

1980年代アメリカの国債市場と 国債ディーラーの破綻

池 島 正 興

はじめに

1980年代に入りアメリカの国債管理政策は一つの新たな問題を抱えることとなった。それは多発するようになった国債ディーラーの破綻の問題である。

1970年代の後半にあっても、1975年にはFinancial Corp. of Kansas City, 77年にはWinters Government Securitiesが破綻し、数は少ないものの国債ディーラーの破綻が存在した。しかし、1982年にはDrysedale Government Securities, Inc.とLombard-Wall, Inc.さらにComark, Inc.とHibbard & O'Connor Government Securities, Inc.の4つの国債ディーラー、84年にはLion Capital Group, Inc.とRTD Securities, Inc.の2つの国債ディーラー、さらに85年にはE. S. M. Government Securities, Inc.とBevill, Bresler & Sculman Asset Corp.さらにParr Securities Corp.の3つの国債ディーラーが破綻もしくは破綻に近い状況を呈してきたのである。

このように1982～85年には国債ディーラーの破綻が多発してきたが、それは国債投資家に巨額の損失を与えるとともに経済にも大きなインパクトを与えてきた。とりわけ、1985年のそのインパクトは顕著で、国債ディーラーの破綻を契機にオクラホマ州で金融危機とも呼べる事態が現出することとなったのである。

そうした国債ディーラーの破綻の多発やその経済的インパクト、さらにはそれが国債市場の規制強化の問題にまで発展したことは、わが国の研究でも簡単ではあるが取り上げられ、紹介されてきた¹⁾。

しかし、そもそも、その時期になぜ国債ディーラーの破綻が多発するようになったのか、またその破綻がなぜ国債投資家に巨額の損失を被らせることとなったのか、さらには、その破綻が最終的には国債市場の規制強化に至らせるほどの、大きな経済的インパクトを与えたのはなぜなのか、という問題を国債ディーラーの役割の変貌をも含めた1980年代の国債市場や国債保有構造の変化との関連のなかで考察することは十分にはなされてこなかった。

小論は1982～85年の国債ディーラーの破綻とその経済的インパクトの問題をいわば国債市場の構造的変化との内的関連のなかで考察しようとするものであり、80年代の国債市場の規制問題を検討する準備的考察をなすものでもある。

I 1980～85年の国債の発行市場と保有構造

1982～85年に国債ディーラーの破綻が多発するようになるが、まずは国債ディーラーの活動の場である1980～85年の国債市場はどのような特徴を有したのか見ていくことにしよう。最初に国債発行市場の変化を表I-1をもとに見ていこう。

1981年に成立したレーガン政権は高水準の財政赤字を継続し、その結果、総国債残高も急増することとなった。1970年代では総国債残高の対名目GNP比率は低下基調にあったが、1981年を境に急激な増大の基調に転じ

1) たとえば、磯谷玲『八〇年代アメリカの金融変革』日本経済評論社、1997年、81-87ページ、渋谷博史『レーガン財政の研究』東京大学出版会、1992年、193-196ページ、西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』有斐閣選書、1989年、341-346ページを参照。

表 I - 1 国債残高の推移

[単位：10億ドル， %]

年	総国債		市場性国債		B/A	市場性国債の 残存平均満期 (各年度末)
	額 (A)	対名目 GNP比率	額 (B)	対名目 GNP比率		
1970	389.2	38.3	247.7	24.4	63.6	3年8ヶ月
1975	576.6	36.1	363.2	22.7	63.0	2年8ヶ月
1980	930.2	34.0	623.2	22.8	67.0	3年9ヶ月
1981	1,028.7	33.7	720.3	23.4	70.0	4年0ヶ月
1982	1,197.1	37.8	881.5	27.8	73.6	3年11ヶ月
1983	1,410.7	41.4	1,050.9	30.9	74.5	4年1ヶ月
1984	1,663.0	44.1	1,247.4	33.1	75.0	4年6ヶ月
1985	1,945.9	48.5	1,437.7	35.8	73.9	4年11ヶ月

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号および *Economic Report of the President*, 1991より作成。

た。それは1981年の33.7%から85年の48.5%へとわずか4年間で約15%ポイントも増大した。

そして、その時期には総国債残高が急増する一方で、それに占める市場性国債残高の比率も大幅に増大した。総国債残高に占める市場性国債の比率は1981年以降では継続的に70%台の高い数字を示してきた。その結果、市場性国債残高の対名目GNP比率も1980年の22.8%から85年の35.8%へとこれまた大きく増大してきたのである。

市場性国債の残高は急増するとともに、その平均残存満期は長期化してきた。1980年度末にはそれは3年9ヶ月であったが、82年度末を例外として順調に長期化し85年度末には4年11ヶ月となっている。1976年に開始された財務省の市場性国債の満期構成の積極的な長期化政策は80年代に入っても継承され、かつ成功してきたのである。この結果、市場性国債残高に占める中期国債および長期国債の比率も1975～80年、80～85年にかけて増大してきたのである（表 I - 2 を参照）。

こうした大量の国債発行の結果、国債発行によるネットの資金調達額が信用市場総体のそれに占める比率も大きく増大してきた。表 I - 3 に見る

表 I - 2 市場性国債残高の構成

[単位：%]

年 末	1975	1980	1985
総 計	100.0	100.0	100.0
ビ ル	43.4	34.7	27.8
中期国債	46.0	51.6	56.5
長期国債	10.6	13.7	14.7

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号より作成。

表 I - 3 信用市場でのネットの資金調達額の構成比率, 1977~85年

[単位：%]

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
総 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
国 債	21.0	19.0	17.3	27.7	26.6	45.4	38.5	30.4	30.9
州・地方政府債務	5.8	5.9	6.1	8.1	6.6	12.4	8.1	5.6	14.5
法人・外国債	9.5	6.7	7.0	9.3	5.7	6.4	4.7	7.8	10.9
モーゲージ	34.2	31.6	33.2	30.2	23.1	17.8	27.7	24.2	22.5
消費者信用	10.6	10.2	9.3	1.1	5.1	2.9	8.6	10.5	9.2
銀行ローン	7.8	12.4	10.4	10.5	11.4	10.3	4.4	8.2	3.6
オープンマーケットペーパー	3.9	5.5	8.2	4.9	10.8	1.1	4.1	5.8	5.0
その他ローン	7.2	8.7	8.5	8.3	10.8	3.6	3.8	7.5	3.3

(出所) 表 I - 2 に同じ。

ように、1970年代にあっては信用市場でのネットの資金調達総額の構成比率の第一位を占めるのはモーゲージによるものであり、国債発行によるそれは第二位の位置にあり、しかもモーゲージのその数字をかなり下回っていた。しかし、1981年以降ではモーゲージに代わり国債発行によるネットの調達額がその第一位を占めるようになり、かつ、82年以降にあっては国債発行のその構成比率は一段と高い水準を維持してきたのである。

これらの結果、当然のことながら信用市場を構成する債務の総残高に占める国債の比重も同上期間中、大きく増大してきた。表 I - 4 は債務主体別にその債務残高の構成比率を示したものである。それを見れば、連邦政府の構成比率は1970年代には漸次低下傾向をたどってきたのであるが、80

表 I - 4 信用市場債務残高の構成比率

[単位：%]

年	1970	1975	1980	1985
総計	100.0	100.0	100.0	100.0
連邦政府	18.8	17.1	16.0	19.5
州・地方政府	9.3	8.5	6.4	6.6
金融機関	7.1	9.2	11.2	13.5
外国	3.2	3.5	4.5	3.0
法人	22.2	21.1	19.6	18.2
個人	39.3	40.7	42.3	39.3

(出所) *Statistical Abstract of the United States 1987*, p.477より作成。

年を底に顕著な増大傾向に反転している。その結果、1985年のその構成比率は70年を上回るものとなっている。

かくして、1980～85年において信用市場総体に占める国債の比重は、年度ごとのネットの調達額で見た場合であれ、また、その残高を見た場合であれ、大きく上昇してきたのである。

さて、こうして同上期間に大量国債の発行・累積が国内の信用市場での比重をも高めるなかで、国債の保有構造はどのような変化を示したのであろうか。表 I - 5 を見てみよう。その期の国債保有の特徴の一つは1970年代に引き続き、民間部門投資家に分類される投資家の国債保有比率が増大したことである。しかも、民間部門投資家総体の国債保有比率は1970年から80年の10年間に7.3%ポイント増大したものの、80年から85年のわずか5年間にその増大幅にほぼ匹敵する6.5%ポイント増大し、その増大テンポを高めている。

この期間では既に見たように、大量の国債が発行・累積され、信用市場での国債の比重も上昇していたのであるから、そうした国債の発行・累積が急増するもとで民間投資家はそれこそ積極的に国債の投資・保有を拡大したことが分かる。

その民間投資家の内訳をしてみるならば、同上期間に最もその保有比率を高めたのは「その他」に分類されるグループである。それは国債の保有

表 I - 5 国債の保有

[単位：10億ドル，%]

年 末	1970	1975	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
総 計	389.2 (100.0)	576.6 (100.0)	845.1 (100.0)	930.2 (100.0)	1,028.7 (100.0)	1,197.1 (100.0)	1,410.7 (100.0)	1,663.0 (100.0)	1,945.9 (100.0)
連邦政府機関・ 信託勘定	97.1 (24.9)	137.4 (23.8)	187.1 (22.1)	192.5 (20.7)	203.3 (19.8)	209.4 (17.5)	236.3 (16.8)	289.6 (17.4)	348.9 (17.9)
連邦準備銀行	62.1 (15.9)	87.9 (15.2)	117.5 (13.9)	121.3 (13.0)	131.0 (12.7)	139.3 (11.6)	151.9 (10.8)	160.9 (9.7)	181.3 (9.3)
民間投資家	229.9 (59.0)	349.4 (60.5)	540.5 (63.9)	616.4 (66.3)	694.5 (67.5)	848.4 (70.9)	1,022.6 (72.5)	1,212.5 (72.9)	1,417.2 (72.8)
商業銀行	62.7 (16.1)	85.8 (14.8)	97.0 (11.4)	112.1 (12.1)	111.4 (10.8)	131.0 (10.9)	188.8 (13.4)	183.4 (11.0)	198.2 (10.2)
相互貯蓄銀行	3.1 (0.7)	4.5 (0.7)	4.2 (0.4)	-	-	-	-	-	-
マネー・マー ケット・ファンド	-	-	-	3.5 (0.4)	21.5 (2.1)	42.6 (3.6)	22.8 (1.6)	25.9 (1.6)	25.1 (1.3)
保険会社	7.4 (1.9)	9.3 (1.6)	14.4 (1.7)	24.0 (2.6)	29.0 (2.8)	39.1 (3.3)	56.7 (4.0)	76.4 (4.6)	78.5 (4.0)
その他会社	7.3 (1.8)	20.2 (3.5)	23.9 (2.8)	19.3 (2.1)	17.9 (1.7)	24.5 (2.0)	39.7 (2.8)	50.1 (3.0)	59.0 (3.0)
州・地方政府	27.8 (7.1)	33.8 (5.8)	68.2 (8.0)	87.9 (9.4)	104.3 (10.1)	127.8 (10.7)	155.1 (11.0)	179.4 (10.8)	226.7 (11.7)
個人	52.1 (13.3)	67.3 (11.6)	79.9 (9.4)	72.5 (7.8)	68.1 (6.6)	68.3 (5.7)	71.5 (5.1)	74.5 (4.5)	79.8 (4.1)
貯蓄債券	29.1 (7.4)	23.6 (4.0)	34.2 (4.0)	44.6 (4.8)	42.7 (4.2)	48.2 (4.0)	61.9 (4.4)	69.3 (4.2)	75.0 (3.9)
その他	23.0 (5.9)	43.7 (7.6)	45.0 (5.3)	27.9 (3.0)	25.4 (2.4)	20.1 (1.7)	9.8 (0.7)	5.2 (0.3)	4.8 (0.2)
外国・国際 機関	20.6 (5.2)	66.5 (11.5)	123.8 (14.6)	129.7 (13.9)	136.6 (13.3)	149.5 (12.5)	166.3 (11.8)	192.9 (11.6)	212.5 (10.9)
その他	19.9 (5.1)	38.3 (6.6)	94.8 (11.2)	122.8 (13.2)	163.0 (15.8)	217.0 (18.1)	259.8 (18.4)	360.6 (21.7)	462.4 (23.8)

(出所) 表 I - 2 に同じ。

比率を1980年の13.2%から85年の23.8%へ約10%ポイントも増大させている。1980～85年に民間投資家総体の国債保有額は8,008億ドル増大し、他方、「その他」グループのそれは3,396億ドル増大しているわけであるから、「その他」の国債保有増大額はその期間での民間投資家総体のその増大額の半

分弱をも占めるのである。「その他」グループは*Federal Reserve Bulletin*の注記によれば、1980～85年現在では貯蓄貸付組合、非営利機関、信用組合、相互貯蓄銀行、法人年金基金、国債ディーラー・ブローカー、特定の連邦政府預金勘定、連邦政府関連機関などからなる²⁾。

そして他に、保険会社と州・地方政府が1970年代に引き続き国債保有比率の増大傾向を維持している。

他方、明確に国債保有比率の減少を示したのは外国・国際機関である。それは1970年代には国債保有比率を顕著に増大させてきたが、80年代に入るとむしろそれを減少させてきている。

こうした国債投資家の国債保有比率の変化を見て気づくのは、1980年代に入り民間部門総体の国債保有比率が増大するとともにその民間部門の投資家の中での国債保有のいわば分散化が一層進行してきたことである。たとえば1970年を見れば、民間投資家で最も大きな国債保有比率を示したのは個人でありその貯蓄債券とその他の保有比率は合計すれば20.7%である。第二位は商業銀行の16.1%、その第三位は州・地方政府の7.1%となっている。しかし1985年を見れば、その第一位を占めるのは、それこそ種々の多くの投資家から構成される「その他」グループであり、その保有比率は23.8%にも上る。それに州・地方政府、外国・国際機関、商業銀行がそれぞれ10～11%の保有比率で続く。

さらに、表I-5に見られる、1980年代に入ってから民間投資家を構成する項目の変更に示されるように、相互貯蓄銀行に代わって、マネー・マーケット・ファンドが国債保有者として一定の地歩を占めるようになってきた。

これらのことが示すのは、1980～85年において民間部門で国債が投資対象としてその比重を高める一方で、国債保有が、たとえば終戦直後の時期に、より典型的に見られた、商業銀行のような特定の国債投資家に集中さ

2) たとえば、*Federal Reserve Bulletin*, April 1985, A31の表1.41の注を参照。

れて偏在化するのではなく、むしろ分散化されつつ、より幅広く多くの投資家層がそれなりの規模で国債を保有するようになってきたことである。

II 1980～85年の国債流通市場

つぎに1980～85年の国債流通市場の特徴を見ていこう。1980年代に入り国債、とりわけ売買の対象となる市場性国債の発行・累積が顕著に増大してきたことは既に前節にて見たとおりである。表Ⅱ-1は、この市場性国債残高と国債プライマリ・ディーラーの1日当たり平均の国債取引（アウトライト取引のみ）規模を1970～74年、75～79年、80～85年の期間でのそれぞれの年当たりの平均で示したものである。それに見られるように、1970～74年に比べて75～79年でも市場性国債残高の増大を大きく上回るテンポでの国債取引規模の増大が見られたが、この傾向は1980～85年では一層強まり、70～74年に比べて市場性国債残高は約4倍弱にまで増大する一方で、その取引規模は実に13倍を上回る規模にまで増大し、国債流通市場の著しい膨張が生じているのが分かる。

このように1980～85年ではますます国債取引が活発化してきたのであるが、その内実を探るために国債取引を満期別に区分した表Ⅱ-2を見てみよう。それによれば、1975～80年では、満期1年以内の国債の取引が最大

表Ⅱ-1 市場性国債残高と国債取引規模, 1970～74年=100

	市場性国債残高(10億ドル)	国債取引規模 (100万ドル)
1970～74(平均)	266.5 (100)	3,032 (100)
1975～79(平均)	452.5 (170)	10,156 (335)
1980～85(平均)	993.5 (373)	40,929 (1,350)

(出所) 表Ⅰ-2に同じ。

(注) 国債取引規模は国債プライマリ・ディーラーの1日当たり平均を表わす。

表Ⅱ-2 ディーラーの国債取引 (1日当り平均), 1975~85年

[単位: 100万ドル, %]

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
総計	6,027 (100.0)	10,449 (100.0)	10,838 (100.0)	10,285 (100.0)	13,183 (100.0)	18,331 (100.0)	24,728 (100.0)	32,271 (100.0)	42,135 (100.0)	52,778 (100.0)	75,331 (100.0)
満期別											
1年以内	4,112 (68.2)	6,886 (65.9)	6,983 (64.4)	6,565 (63.8)	8,369 (63.4)	11,834 (64.6)	15,389 (62.2)	19,208 (59.5)	23,101 (54.8)	27,340 (51.8)	34,711 (46.1)
うちビルズ	3,889 (64.5)	6,676 (63.8)	6,746 (62.2)	6,173 (60.0)	7,915 (60.0)	11,413 (62.3)	14,768 (59.7)	18,398 (57.0)	22,393 (53.1)	26,035 (49.3)	32,900 (43.7)
1~5年	1,414 (23.4)	2,317 (22.1)	2,320 (21.4)	1,889 (18.3)	2,417 (18.3)	3,330 (18.2)	4,360 (17.6)	6,272 (19.4)	8,758 (20.8)	11,733 (22.2)	18,361 (24.4)
5~10年	363 (6.0)	1,019 (9.7)	1,148 (10.5)	965 (9.3)	1,121 (8.5)	1,464 (8.0)	2,451 (9.9)	3,557 (11.0)	5,279 (12.5)	7,606 (14.4)	12,703 (16.9)
10年以上	138 (2.2)	229 (2.1)	388 (3.5)	866 (8.4)	1,276 (9.6)	1,704 (9.3)	2,528 (10.2)	3,234 (10.0)	4,997 (11.9)	12,703 (24.1)	20,435 (27.1)

(出所) 表Ⅰ-2に同じ。

の構成比率を占めるものの、それは75年の68.2%から80年の64.6%へと減少傾向をたどっている。他方で満期1年以上の国債の取引は総体としてその構成比率を増大させてきたわけであるが、とりわけその時期に構成比率の顕著な増大を示したのは満期10年以上の国債の取引であり、1975年の2.2%から80年の9.3%へと高い増大を示しているのが分かる。

1980~85年では満期1年以内の国債の取引の満期構成比率の低下傾向は一段と顕著になり、85年には46.1%と国債取引総計の半分以下の水準しか占めないようになってきている。その一方で、満期1年以上の国債の取引は、満期1~5年、5~10年、10年以上の国債の各取引で明確に増大している。しかも、満期1~5年よりは満期5~10年の国債の取引が、さらにそれよりは満期10年以上の国債の取引がより高いテンポで増大してきている。満期10年以上の国債の取引の構成比率は1985年には27.1%と80年に比べて約18%ポイントも高くなり、驚くべき増大を示している。1985年では満期5~10年および満期10年以上の国債の取引の構成比率の合計は44.0%となり満期1年以内の国債の取引の構成比率に肉薄する水準にまで達している。

したがってまた、1980～85年にかけては、満期がより長い国債領域でこそ取引がより活発化するという内実を伴いつつ全体としての国債取引の活発化＝国債流通市場の急膨張が生じてきたのである。

かくして、1980年代に入り、中・長期国債とりわけ長期国債が極めて活発に取り引きされてきたわけであるが、一般的に満期が長くなればなるほどその国債の価格変動性が大きくなることは言うまでもない。したがって中・長期国債の取引＝売買は、その価格変動性の大きさからその売買を通して、短期国債のそれに比べて、より巨額のキャピタル・ゲイン（もしくはロス）を国債投資家にもたらすことが可能であり、中・長期国債の取引は、いわゆるハイリスク・ハイリターンの性質を本来的に有している。

もちろん1977年より長期国債に先物取引が導入され、その後も先物取引の対象国債種類は拡大されてきたので、先物取引のヘッジ機能を利用することで、中・長期国債の現物取引が有するそうしたハイリスクを国債投資家は回避することが可能となったし、実際、そうしたことが1978年以降とりわけ80年代に入ってからの中・長期国債の現物取引の活発化を一面では促進したであろう。しかしまた他面で、全ての中・長期国債の現物取引が先物取引でヘッジされる必要もないし、また、実際にそうされることもなかったであろう。

と言うのは、たとえば国債ディーラーの先物取引の利用に関しても、「ディーラーは一般的には彼らのポートフォリオが不確実か、あるいは、その価格が下落するであろうと信じる場合に、それらをヘッジする。他方、長期国債価格が上昇すると信じるならば、彼らは投機しようとするであろう。論理的には、彼らのポートフォリオの価値が上昇すると感じているがゆえに、これらの条件のもとではヘッジする必要はないからである」³⁾と

3) U. S. General Accounting Office, *U. S. Treasury Securities — The Market's Structure, Risks, and Regulation*, Briefing Report to the Chairman, Subcommittee on Domestic Monetary Policy, Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, August 1986, p.98. 以下、本書を引用・参照する場合には *U. S. Treasury Securities* と記す。

指摘されているからである。

したがって、1980年代に入ってからのも現物市場での急膨張を遂げた中・長期国債の取引には投機目的の取引をも多分に含んでいると考えることができるのであり、それゆえに、そうした中・長期国債の取引の驚くほどの活発化は80～85年の国債取引が総体としてハイリスク・ハイリターン的な性格を色濃く持つようになったことを示している。

こうした国債取引の活発化＝国債流通市場の急膨張は一面では国債ディーラーが新規に参入する機会を提供するものである。「1970年代では財務省のファイナンスの必要が増大し、市場が深さ、広さにおいて拡大したのでディーラーの数は増大した」⁴⁾と指摘されているが、70年代をも上回るテンポでの国債流通市場の膨張のもとで80年代でも国債ディーラーの数は増大し続けた。たとえば、国債プライマリ・ディーラーを見た場合でも、その数は1970年の20から、75年には29、80年には34、さらに83年には37にまで増大し、その後2つの国債ディーラーの合併を経て85年現在の36に至っている⁵⁾。

さて次に、1980～85年での国債ディーラーのファイナンスの特徴を70年代と比べつつ見ていこう。

1970年代では国債ディーラーはポジションの維持に必要な資金の調達を基本的には2つの方法で行っていた。その一つは商業銀行からの担保貸付を中心に貸付（国債ディーラーから見れば借入れ）を得る方法であり、他の一つは、1970年代に発達したと言われる、買戻し契約付国債売却（以下、

4) U. S. Cong., *Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management*, Hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, 98th Cong., April 1985, p.25のA. M. Solomonニューヨーク連邦準備銀行総裁の発言。以下、本書を引用・参照する場合には*Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management*と記す。

5) 以上の国債プライマリ・ディーラーの数の推移についてはU. S. *Treasury Securities*, p.24の表1.2を参照。

レポと呼ぶ)による資金調達の方法である。

レポは国債ディーラーが顧客に対し保有する証券(もっぱら国債)を一定期間後により高い価格で買戻す約束をして一時的に売却するものであり、その売却価格と買戻し価格の差が利子に相当する実質的には借入れ(顧客から見れば貸付)を意味する。この「レポは証券の売却と買戻しというその形態において、担保付き貸付と同様のものとして特徴づけられることができる。しかもレポは通常、連邦政府により発行される、あるいは保証されている証券で担保されるがゆえに、しばしば、高いリターンで相対的にリスクのない政府証券投資として販売される。適正に取り扱われるならば、低いリスクの短期投資でありうる。」⁶⁾そして、「レポの金利は一般的に他の短期金利に比べて借手および貸手の双方にとって有利なのである。」⁷⁾したがって、レポは他の短期金融に比べて、貸手にとってより高いリターンをもたらすだけでなく、借手にとってもより低いコストでの資金調達を可能にする。

表Ⅱ-3は1973~77年の非銀行系国債プライマリ・ディーラーのファイナンスを見たものであるが、それからは、国債ディーラーが商業銀行からの担保貸付を上回る規模でレポにより資金調達しており、とりわけ75年以降それが顕著なのが分かる。こうした、その期間でのレポ市場の成長の背景には、「過去(1970年代後半に入ってから——引用者)数年での多くの機関による国債保有の増大が商業手形市場や銀行で資金を調達することの代替物として、短期の現金の必要に応じるためにレポを通してその保有国債を一時的に売却することをそれらの機関に可能とさせてきた」⁸⁾ことがある。すなわち、1970年代後半以降での多くの機関投資家層での保有国債の増大がレポ市場の拡大を促進してきたのである。

6) *Ibid.*, p.101.

7) *Ibid.*, p.105.

8) "The Dealer Market for United States Government Securities," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1977-78, Vol.2, pp.45-46.

そして国債ディーラーはこのレポのみならず、売戻し契約付国債購入（以下、逆レポと呼ぶ）も行なっていた。逆レポは一定期間後により高い価格で売却する約束で一時的に顧客から証券（もっぱら国債）を購入するものであり顧客への貸付を実質的には意味するものである。国債ディーラーは逆レポを上回る規模でのレポ（これをネットのレポと呼ぶ）によりネットのレベルでも資金調達を行うことができるのである。

表Ⅱ－3に見るように、国債ディーラーは1975年以降ではネットの資金調達レベルで見ても商業銀行からの担保貸付よりもネットのレポでの資金調達への依存を強めつつ、レポのみならず逆レポの規模をも経年的に大きく増大させてきたのである。こうしたレポおよび逆レポの規模の顕著な増大が示すのは「ディーラーが典型的にその証券のポジションのファイナンスに必要とする以上の大きな資金を獲得し、金融市場の金融仲介者として重要になってきている」⁹⁾ ことである。

以上に見る1970年代後半以降の国債ディーラーのファイナンスの傾向は80年代に入りますます強まってきた。*Federal Reserve Bulletin*では国債ディーラーのファイナンスの規模を示す指標を1981年から、それまでの商業銀行などからの貸付からレポおよび逆レポに変更した。これ自体、国債デ

表Ⅱ－3 非銀行系国債プライマリ・ディーラーのファイナンス

(1日当り平均), 1973~77年

[単位: 10億ドル]

ファイナンス のタイプ	担保貸付	レポ(1)	逆レポ(2)	ネットのレポ (1)-(2)
1973	0.8	1.4	0.2	1.2
1974	0.8	1.6	0.8	0.8
1975	1.0	3.9	0.8	3.1
1976	1.4	5.1	1.8	3.3
1977	1.7	7.0	4.9	2.1

(出所) "The Dealer Market for United States Government Securities," *op. cit.*, Table5, p.44より作成。

9) *Ibid.*, p.45.

ディーラーのファイナンスにおけるレポおよび逆レポの比重が1980年代に入りますます大きくなっていることを象徴的に示すものであるが、実際に表Ⅱ-4に見るように、1981~83年に国債ディーラーのネットのレポによるネットの資金調達額は担保貸付の10倍前後の大きさとなっているのが分かる。「国債プライマリ・ディーラーはかつては国債やその他のポジションをファイナンスするために商業銀行からの担保貸付に依存していた。しかし、…ディーラーは現在（1981~85年——引用者）では主としてそのネットのレポ（レポから逆レポを減じたもの）を通してファイナンスしているのである。」¹⁰⁾

国債ディーラーは1981~85年にネットのレポによる資金調達の比重を高める一方でレポおよび逆レポの規模をほぼ3倍化するなどそれらを順調に増大させてきた。そのレポと逆レポの合計規模は無条件のアウトライト取引の5倍前後の大きさになるのである（表Ⅱ-5を参照）。したがって国債ディーラーはその金融仲介者としての活動をも強めてきたのである。

表Ⅱ-4 国債プライマリ・ディーラーのファイナンス（1日当り平均）、1981~85年
[単位：100万ドル]

ファイナンスのタイプ	1981	1982	1983	1984	1985
担保貸付	1,858	2,745	2,371	N/R	N/R
ネットのレポ	18,752	18,104	20,764	20,329	30,614
レポ	63,368	93,105	102,356	132,764	179,158
逆レポ	46,616	75,001	81,592	112,435	148,544

(出所) *U. S. Treasury Securities*, Table 2.5, p.25.

表Ⅱ-5 国債ディーラーの取引構成（1日当り平均）、1981~85年

[単位：100万ドル，%]

国債取引のタイプ	1981	1982	1983	1984	1985
アウトライト取引 (A)	24,738	32,271	42,135	52,778	75,331
レポおよび逆レポ (B)	111,984	168,106	183,948	245,199	327,702
B/A	453	521	437	465	435

(出所) 表Ⅰ-2に同じ。

10) *U. S. Treasury Securities*, pp.24-25.

もちろん、国債ディーラーはもっぱら国債の売買取引を媒介として金融仲介者の役割を果たしているのであり、1980年代に入ってから信用市場での国債の比重の増大や国債保有の分散化＝より多くの国債投資家層での国債保有の増大がレポおよび逆レポのさらなる量的拡大、すなわち金融仲介者としての国債ディーラーの活動の強化、への基盤を提供してきたのである。

Ⅲ 国債ディーラーの破綻とその経済的インパクト

1980～85年に国債流通市場が急膨張するもとの、国債市場に参入する国債ディーラーの数も増大してきたのであるが、他方では破綻する国債ディーラーの数も増大してきた。1970年代後半にあっては、1975年と77年にそれぞれ1つの国債ディーラーが破綻したにすぎなかったが、80年代に入り、82年には4つの、84年には2つの、85年には3つの国債ディーラーが破綻もしくは破綻に近い状況を呈してきた。

それでは、なぜ1980年代に入り、国債ディーラーの破綻が多発するようになったのであろうか。この点について、連邦準備による国債市場の監督の問題を論じた1985年の会計検査院の論文は「最近の高金利や金利のボラティリティは国債市場を変形させてきた。安定性の絶頂の頃を考えるならば、今日の国債市場は激しい価格のゆれを有しているがこれは問題ある取引とも相まって、1982年さらに84年にいくつかのディーラーの破綻をもたらしてきた」¹¹⁾と指摘している。

すなわち「1979年10月に連邦準備はインフレーションをよりよくコント

11) U. S. General Accounting Office, *Survey on the Federal Reserve System's Supervision of the Treasury Securities Market* : A Discussion Paper, Prepared by the General Accounting Office for the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, May 1985, pp.37-38.

ロールしようと試みて、金利のコントロールからマネーサプライのコントロールへその力点を置き換える公開市場操作を採択したが、その採択された操作手続きの結果、金利の変動はより激しくなった。」¹²⁾ この1979年以降の金利の変動の激化は、国債ディーラーに国債取引によるキャピタル・ゲイン獲得の機会をより多く提供するとともに他面ではキャピタル・ロスを被るリスクをも高める。したがって、前節で見た、1980～85年のハイリスク・ハイリターンの国債取引の急増を伴った国債流通市場の著しい膨張は、こうした金利変動の激化の作用を少なからず受けたものである。そうしたハイリスク・ハイリターンの性格を色濃くした国債流通市場の急膨張は一面では、国債ディーラーの破綻という結果をもたらしたのである。

そして、前出の会計検査院の論文が国債ディーラー破綻の多発の他の一因として指摘するのが国債ディーラーの問題ある取引であった。このことは実は国債ディーラーであるDrysedale Government Securities, Inc. (以下、Drysedaleと記す) の1982年の破綻で顕在化し、国民的関心を呼び起こすこととなった。1985年の連邦議会の公聴会でのE. Gerald Corriganニューヨーク連邦準備銀行総裁の証言によれば「……少なくとも1982年まで——1982年にはDrysedaleの破綻があった——国債ディーラーの制度的な問題として印象を与えるような、なんらの証拠も確実には存在しなかったものであり、おそらく、人々はほんの最近になって物事の制度的な構造がより明確かつ示唆的となったと主張できるのである。」¹³⁾

それでは、国債ディーラーの制度的問題を顕在化させたとされるDrysedaleの破綻とはどのようなものであったのか、簡単に見ていこう。

Drysedaleは1982年にその国債ディーラーとしての活動を開始し、しか

12) *Ibid.*, p.25.

13) U. S. Cong., *Regulation of Government Securities*, Hearing before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, May 1985, p.80.以下、引用・参照する場合には本書を *Regulation of Government Securities* と記す。

も攻勢的な投機を試みたが、その利回り動向の読み違いにより、かなりのキャピタル・ロスを被った。しかし、それは代理人——Chase Manhattan銀行やその他——を通じた、クーポンの支払い日が近く、かつ高いクーポン利回りの国債での逆レポによりそのロスを隠蔽し、経営を継続できた。

つまり、Drysdaleは——レポの場合と同じく資金の供与者＝貸手の保護を目的とする市場慣習から——Chase Manhattan銀行が一時売却する国債をその価値よりも低く、しかも近い将来に支払われるがまだ支払われていない利子を含まない価格で購入した。その後Drysdaleはその国債を元本と利子を含む価格で売却することで、逆レポでのその購入額を上回る資金を獲得し、それをリスクの高いポジションの拡大に利用したのである。

こうした操作をDrysdaleは代理人であるChase Manhattan銀行を媒介として逆レポを行うBlind Brokering¹⁴⁾ と呼ばれる取引慣行を利用することで大規模に行ったのである。

しかし、DrysdaleはChase Manhattan銀行に売戻すべき国債の投機的購入にも失敗してキャピタル・ロスを被り、1982年5月17日のChase Manhattan銀行への1億6千万ドルの国債利子の支払い日に支払うことができなくなった。さらに、Drysdaleは他の2つの巨大銀行にもより小さい規模の債務を有したが、もちろんこれも支払うことはできなかった。

この事実の流布は国債価格のかなり下落をもたらすとともに、国債の引渡しの停滞による国債市場の混乱という懸念を醸成することとなった。当初Chase Manhattan銀行はDrysdaleの代理人であるという理由から、レ

14) Blind Brokeringとは具体的には次のような取引を意味した。まず、ある国債ディーラーがその保有国債をレポ取引によりChase Manhattan銀行に一時売却し、その国債をChase Manhattan銀行がDrysdaleに再販売する形で、Drysdaleはその銀行と逆レポをおこなったのであり、その一連の取引では結果的にはChase Manhattan銀行は実質的にはDrysdaleと先述の国債ディーラーとの逆レポのブローカーとしての役割を果たしている。しかし、先述の国債ディーラーはその保有国債が転売される取引相手を知らず、当面の取引相手が有名巨大銀行であるがゆえに安心してレポを行ったのである。

ポをした相手の国債ディーラーへの国債の利子支払いを拒否したが、結局、Chase Manhattan銀行らは国債市場の一層の混乱を回避するために支払いに応じた。さらにニューヨーク連邦準備銀行も国債市場の流動性を回復するために、要求があれば国債ディーラーに国債を無制限に貸出すのを一時的に可能とする措置を取り、国債市場の混乱の回避に向けて迅速に対応したのである¹⁵⁾。

このDrysedaleの破綻を契機に、その破綻に貢献した措置の改善、すなわち、レポ（逆レポ）の取引証券の価格設定で利子部分を含むようにすることへの取引方法の変更、Blind Brokeringでの注意の喚起やそうした取引自体の減少、などの国債市場関係者による自主的改善がニューヨーク連邦準備銀行のリーダーシップのもとでなされた¹⁶⁾。

しかし、それにもかかわらず、1982年には同じくレポでの詐欺的取引行為に関連しつつComark, Inc.およびLombard-Wall, Inc.の2つの国債ディーラーの破綻がその後に相次いで生じた¹⁷⁾。

そして、1984年にも2つの国債ディーラー、さらに85年には3つの国債ディーラーが破綻することとなった。そのうち、1985年のE. S. M. Government Securities, Inc.（以下、E. S. M.と記す）の破綻はとりわけ

15) 以上のDrysedaleの破綻の経緯については*U. S. Treasury Securities*, pp.143-144およびMartin H. Wolfson, *Financial Crises*, Second Edition, M. E. Shape, 1994, pp.82-86を参照。

16) *U. S. Treasury Securities*, p.144および*Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management*, pp.6-7を参照。

17) Comark, Inc.は、レポで顧客に売却した証券を顧客に代わり自らが保管することを認めさせた上で、その証券を借入れの担保に利用することで、資本の減少にもかかわらず、経営活動を続けたが、究極的には、顧客の求めに応じて証券を買い戻すのに必要な資金が不足するようになり、破綻に至った。また、Lombard-Wall, Inc.はレポで顧客に不当に高い価格で証券を売却する、あるいは逆レポで、顧客から不当に低い価格で証券を購入することなどを通して獲得した余剰資金を利用して自己資本により保証された水準以上の活動を行ってきたが、結局、負債超過に陥り自主廃業した（*U. S. Treasury Securities*, pp.145-146を参照）。

大きな経済的インパクトを与えるものであった。以下その破綻の経緯について簡単に見ていこう。

E. S. M.は1977年から投機活動の失敗によりキャピタル・ロスを被り始め、粉飾決算によりそれを隠蔽しつつ経営を継続してきたが、ついに、85年4月4日にはロスの累積額は約3億ドルにも上り、破綻することとなった。そしてこの破綻により、E. S. M.とレポおよび逆レポの取引引きをしていた、1ダースほどの自治体や金融機関が総計3億5千万ドル以上の莫大な損失を被ることとなった。その具体的事情は次の通りである。

E. S. M.は自治体のような手元資金を活用して高い収益を得るよう期待する組織とはレポを行った。E. S. M.のレポの取引相手となった中・小の自治体はその購入した証券を現実には所有せずE. S. M.の保管に任せた（そうすることでE. S. M.はより高い金利を提供した）。E. S. M.はその証券を銀行からの借入れの担保に利用した。1985年3月1日現在のデータによればE. S. M.とレポを行った22の自治体の中、購入した国債を現実には所有したのが明確なのは3自治体に過ぎなかった¹⁸⁾。したがって、E. S. M.の破綻時には多くの自治体は提供した現金はもちろんのこと、その担保たるべき証券も所有・支配しなかったのである。この結果、たとえば、テキサス州のBeaumont市が2,000万ドル、オハイオ州の自治体Teledoが1,900万ドルの損害を受けたのである。

他方、E. S. M.は逆レポをもっぱら2つの貯蓄金融機関（Home State貯蓄銀行とAmerican貯蓄貸付組合）と行った。全般的に貯蓄金融機関は1980年代に入り、その経営は極めて悪化してきていた。つまり、貯蓄金融機関は本来、住宅金融専門機関として短期の貯蓄預金を原資に長期の住宅

18) U. S. Cong., *Ohio Saving and Loan Crisis and Collapse of ESM Government Securities, Inc.*, Hearing before A Subcommittee of the Committee on Government Operations, House of Representatives, 99 th Cong., April 1985, pp.534の資料より算出。以下、本書を引用・参照する場合には*Ohio Saving and Loan Crisis and Collapse of ESM Government Securities, Inc.*と記す。

モーゲージ融資を行ってきたが、折りしものインフレの高進と金利の自由化に起因する、市中金利の高騰と市場性資金への依存の増大により資金調達コストは急増する一方でその資産運用利回りはその長期的性格から固定的であり、それゆえ利鞘は縮小し、時には逆鞘にすらなる経営状況に陥っていた。こうした苦境に立つ貯蓄金融機関にとって逆レポの利用は格好の収益獲得源泉の一つと思われた。

こうした状況の下で、たとえば、オハイオ州の州免許の最大の貯蓄金融機関であるHome State貯蓄銀行はE. S. M.とのレポ（E. S. M.から見れば逆レポ）を利用することで1983年にはその資産規模をほぼ2倍にした。その貯蓄銀行の資産のほぼ半分がE. S. M.とのレポに投資されていたのである。そうしたのは、その貯蓄銀行がレポによる借入れ金をもとにして購入した証券の利子はその借入れの利子を上回るので、レポから利潤を獲得できたからである。このようにして、1984年9月までにその貯蓄銀行はE. S. M.から3億ドルの政府抵当金庫証書と4億1,000万ドルのビルを購入したが、その購入資金の一部は自己資金であるが、残余はE. S. M.とのレポによる借入れ金で調達された。

しかし、その貯蓄銀行が1つの国債ディーラーとのレポに大きく依存することは強い危険性を伴うものであった。実際それは1985年3月8日のE. S. M.の破綻で明確となりHome State貯蓄銀行は1億5,000万ドルの損失を被ることとなった。そもそもHome State貯蓄銀行がE. S. M.とのレポを通して借入れた金額はその一時売却した証券の価格を下回っていたし、レポへの投資を保護すると仮定していたその証券を獲得できなかったからである¹⁹⁾。同じく、American貯蓄貸付組合も5,530万ドルの損失を被ったのである。

E. S. M.の破綻に関連したHome State貯蓄銀行の巨額の損失の発生は、

19) E. S. M.とHome State 貯蓄銀行の取引関係については*Ohio Saving and Loan Crisis and Collapse of ESM Government Securities, Inc.*, pp.32-33およびWolfson, *op. cit.*, p.104を参照。

すぐさま預金取付け騒ぎを引き起こし、同銀行は3月9日には閉鎖に追い込まれた。さらに、Home State貯蓄銀行を含む71の貯蓄金融機関は民間預金保険基金であるオハイオ州預金補償基金に加入していたが、それに加える他の貯蓄金融機関の預金者はHome State貯蓄銀行の救済によって同基金の資金が枯渇する事を懸念し始めた（実際、同基金の全準備金1億2,700万ドルがその救済で使い切られた）。信頼回復のために、州当局はHome State貯蓄銀行以外の民間被保険貯蓄金融機関への9,000万ドルの特別預金保険基金の設置法を通過させた。またクリーブランド連邦準備銀行は流動性危機に直面する貯蓄金融機関への信用供与を宣言した。それにもかかわらず、他の民間被保険貯蓄金融機関での広汎な預金の取付け騒ぎに発展した。そしてついに事態の鎮静化のためにオハイオ州知事は3月15日には、1933年の銀行休日法の制定以降初めてという、州の71行の全民間被保険貯蓄金融機関行の一時的閉鎖を命じたのである。こうしたオハイオ州での事態は国際金融市場でのドル価値の下落と金価格の上昇という結果すらもたらしたのである²⁰⁾。

そしてついでに述べておこならば、E. S. M.の破綻の直後の4月7日にニュージャージー州の小規模な国債ディーラーであるBevill, Bresler and Sculman Asset Management Corp.が破綻しているが、この「Bevill, Breslerの破綻にも金および外国為替の市場は同様に反応したのである。」²¹⁾ 国際金融市場はアメリカの国債ディーラーの破綻に非常に神経質に反応するようになったのである。

20) E. S. M.の破産に端を発するオハイオ州の金融危機については*Ohio Saving and Loan Crisis and Collapse of ESM Government Securities, Inc.*, pp.7-9およびWolfson, *op. cit.*, pp.104-105を参照。

21) U. S. Cong., *The Government securities Act of 1986*, Report of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, August 1986, p.8.

IV 国債ディーラーの規制問題の顕在化—むすびにかえて—

以上、DrysedaleやE. S. M.の破綻を中心に1982～85年の国債ディーラーの破綻のプロセスとその経済的インパクトを見てきた。同上期間に9つの国債ディーラーが破綻したのであるが、1970年代後半に生じた2つの国債ディーラーの破綻を含めて、それらの国債ディーラーの破綻の共通的性格は次のように指摘されている。

「(1)それらのディーラーは結局は自らに不利となるポジションを取る、あるいは、詐欺的活動を行った。(2) これらのポジションをファイナンスし自らの損失をカバーするために、それらのディーラーはレポでの価格設定の慣習や担保に裏付けられたポジションを取らないという取引相手の好意を利用することで追加的な現金や証券を生み出した。(3) それらのディーラーは顧客に所属する証券をあたかも自らに所属する証券であるかのように……それらを追加的資金を得るための担保に入れながら……利用した。(4) それらのディーラーは自らの損失を関連会社に移し替えることも含めて種々の会計的術策を通してそれらを隠蔽した。(5) それらのディーラーは結局、取引相手が自己の担保を要求する、あるいは、その追加的な現金や証券を生み出してきた取引の継続を拒否する時に危険にさらされることとなった。(6) それらの全てのディーラーは連邦規制機関のルーティンの監視の外部にある、未登録のディーラーであった。」²²⁾

その指摘のように、1982～85年の多くの国債ディーラーの破綻は、79年以降の国債価格の変動性の高まりのもとでのハイリスク・ハイリターンの国債取引の増大と投機の失敗、それに関連した悪意のある、あるいは詐欺的な行為に多分に起因するものであった。

そして多発する国債ディーラーの破綻により「1982年以降に投資家は約

22) *U. S. Treasury Securities*, p.141.

9億ドルの損失を被ってきたのである。』²³⁾そして、その被害者は国債ディーラーなどの同種専門業者にとどまらず、損失を受けた「国債投資家は個人、銀行、貯蓄貸付組合、公的・私的年金基金を含むのである。』²⁴⁾

多発する国債ディーラーの破綻により、かくも広汎な国債投資家が莫大な損失を被るという結果がもたらされたのは、1980年代に入り国債のレポ（逆レポ）市場がますます成長し、国債ディーラーが金融仲介者として重要な役割を果たすという経済的条件の下で、破綻した国債ディーラーが共通してレポ（逆レポ）の悪意ある不正取引を行ったからである。適正に取り引きされるならば、ローリスク・ハイリターンの投資であるレポ（逆レポ）が国債ディーラーの不正取引により、ハイリスクな投資に転化され、国債投資家は現実に莫大な損害を与えられたのである。

そして、国債ディーラーの破綻を契機とする、レポ（逆レポ）の不正取引による国債投資家の巨額の損失が、1983年での国債市場の混乱や85年でのオハイオ州での金融危機の現出に結びついたことは既に見たとおりである。

こうした状況に鑑み、早くも1983年には連邦議会下院の銀行業・ファイナンス・都市問題委員会国内金融政策小委員会は、1982年の「DrysdaleとLombard-Wallの倒産は国債市場の信頼を弱め、最も共通した取引のひとつ、すなわち、レポについての問題を提起した。……もしわれわれが効率的で円滑に機能する国債市場を有しないならば、政府の借入れ規模は金融界を困惑させ、金利を引き上げ、経済回復を抑止することになるであろう。これがこの小委員会がこの問題に関心を有する理由である」²⁵⁾と国債ディーラーの破綻問題を主要テーマとする『国債管理政策の貨幣・信用政策へのインパクト』のタイトルの公聴会を開催するに至った。

23) *Ibid.*, p.13.

24) *Ohio Saving and Loan Crisis and Collapse of ESM Government Securities, Inc.*, p.31.

25) *Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management*, pp.1-2.

そしてそこではレポの改善の問題が主要論点の一つになった。しかしまた、それにとどまらず、より幅広く国債ディーラーの規制の問題も活発に論じられることとなった。と言うのは、レポ（逆レポ）での不正取引を行いつつ破綻した国債ディーラーは全て連邦規制機関の監視・規制の対象外のディーラーであったからである。そこで国債市場の公的規制のあり方が論議されることとなったのである。

そもそも1933年の証券法および34年の証券取引法は①公共市場で売買される法人の株式や債券は証券取引委員会で規制されること②その規制された証券の販売や仲介に関わる全ての会社もまた同委員会の規制に服すること、として国債をその発行者たる連邦政府がデフォルトせず信用度が高いということで、その規制の対象から除外した。ここから国債市場への直接的規制は存在してこなかったし、それゆえ、公的機関による規制や監督を間接的なものであれ全く受けない国債ディーラーも存在してきた²⁶⁾。「おそらく100以上の国債ディーラーが連邦レベルで全く規制されていない」²⁷⁾のであり、1982年に破綻した3つの国債ディーラーもそうした全く規制を受けていないグループに属したのである。

そこで前述の公聴会では、効率的で円滑に機能する国債市場を保持する

26) より具体的に言えば、たとえば1982年現在では12のプライマリ・ディーラーを含む国債ディーラーの第一のグループは規制された市場でも取引しているので、この関連で証券取引委員会による規制を受けている。15のプライマリ・ディーラーを含む第二のグループは銀行あるいは銀行持株会社の子会社であるから連邦レベルの銀行業の監督に服し、これとの関連で銀行規制機関による規制を受ける。しかし、9つのプライマリ・ディーラーを含む第三のグループは、国債のみを取り引きし、かつ、銀行などでもないもので、いかなる規制や監督にも服さない。ただ全てのプライマリ・ディーラーはその地位を維持するためには連邦準備が求める内容で自発的報告を行う必要があるから実質的には連邦準備の監督に服している。したがって、第三のグループのプライマリ・ディーラーを除いた国債ディーラーがいかなる公的な規制も監督にも服していないのである (*U. S. Treasury Securities*, pp.55-64を参照)。

27) *Regulation of Government Securities*, p.54. Gerald Corrigan ニューヨーク連邦準備銀行副総裁の発言。

ためには、そうしたタイプの国債ディーラーにも規制の網の目をかけること、すなわち、国債市場への直接的規制が必要か否かが論点となったのである。

そして、この論点に関連して、公聴会に招聘されたA. M. Solomonニューヨーク連邦準備銀行総裁は次のように述べた。

「……私は国債市場での政府による直接的規制の正当化を見いだせない。私の判断では、それは追求されるべき目的、すなわち、適正な慣習の失効の再発を妨げる、あるいは昨年3つの国債ディーラーの破綻に至った、資本に比しての過大なコミットメントの再発を妨げるという目的とは一致しないであろう。ご存じのように議会は銀行業の規制を、他の産業と同じように、肯定的に引き下げてきたのであり、伝統的にはうまく機能してきた国債市場の直接的規制について、この時期に考えるのをスタートするのは反生産的となるであろう。……昨年3つのディーラーの破綻で生じた損失は小さな個人投資家というよりも巨大でかつ洗練された市場参加者で生じた。論理および経験によれば、それなりの市場参加者がこの種の損失を発生させる場合では、彼らはその後には必要な改革を促進し、市場の通常の自己修正メカニズムが発動するよう保証することに主導的役割を果たそうとする。より公的な構造のもとでは彼らにそうさせるインセンティブはより弱いとの若干の感想を有している」²⁸⁾

つまり彼はこれまで国債市場はうまく機能してきたので国債市場への直接的規制の必要がなく、むしろそれは市場の自己改革メカニズムを弱めるので好ましくないと主張し、国債市場への直接的規制の導入や国債ディーラーへの規制の強化には明確に反対の態度を示したのである。

こうした連邦準備の姿勢もあって、1983年には議会での国債市場への規制の動きは大きく進展することはなかった。

しかし、既に見たように、その後も国債ディーラーの破綻という事態は

28) *Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management*, pp.37-38.

鎮静化することはなかったし、また何よりも1985年には国債ディーラの破綻が直接的契機となってオハイオ州の金融危機が現出した。ここに国債市場の規制問題が1985年には連邦議会を中心として再燃することとなった。

そしてその動きは結果的には、国債市場に直接的規制を導入する「1986年国債法」の制定に至ったのである。

そうであるとしても、そもそも1983年の段階では国債市場の規制に反対した連邦準備や財務省などの政策当局さらには国債市場関係者が国債市場の規制問題にいかなる態度を示し、また、連邦議会ではいかなる論議が展開され、いかなる経緯のもとで、いかなる規制内容の「1986年国債法」に結実したのであろうか。

これらを明らかにすることは非常に興味深い問題であるが、その考察は次の課題となる。