちいらざるをえなかった。以上は、銀行と企業が大恐慌と不況の過程の

なかで証券市場を通じる企業金融のルートを作動させえなくなったことの一応の説明である。

ではターム・ローンへの移行はどのようにして行われたのであろうか。銀行は企業債への投資に代わる新しい業務分野を必要としている。また企業は証券発行に代わる新しい資本調達ルートを開拓しなければならない。企業としては新規の追加資本調達のためでなく、1920年代のブーム期に高利で証券市場から調達した資本を30年代不況期の低利の借入金で借り替えて資本コストの節減をはかりうる状況が出現している。ちなみに28～29年にはAA格付の企業債の平均利回りは4.82%であったが、34～47年には銀行のプライム・レートは1.5%であり、信用状態のよい企業にはそれをあまり上回らないターム・レートが適用されうる状況になっていたのである。さらに1933年証券法、34年証券取引所法による法的規則が証券発行を制約するように作用したこともつけ加えておかなければならない。企業の経営者や役員たちは企業債務条項の厳格な適用に恐れをもった。その条件をみたすために長い時間を要することによって、カバーできない金融上のリスクをまねく可能性があること、また手続のための費用が資本調達コストを上昇させること、さらにまた、経営者のなかには目論見書（prospectus）に求められている企業のディスクロージャーを好まない者がいたこと、などであった。銀行のターム・ローンはこうした不利な点を回避して早急に貸付契約を行うという新しい借入手段にはかならなかったのである。もう一つつけ加えておくと、1938年には商業銀行が投資対象にしうる債券を高位四段階の格付けをもつものに制限する監督当局のレギュレーションが出されるにいたった。これは、中小企業の発行する債券に対して事実上銀行の

商業銀行のターム・ローンと金融市場

扉を閉じさせることになったのである。

以上のような経過を辿ることによって企業は、過去の債券の借り替え、新規の追加資本の必要を、商業銀行をはじめ金融機関の直接の貸付に求めることになったのである。だがその貸付形態は、かつての短期貸付の更新・つなぎ合わせではなく、貸付期間の全体にわたって銀行と借手とのあいだに貸付の継続が事前に取り決められるターム・ローンに転化していったのである。また銀行の側ではターム・ローンは短期貸付の減少、そして企業債投資の減退によって生じた過剰な貸付可能貨幣資本の新たな運用部面の開拓にほかならなかったのである。管理通貨制度下のニュー・ディール期の金融緩和政策の作用もあって、銀行システムは巨額の過剰準備(excess reserves)を積み上げていた。1935～40年の平均は32億5,000万ドル、ピークであった40年のそれは70億ドルに達していたのである。そして連邦準備の公開市場委員会(Open Market Committee)のもとでの集中的公開市場操作——1933年銀行法によって連邦準備法に追加、35年銀行法によって全面修正・強化された——は、連邦政府証券市場の管理を押し進め、それら証券利回りを低下させていた。したがって、銀行などのそれらの買手は、より有利な運用部面を求めざるをえなかったのである。ターム・ローンは銀行の過剰な貸付可能貨幣資本の有利な運用部面として開発されたのであった。

以上は、1930年代のターム・ローン成立の背景と原因のあらましである。このあとターム・ローンは商業銀行の新しい業務として定着していく。第二次大戦下の軍需生産による産業発展、大戦後の朝鮮戦争、経済成長のさいの企業の資本需要の充足にはターム・ローンが大きな

役割を占めていくことになった。そこで次には商業銀行の資産に占めるターム・ローンの比重の推移を、利用可能な計数によってみておくことにしたい⁹⁾。

ターム・ローンにかんするもっとも早い時期のサーベイの一つは、連邦準備が1939年に行ったものである。それは101の主要都市の週報告銀行400行のターム・ローン残高をカバーしている。39年4月19日現在これら400行は38億5,800万ドルの商工業貸付および農業貸付をもっているが、それは全加盟銀行の約70%をカバーしている。そして上記の貸付額の4分の1、9億8,700万ドルは契約当初の満期が1年ないしはそれ以上のものである。

表2 商業銀行のターム・ローンの推移
(12月末、単位：100万ドル)

	56報告銀行 ターム・ ローン (実数)①	全商業銀行 ターム・ ローン (推定)②	全商業銀行 貸出(実数) ③	②/③ (%)
1935	215	推定不能	15,164	—
1936	337	推定不能	16,415	—
1937	370	827	17,190	4.8
1938	485	1,083	16,440	6.8
1939	714	1,596	17,263	9.2
1940	967	2,162	18,830	11.5

〔出所〕 G. E. Moore, "Term Loans and Interim Financing," B. H. Beckhart (ed.) *Business Loans of American Commercial Banks*, The Ronald Press Company, 1959, p. 214.

表3 事業貸付に対するターム・ローンの推移
(単位：100万ドル)

	ターム・ ローン ①	事業貸付 ②	①/② (%)
1946年11月20日	4,558	13,189	34.5
1955年10月5日	10,441	30,820	33.9

〔出所〕 表2に同じ。

9) *Ibid.*, pp. 213ff.

表2は、1941年に NBER によって行われたターム・ローンの調査にもとづくものである。調査は99行の大銀行の資産について行われたものであり、週報告銀行の70.6%、加盟銀行の49%、預金保険加入商業銀行の43.4%をカバーしている。99行のうち56行については35年までターム・ローン残高を溯ることができた。これらのサンプル・データから表に示されている全商業銀行のターム・ローンが推計されたのである。この表では、全商業銀行の貸出総額に対するターム・ローンの比率が、30年代後半急速に増大しているのを知ることができる。NBER のこの調査では、上記99行の41年6月30日現在の「貸付合計額および割引残高」は65億3,700万ドル、1年以上の貸付予約をあたえる「回転(revolving)ターム・ローン」を含めたターム・ローン残高は15億7,000万ドル、したがってターム・ローンの貸出に占める比率は24%となっている。

さらに表3をみられたい。これは連邦準備が1955年に行った2,000行のサンプル調査であり、それは全加盟銀行の93%の、そして全商業銀行のおおよそ87%の事業貸付をカバーしているものである。したがってここでの46年11月、55年10月のターム・ローンの比率は、第2次大戦後のターム・ローンの状況を概観しうるものといえるであろう。しかしこのサーベイには、銀行が貸付予約をあたえる「回転信用」は、1年以上の満期をもつ約束手形が振り出されていない限り含まれていない。もう一つ、ベックハート(B. H. Beckhart)が、1940～50年の時期の商工業貸付に対するターム・ローンの比率がほぼ30%である、と推計していることをつけ加えておきたい。

ゴールドスミス(R. W. Goldsmith)は1929

年以来銀行のバランスシート上に生じた二つの重大な変化を指摘している¹⁰⁾。その一つはターム・ローンの導入である。その場合上述のベックハートの推計が参照されている。もう一つは、銀行保有の財務省発行有価証券のうちで1年未満の満期をもつ短期証券の比率が増大していることである。これらを考慮に入れたうえでゴールドスミスは、短期貸付と短期証券のシェアの低下を指摘し、全銀行システム——この場合商業銀行だけでなく、相互貯蓄銀行(mutual savings banks)、郵便貯金(postal savings system)、連邦準備制度が含まれている——にとって1900～12年の約60%から1952年には約45%になっている、と推測している。後者の政府短期証券の比率の増大についてはこれまで言及していないが、銀行の行動変化という視座に立つ場合重要な論点である。その意義については後で論じることにした。

『フェデラル・リザーブ・ブレーション』でターム・ローンの計数が示されるようになったのは1967年以降についてである(82年からはターム・ローンの項目としては表示されなくなっている)。表4は、それらにもとづいて大商業銀行の国内貸出総額に占めるターム・ローンの比率を算出したものである。これまでみてきた計数と直接比較できるものではないが、1960年代後半から80年代にかけてのターム・ローンの動向をサーベイできる。金融引締め・金融市場逼迫期にはターム・ローンの比率が上がり緩和期には若干低下するという波を描きながら、トレンドとしては若干上昇傾向を示している、とみることができるであろう。さらにもう一つ、イ

10) R. W. Goldsmith, *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, NBER, 1958 (Arno Press reprint, 1975), pp. 147～148.

表4 大商業銀行貸出に占めるターム・ローンの比率
(年末残高, 単位: 100万ドル)

	ターム・ローン	国内貸出総額	構成比(%)
1967年	26,077	55,684	46.8
68	29,531	62,824	47.0
69	32,789	67,121	48.9
70	32,305	65,211	49.5
71	31,975	64,817	49.3
72	32,964	69,715	47.3
73	40,727	86,615	47.0
74	49,282	105,147	46.9
75	46,906	89,587	52.4
76	45,171	83,633	54.0
77	46,626	90,850	51.3
78	55,439	106,385	52.1
79	72,120	136,795	52.7
80	81,671	154,409	53.0
81	84,973	174,966	48.6

〔注〕 貸出総額には銀行引受手形および対外商工業貸出は含まれていない。

〔出所〕 *Federal Reserve Bulletin* 各号による。

ギリス・ハル大学のウイルソン (J. S. G. Wilson) による1979年の全連邦準備区——ただし農業地域の銀行を除く——についてのサーベイをみておくことにしよう¹¹⁾。それでは、商工業貸付に占めるターム・ローンのシェアは、3分の2の銀行については20~40%, 上位3分の1の銀行については50%かそれ以上であり、少数の小銀行で10%かそれ以下であった、と指摘されている。この指摘からは上位銀行ほどターム・ローンの貸付に占める比率が高いという予想された状況を確認できるのであるが、それとともに地方の中小銀行でもその比率が相当程度高いことを知ることができるであろう。ここでは指摘するだけにとどめざるをえないが、ターム・ローンは、証券市場で企業債の発行できないレベルの中小企業にとっても資本調達の手段

として定着するにいたったといえる¹²⁾。

これにさらに1930年代以来の、貯蓄性金融機関、生命保険会社、さらには商業銀行にも及ぶ住宅金融 (モーゲージ) 貸付が続くことになる。また60年代にはいるとパーソナル・ローン形式での消費者信用も展開するにいたる¹³⁾。いづれも賦払形式をとる中期・長期の貸付である。後者の場合には、銀行の回転信用も供与されている。これらはターム・ローンの経験に立脚し、貸付形態としてそれに接続するものと考ええるべきである。

12) 貸付のターム・ローン化はアメリカだけでなく、他の諸国にも共通な現象であった。さきのウィルソンは、イギリス、西ドイツ、日本などについてそのことを指摘している。例えばイギリスについては、ロンドン手形交換所加盟銀行の計数を示している。加盟銀行 (および子会社) の貸出総額に占めるターム・ローンおよび特殊輸出計画 (special export schemes) 貸付——船舶や資本財 (プラント) 輸出などへの貸付を含んでおり、それらの大部分に政府の輸出信用保証局 (Export Credit Guarantee Department—ECGD) の支払保証が付けられ、低利固定金利であった——の比率は、1973年の35.6%が、75年44.2%, 76年47.4%となっている。81年には29.4%, 83年には32.7%であるので、国内貸付でのターム・ローンの比率は80年代には若干減退しているといえる。つげ加えておくと、イギリスにおいて加盟銀行のターム・ローンが急増したのは1971年の「競争と信用調節 (Competition and Credit Control—CCC)」措置の導入以後のことであった。パークレイズ、ロイズ、ナショナル・ウエストミンスター、ミッドランドなど大銀行が、相互に競争し主導している。このことは71年以後には金利カルテルが撤廃されたため、それまで子会社を通じてしか行えなかった卸売市場でのより高い金利での預金取入れを、銀行自身が直接参入して行えるようになったことにもとづいている。この点は後述の「負債管理」にかかわっている。

西ドイツについては計数は示されていない。第2次大戦後の一時期には、西ドイツの商業銀行は形式的には中長期の貸付を行うことを好まず、貸付期間は形式的にはバランスシート上では3年11カ月までであった。しかし銀行と借手とのあいだの暗黙の了解によって、貸付が継続され事実上4年以上にわたった (4年以上が長期貸付と規定されていた)。最近では銀行は中長期の貸付をはるかに公然と行うようになってきている。それは

11) J. S. G. Wilson, *Banking Policy and Structure—A Comparative Analysis*, Croom Helm, 1986, pp. 295~296.

さらに筆者は、1970年代ユーロ市場において支配的な貸付形態であったユーロ・シンジケート・ローンが、国内で展開したターム・ローンを形態的に継受したものとして位置づけうると考えている。ユーロ市場の形成と発展は、60年代半ば以降の国際金融上の新しい現象である。19世紀中葉からその時期まで、国際金融は貿易金融と銀行間の為替取引差額を埋めるための短期金融、そして証券発行による長期資本調達という二つの形態で行われてきた。ユーロ・シンジケート・ローンは、この証券発行に部分的に代位する中期貸付の形態として展開したのである。それは非銀行の借手にとっては中期の借入としての利用を可能にするものであるが、ユーロ銀行にとっては通常6カ月ごとに貸付を更新しロールオーバーしていくというものであった。1963年の金利平衡税と65年の対外投資に対するガイドラインによる規制（いずれも74年に撤廃）にもとづく資本流出抑制のもとで、アメリカの多国籍企業が取引銀行の海外支店などとのあいだでこの形態での借入を行ったことに始まり、そして70年代にはいると非銀行企業だけで

はなしに、LDCs を中心に政府の国際収支赤字補填ないし開発・工業化のための借入がこの形態で集中的に行われるにいたったのである。したがって1件当りの貸付金額は大きく、後者のソブリン・ローンでは億単位のレベルになっている。主幹事あるいは共同幹事となる銀行が、借手の情報を提供し、多くの銀行がシンジケートを組んで貸付に応じるのであるが、このシンジケーションによって巨額の貸付が迅速に行われ、また貸手銀行にとっては巨額の貸付を特定の借手に行うことの危険——信用リスク——の回避も行いえたのである。ユーロ・シンジケート・ローンの展開にとっては、巨大でかつ長いインターバンク市場をもつユーロ市場の存在が不可欠であった。貸付を中長期に固定しているユーロ銀行にとっては、インターバンク市場で短期の預金（借入）を更新してつないでいくことで銀行流動性を維持できたのである。もう一つ金利期間について述べておかななくてはならない。ユーロ・ローンは6カ月ごとのロールオーバーにさいして市場金利——基準金利としてもっとも一般的なのは LIBOR（ロンドン・イン

1968年までに金利規制が撤廃されて、貸付の全期間にわたって金利を固定する必要がなくなったことにかかわっている。そして上述の戦後の時期には銀行への預金は短期の比重が高かったのが、後には貯蓄性預金が増大したので、長期に貸し付けようになり、むしろそれを好むにいたったのである。ところで西ドイツの場合には、貯蓄銀行の中央機関であるジーロツェントラーレの方が、商業銀行より長期に貸し付けている。それらの貸付は、3大商業銀行よりも固定金利のものが多く、10～15年に達するものは貸付金利を調整できるようにしたものもある。そして長期の信用供与の若干は回転信用ベースにもとづいておりとみられる。もう一つつけ加えると、ジーロツェントラーレが3大商業銀行より長期貸付と好むのは、証券発行による長期借入で長期貸付にマッチさせる能力をもっていることに由来している。

日本については、周知のようにターム・ローンそのものについての計数は公表されていない。そこでウィルソンは、日銀『経済統計年報』により

「貸出」を構成している「割引手形」「手形貸付」「証書貸付」「当座貸越」の4項目のうち、ターム・ローンに該当するとみられるのは「証書貸付」であるとし、「貸出」全体に占めるその比率を算出している。その比率は1983年末で、都市銀行34.7%、地方銀行36.7%、長期信用銀行73.9%である。それは平均3～5年の貸付で、7年ないしはそれ以上に達する場合もある。中長期貸付という場合にはこれに20年程度に達する賦払の住宅金融、さらには36カ月に達する自動車など耐久消費財のための消費者金融を加えるべきである。筆者のみるところでは、「手形貸付」は都市銀行45.0%、地方銀行36.7%と、「証書貸付」より比率が高いが、そのかなりの部分は、借替え（ころがし）によって事実上1年を越える中期以上の貸付になっているとおもわれる（J. S. G. Wilson, *ibid.*, pp. 296～304.）。

- 13) 小稿「消費者信用の展開」森下二次也編『商業の経済理論』ミネルヴァ書房、1976年、所収、参照。

ターバンク出し手レート)——に当初の契約時に定められたスプレッドを乗せて貸し付ける変動金利制が採用されることになった。以上の概観からユーロ・シンジケート・ローンが国内で展開されたターム・ローンを貸付形態として継受していることを知りうるであろう。

ところで、以上で「ユーロ銀行」業と述べたのは、国際銀行業の多岐にわたる業務のうちユーロ市場を舞台とする貸借を特徴づけるためにそうしたのである。ユーロ銀行は、現実には、進出国での国内銀行業あるいは非銀行的金融業務をも多角的に展開している多国籍の国際銀行業として存在している。そしてそのような多国籍化と業務の多角化をリードしてきたのは、アメリカの大商業銀行にほかならない。国際銀行業は、このような銀行の海外支店や現地法人形態をとる子会社・関連会社によって営まれてきているのである。そうだとすると、ユーロ・シンジケート・ローンのターム・ローンからの形態上の継受をいうだけではなしに、商業銀行の行動変化の分析にさいしては、国内と海外での貸付のターム・ローン化・中長期化を連結させて考察の対象とすることが必要となるであろう¹⁴⁾。ユーロ・ローンまで入れると、銀行の貸付のターム・ローン化は、さきの国内だけの計数の示すものよりもっと進んでいるといえるのではないであろうか。

3 銀行の流動性管理

(1) 商業銀行の自己流動性と貨幣節約

叙上の分析で明らかのように、1930年代の管

理通貨制への移行後に始まった商業銀行貸付のターム・ローン化は、今日にいたるまで傾向的にはその比重を増し、銀行のバランスシートの資産のなかに定着してきているのである。そこでこの節で取り組まなければならない課題は、そうした状況に対応して銀行の流動性管理がどのように変化してきたか、を明らかにすることである。

すでに筆者は、ターム・ローンを「資本金用」性の貸付である、と述べておいた。それは借手の非銀行企業にとっては証券発行に代わって新規設備投資をはじめ追加資本の調達を可能ならしめるものであった。また貸手銀行にとっても証券購入・保有に大きく代替するかたちで、しかも借手企業との連携・支配関係を強化できる投資銀行タイプの貸付形態として定着してきたのであった。こうした点からみれば、ターム・ローンは古典的な商業銀行業務の枠を大きくはみ出すものであった、と言いうるであろう。

論理展開の基準を設定するという意味をこめて、まずこの古典的商業銀行業務と信用・銀行システムを考えることから始めよう。個々の商業銀行は、手形割引および商品担保の短期貸付——借手にとって再生産過程にある商品資本であり、倉荷証券や船荷証券の差入れによってなされる、流動資産金融——を行うが、そのさいあたえられる銀行信用は、自己あて・要求払の支払約束の貸付のかたちをとっている。銀行は、手形割引の場合は手形保有が増加し、また短期貸付の場合にはそれだけの貸付債権がバランスシートの資産側で増加し、そしてそれらにみあう額の要求払債務が負債側で増加することになる。ここでは銀行の要求払債務の貸付は、借手が銀行においている要求払預金（当座勘

14) 小稿「国際銀行業」小野朝男編『金・外国為替・国際金融』ダイヤモンド社、1986年、所収；同「銀行業の国際化とセキュリタイゼーション」『金融経済』219号、1986年10月、所収、参照。

定)への預金設定(貸記)によって行われると
考えておこう。このような手形割引や短期貸付
の場合には、形成された資産は自己流動性をも
つといわれる。すでに言及しておいたところ
である。そう言われるのは、手形が再生産過程
にある商品資本の運動に立脚して振り出されて
おるという、ここでの前提に立てば、再生産過程
の機能資本家である手形債務者は、商品資本の
貨幣資本への転化——商品価格実現——によ
って銀行保有の手形の債務金額を支払うから
である。ここで銀行バランスシートの資産側
では手形が現金貨幣に入れ替り、資産の流動
性が回復する。

だがさらに、バランスシート負債側の設定
された要求払預金の運動について述べてお
かなくてはならない。借手である機能資本
家は銀行におかれていた要求払預金(当座勘
定)に対して支払指図証(小切手)を振り出
して、第三者に対する支払あるいは現金貨
幣の払出を行うことができる。資本家相互
間の商業流通における商品取引では、買手
は支払指図証(小切手)を振り出して売手
に「支払」うことになる。この場合買手の
資本家が購買した商品は、自らの生産過程
に充用する原材料(不変流動資本)にはかな
らない。商業流通での取引が支払指図証(小
切手)で「支払」われうのに対して、労働者
の賃金および資本家の消費基金から形成さ
れる所得によって彼らが消費手段を購入す
る一般的流通(所得流通)は、現金貨幣の
流通の場であるから、賃金支払と資本家
消費基金の準備は、現金貨幣でもたねば
ならない。資本家は、現金貨幣を小切手
を用いて銀行から払出を受けることになる。
以上の商業流通と一般的流通の区分を念
頭に置いて論を進めると、銀行は要求払
預金の設定によって貸付を行えば、事後
的に貸

出額の一部分の現金貨幣の流出をこう
むるわけである。銀行からのその流出は、
一つには、商業流通での取引の「支払」
に振り出された債権債務の方向を異にする
多数の小切手が、一つの銀行内で、また
銀行相互間で、相殺される程度、そして
個々の銀行がどれだけの相殺差額をも
つかによってきまることである。もう一
つは、一般的流通のための現金貨幣の需
要によってである。いずれも銀行からの
現金貨幣の流出を生ぜしめるものでは
あるが、両者は理論的には区別してお
かねばならない。銀行にとっては銀行
信用の供与が要求払の自己あて債務の
貸付によって行われ、その一部が事後
的に現金貨幣で流出するということは、
現象的には銀行の現金準備をはかるに
上回る架空な貨幣資本が創造できる
ということである。この場合個々の銀
行の努力の方向は、まず商業流通から
あがってきた小切手つまり債権債務の
相殺差額をゼロに向って縮小すること
である。その程度は銀行内での振替・
相殺のシステムの機能、そして他行と
のあいだでのインターバンクの相殺シ
ステムの機能にかかわることである。
ここで筆者は、他行との関係を入れる
ことなしには個々の銀行にとっての信
用創造なる事態もありえないこと、そ
してこの相殺による貨幣節約・信用創
造の問題は、必然的にインターバンク
市場つまり銀行相互のあいだの貨幣
貸借へと上向していくこと、を指摘
しておきたい¹⁵⁾。

以下後者の問題に若干の説明を加えて
おこう。ここで、さきに指摘しておいた
信用・銀行システムの問題にはいること
になる。個々の銀

15) 小稿「商業銀行と銀行信用」浜野俊一郎・深町
郁彌編『資本論体系(6) 利子・信用』有斐閣、
1985年、所収；同『『信用と擬制資本』の現代的
課題』『信用理論研究』信用理論研究会、第2
号、1985年7月、所収、参照。

行を一つの信用・銀行システムにまとめ上げていくのは、コール市場、手形市場などのインターバンクの短期金融市場、そしてそのうえに位置する「最後の貸手」という機能における中央銀行である。ここでの問題への接近の視座からいえば、銀行間での振替・相殺の結果銀行AがB、C、D等の他行に対してマイナスの相殺尻をもつということは、Aが再生産に従事する機能資本家に多くの貸出を行っているからである。この場合Aの選択する方法の一つ、そしてもっとも可能性の高い方法は、インターバンク市場でコール・ローンを取るか手形を売却するかして、逆方向の債権を造出して、さきのマイナスの差額をもう一度相殺してしまうことである。Aは現金準備の流出を阻止できることによって、貸出の抑制・収縮などの措置を回避することになる。これを別のかたちで表現すると、個々の銀行にとっては——再生産過程に対する貸出、したがって要求払預金額を所与のものとして前提してしまうとはっきりするが——、相殺による現金貨幣の節約度を上昇させて現金貨幣の支払必要度を低下させることは、銀行の資産流動性維持のための、つまり資産管理のための重要な支点にはかならないのである。これは小論冒頭でふれた「ペイメント・システム」の問題につらなっていく論点である。さきに相殺による貨幣節約の問題が必然的にインターバンク市場という金融流通での貨幣貸借に上向するといったのは、このようなインプリケーションにおいてである。ただし、一言つけ加えておくと、上述の場合には総体としての信用・銀行システムに存在する現金貨幣準備は所与であり、その銀行間における相互融通が行われているだけである。このケースはインターバンク市場で現金貨幣需給の逼迫と金利上昇が生じ——こ

れは再生産過程からの貨幣還流に遅滞が生じることにもとづくと考えておいてよい——、中央銀行の「最後の貸手」機能への訴求が行われ、市中に新たな現金貨幣の追加供給が行われる状況とは区別されねばならない。

ところで、以上と区別されるもう一つの現金貨幣に対する需要は、現金流通の場としての一般的流通からのものである。前提されている理論の次元では、一般的流通からの現金貨幣需要に対しては、個々の銀行、そして総体としての信用・銀行システムはあらかじめ現金準備を保持しておかなければならない。再生産に従事する機能資本家に対して貸出を行えば、銀行は事後の現金貨幣払出に備えておく必要が生じる。つまり現金準備の拘束が発生するのである。これに対応する銀行の努力の方向は、一般的流通で支出された所得としての現金貨幣の、消費手段を販売した資本家の手を経て行われるところの預金としての流入をはかることである。個々の銀行が、貸出・一部現金の払出し—預金としての受入れ、を反復することによって、現金貨幣の流通速度の上昇が生じることになる。個々の銀行にとって、預金による現金貨幣の流入は、貸出にともなう流出を埋めることによって資産の流動性を維持していくのである。信用・銀行システムにとっては、全体として現金貨幣の流通速度が高まることは、同じ分量の現金貨幣によってより多くの貸付可能な貨幣、したがって貨幣資本が形成されることにかならないといえる。一言つけ加えておくと、こうした面での銀行の努力は、小切手の一般的流通への滲透——それには一般的流通での取引が不特定多数の「消費者」に対するものであるため銀行が支払保証のかたちで銀行信用（貨幣信用）を「消費者」にあたえる等の方策がとられるようにな

った——によって、現金貨幣節約システムを一般的流通にまで拡張する、といった方向に向うことになる¹⁶⁾。今日の「ペイメント・システム」の革新においては、こうした一般の流通での所得貨幣の節約システムのいっそうの展開も志向されているといえる。

さて以上述べてきたことは、信用理論の二つの系譜のうちの「資本の流通時間の止場」にかかわるものということができる。銀行業——商業銀行業——の形成は、商業信用を基礎に展開される債権債務の相殺による貨幣節約、そしてそれによっては節約の及ばない貨幣の集中、それをベースとした貸付というかたちで行われてきた。この場合銀行業形成の核となるのは要求払預金（当座勘定）のメカニズムである。したがって銀行業にとってのもっとも本来的な銀行流動性は資産の流動性によって維持され、資産の流動性は手形割引や商品資本担保の流動資産金融が自己流動性をもつことによって、そして相殺システムによる現金貨幣支払必要度の低下と一般の流通への現金貨幣流出をカバーするかたちでの預金による現金貨幣の流入（本源的預金）とによって、支えられてきたのである。

(2) 貸付のターム・ローン化と銀行流動性の維持システム

小論の目指すところは、先述したような貸付がターム・ローン化した段階での銀行の流動性管理の問題である。ターム・ローンが借手にとっては証券発行に代わる設備投資や追加資本調達の手段として位置づけられているとすると、それは信用理論の二つの系譜のうち「資本の量的制限の止場」にかかわるものと考えるべきで

ある。この種の銀行貸付としては、19世紀末から20世紀初頭にかけてのドイツ兼営銀行による資本信用の供与がまずあげられるべきである¹⁷⁾。兼営銀行は、交互計算勘定——先述の当座勘定に等しい——を核にして信用業務を営むとともに証券発行引受などの証券業務を営むことでそう呼ばれたのである。兼営銀行は、企業の設備投資などのための追加資本を交互計算信用のかたちで供与する。それは当座貸越による設備投資資金の供給にほかならない。ちなみに、短期貸付の更新・継続によって事実上顧客の資本需要に応じるというやり方は、ターム・ローンに先立ってアメリカの銀行においても行われていた。指摘しておいたところである。こうした銀行信用によって設備投資が行われていくことは、銀行の流動性維持の要請と矛盾せざるをえない。いうまでもなく、さきの手形割引や商品資本担保の短期貸付がもっていた商品価格実現にもとづく銀行資産の自己流動性はありえないからである。銀行の信用業務の中核になっている交互計算勘定（当座勘定）に視座をすえると、企業から銀行に流入する預金は短期であり、これに対して貸付は中長期化していることになる。これは、バランスシートの負債側が短期、資産側が中長期と言い換えてもよい。預金債務と貸付債権との期間構成の不一致である。こうした矛盾を打開する方策は、銀行の証券引受機能にもとづいて相手企業に株式、社債を発行させることであった。発行された証券の売却代金によって貸付金が返済されたのである（この場合兼営銀行は証券の発行引受、販売によって創業者利得を獲得できる）。

16) 小稿「商業銀行と銀行信用」前出、313～314ページ 参照。

17) 生川栄治「ドイツ大銀行の産業関係——古典から現代へ——」『証券研究年報』（大阪市大証券研究センター）第1号、1986年9月、所収 参照。

銀行信用のかたちで資本信用を供与する兼営銀行の場合、銀行の流動性は貸付債権の証券売却代金による回収によって維持されている。いわゆる転嫁流動性 (shiftability) である。ここでは銀行流動性維持の支点は、再生産過程から遠く隔った証券市場に上向してしまっている。後論とのかかわりで、この場合銀行のバランスシートの資産側で貸付債券と現金貨幣の入れ替えが行われていることに注目しておきたい。

ターム・ローンに進むとしよう。ここでの問題は、どのようなかたちで銀行の流動性維持のシステムが形成されており、また銀行がどのように行動するにいたったか、を明らかにすることである。流動性維持のシステムといった点の多くは、アメリカの1933年の国内金兌換停止以来の管理通貨制の運用にかかわってくるものである。

先述したように、ターム・ローンにおいては、借手企業の現実資本運動にともなって生じる収益や減価償却にもとづくキャッシュ・フローを源泉として元利金返済が区切られた期間ごとに定期的に行なわれる仕組みがとられていた。これは銀行にとっては期間ごとに返済され流入してくる金額を予定でき、したがって資産の流動性を予測できるというメリットをもつ。そのため銀行は借手企業に貸付の全期間にわたっての現金貨幣の受取、支払を予測した企業予算を作成して提出することを求め、それをこまかくチェックしたのである。そして銀行への支払のフローを確保するため企業側の別の借入などに厳しい制限をつけ、経営に深く関与することになった¹⁸⁾。以上の点にはターム・ローンの、商業銀行の伝統的な流動資産金融と決定的に異

なる性格があらわれていることは、すでに述べたところである。

ところが、こうした銀行と借手企業レベルの取決めとは別に、政府、連邦準備の公的レベルでいろいろなシステムが用意されることになった。いずれも1930年代に始まる。

まず第一に、ターム・ローンで設備の近代化・拡張投資を行った企業のキャッシュ・フローを拡大するため加速度償却が取り入れられたことを指摘しておかねばならない。それは当初5年の免税期間で認可された。加速度償却によってもたらされる「加速された効果は、『キャッシュ・フロー』をぎりぎりまで増大させること、そして税率の高いはじめの年度に税金を節約すること、に関心をもっている企業にとって有益なものである」¹⁹⁾。従来加速度償却は、同じく30年代から開始される政府支出の増大と結びついて独占企業の内部資金蓄積の梃子として機能してきたことが、自己金融とのかかわりで指摘されてきている。管理通貨制のシステムとしての政府債発行にもとづいた政府支出増大は、生産された商品の価格実現の限界を拡張することによって独占企業の利潤を確保するように機能する。そしてこうした独占利潤は、株式価格を維持するに必要なだけの配当を控除したうえで、企業の内部資金蓄積を可能にした。加速度償却は、かかる単なる利潤の積立のレベルを越えて、さらに利潤に食い込んで無税の償却資金を企業内に留保させるにいたった。それは内部資金蓄積の主流の位置さえ占めるようになったのである²⁰⁾。こうした加速度償却の管理通貨制

19) G. G. Munn & F. L. Garcia, *op. cit.*, p. 269.

20) 生川栄治『現代銀行論』日本評論新社、1960年第2編第3章「自己金融の発展と銀行信用」；同「自己金融」大阪市大経済研究所編『経済学辞典』第2版、岩波書店、1979年、所収 参照。

18) G. S. Moore, *op. cit.*, p. 233.

下の企業金融に占める位置づけを確認できれば、そのターム・ローンの展開にとっての意義もまた明らかとなろう。加速度償却によって計画されたペースで償却資金のフロー増大が前提されることによって、償却の全期間にわたるターム・ローン返済のための資金計画を立てることが可能ならしめられたのである。

第二に、政府機関によって銀行のあたえるターム・ローンに支払保証がつけられるようになった。このことは、一つには公信用の介入による私的信用支持のシステムが形成されていくことと、もう一つには、すでに民間レベルで貿易金融などの短期金融の分野で展開していた信用状による信用保証の系譜とも合して広範な支払保証（信用保証）のシステムが構築されていくこと、の起点をなすという意味で止目されなければならないものである。例えば小論で多くを参照しているムーア（G. S. Moore）の叙述をみられたい。

復興金融公社（Reconstruction Finance Corporation - RFC）——1932年1月設立認可（1954年6月清算のうえ解散）——や各連邦準備銀行が、「企業に直接ターム・ローンをあたえ、銀行によって供与されているターム・ローンに支払保証をつけ、そして銀行との協調ターム・ローンに参加した。それらがターム・レンディングの分野で手本となり競争者となったこと、そして連邦住宅局（Federal Housing Administration—FHA）が保険をつけて支払保証した賦払のモーゲージで充分経験をつんだことによって、銀行は規則的に支払われていく事業貸付のやり方に惹きつけられていった」²¹⁾。

設立時期からみても明らかであるが、復興金融公社設立の趣旨は大恐慌過程における金融機関、鉄道会社などの救済にあったとみてよい²²⁾。その資本金は政府出資、そして追加的に必要となる運用資金は政府保証債によって調達された（当初の保証債15億ドルは全額財務省によって購入）。公社が恐慌過程でターム・ローン形態での融資、支払保証をあたえ信用リスクを負担できたのは、政府の出資と元利支払保証という公信用メカニズムに立脚していたからである。1934年設立の連邦住宅局のモーゲージへの付保による支払保証は、今日にいたる住宅金融の信用保証システムを開いたものであった。連邦住宅局（FHA）の資金的基礎も政府保証債の発行であった²³⁾。この連邦住宅局もさきの復興金融公社も設立の動機は恐慌過程の金融機関の救済という対症療法の色あいの濃いものであったが、そこで行われた信用保証業務というかたちでの私的信用の公信用による補完は、その後アメリカの信用・銀行システムに定着していくことになった。今日までにもっとも大きく発展したモーゲージについて若干つけ加えておこう。連邦住宅局（FHA）の役割は、モーゲージ貸付を行った貯蓄性金融機関、生命保険会社、住宅金融会社などに対して、借手の債務不履行が生じた場合に損失を補償するものであった。ところがさらに連邦住宅局に続いて1938年連邦全国抵当金庫（Federal National Mortgage Association—FNMA）が設立された。その機能はモーゲージの流通をはかるための第二市場の育

22) 小林真之「銀行恐慌と救済融資（2・完）」『経済論集』（北海学園大），第25巻第2号，1977年10月，所収 参照。

23) G. G. Munn & F. L. Garcia, *op. cit.*, p. 331; 高木仁『アメリカの金融制度』東洋経済新報社，1986年，第9章「住宅金融，消費者金融，および企業金融」参照。

21) G. S. Moore, *op. cit.*, p. 212.

成に向けられ、政府保証債で調達された資金によって FHA 付保のモーゲージの売買、自己保有のモーゲージを担保とした証券 (mortgage-backed securities) の発行を行うものであった。このあとの機能は、1968年設立の政府全国抵当金庫 (Government National Mortgage Association—GNMA) にいたっていっそう強化されることになる。これは70年代にはいって国法銀行なども大きく進出するモーゲージ貸付の証券化による流動化を展開させることになったのである。

ところで、モーゲージ担保証券にいたるまでの二重に積み重ねられた支払保証 (信用保証) のシステムは、貸手——まず第1に貸付金融機関、第2に担保証券への投資家——に対する元利返済のキャッシュ・フローを、第1次のモーゲージの借手のそれから切離し自立化させるものとなっている。さきにもう一つの問題として指摘しておいた民間レベルで広範に展開する支払保証 (信用保証) のシステムは、こうした公信用による私的信用の補完・支持の経験に支えられて形成されることになる。时期的にもそれは1970年代後半からである。さきに筆者は、モーゲージ貸付が企業向けのターム・ローンに接続して考察すべきことを指摘しておいた。ここでは投資銀行に加えて、大商業銀行や生命保証会社が、貿易金融などの短期金融での信用保証業務の枠を大きく踏みこえて中長期貸付債権の支払保証に乗り出していくことを指摘しておかなければならない。それはまずモーゲージ担保証券の分野で始められるが、さらに消費者信用債権、リース債権、企業の売掛債権 (企業間信用) などの証券化・流動化のためのシステムをつくり出している。詳細は他に委ね、ここでは指摘だけにとどめておく²⁴⁾。

さて1930年代の管理通貨制下の新しい公的レベルでのシステムの第三のものとして、連邦準備が公開市場操作を開始したこと、割引窓口を広げたこと、の二つに言及しておかなければならない。後者についてムーアは次のように述べている。

「1935年銀行法204条による連邦準備法の修正によって、再割引特権が事実上銀行のバランスシート上の健全資産 (sound assets) のすべてに広げられることになったが、そのことは90日を越える満期をもつ貸付が、以前には再割引されなかったことによって提出されていた流動性問題に一部分答えるものであった。いわゆる『非適格手形』に対する追加の再割引ファシリティーに課されるレートが『適格手形』の再割引レートより0.5%高い、という事実は、通常ターム・ローンの金利の方がもっと高いということによって相殺されたのである」²⁵⁾。

割引窓口のこのような拡大が、1930年代の後半期にターム・ローン、つまり貸付の中長期化に対して銀行流動性維持に直ちに有効に機能したという事実は確認できない。先述したところであるが、この時期にはすでに不況過程にはいっていて、加盟銀行は、後述する公開市場操作による連邦準備の政策も加わって、大きな過剰準備をもちその運用先としてターム・ローンを指向していたからである。ムーアが言わんとしたのは、こうした割引窓口の拡大が35年銀行法によってそれ以後管理通貨制の枠組みの一つと

24) 松井和夫『セキュリティタイゼーション』東洋経済新報社、1986年；小稿「金融の証券化と銀行の流動性管理」『証券経済学会年報』第22号、近刊、所収 参照。

25) G. S. Moore, *op. cit.*, p. 212.

して定着していくこと、それがターム・ローン
の展開に対応する銀行流動性維持システムの一
部を形づくっていたことの指摘にあった、とお
もわれる。つけ加えておくと、1968年の連邦
準備の調査報告書『連邦準備の割引メカニズム
の再評価 (Reappraisal of Federal Reserve
Discount Mechanism)』でも、それまでの連
邦準備の貸出政策を是認したうえで、さらに加
盟銀行がもっと自由に連銀の貸出ファシリティー
に接近できるようにするための改革を提示し
ている。そのさい確認された基本原則の一つと
して、連銀貸出は一定期間にわたって「銀行の
資産・負債の調整 (bank asset and liability
adjustments)」のために供与されるべきこと
があげられている。後論とのかかわりで止目し
ておきたい²⁶⁾。

公開市場操作が開始されることになったとい
ったのは、1933年、35年の二つの銀行法によ
って連邦準備のもとに公開市場委員会が設置さ
れ、その指揮監督のもとにニューヨーク連銀が
金融政策の手段として集中的に政府証券の売買
を行うようになったからである。ニュー・ディ
ール期のこの時代、連邦準備の金融緩和政策
が、銀行システムに巨額の過剰準備をもたせる
よう作用したことはすでにふれておいた。若干
説明を加えておくと、連邦準備はすでに33年
に、銀行がほとんど割引窓口で借入れる必要が
ない状況にあるときに——33年末のこの窓口か
らの貸出は700万ドルにすぎなかった——、公
開市場操作のルートで6億ドルを供給した。ま
た34年になるとアメリカへ金が入流し始め、そ
れは42年には240億ドル——1オンス35ドルの

評価で——に達し、銀行システムには大量の準
備がつけ加わることになった。この間、連邦準
備は36年、37年に支払準備率を2倍に引上げ
て銀行システムの必要準備を厚く積み増したが、
それでも40年後半には加盟銀行過剰準備は70億
ドルに達した、といわれている²⁷⁾。これだけの
ことからみても、公開市場操作は連邦準備のイ
ニシャティブで能動的に信用・銀行システムに
現金貨幣を注入する手段であった、といえよ
う。

公開市場操作は第二次大戦中およびその終結
後も大量に発行され累積した国債の価格支持政
策に用いられた。もっとも際立っているのは51
年の財務省と連邦準備の「アコード」のときま
である。そこでは公開市場操作はまさしく国
債の「現金化」メカニズムにほかならなかった。
ここで銀行貸付のターム・ローン化の問題
とかかわりをつけると、銀行バランスシート上
の貸付債権の中長期化・固定化による資産流動
性の低下は、保有国債の売却・現金貨幣の取入
れによって対応できることになるわけである。
この点については基本線では「アコード」以後
も変っていないと考えてよい。公開市場操作の
民間との直接の接点はオープン市場であり、そ
のさいのもっとも重要な操作目標が短期金融市
場金利であることは依然として否定できない。
それは、国債などの証券形態の金融資産の累積
が、商業流通・一般的流通を内包する再生産過
程に厚く覆いかぶさり、金融政策がストレート
に再生産の基底にまで到達できないためだけ
ではない。市場金利の変動は、「貨幣財産」の
蓄積が圧倒的に利子生み証券形態をとっている

26) "Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism" *Federal Reserve Bulletin*, July 1968, p. 545.

27) M. G. マイヤーズ著・吹春寛一訳『アメリカ金融史』日本図書センター、1979年、373～374ページ 参照。

現代資本主義では、市場金利の激動は、それと逆方向の、そして増幅された利子生み証券価格、したがって「貨幣財産」の増・減価をもたらすことを通じて、社会の各階級、諸主体間の富の配分変更を惹き起こすことになる。こうした事態はそれ自体としては再生産の基底から遠く隔った金融市場において利子生み証券が「商品」、そして金利が「価格」となる、交換にもとづく高次の取得法則の結果にほかないのである。商品交換社会のもっとも基底の取得法則は等価交換原理である。金本位を離れた管理通貨制はもともとそこへ回帰できないシステムである。しかし交換社会である限り各階級、諸主体間の衡平（感）ははからねばならない。それは、この金融市場のレベルでは市場金利の安定志向として出てきているのである²⁸⁾。

要約しよう。叙上の加速度償却、公信用による私的信用の補完・支持としての支払保証（信用保証）、連邦準備の割引窓口の拡大と公開市場操作——これらの公的レベルのシステムは、銀行のターム・ローン化した貸付、貸付債権の固定・中長期化に対して、資産の流動性回復を容易ならしめる装置であったといえる。あるいは逆に、こうしたシステムが外部に用意されることによって個々の銀行はターム・ローンの供与に走りえた、というべきであるかもしれない。少なくとも1930年代後半のニュー・ティールの時代から40年代の戦時中・戦後の国債価格支持政策がはっきりしたかたちで採られていた時期には、個々の銀行は貸付のターム・ローン化に対応して銀行流動性維持のため特別に調整措置をとってはいない。そうした問題が個々の

銀行レベルで問題とされるにいたったのは、インフレーション対策としての金融引締め、金融市場の逼迫の時期においてだったのである。

(3) 銀行による ALM（資産・負債総合管理）の展開

さきにふれた『連邦準備の割引メカニズムの再評価』では、連銀貸出が一定期間にわたって「銀行の資産・負債の調整」のため供与されるべきことを述べていた。そしてこの報告書に解説を加えた連邦準備当局者の論文では、1968年にいたる10年ほどのあいだに銀行に対する信用需要が増大して銀行の預貸率が著しく上昇したこと、そしてさらに銀行は「はるかに高度化されたポートフォリオ管理（more sophisticated portfolio management）」を用いて流動性ポジションを大幅に削減することを余儀なくされるにいたったことを指摘している。1960年代前半は民主党政権に主導された「ニュー・エコノミックス」に依拠した積極的経済拡張政策の時代であった。65年以降はベトナム戦争のエスカレーションによって経済成長が加速されて物価上昇が顕著となり、貿易収支はまだ黒字であったが、対外援助、軍事支出、そして民間海外投資などの増大のため国際収支の赤字が拡大していった時代である。そうした状況に連邦準備は金融引締め政策によって対処した。66年、68年後半から69年いっばいの引締めと金融市場の逼迫は金融界にとって新しい経験であり、商業銀行の「高度化されたポートフォリオ管理」、そして「連邦準備の貸出政策と行動の革命的变化」³⁰⁾はそれへの対応にほかならなかった。

28) 浜野・深町編『資本論体系(6)利子・信用』、前出、「原典解説」(小稿)158～159ページ 参照。

29) “Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism” *op. cit.*, p. 546.

30) *Ibid.*

「革命的変化」というのは、上述の時期以前の20年にわたって、銀行は大量の政府証券やその他の流動資産を保有し、その連銀借入は一時的な季節的・突発的需要のピーク時に限られていた状況と対比してのことである。

商業銀行業における「資産・負債総合管理 (assets and liabilities management—ALM)」が喧伝されるようになったのは、1970年代末からである。少くともわが国においてはそうであった。1978年からの金融引締め、とくに79年10月のアメリカのマネーサプライ・コントロール方式による金融引締めにもとづく金利の激しい変動をともなった高騰、為替レートの乱高下が国際的に伝播してからのことであった。確かにこの時期から金利の激動と為替レートの乱高下に対応して非銀行セクターでの金利選好が顕著となり、要求払預金から利つき定期性預金へ、そして固定金利預金から証券、自由金利預金へのシフトが行われ、ディスインターミディエーションに直面した銀行は、市場性資金の大量の取入れに走らざるをえなくなったことは記憶に生なましい。しかしながら、商業銀行におけるALMの起点をなすのは「負債管理 (liabilities management)」であり、それはすでに1960年代に始まっている。そしてそれを必要ならしめたのは、銀行の貸付債権に占めるターム・ローンの比重の増大にほかならなかった。60年代の後半以来金融引締めに直面すると、銀行は、短期金融市場（卸売市場）から市場性資金を買わなければならなくなったのである。また逆の言い方をすれば、銀行の市場性資金への依存の必要と行動が短期金融市場の発展をもたらす動因となったのである。

このように銀行のALMが「負債管理」に始まるといえるとする、その段階で銀行の流

動性管理は新たな展開をみせているといわなければならない。

銀行の流動性管理についてこれまでに述べているのは、まずドイツ兼営銀行が供与した資本信用を証券発行による売上代金で回収したケース、そして次には、管理通貨制下、国債の発行・累積に対応して国債価格支持政策が公然とあるいは暗々裡に採られているさいの、国債売却のケースである。さきのケースでは貸付債権と現金貨幣（証券発行の売上代金）、あとのケースではターム・ローン債権と直接かかわりのないかたちであるが、保有国債と現金貨幣（国債売却代金）、という銀行のバランスシートの資産側での入れ替えが行なわれていることに注意されたい。転嫁流動性 (shiftability) の作動である。

これに対して「負債管理」では、銀行の流動性調整のためバランスシートの資産側で現金貨幣（現金準備）を補填するため、負債側で市場性預金（卸売預金）を取り入れるのである。これも市場に依存する点では、上述の場合と同じであるが、貸付の中長期化・固定化が進行し、それに銀行へのキャッシュ・フローが追いつかないので、それを補強・増大せしめている姿である。抽象的にいえば、銀行が中長期の貸付を行い、資産側での貸付債権の増大、そして現金貨幣の支払・流出が行われていくとしても、負債側での預金が分量とタイミングの点でバランスのとれたかたちで増えていけば、銀行流動性は維持されうる。ターム・ローンの場合には、それ自体の仕組みとしてはさらに借手企業からの賦払形式での償還——企業の固定資産償却までを含めての計画された投下資本と収益の回収——によるキャッシュ・フローが用意されていたのである。いまや銀行は要求払預金、そし

て公衆からの有期性預金だけではなしに市場性預金（卸売預金）の取入れに走らざるをえない。アメリカの銀行は、1960年代からフェデラル・ファンド（コール資金）の取入れ、CD（譲渡可能定期預金証書）発行、さらに先述した60年代末の金融引締め・逼迫局面におけるユーロ市場からの預金取入れに頼ることになった。これは、さきの転嫁流動性と同様に市場のメカニズムに依拠するとはいえず、短期の債務を次つぎに負うことで現金貨幣を取り入れ、以前の債務を支払っていつている状態である。借りつなぎによる銀行流動性の維持である。したがって「負債管理」は市場における債務の代替可能性にもとづいているといえる。「負債管理」の理論として新たに「債務代替理論」が展開されるにいたっている³¹⁾。ユーロ・シンジケート・ローンで中長期の貸付を展開している国際銀行業（ユーロ銀行）では、銀行の流動性維持は全面的にこうした短期預金の借りつなぎに依存していることを想起されたい。それと対比すると、国内銀行業でのこの債務代替による流動性管理は、限界調整（marginal adjustments）として展開された。以上の叙述との関連でウィルソンの「銀行業務」の変化を論じた一節を掲げておこう。

「……ターム・ローンはターム・ボローイングに依存してきており、交換所加盟銀行（clearing banks）のあたえる中期貸付の拡張がこれほど行なわれてきたのは、『卸売預金』が取入れられ、あるいは大きな額の貨幣が買われてきたからである。以前には、加盟銀行はその資金のほとんどを支店預金に依存していた。この資金の一部は有期預金勘定——通常は7日前に通知——におかれていた

が、こうした資金は、無利子の当座勘定よりも速かに増大してきたのである。卸売預金の市場が発展したのは、1960年代であった。そして卸売預金は異った期間利用できるものであり、その利子は通常加盟銀行が7日の通知預金に支払っていた利子より高いものであった」³²⁾。

ウィルソンのこの叙述は、60年代のイギリスのターム・ローンの展開を踏まえてなされている。しかし、すでに関説したように、彼は銀行貸付のターム・ローン化を各国に共通した現象として取り扱ってきているのであるから、論を進めていくうえでの不整合は存在しないといつてよい。交換所加盟銀行のターム・ローンの拡張に対応するターム・ボローイングの展開を、彼がまず当座勘定に対する通知預金の増大、次に卸売預金の短期金融市場からの取入れ、という2段階に分けて指摘していることに注目されたい。

1960年代は「負債管理」が展開された時代とみてよい。ウィルソンのいう通知預金の増大をもたらした契機の一つは、市場金利の変動、そして60年代後半におけるインフレーションの高進に対応して、企業などが金利選好を強め一時的な余剰資金の運用を開始したことである。こうした無利子当座預金から利子付きの有期預金へのシフトに続くのが、アメリカが先行したCDの創出にみられる市場性自由金利預金へのシフトであった。一言しておく、それは本質的には無担保の短期金融債（証券）と規定さるべきものであろう。これは、CP（コマーシャル・ペーパー）に対抗して、企業等の格好の余資運用の対象とされたのであった。こうした非銀行企業の金利選好、金融資産選択が展開されて

31) 川口慎二『銀行』東洋経済新報社、1983年、131～132ページ参照。

32) J. S. G. Wilson, *op. cit.*, p. 299.

いたことが、銀行の市場性資金の取入れの前提条件をなしていたことは、指摘しておくべきであろう。そうした状況のうえに銀行の「負債管理」が展開されたことは否定できない。しかしながら、銀行がバランスシートの資産側でターム・ローン、中長期貸付の比重を高めてきていたことが、銀行をして「負債管理」を余儀なくさせ、卸売預金を取らせることになったのである。したがって60年代の CD 市場（オープン市場）、より限界的市場としてのフェデラル・ファンド市場（コール市場）、そしてユーロカレンシー市場のようなインターバンク市場の拡張を起爆したのは、銀行の「負債管理」にはかならなかったといえる。銀行の行動変化が金融市場を拡張させたのである。

さきに ALM（資産・負債総合管理）がいわれるようになったのは1970年代においてであった、と述べておいた。アメリカではすでに68年の『連邦準備の割引メカニズムの再評価』のなかで「銀行の資産・負債の調整」がいわれていた。銀行の「負債管理」に加えて「資産管理」が必要とされるにいたるのは、金利の激変、為替相場の乱高下に新たに銀行が対応を迫られるようになったことに由来している。変動相場制下の70年代は、インフレーションに対して金融引締めが行われ、金融市場の逼迫が生じた73～4年、79～80年の二つのピークをもっている。とくにあとのピークから今日までのあいだに「資産管理」を含めた ALM は、銀行行動のうちに広くそして深く根づくことになったのである。

繰返しになるが、上述の銀行の「負債管理」の到達点は、中長期化した貸付債権を短期の借入債務をつなぎあわせて債務代替によって維持していくことであった。このもっとも端的な例

はユーロ市場を舞台にした国際銀行業のマチュリティー・トランスフォーメーションであった。しかし債権が中長期で負債が短期というバランスシートの構成では、銀行は金利変動によるリスクに曝されることになる。とくに70年代には市場の逼迫、金利急騰の局面で短期金利が長期金利を上回る——利回りカーブが右下りになる——といった状況があらわれたからである。これに対応して採られた最初の手段が変動金利（floating rate）のシステムにほかならなかった。銀行など金融機関はターム・ローン、ユーロ・シンジケート・ローンなどに変動金利を導入することによって金利リスクを借手に転嫁することをはかったのである。しかしこれだけでは銀行は金利リスクから逃げきることはできない。貸付の金利期間と預金（借入）の金利期間とを一致させることはとうていできないからである。

ここで「資産管理」が導入されざるをえない。変動金利制をとったターム・ローンの金利期間が6カ月であり、預金（借入）が3カ月ごとに借り替えられていくといった事例を想定すると、金利リスクを回避するためには銀行は6カ月の金利期間の貸付債権に対して同じ満期期間をもつ債務を、そして3カ月の預金債権には同じ期間の債権を、造出しなければならない。金利ヘッジの方法としては、銀行は一方で6カ月の預金を市場から受け入れ、市場に3カ月の貸付を行う、といった操作を行うことになる。まず金融市場に対するこの二つの取引によって銀行のバランスシートは貸付債権、預金（借入）債務の双方で2倍になっていることに止目されたい。ところで銀行の行った操作のうちで新しいのは、受け入れた預金をそのまま市場に放出して造出した3カ月の貸付債権であ

る。ターム・ローンの金利期間に合わせて取り入れた6カ月の預金は、預金債務を2倍に増やしているとはいえ、現象面ではさきの「負債管理」のさいの卸売預金の取入れと同じであり、日々の取引では区別できない。したがって「資産管理」は、銀行の現実の行動としては、受け入れた資金のうち即座に使用されない部分を短期金融市場に放資して例えばCDを買うことで短期債権を造出し、負債側に生じるかもしれない短期金利の変動への適応度を大きくするかたちであられる。「資産管理」は「限界調整 (marginal adjustments)³³⁾」のかたちをとるのである。すでに「負債管理」にかかわらしめて言及したフェデラル・ファンド市場、CD 市場、さらに TB などの政府証券の現先、BA (銀行引受手形) などの短期証券市場、さらにユーロ市場——カレンシー市場および変動利付債 (floating rate note—FRN) 市場など——の最近の著しい拡張は、商業銀行を先頭とする限界的「資産管理」の発展に由来するところが大きい、と考えなければならない。

「負債管理」から「資産管理」に進み総合的に ALM が展開されるようになることによって、銀行の金融市場依存は著しく増大するにいたった。「負債管理」では中長期債務、それに由来する現金貨幣流出が通常の非銀行からの預金——要求払および有期性預金——からの流入をオーバーしている分について市場性資金 (現金貨幣) が取り入れられる。市場に対して新たにその差額だけの債務が形成されることになる。ところが「資産管理」では、さきの簡単な金利ヘッジの事例をとると、市場に対する債務と債権はそれぞれ本来の債務・債権と同じ額だけ新

たに造出されることになる。市場にたいする債権は CD など短期の投資対象であり、債務の形成は現金貨幣の取入れにもとづいている。これだけでも「資産管理」に進むことによる市場への依存の増大は顕著であり、ALM の市場拡張と金利変動 激化の作用を推測できるであろう。

ところで、銀行の流動性維持・補填の方法としては、さらに貸付債権そのものの証券化・流動化がつけ加えられねばならない。すでに言及したモーゲージ担保証券に始まり、消費者信用債権などへ展開した証券化の動きである。これらの証券化では、支払保証 (信用保証) 業務によって第1次の借手からの支払のキャッシュ・フローから、貸手 (投資家) へのキャッシュ・フローを切離し自立化させることが、決定的なシステムであった。この場合支払保証の供与は、借手からのキャッシュ・フローが滞ることがなければ、現実の貨幣の流出を招かない、まさに架空の貨幣信用の供与である。そこで、銀行の流動性維持・補填にたいする効果としては、まず担保証券を発行する商業銀行や貯蓄性金融機関にとっては、バランスシートの資産側で貸付債権が証券の売上代金に入れ替わり、資産流動性が一挙に回復されることになる。これだけではない。こうした担保証券は他の商業銀行や貯蓄性金融機関によっても購入され保有されるにいたっている。この証券化によってモーゲージ貸付などの市場の地域性が打開され、全国的な市場展開がみられるにいたった、といわれている。こうした市場売却可能性をもった担保証券を資産に加えることによって買手 (投資者) となった銀行等は、流動性の維持・補填の必要が生じれば、証券の売却によって転嫁流動性を手に入れうることになる。ちなみに一言

33) *Ibid.*, p. 354.

しておく、こうした利子生み証券の購入・保有にもとづく転嫁流動性効果は、今日 NICs の累積債務の重圧下にある商業銀行が追求しているものである。ユーロ市場での証券化の進行を支えている需要要因の大きな部分が、転嫁流動性効果を求める商業銀行に発しているのである。

4 むすびに代えて

商業銀行貸付のターム・ローン化は、1930年代に始まり80年代の今日まで循環照応的に若干の波をみせてはいるが、傾向的には漸次増大してきている。国内でのモーゲージ貸付、消費者信用、さらにユーロ市場でのシンジケート・ローンを加えれば、その傾向はいっそう顕著となっている。管理通貨制下の公信用システム支持のもとでの新しい現象である。問題は、このターム・ローン化を信用理論の体系のうえでどう位置づけるか、である。今日ではターム・ローンを商業銀行の非本来業務と規定することには大きな抵抗があろう。それはすでに銀行業務のなかにしっかり定着してしまっているからである。しかし、手形割引や商品担保貸付などの流動資産金融を行うことを本来の古典的商業銀行業務とみるという視座に立つと、ターム・ローンは、固定資産あるいは追加資本の供給という「資本資用」性のもので、前者の枠から大きくはみ出していた。筆者はここで少なくとも「商業銀行」業務の貸付面での非本来化・異質化を確認すべきだと考えている。ターム・ローンが「投資銀行タイプの信用」といわれていたことを想起されたい。

この点は借手企業の減価償却も含めたキャッシュ・フローにもとづく賦払形式の貸付金回収

の方策が採られる点に端的にあらわれているといえる。しかし銀行の貸付資産に占めるターム・ローンの比重が増大してくると、銀行は流動性の維持・補填に新たな手を打たなければならなくなる。本来の古典的商業銀行の流動資産金融の自己流動性とは異って、金融市場に依存したシステムが展開されていく。この問題にかんして筆者が強調していることの一つは、今日商業銀行の革新的業務管理手法とされている ALM (資産・負債総合管理) の起点が「負債管理」であり、それは貸付のターム・ローン化に対応して銀行がターム・ボローイングを余儀なくされ、借りつなぎによって資産流動性を維持するものであったことである。債務代替による銀行流動性管理である。この主張点は、再生産過程と銀行業の接点である銀行信用(貨幣信用)の形態変化に信用・銀行システムの変容・発展を追跡の足場を設定するという、信用理論の体系構築の方法にかかわっている。古典的商業銀行の銀行信用が系譜上「資本の流通時間の止揚」に立つのに対して、ターム・ローンの場合には「資本の量的制限の止揚」の系譜に立つこと、そしてそのことは証券市場にまで広がった金融市場への依存を必然ならしめることが銘記されていなければならないのである。さらにいえば、この主張点は、銀行の「負債管理」を、70年代からの金利変動、レギュレーションの存在によるディスインターミディエーション(預金流出)に対応するための卸売預金の短期金融市場からの取入れにだけ求める立論に対する批判の視座でもある。この立論では銀行業の再生産過程との接点は失われてしまっているといわざるをえない。

銀行貸付のターム・ローン化から金融市場に依拠した銀行の流動性管理に上向してしまう

と、再生産過程から離れた金融市場のレベルで「資産管理」のための金融資産——市場性資金（現金貨幣）と利子生み証券——の「売買」の新しい世界が開かれる。金利リスク、通貨（為替）リスク回避のためのヘッジの世界である。またドイツの兼営銀行の場合、自らの供与した資本信用の流動化のため、借手企業による証券発行・売上代金による貸付回収という方法がとられていた。銀行のバランスシートでは、資産側での貸付債権と現金貨幣を入れ替える転嫁流動性のシステムである。モーゲージ貸付の証券化はこれと同じである。これもバランスシートの資産項目のうちで貸付債権を現金貨幣と入れ替えるのであるから、「資産管理」といえないことはない。しかし今日の「資産管理」は金融市場を利用する資産の入れ替えというレベルに皮相化されてしまっている。金利リスクなどの回避のためだけでなく、資産流動性の維持のためにも市場で確実に換金できる利子生み証券を保有しておけばよい。「資産管理」の限界調整のためのこうした証券への需要が、貸付債権の証券化、FRNの増大にみられる金融市場の証券化を需要面から促進していることもつけ加えておこう。銀行の流動性や金利リスク等の管理が金融市場での金融資産の「売買」に依存するようになるということは、逆にいえば銀行が金融市場——短期金融市場や証券市場——をつくり出しているということである。政府や非銀行企業の証券発行（直接金融）だけが今日の金融市場の拡張をもたらしているわけではない。

では商業銀行は投資銀行にますます近似化していっていると結論してよいであろうか。商業銀行の本来の機能は失われていっているといえるのであろうか。この点に若干言及しておきたい。小論の冒頭で筆者は「金融革新」の核心の

一つは「ペイント・システム」の革新であると指摘しておいた。また本来の古典的銀行業務に関連したところで、要求払預金（当座勘定）の設定のかたちで貸付があたえられることによって、個々の銀行内および銀行間で商業流通から上向転化された債権債務が相殺され、現金貨幣の支払必要度を相殺差額に縮小していくこと、またその支払必要度減殺のためインターバンク市場での貨幣貸借が展開されていくこと、を述べておいた。こうした相殺による貨幣節約の論理的起点は、商業流通のうえに形成される商業信用の場面である。銀行業・銀行信用のレベルでは、相殺はインターバンク市場での貨幣貸借——金融取引——をまず包摂したのである。これはさらに進む。ドイツ兼営銀行の「資本信用」の場合も、ターム・ローンの場合も銀行貸付は当座勘定への要求払預金設定のかたちをとる。これらの場合には、バランスシート資産側での自己流動性はない。しかし負債側の要求払預金債務に依拠した相殺による貨幣節約、支払必要度の縮小は高度化されていくといえてよい。短期金融市場の発展は、取引者たちから上向転化されてきた債権債務の相殺差額を反対方向の債権なり債務なりを造出してさらに相殺するシステムを精緻につくり出していくのである。一般的流通に対する銀行の操作は、本来的には現金貨幣の流通速度をあげることであった。それによってより多くの貸付可能な貨幣の析出、貨幣資本形成が可能となるからである。この面でも銀行は、先述しておいたように、まず要求払預金による相殺システムを、小切手などの一般的流通への伸長によって拡張していくとする。このシステムはクレジット・カードなどの導入によってさらに発展させられつつある。もう一つは、「消費者」にたいする現金受

払の機械化・自動化——CD（現金自動支払機）や ATM（現金自動預入・支払機）導入——によって銀行への現金貨幣の滞流，流通からの回収をはかることで，これは現金貨幣流通を前提したうえでの節約メカニズムである。さきの現金貨幣の流通速度の加速の系譜上のものである。相殺，流通速度の加速のいずれにあっても銀行が求めているのは，支払必要度の縮小によって銀行流動性を高めること，また動態的にい

えばより少額の現金基礎のうえに信用創造を行うことである。「ペイメント・システム」の革新は，こうした節約益を求めて展開されていること，そしてかかる節約益はペイメント・システム網をもつ商業銀行に帰属するものであることをつけ加えておきたい。

（追記）小稿は，昭和61年度文部省科学研究費・総合研究(A)による研究成果の一部である。