

第6章 変動相場制下の金融政策

- (52) 日本銀行保有資料。
- (53) 前掲『第2回大蔵省国際金融局年報』83ページ。なお、このころのアメリカ政府高官筋の意図的な発言が円相場上昇の契機となることが多く、これをアメリカ側では“talk up the yen”と称していた（小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論』（歴史・政策編）日本経済新聞社、昭和58年、241ページ、なお『週刊東洋経済』第4039号、昭和52年10月29日、に掲載の鈴木秀雄・竹内一郎・馬淵秀夫（座談会）「1ドル=250円——その内幕と波紋」のなかの竹内一郎の発言、25～26ページも参照）。
- (54) 前掲『調査月報』昭和52年12月号、36ページ。
- (55) 昭和52年12月22日付『日本経済新聞』。
- (56) 前掲『調査月報』昭和53年2月号、74ページ。
- (57) 同上、71ページ。
- (58) 昭和53年1月7日付『日本経済新聞』。
- (59) 前掲『調査月報』昭和53年11月号、63～64ページを参照。
- (60) 日本銀行調査局「昭和52年の金融経済の動向」（上掲『調査月報』増刊、昭和53年7月）70ページ。
- (61) 財政調査会編『国の予算』昭和53年度、同友書房、昭和53年、28～30ページ。なお引用は昭和52年12月21日閣議決定の「昭和53年度予算編成方針」（同書所収）29ページ。
- (62) 前掲『図説日本の財政』昭和53年度版、昭和53年、46～51ページおよび昭和52年度第2次補正予算・昭和53年度予算に関する大蔵大臣の提案理由説明要旨（上掲『国の予算』昭和53年度、1142ページ、1172ページ）を参照。
- (63) 日本銀行保有資料。なお昭和52年12月1日付『日本経済新聞』を参照。
- (64) 昭和53年3月25日大蔵省告示第18号。本行によるガイドラインの変更については前掲『調査月報』昭和53年4月号、32～33ページを参照。
- (65) 昭和53年4月21日、政令第135号「郵便貯金法施行令及び昭和五十二年五月二十一日から昭和五十三年五月二十日までの間に預入される特定の預金者に係る定期郵便貯金の利率等に関する郵便貯金法施行令の特例を定める政令の一部を改正する政令」を公布。

(3) 金融政策運営の基本姿勢の変化とマネー・サプライ重視

狂乱物価の教訓

昭和46年～47年に生じた過剰流動性を背景に47年～48年にインフレーションが激しく進展し、インフレ心理の高まるなかで第1次石油危機に際会し、ついに狂乱物価といわれる事態を現出したこと、ならびにそれがまたその後の不況と停滞

現象を強めたという歴史的経験は、本行の金融政策運営の基本姿勢に重要な影響を及ぼした。

こうしたインフレーションの発生、進展については、前述のように金融政策以外の諸事情が複雑に絡みあっていたことも否定できないが、なんといっても金融政策の運営自体に大きな問題があったことは明らかであった。そして金融政策の運営が適切さを欠いた背後には、管理通貨制度下における中央銀行の在り方に関する基本的考え方の問題が絡んでいたように思われる。

すでに本書第5巻で述べたように、昭和32年（1957年）から35年まで続けられた中央銀行制度に関する金融制度調査会の審議において、本行は、管理通貨制度下においても（否、むしろ管理通貨制度のもとにおいてこそ）通貨価値の安定を図ることは中央銀行の基本的使命であり、これを円滑に達成するために政府は中央銀行の自主性・独立性を尊重すべきであると強く主張した。しかし、その後実際の政策運営に当たっては、成長をおう歌する社会的、政治的風潮のなかで、ときによってはこうした基本的理念が必ずしも堅持されたとはいえず、とくに昭和40年代後半においては、こうした傾向が強まっていたように考えられる。

以上のような点についての反省から、本行内では物価の安定確保が金融政策運営上最優先の目標であり、物価の安定と景気の維持・経済成長との間には単純なトレード・オフの関係があるわけではなく、物価安定の上にもみ経済の健全な発展が図られうるとの意識が改めて深まるとともに、物価安定という目標を実現していくため具体的には、マネー・サプライの動向を重視すべきであるということと、こうした金融政策の効果と機動性を高めるためにも市場メカニズムの尊重、とくに金利の自由化が重要であるとの考え方が強まっていった。

このような物価安定を最優先視する基本姿勢は、前述のように昭和50年春以降引締めを緩和していく過程で極めて慎重な態度をとったこと、その後の金融緩和期においても緩和の行過ぎ防止に留意したこと、また後述のように経済情勢が微妙な変化を呈するや昭和54年春にいち早く引締め政策に転換し、その後も早め早めの政策対応を果敢に続けたこと、などに明確に示された。本行はこうした基本姿勢の変化とともに、これに対応する政策運営の理論的、歴史的観点からの裏付

けを強めようとして、昭和51年5月21日に特別研究室を設置した（56年3月2日に金融研究局に、57年10月8日に金融研究所に改組拡充された）。

マネー・サプライの重視とマネー・サプライ見通しの公表

本行は中央銀行として当然のことながら常に通貨の動きについて深い関心を払ってきた。もっともその関心の度合いはときによって微妙に変化したし、また何を通貨量の具体的指標とするかという点については金融経済の動向に対応して変化してきた。たとえば、昭和20年代において調査局ではしばしば、いわゆる「適正通貨量」についての研究と算定作業が行われた⁽¹⁾。それは通貨価値の安定を確保するという観点からみた適正な通貨量を探ろうとしたものであった。そこでいう通貨量の概念には、現金通貨のみならず預金通貨（この場合当座預金が中心で、普通預金は含まれず）も含まれていたが、当時の関心は主として現金通貨に向けられていた。それは現金通貨が個人の消費支出だけでなく、企業の営業資金としても広く使われていたからであった。

その後昭和30年代に入って本行は月次ベースで継続的にマネー・サプライ統計を作成するようになった。もっとも本行の短期的な金融経済分析においては、各種の指標が多角的、総合的に活用されており、マネー・サプライ統計がそのなかでとくに重視されていたわけではない。しかしやや長期的な分析や金融構造面の分析では、マネー・サプライが重要な金融指標として注目されていた。そこでは戦後復興期を経過した当時の情勢を反映して、当座預金、普通預金等の要求払預金全般を含む、現在のいわゆる M_1 がマネー・サプライの指標とされていた。

昭和40年代の前半、すなわち1960年代後半は欧米主要国でインフレーションが慢性的に進行した時期であった。そしてその結果これらの国で、しだいにマネー・サプライ管理の重要性についての認識が高まった。B I Sが1971年秋の定例の中央銀行エコノミスト会議のテーマに「マネー・サプライの動向と、その経済活動および物価との関係について」をとり上げたのは、当時の先進国中央銀行におけるマネー・サプライについての関心の高まりを示していたということができよう。こうした情勢のなかでマネー・サプライ管理を重視する考え方は本行内部

にもしだいに広がっていったが、とくに前述の昭和47年～48年における、いわゆる過剰流動性インフレーションの経験とそれに伴う反省は、本行のそうした態度を決定的なものにした。

また、マネー・サプライの具体的指標としては、金利変動に伴い定期性預金と要求払預金の間にシフトが生ずるような状況のもとでは、 M_1 よりは、定期性預金を含めた M_2 をとり上げるべきであるという点が、すでに前記のB I Sエコノミスト会議でも指摘されていたが、⁽³⁾実際にわが国でも昭和47年～48年に企業の流動性が高まり、その一部が定期性預金として保有されるようになり、また、定期預金の期限前解約や定期預金を担保とする貸付がしだいに増大する、などの現象が目立つようになった（昭和47年8月の総合口座の取扱い開始は個人保有の定期預金に通貨性を付与したものととして注目された）。こうした状況を背景に定期預金の通貨性についての認識が高まり、本行内でもしだいにマネー・サプライの指標として定期性預金を含めた M_2 の動きに関心が向けられるようになった。さらに昭和54年以降は譲渡性預金（CD）が取り扱われるようになったのに伴い、 M_2 にこれを加えた $M_2 + CD$ が中心的なマネー・サプライ指標とされている。⁽⁴⁾

昭和49年末ごろまでの、マネー・サプライをめぐる諸問題についての行内での検討結果として、①マネー・サプライの動向が総需要の動向、物価動向と相当程度の相関関係をもっていることは統計的事実であるが、その因果関係は必ずしも一義的なものとはいえず、そのときの経済環境によってかなり異なりうること、②マネー・サプライの金融政策によるコントロールの可能性については、民間信用を有効に調節している限り総通貨の伸びについてもある程度の誤差を覚悟すれば長期的には特定の水準に近づけることは可能であるが、四半期や半期といった短期間では不規則変動も大きく、民間向け信用以外のルートによる通貨供給も大きな攪乱要因として働くため、精密なコントロールは困難であること、③マネー・サプライを長期的にある一定の伸び率に維持することは、当時のような不安定な経済情勢のもとでは、それによってどのような実体経済面の姿が実現するか、予測困難であること、などの諸点から考えて、マネー・サプライは重要ではあるが、具体的に目標値を設定して金融政策を運営することには問題が多いとの

結論が一応まとめられた⁽⁵⁾。しかし、マネー・サプライの重要性を世間にアピールすること自体は緊要であると考え、本行は50年7月にその後の研究成果も加え、「日本におけるマネー・サプライの重要性について」と題する論文を『調査月報』に発表⁽⁶⁾した。

51年春以降マネー・サプライについての研究体制が強化され、一段と研究が深められたが、一方、これと相前後して毎四半期、先行き半年間のマネー・サプライの見通しを試算する作業も始められた。このマネー・サプライ見通しの試算は、先行き経済成長率の見通し、企業の手元流動性⁽⁶⁾の見通し、個人や政府部門の預金動向等各種の要因を勘案し算定するものであるが、その性格は多分に試験的なものであった。

53年4月、本行はそれまで続けていた試験的な内部でのマネー・サプライ見通しに代えて、マネー・サプライの目標値を設定し、世間に公表すべきかどうかの検討を始めた。その背景には、次のような事情が絡んでいた。

その一つは、すでに減速経済への移行に伴い民間企業部門の資金不足幅が縮小する一方、政府部門の資金不足が大幅に拡大し、国債が大量に発行されるようになったことから、わが国の資金の流れには大きな変化が生じ、金融機関の民間企業向け貸出の役割が低下し、金融機関の国債引受けによる政府部門への信用供与が増大していたが、昭和52年度の補正予算や53年度予算の編成において国債依存度3割以内という歯止めがなくなったためこうした傾向がさらに強まり、銀行貸出よりも広い概念であるマネー・サプライを金融指標としていっそう重視する客観的必要性が一段と高まってきたことである⁽⁷⁾。また前述したように52年秋からの急速な円高に対応し、為替市場において多額のドル買い円売り介入が行われていたため、こうした為替市場への円供給がマネー・サプライの行過ぎにつながるおそれがあるとの懸念も生じていた⁽⁸⁾。さらに、こうした背景に加え、当時景気回復への兆しが見え始めていたが、景気が回復過程に入り、民間の資金需要が出て来た段階で、マネー・サプライをいかにしてうまくコントロールしていくかをあらかじめ十分に検討しておく必要があり、インフレーション防止の観点から本行が政策転換に踏み切ることを容易にする条件を整える意味で、マネー・サプライの

目標値を設定・発表することも一つの有力な方法であると考えられた。⁽⁹⁾

こうして、マネー・サプライの目標値設定・発表の是非、その具体的方法等について内部で積極的な検討が進められた。その際検討された事項のなかで、主要な問題は、①公表する際に目標値として発表するか、見通し計数として発表するか、②目標値か見通しかはともかく、発表の対象とする先行きの期間をどうするか、③発表計数をレンジ（一定の幅の上・下限）で示すか、たとえば上限のような単一の計数とするか、④発表対象のマネー・サプライの種類をどうするか、などの諸点であった。⁽¹⁰⁾

こうした諸問題を検討するに当たって、第1次石油危機後の49年～50年にかけて相次いでマネー・サプライ目標値の公表に踏み切った欧米主要国の例が当然比較対照された。アメリカでは、連邦準備制度がすでに1970年（昭和45年）からマネー・サプライの目標値を内部で設定していたが、1975年3月の議会の公表すべしとする決議に応じ、同年5月から各種マネー・サプライについてそれぞれレンジを設定した先行き1年間の長期目標値の発表を開始した。さらに、ヨーロッパ主要国においても西ドイツは1974年12月に、イギリスは1976年7月に、フランスも同年9月に、マネー・サプライないし類似の量的金融指標について、先行き1年間の目標値公表を開始していた。ただ、マネー・サプライの種類や、目標値の示し方つまりレンジで示すか単独の計数で示すかなどについては、それぞれの国の事情を反映して、区々となっていた。⁽¹¹⁾

海外主要国のこのような例に従って、本行内部でもマネー・サプライの長期目標値を発表することがかなり真剣に検討された。しかし、まず目標値と見通しのいずれの意味で、マネー・サプライの将来値を公表するかという点については、①それまでのマネー・サプライと物価や実体経済との関係についての詳細な研究、さらには試験的な内部での見通し計数の策定の経験などを通じて、マネー・サプライと他の経済諸変数の関係は、そのときの経済環境に応じて変化するものであり、とくに長期の目標値として公表するほどの自信のある設定は困難であること、②他方、一たび、目標値として発表すると計数自体が独り歩きし、変化の激しい金融経済環境のなかで、かえって臨機応変に対応すべき金融政策の機動性

や自由度を損なうことになりかねないとの危ぐが強かった⁽¹²⁾。こうした観点から、結局、もう少し、経済の諸変数とマネー・サプライの的確な関係が究明されるまで、目標値ではなく、あくまでその時々⁽¹³⁾の政策運営を前提とした見通しとして発表し、目標値とするかどうかは今後の検討課題にするという結論になった⁽¹³⁾。また、見通し期間についても、1年先くらいの長期よりもせいぜい1四半期先の短期見通しのほうが妥当性が高いとの判断に落ち着くことになった⁽¹⁴⁾。一方、発表の対象とするマネー・サプライの種類については、経済諸変数との関係の安定性の観点、金融政策によるコントロールの可能性との関連、実績計数の速報性の問題などが考慮され、広義のマネー・サプライである M_2 が選ばれた。

以上のような検討結果に基づき昭和53年7月、本行は同年7月～9月期分より、毎四半期ごとに1四半期先までの M_2 平均残高の前年比伸び率の見通しを概数で発表することになった。なお、前年比伸び率の形式で発表することにしたのは、前年比伸び率の場合1年間の変化を計算することになることから、短期間の攪乱的な変化が比較的取捨されやすいことを考慮したためである。このマネー・サプライ見通し計数は、目標値ではないものの、その時々⁽¹³⁾の政策を前提として作成されるものであるから、単純な見通し計数とも異なるものであり、そうした意味で、中間的な性格を持つものといえよう。

いずれにしろ、本行は、見通し計数の発表により、マネー・サプライに対する各方面の関心と理解がいっそう深まることを期待する一方、本行としても他の経済・金融諸指標と併せマネー・サプライの動向にはとくに注意を払う姿勢を世間に明確に表明することになった。

このようにして、わが国では欧米主要諸国のようにマネー・サプライの目標値を設定・公表することは、さしあたり行わないことになったが、それはこれら諸国よりもマネー・サプライの重要性を軽視したという意味では全くなく、マネー・サプライが危険ラインを越えそうになれば、たとえ不況下でも引締め政策に転ずると強い決意をもって本行首脳が実際の政策運営に当たっていたことは後述のとおりである。

こうした本行の基本姿勢を映じ、表2-8にみられるように昭和50年以降 マネ

表 2-8 わが国のマネー・サプライと主要国の消費者物価動向

(単位: %)

昭和 年	日本のマネー・ サプライ(M ₂ 平 均残高)の前年 比増加率	主要国の消費者物価の前年比上年昇率						
		日 本	アメリカ	イギリス	西ドイツ	フランス	イタリア	カナダ
49	11.9	24.5	11.0	16.0	7.0	13.7	19.0	11.0
50	13.1	11.8	9.1	24.2	6.0	11.7	16.9	10.8
51	15.1	9.3	5.8	16.5	4.2	9.7	16.8	7.5
52	11.4	8.1	6.5	15.8	3.7	9.5	17.0	8.0
53	11.7	3.8	7.7	8.3	2.7	9.3	12.1	8.9
54	11.9	3.6	11.3	13.4	4.1	10.6	14.8	9.2

(注) 日本のマネー・サプライの昭和54年はCDを含む(同年よりCDの発行開始)。

(出所) 前掲『経済統計年報』(昭和54年)および日本銀行統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』同局、昭和55年6月。

一・サプライは比較的安定した推移を示し、これに伴って物価も安定傾向を強め、西ドイツと並んで世界主要国のなかでは最も優れた物価パフォーマンスを示している。

(1) たとえば昭和24年12月の「戦後インフレーションの性格と適正現金通貨量に付て」(日本銀行編『日本金融史資料』昭和統編第8巻、大蔵省印刷局、昭和55年、所収)3~6ページ、25年4月の「適正通貨量について」(同巻所収)7~19ページ、同年10月の「朝鮮事変勃発後の新経済情勢に基く適正通貨量の検討」(同巻所収)19~35ページ、27年1月の「最近の通貨状勢と適正通貨量」(同巻所収)35~43ページ、29年1月の「通貨政策と適正通貨量」(同巻所収)43~61ページなど。

(2) 日本銀行保有資料。

(3) 同上資料。

(4) なお昭和60年12月現在、本行が作成公表しているマネー・サプライには、ここで述べたM₁、M₂、M₂+CDのほか、M₁'(M₁+一般法人準通貨)、M₁'+CD(M₁'+一般法人譲渡性預金)および参考としてM₃+CD(M₂+CD+郵便局、農業協同組合、漁業協同組合、信用組合、労働金庫の預貯金(譲渡性預金を含む)+金銭信託・貸付信託元本)がある。

(5) 日本銀行保有資料。

(6) 前掲『調査月報』昭和50年7月号、1~19ページ。

(7) 日本銀行保有資料。

(8) 日本銀行保有資料。

(9) 日本銀行保有資料。

- (10) 同上資料。
- (11) 日本銀行保有資料。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 中川幸次『体験的金融政策論』日本経済新聞社、昭和56年、190ページを参照。

(4) 金利自由化の推進

昭和50年代に入り本行が政策運営上の重要な課題として積極的に取り組んだもう一つの問題は金利の自由化であった。セントラル・バンキングは本来市場経済のメカニズムと不可分に結びつくものであり、自由な市場取引を通じて形成される金利の変動を通じて金融・経済の動向に影響を及ぼし、金融政策の目的を達成しようとするものであることはいままでもない。

第2次大戦後本行がこうした金利機能の回復とこれを阻む諸条件の改善、金融政策の復活を目指して、もろもろの努力を重ねてきたことはすでに述べたとおりであるが、前項のように今後政策運営上マネー・サプライを重視し、マネー・サプライの水準を適正な範囲内にコントロールしていくためには、金利機能を従前よりも一段と活用していくことが必要であった。

また昭和50年代に入り年を追って顕著になってきた金融構造面の変化、すなわち、減速経済への移行に伴う資金循環の変化、国債の大量発行の継続による金融機関を含む国債の民間保有残高の激増と公社債市場の発展、企業および家計保有の金融資産の増大ならびにこれに伴う金利選好の高まり、などといった国内面の変化に加え、対外金融取引の拡大と世界経済に占めるわが国の地位の著しい向上などといった国際面での変化から、上記のような金利の自由化を中心とする金融の自由化をいっそう不可避の課題とさせるに至った。

こうした内外両面の変化は50年代後半に入り一段と顕著になったものであるが、本行は50年代初めからこの点につき今後の大きな問題として意識し、金利自由化問題の検討に積極的に取り組んだ。50年（1975年）秋以降の金融制度調査会

における銀行法改正論議との関連でまずこの問題が研究、検討されていたが、52年に入り本格的な検討作業が行われた。

この作業は、金融市場の調節を通ずる金融政策手段の有効性をいっそう確保していくという見地から、現行金融市場の整備・改善、および金融調節手段の拡充につき、今後の方向を具体的に検討しようとするもので、検討課題として、①現行金融市場の整備・改善（コール市場および手形市場から成るいわゆるインター・バンク市場の金利建て値の変更、弾力化ないし自由化）、②非銀行部門も参加する短期金融市場（いわゆるオープン・マーケット）の創設・整備（政府短期証券の入札方式による公募発行を通ずる政府短期証券市場の創設、金利自由な大口預金としてのCD市場の創設、手形市場への事業法人の直接参入による手形市場のオープン化、金融機関の現先市場⁽¹⁾での資金調達および運用を自由化することによる現先取引の拡大等）、③こうした金融市場の整備・拡充に関連する金融政策手段の再検討（本行貸出のあり方、手形・債券売買のあり方の再検討、本行保有政府短期証券や売出手形の活用等⁽²⁾）がとり上げられた。

以上のような広範にわたる諸項目についての検討が進められたなかで、まず、最初に実施された措置は、本行の債券オペレーションにおける入札制導入であり、昭和53年1月6日、「債券オペレーションの価格弾力化」措置として発表された⁽³⁾。これは、従来の債券オペレーションが、上場・気配相場を基準とした固定レートにより、かつ対象先別買入額もおおむね国債引受けシェアに沿う形で行われてきたのに対し、実質的に入札制に移行することにより、債券オペレーションの価格を弾力化し、金融政策上金利機能のいっそうの活用を図っていかうとするものであった。なお、この段階ではコンピューターによる機械処理が可能となるまでの間の暫定的方式として、本行がオペレーション実施に当たりあらかじめ銘柄ごとに上場・気配相場の上下各2%（値幅制限）の範囲内で複数の価格を提示し、オペレーション希望先は対象銘柄ごと、本行提示価格ごとに売買希望額を申し出て、集計の結果希望額の合計がオペレーション予定総額に最も近くなる価格をオペレーション価格とすることになった。また、機械処理が可能となる段階では、本行の複数の価格提示をやめ、オペレーション希望先の対象銘柄ごとの売買

希望額と売買希望価格に応じ、買いオペレーションの場合は入札利回りの高いものから、売りオペレーションの場合は入札利回りの低いものから買い・売り予定額に達するまで充当していく、いわゆるコンベンショナル方式 (conventional auction) をとることが決定された。

本行保有国債の入札方式によるオペレーションは、53年6月に第1回目が実施されたが、これより先の1月には大蔵省との話し合いにより、資金運用部保有国債の本行を通じる対市中売却についてこの入札方式による売却が行われた⁽⁴⁾。また、後述するように、53年6月には大蔵省が3年もの中期国債の発行に踏み切った⁽⁵⁾が、その際入札制が採用されるという大きな進展があった。なお、本行の金融調節方式の改善の面では、さらに54年5月に、より少額かつ頻繁に、入札方式による債券オペレーションを行うことにし、かつそのオペレーションの取引完結を短時日に行ういわゆる機動的オペレーションが実施されることになった⁽⁶⁾。

このように金利自由化は、53年1月に、本行の債券オペレーションの入札制移行という形で口火が切られたが、このころから本行は金融市場の整備・拡充や本行の金融調節手段の再検討にとどまらず、預貯金金利を含む金利全般の自由化をどのようにして整合的に進めるか、またそうした金利自由化のプログラムをどう具体化していくかという包括的な方針を確立する努力を重ね、こうしたなかで本行の金利自由化に対する姿勢は一段と確固としたものになった⁽⁷⁾。

53年5月本行はこのような姿勢に基づいて金利自由化の具体策を検討し、このときまでにすでに、コール建て値の弾力的変更と手形転売(ただし1か月経過後)および転売レートの自由化の実施を決定(53年6月実施)していたが、さらに今後の具体的課題として、①国債・債券金利のいっそうの弾力化、②短期金融市場の整備(コール・手形市場金利のいっそうの弾力化、現先市場への金融機関の参入制限緩和、政府短期証券の入札発行・期間多様化——入札制による政府短期証券オペレーション実施——)、③預金金利の自由化(CD導入、大口預金金利の自由化)などにつき考え方を固めた⁽⁸⁾。

上記の課題のなかで、第1の国債・債券金利のいっそうの弾力化の問題については、基本的には、国債、事業債、金融債等の発行条件を市場実勢に即し、弾力

的に設定するよう、政府をはじめ関係者に働きかけていくことになったが、53年6月以降の中期国債入札発行は大きな進展であった。長期国債については発行条件はしだいに弾力化の方向に向かっていったものの、今日もなお公募入札方式への移行という大きな問題が残されている。

第2の短期金融市場の整備については、政府短期証券市場の創設を除き、53年および54年にほぼ実現することになった。すなわち、コール市場については、前述したように53年6月にコール・レートの建て値弾力化措置が実施されていたが、建て値である限り完全な自由金利とはいえず、かつ多様な期間について合理的な建て値を形成することが困難であるためコール取引も事実上無条件もの1本に限られている状況にあった。このため、同年10月には、まず自由金利による7日ものコールが新設され⁽⁹⁾、さらに翌54年4月にはコール・レートの建て値を廃止し、自由化するとともに期日ものは、7日もの1本を7日以内ものに多様化が図られ⁽¹⁰⁾、これによってコール市場の自由化が完了した。一方、手形市場については、いわゆる二山越え以上の手形がすべて1本の建て値で取引される状況にあったが、53年6月に実施された、振出し後1か月経過した手形の転売および同レートの自由化措置に続き、53年11月には、それまでなかった金利自由の1か月手形を新設するとともに、三山～四山越え手形の金利自由化を実施⁽¹¹⁾、さらに54年10月に残る二山越え金利の自由化を行うことにより、手形市場の金利自由化も終了した⁽¹²⁾。一方、現先市場についても、都市銀行の現先市場からの資金調達枠（売り現先枠）を53年10月以降漸次拡大し55年4月には調達枠を撤廃、さらに56年4月には資金運用（買い現先）も自由化するに至り⁽¹³⁾、現先市場はいっそうの厚みをもつようになっていった。

しかし、政府短期証券市場の創設は容易に進まなかった。既述のように大蔵省証券、食糧証券、外国為替資金証券の3種類からなる政府短期証券は、大蔵大臣が割引歩合を含む発行条件を決めて市中公募し、応募額が発行予定額に満たない場合は残額を本行が全額引き受ける「定率公募、残額日銀引受」方式により発行されている。こうした発行方式は昭和31年春以降続けられているが、実際の発行条件が他の短期金融市場金利に比べかなりの低率に定められるため、特殊な場合

を除き事実上ほとんどの政府短期証券が本行引受けで発行されてきた。こうした状況にかんがみ、本行は金利自由化推進の過程で、財政当局に対し政府短期証券の公募入札発行移行とこれによる政府短期証券市場の創設を強く、繰り返し求める努力を行った。しかし、財政当局は、低利発行ができなくなることによる一般会計の負担増や各種金利規制が存続している状況で政府短期証券の公募入札を行うには問題が多いといった理由などから強く反対し、⁽¹⁴⁾遺憾ながらこの問題は進展をみなかった。ただ56年4月以降、本行は季節的な金融市場の資金余剰期に保有政府短期証券の市中売却の実施を開始した。この売却操作は財政当局の強い要請によりかなり制限的な形で開始され、売却価格も入札方式によらず、手形レート基準とな⁽¹⁵⁾ったが、41年～47年にやはり実施された政府短期証券の売却においては本行は短資業者に買戻し条件付で売却し短資業者から他への転売を認めないものであったのに比べ、56年4月以降の場合は転売についての制約がなく、一步正常な姿に近づいたものとなった。

第3の預金金利の自由化については、54年5月に、自由金利による大口CDの発行開始となって具体化した。銀行によるCD発行の問題については、後述のように、当時金融制度調査会が銀行に関する法令および制度等の全面的な見直しにつき審議を重ねていたため、⁽¹⁶⁾この審議の一環として討議されることになり、53年10月から金融制度調査会のなかに設けられたCD懇談会において、具体案の検討が進められた。⁽¹⁷⁾同懇談会においては、とくに譲渡性と金利の問題について議論が集中したようであるが、当時の法律体系においては、CDに関する規定がないので、流通性の高い指図式または持参人払い式債権譲渡方式とすることには法的な疑義があるという問題があり、なるべく早い機会に法制を整備して指図式または持参人払い式に移行することを含みとして、さしあたり指名債権譲渡方式でスタートするとの了解が成立した。⁽¹⁸⁾一方、金利については、これをまったく自由するとCD創設に対し消極的な一部金融機関の反対を強める懸念があるとの危ぐもあり、CD懇談会においても金利上限規制論を強く主張する向きがあったが、本行から同懇談会に委員として参加していた前川副総裁が、上記のような懸念に対しては、各金融機関の発行限度、発行単位、CDの期間等金利以外の面で十分配

慮を加えることにし、金利はやはり自由にすべきことを強く主張、結局各委員、大蔵省の合意を得て、「臨時金利調整法」による大蔵省告示の適用外とする形で自由金利とすることに意見一致をみた。⁽¹⁹⁾金利以外の条件については、当面急激なCDへの資金シフトを回避する趣旨から制約を設けることになり、その具体案が金融制度調査会小委員会の了承を得て53年12月の総会に報告され、検討の結果、これに基づき、行政当局において実施のための準備を進めていくことになった。⁽²⁰⁾そして、54年3月関係大蔵省令を改正するとともに銀行局長通達が出され、54年4月、券面5億円以上、期間3か月以上6か月以内、かつ各銀行に自己資本の一定比率の形で発行残高の限度を設定するといった制約のもとではあるが、自由金利によるCD発行が開始され、CD市場が創設された。こうして新設されたCDの発行残高はその後しだいに増大し、CD市場はインターバンク市場に匹敵する規模にまで拡大するに至った。⁽²¹⁾

- (1) いわゆる現先市場は、昭和20年代および30年代に、証券会社が資金調達の一手段としてその保有債券を買戻し条件付きで売却したことから生じたが、当時は参加者が限定され、取引高もわずかであった。しかし昭和40年代に入り、現先取引が金融機関および事業法人の短期資金調達ならびに運用の手段としても利用されるようになり、現先市場の規模はコール市場に比肩するまで急速に拡大するに至った。こうしたなかで、取引ルールをいっそう明確にし、業務の仕方を統一することにより、市場の健全な発展ならびに証券会社経営の健全性確保を図るという見地から昭和51年3月に大蔵省証券局長通達「債券の条件付売買の取扱いについて」が出され、現先市場は公認のオープン・マーケットとして、重要な短期金融市場の一つとしての地位を占めるようになった。
- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 日本銀行保有資料。
- (4) 同上資料および前掲『体験的金融政策論』99ページ。
- (5) 昭和53年5月31日公布大蔵省令第41号「国債の入札発行に関する省令」、同年6月1日大蔵省告示第63号「国債の入札発行に関する省令第四条の規定により発行する利付国債の発行方法を定めた件」、同年6月20日大蔵省告示第69号「国債の入札発行に関する省令第八条の規定により発行した利付国庫債券の発行条件等を定めた件」を参照。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 日本銀行保有資料。本行内部で金利自由化推進への強固な意思統一が図られたのは、森永総裁、前川副総裁等の首脳陣が自由化に対してとくに積極的な考え方を抱いていたこと

第6章 変動相場制下の金融政策

によるところが大きいとされている（前掲『体験的金融政策論』100～102ページを参照）。

- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 前掲『調査月報』昭和53年10月号、37ページ。
- (10) 上掲『調査月報』昭和54年4月号、36ページ。
- (11) 日本銀行保有資料。なお全国銀行協会連合会『金融』第382号（昭和54年1月）59ページを参照。
- (12) 日本銀行保有資料。なお上掲誌、第392号（昭和54年11月）57ページを参照。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 日本銀行保有資料。
- (16) 日本銀行保有資料。なお金融制度研究会『普通銀行のあり方と銀行制度の改正——金融制度調査会の答申——』金融財政事情研究会、昭和54年、の徳田博美「刊行に寄せて」(前付け3ページ)を参照。
- (17) 日本銀行保有資料。
- (18) 同上資料。
- (19) 日本銀行保有資料。
- (20) 日本銀行保有資料。なお銀行局金融年報編集委員会編『第28回銀行局金融年報』昭和54年版、金融財政事情研究会、昭和54年、17～18ページを参照。
- (21) 昭和54年3月31日公布大蔵省令第13号「銀行法施行細則等の一部を改正する省令」により、銀行法、信託業法、長期信用銀行法、外国為替銀行法、相互銀行法、信用金庫法の各施行細則（または施行規則）が改正された。