

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

——長短期金融市場の整備とオーバー・ローン問題——

(1) 「金融正常化」論の台頭とそのねらい

ドッジ・ラインの下での戦後インフレーションの収束後、経済統制が大幅に緩和され、自由な市場機構や価格メカニズムが復活していったなかで、金融面の統制緩和が著しく遅れたことは既述のとおりであるが、しかし他面平時体制に即応する、新しい金融システムを模索する試みも続けられていた。昭和20年代後半に入ると、長期的な展望の下で、金融制度面の整備が行われただけでなく、広くわが国の金融の在り方についての検討が進められた。それは一面では欧米先進国にその範を求めようとしたものであったが、他面多かれ少なかれ戦前のシステムへの復帰を意味するものでもあった。もちろん当時の状況の下で、直ちに欧米の金融システムを導入することは無理であったし、戦前におけるわが国の金融の在り方にも問題が少なくなかったから、それらはあくまで参考にすぎないものではあったが、そこにわが国金融の在り方を模索する場合の、重要な手掛かりが求められていたことも事実であった。

こうした戦後の新しい金融システムを模索する試みはすでにかなり早くから始められていた。すなわち商業手形による決済の奨励、手形割引市場の育成などについて若干の試みが行われたのは昭和21年～23年であったし、昭和20年代半ばにはオーバー・ローンの是正や証券市場の育成が本行にとって大きな関心となりつつあった。それはまさにその後長期にわたって金融界の中心的課題となる「金融正常化」論のめばえないし出発であったといってもよからう。もっともそうした考えや施策の背後に、当初から、わが国の金融の在り方についての明確なビジョンがあったわけではない。いわゆる「金融正常化」論の具体的内容もその時々的情勢を映じて変化していった。例えば昭和20年代前半では市場育成論がその中心であった。次いで同年代後半においてはオーバー・ローン是正策が大きな問題とな

った。さらに昭和30年（1955年）前後になると金利体系や金利機能に対する問題意識が高まった。そしてこうした問題の検討を通じて、「金融正常化」が目指すべき基本的方向——つまり市中金融機関の自己責任と本行の金融調節を車の両輪として、金利機能を通じてワークする世界を育てていくこと——がしだいに浮かび上がってきたといってもよからう。

こうした推移をふりかえてみると、昭和20年代の一万田総裁時代と同年代末から30年代にかけての新木総裁時代との間に「金融正常化」についての考え方にかなり大きな変化があったように思われる。一万田総裁時代には金融市場・証券市場の育成にかなりの熱意が注がれたが、反面金利の需給調節機能を全面的に活用しようという意識はあまりなかった。一方で市場育成を唱道しながら、他方で市場の成立にとって基本的に重要な金利機能の活用に消極的な考え方が同居していたのは、いまから考えるとやや奇異な感をうけなくもないが、当時はなお経済全般に価格メカニズムを活用しうる段階ではないとの意識がかなり強く、金利機能に対する信頼が乏しかったし、他方では本行信用をうまく活用することによって市場育成に資することができると考えられていた。またオーバー・ローン是正論も活発であったが、オーバー・ローンを解消するためには資本の蓄積を待たなければならないというのが本行の基本的態度であり、その人為的解消策には弊害を伴うと考えていた。したがって本行の金融調節もオーバー・ローンという現実の下で行われなければならない、そのため高率適用制度によって市中銀行の本行信用依存を抑制するという方式がとられた。さらに経済の復興という見地から各種の優遇金融制度が設けられ、また本行による融資あっせんも積極的に行われた。これらは当時の特殊な状況の下ではやむをえない必要な施策であったといえようが、見方を変えれば、本行が産業金融にかかわるものであり、中央銀行の在り方としてはオーソドックスなものではなかった。

このように昭和20年代における本行の施策は、一面で「金融正常化」を指向しながらも、同時に現実の問題処理に当たっては、金融調節上いわば非正常的な手法に依存することも多く、産業金融にもかかわる道を選択せざるをえなかった。しかし、新木総裁の時代になると、そうした20年代における本行の在り方を大き

く転換しようという方向が打ち出された。昭和30年4月4日、新木総裁就任後初の本支店事務協議会が開かれたが、その開会あいさつの中で、総裁は当時問題となっていた商社の金融問題に関連して、次のように述べている。⁽¹⁾

更に商社問題について一言したい。これについては本行のやるべきことと市中銀行のやるべきことを明確に区別する必要がある。戦後の情勢下では本行が民間企業の世話をするのはやむを得ない場合もあつたが、今日では本行は中央銀行本来の姿に戻り、市中銀行は自らの責任において金融すべきであり、例えばシンジケートをつくるにしても先ず自らのイニシアティブと判断とを持つて当るべきである。又商社再建の問題にしても商社自らが先ず考え、その上で取引先銀行と相談すべきであつて、その結果として、本行として何等か為すべきことがありとすればその時考へて行くこととしたいと思う。イージーに何等か本行の援助について言質を得た上でやろうというのは全く逆の行き方である。

これは本行の在り方をオーソドックスな中央銀行に戻そうという考えを示したものと見て注目されてよい。事実本行は後述のように、新木総裁就任直後から、市場レートによる政府短期証券の対市中売却への努力、政府短期証券市場の育成を目指す同証券の市中公募制度の実現、公定歩合引上げによる金利体系の是正、さらには支払準備制度創設への努力等、金融正常化のための施策を熱心に推進した。もっともこれには、当時のわが国経済が敗戦後の復興過程を一応終え、もろもろの経済指標面では戦前の水準を回復し、いわゆる「戦後」⁽²⁾の様相から脱却しつつあったという経済情勢の変化がその背景にあったことはいうまでもない。前述のように『昭和31年度経済白書』が「もはや『戦後』ではない」と述べ、この言葉が一種の流行語になったが、このことは当時のそうした雰囲気をよく伝えているといつてよからう。そのうえ昭和30年には、昭和20年代の大きな金融問題であったオーバー・ローンも急速に改善されつつあった。本行が、かねてから念願していた金融正常化を推進する一つの時機到来と考えたのは当然であった。

しかし新木総裁時代の金融正常化への動きは、単にそうした情勢の反映のみによるものではなかった。それは極めてオーソドックスな中央銀行観を持つ新木総裁の強力なリーダーシップによって推進されたものであった。新木は戦前、戦後

のアメリカ在勤の経験を踏まえて、わが国でも早くアメリカのように公開市場操作を中心として、弾力的に金融を調節しうる態勢を作りたいと考えていたようである。このことは昭和31年4月の本支店事務協議会における総裁の次の発言からも読みとることができる。⁽³⁾

オペレーションについては大体所期の目的を達していると思うが、今後は金融情勢とも睨み合せて本格的にやつて行きたい。現在のオペレーションは個々の銀行との売買であつて本来のオープン・マーケット・オペレーションとは云えない。これを本来のかたちにするために先づ政府短期証券の市中売買を考えており、これらの問題についてはいづれ打ち合せたい。……最近の金融の正常化により、市中銀行と本行との関係が次第に稀薄になつているとの感じが持たれがちであり、また市中銀行の資金繰に対して本行が指導をやりにくくなつたという傾向もあろう。しかし本行が個々の銀行の資金繰にとやかく発言したり、貸出の指導を行うのは変則であつて、本行の金融政策の狙いは全体としての金融の正常化を図り、通貨の価値を維持することにある。

こうした考え方はアメリカ流の金融政策観に立てば極めて当然のことであつたし、また前述のような金融正常化の進展は、それを可能にすると考えられたであらう。しかし当時、このような考え方が一般に理解され、合意が形成されうる状況にあつたかどうかについては疑問があるし、さらに本行内部にもいろいろな意見があつたことも否定できない。当時オーバー・ローンが解消されたとはいえ、本行を取り巻く環境は、アメリカ流の金融調節を実行しうる状況とは相当な距離があつた。確かに政府短期証券の市中公募は昭和31年5月に実現した。それは一つの前進であつたが、後述のように、短期間で形がい化してしまった。また、市中銀行の本行信用依存が解消したことは金融正常化の進展に明るい展望を抱かせた感があつたが、それも一時的な現象に終わった。日本経済の「戦後」は昭和30年前後をもって終わったと言いうるかもしれないが、こと金融に関しては「戦後」はなお続いていた。そうした状況の中に、アメリカ流の金融調節方式を一挙に持ち込むには、やや無理があつたように思われる。

新木総裁としては、金利体系の正常化、政府短期証券の市中公募といった金融正常化措置が、取りも直さずオーソドックスな金融政策を運営するための環境整

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

備に資するものであり、同時にそうした措置が実効をあげるならば、それは「インフレーションなき経済の拡大を図つてゆくための素地を固める」⁽⁴⁾ものであると考えていたが、そのねらいはまさに正当なものであり、また必然の道でもあった。ただこのような正常化の推進は、単に金利機能の復活、金融調節方式の変更をもたらすだけではなく、これまで約20年間にわたって形成され、維持されてきた、銀行行動の独特のパターンや、さらには銀行行政の在り方、経済運営における金融の役割などに対し重大な変革を不可避免に加えるものであったから、この金融正常化への努力は本来短期間に、直線的に大きく成果を積み重ねうる性格のものではなかった。

昭和30年代初頭における新木総裁の勇気ある行動が、結果的には単に正常化への糸口をつかむにとどまったのは、その意味においてはやむをえぬことであり、「金融正常化」問題はその後長きにわたる検討課題として残されることになったのである。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 昭和31年度の経済白書が「もはや戦後ではない」としたのは、復興需要に基づいて経済発展を続けたという意味での「戦後」が終わったということを述べたもので、ここで用いた意味とは異なっている。
- (3) 日本銀行保有資料、昭和31年4月25日の本行本支店事務協議会における総裁の開会あいさつ。
- (4) 新木栄吉「昭和31年における経済界の展望」(全国銀行協会連合会『金融』第106号、昭和31年1月)6ページ。

(2) 金融市場の育成と整備

手形割引市場の育成

昭和21年(1946年)3月、本行は市中金融機関に対する信用供与は今後商業手形およびこれに準ずる手形の再割引によるものの方針を明らかにし、戦時中の長年にわたる現金決済の慣行を改め、手形取引の回復を図ろうとしたことはすでに述べたが、これと並行して本行は手形割引市場の育成についても検討を進めた。各

業種にわたり手形取引がしだいに回復してきた23年8月、短資業者（当初上田短資と山根短資の2社であったが後に柳田ビルブローカー・早川短資の2社を追加、ただし柳田ビルブローカーは24年早川短資を合併のうえ東京短資と改称したので結局3社となる）に手形の売買およびその仲介を行わせることにするとともに、翌9月これらの短資業者が市場資金の引揚げ等により資金不足に陥った場合には、本行が一時つなぎ資金を供給する（あらかじめ貸出枠を設定）ことにしたのは、そうした方針によるものであった。当時は都市銀行の資金繰りが逼迫状態にあった反面、地方銀行等は余裕資金を持っていたから、都市銀行の保有手形が短資業者を通じて地方銀行等に売却されることにより、市場資金の効率的使用を図ろうとしたものであった。⁽¹⁾

このようにして手形割引市場の育成が図られたものの、翌24年に入り逐次公団が廃止されたこと、また貿易手形が高率適用制度の対象から除外されたため、同手形を市場へ売却するよりも本行で最低歩合により再割引をうける方が有利になったことなどにより、取引対象が品薄となり、割引市場は低迷に陥った。翌25年1月の民間輸入方式の開始に伴い貿易関係の優良手形がしだいに回るといったため、本行は新たな市場育成策として、25年4月輸入貿易手形のうち信用確実な手形を直接短資業者に割り引かせることにし、これに伴う短資業者の一時的資金不足については、本行は別途貸出枠を設定してつなぎ資金を供給することにした（これら手形売買に伴う本行貸出制度は後述のように同年7月に短資業者に対する他の貸出制度と統合され、そのなかで手形売買関係の貸出限度額は上田短資・山根短資・東京短資各5億円、計15億円とされた）。こうして手形売買取引は一時、資金に余裕のある地方銀行等に歓迎されたが、その後金融の逼迫により市場資金が減少したことに加え、手形売買取引の対象となっていた輸入貿易手形制度が外国為替貸付制度の実施に伴い二重融資防止のため一時停止されたこと（昭和25年9月）や公団認証手形の廃止（昭和26年）等の事情が重なり、割引市場は再び不振に陥った。⁽²⁾

しかしその後も本行は機会をとらえて割引市場の育成を図りたいと考えていた。例えば昭和28年6月開催の第7回全国銀行大会における演説の中で、一万田

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

総裁がコール市場の正常化と「併行して別途スタンプ手形等の優良手形が市中において再割せられるよう割引市場を育成してまいる方針であります」と述べている⁽³⁾のはその表われである。事実本行はその年の9月、これまで不振に陥っていた手形割引市場を実質上再開する措置をとることを決定した。その内容は、輸入物資引取資金関係スタンプ手形の適格要件を具備した紡績10社振出しの短資業者あて約束手形（これは「紡績手形」と呼ばれた）を割引市場における対象手形として指定し、これによって紡績業者は銀行を経由することなく直接、短資業者（前記3社）から割引をうけ、短資業者はこの手形（本行で輸入物資引取資金関係スタンプ押なつ後）を地方銀行等へ売却するというものであった。さらに本行は地方銀行等に対しこの手形を担保とする手形貸付に応じることにし、これらの措置によって地方銀行等の余裕資金を割引市場へ導入し、これを通じて割引市場を育成することにした。本行は同時に短資業者に対しその買い取った紡績手形を担保として、手形売買に伴う一時つなぎ資金を従来の貸出限度額内において供給することにした。

この件に関し、一万田総裁は同年10月開催の本支店事務協議会の席上、「十月から手形割引市場を再開することとしたが、これがどれだけ実効をあげるかは今後の問題であるが、私はマネーマーケットを純粋な形に戻したいと考えている⁽⁴⁾」と述べている。この表現はやや抽象的であるが、この手形割引市場育成措置は後述のコール市場の正常化問題と密接に関連づけられていた。すなわち当時コール市場は地方銀行等にとって余裕資金の有利な運用市場という様相を呈していたが、これはコール市場本来のあり方に反するものであり、機会をとらえてコール市場の正常化を図りたいと本行は考えていた。とくにこのころは無条件ものの高レートが問題となっていたが（翌日もののレートは規制されていた）、これには一方で地方銀行等が多額の余裕資金を抱え、その高利運用を求めており、他方都市銀行は多額の本行借入れにつき第2次高率の適用を受け、コール・レートがこれに引きずられるという事情がからんでいた。そこで本行としては、都市銀行への資金需要を一部、手形割引市場へシフトさせるとともに、高利を求める地方銀行等の余裕資金を割引市場へ誘導すれば、コール市場は銀行の支払準備金貸借のための

市場として純化し、マネー・マーケット全体としても高レート是正の効果を持つだろうと考えたのである。昭和25年ごろまでの手形割引市場育成は手形取引の奨励というねらいを一面で持っていたが、この点28年の割引市場の再開はややニュアンスを異にしていたといつてよかろう。

こうして昭和28年10月1日から紡績手形を対象に手形割引市場が再開された。その市場割引率については本行が次のような指導⁽⁵⁾レートを示した。

短資業者買いレート 日歩2銭1厘5毛～2銭2厘程度

短資業者売りレート 日歩2銭1厘～2銭1厘5毛程度

この指導レートはどのような意味を持っていたのであろうか。当時「臨時金利調整法」に基づき紡績手形の市中銀行割引率は1件300万円超の場合日歩2銭3厘以下と定められていた。したがって紡績会社としては、銀行から規制金利に近いレートで紡績手形の割引をうけるよりは、手形を割引市場で売却した方が有利であった。また10月16日以降コール・レート（出し手）に対する指導は、無条件もので最高日歩2銭、月越もので最高2銭1厘5毛となったから、地方銀行等の余資保有金融機関にとって紡績手形の買入れは、無条件もののコールより有利で、月越もののコールとほぼ同じ利回りの資金運用であった。さらに日本銀行信用との関係をみると、紡績手形を担保とする本行手形貸付の利率は日歩1銭7厘であるが、第2次高率は日歩2銭3厘であったから、本行の第2次高率適用を受けている銀行にとっては紡績手形を本行に持ち込むのは採算上不利であった。

以上から明らかなように紡績手形についての指導レートは、紡績会社には手形を割引市場へ持ち込ませるとともに、余資保有金融機関の資金を割引市場へ誘引し、同時に紡績手形による安易な本行信用依存が生じないように配慮されていたといふことができる。このようにして再開された手形割引市場の残高は昭和28年10月から同29年3月までの各月末平均で80億円程度に上ったが、当時のコール市場の規模（月末残高ベース）はおおむね200億円前後であったから、手形割引市場はその4割程度の規模に達したことになる。

既述のように本行の輸入物資引取資金関係スタンプ手形制度は昭和29年3月31日のスタンプ押なつ分限りで廃止され、これに伴って紡績手形も以後、本行の担

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

保取扱い上、一般手形の扱いと
なった（最低歩合日歩1銭8
厘、第2次高率日歩2銭6厘）
が、本行としては引き続き手形
割引市場の育成を図っていくた
め、紡績手形について㊟の表示
を行って他の一般手形と区別
し、従来どおり割引市場の対象
として扱っていくことにした。

しかし当時の金融引締め政策の
効果浸透により、コール・レー

表 3-1 手形割引市場の状況

（単位：金額は百万円）

| 昭 和 | 割引手形 (A) | 再割引手形 (B) | 短資業者 手持 (A-B) | $\frac{B}{A}$ % |
|----------------|-------------|--------------|---------------------|--------------------|
| 28年度中 各月末平均 | 7,908 | 6,811 | 1,097 | 86.1 |
| 29年4月末 | 4,347 | 2,112 | 2,235 | 48.6 |
| 5月末 | 3,641 | 1,822 | 1,819 | 50.0 |
| 6月末 | 1,040 | 401 | 639 | 38.6 |
| 7月末 | 4,081 | 1,989 | 2,092 | 48.7 |
| 8月末 | 3,877 | 1,493 | 2,384 | 38.5 |
| 9月末 | 3,746 | 1,372 | 2,374 | 36.6 |
| 10月末 | 3,878 | 1,735 | 2,143 | 44.7 |

（出所）日本銀行「短資会社概説（附 コール市場）」（日本銀行
編『日本金融史資料』昭和統編第11巻、大蔵省印刷局、昭
和56年、所収）521ページ。

トが高騰したため、手形割引市場への資金流入は減少した（表3-1）。そうした
状況は昭和30年から翌31年前半の金融緩和傾向の中で一時改善されたものの、同
年後半以降景気の上昇とともにコール・レートが再び高騰に向かったため手形割
引市場も不振に陥った。

以上のように本行は戦後かなり早い時期から手形割引市場の育成に努めたが、
それは必ずしも成功しなかった。その原因としてはいろいろな事情が指摘されよ
うが、基本的にはオーバー・ローンの下でコール・レートの高水準が続き、他方
手形割引レートは金融情勢の変化に応じて弾力的に変更されなかったからであ
る。それでも昭和20年代においてはコール・レートが相対的に低水準になれば手
形割引市場もかなり活発になる時期もみられたが、高い経済成長が続く昭和30年
代ではコール・レートの高水準が恒常化し、そうした状況の下で、手形割引市場
も事実上消滅する結果となった。

コール市場の育成と正常化

昭和25年ごろから、本行はコール市場について積極的な措置を講じるようにな
った。その第1はコール取引担保の拡充である。それまで本行はコール取引の担
保として国債のほか市場再割引に適する手形に限るよう指導していたが、その範

囲を次のように拡大し、本行はこれらの新しいコール取引担保を短資業者に対する手形貸付の適格担保として受け入れることにした。

イ、金融債および事業債

戦後長期国債の発行が厳しく抑制された中で、昭和24年以降ディス・インフレーション政策の一環として本行の国債買入れ操作が行われたため、市中銀行の保有国債が減少し、コール取引の担保に供すべき国債の不足が予想されるようになった。そこで本行はそうした事態に対処するため、25年6月、本行担保取扱い上の優遇債券（金融債および事業債）をコール取引担保に追加することにした。

ロ、短資取引担保登録社債等代用証書

その後コール市場の規模が拡大するにつれ、社債や公社債を担保とするコール取引もしだいに増大したので、登録社債についても国債同様（昭和19年、短資取引担保登録国債代用証書制度創設）代用証書制度を必要と認め、30年6月、本行は「短資取引担保登録社債等代用証書制度」を制定実施した。この仕組みは本行の認めた銀行（日本興業銀行）が信託法による信託の受託者となって、委託者としての本制度参加業者（原則として国債代用証書制度の参加者で、銀行、信託銀行、保険会社、証券会社、短資業者等）から登録社債等の信託譲渡を受け、これを見合いに「短資取引担保登録社債等代用証書」を発行するというもので、この代用証書を参加業者相互間におけるコール取引の担保、あるいは参加業者が本行から借入れを受ける場合の担保として使用しようとするものである。

第2は短資業者に対する本行の信用供与である。短資業者に対する本行貸出については、太平洋戦争終結直後一時原則としてこれを行わないことにしていたが、既述のように昭和22年4月、緊急やむをえないつなぎ資金などを供与するため本行貸出を行うことにした。また翌23年9月には手形割引市場育成の観点から短資業者に対し本行貸出枠を設定し、さらに25年4月には輸入貿易手形売買に伴う本行貸出枠を別途設定した。このように短資業者に対する本行貸出制度は3本建てとなっていたが、25年7月、以上の諸制度を廃止し、新しく「短資業者に対する貸出取扱手続」を制定した。その内容は短資業者に対する本行貸出を、手形売買に伴う資金に関する貸出とコール取引に伴う資金に関する貸出との二つに分

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

け、それぞれについて貸出枠を設けるとともに、貸出の形式については前者の場合は商業手形等の再割引または優遇手形等を担保とする貸付とし、後者の場合は国債または債券を担保とする手形貸付とするというものであった。後者のコール取引に伴う資金についての本行貸出枠は当初、上田短資・山根短資・東京短資の3社合計で3億7000万円とされたが、その後コール資金取引の拡大にかんがみ、昭和28年7月、この貸出枠は40億円に増額された。さらに翌29年4月には手形売買に伴う資金に関する貸出枠（15億円）とコール取引に伴う資金に関する貸出枠（40億円）を統合して一本化し、また31年末にはコール・レートの異常な高騰を避けるという趣旨もあって、臨時的に短資業者に対する貸出枠を増額する措置（レギュラー・ウェイ関係資金を除き55億円→100億円）をとるなど、本行信用による援助が続けられた。

第3は本行がいわゆるコール市場正常化のための措置を実施したことである。昭和20年代のコール市場は前述のように、都市銀行のオーバー・ローン現象を反映して、地方銀行等、余資保有金融機関の投資市場的性格を濃くしていたので、翌日ものの比重が減少し、無条件ものその他の比重が増大するとともに、コール・レートも高く、こうした傾向は都市銀行の資金不足が大きいときには、とくに顕著となった。本行は金融機関の支払準備金運用市場としてのコール市場の本来の性格を回復させたいと考え、コール・レートの異常高の抑制など、市場の正常化に努めた。

コール・レートは「臨時金利調整法」に基づき、翌日ものコール・レートおよびブローカレージの最高限度が定められていたが、本行は昭和23年1月以降翌日ものコール・レートにつき、この最高限度の範囲内で指導レートを定めた。当時はコール市場残高のうち翌日ものが過半を占めていたが、翌24年に入りオーバー・ローン現象が激化すると、無条件もの・月越ものの比重が高まり（同年後半には無条件ものの比重は7割～8割に上昇）、しかもそれらのレートは高騰して翌日ものレートとの開きが拡大したため、それまでの翌日ものを通ずるコール・レートの規制はほとんど名目化⁽⁶⁾した。そこで本行は昭和25年6月、レート指導の対象を無条件ものにも拡大した。しかしその後も都市銀行の本行借入れは増大を続

第4章 金融政策の復活

け、他方本行の高率適用制度が強化されたため、都市銀行のコール取入れ高は増加するとともにコール・レートは大幅に上昇するに至った。このようなコール・レートの高騰に対処し、本行は29年3月以降、これまでよりもいっそう指導を強化してかなり強い態度で市場金利の是正を図る方針をとり、指導の対象を普通もの、月越ものにも拡大した。

このようなコール・レートに対する指導のほか本行は特利や無担保コールの自粛を求め、またコール取引をできるだけ市場を通して行うよう指導を続けた。ただ当時問題となったコール市場の現象は、金融の引締まり、オーバー・ローンの激化といった金融情勢を反映した、いわば結果としての性格が強かったから、そうした背後の事情が是正されない限り、コール市場の正常化を求めることは困難であった。事実昭和30年に金融緩和が進展し、オーバー・ローンが是正される

表 3-2 戦後におけるコール・レート規制の推移

| 昭和 年・月 | 事 項 |
|-----------|---|
| 21. 10 | 協定金利、翌日もの最低0.8銭（0.1銭引上げ） |
| 22. 10 | 独禁法により協定金利廃止 |
| 23. 1 | 臨金法実施、翌日もの最高0.9銭、ブローカレッジ最高0.1銭、日本銀行指導翌日もの実行金利0.8銭 |
| 7 | 臨金法改正、翌日もの最高1.0銭、日本銀行指導実行金利0.9銭 |
| 8 | ” ” 1.1銭、 ” 1.0銭 |
| 25. 5 | 日本銀行指導無条件もの中心1.8銭 |
| 26. 3 | ” ” 1.95銭 |
| 28. 6 | ” ” 2.0銭 |
| 29. 3 | ” 無条件もの2.2銭、普通もの2.25銭、月越もの2.35銭各最高 |
| 30. 6 | ” ” 2.0銭、 ” 2.1銭、 ” 2.25銭 ” |
| 8 | 日本銀行指導廃止 |
| 32. 5 | 臨金法による法定廃止 |
| 7 | 全銀協自主申合わせ最高3.5銭、中心3.0銭、条件別区別なし |
| 10 | ” 3.0銭、 ” 2.8銭、 ” |
| 33. 4 | ” 2.8銭、 ” 2.6銭、 ” |
| 6 | ” 2.6銭、 ” 2.4銭、 ” |
| 9 | ” 2.5銭、 ” 2.3銭、 ” |
| 34. 3 | ” 2.4銭、 ” 2.2銭、 ” |
| 7 | ” 2.3銭、中心レート申合わせ取りやめ、コールと金融機関貸借金の勘定分離 |

（出所） 日本銀行調査局「わが国の金融制度」（前掲『日本金融史資料』昭和統編第10巻、昭和56年、所収）328ページ。

と、コール取引の正常化もまた進んだ。本行もまたこうした情勢に対処して、同年8月23日、これまでのような方式でのコール・レートについての直接的指導を廃止することにした⁽⁷⁾（なお「臨時金利調整法」による翌日ものコール・レートに対する規制は存続）（表3-2）。

コール・レートは前記のような本行の指導廃止後も金融緩和の進展を反映して急速に低下した。しかし昭和31年夏ごろから景気の上昇につれて都市銀行の資金ポジションが再び悪化するようになると、コール・レートも漸次上昇するようになり、とくに32年5月の公定歩合引上げとともに金融引締め政策に一段と厳しさが加わったのに伴い、コール・レートは暴騰を示すようになった。そこで全国銀行協会連合会では、昭和32年7月15日以降、当分の間コール・レート（直取りコールを含む）を、日歩3銭を中心に最高3銭5厘（いずれも出し手レート）にとどめるよう自粛することを申し合わせるとともに、会員外の金融機関に対しても協力⁽⁸⁾を要請した。

この全国銀行協会連合会の自主申合わせ後のコール市場の動きをみると、当初、コール・レートは翌日もの・無条件もの・月越もの等、条件のいかんを問わず、ほとんど申合わせ最高レートに張りつき、条件によるレート差がないという不自然な現象を呈した。その後この自主申合わせレートは数次にわたって引き下げられたが、こうした引下げは必ずしも資金需給の実勢を反映したものではなかったからコール・レートが条件のいかんにかかわらず同じように申合わせ最高レートに張りつくという状態が改まらなただけでなく、申合わせ最高レートを上回る闇レート⁽⁹⁾も散見された。もっとも昭和33年秋から翌34年初めにかけては金融緩和が進んだため、申合わせレートを上限としてコール・レートはある程度弾力的に変動するようになり、条件別の格差もみられるようになった。しかし、その後景気の回復・上昇に伴い、「準備預金制度」が発動された昭和34年秋以降、自主申合わせ最高レートを上回る闇レートが再び多発するようになり、結局、全国銀行協会連合会の自主申合わせレートは全く名目的な存在⁽¹⁰⁾となってしまった。

この間市場を経由しない直取引コールや無担保取引などの比重も増大した。こうした状況に対処し全国銀行協会連合会では、大蔵省や本行の指導もあって、確

実な担保付きの翌日もの、無条件もの、1か月以内据置きのをコール・ローン（コール・マネー）とし、それ以外のは手形貸付（金融機関借入金）として経理することとし、34年7月15日から実施した。⁽¹¹⁾

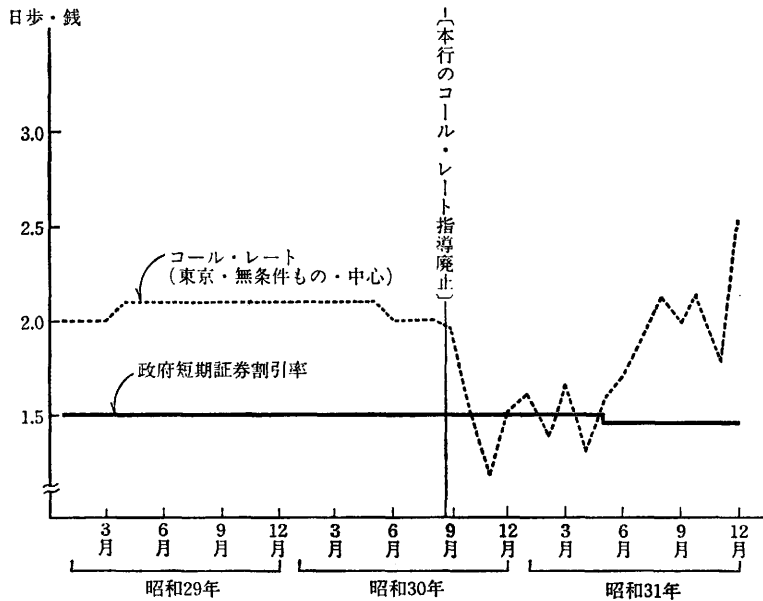
以上のように、長年にわたる努力のなかでコール市場の正常化は金融緩和期にある程度進展がみられたものの、大勢としてみれば正常化のための施策は必ずしも実効をあげることができなかった。これには都市銀行がオーバー・ローンの状態を長く持続したことなど、基本的条件に変化が生じなかったことが大きく響いているが、同時にそれは規制金利体制下の特有の現象という側面をもっていたことも見逃してはならない。つまり当時の広範な金利規制の下では、都市銀行が資金不足を補てんしうるパイプは、本行からの借入を別にすれば、比較的自由的な金利変動が認められていたコール市場だけしか存在しないといつてよい状況であったから、金融引締め期において、本行からの借入が厳しく抑えられれば、コール・レートが他の規制金利に比べとつぱ高を示すのは、いわば必然の現象でもあったといふことができる。⁽¹²⁾

政府短期証券の市中公募

政府短期証券は既述のように戦時期から戦後にかけて、本行引受けによって発行されていたが、昭和31年5月、政府短期証券の市中公募制が実施されることになった。これは政府短期証券市場を育成するための第一歩として注目すべき措置であったが、後述のような事情からその実効はあがらず、実態的には本行引受け発行が継続し、政府短期証券市場は存在しないという状態が長く続くことになった。

昭和29年に再度就任した新木総裁は、政府短期証券の本行引受け方式を改めることに真剣に取り組んだ。前述のとおり新木総裁はかねてからアメリカのように政府短期証券による公開市場操作を中心として金融を弾力的に調節する体制を作りたいと考えていたが、30年に入ってから金融情勢は緩和の方向をたどり、オーバー・ローン現象もしだいに改善されつつあったから、同総裁としてはこの機会をとらえて、戦時中から続いていた統制的な方式による本行の金融調節方式を

図3-1 政府短期証券割引率とコール・レート



(出所) 政府短期証券割引率：大蔵省理財局『国債統計年報』。

コール・レート：日本銀行統計局『本邦経済統計』。

金利機能を活用したオーソドックスな方式に改めようとしたのである。30年8月10日、本行は、それまでの高率適用制度を中心とした金融調節方式を改めるという意図をもって、公定歩合の運営方針を大幅に変更したが、これも以上のような考えの表われであった。

一方、昭和30年度第3四半期には財政資金の大幅散布超過が見込まれたが、本行は単に余剰資金を吸収するためだけではなく、金融正常化の観点を含めてその対策を検討することになった。その場合の検討の中心課題は政府短期証券の取扱い、つまり政府短期証券の売買を通じて金融調節を行いうる体制を作るという点にあったが、そのためにはまず、当時コール・レートより著しく割安に定められていた政府短期証券の発行割引率を引き上げて市中が政府短期証券を保有しうる条件を整備しなければならなかった(図3-1)。このような観点から本行は同年夏ごろから大蔵省と折衝を開始した。しかしこの折衝は難航し、結局大蔵省は政府短期証券割引率の引上げに応じなかった。このため本行は保有政府短期証券を発行割引率より高いレートで市中に売却し、差額は本行が負担するという案も考

えたが、これも大蔵省の了承を得るに至らず、結局本行は余剰資金吸収のためと
りあえず同年10月および12月に、前年と同様の方式で農林中央金庫に本行保有手
形を売却（1.2億円）したほか、11月～12月には銀行・信託銀行・相互銀行に対
し長期国債の買戻し条件付売却（9.5億円）を実施した。

さらに年明け後も余剰資金の吸収措置が必要な情勢が続くと予想された。しか
し当時本行貸出は著しく低水準になっており、貸出の返済や手形の売却による余
剰資金吸収も困難であった。こうした状況の下での資金吸収策としては本行保有
長期国債や本行売出手形の売却も考えられたが、本行は政府短期証券の売却によ
る資金吸収を強く主張した。これに対し大蔵省は当時金融緩和が急速に進展し、
コール・レートがかなり低下していたこともあり、本行の主張に同意した。こう
して本行は昭和30年12月、次のような要領で本行保有政府短期証券を市中に売却
することによって余剰資金を吸収する態勢を整え、これを同年末から実施するこ
とにした。⁽¹³⁾

イ、売却先は銀行、金庫その他必要と認められる先。

ロ、売却に当たっては原則として償還期日前10日を売止め期間とし、売却先の資
金繰り上やむをえない場合は、売却日以後1週間を経過した後に限り買戻しに
応ずる。

ハ、売買に適用する割引歩合は日歩1銭5厘（原割引率）。

なお、この売却については期近の銘柄（食糧証券および外国為替資金証券⁽¹⁴⁾）を
用い、割引料を期間両入れで計算することになっていたのも、その実質利回りは
1銭5厘より若干高くなるようになっていた。⁽¹⁵⁾この方法による売却は昭和30年末
から翌31年5月まで実行され、売却総額は4430億円に達した（表3-3）。

しかし政府短期証券の問題は以上で解決されたわけではなかった。本行として
は政府短期証券の公募を実現することによって政府短期証券市場を整備し、本格
的な公開市場操作を実施しうるような環境を作ることが最終的な目標であったか
らである。そして本行は市中公募を実施する場合、その目的を円滑に達成するた
めには、当然入札発行方式をとるべきであると考えていた。他方大蔵省は本行引
受け発行を継続し、できれば発行割引率を引き下げたいと考えていた。こうした

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

表 3-3 日本銀行の政府短期証券売買状況

(単位：百万円)

| 昭和 年・月 | 売却 | 買入 | 期日償還 | 月末残高 | 都市銀行 | 地方銀行 | 信託銀行 | 短資会社 | 農林中央 金庫 |
|-----------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|------------|
| 30. 12 | 40,367 | — | — | 40,367 | 8,237 | 11,084 | 70 | 1,620 | 19,356 |
| 31. 1 | 135,742 | 25,201 | 102,523 | 48,385 | 8,240 | 8,379 | 146 | 900 | 30,720 |
| 2 | 117,285 | 28,495 | 103,252 | 33,923 | 9,750 | 1,585 | 1,578 | 1,950 | 19,060 |
| 3 | 25,512 | 31,675 | 22,114 | 5,646 | 4,010 | 836 | 800 | — | — |
| 4 | 99,859 | 60,913 | 3,216 | 41,376 | 20,270 | 7,839 | 2,727 | 3,240 | 7,300 |
| 5 | 24,193 | 43,037 | 14,348 | 8,184 | 4,400 | 2,747 | 1,037 | — | — |
| 6 | — | 2,564 | 5,604 | 16 | — | 16 | — | — | — |
| 7 | — | — | 16 | — | — | — | — | — | — |

(注) 本表のほか相互銀行にも31年1月中1件2億円、2月中1件1億円の売却があったが、いずれも月中償還により、月末残高は残らなかった。
(出所) 日本銀行保有資料。

状況のもとで、昭和31年に入り本行と大蔵省との間で政府短期証券をめぐる諸問題につき討議が続けられた。本行は入札発行方式による公募制度の実施を主張し、粘り強く交渉したが、大蔵省の同意を得ることができず、確定率発行方式による公募を実施することになった。その際本行は発行割引率の引上げを主張したのに対し、大蔵省は逆に引下げを主張し、交渉は難航したが、同年5月上旬、両者の間に次のような合意が成立した。

イ、政府短期証券の発行割引率を日歩1銭5厘から日歩1銭4厘5毛に引き下げる。もっともこれは固定的なものではなく、金融情勢に応じ、弾力的に変更する。

ロ、発行方法は原則公募とし、公募が発行額に満たない場合は残額を日本銀行が引き受ける。

ハ、公募方式の採用に伴い、日本銀行の政府短期証券の対市中売却を行わないこととする（公募との競合を避ける意）が、それを行う必要が生じた場合には別途協議する。

ニ、政府短期証券の市中売買は自由とする。

ホ、公募の対象はさしあたり銀行、金庫、保険会社その他金融機関、四大証券会社および短資業者とする。

上記のような合意に基づき、政府短期証券の発行は、昭和31年5月16日以降、それまでの全額本行引受けによる方式から、市中公募を原則とし残額のみを本行が引き受ける方式に改められることになった。公募の対象のなかに証券会社が含まれたのは、従来の本行による政府短期証券の対市中売却操作が金融機関の余資吸収による金融調節を目的としていたのに対し、今次の公募制度はこのような目的のためだけでなく、オープンな短期金融市場の育成を図り、これを通じて将来本格的な公開市場操作の運営を目指すという、より広い観点から実施されたことを示すものであった。

さらに以上のような市中公募方式の採用に伴い、本行政策委員会は5月11日、⁽¹⁶⁾政府短期証券売買操作に関して次のような決定を行った。

a. 政府短期証券の市中公募実施に伴い、金融調節のため必要と認められるときは次

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

により公募証券の買入を行う。

- (a) 買入先 銀行、金庫、その他必要と認められる金融機関及び短資業者。
 - (b) 買入制限期間 発行日以後2週間を経過するまでは買入に応じないこととする。
 - (c) 適用割引歩合 買入に適用する割引歩合は日歩1銭4厘5毛（公募証券の原割引歩合）とする。
- b. 公募実施日以後当分の間従来の方式の本行所有政府短期証券の売オペレーションは原則として行わず、補完的に売オペレーションの必要を生じたときは別途考慮することとする。
- c. 政府短期証券の市中における売買を自由にし、売買市場の育成を図る。
- d. 政府機関（特別会計、政府金融機関、公団、公庫）に対しては本行が日歩1銭4厘5毛をもつて引受けた政府短期証券を従来通り売却するものとする。
- e. 本行が公募実施日前に売却した政府短期証券については従来通りの条件（買入制限期間1週間、日歩1銭5厘）で直接売却先に限り買戻に応ずる。

こうして懸案の政府短期証券の市中公募が実施され、金融調節の手段として政府短期証券売買を活用しうる体制ができた。もしこの市中公募制度が本来の趣旨に沿うような形で運営されることになれば、この措置は30年8月の公定歩合運営方針の変更とともに、戦後における本行の金融政策運営にとって、かなり重要な意味を持ちうる制度的改革であった。なぜならばそれは戦時・戦後という特殊な時期における統制的な金融調節方式からの脱却を指向し、その具体的な第一歩を踏み出したことを意味するからであった。この措置が実施されて約1か月後（6月11日）に開かれた第10回全国銀行大会における次の、新木総裁の演説の中にも以上のような考え方がにじみ出ている⁽¹⁷⁾。

昨年の秋以来日本銀行の貸出が急激に減少しましたのに伴いまして、金融の調節は主として、日本銀行が引受けました政府短期証券の売却によつて行つてまいつたのであります。今般政府短期証券の公募方式が採用されることになりましたが、これは従前の方式を漸次本格的な公開市場操作に進展せしめるための第一歩であります。すなわち今後は公募を通じて短期証券の一般消化を促進致し、短期証券の売買市場を育成すること等によりまして、公開市場における操作が行えるように致したいと存するのであります。

政府短期証券の公募は原則として毎週、月曜日、水曜日、金曜日に行われることになった。第1回の公募は5月16日（水曜）、外国為替資金証券について行われ、全額、市中の応募で消化された。しかしこれは発行額が16億円と少なかったからで、5月18日（金曜）の公募では発行額が184億円と多かったため、市中消化率は6%という不成績であった。結局5月中（公募開始以降の分のみ）の市中消化率は28.7%にとどまったが、6月中旬以降、市中消化率は大幅に低下して同

表 3-4 政府短期証券の公募状況

(単位：金額は百万円)

| 昭和 | 発行額 (A) | 公募額 (B) | $\frac{B}{A}$ |
|--------|------------|------------|---------------|
| 31年 5月 | 51,209 | 14,685 | 28.7 |
| 6月 | 139,791 | 7,741 | 5.5 |
| 7月 | 224,020 | 3,718 | 1.7 |
| 8月 | 157,546 | 876 | 0.6 |
| 9月 | 195,292 | 2,195 | 1.1 |
| 10月 | 214,074 | 2,620 | 1.2 |
| 11月 | 230,926 | 2,302 | 1.0 |
| 12月 | 258,168 | 813 | 0.3 |
| 32年 1月 | 146,012 | 1,558 | 1.1 |
| 2月 | 107,374 | 491 | 0.5 |
| 3月 | 242,489 | 927 | 0.4 |
| 32年度 | 1,663,952 | 4,953 | 0.3 |
| 33年度 | 2,235,013 | 5,467 | 0.2 |
| 34年度 | 3,273,941 | 6,450 | 0.2 |
| 35年度 | 3,683,503 | 7,463 | 0.2 |

(注) 昭和34年度以降は食糧証券、外国為替資金証券のほか若干の大蔵省証券を含む。

(出所) 前掲『国債統計年報』により作成。

年後半は各月とも1%内外となり、公募とは名のみで従前の本行引受け発行時とほとんど変わらぬ状態に陥った(表3-4)。これは当時、都市銀行の資金ポジションが再び悪化し、コール・レートが急速に上昇し始めたからであり、本行は発行割引率の引上げを再び強く主張したが、大蔵省はこれに応じなかった。このような金融市場の変化は景気過熱化への過程を反映したものであったから、さらに翌32年に入ると、金融政策の転換と相まってコール・レートは一段と上昇し、低利の政府短期証券の市中消化はほとんど不可能になった。政府は昭和32年12月になってようやく政府短期証券割引率を

日歩1銭4厘5毛から日歩1銭5厘5毛へ引き上げ、さらに翌33年9月にも、日歩1銭6厘5毛へ引き上げたが、コール・レートはこれを大幅に上回る高水準を続けていたから、この程度の引上げでは、事態はなんら改善されなかった。

こうして本行が金融政策の運営を含め、金融正常化への重要なステップと考えた、政府短期証券の公募体制は発足後わずか1、2か月で事実上崩壊した。その経過を振り返ってみると、政府短期証券の公募が実施されたころ、景気はちょうど曲がり角にさしかかっており、やがて本格的な金融引締め政策が実施された。

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

その点では、政府短期証券の公募はタイミングの面で不幸なスタートをきったといえるかもしれない。しかし市中公募を定着させ、発展させていくためには、金融逼迫期にもそれが暗礁に乗り上げないようなものでなければならない。その意味で当時の公募態勢には重大な欠陥があったといわざるをえない。

すなわち、公募制度が円滑に機能するためには、発行条件が常に市場実勢に即したものでなければならず、したがって入札発行方式が望ましいことはいうまでもないが、もし定率公募方式がとられる場合には、市場の状況変化に対応して頻繁かつ敏速に発行条件の改定が行われることが不可欠である。しかし大蔵省は財政負担の増大を避けるため、金融緩和期に通常みられる程度の短期市場レートの水準の範囲内ならばともかく、これを上回るような水準にまでは政府短期証券の発行条件を改定する意図はもっていなかった⁽¹⁸⁾。しかもそのため売れ残りがいくら生じて、本行が引き受ける仕組みになっていたから、大蔵省側には不便はなかった。

また当時のわが国の金融の実情は、一般的に低金利指向がなお強いなかで、金利をはじめ各面にわたりきびしい規制の網が引き続きかなり有効に維持されており、市場原理への復帰を目指す改革を支持し、推進するエネルギーは市場自体にはそれほど蓄積されていなかった。このような情勢のなかで本行自身も、いったんスタートした政府短期証券の市中公募制度をあくまでも機能させようとする意欲をいまひとつ欠いていた。まことに残念なことではあったが、こうして市中公募制度は発足とほとんど同時に形がい化してしまったのである。

なお後述のように昭和32年以降金融制度調査会において中央銀行制度の審議が行われた際、昭和30年秋に本行が政府短期証券の対市中売買を円滑に行うため同証券の発行条件の引上げを要望したのに対し政府がそれを拒否し、また本行がその代わりに二重レートによる同証券の対市中売却を希望したのに対しても政府が了承しなかったこと、さらに翌31年に同証券の市中公募制度が実施された際に政府が市場実勢に即して発行条件を決定・変更することに反対したこと、などが本行の公開市場操作による円滑な金融調節を阻害したのではないかという点が論議の対象になったが、同調査会に設けられた「実態調査小委員会」の報告では、

政府が低金利政策に熱心であった事情は分かるにしても、政府としてはもっと弾力的な考慮を払うべきであったと批判するとともに、本行に対しては二重レートによる対市中売却を本行の責任において断行すべきではなかったかと述べている⁽¹⁹⁾。

証券市場の育成

長期金融を円滑ならしめるための証券市場（債券市場ならびに株式市場）の育成は、金融正常化プログラムの重要な一環であった。証券市場の育成により、企業のオーバー・ボローイング、銀行のオーバー・ローンを是正し、金利機能が正常に働く市場機構を広く回復させることは、金融政策の円滑な運営を図る上で、緊要の課題であったから、本行は昭和20年代の半ばごろ以降証券市場の育成のためいろいろな努力を重ねた。

その具体的な内容についてはすでにそのつど触れてきたので省略するが、起債市場の育成に関しては、昭和24年～25年における銀行・生命保険会社などからの国債・復興金融債券の買入れによる興業債券・優良事業債の市中消化促進、割引興業債券および優良社債を担保とする本行貸付に対する優遇措置の実施(24年)などが、また株式市場の育成に関しては、昭和24年に証券取引所が再開されてから以降、銀行・生命保険会社からの国債買入れによる増資払込み資金および売株取得資金の供与（24年～25年）、本行のイニシアチブに基づく日本証券金融株式会社の設立ならびに同社への市中銀行融資に対する本行優遇措置の実施（25年）、信用取引制度の導入に対応し、同社にコール市場からの資金調達を開く（26年）などの諸措置を本行は講じている。

市場育成策の成果

以上述べてきたように、昭和20年代を通じて多くの市場育成策が実行された。経済面でも一般にまだ戦時期以来の統制色が多分に残存している時期から、本行は熱心に金融面における市場育成のためのもろもろの努力を重ねてきた。それは見方によっては理念がやや先走った感さえしないわけではないが、またそれだけ

3. 金利機能の活用と「金融正常化」への歩み

戦後経済の健全な発展にかかる並々なぬ意欲の表われであったとみることもできる。

しかしそれにもかかわらず、昭和30年代前半までにおける以上のような市場育成策の成果は必ずしも満足すべきものではなかったように思われる。もっともわが国の短期金融市場・証券市場のなかには、昭和20年代から昭和30年代にかけて顕著な拡大を示した分野もある。その一つはコール市場であった。いまこれをコール市場資金残高でみると、昭和34年末残高は昭和25年末に比し、83倍となっている。株式流通市場の拡大も著しく昭和34年における東京証券取引所における株式売買高は、昭和25年に比し74倍という急伸を示し、また東京証券取引所の上場株式時価総額（各年12月ベース）も、同期間で22倍という膨張ぶりであった。さらにこれらほど高い倍率ではないにしても、この間株式や公社債の発行高も漸増している（表3-5）。もちろん金融市場の育成・整備が目指したものは、単なる量的拡大自体ではなかった。むしろこのような量的拡大が行われた背後にはいろいろな問題がひそんでいた。たとえばコール市場の急拡大は都市銀行のオーバ

表 3-5 長短期金融市場の拡大状況

| 昭和年 | コール市場 資金残高 | 株式売買高 | 上場株式時価 総額 | 株式発行高 | 公社債発行高 |
|---------------|---------------|-----------|--------------|---------------|---------------|
| 25 (A) | 百万円 3,232 | 億円 499 | 億円 1,688 | 百万円 40,341 | 百万円 91,507 |
| 26 | 6,919 | 924 | 2,568 | 73,884 | 109,981 |
| 27 | 21,137 | 3,522 | 6,408 | 127,279 | 130,408 |
| 28 | 28,282 | 4,731 | 8,467 | 180,111 | 202,864 |
| 29 | 45,344 | 1,837 | 7,432 | 153,668 | 228,430 |
| 30 | 65,657 | 2,839 | 10,576 | 111,627 | 295,230 |
| 31 | 91,182 | 8,158 | 16,404 | 245,426 | 396,836 |
| 32 | 121,805 | 9,816 | 16,748 | 308,744 | 396,787 |
| 33 | 151,262 | 15,797 | 23,226 | 255,892 | 512,518 |
| 34 (B) | 268,424 | 37,081 | 37,770 | 292,897 | 642,706 |
| $\frac{B}{A}$ | 83.1倍 | 74.3倍 | 22.4倍 | 7.3倍 | 7.0倍 |

(注)1. コール市場資金残高は東京、大阪両市場における各年末残高の合計。

2. 株式売買高は東京証券取引所の取引。

3. 上場株式時価総額は東京証券取引所上場株式、各年12月。

4. 株式発行高は大蔵省に対する届出を発行期日別に集計したもの。

5. 公社債発行高は地方債、公社債券、金融債、事業債の合計。

(出所) 前掲『本邦経済統計』昭和34年報により作成。

第4章 金融政策の復活

ー・ローンとその他金融機関の余裕資金の存在といった、いわゆる資金偏在の問題があったし、株式市場の急成長も一方では後述のように昭和30年代後半に至って問題を露呈することになった。

さらに規模という点だけからみても、前述したように、短期金融市場の中で手形割引市場や政府短期証券市場はほとんど存在しない状態が続いた。また起債市場はかなり拡大したものの、公社債の流通市場を欠くという変則的な状況にあった。起債市場と流通市場はいわば車の両輪であり、両々相まってそこに市場機能が発揮されるわけであるから、流通市場を欠いた公社債市場が市場本来の機能を発揮しえなかったのは当然であった。事実、当時の起債市場では本行の大きな影

表 3-6 公社債消化構成比

(単位：%)

| | 昭和 年 | 金融機関 | うち 都市銀行・ 長期信用銀行 | 地方銀行 | 個 人 その他 | 官 庁 | 計 |
|------------------|---------|------|-----------------------|------|------------|------|-----|
| 公 社 債 券 | 28 | 96.7 | 63.7 | 25.6 | 3.3 | — | 100 |
| | 29 | 98.8 | 66.1 | 26.7 | 1.1 | — | 100 |
| | 30 | 99.4 | 68.3 | 26.3 | 0.6 | — | 100 |
| | 31 | 96.1 | 60.9 | 27.2 | 3.9 | — | 100 |
| | 32 | 88.6 | 56.6 | 26.8 | 11.3 | — | 100 |
| | 33 | 45.3 | 26.6 | 15.8 | 14.0 | 40.7 | 100 |
| | 34 | 90.7 | 51.6 | 26.8 | 9.3 | — | 100 |
| 金 融 債 | 28 | 40.6 | 22.1 | 14.1 | 24.6 | 34.8 | 100 |
| | 29 | 34.6 | 21.7 | 8.2 | 31.8 | 33.6 | 100 |
| | 30 | 39.9 | 21.3 | 11.2 | 36.9 | 23.2 | 100 |
| | 31 | 47.5 | 24.8 | 14.8 | 30.5 | 22.0 | 100 |
| | 32 | 37.8 | 25.8 | 8.5 | 37.5 | 24.8 | 100 |
| | 33 | 33.1 | 21.4 | 8.2 | 49.7 | 17.2 | 100 |
| | 34 | 26.4 | 16.3 | 5.7 | 67.7 | 5.9 | 100 |
| 事 業 債 | 28 | 96.6 | 34.5 | 40.9 | 2.4 | 1.0 | 100 |
| | 29 | 97.2 | 36.6 | 41.2 | 2.8 | — | 100 |
| | 30 | 89.7 | 31.1 | 38.7 | 8.7 | 1.6 | 100 |
| | 31 | 82.9 | 32.8 | 28.1 | 16.2 | 0.9 | 100 |
| | 32 | 85.4 | 47.4 | 25.5 | 13.2 | 1.4 | 100 |
| | 33 | 88.0 | 43.9 | 32.9 | 9.7 | 2.3 | 100 |
| | 34 | 87.8 | 36.7 | 29.8 | 12.0 | 0.2 | 100 |

(注) 官庁は資金運用部と簡易保険局の合計。

(出所) 表 3-5 に同じ。

響力の下で起債懇談会および起債打合会による起債調整が行われており、起債市場は資金を重要産業に配分する統制機構となっていたといえる。

政府短期証券や公社債の消化面にもいろいろ問題が残されていた。前述のように昭和31年5月から政府短期証券が公募されたとはいえ、その後も本行引受け発行の実態は変わらず、その意味で、政府短期証券は本行の対政府低利貸付であったともいえる。公社債の消化も金融債を別にすれば金融機関によるものが圧倒的比重を占めていた（表3-6）。しかもそれらが流動性を欠くということであれば、その実態は金融機関貸出と類似のものとなる。ただそれらが本行貸出の適格担保物件であり、また時に本行が金融調節の必要上、それらの買入れ操作を行うという点に、公社債保有の誘因が働いていた。その意味でも当時の公社債市場を支えていたのは本行信用であったといえるであろう。

このようにみえてくると、金融正常化の重要な一環としての長短期金融市場の整備・育成にはなお多くの課題が残されていた。このような長短期金融市場の実態には、わが国特有の歴史的諸条件がからんでおり、当時はおお「日本的な金融市場の特殊な機能形態」⁽²⁰⁾を色濃く残していたといえよう。

- (1) 日本銀行「短資会社概説（附 コール市場）」（日本銀行編『日本金融史資料』昭和統編第11巻、大蔵省印刷局、昭和56年、所収）519ページ。
- (2) 同上、519～520ページ。
- (3) 前掲『金融』第77号（昭和28年8月）14～15ページ。
- (4) 日本銀行保有資料、昭和28年10月5日の本行本支店事務協議会における総裁の開会あいさつ。
- (5) 前掲「短資会社概説（附 コール市場）」520ページ。
- (6) 短資協会『短資市場七十年史』実業之日本社、昭和41年、230～231ページを参照。
- (7) 日本銀行保有資料。
- (8) 前掲『短資市場七十年史』280ページ。
- (9) 同上、282ページ。
- (10) 同上、282～286ページを参照。
- (11) 日本銀行調査局『調査月報』昭和34年7月、30ページを参照。
- (12) 銀行協会20年史編纂室『銀行協会20年史』全国銀行協会連合会・東京銀行協会、昭和40年、284ページを参照。
- (13) 日本銀行政策委員会「昭和三十年報告書」（前掲『日本金融史資料』昭和統編第1巻、

第4章 金融政策の復活

昭和53年、所収) 344ページ。

- (14) 当時発行されていた政府短期証券はこの2種類のみで、大蔵省証券は発行されていなかった。なお大蔵省証券は昭和34年12月以降同じ要領で発行されるようになった。
- (15) 償還期日まで保有した場合の実質利回りは次のとおりであった(日本銀行保有資料)。

| | |
|-------|---------|
| 11日もの | 日歩1.65銭 |
| 20日もの | 日歩1.58銭 |
- (16) 日本銀行政策委員会『昭和31年報告書』昭和32年、7ページ。
- (17) 前掲『金融』第112号(昭和31年7月)17ページ。
- (18) 当時、大蔵省主計局長であった森永貞一郎は後に日本銀行総裁に就任したが、総裁在任中の昭和53年11月29日の記者会見で金利自由化問題についてふれた際、政府短期証券の金利自由化を求める本行の要望に対し、「省内の一部にはその必要性を感じている向きもあるようである。ただ大蔵省には予算編成との絡みで国債の金利負担のあり方について伝統的な考え方があるが、そうした考え方は順次あらためていく努力が必要だと考えている。かつて私が大蔵省の主計局長として在職していた折、日銀からのTB金利引上げの申し入れを財政負担との関係で断った経験があるが、今になって考えれば、こうしたことは間違っていたと感じている」と述べた(日本銀行保有資料)。
- (19) 実態調査小委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」(大蔵省銀行局編『中央銀行制度——金融制度調査会関係資料——』大蔵省印刷局、昭和34年、所収)20～23ページを参照。
- (20) 西川元彦『金融の理論と政策』金融財政事情研究会、昭和52年、97ページ。

(3) 金利機能活用への努力

昭和20年代の金利観

わが国経済がインフレーションの進展と、厳しい経済統制の下におかれていた昭和20年代前半においては、既述のように金利の需給調節機能にはほとんど期待がかけられず、金利は価格を形成するコストの一部という側面のみが重視され、「臨時金利調整法」の制定にみられるように物価抑制の観点から金利の高騰を阻止することに政策当局の関心が向けられていた。このような金利コスト論に基づく低金利指向の考え方は、戦後インフレーションが収束され、経済統制が大幅に緩和された20年代後半になっても大きくは変わらず、さらに戦前に比べて企業財