

米国金融制度改革の経済効果

奥 村 洋 彦*

要 約

本稿では、近年の米国における金融自由化が金融システムのパフォーマンスにどのような影響を与えているかを探る。金融システムのパフォーマンスを高めるためには、金融資産の価格変動の弾力性、取引内容の明瞭性、顧客需要を反映した金融資産や金融市場の創出の融通性が不可欠であり、加えて、金利や取引資産量の安定性、適正な競争度合いの維持、及び金融機関経営や金融システムの健全性も必要条件となる。金融自由化が、これら諸条件のうち・明瞭性・弾力性・融通性を高めることは自明であるが、安定性・競争度合・健全性に与える影響について評価するには深い分析を要する。

1970年に連邦準備制度理事会が「ハント委員会」に提出した報告書は、金利自由化が招来する問題点として、金利自由化による預金獲得競争は不健全な銀行行動を広範囲に招く(銀行倒産率の上昇)、保険金額を超えた預金の返済が期待できない、借手にとって資金調達先が不安定化する、銀行業においては、「規模の経済」が顕著に存在するようであり、比較的小さな銀行が、大銀行と預金獲得競争を効果的に展開できない、小さなコミュニティにおいては、コストの高い不十分なサービスしかない状態になる、非銀行金融仲介機関の資金獲得に悪影響を与え、間接的に、住宅市場へ影響を与える等を指摘した。さらにこれとは別に、金利自由化のもたらす弊害として、金利の動きが不安定化するのではないかと、手数料率の上昇等によって小口預金者は却って被害を被るのではないかと、といった議論も当時見られた。

金融自由化が家計に与えた影響をデータによってふりかえると、金利自由化に伴い金融機関は家計にオープン・マーケット・レートにより近い預金金利を支払う一方、インプリシット・サービスの一部を有料化してきた。しかし、手数料の支払いが、懸念されていた分配上の問題を引き起こしたとは言えない。また、1978年以降、MMC, MMDA, MMF等の新金融商品の導入により金融資産の多様化が進み、金融資産選択を構造的に変化させた。

金融自由化が企業に与えた影響をみると、借入金利面では、ロットの大きい短期貸出を中心にプライム・レート以下の金利での貸出が増大した。また、プライム・レートとマネー・マーケット・レート関係が弱まり、中小規模貸出と大規模貸出の金利格差が拡大した。金融資産選択状況では、金融資産と実物資産との選択、金融資産間の選択のいずれにおいても、70年代以降大きな変化はない。しかし、金融負債のウエイトは低下してきている。資金の調達面では、資金調達期間の短期化が進んでいる。

金融自由化前に懸念されたさまざまな弊害に対し、現実の米国金融市場の動きは次のようであった。銀行の倒産数は1985年、86年に高水準に達したが、農業及びエネルギー関

* 野村総合研究所取締役経済調査部長

連が多く、自由化の結果とは言えない。むしろ、新規参入の増大が目立つ。金融機関の収益状況は、マネー・センター・バンクを除けば、構造的に落ち込むことにはならなかった。注目されるのは、規模の小さい銀行の収益率が大きい銀行の収益率を上回る状況が続いていることで、当初存在した「規模の経済」に対する恐れは不要であった。仲介金融機関のウエイトでは、保険が低下し、年金と投資信託が上昇しているものの、達観すれば大きな変化はない。民間部門の資金調達については、CP及びファイナンス・カンパニー・ローンの増加が顕著であった。また、金融自由化前に落ち込みが懸念されていたモーゲージのウエイトは変化がなかった。

このように、金利自由化の弊害は一般的に現実化していないが、これは、金融機関が動態的に対応し、金融自由化の下でも収益率を維持することに成功しているためである。金融機関の経営戦略の変化については、コスト構造の変化(インプリシット金利の削減)、ネットワーク展開(コレスポンダント関係の強化、フランチャイズ制の導入、買収によるネットワークの拡大、パンカース・バンクの設立等)、機能の変化(バック・アップ・ラインの業務設定、L/Cの発行、CP購入顧客の取次)等の諸点を指摘できる。

また、金融自由化の金融機関に与える影響として、金融資産の価格変動リスク移転の必要性や金融機関業態間の競争の活発化等から、金融イノベーションが進展することがあげられる。こうした金融イノベーションの骨格はテクノロジーの革新である。テクノロジー革新は小規模企業による新規参入を容易にすることや、金融業の規模の経済を小さくする方向に作用することで、米国金融市場における競争を強めていると考えられる。

今後の問題としてとりわけ懸念されるものは、金融機関及び金融システム全体の健全性の確保である。これを規制によって行うとすれば次の諸点に関するものになると思われる。保有資産の質に関する規制、自己資本や流動性準備に関する規制、他の業務への参入に関する規制、自己取引に関する規制。また、こうした規制を有効に行うためには、金融機関経営の情報公開と金融当局による有効な検査・考査の実施が不可欠であり、加えて、自己資金比率規制などのバランス・シート規制も必要となってくるであろう。

このように、金融自由化は金融業のパフォーマンスを向上させる面が多いものの、金融システムの健全性の確保のために、当局による新たな関与が必要となる面もあることに充分留意する必要がある。

．はじめに：分析の枠組

本稿の分析のねらいは、近年の米国における金融自由化が金融システムのパフォーマンスにどのような影響を与えているかを探ることである。ここでは、金融自由化を1970年のレギュレーションQの改訂(ひと口10万ドル以上の預金の金利自由化)1980年の「金融制度改革法」(“Depository Institutions Deregulation and

Monetary Control Act of 1980”)に基づく自由化とに代表させる。より具体的には、金融自由化を、金利の自由化と、取扱い金融資産の自由化(業務分野の自由化ならびに金融イノベーションの自由化)とし、米国固有の州際銀行業務規制の自由化は対象としていない。

金融システムのパフォーマンス評価基準と

しては、通常、資金仲介の効率性、資金配分の効率性、金融イノベーションの導入度合、そして、利己的利用の度合があげられる。また、Tobin, J. は、金融システムの効率性について、次のような区分を行っている^(注1)。

情報裁定効率 (information-arbitrage efficiency)

基礎的要因の評価効率 (fundamental-valuation efficiency)

完全保険効率 (full-insurance efficiency)

機能的効率 (functional efficiency)

第一の情報裁定効率は、効率的金融市場の価格は、利用可能なあらゆる情報を即時、完全に織り込み、一般に利用可能な情報を使ってより大きな利益を上げることは出来ないことを示す。第二の基礎的要因の評価効率は、効率的金融市場の価格は、当該金融資産の将来にわたる支払いに関わる経済の基礎的条件を正しく反映することを示す。しかし、この点は、一般に投資家の行動が短期間における収益の極大化を目標とすることを考えると現実性に関しては疑問も多い。第三の完全保険効率は、完全な「状態請求権付金融資産」に近づけば近づくほど効率性は高いとするものである。物価スライド金利付金融資産などが典型例であるが、極端なケースとして、将来起き得るあらゆる「状態 (states of nature)」に対応して各金融資産が存在し、顧客は自分の想定する将来の「状態」に応じてその中から自由に選択出来るとすれば、この条件が最も満たされていることとなる。もちろん、金融サービスの提供にはコストがかかり、また、いわゆるモラル・ハザード問題も存在するので、こうしたあらゆる金融資産を取り揃えることは現実にはあり得ない。しかし、顧客需要が多く、取引量も厚いと見込まれる金融資産については、先物市場の活用等も含めて金融機関が自由に創出できる状態が望ましく、金融イノベーションもこうした方向で展開されることが望ましい。第四の機能的効率は、通常の意味

での金融業の経済的機能に関わるもので、リスクのプールとその配分の効率、支払メカニズムや支払ネットワークの運営の効率、資金の最終的出し手の持つ貯蓄を資金の最終的取り手の投資に仲介・配分する効率が関わってくる。

通常の金融システムのパフォーマンス評価基準にしる、このトービン流の効率性評価基準にしる、それと関わる金融構造面の評価基準は類似したものである。すなわち、金融資産の価格変動は弾力的で、取引内容は明瞭であり、また顧客需要を反映した金融資産や金融市場の創出の融通度が高いことが不可欠の条件であろう。こうした弾力性、明瞭性、融通性に加えて、金利や取引資金量の安定性、適正な競争度合の維持、および金融機関経営や金融システムの健全性もパフォーマンスを高める上では必要な条件となる。

さてここでの問題は、こうした金融システムのパフォーマンスに関わる金融構造上の特性と、金融自由化とがどのように関係するかである。一般に、金融自由化は、金融機関の競争上の武器をインプリシットなものからエクスプリシットなものに変えるので、金融自由化が明瞭性を高めることは定義的に明らかである。次に弾力性との関係では、資金需給の変化に合わせて金融資産の取引条件を変える場合、通常のコストであれば何のコストもかけずに即座に動かすことが出来るのに対し、インプリシット金利の場合には、調整にコストと時間を要するので、金融自由化は弾力性を高めるものと判断し得る。融通性についても、業務分野や金融イノベーションの自由化によって、顧客に最も適した金融資産や金融サービスを提供することがより容易となるので、金融自由化によってより融通性は高まると判断されよう。

これに対し、安定性や競争の度合、ならびに、金融機関や金融システムの健全性に与える影響については軽々な判断は下せず、現実の展開に対して深い分析を必要とする。

(注1) Tobin, J. (23)

・自由化以前の米国金融当局内にみられた通念

この分析の手掛かりを得るために米国金融当局が自由化実施以前に考えていた金利自由化の経済効果を検討し、現実が生じつつある経済効果と比較してみよう。ここで、米国金融当局の考えは、連邦準備制度理事会が「ハント委員会」に提出した報告書にもとづきとりまとめる。この考えは、1970年前後における米国中央銀行の公式見解を示すものと考えてよい。

まず、金利規制がもたらしている金融システム面への弊害としては次の5点があげられていた。

資金が、最小コストで金融サービスを提供できる金融機関に流れることを妨げている。

競争的な付利行為によって必要な追加的資金を獲得できなくなると、金融機関は過度の広告といったような社会的にムダな行動をとることとなるであろう。

金融機関は規制の影響を免れる方法を探すために分析的、経営的能力を多く費やし、その過程で、規制機関が本来なら他の面に集中した方がよい注意力を取り込んでしまうという問題を生もう。

非金融事業法人の投資活動のための資金調達面で、貸付資金が最も生産的な用途に向けられることを妨げる可能性がある。

要求払預金への付利禁止のために、非銀行部門では通貨残高の節約に努め、このため資源が社会的に非生産的な用途に使用されることになる。

これを上述の金融構造面のパフォーマンス基準に即して整理すれば、～ は資金の仲介面、～ は資金の配分面でそれぞれ効率性を低下させているものととらえられる。金利自由化は、こうした諸点の改善により、経済全体にとってパフォーマンスの向上をもたらすものととらえられているが、一方、金利自由化が招

来する恐れのあるコストとしては次の諸点があげられていた。

自由な金利による預金獲得競争は不健全な銀行行動を広範囲に招く恐れがある(「銀行倒産の率はやや上昇するであろうことはほとんど疑いがない。」)

保険金額を超えた預金の返済が期待できない可能性がある。

借り手にとって資金調達先が不安定化する。

連邦預金保険のコストが上昇する。

銀行業においては、少なくともある範囲内で、「規模の経済」が顕著に存在するようであり、比較的小さな銀行が、大銀行と預金獲得競争を効果的に展開するのは難しいようである。この結果、小さな銀行の数はかなり減少しよう。

小さなコミュニティにおいては、コストの高い不十分な銀行サービスしかない状態となるであろう。

非銀行金融仲介機関の資金獲得能力に悪影響を与え、さらに、間接的にはあるが、住宅市場へ影響を与える可能性がある。

非銀行金融仲介機関は、これに対し、貸付期間の短期化や、変動金利制の採用によって対抗しよう。こうした構造変化は、金融市場において、全体的には効率性を高めるであろうが、一方で、モーゲージ信用の総供給量を減少させ、モーゲージの相対的成本を上昇させる傾向を生じさせよう。

すなわち、金融機関経営あるいは金融システムの安定性の低下、競争度合の低下、そして、金融市場における資金の流れの攪乱とそれに伴う住宅金融への悪影響等が懸念されていた。

また、金利自由化の金融政策の効果に与える影響については、マイナス面とプラス面の両者

があり、ネット効果を一概に論じられないとしている。まず、マイナス面については、次の点があげられている。

「もし、大銀行が、景気拡大期にあらゆるタイプの預金を高金利を付すことによって自由に集めることができるならば、大銀行は、その能力を使って他の市場から資金を吸収し、それによって企業の借入需要に応じようとするであろう。こうした場合、金融引締を実施しようとしても、企業の銀行信用のアヴェイラビリティがさほど厳しく抑えられないので、全体として同じ程度の引締をするためには金利がより高く上昇しなければならない。またこの議論によれば、企業部門で効果的規制が存在しないと、これを補うために、経済の他の諸部門（住宅、小企業等）では、より強い信用制限を負わざるをえなくなる。」

これに対し、金利自由化と銀行信用のアヴェイラビリティの変化とは必ずしも直結しないとする次のような見解も紹介されている。

「最近の大銀行の仕振りをみると、大口CD

に最高金利を付すことによって預金の伸びを抑える効果は、銀行が海外支店を通じて、ユーロ・ドル市場で借入れをすることや、関連会社を通じて、コマーシャル・ペーパーを発行することによって、部分的に相殺されてきた。さらに中規模および大規模企業の場合、必要な資金量を銀行から調達できない企業は、コマーシャル・ペーパーや、他の市場性のある金融資産を自ら発行し始めている。

金利規制により、預金の増大が妨げられることに対して、上述のような調整が図られているので、結局、規制下にあっても、より自由な預金競争によってもたらされると同様の変化が、信用抑制の部門別配分でみられる。」

なお、ここで採り上げた連邦準備制度理事会の1970年見解には含まれていないが、金利自由化のもたらす弊害の他の側面として、金利の動きが不安定化するのではないかと、小口預金者は手数料率の上昇等によってかえって不利になるのではないかといった点も他の場ではあげられていた。

・自由化進展下における現実の動き

こうした金融当局の判断を現実の金融自由化過程で生じている動きと対比してみよう。

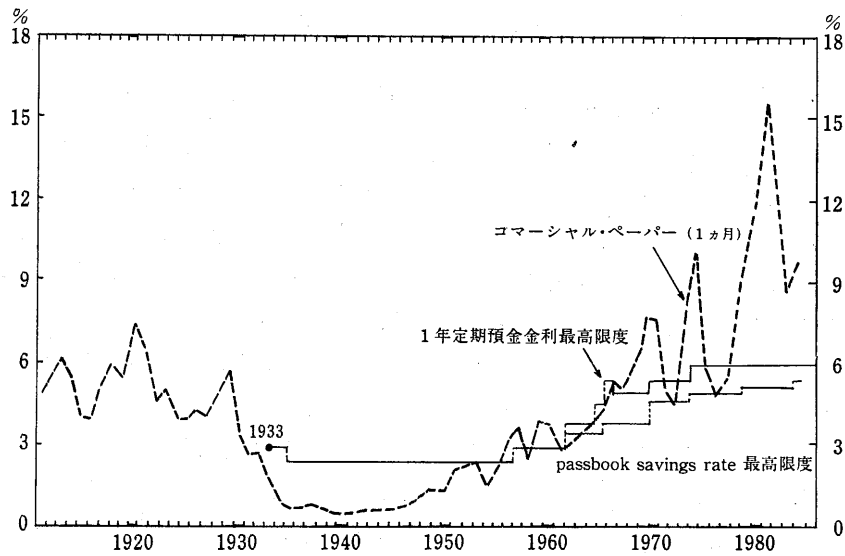
(1) 金融自由化と家計

まず、家計との関わりについてみると、家計は金利自由化に伴って、預金金利の受取分が増大する反面、従来無料で享受していた種々の金融サービスが有料化されることとなる。また、金融自由化がもたらす資金の流れの変化いかんによっては、住宅投資や消費者金融にも影響が生じよう。

このうち預金金利の変化については、統計に基づく検討が可能である。例えば、小口預金金利の自由化が小口預金者（small saver）により多くの金利を支払う結果を招来することは、オープン・マーケット・レートと預金金利の格

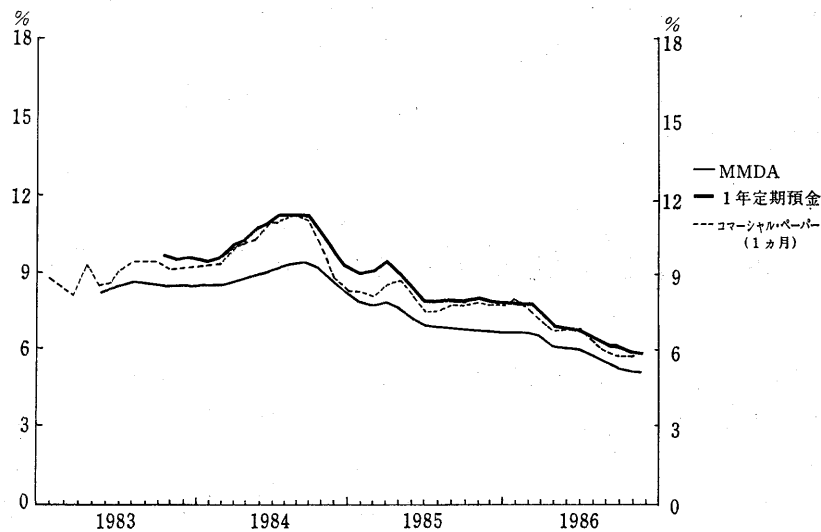
差について、自由化前（図1）と自由化後（図2）とを比較することにより明らかとなる。すなわち、図1にみられるごとく、自由化前には、普通預金（passbook saving）金利はオープン・マーケット・レートを数パーセントも下回る場面がしばしばみられたのに対し、図2による自由化後の動きは、普通預金機能をもつMMDAの金利とオープン・マーケット・レートとは、1%弱の格差を保ちつつほぼ並行して動いていることを示している。なお、最近（1983年11月～1985年12月）の小口自由金利預金とオープン・マーケット資産との金利格差は、前者が後者を0.3%から1%程度（預金満期の長いもののほど格差大）下回る状態となっている（表1）。

図1 市場金利と規制金利の格差



(資料) FRB, *Federal Reserve Bulletin, Historical Chart Book*

図2 自由金利預金とオープン・マーケット・レートの格差



(資料) FRB, *Federal Reserve Statistical Release, Federal Reserve Bulletin*

預金金利がオープン・マーケット・レートを大きく下回る状況下で金融機関が競争を展開すれば、必然的にインプリシット金利（非価格要素）が発生する。いま、小口預金金利完全自由化前の1984年時点で、自由な金利を付けられる小切手勘定預金（NOW勘定を含む）と金利を付けることの出来ない小切手勘定預金（いずれも商業銀行分）とを比較すると、利付勘定の場合インプリシット金利は1%台であるのに対し

て、付利出来ない勘定のインプリシット金利は3%台に上っていることがわかる（表2）。つまり、商業銀行は、自由金利で預金獲得競争が出来れば、無料あるいはコストを下回る料金での金融サービスは減少・廃止させるのである。

このことは、いいかえれば、商業銀行は金利規制下で、一部のサービスをコスト以下の価格で消費者に提供する一方、他のサービスは、コスト以上の超過価格を付すことを意味している

表1 小口自由金利預金とオープン・マーケット資産との利回り乖離状況(米
国商業銀行)

1983年11月～1985年12月

	平均乖離幅	乖離幅でみた 最小値	乖離幅でみた 最大値
MMDA	-54	-9	-130
小口定期預金			
7～31日	-32	54	-124
32～91日	-81	-14	-162
92～182日	-41	18	-116
183～1年	-60	2	-184
1年～2.5年	-92	6	-231
2.5年超	-104	16	-255

(注) -は市場レートを下回っていることを示す。

(出所) Mahoney, P. L., O'Brien, P. F., and
McLaughlin, M. M. (18)

表2 小切手勘定預金におけるインプリシ
ット金利(1984年)

—商業銀行利付(NOW勘定も含む)—

[計数は1口座当りの年間の手
数料と費用を示す。単位:ドル]

	預金残高による銀行規模		
	5千万ドル 未満	5千万ドル ～2億ドル	2億ドル超
1口座当り平均預金残高	6,815	6,832	5,685
手 数 料	16.9	18.4	15.8
取 扱 費 用	95.1	112.9	111.9
預 金	11.5	13.6	12.6
小 切 手	33.2	43.3	42.7
メ イ ン テ ナ ン ス	50.4	55.9	56.6
取 扱 費 用 - 手 数 料	78.2	94.4	96.1
インプリシット金利			
[取扱費用-手数料] 平均預金残高	1.2%	1.4%	1.7%
支 払 金 利	6.6%	6.3%	6.0%

(cross-subsidization)。しかし、こうした状況は、金利等が規制され、金融機関がエクспリシット金利で競争出来ない状況下で生じるもの

—商業銀行Regular(企業用および個人用)—

[計数は1口座当りの年間の手
数料と費用を示す。単位:ドル]

	預金残高による銀行規模		
	5千万ドル 未満	5千万ドル ～2億ドル	2億ドル超
1口座当り平均預金残高	1,943	2,659	2,944
手 数 料	52.4	53.9	49.8
取 扱 費 用	114.9	140.4	151.2
預 金	14.7	16.6	17.4
小 切 手	48.7	67.0	75.4
メ イ ン テ ナ ン ス	51.4	56.2	58.3
取 扱 費 用 - 手 数 料	62.5	86.1	101.4
インプリシット金利			
[取扱費用-手数料] 平均預金残高	3.2%	3.2%	3.4%

(参考) 小切手勘定預金とNOW勘定預金
との金利支払状況の比較(1976年)^(注)
—商業銀行個人預金の場合—

(年利%)

	表面金利	インプリ シット 金 利	合 計
商業銀行小切手勘定預金	0.0	5.5	5.5
商業銀行NOW勘定預金	5.0	1.6	6.6

(注) 預金残高2億ドル超の商業銀行

(資料) FRB, *Functional Cost Analysis*

で、金融自由化によりエクспリシット金利での競争が可能となれば、cross-subsidizationの度合は急速に低下することとなる。問題はこうしたcross-subsidizationは経済主体間で有利な取扱いと不利な取扱いという分配上の差異を生んでいることである。つまり、従来、インプリシット金利の恩恵にあずかり^(注2)、しかし、今後は金融自由化に伴って支払手数料の増大する経済主体は、預金金利が上昇しても、取扱いが好転するとは必ずしもいえないのである。

そこで、小切手預金勘定等について、金融自由化の進展下における現実の動きをとりまとめると次のようになる^(注3)

(注2) 米国におけるインプリシット金利の具体例としては、①営業時間の長期化、②支店網の拡充、③景品の提供、④預金者に対する貸出金利の軽減、⑤小切手取扱いサービスの無料化等があげられる。

小切手預金や普通預金で手数料を支払う必要のない最低残高は、1980年から83年にかけて、21%増と物価(CPI)とほぼ同じ伸びとなった。しかし、預金残高が最低残高を下回った場合に課される手数料は、この間、物価の伸びの2倍から4倍の伸びとなっている。

商業銀行の個人小切手勘定の場合、手数料の当該勘定所得に占める割合は1979年から83年にかけて20%前後で変化していない。

商業銀行の個人小切手勘定の場合、コストをまかなうに必要な残高は、1983年で、利付小切手勘定1,380ドル、非利付小切手勘定692ドルとなっている。これら金額は、上述の手数料を支払う必要のない最低残高とほぼ同額である。

小口預金者で、手数料を支払っている者と支払っていない者とを比較すると、「豊かな人ほど支払っていない」傾向が若干見られるもののその差異はそれほど大きくない。

小切手預金勘定で「通常手数料を支払わない」者は、50%前後に達している。

このようにみてくると、金融自由化の下で銀行は手数料を上げてきているものの、その上昇テンポは際立って高いものとはいえず、また、「豊かな者は手数料を払う率が低く、貧しい者は払う率が高い」という通説も必ずしもデータの支持し得ないことがわかる。このことは、次のような、家計の預金金融機関選択状況に端的にあらわれている(表3)。

すなわち、金融機関を選択する上で重要な要因は、便宜度やサービス、金利の高さであり、手数料を最も重要な要因とする者は全体の10%にすぎない。また、この手数料のウエイトは、年収の多寡とはほとんど関係なく、貧しい者も豊かな者もいずれも10%前後に止まっている。

こうしてみると、金融機関は金融自由化

表3 消費者の預金金融機関選択要因

(回答者数 構成比: %)

要 因	金 利	手数料	便 宜 度	サ-ビス
順 位				
最も重要な要因	27	10	32	30
第2に重要な要因	27	13	27	30
第3に重要な要因	28	23	25	20
第4に重要な要因	17	47	15	16

—「最も重要な要因」別・年収別金融機関選択状況

(回答者数 構成比: %)

	金 利	手数料	便 宜 度	サ-ビス
世帯の年収				
8,000ドル未満	31	11	28	28
8,000～11,999ドル	31	6	22	39
12,000～14,999ドル	27	10	34	29
15,000～19,999ドル	26	7	33	33
20,000～24,999ドル	23	12	34	30
25,000～34,999ドル	29	9	33	27
35,000～49,999ドル	27	11	31	30
50,000ドル以上	25	9	25	39

(出所) Cambridge Reports, Inc.

1984年5月18日から6月6日にかけて全米1,500世帯に電話サーベイした調査結果。
出典は Canner G. B. and Kurts R. D. (8)。

に伴って、家計に、よりオープン・マーケット・レートに近い預金金利を支払う一方、インプリシット・サービスは低下させ、さらには、インプリシット・サービスの一部は有料化してきたものの、有料化に伴う手数料の支払が目立った分配上の問題を引き起こしているものとは判断されないこととなる。加えて、家計の効用函数を考えると、一般に、エクスプリシット・レートから受ける効用はインプリシット・レートから受ける効用を上回るもので、こうしたインプリシット・レートからエクスプリシット・レートへの転換は、家計部門全体の効用を高め、したがって、金融サービスの効率(上述

(注3) Canner G. B. and Kurtz R. D. (8)。計数の原データは全米銀行協会(ABA)や連邦準備制度理事会のFunctional Cost Analysis (FCA)によっている。

のトービン流の分類では機能的効率を中心とする)を高めるものといえよう。

次に金融自由化が進む中で、家計の資金運用がどのように変わったかを検討しよう。まず、最近の家計の金融資産選択に大きな影響を与えた新商品は、マネー・マーケット・サティフィケート(MMC, 1978年6月導入)、マネー・マーケット・デポジット・アカウント(MMDA, 1982年12月導入)、および、導入自体は1971年と古いもののサービス内容の向上も

加わって80年前後から一般化し始めたマネー・マーケット投資信託(MMF)である。そこで、78年から82年年初にかけての動きと、82年以降の動きとを分析すると次の諸点が目立っている(表4, 表5, 図3)。

MMC導入直後の78年から82年年初にかけては、自由金利預金が7,000億ドル強増大していること。

81年から82年末にかけては、MMCが伸び悩み、一方、MMFが急伸したこと。

表4 米国家計の賃金シフト状況

(単位: 10億ドル)

	77 年 末		82 年 3 月 末		78年～82年3月中の変化	
	(残 高)	構 成 比 (%)	(残 高)	構 成 比 (%)	(増・減)	構 成 比 (%)
金 融 資 産 計	3070.1	100.0	4656.5	100.0	1586.4	100.0
預 金	1192.9	38.8	1696.8	36.4	503.9	31.8
(自由金利預金)	(—)	(—)	(710.2)	(15.3)	(710.2)	(44.8)
(非自由金利預金)	(1192.9)	(38.8)	(986.6)	(21.2)	(-206.3)	(-13.0)
マネー・マーケット・フ ァンド	3.9	0.1	191.0	4.1	187.1	11.8
国 債	178.4	5.8	323.3	6.9	144.9	9.1
そ の 他 の 債 券	144.3	4.7	161.9	3.5	17.6	1.1
モーゲージ&オープン・ マーケット・ペーパー	111.9	3.6	169.7	3.6	57.8	3.6
株 式・投 資 信 託	728.7	23.7	995.8	21.4	267.1	16.8
生 保	186.5	6.1	235.8	5.1	49.3	3.1
年 金	465.2	15.2	783.1	16.8	317.9	20.0
そ の 他	58.2	1.9	98.9	2.1	40.7	2.6

(出所) 米国連邦準備制度理事会

表5 預金取扱い金融機関(Commercial Banks and Thrift Institutions)
における家計預金とMMMFの推移

(単位: 10億ドル)

年 末	Money Market Certificates	Money Market Deposit Accounts	Money Market Mutual Funds	Super-Now Accounts	そ の 他 と も 合 計
1979	264.9	0	42.9	0	1,606.3
1980	411.3	0	76.8	0	1,746.1
1981	448.0	0	188.6	0	1,872.7
1982	426.8	43.2	236.3	0	2,025.2
1983	334.7 *1	379.2	181.4	40.0	2,250.2
1984	327.0 *1	415.2	230.8	48.4	2,471.3

(*1) 残高10万ドル未満の利付定期預金(期間92～182日)。

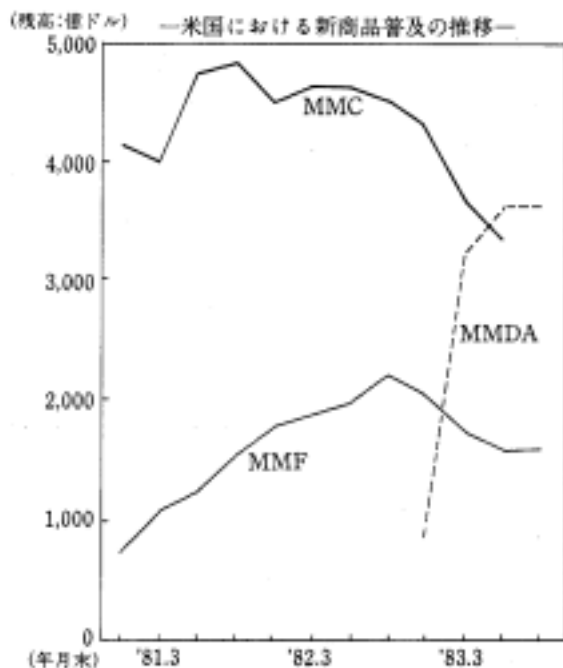
(資料) サンフランシスコ連邦準備銀行

83年以降は、MMDAが急増する一方、MMFは2,300億ドル前後で横バイ状態に入り、また、MMCはやや減少に向かい始めたこと。

このように、米国家計の資産選択は、78年以降、規制金利預金→MMC→MMF→MMDAとシフトし、新しい商品は、2,000億ドルから5,000億ドルもの巨額の資金を吸収したが、1985年から86年にかけて、こうした資産間のシフトはほぼ一巡した状態となっている。そこでも、米国家計の金融資産残高でみた構成比を77年末と85年末とで比較すると、年金が17.9%から22.1%へと著伸したほか、投資信託(MMFを含む)が1.6%から6.2%へと急伸したことが目立っている。これに対し、預金は38.5%から31.2%へと急減している(表6)。

結局、金融自由化初期の80年前後にみられた預金からMMFへのシフトは、MMDAの創設によって流れが逆流し始めたものの、ディス・

図3 ディス・インターミディエーションの発生過程(米国)



資料: American Banker
Board of Governors of Federal Reserve System, Wall Street Journal

表6 米国家計の資産選択状況

(単位: 10億ドル)

	1985年末		1977年末	
		構成比		構成比
金融資産計	7,866	100.0%	3,066	100.0%
現預金	2,452	31.2	1,179	38.5
保険	253	3.2	184	6.0
年金	1,737	22.1	548	17.9
国債	594	7.6	150	4.9
その他債券	303	3.9	145	4.7
モーゲージ	152	1.9	71	2.3
株式(時価)	1,666	21.2	663	21.6
オープン・マーケット・ペーパー	80	1.0	20	0.7
マネー・マーケット・ファンド	207	2.6	3	0.1
その他投信	283	3.6	45	1.5
その他	139	1.8	58	1.9

参考 日本の場合

(単位: 兆円)

	1986年 3月末		1977年末	
		構成比		構成比
金融資産計	584.7	100.0%	238.4	100.0%
現預金	335.1	57.3	153.8	64.5
信託	40.3	6.9	14.7	6.2
金融債	20.4	3.5	9.5	4.0
保険	92.1	15.8	29.3	12.3
国債	16.0	2.7	3.7	1.6
その他債券	7.5	1.3	4.4	1.8
株式(時価)	55.3	9.5	19.1	8.0
投資信託	18.0	3.1	3.8	1.6

(資料) 日本銀行, 米国連邦準備制度理事会

(注) 日本は個人企業を含み、米国は個人企業を含まない。

インターミディエーションを完全にもとの状態に戻すまでには至っていないと評価される。この点で、米国の一部にみられる「家計は(MMDAの選好に見られるように)銀行預金に戻っている、結局家計が欲しているのは高い金利であって構造変化ではない」とする見解^(注4)は誤っているものと思われる。むしろ、

(注4) U. S. House of Representatives (24)

表7 米国家計の金融資産選択

金融資産	年収別区分	全世帯				10万ドル以上15万ドル未満				15万ドル以上28万ドル未満			
		(イ)		(ロ)		(イ)×(ロ)		構成比		(イ)		(ロ)	
		%	(イ)	%	(ロ)	%	(イ)×(ロ)	%	構成比	%	(イ)	%	(ロ)
Checking accounts		79	1,844	3.3	1,457	7.677	8,081	2.1	10,223	99	10,121	1.5	10,223
MMDA		9	19,626	4.1	1,766	17,093	46,198	4.7	46,616	34	15,849	2.4	46,616
MMF		7	19,864	3.2	1,390	16,854	39,195	4.6	54,199	49	26,558	4.0	54,199
Savings accounts		62	3,857	5.5	2,391	8,876	13,248	2.4	12,494	61	7,621	1.2	12,494
CD		20	24,016	11.0	4,803	18,297	57,179	5.0	47,396	33	15,641	2.4	47,396
Individual retirement or Keogh accounts		17	10,395	4.1	1,767	20,210	26,947	5.5	42,614	84	35,796	5.5	42,614
Thrift accounts		11	20,879	5.3	2,297	19,826	99,129	5.4	117,539	50	58,770	9.0	117,539
Cash value of whole-life insurance policies		33	9,788	7.4	3,230	17,148	31,179	4.7	36,235	60	21,741	3.3	36,235
U. S. savings bonds		21	1,760	0.8	370	989	2,748	0.3	6,449	25	1,612	0.2	6,449
Municipal bonds		2	105,786	4.9	2,116	26,598	139,990	7.3	115,494	25	28,874	4.4	115,494
Other bonds		3	59,188	4.1	1,776	24,252	110,235	6.6	92,883	22	20,434	3.1	92,883
Publicly traded stock		19	59,158	25.8	11,240	126,164	206,827	34.6	364,051	75	273,038	41.6	364,051
Mutual funds		5	25,839	3.0	1,292	16,814	67,255	4.6	51,734	46	23,798	3.6	51,734
Trust accounts		4	155,915	14.3	6,237	30,298	233,058	8.3	362,945	28	101,625	15.5	362,945
Notes owed to family		5	28,862	3.3	1,443	13,960	63,456	3.8	83,121	18	14,962	2.3	83,121
TOTAL				100.0	43,575	365,056		100.0			656,440	100.0	

(注) (イ)：対象世帯における保有率

(ロ)：保有世帯平均保有額

(イ)×(ロ)：対象世帯平均保有額

(資料) FRB, "Financial Characteristics of High-Income Families"

(The 1983 Survey of Consumer Finances)

Federal Reserve Bulletin, March 1986

—年収別比較—

(単位：ドル，%)

金融自由化の中で、家計の金融資産選択を構造的に変化させる動きがあったと評価すべきであろう。

なお、MMDAやMMFの保有状況をみると、1983年（2月から7月にかけての調査）の連邦準備制度理事会の調査では、MMDAの保有率は9%、MMFの保有率は7%で、保有世帯あたりの平均保有額は、各、約2万ドルであった（表7）。もっとも、高額所得者になると保有率は急上昇し、例えば年収10万ドル以上15万ドル未満の世帯では、MMDAで37%前後、MMFで43%にも上っている。MMDAは、この調査時点では、導入直後であったので、現在では保有率は更に上昇しているものと思われる。

また、この調査結果から、米国家計は、金融資産の多様化を進めており、金額ベースでみると、預金が30%弱、株式が25%、信託が20%強、債券が10%のウエイトとなっていることがわかる。この中では特に、信託（通常の信託と投資信託の計）のウエイトの高さに留意しておくべきであろう。すなわち、金融自由化に伴って、資産運用のパフォーマンス競争が活発化してくると、信託の魅力は高まり、また金融機関にとっても、収益マージンの高い「異質金融サービス」の典型例として豊かな個人の資産運用サービスに注力する結果、信託のウエイトが上昇するものと考えられる。

このように、米国の豊かな家計における金融資産の選択状況を日本と比較すると、株式および信託のウエイトが高いことが目立っているが、これは保有率の違いによるものではなく、保有世帯あたりの平均保有額の違いを映じている^(注5)。すなわち、米国の豊かな世帯では、株式および信託の平均保有金額が多額に上り、年収10万ドル以上15万ドル未満の世帯では、株式約20万ドル、信託約23万ドルとなっている。金

融自由化によって顧客の金融ニーズに応じた金融資産を創出することが容易になれば、トービン流の「完全保険効率」が高まり家計の資産選択多様化が一段と進むこととなるといえる。

(2) 金融自由化と企業

米国における金融自由化は、主として、銀行等預金取扱金融機関に関わる自由化であった。逆にいえば、資本市場やマネー・マーケットは、すでに十分自由化されていたか、あるいは、発達していなくとも、それは当局の規制によって発達が遅れていたわけではなかった。したがって、1970年代以降の金融自由化が企業金融に与えた影響は、急激な大きなショックというより、徐々に効いてくるタイプの影響であった。

まず、借入（business loans）金利の動きをみると、次のような特色があげられる^(注6)。

1980年前後から、ロットの大きい短期貸出を中心に、「プライム・レート」以下の金利での貸出が目立ち始め、1984年時点では、大銀行（上位48行）の短期貸出の大半（長期貸出は50%強）がプライム・レート割れの金利となった。プライム・レート割れの金利はマネー・マーケット・レートを基準にして決められている。

中小規模貸出の金利は、引き続きプライム・レートを基準に決められている。プライム・レートとマネー・マーケット・レートとの関係は1970年代を通じて徐々になくなってきたので、この結果、中小規模貸出と大規模貸出との金利格差は拡大した。

こうした銀行の貸出金利動向は、二つの動きを反映しているものと思われる。第一は、銀行自身の資金調達面で、市場レートによる調達が増大していること。第二は、コマーシャル・ペーパー市場が急速に発達し、優良大企業は、

（注5） ここで日本の豊かな世帯は、貯蓄残高3千万円以上の世帯、米国の豊かな世帯は年収10万ドル以上の世帯をいう。両者の区分の違いは利用可能な統計の違いによる。なお、日本のデータは、野村総合研究所による日本経済新聞自宅購読世帯を対象とする調査によっている。

（注6） Brady, T. F. (6)

銀行借入よりもコマーシャル・ペーパーの発行による資金調達を好み始めたことである。この結果、コマーシャル・ペーパー等マネー・マーケットから資金を調達できない中小企業および格付の低い大企業がプライム・レートを基準に借入を行うものの、これらのウエイトは大銀行の企業貸出の場合、金額ベースでは、3分の1程度にすぎなくなっている(1984年時点)。

次に、企業の金融資産選択状況をみると、金融資産と実物資産との対比においても、また、

金融資産間の選択においても、70年代以降大きな変化はみられない(表8)。例えば、金融資産の純増を実物資産の増加と比較してみると、71～75年8.5%、7.6～80年7.5%、そして、81～85年10.0%と大きな変化はみられない。また、金融資産を現金・預金、債券、マネー・マーケット資産(CPおよびRP's)、そして、消費者信用と区分すると、ここでもそのウエイトはほとんど変わっていないことがわかる。これに対し、金融負債の純増は、ウエイトを傾向的に

表8 米国企業の実物取引に対する金融取引のウエイト
(企業間信用を除く)

(カッコ内は実物取引を100とする比率)
単位: 10億ドル, %

	1971～75年		1976～80年		1981～85年	
金融資産の純増	46.2	(8.5)	77.9	(7.5)	155.7	(10.0)
現金・預金	20.5	(3.8)	45.0	(4.3)	69.1	(4.5)
債券	10.3	(1.9)	3.3	(0.3)	17.9	(1.2)
CP, RP's	12.2	(2.3)	22.9	(2.2)	56.3	(3.6)
消費者信用	3.0	(0.6)	6.5	(0.6)	12.5	(0.8)
金融負債の純増	298.3	(55.0)	394.1	(38.0)	456.8	(29.4)
うち CP, BA	4.7	(0.9)	23.6	(2.2)	46.8	(3.0)
うち 債券	87.1	(16.1)	110.8	(10.7)	176.5	(11.4)
実物投資	541.9	(100.0)	1,035.9	(100.0)	1,551.2	(100.0)

(資料) FRB, *Flow of Funds Accounts*

(参考) 日本企業の場合(企業間信用を除く)
(計数は実物取引を100とする比率・%)

年	1970～73	1974～79	1980～83
金融資産の純増	34.4	26.4	20.2
現金・預金	28.0	20.7	16.5
債券・株式	3.6	3.6	5.4
その他	2.9	2.0	-1.7
金融負債の純増	82.3	71.7	62.6
債券・株式	11.0	15.5	11.8
市中借入	56.2	37.9	39.9
政府借入	9.0	14.4	11.0
その他	6.1	3.9	-0.1
実物投資	100.0	100.0	100.0

(資料) 経済企画庁編「国民経済計算年報」(昭和59年版)

大きく落としてきている。すなわち、実物資産の増加を100とする金融負債の純増のウエイトは、71～75年の55.0%から76～80年の38.0%、81～85年の29.4%へと低下している。こうした中で、マネー・マーケット(CPおよびBA)を経由する資金調達は、71～75年の0.9%から81～85年には3.0%まで上昇しているもので、1970年代以降、マネー・マーケットが発達し、資金調達の裁量度が高まった結果、金融負債のウエイトが低下してきている面も否定できないものと考えられよう。

ちなみに、日本企業について同様の分析を行うと、金融資産の純増、金融負債の純増ともに実物投資に対するウエイトを下げており、特に、金融資産のウエイトの大幅低下が目につ

く。また、1980～84年のウエイトは、金融資産で23.1%、金融負債で62.8%と、各、米国水準の約2倍の高さであり、日本の今後の自由化進展過程で、なお低下の余地が大きいことを示唆している。

企業の資金調達面におけるいまひとつの変化は、資金調達期間の短期化である(表9)。もちろん、コマーシャル・ペーパー等マネー・マーケットからの資金調達の増大がその一因となっている。しかし、銀行からの借入金においても、「短期借入」のウエイト増大と「長期借入」のウエイト低下がみられ、また、「短期借入」および「長期借入」の各において、加重平均満期が短くなってきている。例えば、連邦準備制度理事会の調査によると、商業銀行の商工業貸付で「短期貸付」の加重平均満期は1977年の3.0ヵ月から1984年の1.2ヵ月へと短期化、また、「長期貸付」の加重平均満期も同期間中に、63.8ヵ月から49.4ヵ月へと短期化している。こうした企業の資金調達の短期化は、一面、長期資本市場への資金供給が細ったことによって生じているが、他面では、マネー・マーケットの発達と金利スワップ等の金融革新がもたらした帰結であるともいえる。

(3) 金融自由化と金融機関経営

金融自由化のもたらす弊害として最も懸念されていたものは、金融自由化が金融機関の経営を悪化させ、中小規模金融機関のサービス低下や住宅金融の停滞を招来するというものであった。

現実の金融市場における展開をみると、確かに、金融機関の倒産数は増大しており、商業銀行の場合、1970年代前半の10行前後に対して、85年120行、86年138行となっている。しかし、倒産の原因をみると、農業およびエネルギー関連企業の不振に起因するものが多く、金融自由化の結果、倒産行数が増大したとはいいがたい。このことは、倒産銀行の所在地に端的にあらわれており、例えば、1986年の場合、テキサスおよびオクラホマというエネルギー関連州で42行、カンサス、アイオワ、ミズーリという農

表9 米国商業銀行の商工業貸付の期間構成

(単位: 億ドル, %)

	1977年	1984年
短期貸付 ((加重平均期間))	81.8(87.2) ((3.0月))	369.9(90.3) ((1.2月))
長期貸付 うち変動金利貸付 ((加重平均期間))	12.0(12.8) 6.4(6.8) ((63.8月))	39.8(9.7) 32.5(7.9) ((49.4月))
商業貸付合計	93.8(100)	409.7(100)

(注) 1. 計数は77年8月1～6日ならびに84年8月6～10日中に実行された貸出額

2. ()内は構成比

(出所) FRB "Federal Reserve Bulletin"

(備考)

(1) 債務の短期化

(%)

	1966 ～70	1971 ～75	1976 ～80	1981 ～84
短期債務の割合	34.9	39.0	43.0	49.4

(2) コマーシャル・ペーパー発行の増

(単位: 件数, 億ドル)

	1970年央	1984年初	1985年 10月16日
非金融発行企業数	500	800	—
同 発行残高	130	500	835

業関連州で33行と両地域で過半を占め、他方、ニューヨーク、カリフォルニア、イリノイといった大都市を抱える州では合計9行のみに止まっている。また、新規に設立された銀行数が、85年330行、86年254行と70年代に比べて目立って増大しており、金融自由化の下で、新規設立行数が倒産行数を上回り続けていることにも留意する必要がある。

(備考) 金融自由化の進展と銀行倒産の多発という最近みられる二つの現象は因果関係こそないものの、原因を共通にする面はみられる。すなわち、インフレと高金利という同じ経済的環境が、一方では金融自由化を加速させ、他方では、銀行倒産を増大させたと考えられる。この間の動きは次のよう

にとりまとめられる。

ベトナム戦後、インフレ率が高く、かつ、加速し、金融市場では顧客も銀行もインフレの持続を前提に行動しがもとなった。

インフレ・マインドが高まる状況下で、連銀は、金融政策の運営方式を変更し、重視するターゲットを従来の金利から銀行準備に移した。

この結果金利は上昇したり、あるいは、不安定な動きが多くなったりしたが、この過程で新たに登場した借り手は、しばしば、きわどいプロジェクト (fringe project) の実施主体となり、その分、銀行の貸出の質は悪化した。

81年以降多くの予想とは逆にデフレ局面を迎え、また、82年にかけては、大恐慌以来の不況となったため、エネルギー、農業、不動産等の分野を中心に経営

不振に陥る企業が続出した。

他方で、インフレと高金利は、デリス・インターミディエーションを促進し、金融自由化を加速させる大きな要因ともなった。

この間、金融機関の収益状況は、循環的な波はみられるものの、マネー・センター・バンクを除けば、構造的な落ち込みを見せるには至っていない。表10は、連邦準備制度理事会作成統計による商業銀行の利益率の推移であるが、1970年代の利益率と80年代前半の利益率とを比較すると、資産残高1億ドル以上10億ドル未満の中小規模銀行はほぼ横パイであるのに対して、大規模銀行であるマネー・センター・バンクは、やや低下傾向にある。また、中小規模銀行大規模銀行との比較では、1970年代も80年代前半もともに、中小規模銀行の利益率が大規模銀行の利益率を上回りがちとなっている。こうした利益率の推移からみて、金融自由化の金融

表10 米国商業銀行の総資産利益率の推移

(単位：％)

総資産による規模別分類	1970～79年 の 平 均	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
平 均	0.76	0.76	0.71	0.67	0.64	0.70
1 億 ド ル 未 満	0.98	1.14	1.07	0.96	0.81	0.70
1 億 ド ル～10 億 ド ル	0.86	0.91	0.84	0.84	0.88	0.84
10 億 ド ル 以 上 (マネーセンター銀行を除く)	0.65	0.66	0.60	0.54	0.53	0.77
マ ネ ー セ ン タ ー 銀 行	0.57	0.53	0.53	0.54	0.52	0.45

参考 米国商業銀行の総資本利益率の推移

(単位：％)

総資本による規模別分類	1970～79年 の 平 均	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
平 均	12.5	13.09	12.10	11.24	10.60	11.33
1 億 ド ル 未 満	12.7	13.39	12.45	11.12	9.49	8.20
1 億 ド ル～10 億 ド ル	12.4	12.78	11.74	11.86	12.40	11.71
10 億 ド ル 以 上 (マネーセンター銀行を除く)	12.0	12.80	11.42	10.15	9.66	13.69
マ ネ ー セ ン タ ー 銀 行	12.7	13.57	13.27	12.57	11.42	9.61

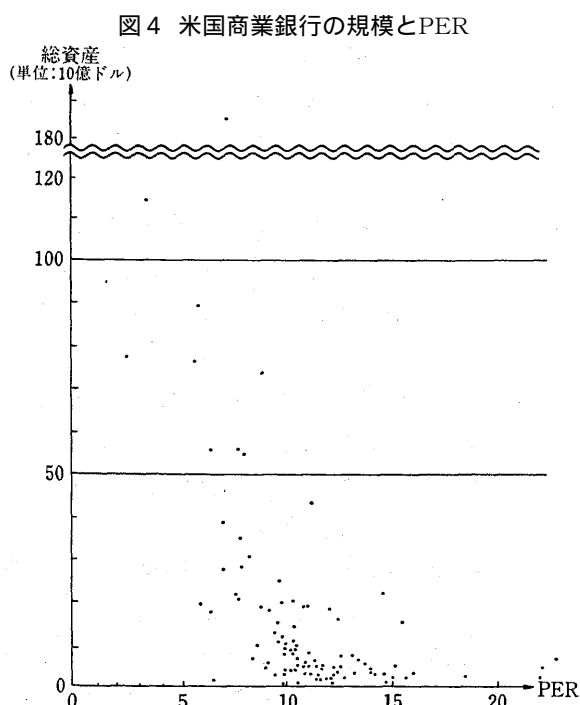
(資料) FRB, "Profitability of U. S. -Chartered Insured Commercial Banks in 1985" *Federal Reserve Bulletin*, September 1986

機関収益に与える影響は、事前に懸念された状況とは大きく喰い違っているものと判断される。

とりわけ、注目される点は、金融業の「規模の経済」に関する判断である。すなわち、もし、「規模の経済」が存在すれば、自由化にもなって、大規模金融機関はより有利に、中小企業金融機関はより不利となる。金融自由化実施前には、こうした「規模の経済」の存在に対する恐れが目立ったが、現実の足どりは、こうした恐れがないことを示しているといつてよい。このことは、別の角度からの分析によつても確認され得る。

まず、金融機関の規模別に、1978年以降の格付の変更状況をみると、資産規模による上位57銀行のうち、200億ドル以上の大銀行の場合では、格付の好転7行、悪化14行、不変1行と、悪化行数が好転行数を大きく上回っているが、資産規模150億ドル未満の中位行では、好転が悪化を上回っている（いずれも1985年時点でみた、米国有力格付機関による直近の格付変更のみを対象としている。表11）。

次に、株式市場におけるPER（1株当たり利益に対する株価の倍率）と金融機関の規模との



注：1. 対象商業銀行は、資産規模でみた上位101行。

2. PER（1986年の予想収益、1986年9月末の株価）および資産規模（1986年9月末）
Keefe, Bruyette & Woods 社

関連をみても、両者はほとんど無相関であり、大規模金融機関ほどPERが高いという関係は

表11 米国商業銀行の資産規模別格付変更状況^(注1)

時 点 ^(注2) 規模別	1978～1981		1982～1983		1984～1985		不 変	合 計	う ち 好	う ち 悪
	好 転	悪 化	好 転	悪 化	好 転	悪 化				
200億ドル以上			2	7	5	7	1	22	7	14
150億ドル以上 200億ドル未満	1		1	1		1	1	5	2	2
100億ドル以上 150億ドル未満			1	1	5		1	8	6	1
50億ドル以上 100億ドル未満	1		3	4	6	4	3	21	10	8
50億ドル未満				1				1		1
合 計	2		7	14	16	12	6	57	25	26

（注1） 対象商業銀行は総資産規模別でみた上位57行。格付は米国有力格付機関によるもの。

（注2） 直近の格付変更が行われた時点でみた区分。

うかがえない(図4参照)。つまり、大規模金融機関の将来展開力と中小規模金融機関の将来展開力との間には、有意な差はないと判断されている。

このように、金融自由化が原因となって銀行の収益率が全体的に低下したり、また、銀行の規模の大小によって収益率に異なった影響が生じたりする恐れはないものの、銀行の経営内容

表12 大口CDの付利状況^(注)
——1987年3月27日米国市場——

(%)

	格 付	期 間		
		30 日	90 日	180 日
CITIBANK	AB	5.75	5.75	5.75
FIRST INTERSTATE, CALIFORNIA	B	5.85	5.85	5.85
CHASE MANHATTAN BANK	BC	5.75	5.75	5.80
IRVING TRUST	BC	5.85	5.85	5.85
FIRST NATIONAL BANK, CHICAGO	C	6.12	6.12	6.12
CONTINENTAL ILLINOIS	CD	6.00	6.125	6.00

(注) 一口10万ドルから100万ドルのCDに付されている金利。

格付は米国の格付機関によるもので優良なものからA～Eの順に区分されている。

表13 小口預金への付利状況^(注)
——1987年3月11日米国市場——

(年利・%)

銀 行 名	格 付	MMDA	1年定期預金
BANKERS TRUST	AB	5.17	5.75
CITIBANK	AB	5.13	5.44
PHILADELPHIA NATIONAL BANK	AB	5.02	5.75
CHEMICAL BANK	B	5.13	5.44
FIRST INTERSTATE BANK OF CAL.	B	4.80	5.81
SECURITY PACIFIC BANK	B	4.75	5.80
WELLS FARGO BANK	B	4.86	5.75
BANK OF BOSTON	B	5.75	6.66
CHASE MANHATTAN BANK	BC	4.86	5.44
MANUFACTURERS HANOVER TRUST	BC	5.13	5.44
UNION BANK	BC	4.80	5.65
MELLON BANK	BC	5.13	5.73
FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO	C	5.33	5.87
CONTINENTAL ILLINOIS NAT. BANK	CD	5.64	5.90
ALLIED BANK OF TEXAS	CD	5.50	6.35
TEXAS COMMERCE BANK	CD	5.37	6.20
MBANK	CD	5.25	6.40
REPUBLICBANK	CD	5.55	6.35
BANK OF AMERICA	D	4.85	5.80

(注) 格付は米国の格付機関によるもので優良なものからA～Eの順に区分されている。

(資料) Bank Rate Monitor [March 16, 1987]

の良し悪しが資金調達のコストに影響を与える傾向は生じやすくなる。直近時点での具体的な例をみると、大口CD市場での調達コストは、格付によってかなり差があり、1987年3月27日時点の30日ものCDでは、格付の高いCITIBANKは5.75%、格付の低いCONTINENTAL ILLINOIS BANKは6.0%と大銀行間でも0.25%もの差が存在する(表12)。他方、小口預金への付利状況は、格付の高低とは直接関係なく、むしろ、地域による格差が大きい。例えば、87年3月11日時点のMMDAのレートは、格付の高いCITIBANKの5.13%に対し、格付の低いMELLON BANKも同じ5.13%、BANK OF AMERIKAは逆に4.85%とCITIBANKを下回っている(表13)。他方、地域別には、カリフォルニア州の銀行のレートが、ニューヨーク州の銀行のレートを下回る傾向がこの時点では明らかにうかがわれる。このような大口預金と小口預金との違いは、資金の地域間における移動性や州際銀行業務規制の存在を考えれば十分首肯できるものといえよう。このことはまた、大口預金依存度の高いマネー・センター・バンクは金融自由化の下で格差が一段と開きやすく、他方、地域コミュニティに徹する中小規模銀行がマネー・センター・バンクと小口預金の争奪戦を演じるケースは少ないことを示唆している。1960年以降の商業銀行の吸収・合併件数をみても、70年の預金金利自由化を境に、都市圏での件数が恒常的にその他地域の件数を上回り続けている(69年以前は逆の方向が顕著にみられた)が、このことも、地域に特化する中小規模銀行が独自の営業基盤を持ち得ることをよく示している(表14)。

次に、金融自由化が金融仲介機関のウエイトの変化にどのような影響を与えたかを検討しよう(表15)。いま、1970年から85年にかけての資金の流れを残高でとらえると、保険会社のウエイトが大きく下がったほか商業銀行のウエイトもやや低下、一方、貯蓄金融機関は横バイ、そして、年金と投資信託がウエイトを大きく上げている。仲介機関を経由しない資金の流

表14 米国商業銀行の合併件数の推移
(1960～1983)

	合 計	うち都市圏 (SMSAs)	そ の 他
1960……	75	46	29
1961……	96	47	49
1962……	178	86	92
1963……	144	54	90
1964……	129	61	68
1965……	140	64	76
1966……	123	56	67
1967……	134	70	64
1968……	139	64	75
1969……	208	71	137
1970……	247	130	117
1971……	195	98	97
1972……	280	153	127
1973……	321	195	126
1974……	262	150	112
1975……	137	70	67
1976……	135	75	60
1977……	138	81	57
1978……	144	86	58
1979……	179	110	69
1980……	188	102	86
1981……	359	214	145
1982……	422	287	135
1983……	432	…	…

(出所) Stephen A. Rhoades, Mergers and Acquisitions by Commercial Banks, 1960-83
(Staff Studies 142, Board of Governors of the Federal Reserve System 1985年1月)

れの中では、事業債・外債のウエイト低下と、オープン・マーケット・ペーパーのウエイト上昇が一貫して続いている。こうした資金の流れを達観すると、金融自由化の進展下における仲介機関のウエイトの変化はさしたるものではなく、むしろ、各機関とも金融技術革新によって、ウエイトを落とさないよう努力し、それに奏功していると判断される。ただし、オープン・マーケット・ペーパーやMMFのウエイトが傾向的に上昇していることに象徴される短期金融取引のウエイト上昇が金融自由化と関連している可能性は十分考えられよう。

表15 資金の仲介状況(Credit Market Debt)

(単位：残高10億ドル，%)

	1970	構成比	1980	構成比	1985	構成比
仲介金融機関	1,076.3	76.4	3,176.1	80.4	5,194.5	76.2
Commercial banking	454.5	32.3	1,289.5	32.6	1,979.0	29.0
Savings institutions	252.3	17.9	773.5	19.6	1,179.3	17.3
Insurance	205.5	14.6	508.6	12.9	826.4	12.1
Pension funds	86.2	6.1	332.5	8.4	530.1	7.8
Other	77.8	5.5	272.0	6.9	679.7	10.0
その他直接的流れ	332.4	23.6	776.2	19.6	1,626.1	23.8
U. S. government securities	140.2	10.0	359.1	9.1	849.5	12.5
Tax-exempt obligations	50.6	3.6	98.8	2.5	262.1	3.8
Corporate & foreign bonds	36.2	2.6	56.2	1.4	54.1	0.8
Open-market paper	21.1	1.5	63.6	1.6	146.9	2.2
Other	84.3	6.0	198.5	5.0	313.6	4.6
合 計	1,408.7	100.0	3,952.3	100.0	6,820.7	100.0
* Other の内訳						
ファイナンス・カンパニー	50.8	3.6	133.3	3.4	245.0	3.6
MMF	0.0	0.0	39.8	1.0	141.8	2.1
ミューチュアルファンド	6.4	0.5	20.5	0.5	165.4	2.4

(注) 上記の計数は Credit Market Debt のみで株式を含んでいない。仮に株式も含めると、株式保有の相対的に多い Pension funds の全体に占める割合は70年7.1%，80年10.5%，85年10.9%と明確な上昇傾向を見せる。

(資料) FRB, Flow of Funds Accounts

表16 資金の最終的取り手と調達チャンネル(Credit Market Debt)

(単位：残高10億ドル，%)

	1970	構成比	1980	構成比	1985	構成比
U. S. government	300.8	21.0	742.8	18.9	1,600.4	23.4
State & local government	149.2	10.4	295.3	7.5	492.9	7.2
Households	480.1	33.5	1,451.6	37.0	2,371.2	34.6
Nonfinancial business	501.9	35.0	1,436.2	36.6	2,383.4	34.8
合 計	1,432.0	100.0	3,925.9	100.0	6,847.9	100.0
うち民間主体の調達チャンネル						
事業債	167.3	11.7	366.1	9.3	543.6	7.9
モーゲージ	468.4	32.7	1,446.3	36.8	2,264.2	33.1
その他銀行貸出	133.4	9.3	370.5	9.4	622.9	9.1
消費者信用	143.1	10.0	375.9	9.6	666.5	9.7
C P	7.1	0.5	28.0	0.7	72.2	1.1
ファイナンス・カンパニー・ローン	21.8	1.5	90.3	2.3	152.8	2.2
その他貸出	45.6	3.2	155.6	4.0	250.8	3.7

(資料) FRB, Flow of Funds Accounts

こうした資金の流れを調達サイドでみると家計部門でも企業部門でもウエイトはほとんど変わっていない。ただし、公共部門の中では、地方政府のウエイト低下と連邦政府のウエイト上昇とが読みとれる。このうち、民間部門については、事業債のウエイト低下と、CPおよびファイナンス・カンパニー・ローンのウエイト上昇が目立っている。この間、金融自由化前に落ち込みが懸念されていた、モーゲージは、全資金融調達に占めるウエイトでみて、1970年末32.7

％、80年末36.8％、85年末33.1％と低下傾向は見られず、自由化がモーゲージの供給量に悪影響を与えているとは考えられない(表16)。また、モーゲージの金利と他の主要金利とを比較しても、この間モーゲージのコストが相対的に上昇した事実はなく、さらに、経済活動に占める住宅投資のウエイトも低下していない。こうしたことから、金融自由化が、住宅金融や住宅建設に悪影響を与えたとの当初の恐れは、全く杞憂に終わっていると判断出来る。

・金融機関における戦略の変更

(1) 金融機関の動態的対応

第 節で検討したように、金融自由化の弊害は一般的には現実化していないといえるが、これには、規制の変化に対して、金融機関が動的に対応したことが寄与している。すなわち、金融機関は、金利の自由化に対してはコスト構造の変化を、また、業務分野の自由化に対しては、ネットワーク展開を図り、さらに、新しい商品や市場の創設に対しては機能の変化でもって対応している。言い換えれば、金融機関は、経営戦略を変えることによって、金融自由化の下でも収益率を維持することに成功していると考えられる。

ここでこれらの経営戦略の変更状況を敷衍しておこう。まず、コスト構造の変化は、既に、表2でもみたごとく、支払金利を増大させる一方、インプリシット金利を削減させるもので、人件費や物件費といった経費の削減や非金利収入の増大に代表される動きである。このコスト構造の変化を遂げれば、金融機関は、預金金利が上昇してもなお収益率を落とさないことに成功しよう。

ネットワーク展開は基本的に4つの方向が考えられる。第一はコレスポンダント関係の強化である。コレスポンダント関係自体は、自由化以前から、小切手の取扱い (check processing)

や資金の振替 (funds transfer) 等で銀行間では一般化していたが、最近では自由化や技術革新の盛行の下、対象業務が新金融商品や新サービスの創出から通信技術を駆使したデリバリー・サービス (delivery service) にまで広がっている。例えば、マネー・センター・バンクと大規模地方銀行との間では、新サービスプロジェクトの共同開発 (development sharing) が実施され、ATMネットワークが共同で運営されている。また、マネー・センター・バンクと中規模地方銀行との間では、ディスカウント・ブローカレッジ (discount brokerage) やホーム・バンキング (in-home banking) 等で金融サービスのフラスチャイズ化 (product franchising) が図られている。こうした技術をshareしようとするコレスポンダント関係は、マネー・センター・バンクにとっても地方銀行にとっても、金融技術革新に伴う開発・運営費用を抑制する上で有効な手段となっている。新しいコレスポンダント関係でいまひとつの側面は、マネー・センター・バンクの保有する資産の売却である。ローン・セール (loan sale) がこの代表的なものであるが、こうしたマーチャント・バンキング活動は、マネー・センター・バンクと小規模地域銀行との間で典型的に見られる。

ネットワーク展開はこのほかフランチャイズ

制の導入，買収によるネットワークの拡大，そして，バンカーズ・バンクの設立といった方向にも広がってきている。このうち，バンカーズ・バンクは，中小規模銀行が，仲間同士で親銀行を設立し，「規模の経済」や「多角化の経済」が働く分野の業務は親銀行に業務を委ねようとするもので，1975年のミネソタ州Independent State Bankを嚆矢に，82年頃から各地で設立が活発化してきたものである。

金融機関の機能の変化は，マネー・マーケットの急激な発達に対する大銀行の業務内容の変化によくあらわれている。すなわち，優良大企業は，マネー・マーケットの発達によって，銀行借入依存度を下げ，いまや大銀行は大企業に対する貸出業務自体から大きな収益を上げることができなくなっている。こうした事態に直面して，大銀行が採っている戦略の一つは，大企業のマネー・マーケットからの資金調達に関わる金融サービスを展開し，そこから収益をあげようとするものである。例えば，バック・アップ・ライン(back up line)の設定，L/Cの発行，CP購入顧客の取り次ぎ，マネー・マーケット資産の投資対象としての評価，マネー・マーケット資産の保管，さらには，マネー・マーケット資産を組み込んだSTIF (Short-term investment fund) の発行などである。あるいは，マネー・マーケットに関連する業務として，自らも，マネー・マーケットから資金を調達(CD, BA, CP, RPs等による)したり，マネー・マーケットに運用したりすることとなる。しかし，こうした場合，資金の流れは，伝統的な，資金の最終的出し手→銀行→資金の最終的借り手ではなくなり，機能的には，商業銀行のファイナンス・カンパニー化，マネー・マーケット・ファンド化が進むこととなる。米国の大銀行は，このように金融機能を変えることによって，伝統的銀行業務の収益性が悪化しても，銀行全体の収益率は大きく落ち込まないよう注力し，他方，伝統的預貸業務を中心とする

中小規模銀行は，こうした大銀行，あるいは，その他金融機関等とネットワークを組むことによって，金融自由化を乗り切ろうとしているのである。

(2) 技術革新と金融取引

金融自由化は金融イノベーションを一段と活発化させる。なぜなら，自由化は，金融資産の価格変動リスクを高めるので，このリスク移転のためのイノベーションを招来させる（金利スワップ，為替スワップ等）。また，自由化の下では金融機関は，マージンの小さくなる同質金融サービスよりもマージンの大きい異質金融サービス（個人との取引ではプライベート・バンキングが代表例）に注力するが，この異質金融サービスの提供は日々の商品・サービスの開発を不可欠の条件としよう。さらに，自由化は，国際間や金融機関業態間の競争をも活発化させ，イノベーションを促進させることとなる。

こうした金融イノベーションの骨格は，通信やコンピューターに代表されるテクノロジー(technology)の革新である。このテクノロジーが金融業の「規模の経済」にどう影響するかが一つの論争点であったが，1970年代以降のEFTS発展過程を経験して，現時点では，テクノロジーの革新は金融業の「規模の経済」を小さくする方向で作用していると判断されている。この点は，米国議会による本格的な調査結果における次のような判断でもみられる^(注7)。

「情報処理とテレコミュニケーション・サービスは，あらゆる規模の企業にとって利用可能であるので，テクノロジーの活用ができない故に金融サービス業へ参入することが難しいといった事態は生じ得ない。むしろ，逆に，テクノロジーは新規参入を可能にするものといえよう。小規模企業であっても，情報処理とテレコミュニケーション・サービスを他企業から取得することによって，金融サービス業に参入し，規模だけでいえば何倍も大きい企業と競争する

(注7) Congress of the United States, Office of Technology Assessment (9) p.5.

ことができるのである。」

同様の指摘は、他の専門家の間でも見られ、テクノロジーの発達は小規模金融機関に相対的に有利に働くと考えられている^(注8)。

この判断は、テクノロジーの活用を設備投資の側面にとらえて、コスト（資本費負担）を重視する見方とはかなり異なる。しかし、テクノロジーを金融サービス展開のための「生産要素」であるにとらえれば、テクノロジーの革新が「規模の経済」を小さくすることは十分首肯できよう。

なお、テクノロジーの革新は、非金融事業会社の金融業務への参入を容易にさせるので、金融業務をめぐる競争は、金融機関間のみならず、金融機関と非金融事業会社との間でも激しくなる。この結果、自由化とテクノロジーの革新が同時に進展した1970年代から80年代前半にかけて、米国金融市場における競争は、それ以前の金融規制下における競争と比べて、強まりこそすれ、弱まることはなかったと判断されよう。

・金融自由化と金融システムの健全性

これまでの分析によって、米国における金融自由化は、金融システムのパフォーマンス向上に寄与しており、さらに、事前に懸念されていた弊害もほとんど生じていないものと判断される。しかし、これまで生じていなかったことと、今後とも生じないことを同一視することはできない。こうした意味で、とりわけ懸念されることは、金融システムの健全性の維持である。金融システムの健全性は、個別金融機関の経営の健全性と金融システム全体の健全性とに分けて考える必要がある。

まず第一に、個別金融機関の経営の健全性については、の(3)で検討したように、倒産にまで至る金融機関が自由化によって顕著に増えているとは言いがたい。しかし、今後、金融機関が既存業務以外の新しい業務にまで参入すると、新規業務部門で損失が発生し、既存業務の経営に悪影響を及ぼす事態も考えられる。特に、銀行業務と銀行業務以外の業務との間には、前者は金融当局のバックアップ（当局による貸出しや預金保険等）があるのに対して後者は金融当局のバックアップは少ないので、金融自由化が、この二つの業務の相互乗り入れを認めると

ころまで進展した場合、後者の業務における損失が前者の業務の不振をもたらす問題が複雑化するケースが考えられよう。

いまひとつの問題としては、金融自由化が進展するにつれて、各経済主体の金融行動の対象期間（time horizon）が短期化し、金融機関にとって調達資金の安定性が低下することがあげられる。例えば、銀行の預金をみると、金融自由化後は自由化前に比して、「逃げ足」が速くなり、金融機関はそれに応じて、資産の運用サイドでも、長期安定的な運用が難しくなってくる。こうした状況下では、長期固定利付資金市場への供給は細りがちとなり、企業の資金調達で社債発行のウエイトが低下したり、長期債券の売買回転率が上昇して長期金利の変動率が高まる傾向がみられることとなろう。

第二に、金融システム全体の健全性に関しても、金融自由化によって種々の新しい問題が生じている。例えば、自由化への対応策として、金融機関間のネットワーク展開が進められるが、こうした金融機関間の結びつきの強化はネットワークの中の一つの金融機関の経営不振が他の金融機関にも波及する可能性が強まるこ

(注8) Board of Governors of the Federal Reserve System (5)

とを意味する。このことは、1980年代中に経営不振に陥ったCONTINENTAL BANKの場合、米国中西部の中小銀行2千行余りにコレスポンダント・サービスを展開していたことからみても、決して非現実的なこととはいえない。同様に、金融国際化が進むと、国際的な金融機関間の連鎖関係も強まってこよう。さらに、金融イノベーションによって、スワップ取引等が活発化し、また、オフ・バランス・シート活動も増大していることから、金融機関間や金融機関と非金融事業会社との結び付きは、より複雑で、しかも、インプリシットなものが増大しているといえよう。

このようにある金融機関の経営不振が他の金融機関に伝播していく径路は多様となり、しかも伝播しやすくなってきているので、金融システム全体の健全性が「チェーン効果」によって崩れる恐れは軽視できないものと考えられる。

それでは、こうした金融機関および金融システム全体の健全性を確保するにはどのような方

策が考えられるだろうか。一般に、健全性を規制によって確保しようとするれば、その中核は次の諸点になるう： 保有資産の質に関する規制， 自己資本や流動性準備に関する規制， 他の業務への参入に関する規制， 自己取引 (self-dealing) に関する規制。こうした規制を有効に行うためには、金融機関経営の情報公開 (ディスクロージャー) と金融当局による有効な検査・考査の実施がまず不可欠であり、加えて、自己資本比率規制等のバランス・シート規制も必要となってくる。また、他の業務への参入については、全ての金融業務を同一機関が行うことについては疑問が出される一方、各種金融業務への新規参入は是認される傾向がみられる。

このように金融自由化は金融業のパフォーマンスを向上させる側面が多いものの、金融システムの健全性の確保のために、当局による新たな関与が必要となる面もあることに、十分留意する必要がある。

参 考 文 献

1. Aspinwall, R.
Shifting Institutional Frontiers in Financial Markets in the United States, Paper for a Colloquium of Societe Universitaire Europeenne de Recherches Financieres, April 1985
2. Avery, R. B., Elliehausen, G. E., Canner, G. B., and Gustafson, T. A. Survey of Consumer Finances 1983, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 1984
3. Avery, R. B., Elliehausen, G. E., Canner, G. B., and Gustafson, T. A. Survey of Consumer Finances 1983 : Second Report, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1984
4. Avery, R. B., and Elliehausen, G. E.
Financial Characteristics of High-Income Families, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1986
5. Board of Governors of the Federal Reserve System
The Future of Small Depository Institutions in an Era of Deregulation, Financial Innovation, and Technological Change, (Proceedings of a Conference) January 1984
6. Brady, T. F.
The Role of the Prime Rate in the Pricing of Business Loans by Commercial Banks, 1977 - 84, Staff Study 146, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 1985
7. Burns, M. O.
The Future of Correspondent Banking, *The Magazin of Bank Administration*, May 1986
8. Canner, G. B. and Kurtz, R. D.
Service Charges as a Source of Bank Income and Their Impact on Consumers, Staff Study 145, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 1985

9. Congress of the United States, Office of Technology Assessment, Effects of Information Technology on Financial Services Systems, September 1984
10. Federal Reserve Bank of New York
Recent Trends in Commercial Bank Profitability, A Staff study, September 1986
11. Fortier, D. and Phillis, D.
Bank and Thrift Performance since DIDMCA, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Sep. / Oct. 1985
12. Gilligan, T., Smirlock, M., and Marshall, W.
Scale and Scope Economies in the Multi-product Banking Firm, *Journal of Monetary Economics*, pp. 393 - 405, 1984
13. Horvitz, P. M.
Banking Deregulation and Consumer Interests, Proceedings of a Conference on the Changing Shape of Retail Banking: Responding to Customer Needs, Comptroller of the Currency, June 1985
14. Jensen, F. H.
Recent Developments in Corporate Finance, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 1986
15. Keeley, M. C. and Zimmerman, G. C.
Competition for MMDAs, Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 1984
16. Kolari, J. M. and Fraser, D. R.
Size and Profitability in Banking, Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 1984
17. Kolari, J. M., Rose, P. S., and Varadarajan, P. R.
Now-Account Strategies of Depository Institutions: A Recent Survey of Goals, Pricing Policies, Costs, and Returns in New England, *Journal of Business Research*, October 1986
18. Mahoney, P. I., White, A. P., O'Brien, P. F. and McLaughlin, M. M.
Responses to Deregulation : Retail Deposit Pricing from 1983 through 1985, Staff Study 151, Board of Governors of the Federal Reserve System, January 1987
19. Rhoades, S. A.
Structure-Performance Studies in Banking: An Updated Summary and Evaluation, Staff Study 119, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 1982
20. Rhoades, S. A.
The Operating Performance of Acquired Firms in Banking before and after Acquisition, Staff Study 149, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 1986
21. Rosenblum, H., and Strongin, S.
Interest Rate Volatility in Historical Perspective, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Jan. /Feb. 1985.
22. Simpson, T. D. and Parkinson, P. M.
Some Implications of Financial Innovations in the United States, Staff Study 139, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 1984
23. Tobin, J.
On the Efficiency of the Financial System, *Lloyds Bank Review*, July 1984
24. U. S. House of Representatives
Restructuring Financial Markets: The Major Policy Issues, July 1986
25. Wojnilower, A. M.
Financial Change in the United States, Paper for a Conference of European University Institute, October 1985