

と、②「不公正」とは何であるかにつき客観的な基準が存在しない以上、通商法規の運用等によっては個別の摩擦が激化する可能性も否定しえないこと、③G5以降のドル高是正は、中長期的にはアメリカの貿易収支改善をもたらすことが期待されるものの、当面はJカーブ効果により貿易赤字を見掛け上拡大する方向に働くこと等、日米通商関係を巡る環境は依然として樂觀できない状況にあると言える。

【参考文献】

- 小倉和夫[1982], 「日米経済摩擦 表の表情ウラの事情」, 日本経済新聞社.
 落合浩太郎[1994], 「日米経済摩擦－全体像を求めて－」, 慶應通信株式会社.
 経済白書[各年版], 経済企画庁.
 世界経済白書[各年版], 経済企画庁.
 小峰隆夫[1986], 「経済摩擦 国際化と日本の選択」, 日本経済新聞社.
 佐々木隆雄[1997], 「アメリカの通商政策」, 岩波新書 526, 岩波書店.
 佐藤定幸[1987], 「日米経済摩擦の構図」, 有斐閣.
 通商白書[各年版], 通商産業省.
 フクシマ, G.S. [1992], 「日米経済摩擦の政治学」, 朝日新聞社.
 細谷千博[1989], 「日米欧の経済摩擦をめぐる政治過程」, 『NIRA 研究叢書』
 NO. 890049, 総合研究開発機構.
 船橋洋一[1987], 「日米経済摩擦 その舞台裏」, 岩波新書 376, 岩波書店.

第5章 金融自由化

第1節 日本の金融自由化の流れ

(1) 「護送船団方式」

日本の高度経済成長を支えた要因の1つとして、潤沢な成長資金の確保とそれを可能にした安定した金融システムが挙げられる。

戦後の過度の資金不足に悩む企業に対して資金を提供するためには零細小口預金を吸収して産業資金として融資するシステムが必要であるが、そのためには昭和金融恐慌時に見られたような経営の不安定性を払拭して、安心して預金できる金融機関が必要であった。

こうした背景の下で銀行業に対するいわゆる「護送船団方式」が実施された。この方式下では非効率な零細金融機関も生き残ることが可能であり、預金獲得の能力さえあれば余資を都銀等の大手金融機関に回すことで利鞘を稼ぐことができた。その際、預金金利はその上限を規制されることによって、金融機関同士の預金獲得における価格競争は回避された。また預金と競合的な金融商品といえば預

金類似の郵便貯金だけであり、預貯金と代替的な金融商品は殆ど存在しないに等しかった。

一方、株式発行・増資や社債発行によって資金を調達できる企業はごく僅かの大手企業に限られ、多くの企業は銀行を経由した資金調達に依存せざるを得ない状態が続いた。貸出金利の規制は、1年未満の短期融資については臨時金利調整法によって規制があったが、歩積両建によって銀行側が実質金利のコントロールを行うことが可能であった。また、長期貸出金利についての規制はなかった。こうした下で、高度経済成長期の都市銀行は、資金調達面では低金利政策の恩恵を享受し、融資面では大企業中心の融資を行うことで規模の利益と低リスクのメリットを実現することで高い収益をあげていた。都市銀行が短期貸出に専念する一方、長期信用銀行は長期貸出を専らとするという、銀行界内部での棲み分けも行われていた。

都市銀行を頂点とする「護送船団方式」は、いわばすべての金融機関の存続を可能にするシステムであり、金利の自由化はそのレジームを根底から揺るがすものであった。

(2) 1970年代の金融自由化の進展

しかし日本経済の発展とともに、まず金利の自由化の芽が出てきた。

第1の芽は現先市場の発達である。現先市場は1960年代前半に自然発生的に発達したものであるが、1973年の第1次石油危機を契機にした安定成長への移行に伴って、設備投資資金需要の減退や減量経営の進展によって、一般事業法人の資金繰りは大幅に緩和するとともに、手元の余裕資金も潤沢になっていった。この結果、一般事業法人が短期の余裕資金を自由金利市場である現先市場で運用することが多くなった。コール市場等は取引が銀行間に限定されるが、現先市場は参加者が限定されないオープン市場であり、中でも証券会社は資金需要者でもあり取引仲介者でもあり、この市場に限っては銀行の影は薄かった。現先市場は1970年代後半には日商4兆円規模にまで成長した。

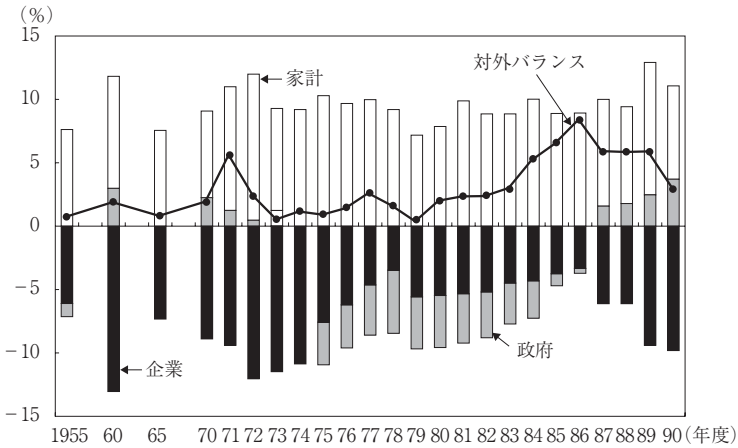
現先市場の成長によって、金利規制の一角は崩れたが、本格的な金利の自由化が一気に進んだわけではない。ただし、上記のように現先市場発展の背景である一般事業法人の余裕資金の積み上がりと運用意識の高まりは、その後の金融自由化の通奏低音になっていく（図表5-1、5-2）。

(3) 「2つのコクサイ化」

本格的な金融自由化は、経済の国際化と国債の大量発行という「2つのコクサイ化」によって牽引された。なかでも国債の大量発行は規制下にあった日本の金利体系に大きな風穴を開けることになった。

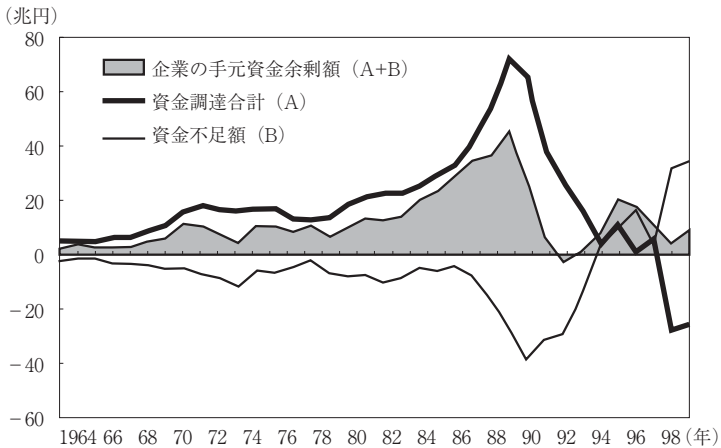
安定成長期への移行に伴う一般事業法人の資金需要の減退は、早くから金融関係者に認識されており、1960年代においても金融制度改革の必要性を説く銀行関係者が存在した。

図表 5-1 部門別資金過不足の推移（対 GDP 比）



出所) 国民経済計算年報 (68SNA)。

図表 5-2 企業部門における余剰資金（資金循環表ベース）

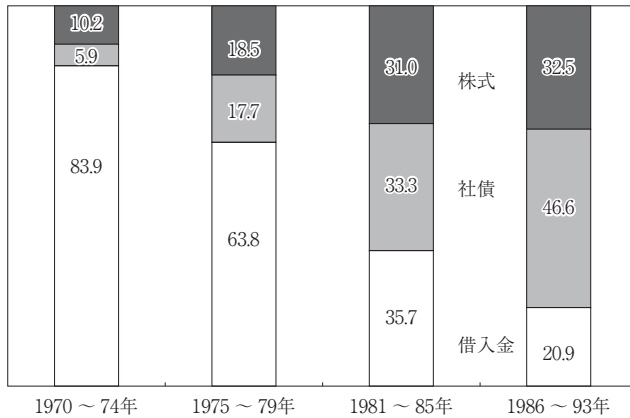


出所) 日銀「資金循環表」。

1970年代後半から社債市場の自由化が開始された。従来の有担保原則の下で社債での資金調達が可能な企業は巨額の担保用資産を保有する重化学工業や公益事業関連の大企業だけであったが、1979年及び1982年に有担保原則が緩和された。また、非常に厳しかった無担保債の適債条件も1980年代を通じて徐々に緩和されていった。

1980年には外為法が改正され海外との金融取引が原則自由になった。また、1984年の先物取引の実需原則撤廃が行われた。その結果、企業は長期の為替変動リスクをも回避することができるようになり、厳しい規則が存在する国内での起債を嫌って、盛んに海外の市場で資金を調達するようになった。

図表 5-3 間接金融から直接金融へ（法人の外部資金調達構成比、%）



出所) 齊藤精一郎「ゼミナール現代金融入門」, 日本経済新聞社 (2003).

手元余裕資金の積み上がり及び企業金融に関する漸進的な規制緩和によって一般事業法人の資金調達は証券市場へと比重を移し、銀行融資への依存度は低下した。特に製造業では1970年代に総資産の35%を超えていた銀行借入金が1985年までには25%以下に低下し、1990年までには15%以下に落ちた。一方、主要企業の社債による資金調達は1980年代初には8.5%程度であったものが、1989年には17.4%へと上昇した。ただし、1980年代を通じてみれば、内部留保の積み上がりとは1980年代後半の株式市場の活況を背景とした株式発行による資金調達が抜きん出ており、「大企業の銀行離れ (disintermediation)」といわれる現象が一般化したのである (図表5-3)。

石油危機以降の財政収支の悪化によって大量の国債が発行されるようになった。国債の大量発行以前においては、金融機関がシンジケート団を組んで発行された国債を全額引き受けてきた。証券会社以外の金融機関には手持ち国債の売却が禁じられていたので、国債の流通市場は存在しなかった。また、発行後1年以上経過した国債は日銀が買い取ったため、国債保有が銀行の経営を大きく害することもなかった。しかし、国債の大量発行が開始されると、総発行量の4分の3を引受けてきた銀行では、低利回りの国債を大量に保有しておくことができなくなり、政府に売却規制の緩和を要求した結果、1977年に発行後1年以上を経過した国債の市中売却が認められることになり、国債保有によって銀行の経営が圧迫される度合いは軽減された (図表5-4)。

この結果、国債の流通市場が誕生して、既発国債という自由金利商品が生まれることになった。

1975年度以降に大量発行された国債は10年物が中心であったが、1983年には残存期間2年の期近国債が出現することになった。この期近債の利回りは流通市場で決定されるが、これと競合する2年物定期預金の金利には規制が掛かっているため、銀行関係者の間では定期預金の大量流出が危惧された。現先市場の成長

図表 5-4 国債発行額の推移

(億円, %)

	公債発行額		公債依存度	一般会計歳出
	特例公債	建設公債		
1970	3,472		4.4	79,500
1971	11,871		12.6	94,140
1972	19,500		17.0	114,680
1973	17,662		12.4	142,840
1974	21,600		12.6	170,990
1975	52,805	20,905	24.8	212,890
1976	71,982	34,732	29.6	242,960
1977	95,613	45,333	33.5	285,140
1978	106,740	43,440	31.1	342,950
1979	134,720	63,390	34.9	386,000
1980	141,702	72,152	33.3	425,890
1981	128,999	58,600	27.6	467,880
1982	140,447	70,087	28.3	496,810
1983	134,864	66,765	26.8	503,800
1984	127,813	63,714	25.2	506,720
1985	123,080	60,050	23.4	525,000
1986	112,549	50,060	20.8	540,890
1987	94,182	25,382	17.4	541,010
1988	71,525	9,565	12.6	567,000
1989	66,385	2,085	11.0	604,140
1990	73,121	9,689	11.0	662,370

出所) 大蔵省「財政統計」.

で短期金融市場の一角を証券会社に侵食された銀行業界としては、深刻な問題であった。銀行側のこうした意向を汲んで1979年5月に採られた措置は、期近国債購入の可能性が高い大口顧客向けの金融商品であるCD（譲渡性預金、1口5億円以上）の認可であった。これ以降、銀行預金における金利自由化の動きはしばらく停滞するが、1985年には大口預金金利の自由化が実施されたことを契機に預金金利の自由化が大きく進展するようになり、全国銀行の資金調達に占める自由預金比率は1984年度末の7.5%から1989年度末には53.0%へと大幅に上昇した。こうした状況を反映して、都市銀行の総資産収益率は1973年以降急激に低下し、1980年には0.5%を割り込むまでに低下した。そうした中で、銀行は運用収益をあげてこのコスト高に対応するため、中小企業や個人マーケット重視戦略をとり、さらに不動産関連融資を拡大するようになっていった。

(4) 金融自由化と銀行の対応（4つの選択肢）

なお、こうした日本における金利自由化の動きは1970年代における米国の金利自由化の動きと重ね合わせて語られることが多い。1970年代初、グラス・ステイーガル法による金利規制の外で証券会社によるMMF（ミューチュアル・マネタリー・ファンド）が創設されたが、これは換金自由かつ決済性を持つ商品で、銀行預金なみの使い勝手と銀行金利よりも高い金利が功を奏して、銀行預金の流出が発生した。これに対抗するために銀行が預金金利の自由化を求めたことが契

機となって、銀行・証券の間で激しい競争が開始された。

米国の場合、実際に預金の流出が発生したことが問題となったが、日本の場合には、大手都市銀行では大口顧客を失う危険性こそあったが、一般の小口顧客の貯蓄は依然として銀行預金に集中していた。むしろ銀行における問題は、優良融資先である大企業の銀行離れ問題であり、依然流入し続ける大量の預金の運用先の問題であった。

先にも触れたように、銀行関係者の間における危機感はかなり鮮明であり、これに対する対応策は早くから検討されていた。岡崎・星[2002]は、日本の大銀行が金融自由化に対応する戦略として、4つの選択肢を挙げている。すなわち、(1)有価証券買い増し戦略、(2)ニッチ戦略、(3)ユニバーサル・バンキング戦略、(4)伝統的拡大戦略、である。

国債の大量発行の直後から、銀行による市中売却が指向されたことから(1)の有価証券買い増し戦略は銀行の選択肢ではなかったと考えてよい。また、(2)のニッチ戦略も、大量の従業員を抱え、組織維持には巨額の営業利益が必要な都市銀行では採りうる戦略ではなかった。実際、1980年代初に都銀・長銀の多くが指向したのは証券業務を兼営するヨーロッパ型のユニバーサル・バンキング戦略であった。岡崎・星[2002]によれば、住友銀行は1984年にスイスのゴッタルド銀行を買収し、翌年には米国のバンカース・トラストと合併で投資顧問会社を設立する等ユニバーサル・バンキングに向けて具体的な施策を実施している。他の主要都銀・長銀も同じような経営戦略を立案している。世界資産ランキングのトップ10の殆どを邦銀が占める状態に近づきつつあったこの時期、日本の都銀・長銀にとって、自らの経営資源を考慮すれば(3)のユニバーサル・バンキング戦略は手の届く目標であり、さらなる発展を約束する手法であったと受け取られたのである。

しかしこの戦略は国内における銀行・証券の縄張り争いの中で実現が困難になっていった。その典型例が国債の窓販・ディーリング問題であった。西村[2003]によってその経緯を概観すると、この問題は1976年に銀行と競合する恐れのある中期割引国債の発行が決定されたことに始まる。1966年に戦後初の国債発行が実施された際に、銀行業界は「当面（国債の）募集の取り扱いはしない」との覚書を証券業界と交わしていた。しかし、国債の大量発行のなかで銀行業界から国債の窓販を望む声が大きくなった。銀行業界にすれば、既に現先市場で短期金融という銀行業務を蚕食している証券業界に対して、国債窓販は銀行業界の当然の要求と考えていた。しかし、証券業界の反発は予想以上に強く、結局、大蔵省の関係部局（銀行・証券・理財）の間で調整が行われ、解決案の大枠として関係部局間で合意（3原則）⁹⁾が作成された。

9) 合意（3原則）

- ①公共債（国債、地方債、政府保証債）の証券業務について、銀行法上に明文の規定をおく。
- ②証券取引法の認可を要し、所要に規制を適用する。
- ③これは制度の整備であり、実施面の問題とは別である。

この3原則の考え方に沿って1980年に証券取引法及び銀行法の改正が行われ、銀行が行う公共債についての証券業務についても明文規定が置かれた。しかし、法制面の整備は行われたものの改革が進んだのは国債の窓販・ディーリング問題という狭い範囲だけであった。証券界の抵抗は1974年の三局合意¹⁰⁾でも分かるように激しいものであったのである。銀行による国債の窓販は1983年4月から、またディーリングについては1984年6月から大蔵省が銀行等金融機関に認可していくことになったが、業態別子会社方式によって銀行が本格的に証券部門に参入することが可能になったのは1992年の金融制度改革法が成立を待たねばならなかった。

この一事に象徴されるように、日本経済の構造変化に伴って不可避とされた金融制度改革も「銀行・証券垣根戦争」（銀行・証券の業界間及び監督部局間の縄張り争い）という低レベルの問題に落ち込んで行き、銀行側の経営改革も頓挫せざるを得なかったのである。

(5) 銀行の「伝統的拡大戦略」

結局、銀行が選択できたのは第4の選択肢である「伝統的拡大戦略」であった。都銀は新たな融資先として中小企業や個人といったマーケットを重視するようになり、さらに1980年代後半には短期貸出に比べて収益性の高い長期貸出を積極化させるようになり、さらに不動産関連融資に活路を見出していくようになる。その際、長期信用銀行は都銀が長期貸出に進出してきたことによって、都銀以上に不動産関連融資を拡大していった。

日本の伝統的なバンカー性向として、不動産融資は余り好まれてこなかった。融資対象企業の状況に対する徹底した審査によって融資の可否を決めるのが本来であり、まず不動産担保ありきという融資は本道ではないとされていた。しかし、それまで殆ど接点のなかった中小企業や不動産業のマーケットへの進出が不可避になってきた以上、大企業中心の融資のように対象企業やその融資案件の詳細についての正確な情報を得ることはさきわめて困難になり、また、大企業相手と同程度の融資額を確保しようとすれば、勢い案件数は増加せざるを得ない。従って、個々の案件についての入念な審査が困難になるという問題があった。土地神話の下では、こうした問題を一挙に解決してくれるのが不動産担保融資であり、不動産投資のための融資であった。土地さえ担保に取っておけば、値下がりの危険はなく、いつでも転売できる、したがって、融資対象事業の採算性に不安があっても、土地がそのリスクをカバーしてくれると考えられたのである。

なおこれに関連して、第3の選択肢であったユニバーサル・バンキング戦略を追求するために都銀・長銀で実施された大幅な機構改革について触れる。この機

10) 三局合意

1974年、大蔵省の銀行、証券、国際金融の三局が、日本企業発行の外債の引受け主幹事会社は、証券会社の現地法人に限るとの行政指導を取り決めた。

図表 5-5 いわゆる「三業種向け貸付」の推移（融資残高、総貸付残高に対する比率）

				(小計)	その他
	不動産業	ノンバンク	建設業		
1980	6.7	4.2	5.8	16.7	83.3
1981	6.8	4.9	5.8	17.5	82.5
1982	7.1	6.3	5.8	19.2	80.8
1983	7.5	7.8	5.9	21.2	78.8
1984	7.8	9.2	6.0	22.9	77.1
1985	9.1	10.7	6.0	25.7	74.3
1986	11.1	12.3	5.8	29.2	70.8
1987	11.3	13.8	5.5	30.6	69.4
1988	11.8	14.3	5.4	31.5	68.5
1989	12.3	15.6	5.2	33.0	67.0
1990	11.8	15.0	5.2	32.0	68.0
1991	12.1	14.8	5.5	32.4	67.6
1992	12.6	14.1	5.8	32.5	67.5

出所) 日本銀行資料により作成。

構改革の特徴は従来の機能別組織からマーケット別組織への転換であるが、その際、徹底した分権化が図られた。その詳細は前出岡崎・星[2002]に詳しいが、住友銀行等の例に見るように大きな問題が内包されていた。すなわち、各部門の担当役員に対する大きな与信権限の委譲と与信審査機能の低下ないし軽視である。都銀・長銀では、低下した審査機能の下で、分権化された組織によって不動産融資に拍車がかかり、住友銀行の磯田頭取の「向こう傷のひとつぐらい気にしない」という言葉に象徴されるように積極的営業姿勢のみが求められる状態で1980年代後半を迎えることになったのである（図表5-5）。

第2節 財テクブームをもたらしたもの

(1) 企業の財テク

バブル発生に一役買ったのは一般事業法人の積極的な資金運用、いわゆる「財テク」であった。財テク最盛期には、「財テクをしない経営者は化石人間のようなものだ」と公言する経営評論家まで出現した。その財テクとバブルとの関係については第II部に譲るが、ここでは財テクを可能にした金融制度の改変について述べる。

杉田[2002]によれば、企業の財テクの下地は1980年代前半から半ばにかけての一連の金融自由化によって整えられた。具体的な項目は以下の通りである。

- ・1980年3月 中長期インパクト・ローン供与の邦銀への開放
- ・1980年12月 外為法改正（原則禁止から原則自由へ）

「外国為替および外国貿易管理法」及び「外資に関する法律」が全面改正され、内外資本移動について従来の「原則禁止」が「原則自由」へと変更された。その具体的な自由化項目は、

- ①居住者の対外証券投資ならびに非居住者の対内証券投資
- ②居住者の海外での証券発行・資金調達ならびに非居住者の日本での証券発行・資金調達
- ③日本の金融機関の海外活動ならびに外国の金融機関の日本での活動
- ④居住者に対する外貨預金とインパクト・ローン

・1984年4月 為替先物取引の実需原則廃止

・1984年6月 円転規制の撤廃

これらの措置によって、企業は必要な資金の調達を増資、起債、借入のいずれでも、国内でも外国でも自由に行えることになったのである。

余裕資金の運用に関しても制度改正があった。

1980年12月、国税庁の法人税基本通達によって特定金銭信託等の運用における簿価分離容認措置が実施された。この措置によってそれまで殆ど注目されなかった特定金銭信託や指定金外信託（ファンド・トラスト）¹¹⁾が企業の財テクの手段として盛んに利用されるようになった。

この措置の背景は以下の通りである。1979年1月に東京証券取引所に上場されたクーポン利回り6.1%のいわゆる「ロクイチ国債」は、海外金利の上昇や為替円安などから急落し、1980年初には一時持ち直したものの1980年2月以降は円安防止の金融引き締めと金融機関等の決算がらみの売却等によって暴落が続き、上場時の97円から1980年4月には74円45銭まで値を崩した。大蔵省は金融機関等の評価損問題に対応するため上記の措置を講じたのである。

すなわち、一般に、金融機関や一般事業法人の保有する証券（特に株式）は取得時期が古いほど簿価が低く含み益が大きい。このため新規に購入した証券と簿価通算されると、含み益がキャピタル・ゲインとして表面化し、新規購入証券を売却した場合に、新規証券のみの取引による損益よりもはるかに大きなキャピタル・ゲインが発生したと見做され、課税額が嵩むことになる。簿価分離が可能になれば、投資家にとってはこうした課税を回避できることになる。当初、この措置はロクイチ国債購入で大幅な評価損を被った投資家に今後も国債を買い続けてもらうため採られたものであったが、この措置によって法人の余裕資金を株式等の債券で運用する特定金銭信託や指定金外信託の使い手が増し、企業の財テクの手段として持て囃されるようになったのである。

11) 特金とファントラ

「特金（特定金銭信託）」とは、信託銀行が扱う特定金銭信託のこと。金融機関、保険会社、事業法人等の投資家は信託銀行に資金を委ね、債券の銘柄・価格・数量などを指定して信託銀行に資金を運用させる。

多くの場合、投資家は資金の運用については投資顧問会社に委ね、投資顧問会社が信託銀行に指示を出す。投資家が運用を投資顧問会社ではなく、証券会社に委託するものを俗に「営業特金」といった。

一方、投資家から資金を預かり信託銀行が自分の裁量で運用を行うものを「特定金外信託」という。なお、「ファンド・トラスト」とは住友信託銀行が1981年10月に発売した特定金外信託の商品名であるが、これがヒットしたため他社の商品も合わせて「ファントラ」と呼ばれた。

図表 5-6 金融部門における主要な商品・新業務

年度	商品関係	業務関係
1979	CD (譲渡性預金)	外為法改正 (インパクト・ローン等自由化)
1980	中期国債ファンド	
1981	期日指定定期預金 ビッグ (収益満期一括受取型貸付信託) ワイド (利子一括払方利付金融債)	
1983	変動金利住宅ローン	国債等の窓販
1984	資産総合口座 (普通預金と中国ファンドの振替サービス) 海外 CP, CD	公共債ディーリング 円転規制緩和
1985	MMC (市場金利連動型預金) 円建 BA 手形 大口定期預金金利自由化開始 ヒット (1 年据置型金銭信託)	短期ユーロ円貸付自由化 IC カード実験 債券先物市場発足
1986	トップ (長期国債ファンド) 変額保険 短期国債	消費者金融店舗 CD 機の土曜稼動 外銀信託の参入 オフショア市場発足
1987	国内 CP	海外金融先物自己取引開始
1988	住宅ローン債権信託	海外金融オプション自己取引開始 株価指数先物取引開始
1989	小口 MMC	金融先物取引開始 株価指数オプション取引開始 国債先物オプション取引開始

出所) 大蔵省。

さらに、1985年10月からは債券先物取引も開始された。

こうした様々な制度改正によって企業の資金調達や運用の手段ははるかに多様性と収益性に富んだものになり、企業の財テク熱を煽る結果になった。

以上により、企業の財テク行動は1985年以前に相当加熱した状態にあったといえよう。

なお、「財テク」という語がマスコミに登場したのは1984年といわれる。当時既に東京証券取引所1部上場企業の4社に1社が経常利益の2~3割を財テクで稼ぐようになっており、一部財界人等からは、懸念が表明されていた。前出杉田[2002]には「財テクにのぼせハイテクつい忘れ」という本業での経営革新を忘れて財テクに走る企業を戒める川柳が紹介されている(図表5-6)。

(2) 個人の財テク

財テクブームは個人にも及んでいた。

このころになると家計の金融資産も高水準になっており、これを背景に家計の資産運用に対する意識も高まっていた。

1980年初には中国ファンド¹²⁾等の新型金融商品が続々と登場し、12月には居住者の外貨預金も自由化された。翌1981年には、期日指定定期預金が発売され、同時に長期信用銀行からはビッグやワイドといった新商品も出ており個人投資家

の人気を集めた。1987年7月にはジャンボ投資信託も認可されている。

それまで、資産の運用といえば預貯金ぐらいしか知らなかった家計に次々と新たな金融商品が提示されていったのである。ちなみに、全国宝くじの最高賞金額は1980年には3,000万円にまで引き上げられており、金融機関の新商品の動向と軌を一にしている。

一方、家計の資産運用に関する意識の高揚を助長したのはマスコミであった。前出杉田[2002]によれば、1980年代前半に、まず日本経済新聞が家計向けの資産運用特集を組み、それに朝日新聞等の一般全国紙も、財テク欄、マネー欄等を開設して、追随した。さらに大手新聞社の関連するテレビ放送やカルチャー・センター等でも「財テク」講座が盛んに開催された(図表5-7)。

個人の財テク熱は1986年11月の天皇陛下在位60年記念10万円金貨の発売でもみられた。欧米で発行される高品位の金貨とは異なり、地金分20gという補助貨幣であったが、10万円もの高額な額面のものが1,000万枚という大量枚数発行され、一時はコインショップで10万円を超える高額で取引されるほどの人気を見せた。その後、僅かの期間でブームが終わり、現役の補助貨幣であるにもかかわらず、コインショップでは10万円を割る価格で取引された例もあった。個人は10万円金貨を補助貨幣として見ておらず、投資対象とのみ考えていたことを示唆する事例である。

同じく1986年11月に売却が始まったNTT株式のブームも類似の現象である。日本電報電話公社の民営化に伴って誕生したNTTの株式195万株の売却に対して1次申し込みでは1,058万人(1人1株)の応募があった。当初、野村総合研究所が適正価格47万円(額面5万円)と試算していたが、親会社の野村證券が73万円という試算値を公表した。その後、大蔵省が大口投資家を中心にした入札を基礎にして決定した売出価格は119万7,000円となり、1987年2月の上場日に気配値は140万円、取引が成立した翌日の価格は190万円にもなった。さらに4月22日にはNTTの株価は318万円まで上昇した。NTTの株価のその後の推移を見るとこの相場が如何に異常なものであったかが分かる。財政難に悩む大蔵省が高値売却でより多くの資金を国庫に入れたいと願ったことと、その意向に合った各証券会社をご祝儀相場を盛り立てたことが異常な相場を生み出したのであるが、当時の個人の財テク熱の凄まじさを象徴した出来事であった。

12) 中国ファンド

1980年1月に野村證券が米国のMMF(マネー・マーケット・ファンド)をモデルに開発した新型金融商品。中国ファンドは中期国債(期間2~4年)を中心に運用するオープン型投資信託であるが、据え置き期間30日を過ぎれば解約手数料なしで何時でも解約できるところは普通預金並みの利便性を備え、かつ配当金は1年物定期預金金利並みであるため、発売以来、一般顧客の人気をえた。これを契機に銀行、証券、生保の新型金融商品開発競争が開始された。

図表 5-7 1980年代後半に出された財テク本の例

	書名	著者・出版社	発行時期
1	ゆとりの「財テク」	金森 英樹 著 実業之日本社 版	1985年1月
2	新マル優税制と財テク入門	井口 幸英 著 久野 万太郎 著 きょうせい 版	1985年7月
3	投資顧問	日本経済新聞社 編 日本経済新聞社出版局 版	1985年7月
4	財テクの必須知識	小林 一平 著 ダイアモンド社 版	1986年2月
5	スワップ取引	小林 靖弘 著 清水 政俊 著 有斐閣 版	1986年5月
6	第3の金融特金	赤根 竜二 著 ダイアモンド社 版	1986年6月
7	運用時代の株式ニュー投資発想	安河内 達也 著 明日香出版社 版	1986年6月
8	社長さんの財テク入門	荒 和雄 著 日本実業出版社 版	1986年8月
9	財テク新時代	斎藤 精一郎 著 ダイアモンド社 版	1986年10月
10	財テク・税テク・金儲けは日経新聞のここを読め	宮崎 正弘 著 二見書房 版	1986年10月
11	すいすい株式入門	西河 健治 原著 古城 武司 画 徳間コミュニケーション 版	1986年11月
12	ポートフォリオ戦略	栗林 潤 著 東洋経済新報社 版	1986年11月
13	とっておき淑女財テク術	石井 勝利 著 ベストブック 版	1986年12月
14	資金管理の実務百科	武光 威夫 著 清文社 版	1987年1月
15	個人財テクのマナーヒント 88	三原 淳雄 著 実業之日本社 版	1987年2月
16	財テク君主論	伊波 輝政 著 講談社 版	1987年4月
17	かしい証券会社利用法	井上 隆司 著 太陽企画出版 版	1987年4月
18	マル優廃止後の金融資産	日本税理士会連合会 編 久野 万太郎 著 きょうせい 版	1987年5月
19	法律を制する者はビジネスを制す	山田 森一 著 PHP 研究所 版	1987年7月
20	株に勝つ方法	久世 雄三 著 東洋経済新報社 版	1987年7月
21	マル優廃止で財テクはどう変わるか	小沼 啓二 著 徳間書店 版	1987年9月
22	TOKYOを買う	国土政策研究会 編著 実業之日本社 版	1987年9月
23	マル優廃止この財テクをやらない人はバカを見る	三原 淳雄 著 中経出版 版	1987年10月
24	金融新時代のうまい銀行利用法	小林 一平 著 大和出版 版	1987年11月
25	不動産財テク原論	佐藤 正和 著 自由国民社 版	1987年12月
26	マンガ株式必勝入門 PART 2	松本 亨 著 徳間書店 版	1987年12月
27	小型株で資産10倍増	都留 照人 著 ぼる出版 版	1987年12月
28	日本の財テク軍団	オール投資編集部 編 東洋経済新報社 版	1987年12月
29	新財テク読本	日本経営士会利殖研究グループ 編 にっかん書房 版	1987年12月
30	コンピュータと株式大恐慌	美崎 靖之 著 誠文堂新光社 版	1987年12月
31	財テク担当者の責任と権限	朝日新和会社 編 第一法規出版 版	1988年1月
32	財務戦略と財テク	日本公認会計士協会東京会 編 第一法規出版 版	1988年1月
33	危機を乗りきる財テク	海江田 万里 著 講談社 版	1988年1月
34	雀見芳浩の新しい財テク論	雀見 芳浩 著 講談社 版	1988年1月
35	新税制下の財テク	後藤 弘 著 税務経理協会 版	1988年2月
36	パソコンで変わるこれからの財テク投資術	桜井 憲二 著 エイチ・ビー・ジェイ 版	1988年2月
37	財テク企業B/S診断術	銀行研修社 編 銀行研修社 版	1988年3月
38	個人財テク50のQ&A	井上 隆司 著 PHP 研究所 版	1988年3月
39	マル優廃止後の新財テク講座	海江田 万里 著 双葉社 版	1988年3月
40	江川流で生きてみないか	後藤 寿一 著 廣済堂出版 版	1988年3月
41	個人財テク50のQ&A	井上 隆司 PHP 研究所 版	1988年3月
42	しろうと貯蓄大作戦 改定3版	日本経済新聞社 編 日本経済新聞社出版局 版	1988年4月
43	山田晃の財テク講座 Part 1	山田 晃 著 産業と経済 版	1988年4月
44	土地・株のつきにくる第三の財テク絵画・美術品投資入門	岩崎 善司 著 ダイアモンド社 版	1988年5月
45	人生80年代の財テク104	笹淵 金二 著 日本芸文社 版	1988年5月
46	上手な財テク作戦	金融ポートフォリオ研究会 編 税務経理協会 版	1988年5月
47	建設・不動産営業マンの知恵	山田 淳一郎(他) 著 大成出版社 版	1988年5月
48	角川総一の個人財テクのやり方がわかる本	角川 総一 著 明日香出版社 版	1988年7月
49	財テク時代の陥穽	巖崎 英源 著 アル・アル・シー出版 版	1988年8月
50	スーパービジネスマンのマンガ活用術	イン・ストック 著 ワコー出版 版	1988年9月
51	金融大企業の背信	青木 慧 著 新日本出版社 版	1988年9月
52	高配当債券財テク作戦	高本 公夫 著 桃園書房 版	1988年9月
53	財テク必勝法	眺 萌吾 著 エトワ出版 版	1988年10月
54	山田晃の株と税テク	山田 晃 著 産業と経済 版	1988年10月
55	不動産財テク '89	佐藤 正和 著 自由国民社 版	1988年10月
56	不動産だけが儲かる	甲斐 三次 著 山下書店 版	1988年11月
57	ロータス1-2-3によるホーム財テク入門	ローカス 編 日本経済新聞社出版局 版	1988年12月
58	都留照人の待ち伏せ株	都留 照人 著 ぼる出版 版	1988年12月
59	財テク社長学入門	本郷 孔洋 著 山田 淳一郎 著 大成出版社 版	1989年1月
60	月刊財テク松本享の株6	大陸書房 版	1989年1月
61	財テクから時テクへ	奥井 禮喜 著 情報センター出版局 版	1989年2月
62	お金・買い物・財テクのトラブル	梧桐書院 版	1989年3月
63	徹底活用新ホーム財テク情報事典	進藤 隆夫 著 山海堂 版	1989年5月
64	総合財テク・税テクによる営業マンの知恵 第2版	本郷 孔洋(他) 著 大成出版社 版	1989年6月
65	財産簿	海江田 万里 著 光文社 版	1989年6月
66	財テク商品総チェックリスト	巖崎 英源 著 アル・アル・シー出版 版	1989年7月
67	因縁/財テク法人の消費税決算対策	松本 晃 著 岩下 忠吾 著 中央経済社 版	1989年10月
68	山田晃の投資信託講座	山田 晃 著 産業と経済 版	1989年11月
69	不動産財テク'90	佐藤 正和 著 自由国民社 版	1989年12月
70	全比較話題の金融商品	金融商品研究グループ 著 ブックマン社 版	1989年12月
71	茶の間で財テク株入門	島津 亘男 著 リオン社 版	1989年12月
72	新財テク入門あなた貯めてもらいます	百々 由紀男 著 中野書店 版	1989年12月
73	財産簿 財テク・節税のための戦略ノート	ライフデザイン研究所 ライフデザイン 版	1989年12月

第3節 日米円ドル委員会

金融自由化は国債の大量発行によってのみ説明することはできない、金融機関の関係者や金融当局の中にも金融自由化を不可避であると考える者が多くなったとはいえ、大きな変化が実際に起きるためには、最後の一撃が必要であった。それが「日米円ドル委員会」である。また、既述の制度改正のなかには日米円ドル委員会で決定されたのものがあるが、その経緯については以下で述べることとする。

(1) 日米円ドル委員会の設置

1983年11月のレーガン大統領訪日の直前に日米円ドル問題や東京金融・資本市場の開放問題が突如浮上した¹³⁾。

1983年10月6日、日本の内海米駐米公使と米国財務省のR.T. マクナマール財務副長官、マーク・リード次官補、チャールズ・ダラーラ次官補代理等が会談した。この席で米国側は、閣僚の間で円ドル相場についての何らかの措置が必要との意見が出ており、大統領訪日を控えて対応する必要がある、との説明を行った。そして、具体的には東京金融市場の自由化、外資への門戸開放、金利自由化、円の国際化等の問題を提示した。

こうしたテーマが浮上した背景には、貿易収支の不均衡是正のためには円ドル相場の是正が必要との米国政財界の考え方があった。その世論を形成したのは「ソロモン・レポート」である。1983年、キャタピラー・トラクター社のリー・モーガン会長は、第三国の競争で米国の企業が日本の企業に負ける原因はドル高円安にあるとして、その是正を求めるレポートを作成して政府・議会関係者に配布し、世論形成を図った。「ドル・円の不整合問題の所在と解決策」（いわゆる「ソロモン・レポート」、1983年9月19日）と名づけられたこのレポートはモーガン会長がスタンフォード大学エズラ・ソロモン教授及びワシントンのデビッド・マーチンソン弁護士に依頼して作成したものであった。同レポートは当時のドル高・円安は日本に原因があるとしており、しかも円安が日本による3通りの人為的操作によってもたらされたとして、その是正を要求している。

- ①外国から日本への資本流入は通常制限を受けている。
- ②日本の貿易黒字が増大している時は、対外投資が促進される。
- ③日本の貿易黒字が増大している時は、日本政府は外貨準備を増大させる。

当時のドルは円以外の主要通貨に対しても切り上がっており、世界の太宗は米国の高金利によるドルの独歩高と認識していた。しかし、米国の政権内部やその周辺にいる財界人にとっては、ドル高の原因を高金利に求めることは大いに憚ら

13) 既に円ドル問題は1983年9月28日の安倍外相・シュルツ國務長官会談で持ち出されてはいたが、安倍外相は外相会談のテーマとして取上げなかった。

れることであり、その逆の論理を突きつけて、他国の譲歩を引き出す方が効率的と考えられていたのである。

レーガン大統領訪日の際して、米国側が持ち出した要求はこの「ソロモン・レポート」がベースになっている。

中曾根・レーガン会談は1983年11月9、10日に東京で行われた。

レーガン大統領は、日米間の貿易不均衡の問題や米国議会の保護主義の動きに対応するため、日本市場へのアクセス問題、市場開放、円ドル問題、資本市場の問題、円の国際化の問題等について日米間で緊密に協議、協力していきたいとの意向を示した。これに対して中曾根首相は、ドル高・円安は米国の高金利を反映したものであるとの見解を表明している。

しかし結局、中曾根首相は、会談後の首相談話で為替レート問題及び投資に関する協議の場を創設することに合意した旨発表している。

その具体化については竹下蔵相とリーガン財務長官の代理で訪日したマクナマル財務副長官が会談し、会談後、竹下・リーガンの名で共同声明が発表された。そのポイントは、

- ・先物為替取引の実需原則を1984年4月1日から撤廃する
- ・外貨建て公債の発行の道を開くための法案を次期国会に提出する
- ・円建BA市場の創設を検討する
- ・CD発行単位を1984年1月1日から、現行の5億円から3億円に引き下げるよう努力する
- ・一銀行当りのCD発行限度枠を1984年4月1日からさらに拡大するように努力する
- ・居住者によるユーロ円債発行のガイドラインを1984年4月1日から緩和する
- ・非居住者が保有しているユーロ円債の利子所得に関する源泉徴収税の問題は、適切な課税が害されないよう配慮しつつ検討する

等であるが、さらに「円ドルレート問題に関する日米財務当局者の合同作業グループ」（通称「日米円ドル委員会」）を設けることを謳った。

日米共同声明では日本側から米国側に対して、合算課税問題や米国の財政赤字削減等の要望事項も盛り込まれていたが、基本的には米国側が議会における保護主義の台頭を圧力として用いて日本に対して「金融開国」を求めるという構図となっている。

「日米円ドル委員会」設置を要求した米国側の意図は上記の通りであるが、当時の新聞ではその背景として、1984年の大統領選挙を視野に入れた財界へのアピールの狙いがあること、日本側の必死の抵抗が予想される農産物を避けた結果、次善の目標として金融問題が選択されたこと、米国に優位のある金融分野で日本市場へのアクセスを拡大してビジネスチャンスを増大すること、などが挙げられている。

太田[1991]では、1984年3月にリーガン財務長官が日銀で行った講演を紹介している。そこでリーガン長官は、「日本はいまや世界第2の大国になったのだ

から、円も国際通貨としての役割を担うべきである。米国は高金利、財政・貿易赤字、ドル高といった問題を抱えながら世界景気のために米国景気の回復に努めてきた。その間、他の諸国は何をしてきたか、日本としても打つべき手を打ってほしい。例えば、円の自由化、円の使用の拡大、金利の自由化である。米国内で日本の銀行は自由な活動を許されているのに対し、日本では米銀は銀行業務にも証券業務にも制約を受けているのは納得できない。米国では11月に選挙を控えているが、こうした状況の下では民主党がむしろ保護主義的な動きを強めるのではないかと危惧している。」と米側の真意を明確に述べている。

米国の金融機関のビジネスチャンス拡大のため、日本の金融・資本市場開放を図るという点に関しては、塩田[2002]が1980年代における米国の銀行業の低迷と日本の銀行の躍進が米国側の脳裏にあったとしている。すなわち1980年代初までの米国の銀行は世界の金融界に君臨しており、1972年には世界の金融機関資産規模ランキングのトップ・スリーはバンク・オブ・アメリカ、シティ・バンク、チェース・マンハッタンであったが、1982年ではチェース・マンハッタンが脱落し、1987年ではトップ20位内に米銀は一行も見当たらない状況になっていた。1970年代から急激に進行した金融自由化の中で米銀は生き残りをかけて融資拡大路線へと大きく舵を切ったが、中南米向け融資、LBO（企業買収）向け融資、不動産向け融資等の主要戦略がごとごとく失敗に終わり、多額の不良債権を抱えるようになった。これに対して日本の銀行は国内業務の低迷及び来るべき金融自由化や金融・資本市場開放への備えを背景として、欧米において支店開設・現地法人設置、現地の金融機関の買収等に乗り出した。北米における活動だけを取り出しても、目を見張るものがある。

- 1981年1月 三和銀行 ファースト・シティ・バンク買収
- 1981年3月 三菱銀行 ファースト・ナショナル・バンク・オブ・ザ・サンディエゴ・カウンティ買収
- 1981年6月 三井銀行 マニユファクチャラーズ・バンク買収
- 1983年3月 富士銀行 米国の金融サービス会社2社を買収
- 1983年8月 三菱銀行 バンク・オブ・カリフォルニア買収

こうした状況が続けば、いずれ日本の金融機関が名実ともに米国の金融機関に取って代わる日が来るかもしれない。したがって米国の銀行が優位を維持している間に、日本の金融市場を開放させて、ビジネスチャンスを楽しむというのが米国側の意図であった。日本側の大場智満財務官もこの点については認識しており、さらに米国の金融自由化を日本も見習うべきであるとの考え方であった。

また、この間、信託界への進出を狙っていた野村證券が、米国のモルガン・ギャランティと組んで外圧を利用してこれを達成しようとしたというエピソードもあった。

なお、ドル高・円安の是正について、米国は、「ソロモン・レポート」のロジックに則って日本の金融自由化や円の国際化が進めば、国際金融市場で円が使いや

すくなり、結果的に円が強くなるとの主張、及び日本の「低金利政策」が円の魅力を減じているとの主張、を何度も繰り返したが、日本側は、円レートは資本移動で決定されるのであり、自由化とは無関係であるとの見解を貫いた。実際、ドル高・円安が是正されるのは1985年のプラザ合意に基づいた協調介入によってである。

もっとも、こうした考え方に対して大統領経済諮問委員会のマーチン・フェルドシュタイン委員長は円安・ドル高問題の元凶は米国の高金利にあるとの見方をとっていた。彼によれば、こうした見方は1982年末から1983年にかけてはレーガン政権内で支持を得ており、大幅な（為替）市場介入は不相当であるとの結論も得ていた。しかし1983年後半には、レーガン政権は金融・資本取引に関する諸規制を緩和することで、円の需要を高め、円安・ドル高の是正が図られるという見方に変化していた。

(2) 日米円ドル委員会報告書の概要

「日米円ドル委員会」は1984年2月23、24日に第1回作業部会が東京で開催されたのを皮切りに、第2回東京（3. 22～23）、第3回ワシントン（4. 16～17）、第4回ホノルル（5. 6）、第5回東京（5. 10～12）、第6回ローマ（5. 20～22）ときわめて短期間に精力的な協議が行われ、1984年5月30日に「日米円ドル委員会報告書」及び大蔵省作成の「金融自由化および円の国際化についての現状と展望」が発表された。

「日米円ドル委員会報告書」の具体的内容については財務省財務総合政策研究所編「昭和財政史 第7巻」[2004]及び同所編「安定成長期の財政金融政策」[2006]に基づく以下ようになる。

「日米円ドル委員会報告書」の趣旨は、同報告書の結論部分において、以下のように述べられている。「日米双方とも、日本に金融・資本市場の自由化、円の国際化および外国金融機関の日本の金融・資本市場への参入等の改善を図る合意措置とそのフォロー・アップは、円がその潜在的な強さや貿易・金融大国としての日本の重要性をより反映するために役立つとともに、日本および世界の金融・資本市場の効率性を著しく改善することになろうとの期待を表明した。」

報告書は6章からなるが、重点は「第5章 アメリカ側の関心事項」にあった。アメリカ側の関心事項は、A 金融・資本市場の自由化、B 外国金融機関による日本の金融・資本市場への参入等、C ユーロ円投資・銀行市場への発展、D 直接投資の4つに区分される。

「A 金融・資本市場の自由化」に関して、アメリカ側は、利子への源泉徴収税の撤廃、定期預金利子の自由化、TB市場類似の短期金融市場創設、CD発行条件の緩和、円建BA市場の創設、円転規制の撤廃、円建対外貸付の自由化、先物外国為替取引における実需原則の撤廃、居住者海外口座・直接取引の自由化などを求めた。日本側は、利子の源泉徴収税撤廃要求については、日本の税体系の

基本原則を害するとして、また居住者海外口座・直接取引の自由化については対外直接投資の抜け穴になること及び銀行・証券業に免許制をとっていることとの関係から認められないとして、いずれも拒否した。

その他の大部分の要請についてはアメリカ側の要望をほぼ全面的に受け入れた。

「B 外国金融機関による日本の金融・資本市場への参入等」については、東京証券取引所会員権の取得、信託業務への参入、金融機関の活動に係る規則や政策を実施する上での透明性の確保の要求がアメリカ側から出された。日本側は、東京証券取引所は会員組織であり、政府が直接対処できないという事情を説明し、外国銀行の信託業務参入については、これを認めることとした。

「C ユーロ円投資・銀行市場への発展」については、アメリカ側は、「完全に自由なユーロ市場の確立こそ、円の国際化進展のための要であり、従って、円の国際化には、ユーロ円市場から着手すべきである」との観点から、ユーロ円債市場の拡大、外国の証券引受業者のユーロ円債市場への自由な参加、非居住者が取得する居住者発行のユーロ円債に係る利子所得に対する源泉課税の免除、ユーロ円 CD 市場の創設、ユーロ円シンジケート・ローンの認可を求めた。日本側は、このいずれについても実施を受け入れた。

「D 直接投資」については、「直接投資の自由な国際交流を妨げるような障壁、障害、政策を除去する」ために、指定会社制度の廃止、海外投資家に対する内国民待遇の供与をアメリカ側が提案し、日本側がこれを了承した。

「日米円ドル委員会報告書」の合意事項はその後、順次実施に移され、1985年3月に外国為替審議会答申「円の国際化について」、同年7月30日には「市場アクセス改善のためのアクション・プログラム」が公表された。

「日米円ドル委員会報告書」と同時に公表された大蔵省作成の「金融自由化および円の国際化についての現状と展望」は、日本政府が内外に金融自由化及び国際化を公約したものであり、ここに具体的な自由化スケジュールが掲げられた。そのポイントは、①預金金利の自由化、②金融市場の整備・充実による金利自由化、③内外市場の一体化、④外国金融機関の対日アクセス、⑤ユーロ円の自由化である。また、具体的には、CD発行の弾力化、市場金利連動型定期預金(MMC)の導入、大口預金金利の自由化、小口預金金利の自由化が取上げられている。この「展望と指針」によって日本の金融自由化は段階的にはあるがその基本方向が明確化され、10年後の1994年の10月の預金金利の完全自由化をもって完結することになる。

(3) 報告書を巡る評価

円ドル委員会の報告について、米国側は大いに満足を示したが、日本国内の反応はまさに「黒船到来」の雰囲気であった。産業界は「これでわが国企業の金融手段が多様化する」など内容を評価する反面、銀行業界は「自由化のテンポは予想以上に速くなりそう」警戒を強めた。

報告書の内容についての評価は各業界で微妙な違いがあった。滝田[2006]によ

れば、特に銀行にとって深刻なのはユーロ円取引の自由化であり、居住者向けのユーロ円CDが解禁されると、ユーロ円レートに見合う形で国内金利が変動し、金利自由化に拍車がかかる、ユーロ円貸出の解禁で国内実効貸出金利が抑えられる、など金利自由化の進展に警戒を強めた。

滝田[2006]は金融業界の各部門の反応を以下のように記している。

銀行は、「日米協議によって金融自由化のテンポが速まってきたことに、総じて当惑した。このため今後、①MMCなどの新商品開発を急ぐ、②機械化を進め、経営効率を上げる、③国際業務を拡大する—といった点を柱に対応策を打ち出すことになった。」

信託銀行は、「報告書に『外国銀行の信託銀行業務への参入は85年中には実現する』と盛り込まれたこと」には反発を示したが、当面は単独進出しか認められない見通しなので「一応の安堵感を示している」。今後の対応としては、「①外銀と提携して、保有資金の海外での運用を効率化する、②外銀の信託進出に情報提供するなどの形で協力、外銀が都銀や証券会社と提携するのを防ぐ、③土地信託など有望分野への進出を積極化して業務の多角化を進める」が挙げられている。

証券界では、「円・ドル委員会報告書による国際化政策を歓迎する声が強かった。なかでも居住者ユーロ円債の発行解禁で資金調達が一段と増えれば、証券会社の業務分野がさらに広がるとの期待が大きかった」。ただし、今後内外での競争激化に備えて、「外国為替業務や外国銀行との関係を強化」や「起債予定の企業に対する顧問的な業務を拡充」などの対応をとるとの意向を示した。

産業界では、「ユーロ円債の規制緩和、円建BA市場の創設を評価する声が強かった。わけてもユーロ円債の規制緩和は、コストの低い資金調達の道が広がるため『資金利用者の意向が、金融界でも尊重されることになろう』（河合良一小松製作所会長）」と、歓迎していた。

滝田[2006]は円ドル委員会報告書を歓迎する産業界の声に続いて、日銀の反応を紹介している。日銀は円ドル委員会から締め出されたことに不満を持っていたが¹⁴⁾、今回の報告書のポイントであるユーロ円市場の拡大がマネーサプライ管理や金融調節を困難にしかねないと見ていた。5月30日の前川春雄日銀総裁の記

14) 当時、日本銀行外国局長であった太田超は、その著書(太田[1991])のなかで当時を回顧して、「この日米円ドル委員会の共同議長は竹下登大蔵大臣とリーガン財務長官で、作業部会も大場財務官、スプリケル財務次官の共同議長の下、日米の大蔵省・財務省のみで組成され、中央銀行は双方とも招かれなかった。日銀としては米国側から米連邦準備制度が入ってない以上、日本だけ中央銀行も直接参加させろとはいえなかったが、…(中略)…、大蔵省から相談をうけた場合には金融政策のより効果的・機動的な運営を確保しつつ、新しい国際金融環境に対応し国際協力に貢献すべく、できる限りの協力を行う方針で臨んだ。」、「討議の内容については、大蔵省大場財務官、酒井健三国金局長から日銀外国局に随時連絡があった。ただ正直のところ日銀としては、金融政策運営の責任者を欠いた作業部会での議論の進展には戸惑いを感じたことも少なくなく、日銀として協力していく上で折々やりにくい局面に立たされたことも否めない。」としており、また、他の箇所では「80年代後半に入るや、金利自由化、金融業務自由化、金融資本市場自由化の協議においては、金融市場の実務家(エキスパート)、金融政策当局の責任者の参加なしには実質的な議論を進めることが困難であるとの認識が深まり、…現在では政策担当理事がメンバーとして討議に参加している。」と記している。

者会見では、円ドル委員会報告書の公表に関連して、①今後の金融政策はより市場の金利機能を重視する方向に進む、②そのためには短期金融市場の整備を急ぐ必要がある、③金融自由化は金融の効率を高めるとともに、競争の激化に備えて金融機関の経営体質の強化が必要である、等のコメントを行っている。

日米円ドル委員会の結末は以上の通りであり、安定成長期への移行に伴う国内の貯蓄投資バランスの変化、世界第2位の経済大国に申し上がった日本の存在、等を考えれば、日米円ドル委員会報告書に示されたような金融改革は、例え日本の自主的なものであれ外圧によるものであれ、早晚不可避であったといえる。

斉藤[2003]や西村[2003]では外圧を利用して大蔵省が金融自由化を進めたとも取れる評価が行われている。

しかし協議の準備段階で大蔵省の責任者が意図していた漸進的改革（ステップ・バイ・ステップ）は実現せず、殆どの項目で米国の主張が通った結果になっている。この点については、前出滝田[2006]に興味深いエピソードが掲げられている。

第1は、1983年秋に米国財務省が円ドル委員会設置を提案してきた際に、この委員会のメンバーを米国財務省と大蔵省に限定するとの提案を大蔵省が行っていることである。通貨・金融問題に関する知識と協議のコントロールに対する大蔵省関係者の自信が窺えるエピソードである。

第2は、円ドル委員会に参加した大蔵省幹部が部内の席で漏らした「大蔵省の連中はオボコいよ」という言葉である。政治任命され、短期で成果を挙げることが絶対命令である米国の高官と日本の官僚機構の頂点に位置してきた大蔵省高官との交渉能力の相違を痛感した一言であった。

最後に、日米円ドル委員会等での協議で決定された事項のうち、特に銀行や一般現業法人の行動に影響したものについて、西村[2003]を参考にして、以下4点取上げる。

①為替先物取引の実需原則の撤廃

その措置は、日米円ドル委員会の報告書を待たず、1984年4月から実施された。それ以前においては、為替先物取引をするためには輸出入の成約や外債発行調印等の具体的な事実が条件とされた（実需原則）。通貨当局は貿易や外債発行を装った為替投機の横行を警戒していたのである。しかし、こうした制約は為替リスクを回避するための機動的な行動を不可能にするとして産業界からの不満が高かった。さらに、東京外国為替市場での取引も多くなり、一部に投機的な取引が行われても為替相場への影響はそれほど大きくないと通貨当局が考えたこと、海外の為替市場では円の先物取引が自由に行われていること、等を背景に実需原則の撤廃が行われたのである。撤廃を決めた理由のうち後段のものは尤もであるが、前段についての通貨当局の認識は誠に甘いといわざるを得ない。

②円転規制の撤廃

従来は、為替市場や国内金融市場の混乱防止の観点から、銀行等が手持ちの外貨を売却して円を調達することには限度額が設けられていた。しかし円資金不足

に悩む在日外銀が規制撤廃を望んだこと、及び東京為替市場の直先スワップ取引の拡大で円転が増加しても為替相場や国内金融市場への影響を懸念する必要がなくなったこと、等を背景に1984年6月から銀行の円転規制が撤廃された。

③円建対外貸付とユーロ円貸付・ユーロ円債等

1984年4月から邦銀及び在日外銀の対外貸付が自由化された。

また、邦銀の海外支店や外銀が行うユーロ円貸付も、短期のものは1984年6月から完全自由化が実施された。

海外市場での円建債券（ユーロ円債）の発行については、従来は世銀等の国際機関や外国政府等にしか認められて来なかったが、1984年4月からは本邦企業、12月からは外国企業にも認可されるようになった。ユーロ円CDは1984年12月から自由化された。

④信託業務への参入と東証会員権の取得

- ・外銀の信託参入については1985年6月に9行に認可された（米6、英1、スイス2）。
- ・東証の定款では外国企業は取引所の会員になれないと定められていたが、外国証券会社からの要望、野村證券の米現地法人によるニューヨーク証券取引所の会員権を取得（1981年7月）、等を踏まえて1982年3月に定款変更が実施された。しかし、定数枠（83）が満杯であったため、外国証券会社の会員権取得は実現していなかった。1985年12月に、円ドル委員会での結論を反映してメリルリンチ等6社の外国証券会社が東証会員になった（図表5-8）。

【参考文献】

- 池尾和人[2006]、「開発主義の暴走と保身 金融システムと平成経済」、NTT出版。
- 太田赳[1991]、「国際金融 現場からの証言」、中公新書1050、中央公論社。
- 岡崎哲二・星岳雄[2002]、『1980年代の銀行経営－戦略・組織・ガバナンス』、「平成バブルの研究（上）」第7章、東洋経済新報社。
- 香西泰・白川方明・翁邦雄[2001]、「バブルと金融政策 日本の経験と教訓」、日本経済新聞社。
- 財務省財務総合研究所財政史室[2004]「昭和財政史 昭和49～63年度 7 国際金融・対外関係事項／関税行政」、東洋経済新報社。
- 財務省財務総合研究所[2006]、「安定成長期の財政金融政策 オイル・ショックからバブルまで」、日本経済評論社。
- 塩田潮[2002]、「大国日本の幻 バブルの興亡とその教訓」、講談社。
- 杉田茂之[2002]、『日本のバブルとマスメディア』、「平成バブルの研究（上）」第6章、東洋経済新報社。
- 滝田洋一[2006]、「日米通貨交渉 20年目の真実」、日本経済新聞社。
- 西村正吉[2003]、「日本の金融制度改革」、東洋経済新報社。

図表 5-8 日米円・ドル委員会報告書の概要と実施状況

項 目	実施時期
I ユーロ円市場の拡充	
1 非居住者ユーロ円債の発行	
(1) 外国の民間企業などへの認可	1984年12月
(2) 適債基準の緩和	1985年4月
2 居住者ユーロ円債ガイドラインの緩和	1984年4月
3 外国金融機関へのユーロ円債引受主幹事務の開放	1984年12月
4 非居住者が取得する居住者ユーロ円債の利子所得に対する源泉徴収問題	1985年4月に源泉課税を廃止
5 ユーロ円CDの発行認可	1984年12月
6 ユーロ円貸付	
(1) 非居住者向け短期貸付の自由化	1983年6月
(2) 居住者向けの短期貸付の自由化	1984年6月
(3) 中期貸付の自由化	非居住者向け 1985年4月 居住者向け 1989年7月
II 金融・資本市場の自由化	
1 定期預金金利の上限撤廃	
(1) CD発行単位の引き下げ(3億円→1億円)	
(2) CD発行期間の短縮(最低3ヵ月→1ヵ月)	
(3) 市場金利連動の新型大口預金の取扱認可	
(4) 大口預金金利規制の緩和及び撤廃	
(5) 小口預金金利自由化の検討	
2 外銀による国債ディーリング業務の開始	1984年10月以降外銀にも認可
3 円建銀行引受手形(BA)市場の創設	1985年6月市場発足
4 外貨の円転換規制の撤廃	1984年6月
5 円建外債の発行・運営ルールの一層の弾力化	1984年7月
6 円建対外貸付の規制撤廃	1984年4月
III 外国金融機関の日本市場への参入	
1 信託業務への参入	1985年に実現(85年6月, 9行に参入許可)
2 東京証券取引所会員権の開放	制度改正を含め検討(1985年12月外国証券6社に開放決定)

出所) 日本銀行金融研究所「新版 わが国の金融制度」p 42.

細谷千博[1989], 「日米欧の経済摩擦をめぐる政治過程」, NIRA 研究叢書 NO. 890049, 総合研究開発機構.

第6章 財政再建問題

第1節 高度成長の終焉と財政

(1) 経済構造の変化に対応できなかった財政

高度経済成長期の財政運営は比較的順調であり, 経済成長に伴う自然増収を減税で割り戻すなどの政策を採る余地も十分あった。ただし, 1960年代後半にな