九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

金融革新と「市場の力」

川波, 洋一

https://doi.org/10.15017/4491739

出版情報：經濟學研究. 52 (1/4), pp.211-233, 1987-02-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

金融革新と「市場の力」

川　波　洋　一

〈目　　次〉

Ⅰ　はじめに—目的と分析視角—
Ⅱ　金融革新の外的要因と内的要因
　1　金融革新の外的要因
　　(1)　高インフレ・高金利の循環的到来
　　(2)　金融の技術進歩
　2　金融革新の内的要因—金融資産の累積と浮動的資金—
　3　外的要因と内的要因の関連
Ⅲ　銀行行動と非金融部門
　1　金利規制の動揺と非金融法人企業
　2　金利規制の撤廃と家計
　3　金融革新と資金獲得競争
Ⅳ　むすび

Ⅰ　はじめに—目的と分析視角—

アメリカの金融制度は，1863年国法銀行法による二重銀行制度と1913年連邦準備法による中央銀行制度の確立を基礎にしてその基本的骨格ができあがった。しかし，大恐慌とその後の銀行倒産，金融市場の崩壊を契機に，アメリカの金融制度は再編を余儀なくされた。1930年代における一連の金融制度改革の過程がそれである。改革の基本姿勢は，競争制限的で安定的な金融制度を確立するというものであった[1]。そうした考え方が，大恐慌の経験を教訓にして生まれてきたものであることは，いうまでもない。

すなわち，そこで指摘されたのは，銀行の過当競争，経営の不健全性，崩壊時におけるそのもろさである。銀行はコストを無視した資金獲得競争をおこない，その分を補うために運用利回りが高い分野へ資産をシフトさせた。そのことは，同時に危険資産へのシフトを意味した。たとえば，1920年代における銀行の株式市場，債券市場，不動産市場への投機的資金供給は，危険な資産運用の代表であった[2]。ひとたびこれらの市場にパニックが生ずると，銀行の流動性補塡は困難となり，取付けと倒産が続発したのである[3]。

さきの基本理念を実現するためにとられた具体的施策は，規制の強化である。大恐慌以後のアメリカの金融制度は，それが「規制されたシステム（regulatory system)」であるという点に特徴がある。その基本的枠組みは，次の3本の柱によって構成されていた。

(1)州際銀行業務の禁止（1927年マクファデン

1)　Cf., Cargill, Thomas F. and Garcia, Gillian G., *Financial Deregulation and Monetary Control*, Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University, 1982, chap. 2, 立脇和夫／蠟山昌一訳『アメリカの金融自由化』東洋経済新報社，1983年，第2章。

2)　1920年代の株式ブームと銀行の投資行動については，吉冨勝『アメリカの大恐慌』日本評論社，1964年，第3章，平田喜彦「金融政策と商業銀行」（玉野井芳郎編『大恐慌の研究』東京大学出版会，1964年所収）を参照。

3)　銀行の流動性補塡の困難を，連邦準備銀行が適正な準備の供給を行なわなかった点に帰する見解もある。cf., Friedman, Milton and Schwartz, Anna J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1963, chap. 7. しかし，基本的には，銀行の過当競争と資産内容の悪化という構造的要因を重視すべきである。

法)

⑵商業銀行業務と投資銀行業務の分離（1933年銀行法〔グラス・スティーガル法〕)

⑶要求払預金の付利禁止と金利上限規制(1933年銀行法，1935年銀行法)[4)]

⑴は地理的規制，⑵は業態規制，⑶は金利規制である。

アメリカの金融制度が，これらの規制によって縛られていることの経済学的意味は，次の点にある。それは，さきに規制の目的が競争制限にあったと述べたことと関連している。すなわち，地理的規制によって他州への支店設置を禁止することは，別のいい方をすればある州内の銀行に営業地盤を確保してやることでもある。同様に，業態規制は，他業態からの参入を禁止することによって，特定の業態（銀行業あるいは証券業）の営業基盤を確保することになる。さらに，金利規制は，各銀行に対して資金調達の面で平等な競争条件を保証してやることを意味する。これによって，各銀行は少くとも資金コストの変動から利鞘に対する影響をうけることはなくなる。このように，金融諸規制は，各金融機関（とくに銀行）に対して，営業地域，業務，金利の面で，それぞれの「縄張り」を確保してやることなのである。競争制限ということも，これがあって可能となるのである。

ところが，近年，このようにきびしい規制の下におかれたアメリカの金融制度は，大きな変革の波にあらわれている。これまでの段階では，主として金利規制，金融機関監督，新種預金の創設，金融機関救済・合併等の諸問題に関係する具体的な改革措置がとられた。それらは，基本的に『1978年金融機関規制および金利統制法 (Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act of 1978)』，『1980年預金金融機関規制緩和および通貨量管理法 (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)』，『1982年ガーン・セントジャーメイン預金金融機関法 (Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982)』の3つの中にもりこまれている。

これらの立法措置による改革の基本的な流れは，「規制された金融制度」からより「規制の少ない金融制度」への移行である。このようなかたちで金融制度の改革をおし進めていくもっとも根元的な力はどこにあるのであろうか。本稿の目的は，この点の解明にある。

以下では，次の二つの分析視角からこの課題に接近したい。

第一は，金融革新は，なぜ，どのようにしておこったのか，ということである。金融制度改革が，「より規制の少ないシステム」への移行をめざして行なわれている点については，さきにのべた。とくに，これまでの段階では，金利に対する規制緩和が先行的に進められ，金利規制は1986年3月31日をもって完全に撤廃されたのである。これによって，規制の3本柱のうちの一つが崩壊し，「規制された金融制度」の一角に風穴があいたのである。ただ，そのさい注意しなければならないのは，こうした金融制度改革の背景には，民間金融機関の規制をのりこえようとするイノヴェーティブな行動があっ

4) 1930年代における金融制度改革の中で，もう一つの重要な措置は連邦預金保険制度の確立である。とくに，近年のように銀行倒産が多発している時期には，破綻銀行や信用秩序の維持とのかかわりで，連邦預金保険公社の役割がクローズアップされてくる。しかし，本稿ではとくにこの問題に焦点をあてることはしない。預金保険制度の沿革と仕組みについては，高木仁『アメリカの金融制度』東洋経済新報社，1986年，第8章を参照。

た，ということである。すなわち，金融革新である。そこで，さきの課題にこたえるためには，民間の金融機関が，規制の枠の中でイノヴェーティブな行動をとっていく根本原因とプロセスを追究することが，まず必要である。

第二は，金融革新と金融制度改革との関連は，どのようにとらえられなければならないか，ということである。金融制度改革の具体的措置は，連邦政府，連邦議会，州政府といった行政機関あるいは連邦準備制度理事会，連邦預金保険公社，通貨監督局，州銀行局といった監督・規制当局の認可が必要である。ただ，そのさい注意しなければならないのは，改革を推し進める力がこれら公的当局の手にあるわけではない，ということである。むしろ，それは，民間の金融機関の規制をのりこえようとするイノヴェーティブな行動にあると考えなければならない。とすれば，さきの課題にこたえるためには，金融革新の展開によって，なぜ公的当局は，規制撤廃というかたちでの制度改革を進めざるをえないかという点の解明が，どうしても必要になる。すなわち，金融革新と制度改革との関連である。

以上の視角から問題を考察するにあたり，次の点に注意しておきたい。

金融制度の改革は，1930年代における「規制された金融制度」の確立以来約50年の歳月をへたのち，現実に着手されることになった。しかし，改革の論議はすでに1960年代の初めからはじまっていた[5]。これは，この時期からすでに「規制された金融制度」の中に様々な問題がうまれ，現実のうごきにそぐわなくなっていたことをものがたっている。それから，約25年の歳月をへて，ようやく金利規制が完全に撤廃されたのである。本稿では，この1960年代の初めから1986年までの金利規制撤廃の過程に焦点をあてて，分析をすすめたい。

さらに，金融革新の担い手は，民間の金融機関（とくに商業銀行）である。したがって，金融革新の分析を行なうばあいは，個別の銀行がどのような行動をとっているか，という論点の解明を中心にすえなければならない。しかし，それだけでは不充分である。なぜなら，それだけでは，商業銀行がイノヴェーティブな行動をとる理由が，明らかではないからである。それを解明する鍵は，民間非金融部門（とくに，非金融法人企業［nonfinancial firm］と家計［household］）の金融活動の分析にある。そこで，本稿では，民間金融機関（とくに商業銀行）の行動と非金融法人企業，家計の金融活動（とくに資金運用）との関係を基軸にすえて，分析をすすめていきたい。

II　金融革新の外的要因と内的要因

さきにのべたように，アメリカにおける金融制度は「規制されたシステム」から「より規制の少いシステム」へ移行しつつある。本章の目的は，そうした大きな流れをひきおこしている

5）すなわち，「規制された金融制度」の含むさまざまな問題点が指摘され，改革の論議が高まっていたのは，『1980年預金金融機関規制緩和および通貨量管理法』成立の約20年前である。当時いくつかの委員会が設置され，それぞれ改革のための勧告がなされた。たとえば，1961年の『CMC報告』，1962年の『サクソン報告』，1963年の『ヘラー報告』，1971年の『ハント報告』がそれである。その背景には，インフレ・高金利の循環的到来，金融媒介機関の比重増大，商業銀行の業務多様化等のあらたな問題の噴出があった。こうした問題に対処するために，さきの報告でとくに強調されたのは，競争原理の導入と市場メカニズムの活用である。本稿の課題は，なぜこのような点が強調されなければならなかったのか，という問題と表裏一体をなしている。

基本的な要因をさぐりだすことにある。

アメリカにおける金融制度の変革は，とくに1960年代以降の金融革新の過程でドラスティックかつ多面的な展開をみせた。そうした多面性は，金融革新をひきおこした力としてさまざまな要因が指摘されることによくあらわれている。その中で，代表的な要因として，次のようなものがあげられることが多い。

a. 高インフレ，高金利およびその浮動性
b. 金融の技術進歩
c. 非金融企業，個人の金利選好
d. 金融規制の存在
e. 非金融企業の金融サービス業への参入
f. リスクの増大
g. 銀行業の国際化

欧米のエコノミストは，これらの要因のうちのいくつかをとりあげ，その複合作用の結果として金融革新をとらえている。それらにあっては，これらの要因が単に並列的に指摘されたり，ある局面の革新的な現象を説明するために特定の要因が強調されたりすることが多い[1]。

だが，金融制度変革の基本的な推進力と変革の意味・本質の解明という本稿の目的をはたすには，それでは不充分である。この目的を達成するためには，まず，長期間しかも金融制度全体にたいして構造的なインパクトを与え続けた要因をえらびだす必要がある。そのような観点から，ここでは，上記の諸要因のうち，a，b，c，の3つに特別の注意を向けることにしたい[2]。

これら3要因の関連については，のちに明らかになるであろう。

1　金融革新の外的要因

(1) 高インフレ・高金利の循環的到来

戦後のアメリカ経済を特徴づける長期的傾向

1) 金融革新発生の要因を分析したものとして，つぎのような文献がある。① Silber, William L., "Towards a Theory of Financial Innovation", in *Financial Innovation*, ed. William L. Silber, Lexington: D. C. Heath, 1975. ② West, Robert C., "A Theory of Financial Innovation in the United States," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Research Working Paper* 82-07, Sept. 1982. ③ "The Nature and Implications of Financial Innovation," Bank of England *Quarterly Bulletin*, Sept. 1983. ④ Akhtar, M. A., "Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy: An International Perspective," BIS *Economic Papers*, No. 9, Dec. 1983. ⑤ Kane, Edward J., "Microeconomic and Macroeconomic Origins of Financial Innovation," in *Financial Innovations* ed. The Federal Reserve Bank of St. Louis, Kluwer-Nijhoff Publishing, 1984. ⑥ Germany, J. David and Morton, John E., "Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries," *Federal Reserve Bulletin*, Oct. 1985. ⑦ Broaddus, Alfred., "Financial Innovation in the United States-Background, Current Status and Prospects," Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, Vol. 71-1. Jan./Feb. 1985. このうち，①はb，c，f，②はd，③はa，b，c，e，④はa，c，⑤はa，b，d，⑥はa，b，f，g，⑦はa，bの要因を，それぞれ強調している。

2) 金融規制の存在を強調する Edward J. Kane の議論は，こうなっている。民間企業は，規制をうけることによってこうむる負担（burdens）をイノベーションによってのりこえようとする。それに対抗して規制当局は，規制を別のかたちにかえて民間企業をコントロールしようとする。かれは，これがくりかえされていく過程を「規制の弁証法的プロセス（a regulatory dialectic process)」と呼んでいる。金融革新もこのような経過をたどっており，その展開の契機となったのが技術進歩や金利，インフレ率のボラタイルな変動だというわけである（cf. Kane, E. J., *op. cit.*, pp. 4-10)。しかし，規制の存在は金融革新の要因というよりも，むしろその与件というべきであろう。金融革新の要因は，あくまでそれをひきおこす主体の側に求めなければならない。

また，eはとくに金融サービス面での革新→競争激化をもたらした。しかし，この問題は，本稿で焦点をあてている金利自由化とは次元を異にしている。

さらに，f，gは，それぞれa，bから派生的に出てきた事情である。

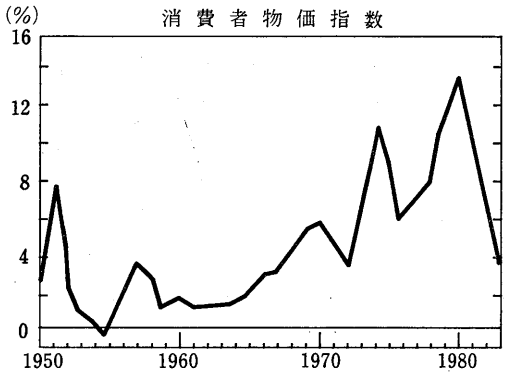
は，高インフレ・高金利の時期の循環的到来である。とくに1960年以降，その時期は3度（'69年，'74—5年，'79—80年）おとずれた。いずれの時期においても，高インフレと高金利はほぼ同時に発生した。しかも，インフレ率と金利水準は，そのピークが前回の循環のピークを上回って上昇していった[3]。（表-1，2）

高インフレ・高金利をもたらした要因は，それぞれの局面ごとにことなっている。しかし，基本的にはマネー・サプライ伸び率のすう勢的上昇によるインフレ圧力の強化が強く作用した。また，1970年代に入ってからは，石油をはじめとする一次産品価格の上昇という要因がこれに加わった。金利上昇は，アメリカ経済のこうしたインフレ体質の反映であった。すなわち，インフレ高進期には，たとえ名目金利が上昇してもインフレ期待によって資金需要は衰えず，金利水準はさらに上昇した。このような状況の下では，連銀当局による引締め効果が浸透しにくく，いきおい公定歩合は異常な水準まで引き上げられざるをえなかった。

高インフレ・高金利は，その到来のたびごとに預金金利規制を大きく動揺させることになった。すなわち，金利上昇期には市場金利と規制金利の間に格差が発生し，預金市場から大量の資金が他市場へシフトした。いわゆるディスインターミィディエーション（disintermediation）である。このことは，資金獲得における各金融機関のシェアの激変[4]を意味する。それが，金利規制緩和→撤廃の圧力をうみだし，新種金融商品開発の契機となったのである。そうしたうごきが，金利上昇期に集中してあらわれたことはいうまでもない。この，いわゆる金利自由化の原動力とプロセスについて，詳しくは後述する。

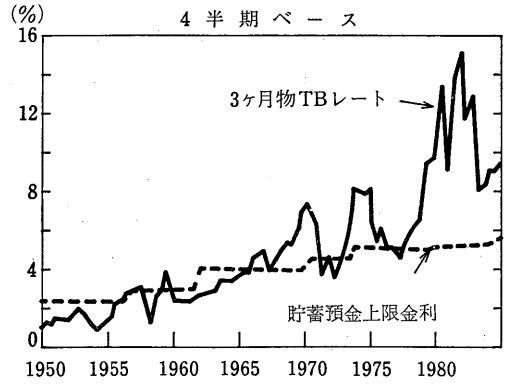
(2) 金融の技術進歩

表—1 1950年以降のインフレーション



（資料） U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.
（出所） Broaddus, Alfred, "Financial Innovation in the United States—Background, Current Status and Prospects." Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, Jan./Feb. 1985.

表—2 1950年以降の利子率



（資料） Board of Governors of the Federal Reserve System.
（出所） 表—1に同じ

3) Cf., Rosenblum, H. and Strongin, S., "Interest Rate Volatility in Historical Perspective," Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Jan./Feb. 1983, p. 10.
4) 1950～60年代の預金市場におけるシェア変動については，金融制度問題研究会『欧米主要国の金利自由化』時事通信社，1976年，第1章を参照。

コンピューターや高度な通信網の発達は，情報伝達や事務処理能力を比躍的に高め，そのコストを大幅に引下げる。その技術の金融業への活用は，金融取引に革命的といえるほどの変化をもたらした。

第一に，こうした新技術の導入は，企業や家計の資金管理技術を向上させることになった。それによって，企業や家計は現金準備を圧縮させ，市場の動向に敏感に反応しながら資金運用・調達を行なうことができるようになったのである[5]。

第二に，新技術の採用は，投資機能，決済機能等の複合的な機能をあわせもつ新種金融商品の開発を可能にした。こうした多種類の金融商品の相次ぐ開発とその成功は，低コストでの事務処理や金利の計算を迅速かつ広範に行ないうるコンピューター，通信技術の発達なしには不可能であった。さらに，技術進歩は，金融機関の市場戦略に大きな影響を与えつつある。たとえば，金融機関と企業や家計をコンピューターで結び，通信網による金融取引を可能にするファーム・バンキング，ホーム・バンキングの始動である。これによって，企業や家計は資金管理技術をさらに向上させ，金融機関はより広範な顧客を自己のネットワークの中にとりこもうとしている。さらにまた，現金自動預出入機（ATM）の普及とその共同利用ネットワークの形成は，経費（とくに人件費）の大幅な削減を可能にした。

第三に，技術進歩によって EFTS たとえば POS, CHIPS といった高度な決済網が完成することになった[6]。決済システムの高度化は，同日中の証書なし決済を可能にし，貨幣の節約を極限までおし進める。

総じて，金融取引における技術進歩の効果は，その効率性をいちじるしく高める点にある。そのことが金融取引の規模，範囲，種類を大きく変化させてきたのである。

2 金融革新の内的要因—金融資産の累積と浮動的資金—

金利自由化という意味での金融制度変革は，預金取扱金融機関の資金調達様式が変化することを意味する。すなわち，資金調達の重点が，規制金利預金から自由金利の市場性資金にシフトしていくのである。このような資金調達者の側の行動様式の変化の背景には，とうぜん資金供給者の側の変化があったはずである。すなわち，金融制度変革の要因をさぐるためには，預金市場における資金供給者である非金融部門の金融活動の分析がどうしても必要である。とくに注意を向けなければならないのは，その金融資産取得状況である。以下では，国内非金融部門の金融資産残高に占めるシェアがあわせて90％をこえる非金融法人企業と家計をとりあげ，分析してみよう。

両部門の金融資産取得において特徴的なことは，すでに1950年代初めにその残高が相当な規模に達しているということである。しかも，年々の金融資産増加率は高い水準を維持している。このことは，毎年かなりの規模の資金が金融資産取得に向けられたことを意味する。（表-3，4）

両部門の特徴をさらに詳しく見てみよう。

まず，非金融法人企業の資産運用[7]において

5) Cf., Akhtar, M. A., *op. cit.*, pp. 8-9, Broaddus, A., *op. cit.*, p. 6.

6) Bank of England *Quarterly Bulletin*, Sept. 1983, p. 359.

7) この点，松井和夫『セキュリタイゼーション』東洋経済新報社，1986年，pp. 142-43. を参照。

表—3　非金融法人企業の資産運用　（10億ドル，%）

項目＼年		1950	1955	1960	1965	1966	1969	1970	1974	1975	1979	1980	1984
金融資産		102.4	142.1	181.7	258.8	272.3	351.1	369.6	516.7	557.6	888.6	993.4	1273.4
年平均増加率			7.8	5.6	8.5		8.6		10.2		15.6	7.1	
流動資産		43.8	53.4	51.4	63.2	61.3	69.0	69.5	105.4	125.2	177.8	190.7	288.9
年平均増加率			4.4	−0.8	4.6		2.0		16.0		10.5	12.9	
市場性証券		18.7	23.0	20.0	20.4	19.5	21.0	19.3	32.3	43.1	59.8	63.8	127.9
年平均増加率			4.6	−3	0.4		−1.1		24.7		9.6	25.1	
対金融資産比%	流動資産	42.8	37.6	28.3	24.4	22.5	19.7	18.8	20.4	22.5	20.0	19.2	22.7
	要求払預金・通貨	23.7	20.6	15.5	12.8	11.9	12.3	11.9	9.3	9.7	7.8	7.4	5.2
	定期預金	0.9	0.7	1.7	3.5	3.2	1.1	1.4	4.0	4.0	4.0	4.0	6.4
	海外預金	0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.9	1.0	1.5	1.4	1.0
	連邦政府証券	17.4	15.2	9.3	5.3	4.4	2.1	2.0	1.1	2.6	1.5	1.3	2.2
	州・地方債(免税債券)	0.6	0.9	1.3	1.8	1.3	0.8	0.6	0.9	0.8	0.4	0.4	0.3
	CP	0.1	0.2	0.4	0.5	1.1	2.2	2.5	3.2	3.5	3.0	2.5	4.9
	RP's	0	0	0	0.2	0.3	0.9	0.1	1.1	0.8	1.8	2.3	2.6
対流動資産比%	要求払預金・通貨	55.2	54.8	54.9	52.4	52.9	62.5	63.5	45.4	43.1	38.9	38.3	23.1
	定期預金	2.1	1.9	5.8	14.2	14.0	5.4	7.6	19.5	17.9	20.2	20.9	28.2
	海外預金	0.1	0.2	0.3	1.3	1.5	1.7	1.2	4.6	4.6	7.3	7.3	4.4
	連邦政府証券	40.8	40.4	32.8	21.8	19.7	10.6	10.8	5.3	11.4	7.4	6.8	9.8
	州・地方債(免税債券)	1.5	2.3	4.6	7.3	5.9	4.1	3.2	4.5	3.6	2.1	1.8	1.4
	CP	0.3	0.4	1.5	2.2	4.7	11.0	13.5	15.7	15.7	15.0	12.8	21.6
	RP's	0	0	0	0.9	1.5	4.8	0.3	5.2	3.8	9.2	12.0	11.5

（資料）FRB : *Flow of Funds Accounts* より作成

（注）作成にあたっては，松井和夫『セキュリタイゼーション』（東洋経済新報社，1986年）の4—2表を参考にした。

特徴的なのは，つぎのようなことである。第一に，金融資産残高に占める流動資産の比率が急速に低下していることである。なかでも，要求払預金，通貨のシェア低下は，一貫して変わらない傾向である。第二に，連邦政府証券，州・地方債のシェアも一貫して低下していることである。第三の特徴は，定期預金，CP，RP's のシェアがしだいに上昇してきたことである。なかでも，1966年～'70年の金利上昇期に定期預金のシェア低下と CP のシェア上昇が生じたのに対し，それ以後は逆の経過をたどったことは象徴的である。これは，1970年までは定期預金金利規制のために CP レートとの間に格差が存在していたのに対し，それ以後は金利および CD 発行の規制緩和が進んだことによるものである。

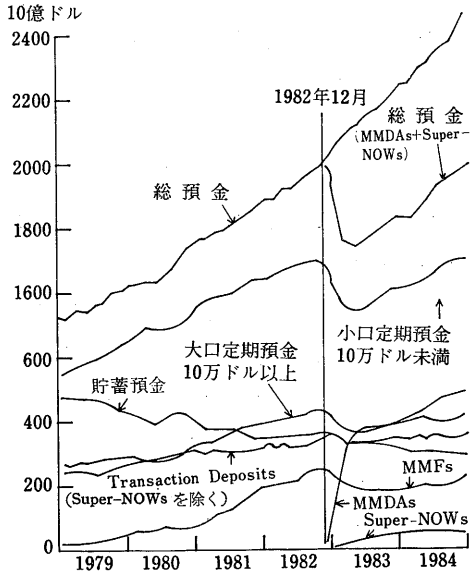
つぎに，家計部門の金融資産取得状況の特徴について見てみよう。第一に，非金融法人企業と同様，家計部門においても要求払預金・通貨の急速な圧縮が進んでいる。第二に，株式の占めるシェアが一貫して低下していることである。第三に，保険・年金は一貫してシェアを高めていることである。そして第四の特徴は，とくに1975年以降，MMMF，NOW，スーパー

表—4　家計，個人信託および非営利団体の資産運用　（10億ドル，%）

項目＼年		1960	1965	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
金融資産残高（10億ドル）		973.4	1446.4	1925.7	2558.9	2899.7	3076.5	3347.1	3827.1	4503.0	4802.2	5344.8	6010.8	6586.7
（対前年比増加率）		(2.9)	(10.1)	(3.5)	(16.3)	(13.3)	(6.1)	(8.8)	(14.3)	(17.7)	(6.6)	(11.3)	(12.5)	(9.6)
対金融資産残高比（%）	預金	24.4	25.7	28.3	36.7	36.6	38.7	39.5	37.9	36.0	38.0	37.0	36.2	37.5
	（対前年比増加率）	(6.1)	(10.3)	(10.6)	(10.9)	(13.0)	(12.0)	(11.1)	(9.8)	(11.7)	(12.7)	(8.4)	(10.0)	(13.5)
	決済性預金・通貨	7.5	6.1	6.1	6.7	6.4	6.7	6.8	6.5	5.9	6.2	5.9	5.9	5.8
	小口定期・貯蓄預金	16.9	19.4	21.2	28.1	28.8	30.3	29.8	27.6	25.3	24.7	24.8	25.6	25.7
	大口定期預金		0.2	0.9	1.8	1.3	1.6	2.6	2.6	3.2	3.4	2.6	2.0	2.8
	MMF	0	0	0	0.1	0.1	0.1	0.3	1.2	1.7	3.8	3.9	2.7	3.2
	信用市場証券	15.4	11.8	13.1	13.9	13.0	13.2	12.8	13.1	11.8	12.1	11.9	11.8	12.5
	（対前年比増加率）	(5.3)	(3.2)	(1.2)	(7.4)	(6.3)	(7.9)	(5.4)	(17.1)	(6.0)	(9.7)	(8.7)	(11.8)	(16.4)
	連邦政府証券	7.6	5.4	5.5	5.4	5.0	5.3	5.6	6.1	5.5	5.8	5.4	5.5	6.2
	財務省発行	7.4	5.2	4.4	4.9	4.5	4.6	4.8	4.9	4.4	4.6	4.4	4.6	5.0
	政府機関発行	0.2	0.8	1.1	0.5	0.5	0.7	0.8	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9	1.2
	非課税債券	3.2	2.5	2.4	2.7	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0	2.1	2.4	2.9	3.2
	法人及び外国債券	10.3	0.6	1.9	2.4	2.5	2.3	1.9	1.7	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7
	抵当証券	3.4	2.9	2.7	3.0	2.9	3.0	2.5	2.6	2.6	2.8	2.8	2.5	2.4
	流通商業手形	0.2	0.4	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0
	法人株式	40.5	43.3	37.8	25.3	26.4	23.5	22.1	23.3	26.4	23.6	23.9	24.2	22.6
	（対前年比増加率）	(−1.7)	(12.6)	(−2.4)	(29.8)	(18.4)	(−5.9)	(2.4)	(20.4)	(33.2)	(−4.7)	(12.4)	(14.1)	(2.5)
	生命保険	8.8	7.2	6.8	6.5	6.0	6.0	5.9	5.4	4.8	4.7	4.4	4.0	3.7
	（対前年比増加率）	(3.9)	(4.7)	(4.2)	(5.1)	(5.3)	(5.4)	(6.1)	(5.5)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	(3.4)	(2.2)
	年金基金	9.3	10.6	12.4	15.9	16.1	16.7	17.7	18.3	19.1	19.6	21.0	21.9	21.8
	（対前年比増加率）	(10.2)	(11.7)	(9.6)	(24.7)	(15.3)	(10.0)	(15.4)	(18.1)	(22.8)	(9.6)	(19.1)	(17.4)	(9.1)
	証券金融	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	その他資産	1.4	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5

（資料）FRB：*Flow of Funds Accounts* より作成

図—1 MMMF と預金構成（商業銀行および貯蓄金融機関）



（出所） Keeley, Michael C. and Zimmerman, Gary C., "Competition for Money Market Deposit Accounts," Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Review*, Spring, 1985.

NOW, MMDA をはじめとする新種金融商品の残高が急速に増大していることである。そうした新種金融商品の伸びが拡大する時期には，小口・大口定期預金残高の縮小が対応している。さらに，こうした金融商品の残高変化率は一定した傾向を示さず，急速な伸び率の上昇や低下をくりかえしているのである。このことは，金融商品残高のシェアがめまぐるしく変化している点によくあらわれている（図-1）。

総じて，非金融法人企業，家計の資産運用に見られるもっとも大きな特徴は，両部門における金利選好の高まりである。そのことは，高インフレ・高金利の時期により高い収益を求める投資行動がいっせいにとられた点によくあらわれている。このような金利選好の高まりの基礎には，これら民間の非金融部門においてすでに巨額の金融資産が保有され，さらに当面の目的のために使用されない資金が大量に発生したという事情があった。これら当面の投資や消費に支出されない資金を，ここでは過剰資金と呼ぶことにする。

循環的におとずれた高インフレ・高金利の時期には，すでにある金融資産に投下されていた資金が，自由金利商品にシフトした。同様に，年々大量に発生する過剰資金もより高い収益を求めて自由金利商品に投下された[8]。こうした動きが，自由性市場を拡大させ，金利自由化を否応なしにおし進めていく圧力となるのである。

3 外的要因と内的要因の関連

アメリカにおける金融革新は，さきにあげたいくつかの要因が複合的に作用して発生した。しかし，金融革新によって進展しつつある金融制度変革の意味と内容を明らかにするばあい，それらの要因をただ個別に指摘し，説明するだけでは不充分である。すなわち，とくにさきの外的要因と内的要因がいかなる関係にあり，相

8) 金融資産の蓄積という点から見て，1960年代以降のアメリカ経済はかなり成熟した段階に達していた。それは，たとえば，非金融法人企業および家計部門の保有する金融資産が GNP の2.5倍に達している点にあらわれている。金融制度変革の根本原因をさぐるばあい，注目しなければならないのは，非金融部門の金融資産のうちとくに要求払預金の形態にある部分である。金融制度変革の過程では，非金融法人企業や家計保有の要求払預金こそが，インフレや金利の動向に応じてもっとも浮動的な運動をしていく。このことは，預金金融機関における要求払預金の比重が長期的に低下していることに対応している。cf., Wilson, J. S. G., "How Assets and Liabilities are managed around the World," *The Banker* June, 1985, p. 57.

また，そうした環境の中では，年間の貯蓄のうち金融資産取得に向けられる分も金利に対して敏感となることは，いうまでもない。しかし，金融制度のドラスティックな変革の構造的な要因は，さきの要求払預金の浮動的運動であるといわねばならない。

互に作用し合いながら金融革新の力になっていくかの解明が必要である。

さきに述べたように，大恐慌以後のアメリカの金融制度の特質は，それが「規制されたシステム」であったという点にある。金融革新の過程で，今やそうしたシステムをつくりあげていた金融諸規制がとりはらわれつつある。さまざまな金融規制の中で，いちはやく緩和→撤廃の措置がとられたのは金利規制である。そうした金利自由化措置の土壌をつくりあげていったのは，とくに1960年代に始まった自由性市場の急速な拡大である。すなわち，1960年代には CD 市場，CP 市場が拡大し，'70年代に入ってからは，さきに述べた自由金利商品残高が急速に伸びたのである。そうなると，金利規制を残しておくことが逆に弊害を生み出したり，また金利規制そのものの意味がうすれてしまう様な事態が発生した（この点，後述）。金利規制がとりはらわれざるをえなかったのは，このためである。

こうした自由性市場拡大の主役こそ，さきの非金融法人企業，家計にほかならない。膨大な量の金融資産と過剰資金をかかえたこれら両部門における金利選好の高まりについては，すでにのべた。膨大な金融資産は，現代の金融制度そのものの内部に構造的にくみこまれている。そして，この金融資産の累積は，両部門に発生した過剰資金がさまざまな金融資産に吸着していった姿をあらわしている。この金融資産の累積と過剰資金こそ，「規制された金融システム」に根底からゆさぶりをかけた根本原因である。両者を金融革新の内的要因と呼んだのは，このような意味においてである。ただし，金融革新はそうした内的要因が単独で作用することによって突然発現したのではない。とうぜん，そこに革新的現象の引き金となる要因が作用したのである。それこそ，さきにのべた高インフレ・高金利，金融の技術進歩等の諸要因だったのである。これらは，すでに金融制度の内部に構造的に胚胎している要因に点火する役目をはたしたのである。高インフレ・高金利，技術進歩といった要因を外的要因といったのは，このような意味である。

つまり，外的要因と内的要因の関係はこうである。外的要因は，金融革新の根本原因ではなく，それを発現させる強力な契機として作用した。むしろ，そうした契機が作用すれば一挙に革新的現象を発現させる内的要因こそが，金融革新の根本原因だったといわなければならない。

Ⅲ　銀行行動と非金融部門

前章で指摘した諸要因（とくに金融資産の大量累積および過剰資金の発生）は，金融制度改革のもっとも基礎的な原動力であった。しかし，現実の金融革新→金融制度改革の過程は，そうした諸要因を指摘するだけでは，完全に説明したことにはならない。問題にしなければならないのは，さきの諸要因が作用することによって金融機関行動がどのように変化していかざるをえないか，ということである。とくに，本稿で焦点をあてている金利規制の撤廃は，直接的には金融機関の資金調達のあり方にかかわりをもっている。したがって，金利規制の撤廃という意味での金融制度改革のメカニズムを明らかにするためには，金融機関が資金調達の面でどのようにイノヴェーティブな行動をとっていくか，という点を分析しなければならない。もちろん，そのさい，金融機関行動の変化とさき

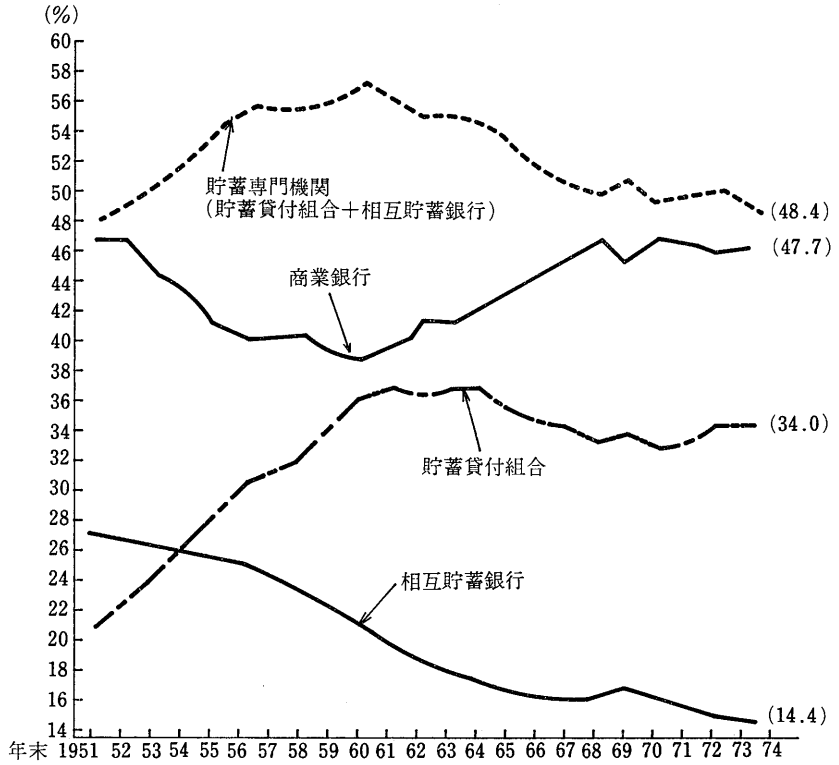
の諸要因とのかかわりが重要となる。

さて，このように問題を限定すれば，以下の分析の視角はつぎのように定められることになる。

まず第一は，金融機関と国内の民間非金融部門の経済主体（非金融法人企業，家計）との関係が基軸にすえられる。すなわち，すでに大量の金融資産と過剰資金を抱えた非金融法人企業，家計と金融機関との関係が変化する過程で金融革新が発現するのである。高インフレ・高金利，金融の技術進歩といった事態は，両者の関係を変化させる引き金になったものである。

第二に，金利自由化という意味での金融制度改革の過程を，金融機関と非金融法人企業との関係の変化，金融機関と家計との関係の変化の二段階に分けてとらえ，分析していくということである。アメリカにおける金利自由化は，実際の規制撤廃措置がとられることによってはじまったわけではない。金利自由化を自由性市場の拡大という広い意味でとらえるならば，それは，すでに規制撤廃措置以前にはじまっていたことである。そうした自由性市場の拡大は，まず金融機関と非金融会社の関係が変化し，さらに金融機関と家計との関係が変化するというかたちですすんでいった。金利規制の撤廃も，そのようなプロセスにそって，大口から中口さら

図—2　貯蓄性預金の残高シェアの推移（アメリカ）



（注）　商業銀行，貯蓄貸付組合，相互貯蓄銀行，クレジットユニオン，郵便貯金（ただし，'66年まで）の貯蓄性預金合計額に占めるウェート。
（資料）　*Federal Reserve Bulletin, Savings and Loan Fact Book* '74, etc.
（出所）　金融制度問題研究会『欧米主要国の金利自由化』時事通信社，1976年，p. 16.

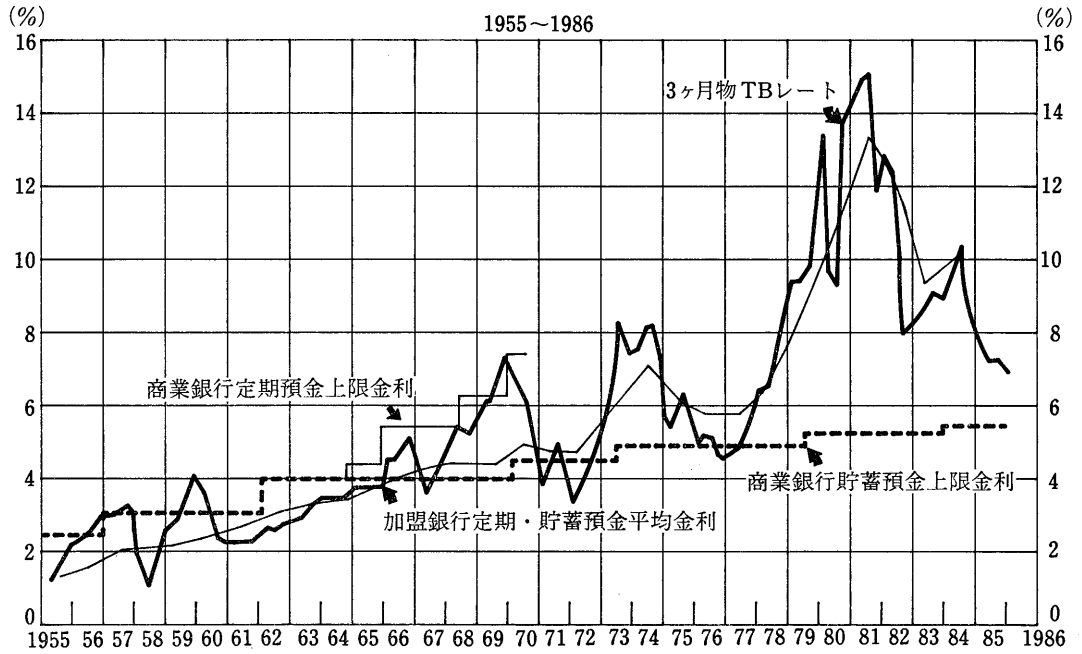
に小口へとすすんでいったのである。以下，このプロセスにそいながら分析していこう。

1　金利規制の動揺と非金融法人企業

預金金利規制は，各金融機関に預金獲得における平等な競争条件が保証されることを意味する。しかし，金利規制がある特定の金融業態に限定されているばあい，そのことが，市場金利の動向次第で，規制対象機関に不利に作用することがある。事実，それは，1953年の金利上昇局面において生じた。すなわち，規制の対象となっていた商業銀行とその対象外におかれていた貯蓄金融機関との間に預金金利格差が生じ，預金残高シェアにおける前者の低下，後者の上昇という事態が発生した(図-2)。ここでは，金利規制の存在が，逆に競争条件の不平等をうみだすことになったのである。当時，連邦準備制度理事会は，景気刺激のため商業銀行のシェア回復→信用供与力の増大をはかる必要があった。そこで同理事会がとった措置は定期預金金利規制限度の0.5%引上げであった（ただし，90日未満を除く)。これは，預金金利規制の施行後20年をへてとられた是正措置である。

この時期，非金融部門（とくに非金融法人企業）の手許には，無利子の要求払預金のかたちで豊富な資金が蓄積されていた。そうした資金は，金利上昇期に，利回りの高い市場（たとえば，TB 市場や CP 市場）にシフトする傾向があった（図-3)。さきの事態も，このような要因を背景とする構造的なシェア変動の一つなの

図―3　市場金利と定期・貯蓄預金上限金利の推移



(注)　定期・貯蓄預金平均金利を除き4半期ベース。
1．1970年6月24日以降少くとも10万ドル以上大口定期預金の一部は金利規制を解除された。
2．1971年以降は FDIC 加盟銀行を対象とする。
(出所)　Gilbert, R. Alton, "Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away," Federal Reserve Bank of St. Luois *Review*, February 1986.

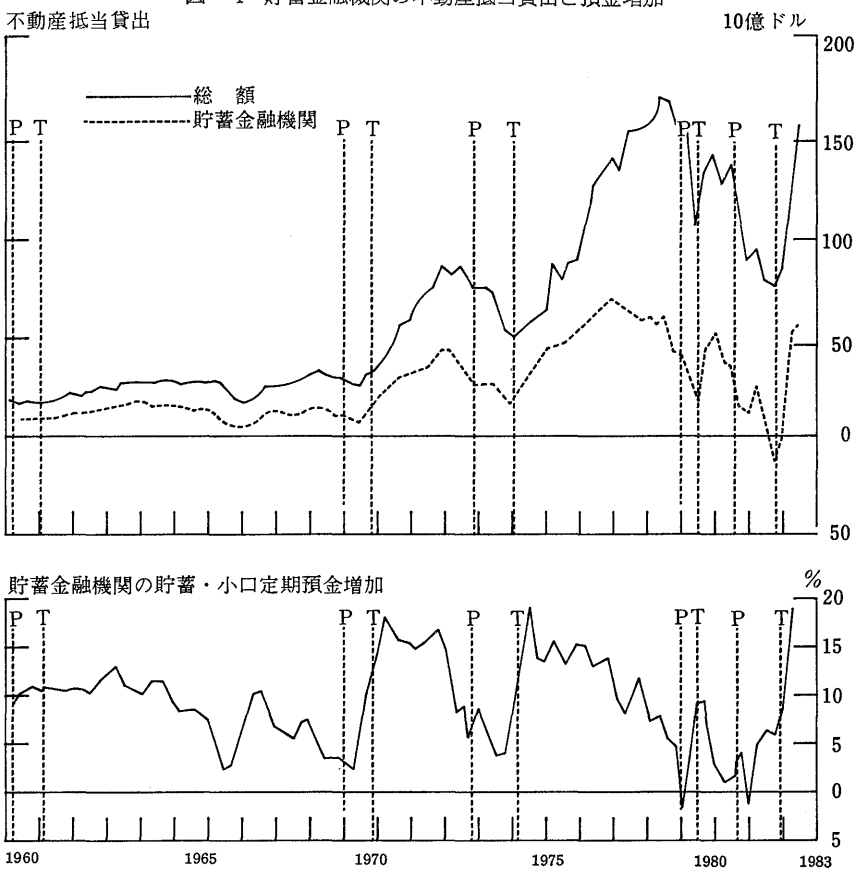
表—5　商業銀行の資金調達　　（対負債総額比，%）

項目＼年	1960	1965	1966	1969	1970	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983	1984
決済性預金	59.4	46.9	44.6	41.4	40.1	31.1	30.8	27.6	26.1	24.4	24.4	23.3	22.1
（対前年比増加率）	(1.7)	(3.7)	(1.1)	(2.7)	(5.2)	(−0.1)	(3.1)	(8.6)	(2.9)	(2.5)	(5.5)	(4.3)	(7.6)
小口定期・貯蓄預金		36.4	37.5	37.7	37.8	34.8	38.5	35.6	36.2	35.8	40.3	44.8	43.6
（対前年比増加率）	34.7	(13.9)	(9.4)	(3.8)	(8.8)	(7.4)	(15.2)	(7.4)	(10.4)	(8.5)	(19.1)	(21.2)	(10.1)
大口定期預金	(8.6)	9.8	9.9	9.0	11.4	21.4	19.3	18.7	20.8	22.6	20.3	15.4	15.0
（対前年比増加率）		(23.5)	(7.7)	(−50.8)	(77.0)	(32.2)	(−6.5)	(6.5)	(21.0)	(19.0)	(−5.2)	(−20.5)	(10.1)
フェデラルファンド・RPs	−0.1	0.5	0.5	2.4	0.8	3.1	3.4	7.1	7.9	8.1	8.4	8.3	7.2
（対前年比増加率）	(−93.6)	(240.0)	(0)	(211.5)	(−102.5)	(−8.1)	(14.5)	(23.2)	(20.9)	(12.8)	(9.3)	(8.0)	(−1.9)
銀行間債務（ネット）	2.9	2.3	3.4	6.8	3.8	0.9	−0.6	1.0	−1.2	−2.0	−4.3	−2.9	−0.3
対海外所在銀行	1.4	1.2	2.0	5.0	2.2	0.5	−0.7	1.2	−0.7	−1.1	−4.5	−3.0	−1.5
その他債務	2.4	4.7	4.7	10.6	7.2	11.1	11.1	13.5	14.0	15.2	14.9	15.3	16.8
負債計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
負債総額（10億ドル）	210.2	317.2	337.2	436.2	473.6	756.0	787.7	1204.5	1309.4	1435.8	1517.5	1657.4	1873.7
（対前年比増加率）	(4.2)	(10.0)	(6.3)	(4.2)	(8.6)	(9.9)	(4.2)	(11.3)	(8.7)	(9.7)	(5.7)	(9.2)	(13.1)

（資料）　FRB：*Flow of Funds Accounts* より作成

（注）　*U.S. chartered commercial banks, their dometic affiliates,* エッジアクト法人，外国銀行の *agencies* と支店，及び *banks in U. S. possesions* を含む。

図—4 貯蓄金融機関の不動産抵当貸出と預金増加



(出所) Simpson, Thomas D. and Parkinson, Patrick M., "Some Implications of Financial Innovations in the United States," *Staff Studies*, Board of Govenors of the Federal Reserve System, September 1984.

である。

これを機に，商業銀行はその資金源泉をめぐってイノヴェーティブな行動をとることになる。

その第一は，1961年にはじまる大口 NCD (Negotiable Certificates of Deposit) の発行である。NCD 発行高は，政府証券ディーラーが流通市場の拡大と市場性の保証につとめたことによって急速に拡大していった[2]。発行者としての商業銀行の立場から見れば，NCD が法人預金の強力な吸収手段として機能したことになる。それによって，商業銀行のシェアは，1960年に最低を記録したのち，1965年には43.8％まで回復したのである（図-2）。こうしたNCD の威力は，それが金利規制の枠はあるが市場性資金調達手段であったことにもとづく。

1) この動きを加速したのが1950年代以降盛んとなった CMS (Cash Management Service) の展開である。これは，銀行と取引先の企業を通信回線でむすび，資金振替を集中的に行なうことが核になっている。CMS について詳細は，上條俊昭編著『CMS 戦略』金融財政事情研究会，1983年を参照。CMS の発展が大口 NCD 導入の重要な契機となった点については，松井前掲著，p. 144, p. 166 を参照。

2) Cf., Lindsay, Robert, "Negotiable Time Certificate of Deposit," *Federal Reserve Bulletin*, April 1963.

表－6　商業銀行の資金運用　（対資産総額比，%）

項目＼年	1960	1965	1966	1969	1970	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983	1984
貸出	52.5	59.8	61.5	63.6	61.6	67.0	63.9	68.7	67.6	67.6	66.8	65.9	65.8
（対前年比増加率）	(5.7)	(14.9)	(9.2)	(10.2)	(4.9)	(12.0)	(4.3)	(13.4)	(7.0)	(9.7)	(4.4)	(7.9)	(14.6)
不動産抵当貸出	12.6	14.6	15.0	15.1	14.4	16.5	16.3	19.2	18.9	18.7	18.7	18.8	18.6
消費者信用	11.6	13.3	13.3	13.6	13.0	12.9	12.7	14.6	13.0	12.1	11.9	12.2	12.9
その他貸出	24.9	28.4	29.4	30.9	30.0	34.8	31.9	32.1	33.0	34.0	33.4	32.4	31.8
公開市場手形	0.9	0.8	1.0	1.4	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8
証券金融	2.6	2.7	2.7	2.5	2.6	1.6	1.8	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.7
有価証券	36.3	31.1	29.2	27.3	29.6	24.6	27.6	22.7	23.7	22.7	23.7	24.6	22.4
（対前年比増加率）	(3.6)	(2.1)	(−0.7)	(−7.9)	(17.7)	(3.7)	(17.0)	(6.1)	(13.8)	(5.1)	(9.8)	(14.2)	(4.3)
連邦政府証券	28.0	19.3	17.4	14.1	15.1	11.2	14.3	11.5	12.4	12.1	13.2	14.7	12.8
財務省発行	27.0	17.6	15.7	11.9	12.4	7.0	10.2	7.5	8.0	7.4	8.3	10.2	9.0
政府機関発行	1.0	1.7	1.7	2.2	2.8	4.2	4.1	4.0	4.4	4.6	4.9	4.5	3.8
州・地方債	7.7	11.4	11.4	12.8	13.9	12.6	12.3	10.6	10.7	10.1	9.9	9.2	8.7
社債・外債	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9
手許現金・預け金	9.0	6.9	7.0	6.4	6.3	4.8	4.7	4.0	3.6	3.1	3.2	2.9	2.8
その他資産	2.1	2.2	2.3	2.7	2.5	3.6	3.7	4.7	5.2	6.5	6.4	6.5	9.0
金融資産計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
金融資産総額（10億ドル）	228.3	340.7	361.9	465.7	504.9	800.1	834.6	1276.8	1389.5	1522.6	1609.5	1757.9	2019.1
（対前年比増加率）	(4.4)	(9.7)	(6.2)	(4.2)	(8.4)	(9.9)	(4.3)	(11.3)	(8.8)	(9.6)	(5.7)	(9.2)	(14.9)

（資料）　FRB：*Flow of Funds Accounts* より作成
（注）　表－5に同じ

これは，商業銀行の資金調達様式の多様化のはじまりであった（表-5）。そのような意味で，NCD は商業銀行にとって画期的なイノヴェーションだったのである。

つぎに，1965年11月の公定歩合の引上げ（金融引締め政策への転換）を契機に，アメリカの短期金融市場はさらに大きく変貌する。まず，商業銀行は小口 NCD（額面10万ドル未満）の発行を増加させた。その結果，定期預金残高にしめるそのシェアはしだいに高まっていった。それは，商業銀行が資金源をもとめてさらに広範な層へと触手を伸ばそうとしている姿とみることができる。また，この頃から商業銀行は，ユーロダラー，FF（フェデラルファンド）の取入れをしだいに活発化させていった[3]（表-5）。これらは，この時期を境に，商業銀行の恒常的な短期資金調達手段として定着していくのである。

こうした行動によって商業銀行は，なんとかその資金調達力を維持しようとした。それに対して，貯蓄金融機関の側では，住宅貸付に比重があるため貸出金利の弾力化がはかれず，高利での預金吸収が困難であった。とくに深刻な打撃をうけたのは，金利上昇期である。じっさい，貯蓄金融機関の預金残高シェアは，1960年代に入ってから下降線をたどりはじめたのである[4]。（図-1，4）

1969年の金利上昇期には，さらに大きな変化があらわれた。この時，連邦準備制度理事会は金融引締めの強化にのり出し，その結果市場金利は急騰した。それに対して，同理事会は，金利規制の最高限度をすえおいたままにしていた（図-3）。それによって，預金取扱金融機関の資金吸収力→信用供与力を弱め，金融引締め政策を補完しようとしたのである。そのため，規制金利と市場金利と間に格差が生じ，大量の資金が証券市場へシフトした。その結果，商業銀行の預金（とくに大口 NCD）は急減した。これまで，預金取扱金融機関の間で生じていたシェア変動が，ここでは，預金取扱金融機関と証券市場との間で起ったのである。

こうして，金利規制の最高限度のすえおきという措置は，商業銀行の預金吸収力を弱め，金融引締めの補完効果をみごとにはたしえたかにみえた。しかし，結果はそうならなかった。すなわち，商業銀行は，預金（大口 NCD も含めて）の減少にもかかわらず，前年に匹敵する貸

3) Cf., Simpson, Thomas D., "The Market for Federal Funds and Repurchase Agreements," Board of Governors of the Federal Reserve System *Staff Studies*, 106, July 1979.

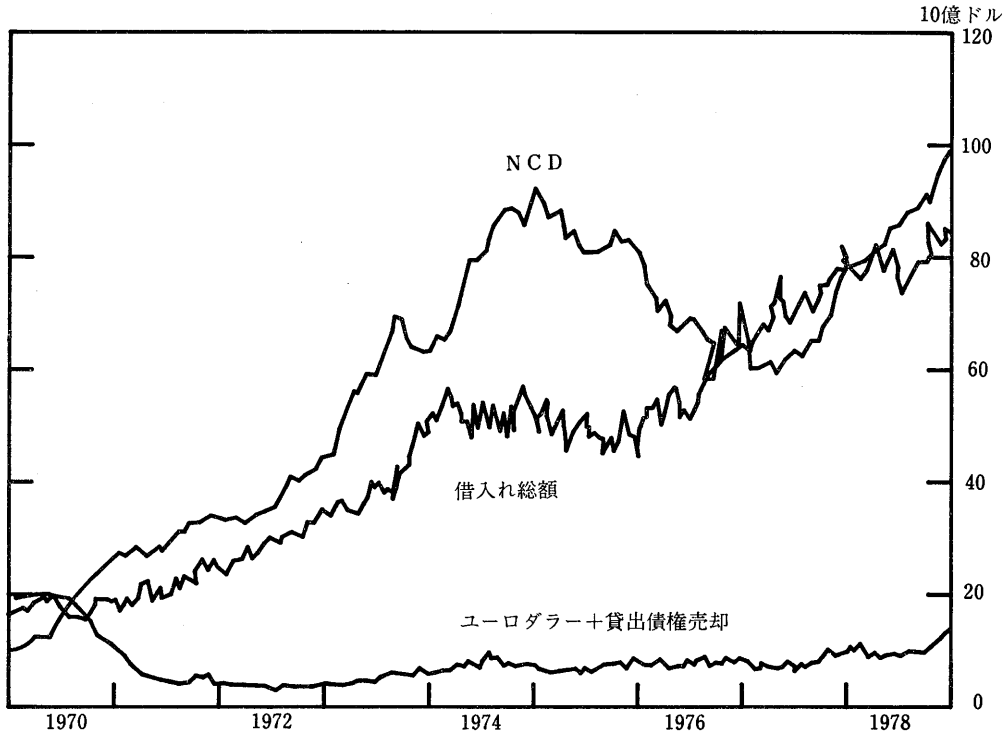
4) そうした中で，連邦準備制度理事会がとった措置は，貯蓄金融機関と競合する小口預金の規制限度引下げであった。その内容は，定期預金を単数満期と複数満期の二つに分け，後者の規制限度を90日未満については，5.5%から4.0%へ，90日以上については5.5%から5.0%へ引下げるというものであった（1966年7月）。単数満期は10万ドル以上と10万ドル未満に分けられ，後者の規制限度が5.5%から5.0%へ引下げられた（1966年9月）。この措置の意図は，貯蓄金融機関の資金吸収力の回復→住宅金融の強化であった。この点，前掲金融制度問題研究会『欧米主要国の金利自由化』p. 30を参照。

他方，1966年9月には「預金金利規制法」が成立し，規制対象機関が貯蓄金融機関にも広げられることになった（ただし，規制限度は貯蓄金融機関の方が若干高め）。その意図は，直接的には商業銀行と貯蓄金融機関の競争条件の公平化を維持しながら，できるだけ住宅金融を保護しようというものであった。

こうした一連の措置は，1957年以来とられてきた規制限度の緩和（引上げ）に逆行するうごきであった。長期的な観点から見れば，これらの措置は，連邦準備当局自体がシェア変動や住宅金融の不振というかたちで動揺を経験しているアメリカ金融市場になんとか均衡をとりもどそうとしている姿である。

なお，この頃から金利規制には，金利の過当競争の防止のほか，金融引締め政策の補完として運用するという意味がもりこまれるようになった。

図—5　大手商業銀行の主要管理可能負債



（出所）　Simpson, Thomas D, "The Market for Federal Funds and Repurchase Agreements," *Staff Studies* 106, Board of Governors of the Federal Reserve System, July 1979.

出実績を示したのである[5]（表-6）。それは，預金以外に資金調達のルートが存在していたからにほかならない。すなわち，ユーロダラーの取入れ，銀行関連 CP の発行[6]，買戻し条件付貸出債権，証券の売却がそれである。（図-5，6）

ここで商業銀行は，さらにあらたなイノヴェーションをうみだした。これによって，商業銀行の資金調達はますます市場性資金へと傾斜することになったのである。商業銀行は，そうすることによってなんとかして金利規制の枠からのがれようとしたのだといえる。

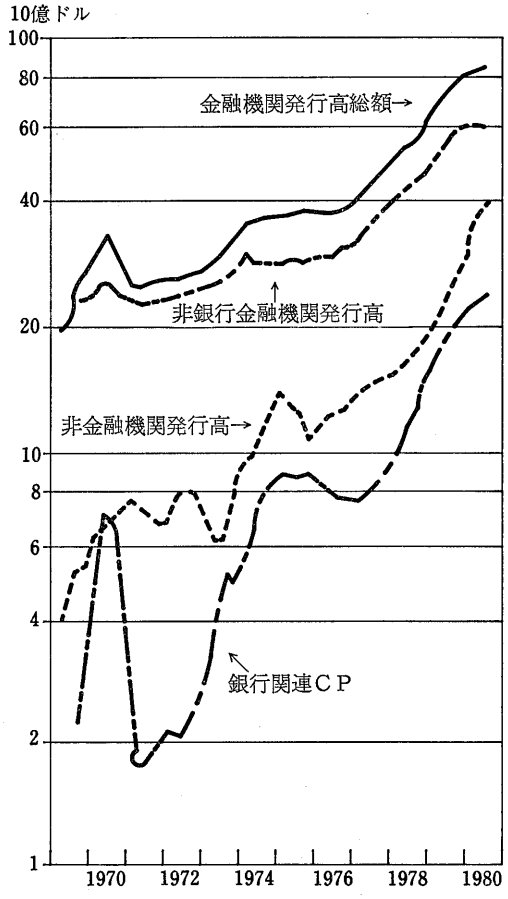
こうして，金融市場の規模が拡大していくと，預金金利規制の存在が逆に市場のいびつさをうみだした。たとえば，金利変動による資金

5)　たとえば，商業銀行の貸出は，1968年の11.6%に対して1969年には9.9%の増加を示した（ただし，貸出債権売却調整後）。この点，「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」（日本銀行『調査月報』）1971年3月，pp. 7-8 を参照。

6)　銀行関連 CP の発行による資金調達とは，銀行が持株会社を通じて CP を発行させ，次に持株会社がえた資金で銀行の貸出債権を購入する，というものである。CP の発行高は，それでえた資金に対する支払準備の適用やペンセントラルの破綻のため一時（1970～71年）減少したが，'70年代央から再び増加した。cf., Abken, P. A., "Commercial Paper," Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Review*, March/April 1981, p. 14.

また，貸出債権の売却は，1969年8月に政府証券以外の銀行資産売却が預金金利規制，支払準備制度の対象となったため，その後減少することになった。

図—6　コマーシャル・ペーパー残高



（資料）　Board of Governors of the Federal Reserve System.
（出所）　Abken, Peter A. "Commercial Paper," Federa Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, March/April 1981.

配分の撹乱，貯蓄金融機関→住宅金融の圧迫[7]（図-4），直接金融市場にアクセスできる大銀行とそうでない中小銀行との格差拡大等がそれである。このような弊害を是正する途は，金利規制の撤廃以外になかった。1970年6月の満期30～89日大口定期預金さらに'73年5月の満期90日以上大口定期預金の金利自由化は，このような構造的要因に促迫されて実行されたのである[8]。（表-7）

2　金利規制の撤廃と家計

ホールセール部門における金利自由化は，1973年の大口定期預金の自由化措置によって一段落した。しかし，金利規制の撤廃をおしすすめる推圧はそれで消えさったわけではなく，いぜんとして金融制度内に胚胎していた。それが，金利規制撤廃の圧力として作用するのは，高インフレ・高金利の進展期である。その時期は，1977年以降の金利上昇局面におとずれた。すなわち，TB，CP等の市場金利が軒並み定期預金，貯蓄預金の金利を上回り，資金シフトが生じた。預金取扱金融機関のうち，とくにマネーセンターの大銀行は，直接ユーロ市場や国内の自由性市場にアクセスすることができた。打撃をうけたのは，中小銀行，貯蓄金融機関であった。とくに，貯蓄金融機関の預金吸収力の低下は，住宅金融に深刻な打撃を与えたのである（図-4）。このような資金配分の撹乱にたいして預金金融機関がとった対抗手段は，MMC（Money Market Certificate，満期6ケ月，額面1万ドル以上，上限金利は6ケ月物TB平均入札金利に連動）の導入であった。この

7）1966年，'69年の金利上昇期におけるディスインターミディエーションによる住宅金融の不振については，Mckelvey, Edward F., "Interest Rate Ceilings and Disintermediation," Board of Governors of the Federal Reserve System *Staff Economic Studies*, 99, April 1978, pp. 27-28, pp. 33-36, を参照。あくまで貯蓄預金，定期預金に頼った貯蓄金融機関の行動は大商業銀行の行動とは対照的なものであった。また図-4も参照。

8）1970年の措置の直接の契機となったのは，ペンセントラルの破綻とそれによるCP市場の動揺であった。とくに，満期のきたCPのリファイナンス資金の不足は深刻であった。そこで，連銀当局は，一時的に貸出を緩め，また金利規制を外すことによって，市中銀行の資金調達力→融資能力を強化しようとしたのである。cf., Abken, P. A., *op. cit.*, p. 14.

表—7 米国における金利規制撤廃の過程

1970年6月	満期30〜89日の大口定期預金（10万ドル以上）の金利自由化
1972年6月	マサチューセッツ州でNOW勘定創設，但し当初は相互貯蓄銀行が取扱う
1973年5月	満期90日以上の大口定期預金金利自由化
1978年6月	6ケ月MMC創設，最少取引単位1万ドル（1983年1月に2500ドルへ）
	6ケ月物TB金利に連動
1979年7月	4年以上SSC創設，最少取引制限なし，4年物TN金利に連動，但し1979年12月31日まで
1980年1月	2年半以上SSC創設，最少取引制限なし，2年半物TN金利に連動，その後順次期間が短縮される
1980年3月	「1980年預金金融機関規制緩和および通貨量管理法」成立
1980年12月	NOW勘定のアメリカ全土での導入
1982年5月	3ケ月MMCの創設，最少取引単位7500ドル，3ケ月物TB金利に連動
1982年9月	7〜31日物MMC創設
1982年10月	「1982年ガーン・セントジャーメイン預金金融機関法」成立
1982年12月	金利自由のMMDA創設，最少取引単位2500ドル，振替は月6回（うち3回は小切手）まで可能
1983年1月	スーパーNOW勘定創設，金利上限規制なし，振替・小切手振出制限なし，最少取引単位2500ドル
	6ケ月，3ケ月，7〜31日物MMCの最少取引単位2500ドルに統一
	7〜31日物MMCの金利自由化
1983年4月	SSCの満期1年半以上2年半未満へ短縮
	満期2年半以上の定期預金金利自由化，最少取引単位の制限なし
1983年10月	満期32日以上定期預金金利自由化，7〜31日の定期預金金利自由化（2500ドル以上）
1985年1月	MMDA，スーパーNOWの最少取引単位1000ドルに引下げ
	7〜31日の定期預金金利自由化（1000ドル以上）
1986年3月	NOW勘定金利上限規制撤廃，MMDA，スーパーNOWの最少取引制限撤廃

MMC の創設と時を同じくして，アメリカの金融市場にまた大きな変化があらわれた。すなわち，高インフレ・高金利を背景にした MMMF (Money Market Mutual Fund) の急増がそれである（図-1）。MMMF 急増の原因は，そのすぐれた商品性にあった。とくに，その投資単位が小口（1口500〜1,000ドル）なうえ，小切手振出可能で流動性が高い点は，家計保有の小口資金を引きつけるのに大きな威力を発揮したのである。この MMMF の急増が，預金金融機関からの預金流出にさらに拍車をかけ，金融市場における資金配分はますます撹乱されることになったのである。

それにたいして，預金金融機関は，前述の MMC のほか SSC (Small Savers Certificate, 1979年7月)，ASC (All Savers Certificate, 1981年10月から'82年末まで取扱予定）を導入し，さらにそれらの期間短縮，額面小口化をすすめるというかたちで対抗していった。他方，証券会社の方は，たとえばメリル・リンチ社が CMA (Cash Management Account) 残高を伸ばすことによって対抗した。こうした新商品の開発競争は，基本的に預金金融機関と証券会社の間で展開されたものである。その過程で，その上限金利が市場金利に連動する定期預金が導入され，しかも期間の短縮と額面の小口化によって，金利規制の撤廃がなし崩し的にすすめられたのである。

しかし，預金金融機関の立場から見れば，単に市場金利連動というだけでは，多様な機能をもった MMMF，CMA（MMF の機能に証券担保貸付，クレジットカード等のサービスを追加）に対抗していくことは困難であった。とくに，インフレの収束と金利水準安定化の動きが

見えてきた1982年末頃には，そのような傾向があらわれた。そこで，預金金融機関は，まず1982年12月に MMDA (Money Market Deposit Account)，さらに1983年1月にスーパーNOW を創設することによって，新しい環境に対応しようとしたのである。この二つの商品の残高は，発売後急速に増加した[9]。それは，両者とも決済性が付与されているうえに，各金融機関が高めの金利設定を行なったことによる。これによって，預金金融機関は，証券会社の提供する商品（とくに MMMF，CMA）に対抗する手段を手に入れたのである。(図-1)

こうして，さまざまな種類の自由金利商品が開発され，その残高が増加していくことによって，金利に規制を残すこと自体が無意味となる。定期預金の金利が，短期かつ小口のものへと向かって自由化されていくのは，この自由金利商品残高の拡大というかたちで圧力がかかるからである。

しかも，重要な点は，この金利自由化の圧力は金融市場の内部から生まれてきたということである。それがうみだされたのは，とくに1970年代の後半から'80年代初めにかけて展開された預金金融機関と証券会社との新商品開発の過程においてであった。その過程で，主として家計のレベルにおいて無利子の形態で眠らされていた資金が金融市場に躍り出てきたのである。それは，高インフレと高金利という環境の中，とうぜんより高い利回りを求めて金利選好運動をくりかえしていく。そのことが，自由性市場を拡大させ，預金金利規制を形骸化させてしまうのである。新商品の開発は，各金融機関にとっては資金調達のイノヴェーションであった。以上のような過程をへて，アメリカの「規制された金融システム」の一角は完全につきくずされてしまったのである。(表-7)

3　金融革新と資金獲得競争

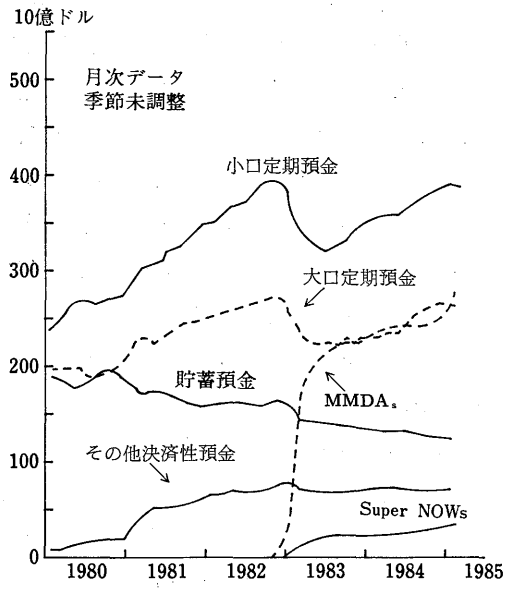
ここで明らかにしたのは，金融制度の変革（とくに金利規制の撤廃）を現実のものにしていく力は何か，ということである。これまでに述べたところから，それは民間の金融機関（とくに商業銀行，貯蓄金融機関）のイノヴェーティブな行動であることが明らかになった。そうしたイノヴェーションは，とくにそれら預金金融機関の資金調達部面において発生した。そのことから，金融機関のこのようなイノヴェーティブな行動が，自己の資金調達におけるシェアを維持，回復し，高めようとする意志のあらわれであったことが明らかである。

さきに述べたように，金利規制の導入当初の目的は，過当な金利競争を防止するというものであった。しかし，金利規制の導入後ある一定の段階に達すると，規制の存在そのものが預金金融機関にとって不利に作用するようになった。金利上昇期にはかならずといっていいほど発生したディスインターミディエーションが，そのあらわれである（図-3，4)。アメリカにおける金融革新は，金利規制の存在によるこの不利をなんとかしてのりこえようとする民間金融機関の行動として，まずあらわれたのである。

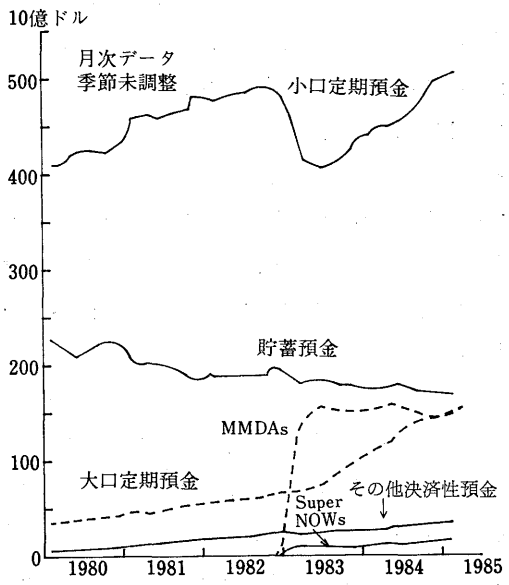
そのさきがけこそ，1961年の NCD 導入である。それ以来，アメリカの金融機関（とくに商

9) しかし，MMDA，スーパー NOW（とくに前者）の資金源は，預金取扱金融機関内の小口定期預金および大口 NCD であった。したがって，両者の残高の増加は，商業銀行および貯蓄金融機関の負債構造を変化させることになったのである。cf., Fortier, D. and Phillis, D., "Bank and Thrift Performance since DIDMCA," Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Sept./Oct. 1985, pp. 58-61.

図—7　商業銀行の預金構成



図—8　貯蓄金融機関の預金構成



（出所）　Fortier, Diana and Phillis, Dave, "Bank and Thrift Performance since DIDMCA," Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Sept./Oct. 1985.

業銀行）は，金利規制によって不利な影響をうけると新しいイノヴェーションをおこすことによってそれに対抗してきたのである[10]。そして，重要な点は，それらのイノヴェーションがまずホールセール部門でおこり，さらにリテール部門に波及していったということである。それがまずホールセール部門でおこったのは，非金融法人企業の保有資産が金利選好運動をおこし，それをめぐって資金獲得競争（シェア争い）をしなければならなかったからである。とすれば，そうした資金獲得競争の部面は，家計部門にまで移ってこざるをえない。1970年代後半から'80年代にかけてとくに顕著にあらわれた新商品開発競争の本質は，この資金獲得競争（シェア争い）という点にあった。ホールセールからリテールへという金融革新の広がりこそが，大口から中口さらには小口へという順序で金利自由化を展開させたのだということができる（表-7）。金融革新が民間非金融部門の資金をめぐってなされる以上，必然的にそういうプロセスをたどらざるをえなかったのだともいえる。

10）　それは，常に金利の上昇とそれによるディスインターミディエーションが契機になっておこった。cf., Mckelvey, Edward F., *op. cit.*, p. 61. また，図-7，8を参照。

Ⅳ　むすび

大恐慌の教訓をもとにして1930年代半ばに再編されたアメリカの金融制度は，きびしい規制のもとにおかれることになった。その基本的枠組みは，金利規制，業態規制，地理的規制の3つによってかたちづくられていた。このうち，金利規制はすでに完全に撤廃され，それによって残る2つの規制に対しても緩和の圧力がさらに高まりつつある。ただし，金利規制の撤廃ひとつをとってみても，改革の気運が高まり，さ

まざまな論議と手直しを経て改革が実現するまでに25年の歳月を要した。金融制度の内部に何かある要因が胚胎し，それが徐々に醸成されながらついに規制の撤廃を必然化させるにいたるまでに，これだけの時間がかかったのである。その間に金融市場の構成は変化し，それに応じて金融機関の行動もさまざまに変化せざるをえなかった。こうした過程をへて，アメリカの金融制度は規制になじまない，新しい段階へと移行しつつあるのである。

さてそれでは，「より規制の少ないシステム」へむかって金融制度の変革を推しすすめていくもっとも根元的な力は，なんであろうか。これを，明らかにすることが，本稿のそもそもの目的であった。以下では，さきに示した二つの視角からの分析にもとづいて，本稿の課題についての結論をひきだすことにしたい。

まず，第一の視角からの分析においては，次のことがあきらかになった。すなわち，金融制度変革の根本原因は民間非金融部門の保有している膨大な金融資産（とくに要求払預金）の蓄積であった。この形態にある金融資産は，何んらかの契機が作用すると，より高い収益をもとめて浮動的運動をする。この金利選好運動のもっとも強力な契機となったのは，高インフレ・高金利である。すなわち，金利規制が存在するという条件の下で高インフレ・高金利の時期が到来すると，大規模なディスインターミディエーションが発生する。それは，各業態の資金調達におけるシェアの激変につながる。規制の対象となっていた預金金融機関のシェアが低下したことは，いうまでもない。預金金融機関（とくに商業銀行）は，これに対抗して新しい資金調達手段を次々に開発していった。1960年代の初めにはじまるこの金融革新は，基本的に，民間非金融部門の保有する浮動的資金の獲得をめぐる争い（資金獲得競争）であった。いいかえれば，金融革新は，この浮動的資金の運動と金融機関の資金獲得意欲の増大という二つの要因が合成された結果としてまず起ったのである。金融革新は，まずホールセールのレベルからはじまり，しだいにリテールのレベルにまで浸透していった。1970年代後半から'80年代初めにかけて起った激烈な新商品開発競争は，そうした資金獲得競争という意味をもつ金融革新の最後の段階だったのである。

次に，第二の視角からの分析によってあきらかになった点についてのべよう。商業銀行による資金調達のイノヴェーションは，インフレ・高金利期における資金シフトを契機にして起った。その基礎には，金利の動向に敏感な大量の浮動資金がある点については，すでにのべた。こうした金融革新の展開が金融市場に与えたもっとも大きな影響は，自由性市場の拡大である。そうなると，資金の流れが市場金利の動向に左右されるど合がしだいに強くなる。それは，市場メカニズムの貫徹する余地がしだいに拡大していくことを意味する。それに対し連邦準備当局は，規制限度を引上げたり，金利規制を金融引締めの補完策として用いたり，規制対象機関を広げたりという方法をとった。これは，同当局が市場メカニズムに対抗して，資金の無秩序な運動を抑えようとしたことを意味している。ところが，金利規制そのものは有効に機能せず，逆に規制が残っていることによって弊害がうみだされるような事態が発生した。これは，市場メカニズムの貫徹する余地の拡大と規制の存在という相対立する状況の矛盾のあらわれにほかならない。そこで，連邦準備当局は，このような矛盾を解消するために規制を撤

廃せざるをえなかったのである。このように，市場メカニズムの貫徹という事態こそが金利規制を最終的に駆逐してしまったのであり，規制当局の措置は，あくまで受け身でしかないのである。

このように，金融制度の改革は，けっして公的当局が能動的におしすすめることによって実現したのではない。むしろ，市場メカニズムの貫徹という金融市場内部に存在する力の作用する余地が拡大することによって，制度改革は否応なしにすすめられざるをえなかったのである。

{本稿は昭和61年度文部省科学研究費補助金（総合研究A—代表深町郁彌）による研究成果の一部である。}