

アメリカ商業銀行の割賦信用(2)

——管理通貨制度における商業銀行業務の変容——

掛 下 達 郎

目 次

1. 対象と視角
2. 生産・流通にたいする割賦信用
 - 2.1. 割賦信用の導入（以上第10巻第4号）
 - 2.2. 回収の拡大・先取り
 - 2.2.1. 蓄積基金と加速償却
 - 2.2.2. 国債市場
 - 2.2.3. CD市場
 - 2.2.4. MMDA とスーパー NOW
 - 2.2.5. ターム・ローンの流通市場（以上本号）
3. 消費にたいする割賦信用
4. むすびにかえて

2.2. 回収の拡大・先取り⁵⁵⁾

前節までに、生産・流通にたいする商業銀行の割賦信用がどのように導入されたかをみた。これらの割賦返済は、月々だけではなくより長期の回収間隔も多く、完全割賦返済だけでもなかった。生産・流通にたいする割賦信用には、通常の返済だけでは十分な流動性があたえられなかったのである。そのため、銀行は貸付の回収を発展させていく。とくに、銀行のターム・ローンの回収が

55) この節は掛下[1996]を加筆修正したものである。回収の拡大とは、貸付が向かう資本区分に対応した回収がおこなわれずに、その他の資本区分まで回収の範囲を拡大していることにする。回収の先取りとは、銀行が実際に貸し付けた預金の回収に先立って様々な手段で貨幣を取り入れることにする（表13）。

拡大・先取りされていることを蓄積基金と加速償却、国債市場、CD市場、MMDA とスーパー NOW、ターム・ローンの流通市場の順にみることにする。

2.2.1. 蓄積基金と加速償却

ターム・ローンの回収（還流）を銀行と企業の関係として考えてみると、ターム・ローンは銀行のバランスシートの資産側と企業のバランスシートの負債側で長期間固定される。それでは、企業のバランスシートの資産側はどうなるのだろうか。資産側では商品の価値構成でいうと不変固定資本の損耗価値 c_f 部分を定期的に積み立てた減価償却基金が現金・預金のかたちであられる。さらに、拡大再生産の場合には資産側に蓄積基金 m_a 定部分が定期的に積み立てられ現金・預金のかたちであられる。この預金は銀行のバランスシートでは負債になる。

ターム・ローンの回収（還流）では、回転信用との組み合わせや満期時に最も大きな支払いをするバルーン・ノートの利用も多いが、割賦返済が主流である。割賦返済の場合には、企業は減価償却基金や蓄積基金が一定額に達してから機械・設備を更新するのではなく、ターム・ローンで先に機械・設備を購入してから減価償却基金や蓄積基金で定期的に返済していくのである。これが銀行の預金設定による不変固定資本に向けられた貸付と不変固定資本の損耗価値 c_f 部分と蓄積基金 m_a 部分の回収（還流）である（表1）。

企業は予想される収益でターム・ローンの返済をおこなうことがある⁵⁶⁾ たとえば、石油生産業者は所得の一部をターム・ローンの返済にあてることがある⁵⁷⁾ 拡大再生産をおこなう企業は蓄積基金によってターム・ローンの返済をおこなっているのである。つまり、不変固定資本に向けられた貸付にたいして、剰余価値のうちの蓄積基金である m_a 部分まで回収（還流）されている（表13）。この場合には、貸付が向かう資本区分に対応した回収（還流）がおこなわれず

56) Moore [1959], p. 233. 日本生産性本部 [1962], 233 ページ。

57) Moore [1959], p. 239. 日本生産性本部 [1962], 237 ページ。

表 13 ターム・ローンの回収の拡大・先取り

	時 期	拡大される 商品価値 構成部分	先取りされる 商品価値 構成部分	資金の出し手 (最終的出し手)	資金 の 種類
拡大再生産	拡張期	m_a		企 業	預金
加速償却 ¹⁾	1950年代～	m_a		企 業	預金
国 債	1940年代 後半～		C_f	連 銀	貨幣
		$C_z + v + m$			
		$v + m_k$		個 人	
C D	1960年代前半		C_f	企 業	貨幣
		m_a			
	1970年代後半 ～80年代初	$v + m_k$		MMMF (個 人)	
M M D A	1982年～		C_f	企 業	預金
		m_a			
		$v + m_k$		個 人	
スーパーNOW	1983年～	$v + m_k$		個 人	預金
流通市場	1983年～	$v + m_k$		機関投資家(個人)	預金

(c ; 不変資本, c_z ; 不変流動資本, c_f ; 不変固定資本の損耗価値部分, v ; 可変資本または労賃, m ; 剰余価値, m_k ; 剰余価値のうちの資本家用消費基金, m_a ; 剰余価値のうちの蓄積基金, $c + v + m$; 商品価値総額, $v + m_k$; 個人所得)

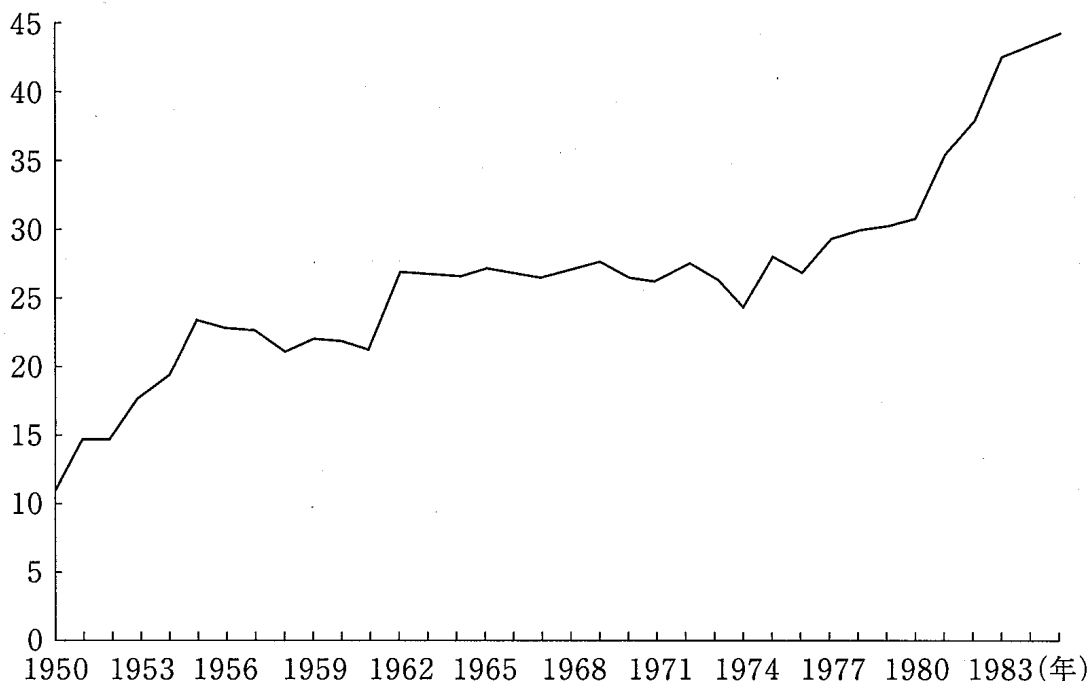
注 1) 加速償却の場合には、蓄積基金 m_a 部分は不変固定資本の損耗価値 c_f 部分のかたちで回収(還流)される。

2) この表には各分類の主要なものしか載せていない。

にその他の資本区分まで回収の範囲を拡大しているので、回収の拡大と呼ぶことにする。

ところで、鉱業の場合には会社が課税純益を出していなくても、減耗償却、

図5 減価償却費に占める加速償却の比率



(Pechman [1987], Table D-15. U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census [1975], V134.—, *Statistical Abstract of the United States* 各年号。)

減価償却はターム・ローンの利子と割賦返済を賄うのに十分である⁵⁸⁾ 運輸業のうち航空会社は航空機の償却が早いので銀行貸付に適しており、減価償却費と収益によって返済をおこなっている。トラック運輸も減価償却によってターム・ローンの返済をおこなっている⁵⁹⁾

また、1950年代以降には利潤、剰余価値m部分の圧縮によって加速償却⁶⁰⁾をおこなっている。減価償却費に占める加速償却の比率は1950年代と80年代前半に急速に増加し、62年には26%、83年には41%を突破している(図5)。加速償却部分の減価償却費も企業のバランスシートの資産側に現金・預金として積み立てられ、この預金は銀行のバランスシートでは負債である。つまり、加

58) Moore [1959], p. 236. 日本生産性本部 [1962], 234 ページ。

59) Moore [1959], pp. 246-247. 日本生産性本部 [1962], 240 ページ。

60) ここでの加速償却は定額法で測定した減価償却引当金をこえた部分である。Pechman [1987], Table D-15, b.

速償却によって本来は剰余価値である m 部分(正確には蓄積基金 m_a 部分)が不変固定資本の損耗価値 c_f 部分のかたちで銀行に預金される。不変固定資本に向けられた貸付にたいして、本来は剰余価値のうちの蓄積基金である m_a 部分まで回収(還流)されている(表 13)。たとえば、公益事業会社のうち発電所にたいするターム・ローンは加速償却によって返済されている。⁶¹⁾

2.2.2. 国債市場

商業銀行の国債売却においても、ターム・ローンの流動性維持が貸付の回収とよく似たかたちでおこなわれる。ターム・ローン自体は長期間固定されたままで流動化されないの、銀行は割賦返済を利用する。前節でみたように、ターム・ローンを借りる企業からみると返済資金の源泉は減価償却基金と蓄積基金であった。しかし、ターム・ローンの場合には月々の完全割賦返済がおこなわれていないので、減価償却基金と蓄積基金だけでは十分な流動性を維持できない場合がある。そこで、銀行は国債を売却して貨幣を取り入れるのである。⁶²⁾

商業銀行の国債売却による貨幣取入を理解するためには、銀行の国債売買の決済がどのようにおこなわれているかをみる必要がある。第2次大戦後には、金融取引の増大によって FF (federal funds; 加盟銀行の連銀預け金) による支払いが発達してきた。これは、まず初めに銀行が政府証券ディーラー⁶³⁾と取引するときに活発となった。1963年にはノンバンク・ディーラーとの決済はニューヨーク市の3行の銀行, Manufacturers Hanover Trust, Irving Trust と Marine Midland Trust がおもに取り扱うことになっていた。⁶⁴⁾ Willis [1968] は、当時の国債売買の70%を超えた部分が FF で決済されているという見積もりに言及している。残りの30%には、たとえば1969年初めまでニュー

61) Moore [1959], p. 244. 日本生産性本部 [1962], 239 ページ。

62) これは国債売却による転嫁流動性=資産管理である。

63) 政府証券ディーラーの中心は、投資銀行とその子会社だが商業銀行もふくまれている。

64) Woodworth [1965], p. 81.

ヨークの政府証券ディーラーと市外の顧客との満期1年以上の国債の取引に小切手が使われていたのである。しかし、Willis [1970] は、ニューヨークと地方とのすべての国債取引がFFでおこなわれるようになったと指摘している⁶⁵⁾

FFは連銀預け金すなわち中央銀行貨幣である。そのFFによって国債売買の決済がおこなわれれば、商業銀行は国債売却によって貨幣を手に入れることになる。企業や個人がその取引銀行をとおして他の銀行と国債を売買すれば、この国債売買もFFで決済される。たとえば、取引銀行が政府証券ディーラーであるコルレス銀行から顧客のために国債を購入すれば、コルレス銀行は取引銀行から貨幣を手に入れることができる⁶⁶⁾ これは通常の貸付一回収による預金の還流ではなく、貨幣の還流であることに注意されたい。

商業銀行の国債売却に対応して企業が国債を購入するとき、企業が一定期間国債を保有するならば減価償却基金や蓄積基金によって国債を購入するだろう。減価償却基金や蓄積基金は、当面再生産過程に利用されないからである⁶⁷⁾ このとき、企業から銀行へ商品の価値構成でいうと c_f 部分(と加速償却による m_a 部分)の貨幣が支払われる。この場合には、銀行が実際に貸し付けた預金の回収に先立って国債売却によって貨幣を取り入れるので、回収(貨幣還流)の先取りと呼ぶことにする⁶⁸⁾ 国債売却の場合には、通常の回収による預金還流ではなく貨幣還流になっている。また、加速償却によって m_a 部分まで回収が拡大されている。しかし、企業の市場性国債の購入は週報告銀行⁶⁹⁾ の国債保有にく

65) 以上 Willis [1968], p. 20. — [1970], pp. 3, 21. 掛下 [1992], v.

66) こうした国債流通市場におけるFFによる決済は、次節で分析するCDの流通市場におけるFFによる決済と同じかたちである。

67) 減価償却基金と蓄積基金は、貨幣論では蓄蔵貨幣の第2形態となる。

68) 企業の国債購入が一時的であれば、原材料の支払代金、貨幣論における蓄蔵貨幣の第1形態の回収(貨幣還流)の先取りが可能である。原材料は垂直的統合の下流にある売り手企業からみれば、さらに社会的・マクロ的にみても不変流動資本 c_z 部分である。こうした不変流動資本 c_z 部分の貨幣も国債購入が一時的であれば利用できる。

69) 週報告銀行とは毎週バランスシートを連邦準備に報告している大都市の加盟銀行のことである。詳細は Board of Governors of the Federal Reserve System [1976], Section 4 を参照されたい。

らべてそれほど大きくなく、週報告銀行の国債売却にも対応していない。⁷⁰⁾

それでは、企業以外の誰が商業銀行の国債売却に対応して国債を購入したのだろうか。1951年の財務省と連邦準備制度とのアコード以後には、銀行の国債売却に同調して連銀が買いオペレーション(以下買いオペ)をおこなっている。⁷¹⁾ 買いオペによって連銀が銀行ディーラーから国債を購入した場合には、銀行ディーラーの連邦準備勘定の貸し方に記入される。つまり、銀行ディーラーの連銀預け金が増加する。同じくノンバンク・ディーラーから国債を購入した場合には、FFで支払われる。このとき、ノンバンク・ディーラーと取引をしている銀行の連邦準備勘定の貸し方に記入される。つまり、取引銀行の連銀預け金が増加する。⁷²⁾

連銀の買いオペによるインフレーションの進行は商品価格を押し上げるが、商品の価値構成のいずれかの部分の貸付の回収(貨幣還流)を拡大し先取りすることはない。ただし、連銀の同調的な買いオペは商業銀行からみれば商品価値($c + v + m$)全体の拡大・先取りと同じ効果をもつ。ターム・ローンを変固定資本に向けられた貸付とみなせば、変固定資本の損耗価値 c_f 部分以外の($c_z + v + m$)部分に回収(貨幣還流)が拡大されていることになる(c_z ; 変流動資本)。さらに、実際に貸し付けられた預金の回収に先立って商品価値($c + v + m$)全体の回収(貨幣還流)が先取りされている(表13)。

また、国債のかなりの部分を個人が購入している。直接個人が購入して保有したり、S & L (savings and loan association; 貯蓄貸付組合)、年金基金や保険会社といった機関投資家をととして個人所得が国債購入に向かうことになる。⁷³⁾ こうして、個人所得($v + m_k$)部分の貨幣が銀行に取り入れられる。回収(貨幣還流)の拡大が個人所得にまで及んでいるのである。⁷⁴⁾ さらに、実際に貸

70) Board of Governors of the Federal Reserve System [1976], Table 4.1 A, B. —, *Federal Reserve Bulletin* 各号。

71) 掛下 [1994], 4.2.

72) Beckhart [1972]. (訳, 159 ページ)

73) U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census [1975], X310-327.

し付けた預金の回収に先立って ($v + m_k$) 部分の貨幣を手に入れる (表13)。

こうして、商業銀行は国債売却によってターム・ローンの回収 (貨幣還流) を拡大・先取りするのである。とくに、クレジット・クランチのおこった1966年、69年、73-74年に週報告銀行の国債売却と商工業貸出の増加が生じている (図2)。

2.2.3. CD 市場

1960年代には、商業銀行はCD (negotiable certificate of deposit; 譲渡性預金) を導入している。ここでは、CD市場の特徴をみることによって、CDによるターム・ローンの回収 (貨幣還流) の拡大・先取りを把握することにする。⁷⁵⁾

まず、CDの発行市場をみってみる。CDは商業銀行によって通常100万ドル単位で発行される。⁷⁶⁾ この発行額の大きさによって、CDはホールセールといわれている。CDの満期は通常3か月である。CDの発行銀行は投資家の取引銀行に証書 (CD; certificate of deposit) を渡す。取引銀行は投資家の借り方に記入し、発行銀行の貸し方に記入する。このとき、取引銀行の発行銀行への支払いはFFでおこなわれる。発行銀行は即時に利用可能なFFによる支払いを要求するのである。満期時には発行銀行への証書の提示によってCDは償還され、発行銀行は取引銀行にFFで支払いをする。1960年代から、大銀行が満期のきたCDを償還する場合には、小切手よりもFFで支払うのが普通であった。⁷⁷⁾ また、決済を容易にするために、ニューヨーク以外の銀行のCDはしばしば発行銀行

74) 現代資本主義論の観点から家計に形成された貯蓄が資本市場に流れ込んでいく様子を丹念に分析したものに北條 [1992] がある。国債は資本市場にふくまれないが、管理通貨制度において家計貯蓄が国債市場に流れ込んでいる。後でみるCD市場、MMDAとスーパーNOWというリテール預金、ターム・ローンの流通市場にも同様に家計貯蓄が流れ込んでいる。

75) 川合 [1965] は、貸付一回収 (還流) や債務一返済 (兌換) にくわえて、預金による銀行業の収縮についても言及している (著作集第五巻, 170-176ページ)。

76) Stigum [1990], p. 968.

77) Woodworth [1965], p. 156.

のニューヨークのコルレス銀行をとおして発行・償還される。⁷⁸⁾ 全米規模で概観すると、1980年代には国内CDの約4分の1がニューヨーク市のひとにぎりの大銀行によって発行され、残りの約4分の3が全国に散在する約2,000行の地方大銀行によって発行されているのである。⁷⁹⁾ 佐久間／打込 [1982] は、こうした上位10行の発行したCDが流通市場の80～90%の取引を占めていると指摘している。

つぎに、流通市場をみてみる。1960年代から、CDの流通市場は政府証券ディーラーを中心として発達してきた。⁸⁰⁾ 流通市場はニューヨーク市に集中しているので、これも市外の大銀行がニューヨーク市のコルレス銀行をとおしてCDを発行・償還する理由である。流通市場における午前中の取引は、通常同日決済される。それ以降の取引は、翌営業日に決済される。政府証券ディーラー間のCD取引は、取引時間にかかわらず通常翌営業日に決済される。ユーロ달러CDの決済は、一般に2営業日後におこなわれる。国内、ヤンキー、スリフトCDの支払いは、政府証券ディーラーのクリアリング・バンクをとおしてFFでおこなわれる。ユーロ달러CDの決済は、手形交換所をとおしておこなわれる。⁸¹⁾ 1960年代には、流通市場におけるCDの決済は1つの大手政府証券ディーラーが自行決済をしていたものの、おもに商業銀行である Manufacturers Hanover Trust によっておこなわれていた。1960年代から、政府証券ディーラーが購入したCDの支払いはFFでおこなわれていたのである。⁸²⁾

こうしたCD市場におけるFFの決済は、前節で指摘した国債流通市場のものと同じかたちである。中央銀行貨幣であるFFによってCDの決済がおこなわれれば、商業銀行はCDの発行または流通市場での売却によって貨幣を手に入れることになる。たとえば、企業や個人がその取引銀行をとおしてCDの発行

78) Melton [1977-78], p.23.

79) Cook and Summers, eds. [1981] (訳, 77 ページ)

80) 以上, 佐久間／打込 [1982], 93 ページ。

81) Willemse [1986], pp. 48-51.

82) Woodworth [1965], p. 156.

表14 発行市場における大額 CD の購入者 (単位 総額比%)

	1962年12月5日	1964年6月30日
企 業	69	67
州 地 方 政 府	16	11
外 国 政 府 機 関	6	} 12
そ の 他 外 国 人	1	
個 人	3	2
そ の 他	9	9
計	100	100

注) 四捨五入によって合計が合わないことがある。

(Melton [1977-78], p. 23. 1962 年の原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, 64 年は American Bankers Association.)

銀行から CD を購入すれば、発行銀行は取引銀行から貨幣を手に入れることができる。取引銀行が他のコルレス銀行に顧客の CD を売却すれば、取引銀行は発行銀行に支払うことで失った貨幣をコルレス銀行から補填することができるのである。

こうした CD の発行は銀行貸付とどのように関連していたのだろうか。たとえば、クレジット・クランチのおこった 1973-74 年における週報告銀行の商工業貸出の増加は CD 発行の増加でかなり説明できそうである (図 3)⁸³⁾

時代が前後するが、1960 年代前半には大額 CD の 70% 近くが企業によって購入されていた (表 14)。CD は有期預金なので、企業は CD を購入する際に当面再生産過程に利用されない減価償却基金と蓄積基金を利用するだろう。ターム・ローンは不変固定資本に向けられた貸付である。CD 発行によって、商品の価値構成でいえば不変固定資本の損耗価値 c_f 部分と剰余価値のうちの蓄積基金 m_a 部分の貨幣を、商業銀行は実際に貸し付けた預金の回収に先立って取り入れることになる。また、蓄積基金 m_a 部分にまで回収 (貨幣還流) が拡大され

83) 同じ時期にモーゲイジ貸付と消費者貸付も商工業貸出ほどではないが増加している。

表15 CD の流通市場

年	A. 政府証券ディーラーのCD 取引額 (年平均 単位100万ドル)	B. 週報告銀行のCD 発行残高 (年末 単位100万ドル)	A ÷ B (単位 %)
1978	1,292	96,948	1.3
1979	1,764	92,581	1.9
1980	2,472	116,374	2.1
1981	4,477	137,490	3.6
1982	5,001	132,340	3.8
1983	4,334	91,712	4.7
1984	4,947	n. a.	n. a.
1985	4,016	n. a.	n. a.
1986	4,355	n. a.	n. a.
1987	4,112	n. a.	n. a.
1988	3,369	n. a.	n. a.
1989	2,798	n. a.	n. a.

(Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin* 各号.)

ている (表 13)。

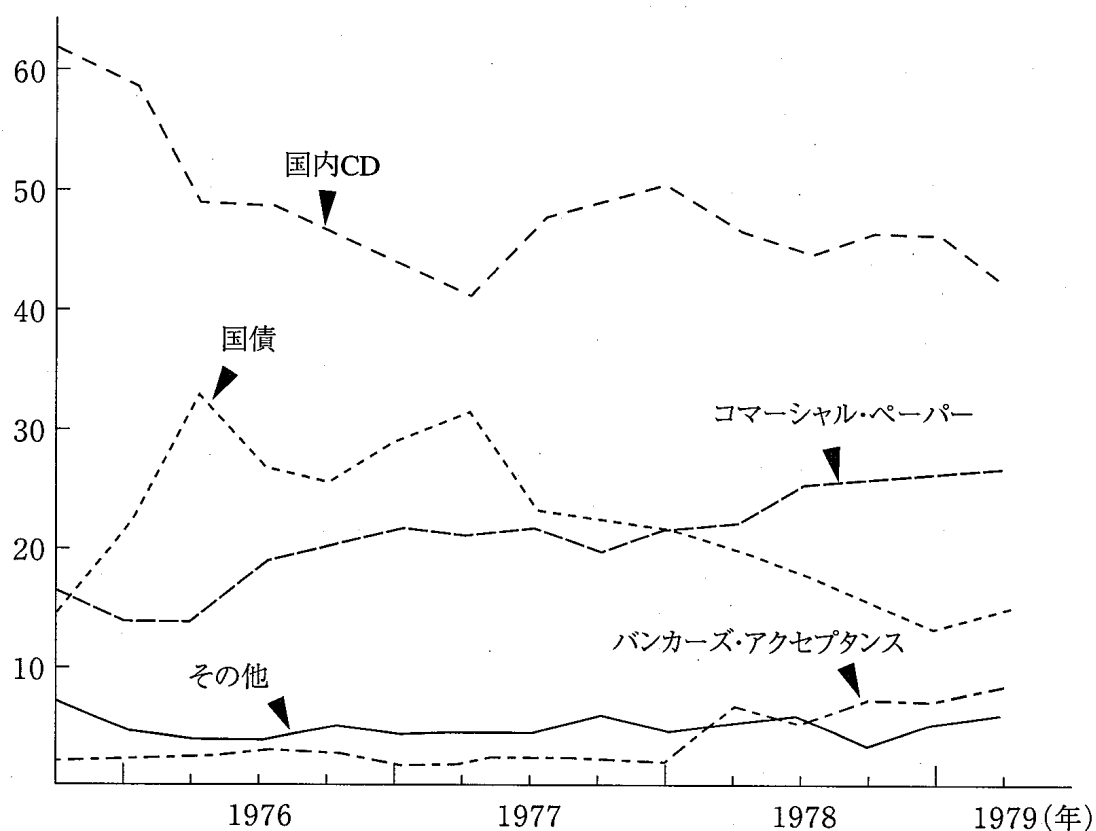
1978-83 年のデータしかないが、この時期に CD の流通市場が発達している。週報告銀行の発行残高にたいする政府証券ディーラーの取引額は、1978 年末の 1.3% から 83 年末には 4.7% に増加している。その後、CD 市場の崩壊によって政府証券ディーラーの CD 取引が減少している (表 15)。しかし、一定規模の流通市場が存在し企業が購入後に CD を売却できるので、商業銀行からみれば不変流動資本 c_z 部分の回収 (貨幣還流) を先取りすることができる⁸⁴⁾

ところが、銀行 CD の半分以上が投資銀行の MMMF (money market mutual funds) によって購入され、州地方政府やその他金融機関によっても銀行 CD が購入されるようになっている⁸⁵⁾ 1970 年代後半には、MMMF の資産の約半分が国内 CD となっている (図 6)。この時期の MMMF にたいする最大の投資家は個人である。CD 発行によって、商品の価値構成でいえば ($c_f + m_a$)

84) 注 68) を参照されたい。

85) Stigum [1990], p. 970.

図6 MMMFの資産構成 (単位 %)



(Cook and Duffield [1979], p. 25, Chart 3. 原資料は Investment Company Institute.)

部分だけでなく個人所得 ($v + m_k$) 部分にまで拡大された貨幣をも、銀行は実際に貸し付けられた預金の回収に先立って取り入れる (表 13)。

しかし、1982-83年にCD市場は壊滅的な状況に陥る。それは、1982年2月のメキシコ債務危機に端を発した途上国の債務問題、83年9月の準備率の変更 (18か月以上の預金の準備率を0%へ)、さらに84年のContinental Illinoisの救助が重なったからであった。

この直前の1980年代始めには、ホールセールCDは1~3か月物が多く、6か月物、1年物となるにつれて少なくなっていた。しかし、固定金利の国内CD市場の崩壊をうけて、商業銀行は第1に18か月物の変動金利CDを投資銀

行の MMMF に売り出しは始めている。

第2に、Morgan Guaranty Trustのような最高の格付けをもつ銀行は、固定金利の2～5年の預金証書 (deposit notes) を発行して変動金利の債務にスワップしている⁸⁶⁾。ここで変動金利の債務をたとえば S & L の変動利付債だとする。商業銀行は短期の商工業貸出に対応した変動金利の負債をもち、S & L は長期の固定金利モーゲイジに対応した固定金利の負債をもつことになり、ALM (assets and liabilities management ; 資産負債総合管理) をおこなったことになる⁸⁷⁾。こうしたドルの金利スワップ市場は、1981 年末に導入されている。スワップにおける金利の支払いは、あらかじめ定められた日に一半年ごとに一ネットでおこなわれる⁸⁸⁾。

第3に、商業銀行は1982年12月に MMDA、83年1月にスーパー NOW⁸⁹⁾、83年秋に額面5,000ドルというリテール CD を導入している⁹⁰⁾。以上のように、国内 CD 市場の壊滅をうけて、銀行はホールセール CD に代わる新たな短期の金融商品をつぎつぎに生み出している⁹¹⁾。

2.2.4. MMDA とスーパー NOW

前節で1982-83年にホールセールの CD 市場が壊滅し、リテールの MMDA とスーパー NOW が導入されたことを指摘した。ここでは、MMDA とスーパー NOW という商業銀行の新しいリテール預金による回収 (還流) の拡大・先取りに焦点を当てることにする⁹²⁾。

86) Stigum [1990], pp. 134-135, 181, 982, 1121-1122.

87) 野村総合研究所編 [1986], 246 ページ。

88) Stigum [1990], pp. 929-930.

89) Livingston [1990], p. 196.

90) Stigum [1990], p. 981.

91) また、1983年には CD は壊滅的な打撃を受けたが、週報告銀行における FF & RP (repurchase agreements; 買戻し条件付き証券売買) を中心とする借入貨幣は減少することもなく増加している。Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin* 各号。

92) 注 75) を参照されたい。

まず、MMDA をみてみる。MMDA は個人、企業、非営利団体、政府のいずれにも利用可能である。この点ではCD と同じく商品の価値構成でいえば ($c_f + v + m$) 部分の回収 (還流) を先取りすることになる。ここでも ($v + m$) 部分まで回収 (還流) が拡大されている (表 13)。ただし、CD の場合には中央銀行貨幣である FF の還流であったが、MMDA では FF は関係なく預金還流になっている。

投資銀行の MMMF と異なり、MMDA は1か月の預金引出と小切手振出が6回 (小切手はそのうち3回) に制限されている。ただし、個人取引にかんしては制限はない。1984年には、MMDA の年回転率は3.5回となっている⁹³⁾ 預金引出と小切手振出が可能なので、不変流動資本 c_z 部分の回収 (還流) も可能である⁹⁴⁾

また、MMDA は1986年1月までミニマム・バランス (84年12月まで2,500ドル、85年1月以後1,000ドル) が要求されており、このミニマム・バランスが保たれれば利子率規制から自由であった⁹⁵⁾ こうしたミニマム・バランスの小ささ、さらにその廃止によって MMDA はリテールといわれている。

個人向け MMDA は準備率を課されていないが、非個人向け MMDA は非個人向け有期預金と同じ準備率を課されている⁹⁶⁾ MMMF と異なり MMDA は FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation ; 連邦預金保険公社), FSLIC (Federal Savings and Loan Insurance Corporation ; 連邦預金貸付公社), NCUSIF (National Credit Union Share Insurance Fund ; 全国信用組合出資金保険基金) によって公的保険を受けている。そのため、MMDA の方が MMMF より金利が低くなっている⁹⁷⁾

93) Keeley and Zimmerman [1985], p. 25, TABLE 1. Cook and Rowe [1985], p. 8, Table III. 原資料は *Federal Reserve statistical release G. 6*, February 12, 1985.

94) 注 68) を参照されたい。

95) Lown [1987], pp. 29, 32.

96) Tatom [1983], p. 8.

97) Lown [1987], pp. 29-30.

こうした MMDA の導入により、低金利のリテール預金や大額 CD から MMDA に預金がシフトしている⁹⁸⁾ とくに、CD の減少を MMDA が補っていることに注目したい。MMDA の急激な増加によって、CD 市場の崩壊にもかかわらず、週報告銀行の商工業貸出は若干減少しただけである⁹⁹⁾。このように MMDA はリテールといいながらも以前にはホールセールであった預金をも吸収している¹⁰⁰⁾。本稿の文脈からいえば逆に、商品の価値構成でいえばホールセール CD の $(c_f + m_a)$ 部分にくわえて、MMDA はリテールによる個人所得 $(v + m_k)$ 部分にまで拡大・先取りして預金を回収（還流）している（表 13）。

つぎに、ほぼ同じ時期に商業銀行によって導入されたスーパー NOW をみえる。スーパー NOW は個人向けであり、企業は利用できない（しかし、非営利団体と政府は利用できる）。銀行はスーパー NOW によって個人所得 $(v + m_k)$ 部分まで拡大して回収（還流）を先取りしているのである（表 13）。このときも中央銀行貨幣である FF ではなく預金で回収（還流）される。

スーパー NOW には、預金引出と小切手振出の制限がない。1984 年には、NOW 勘定の年回転率は 15.8 回となっている¹⁰¹⁾。預金引出と小切手振出が可能なので、不変流動資本 c_z 部分の預金も回収（還流）できる¹⁰²⁾。

ミニマム・バランスにかんして、スーパー NOW は MMDA と同じく 1986 年 1 月まで（84 年 12 月まで 2,500 ドル、85 年 1 月以後 1,000 ドル）要求されていた¹⁰³⁾。また、MMDA や MMMF と異なりスーパー NOW は要求払預金と同じ準備率を課されているので、スーパー NOW の利子率は MMDA や MMMF

98) Keeley and Zimmerman [1985], pp. 7-8.

99) モーゲイジ貸付には CD 市場の崩壊の影響がほとんどみられない。Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin* 各号。

100) MMDA は他のリテール預金と同様に大額 CD より低コストであり、CD から MMDA へのシフトによって銀行の預金金利コストは低下している。Keeley and Zimmerman [1985], p. 9.

101) Cook and Rowe [1985], p. 8, Table III. 原資料は *Federal Reserve statistical release* G. 6, February 12, 1985.

102) 注 68) を参照されたい。

103) Keeley and Zimmerman [1985], p. 25, TABLE 1.

の利子率より低くなる傾向にある。¹⁰⁴⁾ さらに、スーパー NOW は MMDA を補完するものであり、スーパー NOW はそれだけでは売り出されていない。つまり、スーパー NOW だけを取り扱っている商業銀行はなく、銀行は MMDA を購入した顧客に MMDA のオプションとしてスーパー NOW を勧めているのである。¹⁰⁵⁾

CD は基本的に企業にたいするホールセールの有期預金であった。ただし、企業にとっては流通市場において売却できる点で、要求払預金的な性格を合わせもつ。一方、MMDA とスーパー NOW は基本的に個人にたいするリテールの有期預金である。¹⁰⁶⁾ しかし、預金引出と小切手振出ができる点で、CD よりさらに要求払預金に近い性格をもつ。そして、この小切手振出ができることによって、MMDA はリテール預金ながらも企業にも利用されると考えられる。

さらに、国債や CD は証券形態をとっており発行市場と流通市場が発達している。この発行・流通市場における決済手段、すなわち FF が商業銀行の貸付一回収に重要な意味をもつ。FF は中央銀行貨幣なので、銀行が国債を売却したり CD を発行すれば、銀行は預金ではなく貨幣を手に入れることになる。一方、新しいリテール預金には流通市場は存在しないので、銀行は MMDA とスーパー NOW によって貨幣ではなく預金を手に入れるのである (表 13)。¹⁰⁷⁾

2.2.5. ターム・ローンの流通市場

1970 年代から徐々にではあるが、ターム・ローンの流通市場が導入されている。ここでは、ターム・ローンの流通市場の特徴をみることによって、流通市場によるターム・ローンの回収 (還流) の拡大・先取りを把握することにする。¹⁰⁸⁾

104) Tatom [1983], p. 12.

105) Whitehead [1983], pp. 17-18.

106) ただし、MMDA とスーパー NOW は最低満期をもたないが、7 日間は引出ができない。しかし、スーパー NOW の場合にはめったに適用されていない。Munn, *et al.*, eds. [1991], pp. 672, 988. Whitehead [1983], pp. 15-17.

107) ただし、MMDA とスーパー NOW には流通市場がないので、国債や CD と異なり証券流通に必要な資金がいらなくなる。

RFC (Reconstruction Finance Corporation : 復興金融公社) が解体された1953年に設立されたSBA (Small Business Administration : 中小企業庁) は、翌54年から中小企業にたいして満期10年までの直接融資・協調融資・債務保証をおこなっていく。¹⁰⁹⁾ こうしたSBA ローンは月々の割賦返済が普通であった。¹¹⁰⁾ 1971年から、SBA 保証ローンの流通市場が導入されはじめた。これは中小企業にたいする民間ターム・ローンのSBA 保証部分(融資残高の90%まで)を保険会社、信託基金、年金・退職基金、大手銀行、信用組合、相互貯蓄銀行等に売却するものである。¹¹¹⁾

こうした商業銀行の貸付を売却するローン・セール (loan sales) の決済はどのようにおこなわれているのだろうか。ローン・セールは連銀の送金網であるフェッドワイヤー (Fedwire) やCHIPS (New York Clearing House Inter-

108) なお、流通市場による回収(還流)の拡大・先取りはターム・ローン自体の売却によっておこなわれる。先にみたその他の回収の拡大・先取りでは、ターム・ローンに十分な流動性がないので、様々な方法を造り出して流動性を確保していた。この点で流通市場による貸付の回収はユニークなことに注意されたい。

109) SBA ローンのほとんどを占める一般事業貸付 (Business Loans) の満期は原則として10年以内であり、一般事業貸付はおもに満期1年以上の長期のターム・ローンである。

SBA の直接融資とはSBA が中小企業に全額貸し付けるものであり、協調融資とはSBA と民間金融機関が企業への貸付を分担するものである。協調融資ではSBA の分担は貸付額の75%、150,000ドルまでに制限された。債務保証とは、民間金融機関の融資が返済されなかったときに、金融機関にたいしてSBA が融資残高の90%まで支払保証をするものである。債務保証を受けることができる中小企業はその他のSBA 融資を受けることができず、協調融資を受けることができる企業は直接融資を受けることができない。このように債務保証がもっとも優先され、つぎに協調融資、最後に直接融資が利用される。現実には、SBA 発足当初から融資額の50%が債務保証であり、1970年代後半にはこの比率は90%になっている。こうした債務保証比率の上昇は、1960年代以降の財政赤字の増加と一致している。

Bates [1984], II. 平井 [1980], 第3編, 第1章。

110) 日本生産性本部 [1961], 275 ページ。

111) 平井 [1980], 113-114 ページ。

1985年8月と86年2月には、First National Bank of Wisconsin が初めてSBA 保証ローンを担保にした証券を発行している。このSBA ローン担保証券とはSBA 保証の付いた中小企業向け貸付をパッケージして、これを証券として売り出したものである。これは後でみるGNMA (Government National Mortgage Association ; 政府全国モーゲージ協会) パス・スルー証券と類似したものである。しかし、1986年2月には認可された19のうちわずか5つの機関がSBA 保証ローンを証券化したに過ぎない。Pavel [1986], pp. 21-22, 25.

bank Payments System : ニューヨーク手形交換所銀行間決済システム) を利用することもある。しかし、1986年6月4日の調査にもとづいたニューヨーク連銀の見積もりによると、フェッドワイヤーやCHIPSによる取引額は総取引の2%に過ぎなかった。銀行はローン・セール取引のほとんどを自己勘定でおこなっているのである。¹¹²⁾

先にみたように、SBA ローンのかかなりの部分を機関投資家が購入している。機関投資家がSBA ローンを購入する場合、SBA ローンのかかなりの部分を個人が購入していることになる。機関投資家をとおして個人所得がターム・ローンの購入に向かっているからである。こうして、商業銀行は個人所得($v + m_k$)部分の預金を取り入れる。回収(還流)の拡大が個人所得にまで及んでいるのである。さらに、銀行はローン・セールによって実際に貸し付けた預金の回収に先立って個人所得($v + m_k$)部分の預金を手に入れているのである(表13)。

こうした商業銀行のローン・セール市場は1983年頃から急成長している。¹¹³⁾ 非保険商業銀行のローン・セールは1984年頃から急増し88年第1四半期には2,363億ドルに達している。とくにトップ25行にますます集中していることがわかる(図7)。トップ25行の商工業貸出残高に占めるローン・セールの比率も、1984年頃から急増し88年第1四半期には85.7%に達している(図8)。¹¹⁴⁾ 買い手は外国銀行や地方銀行であり、ノンバンクも増加している。1984年中にBankers Trust は約75億ドルの融資を売却し、買い手の約30%は機関投資家(企業、年金基金、マネー・マネージャー、保険会社)である。¹¹⁵⁾

1984年には、すべてのマネー・センター・バンクがローン・セールに参加していたか参入を計画している。Bankers Trust と Citibank がローン・セールの

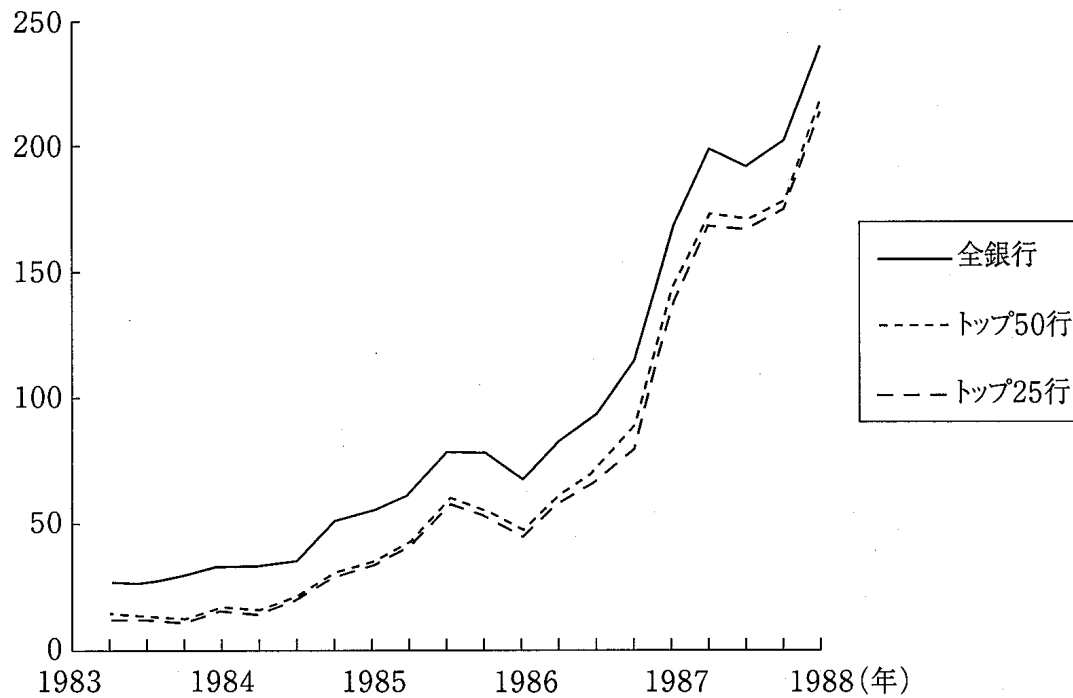
112) Federal Reserve Bank of New York [1987-88], pp. 6, 9, Table 4, p. 11.

113) 1982年のメキシコの債務危機に端を発したラテン・アメリカの累積債務問題によって、マネー・センター・バンクがシンジケート・ローンを売却し始めている。Kizzia [1987], p. 32.

114) 1985年8月21日には、ニューヨーク市の銀行の商工業貸出残高の31%、同じく週報告銀行の商工業貸出残高の9%が売却されている。Salem [1986], p. 8, TABLE 3.

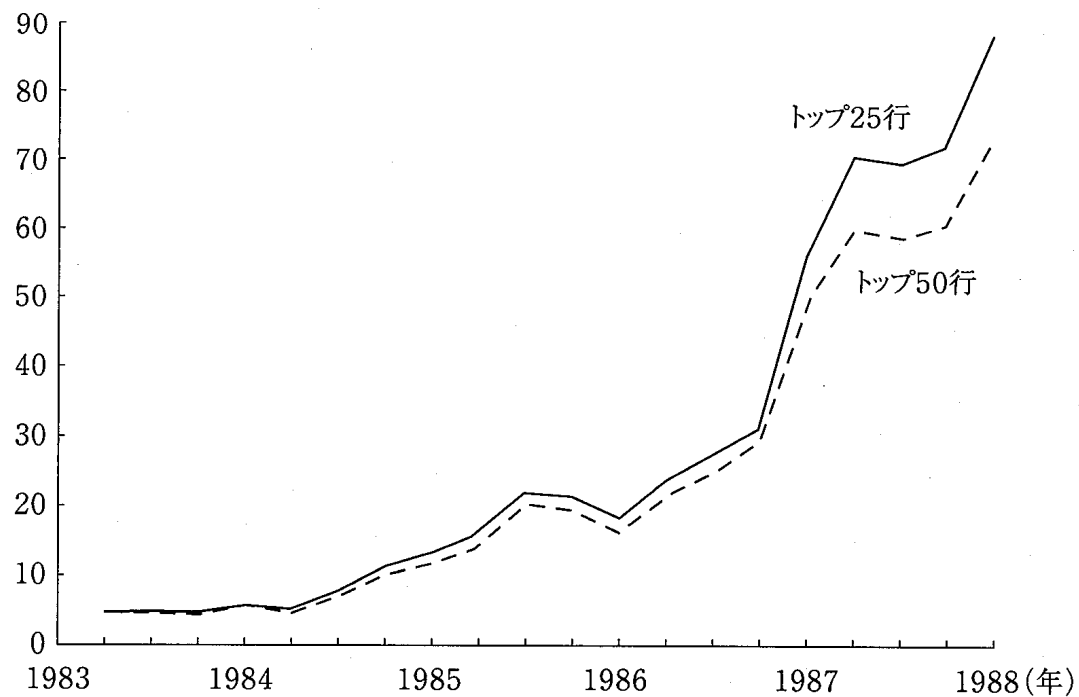
115) 以上 Kirkland Jr. [1986], p. 56. 松井 [1986], 85 ページ。

図7 非保険商業銀行のローン・セール 1983-88年 (単位 10億ドル)



(Gorton and Haubrich [1990], P. 91, Table 2, 原資料は FDIC Call Reports, Schedule L.)

図8 商工業貸出に占めるローン・セールの比率 1983-88年 (単位 %)



(Gorton and Haubrich [1990], P. 95, Table 3, 原資料は FDIC Call Reports.)

パイオニアで、Morgan Guaranty Trust と Chase Manhattan Bank がこれにつづいて参入した。¹¹⁶⁾ 1985 年第 4 四半期には、3,214 行の銀行がローン・セールを報告している。¹¹⁷⁾ 1990 年には、Security Pacific National Bank がこの業務のリーダーで、Bankers Trust が 2 番手、Morgan と Chase がこれにつづくとみられている。¹¹⁸⁾ 平均取引単位は 2,500 万ドルという大きなものである。¹¹⁹⁾

1980 年代半ばには、売却された貸出の満期は 1 日～2 年で、その 80% が満期 90 日以下のものであった。¹²⁰⁾ しかし、こうした満期の短いものはすぐに返済されるので、1987-89 年には少なくとも売却された貸出残高の半数は満期 1 年以上のターム・ローンであった。¹²¹⁾ 1988 年 10 月初めには、10 行の主要銀行による商工業貸出の売却の 160 億ドルが短期のもので、440 億ドルが長期のターム・ローンであった。¹²²⁾

こうしたローン・セールの 90% を超えた部分を上位 1% の巨大銀行が提供していたのである。¹²³⁾ マネー・センター・バンクはかつてはコルレス銀行に貸出を売却しており、ローン・セール市場が急成長した 1983 年には外国銀行がほとんど 100% 購入していた。¹²⁴⁾ しかし、1984 年 11 月～87 年 7 月にはローン・セール

116) Stigum [1990], p. 1089.

117) Gorton and Pennacchi [1989], p. 132. 原資料は Pavel, Christine, and Phillis, David, "To Sell or Not to Sell: Loan Sales by Commercial Banks," Federal Reserve Bank of Chicago, 1987, mimeographed.

ただし、1986-92 年にはローン・セールの 22.0～44.5% が M&A (mergers and acquisitions) 関連のものであった。Gorton and Pennacchi [1989], p. 132. Haubrich and Thompson [1993], TABLE 1. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* 各号。

118) Stigum [1990], p. 1092.

119) Stigum [1990], p. 1091.

120) Gorton and Pennacchi [1989], p. 132. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, June 1985.

121) Cantor and Demsetz [1993], p. 35. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* 各号。

122) Stigum [1990], p. 1092. 原資料は American Banker newsletter, *Asset Sales Report*, October 10, 1988.

123) Cantor and Demsetz [1993], p. 35.

市場において国内の商業銀行が購入したものが25.9~72.1%になっている。¹²⁵⁾ 1990年にマネー・センター・バンクの売却した貸出の10~15%を外国銀行が購入し、残りをノンバンクが購入している。それは(しばしば年金基金へ投資する)銀行信託部門、生命保険、企業である。¹²⁶⁾

商業銀行のターム・ローンが企業が購入するとき、企業が一定期間ターム・ローンを保有するならば減価償却基金や蓄積基金によって国債を購入するだろう。減価償却基金や蓄積基金は、当面再生産過程に利用されないからである。このとき、企業から銀行へ商品の価値構成でいうと c_f 部分と加速償却による m_a 部分の預金が実際に貸し付けた預金の回収に先立って支払われる。加速償却によって m_a 部分まで預金の回収(還流)が拡大されている。

また、ターム・ローンのかなりの部分を個人が購入している。銀行信託部門や生命保険といった機関投資家をとおして個人所得がターム・ローンの購入に向かっている。こうして、商業銀行は個人所得($v + m_k$)部分の預金を取り入れる。回収(還流)の拡大が個人所得にまで及んでいるのである。さらに、銀行は実際に貸し付けた預金の回収に先立って($v + m_k$)部分の預金を手に入れる(表13)。

ターム・ローンの流通市場、すなわちローン・セール市場は一定の規模にまで成長している。¹²⁷⁾ しかし、ターム・ローンは後でみるモーゲイジ貸付よりも証

124) Stigum [1990], p. 1093.

1980年代半ば~92年にも、外国銀行は売却された貸出の38.2~76.9%を購入していた。Gorton and Pennacchi [1989], p. 132. Haubrich and Thompson [1993], TABLE 1. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* 各号。

125) Gorton and Haubrich [1990], pp. 108-109, Table 11. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*.

126) Stigum [1990], p. 1093.

127) ただし、1980年代半ばにアンケートに答えた売り手銀行の80%が、買い手による第三者へのローン・セールの転売をほとんど認めていないと報告している。Gorton and Haubrich [1990], p. 113. 原資料は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, February 1986, p. 4.

券化が困難である。とくに、SBA 保証ローン¹²⁸⁾のように保証されていないものは最も証券化が難しく、少なくとも1986年まで証券化されていない。ターム・ローンの満期は1年から約8年までの範囲にあり、その返済は月々の完全割賦方式ではない。そのために、返済ストリームが固定されていないのである。¹²⁹⁾ (未完)

参 考 文 献

- Bates, Timothy [1984], "A Review of the Small Business Administration's Major Loan Programs", Paul M. Horvitz and R. Richardson Pettit, eds., *Small Business Finance, Part B, Source of financing for small. Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, Vol. 42*, Edward I. Altman and Ingo Walter, eds., Greenwich: JAI Press Inc.
- Beckhart, Benjamin H. [1972], *Federal Reserve System*, New York: Columbia Univ. Press. (矢尾次郎監訳『米国連邦準備制度』東洋経済新報社, 1978年)
- Board of Governors of the Federal Reserve System [1976], *Banking and Monetary Statistics 1941-1970*, Washington, D.C.
- Cantor, Richard, and Demsetz, Rebecca [1993], "Securitization, Loan Sales, and the Credit Slowdown," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Summer.
- Cook, Timothy Q., and Duffield, Jeremy G. [1979], "Money Market Mutual Funds: A Reaction to Government Regulations or a Lasting Financial Innovation? "Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, July/August.
- Cook, Timothy Q., and Rowe, Timothy D. [1985], "Are Now's Being Used As Savings Accounts? "Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, May/June.
- Cook, Timothy Q., and Summers, Bruce J., eds. [1981], *Instruments of the Money Market*, 5th ed., Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond. (小畑二郎, 小林襄治, 坂野幹夫訳『アメリカの貨幣市場 —短期金融市場の実態—』日本証券経済研究所, 1983年)
- Federal Reserve Bank of New York [1987-88], "Large-Dollar Payment Flows from New York," *Quarterly Review*, Winter.
- Gorton, B. Gary, and Pennacchi, George [1989], "Are Loan Sales Really Off-Balance Sheet? " *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 4, No. 2, September.

128) SBA ローンの証券化については注 111)を参照されたい。

129) 以上 Pavel [1986], p. 25.

- Gorton, B. Gary, and Haubrich, Joseph G. [1990], "The Loan Sales Market," George Kaufman, ed., *Research in Financial Services*, Vol. 2, Greenwich: JAI Press Inc.
- Haubrich, Joseph G., and Thompson, James G. [1993], "The Evolving Loan Sales Market," Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, July 15.
- Keeley, Michael C., and Zimmerman, Gary C. [1985], "Competition for Money Market Deposit Accounts," Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, Spring, Number 2.
- Kirkland, Richard I., Jr. [1986], "Banks Seek Life Beyond Lending," *Fortune*, March 3.
- Kizzia, Carol [1987], "What's behind the growth in asset sales?" *ABA Banking Journal*, March.
- Livingston, Miles [1990], *Money and Capital Markets—Financial Instruments and Their Uses*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Lown, Cara S. [1987], "Money Market Deposit Accounts Versus Money Market Mutual Funds," Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, November.
- Melton, William C. [1977-78], "The Market for Large Negotiable CDs," Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Winter.
- Moore, George S. [1959], "Chapter 9 Term Loans and Interim Financing," Benjamin Haggott Beckhart, ed., *Business Loans of American Commercial Banks*, New York: The Ronald Press Company.
- Pavel, Christine [1986], "Securitization," Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, July/August.
- Pechman, J. A. [1987], *Federal Tax Policy*, 5th ed., Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Salem, George M. [1986], "Selling Commercial Loans: A Significant New Activity for Money Center Banks," *The Journal of Commercial Bank Lending*, April.
- Stigum, Marcia [1990], *The Money Market*, 3rd ed., Homewood: Dow Jones-Irwin.
- Tatom, John A. [1983], "Money Market Deposit Accounts, Super-NOWs and Monetary Policy," Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, Vol. 65, No. 3, March.
- U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census [1975], *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, reprinted 1989, New York: Kraus International Publications.
- Whitehead, David D. [1983], "MMDAs and Super NOWs: The Record So Far," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, June.
- Willemse, Rob J. M. [1986], "Large Certificates of Deposit," Timothy Q. Cook and Timothy D. Rowe eds., *Instruments of the Money Market*, 6th ed., Richmond: Federal

- Reserve Bank of Richmond.
- Willis, Parker B. [1968], *The Federal Funds Market, Its Origin and Development*, 3rd ed., The Federal Reserve Bank of Boston.
- [1970], *The Federal Funds Market, Its Origin and Development*, 4th ed., The Federal Reserve Bank of Boston.
- Woodworth, G. Walter [1965], *The Money Market and Monetary Management*, New York: Harper & Row.
- 大友敏明 [1993], 「金融システムの不安定性の根拠について」, 証券経済研究所『証券研究』第107巻, 11月。
- 掛下達郎 [1992], 「フェデラル・ファンズ市場と貨幣節約」, 九州大学大学院『経済論究』第84号, 10月。
- [1994], 「米国連邦準備銀行による割引政策と公開市場操作 —アコード以前と以後—」, 九州大学大学院『経済論究』第88号, 3月。
- [1996], 「ターム・ローンの貸出—回収(貨幣還流)—戦後の転嫁流動性の展開—」, 『松山大学論集』第8巻第5号, 12月。
- 数阪孝志 [1991], 『アメリカ商業銀行の多角的展開』東洋経済新報社。
- 川合一郎 [1957], 『資本と信用 —金融経済論序説—』有斐閣。(『川合一郎著作集 第二巻』有斐閣, 1981年, 所収)
- [1965], 『信用制度とインフレーション』有斐閣。(『川合一郎著作集 第五巻』有斐閣, 1981年, 所収)
- 川波洋一 [1995], 『貨幣資本と現実資本 —資本主義的信用の構造と動態—』有斐閣。
- 坂本 正 [1997], 『金融革新の源流』文真堂。
- 佐久間潮／打込茂子 [1982], 『アメリカの金融市場 —システム, マーケット, ポリシー—』東洋経済新報社。
- 日本生産性本部 [1961], 『アメリカにおける中小企業金融業 中小企業金融業専門視察団報告書』PRODUCTIVITY REPORT 129, 12月。
- [1962], 『米国の銀行業務 第2次銀行業専門視察団報告書』PRODUCTIVITY REPORT 145, 12月。
- 野村総合研究所編 [1986], 『10年後の世界経済と金融・資本市場』。
- 平井昶郎 [1980], 『アメリカとカナダの中小企業金融』金融財政事情研究会。
- 深町郁彌 [1986], 「商業銀行のターム・ローンと金融市場」, 九州大学『経済学研究』第52号 第1～4号, 10月。
- 北條裕雄 [1992], 『現代アメリカ資本市場論 —構造と役割の歴史的变化—』, 同文館。
- 松井和夫 [1986], 『セキュライゼーション —金融の証券化—』東洋経済新報社。
- 守山昭男 [1994], 『銀行組織の理論』同文館。