

米国預金金利規制改革の資金仲介機能への影響

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 米国では 2011 年 7 月 21 日、ドッド・フランク法により、要求払い預金に金利を付することを禁じるレギュレーション Q が撤廃された。レギュレーション Q は、大恐慌を受けて導入された金利規制であり、これまでも段階的に緩和されてきたが、今回の措置により、今まで禁じられてきた営利企業の決済性預金にも金利を付与することが可能となる。
2. もっとも、レギュレーション Q の撤廃は、必ずしも今般の金融危機を踏まえたシステムミック・リスクの再発防止や金融システムの頑健性向上とは関係ないようである。むしろ、中小企業の資金調達への影響など、短期金融市場を通じた資金仲介に変動をもたらす可能性もある。
3. 例えば、法人向け MMF から金利付きの決済性預金に資金シフトが生じることにより、MMF の短期資金の供給源としての役割が低下する恐れがある。また、銀行融資の面でも、①銀行の資金調達コスト上昇に伴う融資減少、②コミュニティ・バンクが大手行との金利競争を強いられることに伴う中小企業への融資の滞り、といった影響が指摘されている。
4. レギュレーション Q の撤廃は、MMF の資産縮小を通じた短期金融市場の機能低下、銀行の資産・負債の満期ミスマッチに伴う銀行経営の悪化など、長期的には金融システムへの影響も懸念される。

I. はじめに

米国では、2011 年 7 月 21 日より、要求払い預金に金利を付することを禁じるレギュレーション Q（連邦規則集第 12 巻第 2 章 A 第 217 条）が撤廃された。これは、2010 年 7 月 21 日に制定されたドッド・フランク法第 627 条において、レギュレーション Q の法律上の根拠規定である、連邦準備法第 19 条(i)および連邦預金保険法第 18 条(g)が同法制定から 1 年後に削除されることとされたためである。これにより、大恐慌から約 80 年の間、段階的に緩和されつつも維持されてきたレギュレーション Q は完全に撤廃されることとなり、今

まで禁じられてきた営利企業の決済性預金に金利を付与することも可能となる。

レギュレーション Q は、大恐慌の遺物として長年規制緩和のアジェンダの一つとされてきたが、銀行業界の中でも、コスト高に繋がるという見方と競争上の手段として活用できるとの見方が対立していたため、優先順位は高くなく、実現には至らなかった。ドッド・フランク法制定に際しても、議会で大々的に議論された形跡はなく、長年の懸案事項を丁度都合の良い手段であったドッド・フランク法に紛れ込ませたとする法律家の見解もある。実際、2009年12月10日の下院審議において、スコット・マーフィー議員（民主党、ニューヨーク）が「(レギュレーション Q は) 小規模事業体に悪影響を与え、彼らの事業構築を阻害するものであり、規制システムの問題に取り組んでいる今が、これを撤廃する時だ」と述べるなど、必ずしも今般の金融危機を踏まえたシステム・リスクの再発防止や金融システムの頑健性向上とは関係なかったことが伺える¹。

むしろ、レギュレーション Q の撤廃は、マーフィー議員の発言とは逆に、中小企業の資金調達への影響など、短期金融市場を通じた資金仲介機能に変動をもたらす可能性を指摘する向きもある。以下では、従来の金利規制を概観した上で、想定されるレギュレーション Q の影響について考察する。

II. 従来の預金金利規制

レギュレーション Q の起源は、1930年前後の大恐慌を受けて制定されたグラス・スティーガル法である。同法では、銀行と証券の分離に加え、金利規制が盛り込まれ、連邦準備制度理事会 (FRB) による金利上限の設定、決済性預金に対する付利の禁止が導入された。これは、銀行経営の安定性を阻害する預金金利の過当競争を防止し、景気回復に向けて資金を投資に向かわせることを目的とするものであった。その結果、大恐慌からの景気回復に寄与したとの評価もあると同時に、金利付き預金を代替するものとして、流動性が高く、利回りを期待できる MMF の拡大にも繋がった。

しかし、1960年代以降、こうした金利規制は段階的に撤廃されるようになった。特に、レギュレーション D (連邦規則集第12巻第2章A第204条) において金利を付与できる NOW (Negotiable Order of Withdrawal=小切手) 口座が認められたことにより、レギュレーション Q の大部分は形骸化することとなった。また、銀行業界では独自に、レギュレーション Q を回避するべく、スイープ口座が生み出された。これは、口座の中で事前に定められた金額を超過する部分を他の口座に一時的に移動 (スイープ) し、流動性の高い金融商品で運用し、元口座で事前に定められた金額を下回った時に、他方の口座で保有する金融商品を現金化して元口座に戻す、という仕組みを持つものである。

NOW 口座もスイープ口座も、実質的には金利が付与される決済口座として使われてき

¹ “Wall Street bill sweeps away stray remnant of 1933 Glass-Steagall Act” *The Hill*, August 6, 2010. なお、ドッド・フランク法第343条では、無利子の決済性預金が全額預金保険の対象となったが、これは金融危機時の臨時措置を2012年末まで延長するものであり、レギュレーション Q の廃止とは直接関係ないものと思われる。

た。しかし、NOW 口座を開設できるのは、レギュレーション D により、個人や非営利団体、年金基金に限定されており、営利企業は利用できない。他方、スイープ口座については、金利付き決済性預金への移行手続きコストのため、営利企業によって今後も使われるとされており、それゆえレギュレーション Q 撤廃の影響は軽微と見るむきもあるが、スイープ口座の維持コストと金利動向などとの見合いで、金利付き決済性預金に多くの企業が移行する可能性も指摘されている²。

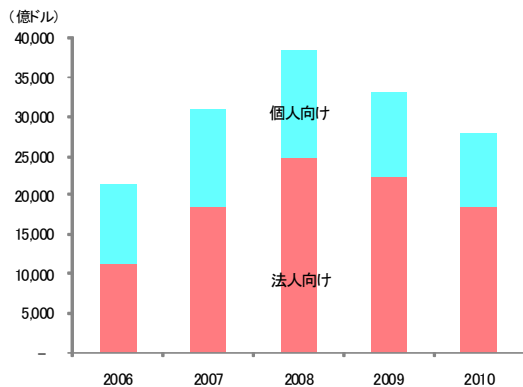
Ⅲ. MMF を経由した影響

大恐慌から脱するために策定されたレギュレーション Q が、金融危機から脱するために策定されたドッド・フランク法によって撤廃されるというのは、皮肉な話である。実際、景気回復が必ずしも定着していない現在の局面でレギュレーション Q を撤廃することは、下記のような企業の資金調達への影響が考えられる。

第一に、MMF を経由した影響が想定される。企業の決済性預金に金利を付することが認められることで、こうした預金へ MMF 資金の一部が流出する可能性がある。米国では、MMF のうち法人向けの MMF が 66% を占めるため（2010 年）、企業による MMF からの資金引き出しが生じれば、その影響は小さくはない（図表 1）。他方、MMF は米国における発行済みコマーシャル・ペーパー（CP）を 37% 保有しており（2010 年）、安定的かつ最大の受け皿となっているため、MMF の資産減少は企業の CP による資金調達にも影響を及ぼすことになる（図表 2）。

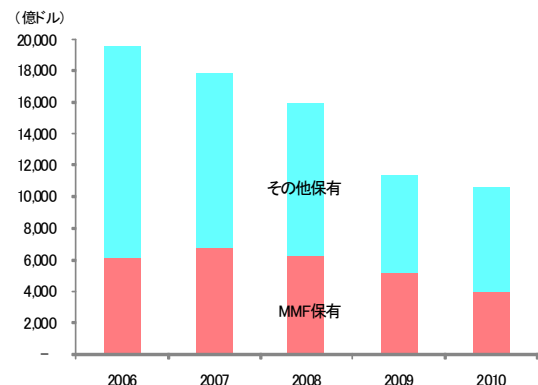
金融危機時には、リーマン・ブラザーズの破綻を受けて MMF の元本割れ懸念が高まり、機関投資家を中心に解約請求が殺到した。そのため、MMF の一部では組入れ証券の投売

図表 1 MMF の法人・個人別保有



(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

図表 2 CP の保有主体



(注) 2006、2007 年は銀行引受証書 5 億ドルを含む
(出所) FRB より野村資本市場研究所作成

² “Reg Q Wipeout” *Treasury and Risk*, September 2, 2010

りを余儀なくされるものもあり、短期金融市場の機能不全の一因となった。結果、事業会社や地方公共団体、金融機関の間で、CP を通じた短期資金の調達に困難になる事態が生じた³。レギュレーション Q 撤廃の影響は直接的には営利企業の資金に係るため、金融危機時ほど広範な影響は生じないものと思われるが、MMF が果たしている短期資金の供給源としての役割が低下する恐れはある。

IV. 銀行融資を経由した影響

第二に、銀行融資の減少による企業の資金調達への影響が考えられる。まず、レギュレーション Q 制定の背景にあった銀行の預金獲得に向けた過当競争が、法人預金の獲得でも生じる可能性がある。実際、1980 年代に個人向け決済性預金への金利付与を認めた際、20% 以上の金利を宣伝した貯蓄貸付機関もあったという⁴。こうした事態が生じれば、銀行の資金調達コストが上昇し、融資の減少にも繋がる可能性がある。

また、コミュニティ・バンクが競争上不利になる可能性も指摘されている。法人の決済性預金に金利を付与できるようになることにより、規模が小さく預貸以外の収益源を多く持ち合わせていないコミュニティ・バンクが、様々な収益源を持つ大手行と金利競争を強いられることになり、コミュニティ・バンクの融資余力の低下に繋がる恐れがある、というものである。その結果、銀行過疎地での融資や、コミュニティ・バンクが得意としてきたリージョンシップ・バンキングの減退が生じる可能性があり、中小企業への融資が滞る懸念が指摘されている⁵。

V. 懸念される金融システムへの影響

上記でも触れているように、レギュレーション Q の撤廃は、企業の資金調達への影響だけでなく、金融システム全体のストレス要因にもなり得る。例えば、MMF からの資金流出は、短期金融市場の担い手の減少を意味し、短期金融市場における資金仲介機能の低下に繋がる恐れがある。また、銀行の金利競争は、1980 年代の S&L 危機時に見られたように、過大な銀行資産の増加、資産・負債のミスマッチの発生に繋がり、危機後に金利が急上昇するという従来の経験則が今回も有効であれば、特に中小銀行の経営に甚大な影響が及ぶとの指摘もある⁶。

FRB は 2011 年 4 月 6 日から 5 月 16 日にかけて、レギュレーション Q 撤廃に関する規則案への意見募集を行った。特に、銀行の収入やバランスシートへの影響、短期金融市場への

³ 金融危機時の MMF を巡る状況および規制改革を巡る議論の詳細については、神山哲也・三宅裕樹「シャドー・バンキングとしての MMF への規制強化をめぐる議論 ―米国 SEC におけるラウンドテーブルの開催―」『野村資本市場クォーターリー』2011 年夏号参照。

⁴ “The Systemic Risk of a Reg Q Repeal” *American Banker*, May 17, 2011

⁵ “Feedback: More Reasons to Delay or Stop Reg Q repeal” *American Banker*, March 24, 2011

⁶ “Don’t Let the Repeal of Regulation Q Stand” *American Banker*, March 17, 2011

影響に関する市場関係者の意見が求められた。寄せられた意見の中では、例えば米国銀行協会（ABA）は、①特に法人向け口座の獲得に向けた競争が高まる、②金利コストの上昇と純金利収入の減少でコミュニティ・バンクが競争上不利になる、③法人向け口座に金利を付与できたクレジット・ユニオンとそれが認められてこなかった預金保険公社（FDIC）付保銀行との競争条件が平準化される、④伝統的な銀行システムの外にあった資金の再仲介化（Reintermediation）が生じる、といった影響を挙げている。また、投資信託の業界団体である投資会社協会（ICI）は、無利子決済性預金への保証を無制限にすることとレギュレーション Q が相俟って、将来の危機時に MMF からの資金流出が生じることになり、システミック・リスクの懸念が高まるとしている。

超低金利や株価の伸び悩みなど、金融危機の後遺症が残る中で、レギュレーション Q 制定の根拠は今日の状況下でも妥当すると言えよう。かといって、再び金利規制を課すということも、世界の潮流と逆行するもので考え難い。既に、シティバンク、ウェルス・ファースト、TD バンク、キャピタルワンなどが、金利付きの法人向け決済性預金の提供を開始することが報じられており⁷、今後の動向が注目される。

⁷ “Shhh! Interest Checking is Now Available to Small Businesses; You’re the Boss” *The New York Times*, July 21, 2011