

大蔵省財政史室 編

昭和財政史

昭和27～48年度

第 9 卷

金融(1)

東洋経済新報社

HISTORY OF
FISCAL AND MONETARY POLICIES
IN JAPAN
1952-1973

Volume IX
Finance: Monetary Policy and Financial System
PART I

Office of Historical Studies,
Ministry of Finance, Japan

TOYO KEIZAI INC.
TOKYO, JAPAN
1991

監修者のことば

第二次世界大戦後、サンフランシスコ講和条約によって独立を回復した時点にはじまり、第一次石油危機にいたるまでの22年間を対象とする『昭和財政史 昭和27～48年度』が刊行されることになった。大蔵省が担当する財政・金融行政史は、『明治財政史』から『昭和財政史 終戦から講和まで』まで、4次にわたって刊行されてきたが、この事業はその伝統を引き継ぐ第5次の財政史である。

今次の財政史の対象となる期間は、戦後経済復興の時期から、いわゆる高度成長の時代を経て、円切り上げと石油危機によってこの時代が終りを告げる、劇的な発展と波瀾の時期である。財政、金融および国際金融は、その変化に応じ、ときにはその変化を主導して、経済発展のために重要な役割を果たしてきた。その間に記録されるべき事実はまことに多く、かつ多彩である。本『財政史』編さんの意図は、古今の歴史にも稀なこの発展の時代における財政・金融政策について、大蔵省をはじめ各機関の所蔵する原資料に基いて、正確な事実を明らかにし、記録にとどめて行政上の参考に資するとともに、学術上の研究に役立てるところにある。そのために、行政の流れや関連事項を大局的に把握しうるようにつとめるのみならず、政策立案過程についてもできる限り詳細に記録するよう留意し、この時期の財政と金融との研究のために、学問的にも新たな成果を収めうることを期している。

本『財政史』編さんにあたって、監修の重任を帯びることになった私は、3名の編集委員とともに編集の大綱を練り、またすべての執筆者を

含めて、研究会を組織して、資料の蒐集・整理に当り、ついで分担執筆の作業にたずさわってきた。その間、監修者としての私の責務は、それぞれの分野についての叙述がすぐれた内容を備えた完成度を示し、しかも、全体としての『財政史』が、この期間の財政・金融政策を俯瞰するためのまとまりをもつものになるようにできる限り配慮するところにある。したがって、各巻の内容については各執筆者の責任において書かれているが、全体の統一と調整の責任は、一に監修者たる私にある。

なお、今回の『財政史』の編集方針には、従来のものに比して一つの特色があることを、おことわりしておくべきであろう。すなわち、今次『財政史』の対象期間は22年間の長きにわたり、遺された文書資料の量もまことに多かったために、資料の不足よりも、むしろ、限られた巻数の範囲内に、豊富な内容をいかに盛り込むかが、編集上最大の課題となった。そこで、予算、税制、財政投融资、金融、国際金融等の主要部門について、叙述巻と資料巻とを分離して、両者を並行して編集し、両者が補いあって一体をなすようにしようと企画した。全20巻のうち、資料巻が6巻の多きにわたるのはこの事情のためである。

明治以来、大蔵省によって4次にわたって刊行された『財政史』の成果をうけつぎ、この意義深い時代の歴史をとりまとめる仕事は、重い責任をとまなう半面、資料その他の面できわめて恵まれた条件のもとに存分に分析を進めることができる点で、研究者としてまことにやり甲斐のある仕事である。私は、編集委員、執筆者、および大蔵省の関係部局の諸氏との緊密な協力のもとに、監修の責務を全うしたいと望んでいる。なお本書の草稿は研究会において相互に検討のうえ、大蔵省内関係部局の回覧を経たものである。

終りに、私は、この事業の実現についてヒヤリングや資料の提供に応じて下さった各氏と各部局、われわれの研究と執筆にあたってあらゆる協力を惜しまれなかった大蔵省財政史室のかたがた、およびこの大著の

刊行を引き受けて下さった東洋経済新報社に対して、この場所で御礼を申しあげる。

平成2年3月

監修者 中 村 隆 英

凡 例

1. 本巻の執筆分担は、以下の通り。
「日本の金融概観」：香西泰と堀内昭義が協力して構成し、堀内が執筆した。
「金融政策」：堀内昭義
2. 注記は、「項」(14級明朝体、3行どりの見出し)毎にまとめた。
3. 本文中の数字は、万・億・兆を単位として漢字を併用し、カンマをもちいないのを原則とするが、原数値の性格に応じ、千・百万を単位として漢字を併用する場合もある。
4. 引用資料は原則として原文のままとしつつも、つぎのように取り扱った。
資料の性質により、意味と内容を損なわないかぎりにおいて変形・修正・補訂したものもある。この場合、必要に応じて注記を加えた。
引用文中、引用者において補った説明は〔 〕で示した。
漢数字の数値について、位取りの漢数字を残してアラビア数字に直した。
あきらかな誤字・脱字は訂正した。
5. 漢字は、人名を含め、本文、資料を問わず新字体で統一した。
6. 「金融政策」において、もっぱら理論的な説明に関わる部分については、文字の大きさを本文より落として12級とした。

執筆者等名簿

顧問		
谷村	裕	元大蔵事務次官
監修者		
中村	隆英	お茶の水女子大学家政学部教授
編集委員		
林	健久	東京大学経済学部教授
石	弘光	一橋大学経済学部教授
香西	泰	日本経済研究センター理事長
執筆者〔50音順〕		
浅井	良夫	成城大学経済学部教授
伊藤	修	神奈川大学経済学部助教授
伊藤	正直	名古屋大学経済学部助教授
神野	直彦	東京大学経済学部助教授
田近	栄治	一橋大学経済学部助教授
日向野	幹也	東京都立大学経済学部助教授
堀内	昭義	東京大学経済学部教授
宮島	洋	東京大学経済学部教授
油井	雄二	成城大学経済学部教授
加藤	新一	大蔵省財政史室
柴田	善雅	大蔵省財政史室

目次

監修者のことば
凡例

日本の金融概観(昭和27～48年度)

第1節	金融構造の変化と経済発展	3
1	経済発展と「金融の深化」	4
2	「金融仲介比率」の推移	6
3	非金融部門の資金調達構造	8
4	「間接金融優位」の実態と理論	11
5	専門金融機関制度の機能	24
6	公的金融の役割	26
第2節	マクロ経済の展開と金融政策	28
1	金融政策と経済成長	28
2	金融政策と経済変動	33
3	財政支出の位置づけ	37
4	金融政策の手段	40
第3節	結 び	48

金融政策

第1章	プロローグ：第二次大戦直後の金融政策	
	—昭和26年度まで	55
1	戦後インフレーションの過程	56

2	戦後経済復興への日本銀行の係わり	58
3	ドッジ・ライン(昭和24年3月)と金融政策	61
4	朝鮮戦争(昭和25年6月)の影響	64
5	金利協定と独占禁止法	65
6	要 約	68
第2章 「オーソドックス」な金融政策の開始		
—昭和27～30年		69
第1節	窓口指導(規制)の強化(昭和28年9月)	71
1	窓口指導を正当化する理由	72
2	窓口指導の問題点	73
3	窓口指導の実効性	74
第2節	高率適用制度の運用	76
1	日本銀行の金融調節のスタンスと高率適用制度	76
2	高率適用制度の骨組み	77
3	高率適用制度とコール・レート	79
第3節	日本銀行のその他の政策	87
1	コール・レートに対する指導強化	87
2	日本銀行、保有手形を農林中央金庫へ売却 (昭和29年10月)	89
第4節	低金利政策と日本銀行の政策運営	92
第3章 「金融正常化」と金融政策運営		
—昭和31～33年		99
第1節	「金融正常化論」の展望	100
1	「正常化」の必要性	100
2	金融の「歪み」とその是正策	102
3	貿易・為替自由化と「金融正常化」論	105
4	「金融正常化論」の評価	105
第2節	金融政策の「正常化」措置	108

1	数量景気(昭和30～31年)と金融「正常化」	108
2	日本銀行、コール・レートに対する指導を廃止	111
3	公社債売買市場(取引所市場)再開	111
4	準備預金制度の導入	113
第3節	「公開市場操作」を目指して	116
1	日本銀行貸出以外の金融調節ルート	116
2	政府短期証券売りオペをめぐる交渉	117
3	政府短期証券の市中公募	119
4	未発達な政府短期証券市場	121
第4節	金融政策「正常化」の挫折	126
第5節	資金配分に対する公的介入	130
1	「金融機関の資金運用の調整のための臨時措置に 関する法律案」(昭和30年7月)	130
2	金融機関資金審議会の設置(昭和31年9月)	131
第6節	経済成長と国際収支問題	136
1	金融引締めと国際収支	136
2	昭和32～33年の金融引締め	139
3	政府、国際収支改善緊急対策	144
4	ポンド危機と金融政策	144
5	中小企業金融対策	145
6	金融緩和の過程	146
第4章 高度成長と金融政策		
—昭和34～38年		147
第1節	一連の公定歩合引下げ(昭和33年6月、9月 および34年2月)	148
第2節	日本銀行・大蔵省による金融市場コントロール	152
第3節	貿易・為替自由化計画大綱(昭和35年6月)	161
第4節	「所得倍增計画」と昭和36～37年の金融引締め	164
1	公定歩合引下げ(昭和35年8月)と物価問題	164

2 「国民所得倍増計画」	165
3 大蔵省，日本銀行による市中銀行9行の特別調査 (昭和36年6月，10月)	171
4 日本銀行，短資流入規制	179
第5節 所得倍増計画と物価問題	181
1 消費者物価と卸売物価	181
2 消費者物価上昇の原因	182

第5章 「新金融調節方式」と金融政策

—昭和37～42年—

第1節 新金融調節方式の内容	185
1 日銀貸出限度枠の設定	185
2 債券オペとその調整	187
第2節 新金融調節方式導入の契機	194
1 金融正常化論—オーバー・ローン問題	194
2 資金運用部の余資運用問題	195
第3節 新金融調節方式の実際	201
1 日本銀行貸出の重要性低下	201
2 貸出限度余裕額の調節	203
3 日本銀行借入とコール・マネーの代替	204
第4節 新金融調節方式の効果	206
1 新方式とマクロ経済の変動	206
2 限度余裕と銀行の貸出行動	209

第6章 証券不況と金融政策

—昭和35～40年—

第1節 証券市場の急拡大と日本銀行の金融政策	216
1 証券市場復興の支援	216
2 株価低落と株式発行の急増	218
3 株式市場急拡大の原因	223

第2節 証券市場の混迷と対応	230
1 増資調整	230
2 証券市場会社の資金調達	232
第3節 日本銀行の救済措置と金融政策	236
1 日本銀行の救済措置とその必要性	236
2 証券対策の金融調節への影響	239
3 実物経済へのインパクト	242

第7章 高度成長の折返し点における日本の金融

第1節 国際化に対応する産業・金融体制の構築	250
1 「国際競争力」強化に対する通産省の方策	250
2 「特振法」案	251
3 資本自由化の資本市場への影響	253
4 「選別融資」問題	259
第2節 民間銀行の融資ルール	260
第3節 歩積み・両建て預金問題	267
第4節 「金融機関経営の刷新」	274
第5節 証券恐慌後の金融緩和政策	277
1 増資再開(昭和40年6月)	278
2 金融政策方式の手直し	279

第8章 国債発行と金融政策

—昭和40～43年—

第1節 国債発行の決定(昭和40年7月)	283
1 国債発行をめぐる議論	284
2 国債発行の決定	287
第2節 国債発行と日本銀行の金融政策	291
1 国債発行前後の金融政策	291
2 国債の「貨幣化」	295
第3節 日本銀行の国債買いオペと国債流通市場	304

1 債券流通市場の整備	304
2 日本銀行の国債買いオペ	310
3 国債費用はどの程度節約できたか	316

第9章 国際化と金融政策

—昭和42～44年

第1節 昭和42年の金融引締め過程	321
1 ポジション指導の強化(昭和42年7月)	321
2 景気抑制のための総合政策(昭和42年9月)	323
第2節 金融引締め政策の有効性の減退	327
1 金融引締め効果の考察	327
2 窓口指導の有効性について	331
第3節 公社債市場と金融政策	339
第4節 海外要因の金融政策への波及	343
1 金融市場における海外要因	343
2 国際通貨不安再燃	346
3 円シフトをめぐって	350

第10章 為替レート調整と金融政策

第1節 昭和44年の金融引締め—国内要因か海外要因か	356
1 公定歩合引上げ(昭和44年9月)	357
2 消費者物価上昇とその対策	364
第2節 昭和45年以降の景気後退	370
1 景気後退の局面	370
2 金融緩和の開始(昭和45年10月)	373
第3節 国際収支黒字対策の展開	377
1 「円対策」の実施	377
2 為替レート調整の意味	381
3 国際収支大幅黒字のもとでの日本銀行の金融調節	385
第4節 ニクソン・ショックと金融政策	389

1 外国為替市場の動き等	390
2 ニクソン・ショックと国内経済政策	395
3 「過剰流動性」へ	398

第11章 狂乱物価と第1次石油危機

第1節 スミソニアン体制と金融緩和推進	401
1 金融緩和促進	401
2 政府の円対策(昭和46年10月～47年10月)	407
第2節 金融緩和の進展と「過剰流動性」	414
1 金融緩和の進展	414
2 金融緩和はどのような意味で「異常」であったか	421
第3節 「狂乱物価」と金融政策	426
1 大蔵省・日本銀行の「道徳的説得」	426
2 中立的政策から引締め政策へ	429
3 スミソニアン体制の崩壊、変動相場制へ	431
4 本格的な金融引締めの開始	433
5 狂乱物価への行政的対応	437
第4節 第1次石油危機	443
1 金融引締め政策の徹底	444
2 石油危機対策	448
3 資本移動規制および為替管理をめぐり動き	450
4 企業批判の高まり	453

統計表・図目次

日本の金融概観(昭和27～48年度)

〈表〉

表 1	非金融部門の債務残高増加率と GNE 成長率(期間平均, %)	4
表 2	非金融部門の債務残高と名目 GNE 比率	5
表 3	金融仲介比率とその構成	7
表 4	各経済部門の資金調達総額構成比(期間平均, %)	8
表 5	産業資金供給の構成	10
表 6	主要企業の資金調達構造(全産業, %)	12
表 7	全国銀行および製造業の利益率	22
表 8	実質投資支出対実質国民総支出構成比	31
表 9	公的債務残高と民間保有比率	42
表10	ハイパワード・マネー：使途と源泉	43

〈図〉

図 1	非金融部門の債務残高と GNE 前年比増加率(昭和29～61年)	5
図 2	所有者別株式分布(構成比, 昭和27～50年)	18
図 3(A)	定期預金金利と消費者物価上昇率(年率)	29
図 3(B)	貸出金利と卸売物価上昇率(年率)	29
図 4	卸売物価と鉱工業生産指数対前年比変化率(暦年)	34
図 5	卸売物価上昇率と貿易収支対前年比変化率(暦年)	34
図 6	実質国民総支出と政府総支出対前年同期比変化率(暦年・四半期)	39

金 融 政 策

〈表〉

表 1-1	銀行券発行高と物価指数, 生産指数	57
表 1-2	融資斡旋の件数と金額	60
表 1-3	国際収支の推移	64
表 2-1	主要経済指標(昭和27～30年)(対前年同期比, %)	69
表 2-2	金融政策のクロノロジー(昭和28～30年)	70
表 2-3	窓口指導の実効性, 民間銀行の貸出希望, 日本銀行の 査定, および実績	74
表 2-4	都市銀行の高率適用額	79
表 2-5	高率適用貸出の状況	84
表 2-6	昭和36～37年：コール・レート推移(年率, %)	88
表 2-7	金利の累積的負担の実情	95

表 2-8	金融機関別実質金利趨勢	96
表 3-1	主要経済指標(昭和30～33年)(対前年同期比, %)	108
表 3-2	支払準備率(全国地方銀行協会調べ)	114
表 3-3	政府短期証券市中公募(昭和31年 5 月)以前の日銀保有 政府短期証券売買状況	119
表 3-4	政府短期証券応募実績(昭和31年 5 月15～31日)	120
表 3-5	政府短期証券の発行額と公募実績	122
表 3-6	全国銀行貸出増加額, 日本銀行貸出増加額, 設備投資額, コール・レート	128
表 3-7	民間投資繰延べ額	133
表 3-8	金融引締め期の貿易収支とマクロ経済変数	137
表 3-9	外貨保有高の推移および短期借款	140
表 3-10	昭和32年 6 月のコール・レート	142
表 3-11	都市銀行の貸出増加額：都銀の計画額, 日銀の査定額 (昭和31年 7 ～12月)	142
表 3-12	中小企業金融対策のための金融償買上げ	146
表 4-1	主要経済指標(昭和33～38年)(対前年同期比, %)	148
表 4-2	臨時金利調整法による主な銀行貸出金利の最高限度 および自主規制金利	150
表 4-3	金融機関別法定準備預金額(昭和34年 9 月)	154
表 4-4	全国銀行協会自主申合せコール・レートと実勢レート(年率, %)	157
表 4-5	特利預金の実態(昭和37年 7 月末)	159
表 4-6	産業別輸出目標(通関ベース)	168
表 4-7	含み貸出の増加	169
表 4-8	設備投資計画の調査結果(昭和36年 6 月)	172
表 4-9	設備投資計画の修正状況	175
表 5-1	日本銀行借入限度枠の改訂(昭和42年 8 月)	186
表 5-2	政府短期証券の発行残高	188
表 5-3	新金融調節方式以後の債券売買	191
表 5-4	財政資金対民間収支	196
表 5-5	財政揚げ超対策としての政保償買いオペ	198
表 5-6	資金需給実績	202
表 5-7	マクロ変数相互の「因果関係」	208
表 5-8	都市銀行の貸出供給関数の計測結果(OLS)	213
表 6-1	主要企業(全産業)の資金調達構造	216
表 6-2	株価指数変化率($q(t)$)と株式発行残高変化率($S(t)$)の 「因果関係」(昭和31年第 1 四半期～42年第 4 四半期)	222
表 6-3	法人企業と個人部門の資金調達	226
表 6-4	民間非金融部門の株式発行による資金調達額 (実績額と推計額)	227

表 6-5	窓口指導の「強度」と株式発行の相対的重要性	228
表 6-6	増資調整の実施状況	231
表 6-7	証券会社のコール・マネー需要額、投資信託の コール・ローン供給額	233
表 6-8	公社債担保金融の割振り(昭和37年 6 月)	234
表 6-9	ハイパワード・マネー増加額と日本銀行の証券対策 (昭和38年第 1 四半期～43年第 1 四半期)	240
表 6-10	日本銀行の政策反応関数(昭和32年第 1 四半期～ 44年第 4 四半期)	242
表 6-11	実質 GNP の変化率、マネー・サプライの予想外の変化、 および株価変化率(昭和33年第 1 四半期～44年第 4 四半期)	245
表 7-1	6 大企業集団の同系株式所有率	257
表 7-2 (a)	歩積み・両建て預金特別検査結果(昭和39年 4 月実施： 大蔵省)	269
表 7-2 (b)	拘束預金に関する調査結果(昭和39年 3 月現在： 公正取引委員会)	269
表 7-3	拘束預金自粛の新基準(表の拘束性預金比率を超える 部分につき、次の％で解消することを目標にする)	270
表 7-4	拘束預金の推移(対貸出比率，％)	271
表 7-5	主要経済指標(昭和39～42年)(対前年同期比，％)	277
表 8-1	運用部余資金残高	294
表 8-2	国債と公社債の流通市場の規模(東京市場)	305
表 8-3	国債市場価格の推移(昭和41年10月 1 日以降)	308
表 8-4	昭和42年 2 月の日銀による債券買いオペ状況	310
表 8-5	昭和42年度第 3 四半期までの国債買いオペ	311
表 8-6	国債の買いオペ実施状況(推定)	311
表 8-7	国債市中公募発行額と推計された節約額 (リスク・プレミアム0.92％の場合)	319
表 9-1	主要経済指標(昭和41～45年)(対前年同期比，％)	322
表 9-2	金融引締め過程の比較	330
表 9-3	金融機関の貸出増加	334
表 9-4	窓口指導対象外金融機関の貸出残高(前年同月比，％)	334
表 9-5	日本銀行の窓口指導と実績	335
表 9-6	イギリスのポンド切下げ(昭和42年11月)以降の主要国 公定歩合の動き(昭和42年11月から46年 1 月まで)	348
表 9-7	内外金利差比較(昭和44年 4 月， 7 月， 8 月)	351
表 9-8	円シフトの推移	351
表10-1	主要経済指標(昭和44～46年)(対前年同期比，％)	356
表10-2	卸売物価、消費者物価および輸出入物価の推移(昭和42～45年)	357
表10-3	世界の輸入額と日本の輸出額	362

表10-4	消費者物価指数と卸売物価指数の品目構成および上昇率	366
表10-5	実体経済と物価(昭和44～45年)(対前年同期比，％)	371
表10-6	先進工業国経済の状況(1965～71年)(前年比変化率，％)	372
表10-7	アメリカ経済の動向(対前年同期比，％)	372
表10-8	ハイパワード・マネー増加額(使途と源泉)	385
表10-9	昭和46年 8 月16～27日間の直物対市場売買状況	390
表10-10	主要銀行別ドル売りおよび輸出前受金流入状況	393
表10-11	日本開発銀行による設備投資計画調査(対前年度増加率，％)	397
表10-12	経済企画庁の昭和46年度経済見通しの改訂(対前年度伸び率，％)	399
表11-1	主要経済指標(昭和46～49年)(対前年同期比，％)	404
表11-2	長期金利の推移	409
表11-3	国民総支出の主要な構成要素の変化率	414
表11-4	設備投資の推移(対前年同期比，％)	416
表11-5	マネー・サプライ反応関数の計測結果(計数の和と F 値)	423
表11-6	全国銀行の総貸出と不動産向け貸出の増加状況	427
表11-7	10大商社向け貸出に関する増加額規制	431
表11-8	公定歩合引上げおよび預金準備率引上げの経緯	435
表11-9	(A)信用農業協同組合連合会貸出残高(金融機関貸付を除く)	440
表11-9	(B)農協系統 3 段階の貯金、貸出しの増加額	440
表11-10	都市銀行に対する窓口指導(貸出増加額規制)の経緯	445
表11-11	石油緊急対策の推移(昭和48年10月～49年 8 月)	449

〈図〉

図 1-1	昭和24年 6 月～25年 4 月中の日本銀行の債券買入操作	62
図 2-1	日本銀行貸出査定の有効性(昭和35年 1 月～38年 4 月)	75
図 2-2	コール資金市場の均衡	81
図 2-3	高率適用とコール・レート(昭和27年度第 1 四半期～ 33年度第 4 四半期)	83
図 2-4	公定歩合および各種金利の推移(昭和27～39年)	93
図 3-1	政府短期証券応募者利回りとコール・レート(昭和31年 5 月～42年12月)	121
図 3-2	企業設備投資と全国銀行貸出増加額(対前年増加率) (年・四半期)	127
図 4-1	物価上昇と生産指数(昭和27年第 1 四半期～ 40年第 4 四半期)	181
図 5-1	都市銀行の日本銀行借入およびマネー・ポジション(対総負債額)	203
図 5-2	日本銀行貸出限度額(昭和37年11月～43年 3 月)	204
図 5-3	「金融正常化論」が想定したマクロ経済の因果連鎖	207
図 5-4	日本銀行貸出限度余裕額の比率(余裕額対貸出限度額比)	211
図 6-1	株価の変動(東京市場第一部)(昭和30年第 1 四半期～	

	44年第4四半期)	219
図6-2	上場会社有償増資額(東京市場第一部)(対GNP比)	220
図6-3	株式残高(簿価)の推移(昭和28~39年)(対名目GNE比)	221
図6-4	非金融部門の株式発行比率(対借入総額)(年・四半期)	225
図6-5	実質支出の変動(前年同期比)(昭和28年第2四半期~ 42年第4四半期)	243
図6-6	個人資産の構成(対総資産)(昭和32~45年)	246
図7-1	所有者別の株式分布(株数)の推移	256
図8-1	国債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年4月~50年12月)	297
図8-2	コール・レートの実現値と予測(昭和40年10月~42年12月を外挿)	301
図8-3	債券流通利回り(昭和41~43年)	307
図8-4	政府保証債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年1月~ 50年12月)	314
図8-5	金融債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年1月~50年12月)	315
図8-6	国債応募者価格と推定市場価格(昭和41~46年, 0.92%リスク・プレミアム)	318
図9-1	引締め過程での実質GNE推移(四半期)(引締め開始期の 水準を100とする)	328
図9-2	引締め過程での民間設備投資(四半期)(引締め開始期の 水準を100とする)	328
図9-3	窓口指導の差別的効果(昭和31年第1四半期~45年第4四半期)	336
図9-4	円シフトの効果	352
図10-1	物価上昇率の動向(昭和42~45年, 対前年同月比)	361
図10-2	貿易収支の推移(昭和42~45年)	361
図10-3	物価指数と生産指数の推移(昭和40~46年, 対前年同月比)	365
図10-4	外貨準備残高の推移(昭和44~46年)	377
図10-5	マネー・サプライ(M ₂)変化率と実質国民総生産(GNP)成長率	386
図10-6	外国為替資金貸付と円転換規制のもとでの為銀の外貨ポジション	392
図11-1	実質国民総支出(GNE)とマネー・サプライ M ₂ (対前年同期比)(年・四半期)	403
図11-2	卸売物価指数と輸出入物価指数(対前年同月比)	417
図11-3	東証平均株価(昭和44年第1四半期~50年第4四半期)	419
図11-4	市街地価格指数(6大都市)(昭和30年3月基準指数)	419
図11-5	マネー・サプライ増加率(実績値とシミュレーション)	424
図11-6	マネー・サプライ増加率(実績値とシミュレーション)	425
図11-7	円レート推移(インターバンク米ドル直物終値)	433
図11-8	農業協同組合, 信用農業協同組合連合会, および都市銀行の 貸出増加額(対前期比)	439

Contents

AN OVERVIEW OF JAPAN'S FINANCIAL ECONOMY: FINANCIAL STRUCTURE
AND MONETARY POLICY FROM 1952 (FY) TO 1973 (FY)

1. Structural Changes in the Financial System and
Economic Development 3
2. Evolution of the Macroeconomy and Monetary Policy 28
3. Concluding Remarks 48

MONETARY POLICY DURING THE HIGH GROWTH ERA

Chapter 1 Prologue: The Monetary Policy immediately after
World War II 55Chapter 2 The Beginning of 'Orthodox' Monetary Policy,
1952-1955 69

- 2.1 Strengthening of the Window Guidance 71
- 2.2 Managing the Higher Interest Rate Application
System 76
- 2.3 Other Policy Measures of the Bank of Japan 87
- 2.4 The Low Interest Policy and Implementation of
Monetary Policy 92

Chapter 3 'Normalization of the Financial System' and
Monetary Policy, 1956-1958 99

- 3.1 An Overview of Arguments concerning 'Normalization
of the Financial System' 100
- 3.2 Normalizing the Monetary Policy Measures 108
- 3.3 Seeking 'Open Market Operations' 116
- 3.4 Frustration of Normalizing the Monetary Policy
Measures 126
- 3.5 Public Intervention in the Allocation of
Financial Resources 130
- 3.6 Economic Growth and the Balance of Payments 136

Chapter 4 High Economic Growth and Monetary Policy,
1959-1963 147

- 4.1 A Series of Reductions in the Discount Rate 148
- 4.2 Control of the Money Markets by the Bank of Japan
and the Ministry of Finance 152

4.3	The Plan of Liberalizing Trade and Foreign Exchange Control, June 1960	161
4.4	'The Plan of Doubling Income' and Restrictive Monetary Policy during 1961-1962	164
4.5	'The Plan of Doubling Income' and Inflation	181
Chapter 5	'New System of Monetary Control' and Monetary Policy	185
5.1	Specifications of the 'New System of Monetary Control'	185
5.2	Reasons for the 'New System of Monetary Control'	194
5.3	Implementation of the 'New System of Monetary Control'	201
5.4	Effects of the 'New System of Monetary Control'	206
Chapter 6	Securities Markets Depression and Monetary Policy, 1960-1965	215
6.1	Rapid Expansion of Securities Markets and Monetary Policy	216
6.2	Policy Response to Disorder in the Securities Markets	230
6.3	The Rescue Measures of the Bank of Japan and Their Impact on Monetary Policy	236
Chapter 7	The Monetary Policy at the Turning Point of High Economic Growth	249
7.1	Reinforcement of the Industrial and Financial System to Cope with Internationalization	250
7.2	Rules in Private Bank Lending	260
7.3	The Problem of Compensatory Balance	267
7.4	'Renovation of Banking Management' of the Financial Institutions	274
7.5	Relaxation of Monetary Policy after the Securities Markets Depression	277
Chapter 8	Government Bond Issue and Monetary Policy	283
8.1	Decision to Issue Government Bonds, July 1965	283
8.2	Government Bonds Issuance and Monetary Policy	291
8.3	The Bank of Japan's Monetary Control and Secondary Market for Government Bonds	304
Chapter 9	Internationalization and Monetary Policy	321
9.1	Restrictive Monetary Policy in 1967	321
9.2	Apparent Declines in the Effectiveness of Monetary Policy	327

9.3	Bond Market and Monetary Policy	339
9.4	The Factors Affecting the Domestic Monetary Control	343
Chapter 10	The Foreign Exchange Rates and Monetary Policy	355
10.1	Tight-Money Policy during 1969: The Choice between Internal or External Factors	356
10.2	Recession after 1970	370
10.3	Measures Responding to the Balance of Payments Surplus	377
10.4	The 'Nixon Shock' and Monetary Policy	389
Chapter 11	Galloping Inflation and the First Oil Crisis	401
11.1	The Smithsonian Agreement and the Process of Relaxation of Monetary Policy	401
11.2	Relaxation of Monetary Policy and the Excess Liquidity	414
11.3	Galloping Inflation and Monetary Policy	426
11.4	The First Oil Crisis	443

日本の金融概観 (昭和27～48年度)

本編の目的は、昭和27年度から48年度にかけての日本の金融システムの発展過程を概観することである。ここで考察する期間は、日本経済が急速に成長したいわゆる「高度成長期」である。したがって当然、以下の概観も高度成長と金融システムの働きの関連をめぐる考察が中心となる。ただし概観をできるだけ包括的にするため、第1節で金融システムの構造(ミクロ分析の対象となる問題)を、第2節でマクロ経済政策、とくに金融政策と実体経済との関連をそれぞれ取り上げることにする。

ここでは概観といっても、関連する諸々の仮説、学説を紹介し、それらの妥当性を比較することを目指すわけではない。ここで行うことは、大まかな統計資料をいくつか提示して、その資料から金融システムの働きの実態を推測し、その背後にあるメカニズムについて暫定的な仮説を提示することである。それらの仮説は、「金融」編の各編で展開される詳細な説明の流れを見通すうえで役に立つであろうと思われる。

第1節 金融構造の変化と経済発展

価格メカニズムを用いて資源を配分する市場指向(market-oriented)経済における経済発展過程の特徴は金融機関の数や種類が増えること、そして単に貨幣ばかりではなく全ての金融資産がGNPや実物資産との比較で著しく増加することである。しかしながら、金融的な発展と経済成長との関係がどのような因果連鎖で結ばれているかについては、理論的にも実証的にもまだ十分に解明されていない。ヒュー・パトリック¹⁾

第二次大戦後(とくに昭和30年代以降)の日本の急速な経済発展と、金融との関係をどのように理解すべきであろうか。金融システムの発展が実体経済の成長を促したのであるか。あるいは、実体経済の成長とともに金融システムも整備され発展を促されたのであるか。この問題に解答を与えることは容易ではない。しかし、まず実体経済の成長との関係で金融システムの発展の有様を

大雑把に考察しておこう。この考察によれば、日本の金融システムは昭和20年代から30年代前半にかけて「量的な」拡大を示し、経済成長の進展をささえた。しかし、高度成長期の後半、つまり昭和40年代には金融システムの量的な拡大は見られなかった。金融の深化が一層進むのは、高度成長が終息した50年代後半以降である。

〔注〕

- 1) H. Patrick, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, No. 2, (1966).

1 経済発展と「金融の深化」

表1および図1は非金融部門が発行した各種金融債務残高(ただし、法人企業の株式を含む)の増加率を、名目および実質 GNE 成長率と比較して示している。また表2は非金融部門の金融債務残高対名目 GNE 比(%)を示している。金融債務は経済主体が金融システムを利用して調達した資金額を表現しているから、経済成長とともに増加するのは当然である。しかし、GNE で示される実体経済の規模との比較でその推移を見ることは、金融システムの「深化」(financial deepening)の程度を図る手がかりとなるであろう。

この表1ないし図1によると、総金融債務残高は昭和28年から昭和30年代の後半にかけて名目 GNE 成長率を上回る速さで増加した。残高の水準(表2)で見ると、名目 GNE の100%強から200%強へほぼ倍増したのである。つまり高

表1 非金融部門の債務残高増加率と GNE 成長率
(期間平均, %)

期 間	債務残高	GNE 成長率	
		名 目	実 質
昭和30～34年	19.6	10.6	7.6
35～39	22.1	17.6	11.7
40～44	17.5	16.5	10.1
45～49	18.3	16.7	5.8
50～54	13.3	10.3	4.7
55～59	9.7	4.9	3.9

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」, 経済企画庁「国民所得統計年報」。

図1 非金融部門の債務残高と GNE 前年比増加率(昭和29～61年)

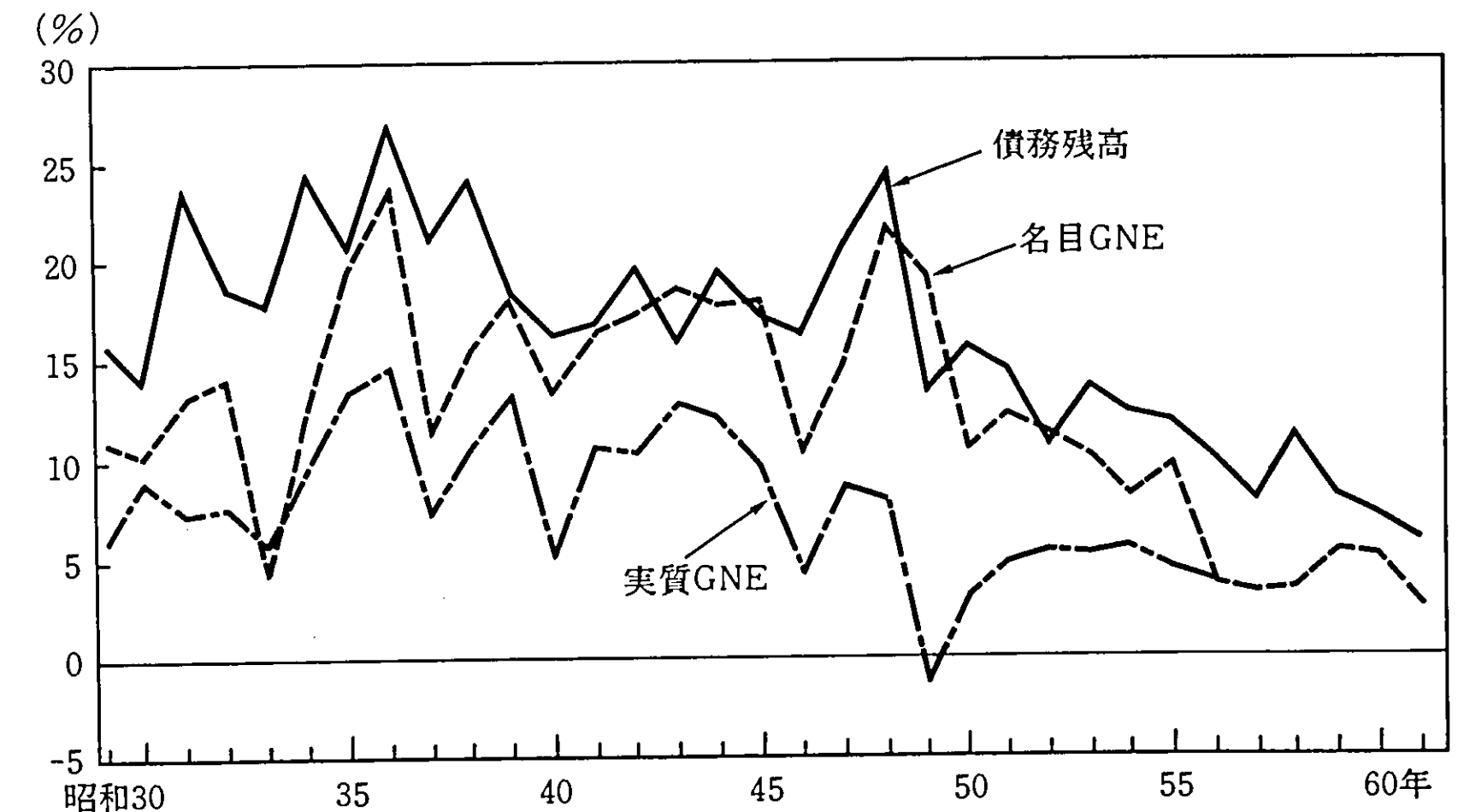


表2 非金融部門の債務残高と名目 GNE 比率
(単位: 1000億円, %)

	債務残高	名目 GNE 比				
		合 計	法人企業	個人部門	中央政府	地方政府(a)
昭和28年	79.4	112.5	84.7	12.3	9.1	6.5
30	104.5	121.2	87.0	15.3	10.1	8.7
35	270.7	174.8	130.6	26.1	7.6	10.6
40	706.6	216.0	159.7	35.1	5.5	15.8
45	1,595.8	218.0	153.6	38.2	8.8	17.5
50	3,640.6	246.2	160.9	45.9	14.1	25.3
55	6,559.3	273.3	148.5	53.6	38.6	32.7
60	9,977.9	341.9	176.9	67.2	56.7	41.2

(注) (a)公社、公団を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」, 経済企画庁「国民所得統計年報」。

度成長期の前半には、経済発展とともに金融の深化が進んだことがうかがえる。そして、金融債務の増加は圧倒的に高いシェアをもつ法人企業部門の債務急増を反映している。

その後昭和40年代の後半までの高度成長期後半には、非金融部門の債務は相対的にゆっくりと増加し、そのテンポは名目 GNE 成長率とほぼ同一であった。とくに重要と思われる点は、法人企業部門の債務残高の相対的な伸びが見られ

なかったことである。すなわち、法人企業の債務残高は GNE 比で昭和40年にほぼ160%となったが50年に至ってもそれは161%にとどまっている。

図および表には、昭和50年以降に関する統計も示されている。それによると、金融債務残高の伸びは高度成長期に比較して低下するが、それでも名目 GNE 成長率ほどには低下しない。したがって経済成長のテンポが鈍化した昭和50年代以降、むしろ実体経済に比べて金融部門の規模が相対的に大きくなるのである。その意味では、「金融の深化」は急速な経済成長が達成された後に実現したともいえるであろう。そして昭和50年代以降の深化を促したのは民間部門ではなくむしろ中央政府、公社・公団・地方公共団体という公共部門の活発な資金調達であった。¹⁾

〔注〕

- 1) とくに昭和50年代の大量国債発行は国債流通市場の形成を通じて、日本の金融システムの構造を変化させるうえで大きな役割を演じたと理解されている。たとえば鈴木淑夫『金融自由化と金融政策』（昭和60年、東洋経済新報社）、第3章を参照。

2 「金融仲介比率」の推移

金融システムにおいて専門の金融仲介機関あるいは金融仲介業者の占める重要性は、たとえば金融機関が保有する金融資産残高が経済全体の金融資産残高に占める割合で量的に把握できるであろう。これはゴールドスミスによって「金融仲介比率」とよばれた指標である。¹⁾ 表3は「金融仲介比率」とその構成の推移を示している。

表3によれば、すべての民間金融機関と公的金融機関、そして日本銀行を加えた全金融部門の資産総額は高度成長期には、全資産総額の40%強を占めており、その水準に大きな変化は見られなかった。つまり金融仲介比率は非常に安定していた。昭和50年代に入ってから、金融仲介比率が徐々に上昇したが、これはすでに説明した「金融の深化」と軌を一にしている。

このように昭和40年代末までの期間については、金融仲介機関全体の位置付けに大きな変化は見られなかったが、次のような点に注意をしておこう。

- (1) 民間金融機関の公的金融機関との相対的關係における重要性は、昭和20

表3 金融仲介比率とその構成

	金融仲介 比率(a)	民間金融	全国銀行	中小企業 金融	農林水産 金融	信託 (b)	保 険	公的金融 (c)
昭和28年	42.0	29.7	22.1	4.4	2.4	1.3	0.9	7.6
29	41.8	29.8	21.3	4.6	2.4	1.4	1.1	8.1
30	41.1	29.8	21.3	5.0	2.5	1.7	1.2	8.4
31	41.4	30.5	22.0	5.0	2.4	1.7	1.3	8.1
32	42.5	31.7	22.3	5.1	2.2	1.9	1.4	7.8
33	42.3	32.2	22.2	5.3	2.1	2.2	1.7	7.8
34	41.4	32.0	21.6	5.3	2.1	2.5	1.7	7.3
35	41.8	32.9	21.5	5.6	2.1	3.0	1.8	7.1
36	41.5	32.8	20.5	5.8	2.1	3.7	1.8	6.5
37	41.2	32.9	20.1	6.3	2.2	3.5	1.9	6.4
38	41.1	32.9	20.2	6.5	2.2	3.3	1.9	6.2
39	40.4	32.6	19.9	6.6	2.5	3.1	2.0	6.0
40	40.8	32.9	19.9	6.6	2.5	2.9	2.1	6.1
41	40.9	33.0	19.7	6.8	2.7	2.7	2.2	6.2
42	40.5	32.4	19.0	6.8	2.7	2.5	2.3	6.3
43	40.5	32.2	18.8	6.6	2.7	2.5	2.4	6.6
44	40.3	32.1	18.2	6.8	2.8	2.5	2.5	6.6
45	40.5	32.2	18.0	6.9	2.9	2.5	2.7	6.7
46	40.8	33.5	18.9	7.0	2.8	2.7	2.8	7.0
47	41.7	34.1	19.2	7.2	2.9	2.8	2.7	7.0
48	41.5	33.1	18.2	7.2	2.9	2.7	2.6	7.0
49	42.1	33.0	17.7	7.4	2.9	2.7	2.7	7.4
50	42.1	32.8	17.3	7.5	3.0	2.7	2.7	7.9

(注) (a) 金融部門の金融資産総額を経済全体の金融資産総額で割った比率。

(b) 投資信託を含む。

(c) 郵便貯金・簡易保険・年金、資金運用部、政府金融機関を統合したもの。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」。

年代末から30年代初めにかけてかなり上昇したが、その後は昭和40年代を通じて大きく変化しなかった。

- (2) 民間金融機関においては都市銀行を中心とする全国銀行のシェアが減少し、中小企業の相対的なシェアが順調に増加した。これは、高度成長期の日本の金融システムにおいて中小企業金融が重要性を高めたことを示している。とくに大蔵省の店舗行政は、中小企業金融機関の店舗増設を優先する傾向があったのである。²⁾

- (3) また信託、保険などの金融機関に占める比重はあまり高くないが、それ

でも28年以降着実にシェアを増加させた。信託の資産額は昭和30年代半ばの公社債投信ブームで一時的に急増したが、このような一時的な現象を別にしても、そのシェアが高度成長期を通じて増加したことは明らかである。

(4) 上の(3)で述べたように、高度成長期の日本の金融システムにおいては漸次的に多様化が進行した。一般的に言えば、経済成長の進展に伴って人々の資産蓄積も進み、資産保有形態の多様化需要が強まる。上に指摘した金融機関の多様化はこの資産保有の多様化を反映したものといえよう。しかし他面では、各業務分野を縦割りにする業務分野規制が存在しており、各分野の金融仲介機関のシェアが大きく変化することを阻止してきた。シェアの変化がきわめて漸次的であったことの背後にはこのような規制の力が働いていたのである。

〔注〕

- 1) R. H. Goldsmith, *The Financial Development of Japan, 1868-1977* (Yale University Press, 1983).
- 2) 大蔵省財政史室編『昭和財政史一昭和27～48年度』第9巻「金融(1)」所収「金融行政」編第2章第2節を参照。

3 非金融部門の資金調達構造

全般的な傾向 次に、資金調達者の側から金融システムの構造とその変化を考察してみよう。表4は公共部門、法人企業部門、そして個人部門という三つの非金融部門が金融市場から調達した資金額(フロー)の構成比を示している。

表4によると、昭和30年代には法人企業部門が総調達額の4分の3ないしそ

表 4 各経済部門の資金調達総額構成比(期間平均, %)

期 間	公共部門(a)	法人企業	個人部門
昭和30～34年	10.0	75.1	14.9
35～39	7.2	77.2	15.5
40～44	16.4	63.7	19.9
45～49	15.2	66.3	18.4

(注) (a) 公共部門は中央政府と地方公共団体・公社公団の合計。
(出所) 日本銀行「資金循環勘定」。

れ以上となっており、企業金融が金融市場のもっとも重要な位置を占めている。それに対し、公共部門は「健全財政」主義を反映して、資金調達者として金融市場に占める比重は非常に低かった。高度成長期、とくに昭和30年代までの前半期の金融システムは民間企業の資金調達の場としてもっぱら機能したといって過言でないのである。

しかし、マクロ経済が全体として高い安定性を見せた40年代前半から半ばにかけては、法人企業の資金調達比率がかなり低下し、それに代わって公共部門と個人部門の比重が高まった。この構造変化の理由としては、第1に40年代に入ってから社会資本充実等の名目による公共支出が相対的に増加し、それに伴って金融市場を通じる公共部門の資金調達が高まったことが挙げられる。

また第2に、次の項で見ると法人企業部門は経済成長とともに自己資金を増加させ、金融市場からの資金調達の比重を相対的に低めたことが挙げられる。経済企画庁による法人企業の自己資金(減価償却と内部留保の和)と日本銀行による産業資金供給(法人企業の金融市場からの資金調達)を比べてみると、昭和20年代から30年代にかけては29～30年のようにやや例外的に産業資金の調達が大幅に低下した数年の期間を別にすれば、前者は後者の3割ないし7割の水準であった。しかし、昭和40年以降45年までの期間には内部留保の上昇などのために、自己資金は産業資金供給の9割程度にまで増加したのである。

企業金融の構造 本稿が考察の対象としている期間においては、金融システムは主に企業金融との関連で重要であった。以下では、企業部門の資金調達構造の推移とそのインプリケーションを考察することにしよう。

産業資金供給は企業部門への資金供給の経路を示す統計である。これと経済企画庁調べによる自己資金(減価償却と内部留保の和)を組み合わせることによって、企業部門全体の資金調達構造を見ることができる。表5は昭和25年から54年までの30年間を5年毎に区分して企業部門の資金調達の構成を示している。

終戦直後の数年間(表5ではカバーされていない)には、企業の内部留保が極端に低く減価償却と合わせた自己資金の比率は資金調達総額の5分の1程度にすぎなかった。それに代わって、金融機関からの借入依存が高く、また政府金融機関からの借入れ(とくに復興金融金庫の融資額)も相対的に大きかった。しかし昭和25年以降、企業の自己資金は次第にその重要性を高めている。これは経済

復興が順調に進むのに伴って、企業部門が減価償却を確保し、内部留保に厚みを加えることができたためである。

株式市場の重要性 株式発行による資金調達は、企業の営業リスク負担を分散するという点で重要である。しかし同時に、外部の投資家にとって特定企業の営業リスクを分担することは、既存の株主や経営者などの内部者との利害対立に巻き込まれることを意味する。内部者と外部者との間に情報が偏在する場合には、内部者が不十分な情報しかもたない外部投資家の利益を犠牲にして自分たちの利益を増進しようとする可能性が存在するため、その利害対立は一層深刻になる。そのために、外部資金調達の手段としての株式発行は、企業(その既存株主)にとって余分なコストがかかるものと考えられる。¹⁾

しかし昭和30年代半ばまでは、日本企業の資金調達において株式発行は意外なほどに重要であった。企業部門は外部から調達した「産業資金」の十数％を株式発行に依存していたのである(表6を参照)。また個人部門の金融資産残高の構成を見ると、昭和20年代から30年代にかけては株式(時価)、および投資信託の比重は20％を超えるほどであった。個人が株式市場でこれほどの比重を占めていたのは、第二次大戦後の財閥解体によって「株式の大衆化」が進んだためである。

企業金融において株式発行が比較的高い重要性をもっていたことは、この時

表5 産業資金供給の構成

(単位: 億円, %)

昭和	25～29年	30～34年	35～39年	40～44年	45～49年	50～54年
資金調達総額(年平均)	13,538	27,261	74,046	138,393	308,153	355,211
株 式	7.9	7.5	9.7	3.1	3.4	3.3
事 業 債	2.6	2.5	2.7	1.7	1.8	2.5
貸出合計	49.6	45.9	47.4	46.3	52.3	41.9
民間金融	43.6	41.0	43.5	41.5	47.8	35.6
全国銀行	31.3	27.4	25.3	21.9	25.1	19.2
政府金融	3.0	3.7	3.1	4.1	4.1	5.3
融資特別会計	2.7	1.3	0.8	0.7	0.5	1.0
自己資金	39.9	44.0	40.2	48.9	42.5	52.3
減価償却	23.1	29.6	26.6	32.0	32.7	46.5
内部留保	16.8	14.5	13.6	16.9	9.9	5.8

(注) 自己資金とその他の統計とは基準に相違があるので、厳密には整合的でない。

(出所) 日本銀行「経済統計年報」および「本邦経済統計」。

期の株式発行がほとんど額面発行割当増資であったことによって説明できるかもしれない。²⁾ この発行形式では企業は既存の株主(つまり内部者)から資金を仰ぐことになる。企業が獲得した利潤を株主に配当せずに内部留保することと、利潤を配当に向ける一方、株主から追加的な資金供給を仰ぐこととは配当課税など税法上の複雑な問題をさしあたり無視するならば、資金調達方法としては同値と考えられるのである。

企業利潤が必ずしも安定していない昭和30年代半ばまでの時期には、企業は株主からかなりの追加的な資金供給を期待せざるをえなかった。また、特に金融引締め期には、日銀の窓口指導によって貸出増加額が厳しく規制されたので、規制の回避手段として増資の手段が用いられる傾向も見られた。しかし、昭和30年代後半に生じた「証券不況」のために増資が厳しく制約されると、企業は株式発行を差し控えて内部留保に依存する傾向を強めたのである。³⁾ いずれにしても、「外部資金」調達の手段として株式が幅広く用いられることはなかったというべきであろう。

(注)

1) たとえば、S. マイヤーズの議論を参照せよ。S. Myers, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39 (1984)。

2) 昭和30年から44年までの15年間をとると、有償増資総額に占める株主割当発行の割合は、平均で95％に上る。ただし、昭和40年代半ば以降、株主割当発行の重要性は急速に低下する。

3) 「証券不況」に関しては、「証券」編第2章、および「金融政策」編第6章を参照。

4 「間接金融優位」の実態と理論

間接金融優位 産業資金供給の構成比からも、金融機関貸出が一貫して重要なシェアを占めていたことが分かる。また株式や事業債の発行の場合にも、金融機関は圧倒的に重要な位置を占めていた。たとえば、事業債発行による資金調達は取るに足らない量であったが、そこにおいてすら民間金融機関が圧倒的に重要な投資家だったのである。¹⁾すでに多くの専門家が指摘したように、高度成長期の日本の金融システムは「間接金融優位」の特徴を備えていた。ただし、アメリカをはじめ西欧諸国においても、程度の差こそあれ、間接金融が重

表 6 主要企業の資金調達構造(全産業, %)

昭和	32～34年	35～39年	40～44年	45～49年	50～54年	55～59年	60～63年
株 式	12.0	10.9	3.6	3.2	8.3	10.4	12.3
社 債	6.5	7.0	5.4	5.1	10.7	8.7	16.4
借 入 金	39.9	33.5	35.8	41.4	23.2	15.6	3.2
短期借入	21.0	20.1	17.6	18.3	15.5	9.7	2.7
長期借入	18.9	13.4	18.2	23.1	7.7	5.9	0.5
買入債務	6.4	16.1	20.0	21.8	12.9	9.6	-7.5
自己資金	25.6	22.7	37.7	35.7	49.2	56.4	59.5
減価償却	21.5	18.8	27.8	22.1	37.2	41.8	43.2
内部留保	4.1	3.9	9.9	13.6	12.0	14.6	16.3

(出所) 日本銀行「主要企業経営分析」。

要な位置を占めていること、また表5や表6が示すように、企業の外部資金調達における借入金の重要性は、日本の経済発展とともに高まったことに注意すべきであろう。

いずれにしても、間接金融が圧倒的な重要性を占める企業金融の構造については、昭和30年代を通じてむしろ否定的な評価が一般的であった。たとえば、次に引用する批判的な判断は例外的なものではなかったのである。「現在わが国の企業は借入金が過大であり、自己資本が少ない。そのため銀行貸出の依存度が強く、銀行が貸出を抑えようとしても、企業の態度が是正されないかぎり、なかなかその効果は上がらない。日銀の信用調整の機能を確保するには、まず企業の在り方から是正してかかる必要がある。」²⁾

過度の銀行借入が企業経営を不安定にするという主張の論拠は次のようにまとめられるであろう。第1に外部資金借入が高く、自己資本が低いことは、他の条件を一定として企業の倒産の確率を高める。自己資本比率が低いほど、企業の経営利益の変動を自己資本の範囲(つまり株主の負担)でカバーしきれない可能性が高いからである。また、銀行借入は長期信用銀行からの借入を除けば短期の債務であり、資金を長期プロジェクトへ投入する企業にとっては流動性を負うことになる。企業の保有する長期固定資産が健全なものであっても、現実には流動性が極端に低くなることは大いにありうるのである。³⁾

したがって、企業経営者は倒産に伴う費用を考慮し、外部資金の借入依存度を高めることに慎重となり、自己資本比率の維持に努めるべきである。また、

企業経営が合理的な計画を基盤として進められる限り、そのような慎重な企業金融が選択されるはずである。日本の金融を「正常化」すべしとする政策的提言や具体的措置の論拠を理論的にまとめれば、以上のように要約できよう(もちろん、当時の「正常化」論がここで説明したような論理的構成を明示的にとっていたわけではない)。

間接金融の機能とメリット 金融の「正常化」を求める以上のような理論は、昭和30年代以降の高度成長期に日本の企業が、借入依存を高めることに非常に積極的であったという状況をうまく説明できない。「安易な経営態度」とか「銀行の過度の貸出競争」とかを持ち出して説明することはあまりにもアドホックに過ぎる。

借入金利を損金算入できるという税制上の非対称性が、企業に対して借入比率を高めさせる誘因を与えることは、よく知られている。しかし、この税制上の非対称性は、たとえばアメリカにも見られたことであるから、日本企業の借入比率が他の国の企業に比較して高いことをこれで説明することは無理である。

この時期に日本企業が借入に依存する比率が一般的に高かったことは、そのような金融の構造が何よりも企業にとって有利であったからに相違ないのであり、この点を明示的に考察しなければ、金融システムと実物経済との連関を正しく評価できないであろう。ここでは、高度成長期、なканずくその初期の段階において、日本の金融システムが間接金融優位という特徴をもっていたこと、より具体的には企業金融が外部資金借入に強く依存していたことが、決して不自然ではなかった点を簡単に論じることにする。

第1に、この時期の日本経済の最も重要な貯蓄供給者は比較的零細な資産保有者であり、彼らの貯蓄を動員するためには、安全で流動性の高い金融商品が必要であった。その条件に最も適していたのは、銀行預金および郵便貯金である。⁴⁾ 株式や事業債を最終的な貯蓄供給者に直接販売することによる貯蓄の動員、つまり「直接金融」はこの点で相対的に非効率的なシステムであった。

農地改革、財閥解体などの戦後の経済民主化は資産保有の分布を平等化し、資産保有を分散する役割を演じたが、このことが以上の条件と深く関係していたと思われる。仮に資産保有の分布が(今日の一部の発展途上国のように)少数の富裕階層に偏在していたとすれば、彼らの貯蓄を動員するためには安全性に問

題があっても期待収益率が高い金融商品が重要であったに違いない。つまり、証券市場は金融システムにおいて、もっと大きなシェアを占めたであろう。また、海外からの民間ベースの資本流入が重要でなかったことも、直接金融の場としての証券市場の重要性を低めたであろう。もし、海外からの民間ベースでの資本流入が重要だったとすれば、海外の有力な投資家の投資意欲に応じるオープンな株式市場、債券市場の機能がもっと重要となったはずである。

第2に、金融仲介が効率的に機能するためには、資金調達者と資金供給者との間に存在する「情報の非対称性」の困難をなんらかの方法で克服しなければならないが、銀行と借手企業との長期的な取引関係は一つの有効な手段たりうるのである。この点は次のように説明できよう。一般の投資家にとって、資金調達企業が信頼のおける安全性の高い借手であるかどうかを判断することは容易ではない。一度限りの取引では借手が資金供給者の情報不足につけこんで、不当なリスクを貸手の側に転嫁する可能性もある。⁵⁾ 銀行貸出を通じる銀行(貸手)と企業(借手)との継続的な取引関係は、貸手の側に借手の行動を監視する余裕を与え、モラル・ハザードを防止する効果を生み出す。企業もこのような取引関係に積極的であろう。なぜなら、この取引関係を通じて自らの日和見行動の余地を封じることによって、相対的に有利な条件を貸手銀行から獲得できるからである。

また銀行、とりわけ借手企業にとっての主取引先銀行(メイン・バンク)は借手企業の経営状態に関して詳細な情報を蓄積することによって、仮に企業が経営上の困難に直面する場合、それが一時的な流動性危機(liquidity crisis)であるか、それとも生産能力自体が破壊されてしまった倒産の危機(solvency crisis)かを客観的に見極めることができる。銀行のこの能力は、潜在的には十分に高い生産性をもっている企業が一時的な流動性危機によって消滅してしまうという無駄な倒産を防止するうえで力を発揮する。また、倒産のやむなきに至った企業を再編成する際にも、蓄積された情報に立脚して銀行が重要な調停役を演じ、当該企業が蓄積してきた実質的な生産能力(のれん、ノウハウなど)の散逸を最小限にとどめることができる。これらの銀行の能力のために、企業が多額の資金を借り入れても破産の費用が急激に上昇しないという状況が生み出されたのである。

いうまでもなく、以上のような理論的説明は高度成長期の企業金融と銀行の役割に関する一つの「仮説」にすぎない。しかし、この仮説は日本企業の比較的高い外部資金借入依存度が「異常」なこと、「不正常」なことではなく、むしろ企業の合理的な選択であったことを示すものである。⁶⁾

「格付制度」という情報生産システム もちろん、借手企業の信頼性に関する情報不足には、別の方法で対処することも可能である。たとえば、アメリカにおいてそうであるように、信用を獲得した情報生産者が個々の資金調達者の信用の程度を評価し、その情報を市場で投資家たちに販売する方法がその一つである。アメリカではこのシステムは格付制度とよばれる。

第二次大戦後の日本の金融システムにおいては、「日銀適格担保社債事前審査制度」のもとで格付が形式的に導入された(昭和24年8月)のにはじまり、いわゆる「起債調整」の手段として格付が存在した。しかし、この格付は投資家が資金調達者の質を判断するための尺度として利用されるものではなかった。本来の意味での格付制度が日本の金融システムに取り込まれなかったもっとも大きな理由は、信頼される情報生産者が(銀行以外には)存在しなかったことであろう。そもそも情報を商品として販売する場合には、情報そのものの質を買手の投資家が評価することが難しいという問題が存在する。⁷⁾ 確かな情報を供給するという「名声」が確立した情報生産者(つまり格付機関)が存在しない場合には、この種の制度を一朝一夕に創り出すことは困難なのである。

企業の成長と情報生産 資金調達企業が信頼性を確立することは、金融仲介に伴う情報の不完全性を克服する容易さを高める。たとえ資金供給者が情報不足であったとしても、その点について資金供給者に不当なリスクを転嫁しないという「名声」を勝ち得た企業は、たとえ情報が不完全であっても資金供給者から有利な条件で資金供給を仰ぐことができる。なぜならば、そうした企業はまさに有利な条件で資金調達ができるという点を正確に認識し、その条件をもたらしめている自分の「名声」を価値あるものとして大切にすることが合理的であり、そのことを金融市場の資金供給者たちもよく理解しているからである。つまり、資金供給者たちは、企業が決して不当なリスク転嫁を行わないであろうと予測し、その予測どおりに企業は慎重な行動をとるという一種の均衡(ナッシュ均衡とよばれる)が実現する。

したがって、もし高度成長期の初期の段階において、このように「名声」を確立した企業が多数存在していたとすれば、銀行と企業との長期的な取引関係は実際にあったほどには重要ではなかったであろう。しかし高度成長期における一般的な認識は、日本の企業が常に深刻な不確実性にさらされているという悲観的なものであり、日本の産業が問題なく急成長し遂げるであろうと楽観的に予測していた人は少数派であった。

すでに高度成長期の前半から成長率の高い企業ほど銀行借入に依存する程度が低く、また取引先銀行との固定的な関係も希薄であるという状況は見られた。⁸⁾しかし高度成長から安定成長に移行するとともに、有力企業の「名声」が確立し、銀行借入への依存は一層低下する。昭和50年代に入って、大企業を中心に資金調達の「証券化」が始まり、企業金融における銀行貸出の重要性が次第に低下しはじめる。この点は企業部門全体の資金調達を示す表5よりも、主要企業(資本金10億円以上の上場企業)の資金調達を示す表6から明らかである。表6によれば、昭和50年代以降主要企業の借入依存は激減し、株式(時価発行増資が次第に大きなシェアを占める)と社債による資金調達の重要性が高まり、また自己資金依存度も高まっている。銀行貸出の中心は有力企業から、十分な実績を挙げていない中小企業金融の分野へ移る兆候を見せている。この現象は、金融市場の情報不完全性の程度の変化という視点から理解することができるのである。

銀行貸出と危険分担 しばしば見過ごされることであるが、通常の貸出しによる資金の仲介は貸手と借手との間の危険分担の要素を備えている。借手企業が倒産して債権者が企業の資産を管理するという状況は、実際に発生したリスクの一部が債務者から債権者へ転嫁されることを意味している。⁹⁾

しかし銀行と企業との取引関係を企業系列と結びつけて、銀行が借手企業に一種の保険を与えてきたとする仮説を主張する専門家も少なくない。たとえば、「系列内では銀行はどちらかといえば、企業に対する保険者の立場にあり、業績が悪化すると融資条件を緩和するなどして、実質的な金利水準を引下げる傾向が強い」¹⁰⁾という説は比較的多くの支持を得ているように思われる。これは労働雇用契約の理論分析などにおいて用いられた「暗黙の契約理論」の応用によって説明されている。

実際にこの理論が高度成長期の日本の金融システムに当てはまるかどうかに関しては疑問の余地も少なくない。この時期の日本の金融システムの一つの特徴は「有担主義」が広く行き渡っていたことである。担保の存在は債務者の選択するリスクが債権者に転嫁されることを制約して、借手がモラル・ハザード的な行動に走ることを防止しようとする仕組みである。担保と借入額との関係に関しては貸手・借手の裁量によって伸縮的に変更できるものであったとはいえ、十分な担保をもたない企業や産業が相対的に厳しい融資条件に直面せざるをえないという借手側の苦情はしばしば聞かれたところである。このような状況は、「暗黙の契約理論」が仮に妥当であったとしても、その妥当性の範囲を狭める。

「証券」編第2章において説明されているように、日本の銀行は主取引先企業の社債発行にあたって受託銀行となり、当該企業が経営破綻を来して社債がデフォルトした場合、ほとんど例外なく社債を買い取ってきた。また、銀行は主取引銀行として借手企業の倒産による費用の多くを積極的に負担せざるをえなかった。¹¹⁾これらは一見するかぎり、「暗黙の契約理論」に合致する現象であるかに見える。

しかし、「暗黙の契約理論」が想定しているのは、債権者である銀行と企業(より具体的には企業の株主、あるいは経営者)との間のリスク分担である。とくに、経営危機に立ち至った企業が保険によって救済されるという点に力点が置かれる。しかし、この点は現実的ではないように思われる。経営破綻に陥った企業の経営者はその責任を免れることはほとんど不可能であるし、また株主が少なくとも「有限責任ルール」の範囲内で経営破綻の損失を負担しなければならないことは明らかである。企業の株主は経営破綻による損失の一部を債権者に転嫁できるが、これは先に述べたように「有限責任ルール」が元来もっているリスク分担のメカニズムであり、「暗黙の契約理論」が示唆している「保険」とは別のものである。

受託銀行による社債買取りは、貸手銀行と借手企業(その株主)との間のリスク分担ではなく債権者間のリスク分担である。また、主取引銀行が経営危機にある企業に対して「救済」の手を差しのべるのは、すでに説明したように、情報のうえで優位にある主取引銀行が、流動性危機にあると判断される企業に融

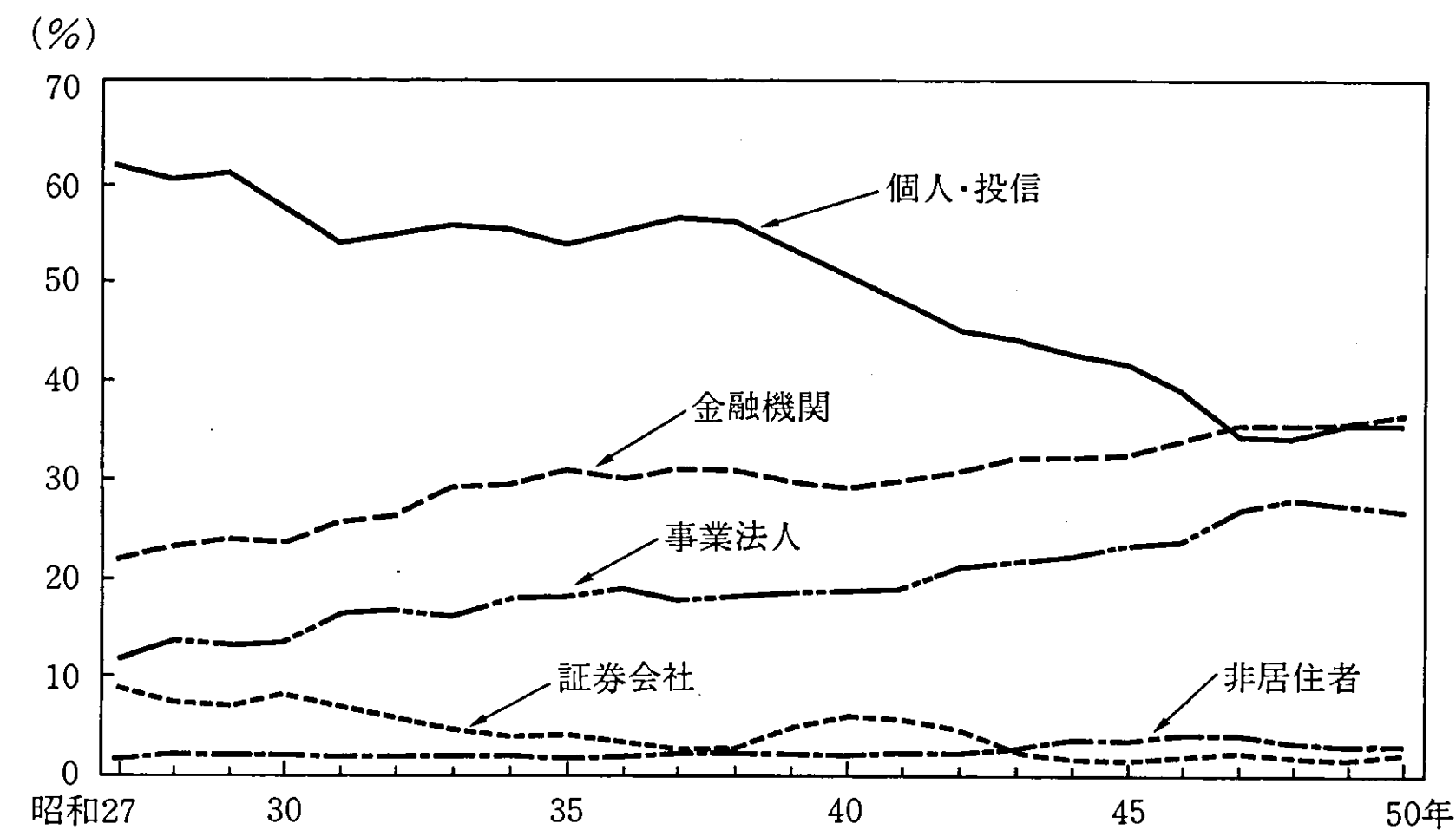
資する現象とみなすことができよう。ここでも、なんらかの特殊な保険契約が銀行と企業との間に存在すると考える必要はないのである。¹²⁾

株式の持合い 第1節第3項において、昭和40年以降、資金調達手段としての株式発行の重要性が低下したことを説明したが、同時に株式の保有構造の側面にもかなり重要な変化が見られた。図2に示された株式保有者構成の推移によると、投資信託経由の株保有をも含む個人投資家の株保有比率は、昭和30年代には比較的安定していたが、40年以降急速に低下した。個人投資家に代わって金融機関および事業法人による株式保有の比率が着実に上昇したのである。これは一般に株式保有の「法人化」とよばれる現象である。

(1) 証券不況の影響 この法人化現象は二つの要因によって促進されたと考えられる。一つは昭和30年代末に生じた証券不況であり、もう一つはOECD加盟を契機として、昭和40年代に推進された資本自由化である。

証券不況、とりわけ株式市場の不振と混乱によって、個人投資家は株式市場から離れる傾向を示した。¹³⁾ 彼らは自らのポートフォリオにおける株式保有額の比率を減らしたばかりではなく、投資信託を介した株式投資をも減少させたのである。また、株式市場を支えるための機関として30年代末に設立された日本共同証券、日本証券保有組合は、大量の株式を買い上げたが、40年代に入っ

図2 所有者別株式分布(構成比, 昭和27～50年)



てその株式は銀行、生命保険会社等の金融機関、および事業法人へ放出された。その結果、銀行を中心とする金融機関や事業法人の株式市場における重要性が高まったのである。

(2) 資本自由化の影響 昭和39年4月に、日本はIMF 8条国へ移行するとともに、OECD(経済協力開発機構)への加盟を果たした。このことは、日本が経済先進諸国のクラブへ加わることを認められたことを意味しており、政策当局にとって第二次大戦後の経済発展の成功を明示する重要なシンボルであった。しかし、OECD加盟は資本自由化、とりわけ対内直接投資の自由化推進を要請されることでもあった。そして、この資本自由化圧力が株式市場の保有構造を変化させるもうひとつの契機になったと考えられる。

昭和30年代半ばから開始された貿易・為替自由化によって、日本企業に対する外国からの圧力に対する危機意識が高められたが、資本自由化の推進はその危機意識を一層強めたのである。つまり、低い自己資本比率に象徴される経営基盤の脆弱性のために、資本自由化とともに外国資本が日本企業の経営を支配することになるのではないかという懸念が強まった。¹⁴⁾

実際には、42年7月に外資審議会が提出した第一次自由化答申に始まり、48年4月の第五次自由化答申までの対内直接投資自由化の足どりは非常にゆっくりとしたものであった。第五次自由化に至るまでは、既存企業への経営参加を目指した直接投資に対しては、「個別審査」という形の厳しい制約的規制がとられつづけたのである。政策当局のこのような慎重なスタンスは明らかに、上述のような一般的な懸念を反映していた。

しかし、このような自由化に対する政策当局の制限的スタンスにもかかわらず、対内直接投資自由化が近い将来一層進められるであろうという予測が関係者の間で強まり、日本企業は外国企業からの買収攻勢に備えなければならないという危機感を高めた。つまり、資本自由化に備えて、有力企業間には相互に株式を保有し合うことによって、外国企業からの買収に対する防衛を強化しようとした。この株式持合いの進展が「法人化」現象となって現われたのである。

(3) 株式持合いの効果とその評価 日本においては、第二次大戦直後から取引関係の「強化」を目的とする株式の相互保有や企業グループによる株式の持合いは一般的に見られた。しかし、上に指摘したように、昭和40年代以降つま

り高度成長期の後半にこの現象は一層顕著となるのである。¹⁵⁾

株式持合い、つまり法人企業が相互に相手企業の株式の相当額を、長期保有を暗黙の前提として保有し合う状況、あるいはいくつかの企業がひとつのグループとして相互に株式を保有し合う状況がもっている意味を理論的に説明すると次のようになるであろう。

まず、資金貸借関係、その他の取引関係に伴って取引企業間で生じうる利害対立の顕在化を防止するうえで、株式の相互保有は有効と考えられる。取引関係において、なんらかの方法で相手企業を収奪して、自社の利益を高めるとしても、その利益の少なくとも一部は結局株主である相手側に渡ることになるからである。

しかし株式持合いは、さらに重要な目的をもっているとみなされる。それは、相互に株式を保有することによって、株式市場を通じてそれぞれの企業の経営に加えられる圧力を排除することである。特定の企業が既存の生産力を有効に発揮しておらず、それゆえに株式市場で本来の価値よりも低い価値しか与えられていないと外部の投資家、またはそのグループが判断した場合、彼らは、「不当に低い」価格がつけられている株価を株式市場で買い集め、当該企業の経営を「乗っ取る」ことができる。企業を「乗っ取った」投資家たちが経営陣を刷新して経営を合理化すれば、その企業の株価は上昇し「乗っ取り」を企てた投資家たちはキャピタル・ゲインを獲得できる。

企業経営者はこのような「乗っ取り」の圧力にさらされることによって、株主の利益の最大化を図るべく効率的経営に邁進しなければならない。他方、既存の有力株主が現在の経営陣に対して協力的で、外部の「乗っ取り」に対して力を貸さない場合には、経営者たちは上に述べたような圧力から免れ、相対的な自律性を獲得できる。企業が相互に株式を保有し合うのは、相互に相手企業の安定株主となることによって、外部からの圧力を排除することが目的であり、資本自由化の進展に伴う株式持合いの広がりもそのような目的によるものだと考えられる。¹⁶⁾

株式持合いの効果、とくに日本企業のパフォーマンスへの影響を評価するのは容易ではない。今日においても、敵対的買収が企業経営に及ぼす効果については、専門家の間に多様な考え方があって見解が一致していない。

株式市場を通じる企業買収の効果を評価する立場からは、株式持合いが企業経営に規律を与えるという株式市場の機能を減殺するとみられる。確かに、部外主体による敵対的買収は企業経営の再編成(リストラクチャリング)の一手段である。しかし、それが唯一の手段であるわけではない。既存の経営陣内部において、あるいは既存の株主と経営者との関係において、経営再編成を有効に行うことは可能である。したがって、株式持合いによって「敵対的買収」が排除されているからといって、直ちに企業経営が株主の利益を無視した非効率的なものになるとはいえない。むしろ株式市場の圧力が弱いことによって、企業経営者が短期的な利潤ではなく、長期的利潤に主眼を置いたより合理的な経営戦略を追求するという説も有力である。¹⁷⁾

もちろん企業経営のパフォーマンスは単に資本市場の構造や機能ばかりではなく、労働者・従業員の雇用慣行など労働市場の条件その他によっても規定される。したがって、株式持合いの存在だけで日本企業のパフォーマンスを、たとえばアメリカ企業のそれと単純に比較して論じるべきではないであろう。いずれにしても、これらは十分に解明されていない問題である。

「低金利政策」の効果 銀行を中心とする間接金融が金融システムを支配する状況のもとで、預金金利や貸出金利に関する規制の存在はどのような効果を発揮したであろうか。これらの規制が間接金融を通じる貯蓄動員のコストを引き下げ、さらに資金調達企業の費用を相対的に引き下げることができたであろうか。高度成長期、とくに昭和30年代の金利は、次の第2節において見るように決して低くはなかった。しかし、ここで問題としていることは、企業にとって相対的に金利費用を低下させることができたか否かという問題である。

この問題に明確な解答を与えることは容易ではない。ここでは、高度成長期を通じて銀行は非常に高い利潤を挙げることができた点を指摘するにとどめよう。表7には全国銀行の経常利益率(対総資本額)と製造業の総資本利益率の推移が比較されている。これら二つの産業では財務構成が根本的に異なっており、また異なる経理基準を採用しているから直接両者を比較することはほとんど意味がない。ここで問題としたいのは、両者の時間を通じた変化の有様である。

全国銀行の経常利益率は、昭和40年代までは非常に高い水準にあった。昭和50年代に入って徐々に規制の緩和、公社債市場など預金の競争相手が広がるに

表 7 全国銀行および製造業の利益率 (%)

期 間	製 造 業(a)		全 国 銀 行(b)	
	期 間 平 均	変 動 係 数	期 間 平 均	変 動 係 数
昭和31～35年	6.62	0.18	1.11	0.02
36～40	4.86	0.19	0.90	0.13
41～45	5.62	0.09	0.92	0.05
46～50	3.58	0.45	0.83	0.17
51～55	4.05	0.25	0.49	0.22
56～60	4.52	0.12	0.46	0.07
61～63	4.75	0.21	0.61	0.05

(注) (a)は総資本利益率、(b)は経常利益対総資本比率。
(出所) 大蔵省「法人企業統計」、全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」。

つれて、銀行の利潤は低下する傾向を見せている。製造業に属する企業についてみると、高度成長期とそれ以後の時期で利潤率に大きな相違は見られない。この事実、高度成長期の金融システムが何よりも銀行・金融機関の利益を増進したことを物語っていると思われる。

〔注〕

- 1) 日本銀行『資金循環勘定』から事業債発行高に占める民間金融機関保有額の比率を求めると、昭和45年半ばに至るまで、その比率は85%以上であった。昭和50年代に入ると、金融機関が保有する事業債の比率は若干低下したが、それでも70%を上回る比率を維持している。
- 2) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」(昭和34年5月、大蔵省銀行局)、39ページ。
- 3) 完全情報という理想化された世界においては健全な資産が流動性を欠くことはありえない。たとえ、特定の資産が固定的であるとしても、その資産が将来もたらす収益は確実に知られるから、企業はその収益をあてにして短期資金を借りつなぐことができるからである。しかし、情報が不完全な状況のもとでは、企業の保有する固定資産の価値を金融市場が正確に評価するとは限らない。その場合には、固定資産は流動性を欠くこととなり、短期資金の借りつなぎは困難となる。
- 4) この点は加入者電電債に対する人々の行動に端的に現われている。加入者電電債は流通市場(店頭市場)で活発に取引され、その流通利回りが市場の「実勢」を反映する唯一債券であった(「証券」編第2章第1節)。その理由は、電話を架設する個人が相対的に低い利回りで引き受けざるをえない電電債を、多額のキャピタル・ロスが発生するにもかかわらず積極的に証券会社に売却したためである。その個人が加入者電電債を満期まで保有しつづけたとすれば、その利回りは低かったとはいえ、さらに低利に固定されている定期預金を保有するよりも大きな金銭的収益を稼得できたはずである。

したがって、個人が積極的に加入者電電債を売却した理由は、債券の市場価格の変動に伴うリスクからまぬがれるという意味でより流動性の高い定期預金を選好したためと考えられる。

- 5) これは経済理論においてモラル・ハザードとよばれる現象である。
- 6) 「正常化論」が示唆するように、日本企業が借入依存度を低めて「健全」な経営を実行していたら、どのような状況が生じていたかを想像することは、興味深い思考実験である。
企業が高度成長期に見られた旺盛な設備投資水準を維持し、なおかつ借入依存度を引き下げするためには、増資による資金調達に依存せざるをえない。一般の零細貯蓄者にとって、株式への大々的な投資はあまりにもリスクが大き過ぎるであろうから、増資のかなりの部分は結局金融機関の投資に依存することとなったはずである。つまり、「間接金融優位」の状況は大きくは変わらなかったであろう。
銀行による株式保有に対しては、独占禁止法上の制約があるので、銀行以外の金融仲介機関、とりわけ投資信託が重要な地位を占めることとなったであろう。実際、これに類似の状況が昭和30年代半ばから、一時的、そして比較的小規模であるにせよ生じたのである。しかし、結果的には深刻な証券不況を招来することとなった。証券不況の経緯は「証券」編第2章で詳しく論じられているが、いずれにしても、このような構造の金融システムは、当時の日本においては十分な安定性を持ちえなかった可能性が高いのである。
- 7) これは通常「レモン問題」とよばれる不完全情報のケースである。また、良質の情報は買手から簡単に別の主体に転売されてしまう可能性も存在する。情報生産者は生産された情報をもつ社会的な価値を十分に自分のものとすることができない。したがって質の良い情報の生産は、それが市場に販売されることを前提とする場合には、十分に活発には行われまいであろう。アメリカの場合には、格付の情報生産費用を資金調達企業が負担するという条件によって格付制度の効率性が維持されている。
- 8) 経済企画庁『経済白書』昭和39年版。
- 9) 理論的には、企業の株主が企業を債務額で買い取るオプションを保有していると理解することも可能である。
- 10) 中谷巖「企業集団の経済的意味と銀行の役割」(『金融経済』202号、昭和58年)。
- 11) 興味深い事例研究として次の文献を参照。P. Sheard, “Main Banks and Internal Capital Markets in Japan,” (『証券研究』157号、昭和61年)。
- 12) 社債発行に関する制限的な起債調整は社債発行の広がりを妨げたとして非難されてきたが、「証券」編の分析によれば起債調整は受託銀行が過度に信用リスクを負担しなくともすむ条件を創り出す役割を演じたのである。
- 13) 証券不況については「証券」編第2章を参照。
- 14) 産業構造審議会は42年11月に、対内直接投資自由化(42年7月)に対応して、「資本自由化対策に関する中間報告」をとりまとめたが、その報告の中では業界団体が「外資への共同防衛」などに努めるべきであることが主張されている。そのような「共同防衛」策が政策的に推進されたとは考えられないが、このような主張の背後には、外国企業による日本企業の経営支配への危機感が存在していたのである。

- 15) 有力都市銀行を核とするいわゆる「企業系列」を調べてみると、系列内の株式持合い比率は、昭和40年代に顕著に上昇した(「金融政策」編第7章第1節第3項を参照)。
- 16) 株式持合いは決して日本に固有の現象ではない。たとえばフランスや西ドイツにおいては法人企業相互間の株式持合いは合法であり、一般的に実行されている。そして、その目的は上記の説明と全く同じで、企業が敵対的な買収の攻勢にさらされるのを防止することである。次の文献を参照。Julian Franks and Colin Mayer, "Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK," *Economic Policy: A European Forum* 10 (April 1990), pp.191-231.
- 17) 一部の経済学者は、企業と他の取引企業、被雇用者などとの間に形成されていた長期的信頼関係が敵対的買収によって破壊されること、それゆえに敵対的買収の潜在的可能性が常に存在する経済においては、企業の長期的な生産性を支えるそれらの関係が形成されにくいと主張する。次の文献を参照。A. Shleifer and L. H. Summers, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ed. A. J. Auerbach (National Bureau of Economic Research, 1988).
- また、企業経営に関する情報が不完全であるために、株式市場から強い圧力を受ける企業には、長期的には収益性が高い投資プロジェクトを犠牲にしても短期的な配当を高める誘因が存在すること、それゆえに企業買収は企業に「近視眼的経営」を強いる可能性があることを示す理論的研究も存在する。次の文献を参照。Jeremy C. Stein, "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics* CIV, No. 4 (November 1989).

5 専門金融機関制度の機能

ここで考察している昭和20年末から40年代後半までの時期については、日本の金融システムは専門金融機関制度によって支配された。すなわち、金融業を構成する銀行(さらに商業銀行、長期信用銀行、中小企業金融機関などに細分される)、証券、保険、信託などの業務分野を法律によって区分して、各分野に属する金融機関にその分野の業務に専門化することを強制する制度が採用されたのである。¹⁾

専門金融機関制度の目的は通常次の二つである。一つは単一の金融機関が複数の業務分野で同時に業務を展開する場合に懸念される「利益相反」を防止することである。「利益相反」の防止によって金融業における顧客である家計や企業の利益を保護することが可能となる。また、金融機関の「利益相反」行為は、結果的に金融機関の乱脈な経営につながりやすいことを考えれば、「利益

相反」の防止は金融機関経営を安定化し、金融業全体の安定化を促すことができるというわけである。

専門金融機関制度のもう一つの目的は、それぞれの業務分野へ他の業務分野からの参入を禁止することによって、各業務分野における「過当競争」を排除することである。各業務分野の主要機関の顔ぶれがほとんど全く変化しない状態のもとでは、各分野における暗黙的な協調(カルテル)を形成・維持することは容易であったであろうし、また民間金融の側の協調に立脚して行政当局が各種の行政指導を実効的に行うことも容易となったであろう。たとえば相対的に経営基盤の脆弱な金融機関の存続を可能とする範囲内で、各業務分野の発展を図ろうとするいわゆる「護送船団行政」も、このような制度的枠組みの中で可能だったといえることができる。

このような専門金融機関制度はこの時期に限っていえば、金融業の各業務分野における安定化にある程度貢献したと思われる。また、高度成長に対応した資金供給メカニズムの形成にも一定程度の役割を果たした。たとえば都市銀行など普通銀行と長期信用銀行との組合せは、金融機関の側で必要であった長期貸付と短期債務という満期変換の程度を緩和することができたのである。²⁾

しかし全体としては、金融業の顧客にとって専門金融機関制度のもたらした便益は必ずしも明らかではない。また、金融業における技術的条件が急速に変化すれば、各分野を区分することの根拠が曖昧となることは当然である。また、このような技術的条件(コンピュータや通信技術)の急激な変化や金融業に対する需要の大幅な変化のもとでは、専門金融機関制度は金融機関の行動を拘束することによって、彼らの弾力的な反応を妨げることにもなる。このような困難は昭和40年代の後半までの時期には顕在化しなかったが、昭和50年代に入って経済が低成長期に入るとともに徐々に顕在化しはじめたのである。

〔注〕

- 1) 専門金融機関制度についての詳しい説明は「金融行政」編第1章第2節、第2章第5節、第3章第3、4節を参照。そこでは、縦割りの業務分野がそれぞれ決して狭隘でなかったことが述べられている。
- 2) 都市銀行と長期信用銀行との組合せによる満期変換の拡大効果については寺西重郎「日本経済発展と金融」(昭和57年、岩波書店)、第7章を参照。

6 公的金融の役割

日本の政策当局が重要な金融仲介機能を果たした点については、榊原=フェルドマンの論文に非常に明確に論じられている。¹⁾「金融政策」編においても昭和20年代に日本銀行が融資斡旋制度を通じて一種の仲介者の役割を担ったことを説明しているが、これは政策当局が仲介者として積極的に振る舞った典型的な例である。日本銀行は単に金融システムをマクロ的にコントロールするばかりでなく、民間金融機関への資金供給(日銀信用の供給)を通じて、資金配分に対してもコントロールを加えた時期がある。また、昭和24年に日銀が導入した「日銀適格担保社債事前審査制度」は、日銀貸出の担保として適格と認める事業債を個別企業ごとに日銀が決定することによって起債市場を「交通整理」するとともに、特定業種あるいは特定企業への長期資金供給を促そうとするものである。しかしこれらの措置が実質的に機能したのは、昭和20年代半ばまでの非常に経済が混乱していた時期に限られることである。²⁾高度成長期の日銀の金融調節は資金配分に直接関与することがほとんどなかったといえよう。

高度成長期に入ってから、産業構造審議会の産業資金部会、大蔵省の金融機関資金審議会など民間金融の資金配分を調整しようとする機関は、経済全体の資金配分に関する政府の意図、計画を伝達したり、民間金融機関相互の協調体制の形成を支持したりする役割を演じたと見ることもできるであろう。また、昭和32年から開始された起債打合せ会による「起債調整」は、上述の「日銀適格担保社債事前審査制度」を基盤としており、社債発行による長期資金の配分に政策当局の意図を反映させようとするものであった。³⁾

それらは、いずれにしても相対的に低く固定された名目金利のもとで、民間金融部門が決定する資金配分(あるいは信用割当)に政府当局が介入するというものであり、マクロ金融政策による全面的な金利引下げ政策と区別して、しばしば「人為的低金利政策」とよばれた。一部の専門家は、この「人為的低金利政策」が高度成長期の日本経済に多大の影響を及ぼしたと主張している。⁴⁾

しかし、実際問題として、「人為的低金利政策」、つまり政府による資金配分に対する誘導機能の実質的な効果を計測することは非常に困難である。また経

済成長が進むにしたがって、資金配分に対する公的な介入は次第に困難となったと思われる。昭和30年代の後半には、通産省などで政策当局の権限をより強めた計画経済体制の導入が企てられた(「特定産業振興臨時措置法」制定の動き)が、民間金融機関はもちろん、大蔵省なども強くそれに反対し、結局日の目を見ることがなかったという経緯がある。⁵⁾

産業資金供給における政府金融機関、および融資特別会計の役割は、表5をみるかぎり量的には小さいものであった。政府金融機関の貸出しの相対的なシェアは、むしろ50年代以後に増加しているのである。また各産業分野への政府資金の配分を調べてみると、石炭鉱業、海運、農業といった衰退的ないし停滞的な産業に対する政府資金の重要性が目立っている。したがって、政府金融機関の役割は経済成長を直接リードするといった積極的なものではなく、高度成長の過程において生じる産業の衰退に伴う社会的費用(たとえば特定地域で多数の失業が発生する等の困難)を軽減するという方向に向けられていたのである。また、昭和40年代に入ると政府金融機関の資金配分は社会資本の充実、公害防止などの方向へより多く向けられることになる。もちろん、産業資金供給における公的金融のこのような位置付けは日本経済の発展を全体として眺めた場合には、高度成長を支える政策体系の一環であったと評価できるかもしれない。しかし、そのアプローチはあくまでも間接的、迂遠的であった。

(注)

- 1) E. Sakakibara and R. A. Feldman, "The Japanese Financial System in Comparative Perspective," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 7 (March 1983).
- 2) 日銀適格担保社債事前審査制度は昭和30年に廃止された。しかし、昭和32年から開始された起債打合せ会の自主的な「起債調整」は事前審査制度を基礎としていたといわれる。公社債引受協会『日本公社債市場史』(昭和55年、東京大学出版会)、第5章第4節を参照。
- 3) 前掲、公社債引受協会『日本公社債市場史』、第5章第4節を参照。
- 4) たとえば寺西重郎『日本経済発展と金融』(昭和57年、岩波書店)、第8～10章を参照。
- 5) 「特定産業振興臨時措置法」については、「金融政策」編第7章第1節を参照。

第2節 マクロ経済の展開と金融政策

この節では、昭和20年代末から40年代末に至る20年間の日本のマクロ経済の成長・循環と主として日本銀行によって実施された金融政策との関連を展望する。まず最初に、金利規制を焦点として金融政策と日本の経済成長との関係を展望する。次に、いわゆる「国際収支の天井」との関係で、日本の金融政策と景気循環との密接な関係について考察する。最後に、焦点を絞って、日本銀行の各政策手段の重要性と金融市場の発展の有様とを論じる。

1 金融政策と経済成長

高い経済成長率がこの時代の日本経済をもっとも鮮明に特徴づける条件である。日本経済の高い資本蓄積を支えたのは個人貯蓄であったが、高い貯蓄率が何故にもたらされたかを説明することは(これまでいくつかの代替的な仮説が提示されてはいるが)容易ではない。まして、日本の金融システムや金融政策が高い貯蓄率を生み出すことにどの程度貢献したかは、これまでのところ明らかではない。強いて重要と思われる点を挙げるとすれば、急速なインフレーションの抑制に成功した点であろう。この期間の日本においてインフレーションが非常にうまく抑止されたことが実質経済成長の促進に結びついたと考えられる。

預金金利規制 日本の預貯金金利は「臨時金利調整法」(昭和22年12月13日法律第181号)のもとで厳しく管理され、唯一の「自由金利」と目されたコール・レートに比べて非常に低い水準に固定されていた。このような金利規制にもかかわらず、インフレ率が非常に低い水準におさまっていたので実質利子率が極端に低下することはなかったのである。この点が図3に明示されている。¹⁾

昭和30年代の日本経済を48～49年に生じた程度のインフレーションが襲ったとしたらどうなったであろうか。硬直的な預貯金金利のもとでは、実質金利が大きくマイナスとなり、人々は金融資産に代えて実物財、商品在庫を価値貯蔵手段として保有しようとし、物価上昇は一層加速されるであろう。また、預貯

図 3(A) 定期預金金利と消費者物価上昇率(年率)

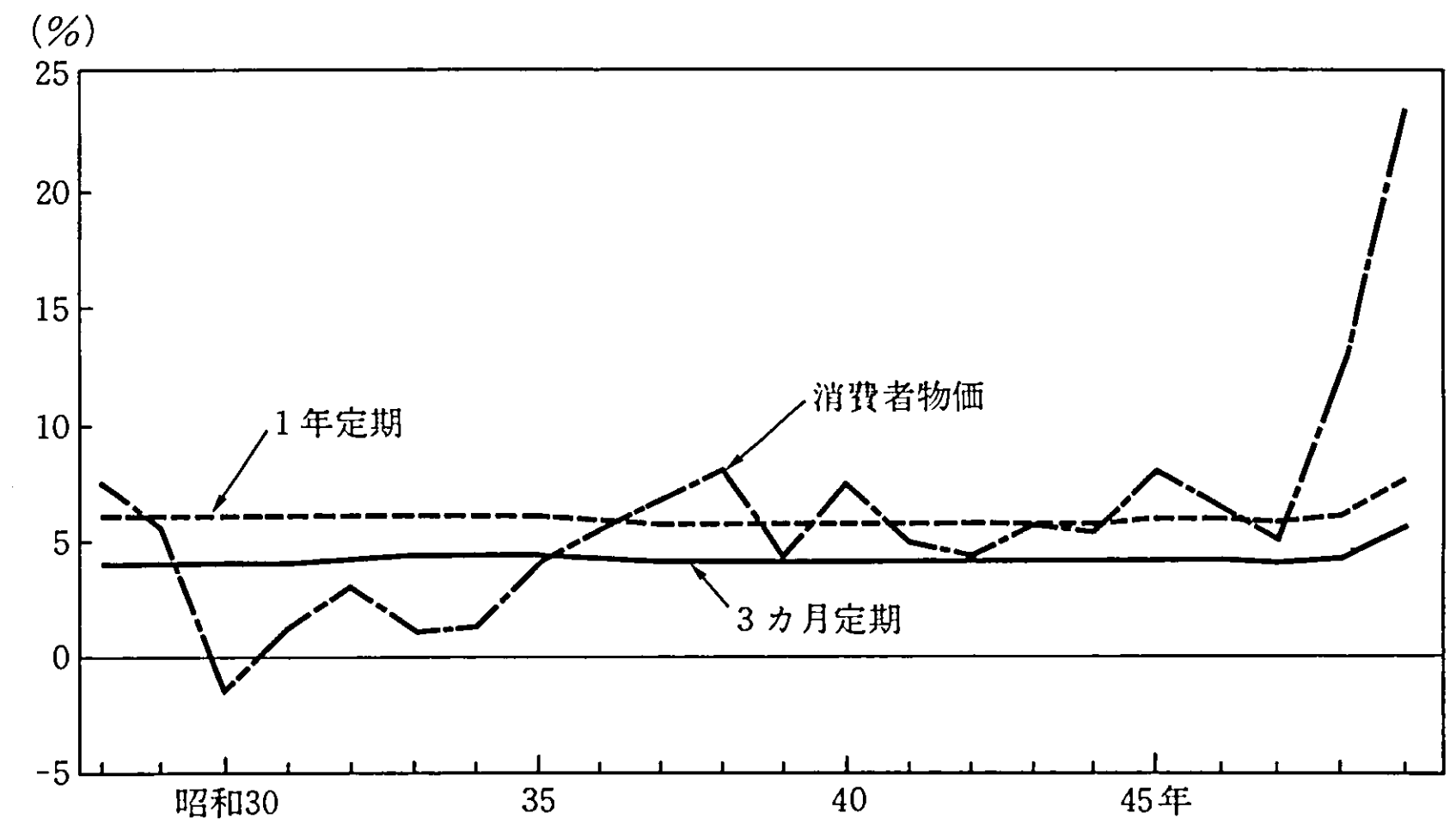
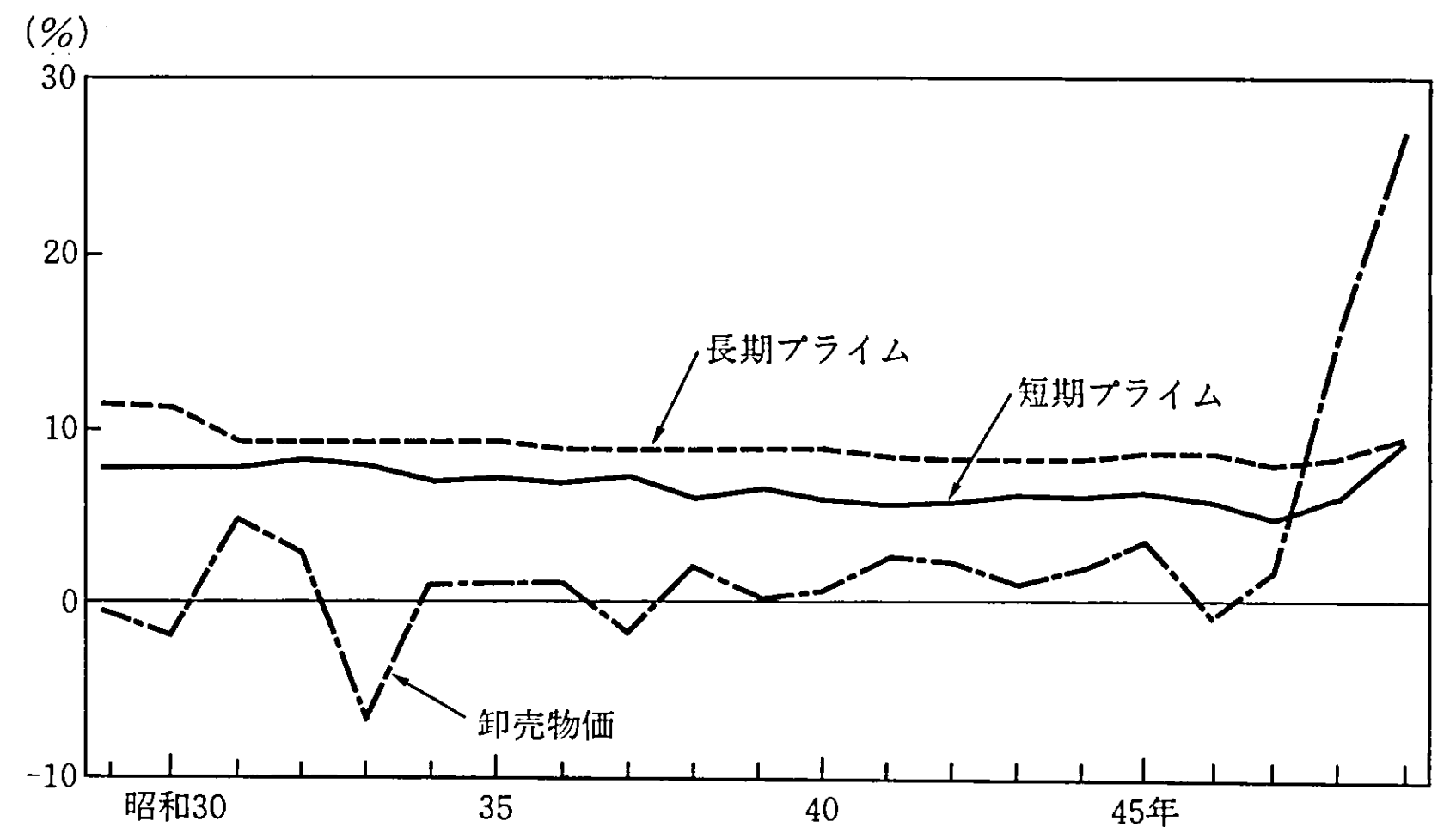


図 3(B) 貸出金利と卸売物価上昇率(年率)



金を通じて零細な貯蓄を動員し、それを企業部門の資本蓄積のために供給するという間接金融の効率的機能は阻害され、日本の経済成長率は低下したであろう。²⁾

硬直的な金利規制が存在したにもかかわらず、高度成長期の日本の金融システムが円滑に機能した理由の一つは、インフレーションの抑制に成功したことである。それでは、どのようにして日本はインフレーションの抑制に成功したのか。次の第2項では、この点が考察されている。

貸出金利および資本コスト 貯蓄は資本蓄積のサプライ・サイドであるが、資本蓄積のデマンド・サイドは主として民間企業の設備投資によって構成された。ただし政府の固定資本形成も高度成長期を通じて着実にそのシェアを増加させた点も無視すべきではないであろう。民間企業の資本蓄積と政府部門のそれとが比較的バランスよく進められたと見ることができよう(表8を参照)。

それでは民間企業の設備投資は、マクロ的金融政策によって促進されたであろうか。マクロ経済分析の視点からこの問題を考察する場合、もっとも簡便な方法は企業の資金調達コスト、あるいは資本コストを調べることである。民間企業の資金調達は銀行・金融機関借入に依存する程度が非常に高かったから、資金調達コストとして借入金利、とくに卸売物価上昇率を差し引いた実質借入金利を調べるのは的はずれではない。

短期および長期の最優遇金利をみると、「低金利」を目指した規制や指導があったにもかかわらず名目の借入金利は、この期間(昭和29～49年)を通じてかなり高い水準にとどまっていたことが分かる。しかも、卸売物価上昇率はほとんど取るに足らない水準に抑制されたから(ただし48～49年を例外とする)、実質利子率もまた非常に高かったのである。傾向としては、昭和30年代、つまり高度成長期の前半ほど実質借入金利は高く、昭和40年代に入るとそれが徐々に低下したといえる(図3を参照)。

資本コストは理論的には、企業の当面する借入金利とその企業の株主が要求する(最低限の)収益率の加重平均値(そのウェイトは企業の資本構成によって規定される)で定義される。株主の要求する収益率として、実現された株式保有収益率をとるとこの収益率も昭和30年代から40年代にかけては高かったと考えられるから、資本コスト概念でみても企業が選択した資本構成のもとで、資金調

表8 実質投資支出対実質国民総支出構成比 (%)

	民間住宅 投資	民間企業 設備投資	民間在庫 投資	政府固定 資本形成	政府在庫品 増加	合計
昭和28年	3.1	8.3	1.3	5.5	-0.9	17.3
29	3.4	8.2	0.5	5.7	0.7	18.4
30	3.3	7.3	2.2	5.5	1.4	19.7
31	3.6	9.5	2.5	5.1	0.4	21.2
32	3.7	11.0	3.8	5.4	-0.1	23.8
33	3.9	10.0	1.2	6.1	0.3	21.4
34	3.8	10.7	1.9	6.4	0.3	23.1
35	4.3	13.3	2.2	6.5	0.3	26.6
36	4.2	15.9	5.2	6.9	-0.1	32.0
37	4.5	15.3	1.5	8.2	-0.1	29.4
38	4.8	14.6	2.9	8.6	-0.1	30.8
39	5.4	14.6	2.9	8.0	0.1	31.0
40	6.0	13.8	1.7	8.5	0.2	30.3
41	5.9	14.0	2.1	8.9	0.4	31.3
42	6.1	15.8	4.0	8.3	0.6	34.8
43	6.3	17.8	3.5	8.4	0.5	36.5
44	6.6	19.4	2.5	8.2	0.3	37.0
45	6.6	20.1	4.4	8.2	-0.1	39.2
46	6.5	19.6	2.8	9.6	-0.5	38.0
47	7.0	18.9	2.3	10.2	-0.3	38.2
48	7.4	20.4	3.6	9.4	-0.2	40.6
49	6.5	18.5	3.7	8.9	0.0	37.5

(出所) 経済企画庁「国民所得統計年報」。

達コストは相当に高かったといってお間違いないであろう。³⁾

マクロ政策としての低金利政策 もちろん、高い実質利子率は日本の政策当局が意図的に「高金利政策」を目指したことを意味しているのではない。このことは、日本の経済が当面していた投資の限界効率表が非常に高い位置にあったことを示している。別の表現を用いれば、日本企業は総じて豊富な投資機会にめぐまれており、短期的な総供給能力に合致するように総需要をコントロールしようとするれば実質金利は高い水準にとどまらざるをえなかったのである。

図3から分かるように、貸出金利は表面的な約定金利で見ても硬直的であると同時に、かなり高かった。しかし、銀行・金融機関が貸出先の企業に歩積み・両建てという拘束預金を多かれ少なかれ要求したことはよく知られている。この拘束預金を考慮に入れば、企業にとっての実効的な資金調達コストはさ

らに高くなる。大蔵省の調査では、銀行から借り入れる企業が大企業か中小企業かで、銀行から要求される拘束預金の比率(対借入額比率)は大きく異なる。昭和39年の時点で、大企業の場合には数%、中小企業の場合には20～40%であった。⁴⁾

以上のことは、昭和30年代から40年代にかけて、日本の政策当局が無分別な「低金利」政策を事実上追求しなかったことを物語っている。金利引下げの重要性は政策当局によってしばしば力説され、たとえばコール・レートが異常に高いことなどが再三指摘された。また、高度成長政策を表看板としていた池田内閣時代の36年には、国際収支の悪化が差し迫っていたにもかかわらず金利引下げが強行された。⁵⁾ しかし(実効的な意味での)金利引下げが長期にわたって追求されたことはなかったのである。そして、政策当局にこの規律を与えたのは、少なくとも昭和30年代には「国際収支の天井」としばしばよばれた国際収支均衡への配慮だったと思われる。この国際収支均衡という制約条件は、高度成長期の日本がインフレの災厄からまぬがれることを可能にした。と同時に、この制約が日本経済の循環的変動を規定したともいえる。この点を次に考察することにしよう。

〔注〕

- 1) もっとも、物価でも消費者物価上昇率は卸売物価上昇率に比較してかなり高かった。したがって実質金利を名目金利から実現されたインフレ率(消費者物価上昇率)を差し引いた値で定義すると、プラスの実質金利が実現されたのは昭和30年から35年までの期間、つまり高度成長期の初期においてでしかなかった。

消費者物価が卸売物価を上回って上昇した点については、産業分野間の生産性格差によって説明できる。この点は「金融政策」編第4章第5節を参照。

- 2) 経済成長と実質利子率およびインフレーションにかんする近年の実証研究では、実質利子率と貯蓄率の関係は曖昧である。たとえば急速なインフレーションのもとで実質利子率が大幅にマイナスとなっても、「強制貯蓄」は生じるから、必ずしも実質利子率の低下が貯蓄率を引き下げるとは限らないのである。しかし、実質利子率の低下あるいはインフレーションの高進は明らかに成長率を低下させるようである。これは、インフレーションとそれに伴う実質利子率の低下が資本の効率的利用や効率的な投資プロジェクトの選択を妨げるためと考えられる。金融システムの構造の観点からみれば、インフレーションの抑制は銀行預金を中心とする流動的な金融資産に対する人々の需要水準を維持し、銀行や間接金融関係の相対的な重要性を支えることに役立つのである。N. Leff and K. Sato, "Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: Instability, Short-Run Growth, and External Dependency," *Review of*

Economics and Statistics (May 1980), R. I. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (近刊), chap. 2などを参照。

- 3) 株式の平均的な収益率は短期的には大きく変動する。年間市場収益率(1年間の配当とキャピタル・ゲインを加えて収益率を定義する)は昭和28～40年間で平均22.5%、41～49年間で23.4%、そして50～62年間で19.8%であった(日本証券経済研究所『株式投資収益率'87』, 昭和63年)。
- 4) どのように定義するにせよ、実効貸出金利が貸出市場の需給を均衡させていたかどうかを確かめることは困難であるし、この文脈ではあまり重要でもない。表面的な貸出金利は図3にみるとおりきわめて硬直的であったし、拘束預金の比率も、公正取引委員会、大蔵省が正式に調査を開始した39年以降漸次的に低下しているが、金融市場の逼迫の程度に応じて細かに調整されたようには見えない。したがって銀行貸出に関する信用割当てが一般的であったと思われる。貸出の割当てを受けることができた借手でさえかなり高い実質的な金利を負担しなけりなかつたのである。
- 5) 「金融政策」編第4章第4節を参照。

2 金融政策と経済変動

昭和20年代末から40年にかけて、日本経済はおよそ4回の景気後退を経験した。とくに昭和39年から40年にかけての景気後退はむしろ不況とよぶのにふさわしいものであり、金融的にも証券市場の混乱など深刻な状況が現出したのであった。いずれにしても、これらの景気後退はすべて金融引締め政策を発端として始まったこと、そしてこの金融引締めは日本の国際収支の悪化(外貨準備高の減少)を契機としていることは明らかである。¹⁾

「国際収支の天井」と国内均衡 物価水準、とりわけ卸売物価水準は鉱工業生産指数などで示される実質生産活動水準の変動を反映して非常に伸縮的に変動したが、この点も重要である。日本のマクロ経済は急速な生産活動の拡大とともに原材料を中心とする輸入の急増によって貿易収支が悪化するという傾向を示したが、同時に急速な実質生産の増大がしばらく継続すると、供給側の制約によって卸売物価上昇率が上昇しはじめることが多かったのである(図4および図5を参照)。したがって、国際収支悪化に対応する金融引締めは日本の国内におけるインフレ対策としても意味があった。少なくとも昭和40年代初頭までの期間においては、固定為替相場制度のもとで国際収支の均衡を達成するこ

図4 卸売物価と鉱工業生産指数対前年比変化率(暦年)

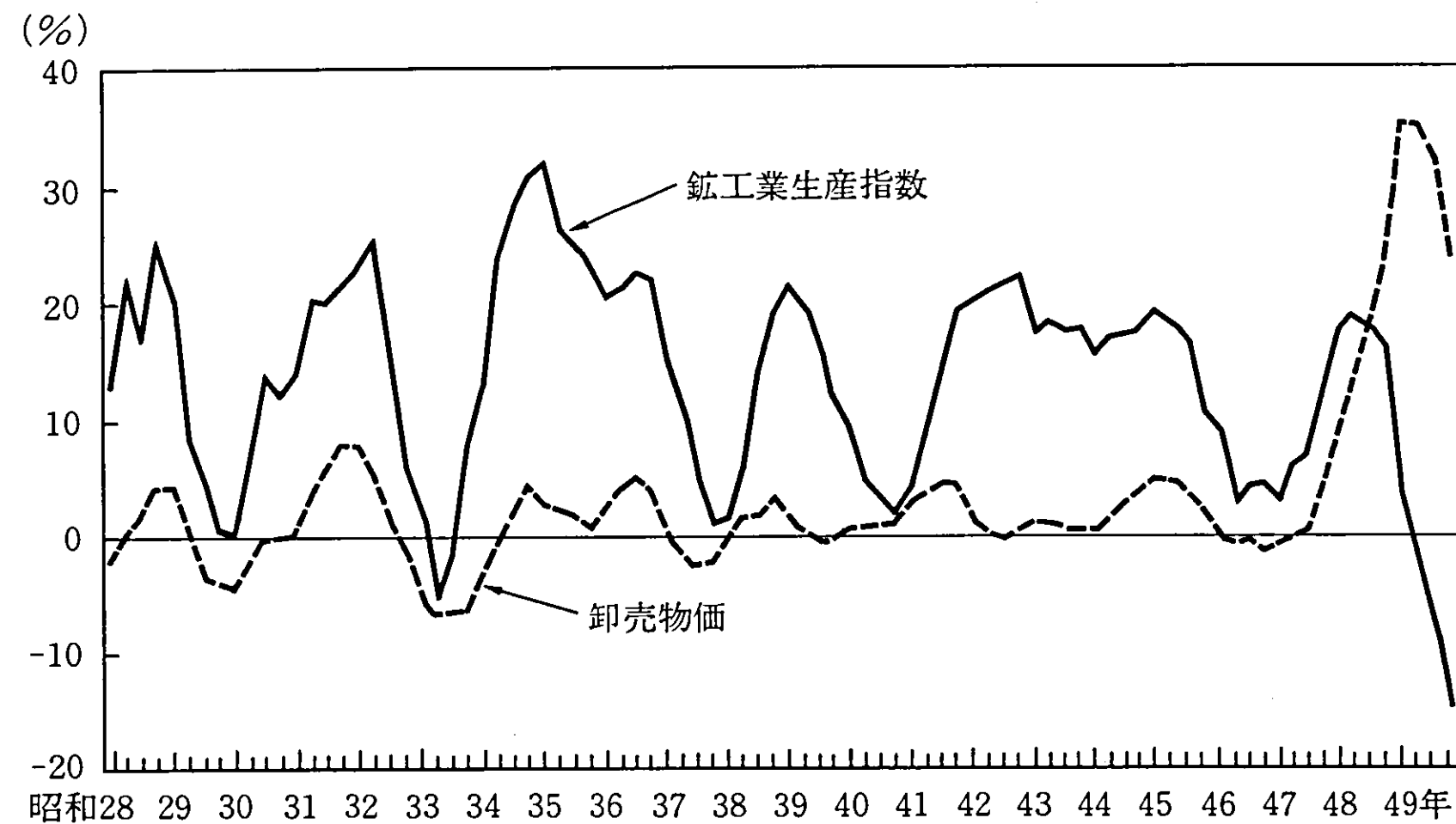
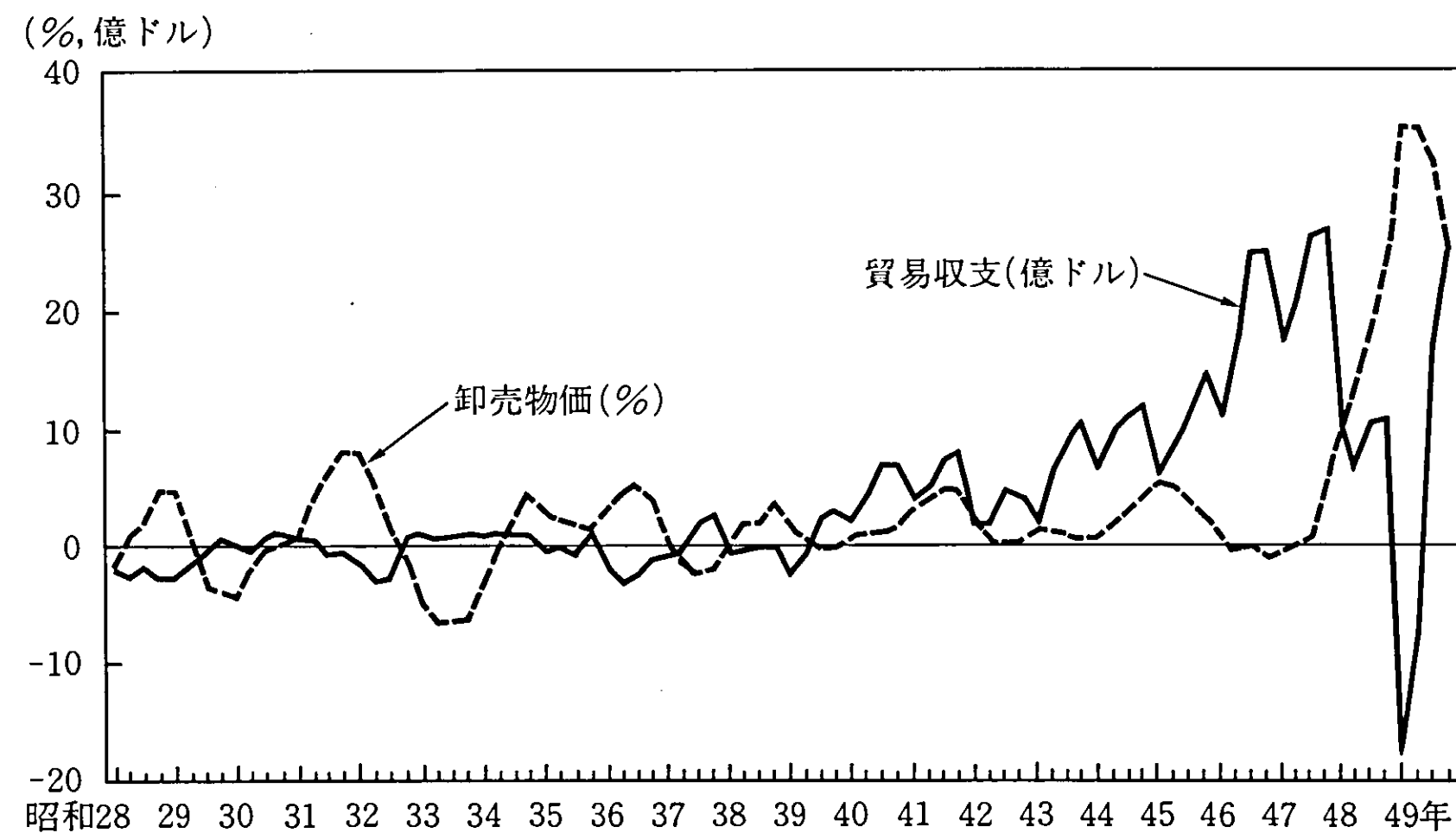


図5 卸売物価上昇率と貿易収支対前年比変化率(暦年)



とと、国内インフレを抑止することは整合していたので、単純に総需要管理政策だけを用いて「二兎」を追うことができたのである。

しかし昭和30年代の前半までの高度成長期初期には、70万人近い完全失業者に加えて、農業部門や一部の非効率的な零細企業部門に多数の潜在的失業者が存在していた。彼らを製造業を中心とする成長部門へ短期間のうちに吸収しようとするれば、日本経済は相当急速に成長しなければならなかったであろう。そのような急速な成長は国内経済を過熱させ、インフレーションと国際収支の赤字を招来せざるをえなかったに違いない。

国際収支の均衡に対する配慮のために、潜在的失業の解消は漸次的に進められた。大まかに言って、潜在的失業が解消されたのは昭和33～36年のいわゆる「岩戸景気」以降であろう。この時期以降、高度成長期の過程で労働市場の需給逼迫がクリーピング・インフレーションの影を日本経済に投げかけることになる。

当時、1ドル=360円という為替レートが「高い」かそれとも「低い」かをめぐって若干の論争が展開された。仮に昭和30年代に採用されていた厳しい為替管理、資本移動規制、そして世界経済のマクロ的諸条件を所与としたときに、国際収支均衡と国内均衡とが整合しない場合には、為替レートは高すぎるか、または低すぎると表現できるであろう。国内均衡を物価(とくに卸売物価)の安定と見た場合には、これまでに述べたようにおおよそ為替レートは適当な水準にあったといえる。もちろん、このことは上述の所与とした諸条件が変われば変化するのである。実際、昭和40年代に入ってこれらの条件は徐々に変化したのである。

昭和30年代の経済変動 したがって昭和30年代には、ほぼ次のようなパターンの経済変動が観察されたのである。まず金融緩和状態のもとで急速な経済成長が進展すると、やがて国内経済は過熱状態に陥り、卸売物価上昇が始まる。と同時に貿易収支も悪化し、固定為替相場制度のもとで外貨準備の減少が起こる。

この段階で金融当局は、金融引締め政策を実施する。内外金融市場が厳しい為替管理で遮断されており、企業部門が全面的に金融機関借入に依存している状態のもとで、金融引締めは非常に速やかに実体経済の過熱を冷却させる。し

かし、その冷却は景気のかなり深刻な後退を余儀なくさせるために、短期間とはいえ日本経済は不況状態に陥る。

景気後退によって实体经济の活動水準が低下するとともに、物価水準、とりわけ卸売物価が伸縮的に下落する。²⁾ また原材料輸入などの減少と不況による輸出圧力が働いて、貿易収支も改善する。政策当局は、この段階において金融引締めを解除する。实体经济は急速な成長を求めて再び拡大を開始する。

昭和40年代の政策課題 昭和40年代に入ると、このマクロ的諸条件は徐々にではあるが変化した。日本経済は急速な資本蓄積の結果、生産能力(実物財の供給能力)を高め、国内総支出(アブソープション)に比較して総生産量が大きくなる傾向を示すようになった。同時に昭和40年前後から、日本の最も重要な貿易相手国であるアメリカ経済が「偉大な社会」の建設、ベトナム紛争への介入によって総支出を大幅に増大させたことによって、日本の貿易収支が黒字化しはじめた(いわゆる黒字定着)。もし、総需要管理政策だけで国際収支の均衡を図ろうとすれば、日本の経済は過熱状態に陥らざるをえないという状況、あるいは国内均衡を保とうとすれば国際収支黒字、外貨準備累積が続くという状況が生み出されたのである。

国内均衡について見ると、物価安定と完全雇用とが整合することになった。つまり経済発展が進んだ結果、かつては重要な経済問題であった潜在的失業、過剰労働力が解消され完全雇用の実現が物価安定(ただし卸売物価の安定)と両立するようになったのである。

これらの状況は、すでに昭和40年代の前半から始まっていた。昭和44年9月に戦後はじめて国際収支大幅黒字のもとで、物価上昇率引下げを目指す金融引締め政策が発動されたが、外貨準備高が累増することは是正されるべき政策課題とは認識されなかった。当時の政策当局は依然として30年代の経験に囚われており、外貨準備を稀少な資源としてより多く蓄積することを望ましいと考えていたのである。

昭和40年代前半の「黒字定着」は、昭和30年代に観察された国際収支悪化に対応する急激な金融引締めを不必要とした。したがって、固定為替相場制度のもとで外貨準備の累積的な増加を是正すべき政策課題とみなさなければ、マクロ経済は安定した状態に落ち着くことができる。実際、41～44年の日本経済は

マクロ的には非常に良好なパフォーマンスを示したのである。

政策手段としての為替レート しかし「黒字定着」は外貨準備の累積、あるいはそれに対する海外からの批判という新しい課題を日本の政策当局に投げかけたのであった。昭和40年代半ばの経済状況のもとで国際収支均衡と国内経済のマクロ的均衡とを同時に追求しようとするれば、総需要管理政策だけではなく、もう一つの効果的な手段が必要だったのである。もっとも有効な手段は為替レート調整策である。しかし、日本の政策当局は為替レート調整策(円切上げ策)を有効な手段とはみなさなかった。実際に政策当局が採用した政策手段は、昭和46年6月に政府が決定した総合的対外経済政策(8項目)に典型的に示されるような「構造的政策」、すなわち貿易自由化、輸入促進などの自由化対策であった。これらの政策は日本経済をより開放されたものにするという長期的視野からみれば望ましいものではあったが、国際収支の均衡を追求するための手段としては、その有効性は疑わしいものである。³⁾

結局、日本の政策当局は両立しえない二つの政策目標、すなわち国内経済の均衡と国際収支の均衡を、総需要管理政策だけで追求しようとした結果、48～49年の急速なインフレーションを招来してしまったといえるであろう。46年8月末から12月までの間に17%弱の円切上げがあったが、政策当局はその後は断固として円切上げを回避して国際収支黒字の削減を実現しようと空しく努力したのであった。同時に政策当局は、円切上げが日本経済に及ぼすデフレ効果を過大に予測したために、過剰な総需要拡張政策に走ってしまった。

(注)

- 1) 「金融政策」編第3章第5節を参照。
- 2) 消費者物価は昭和30年代前半までは、卸売物価と同様に实体经济の循環に対応して変動する傾向を示していた。しかし岩戸景気(33～36年)以降、その上昇率は労働市場の恒常的な需給逼迫を反映して卸売物価上昇率を上回るようになった。
- 3) 「金融政策」編第10章第3節を参照。

3 財政支出の位置づけ

財政と金融との関連 経済発展の過程において、金融政策が財政政策に「従属」する事例はしばしばみられる。たとえば、1980年代のラテン・アメリカ諸

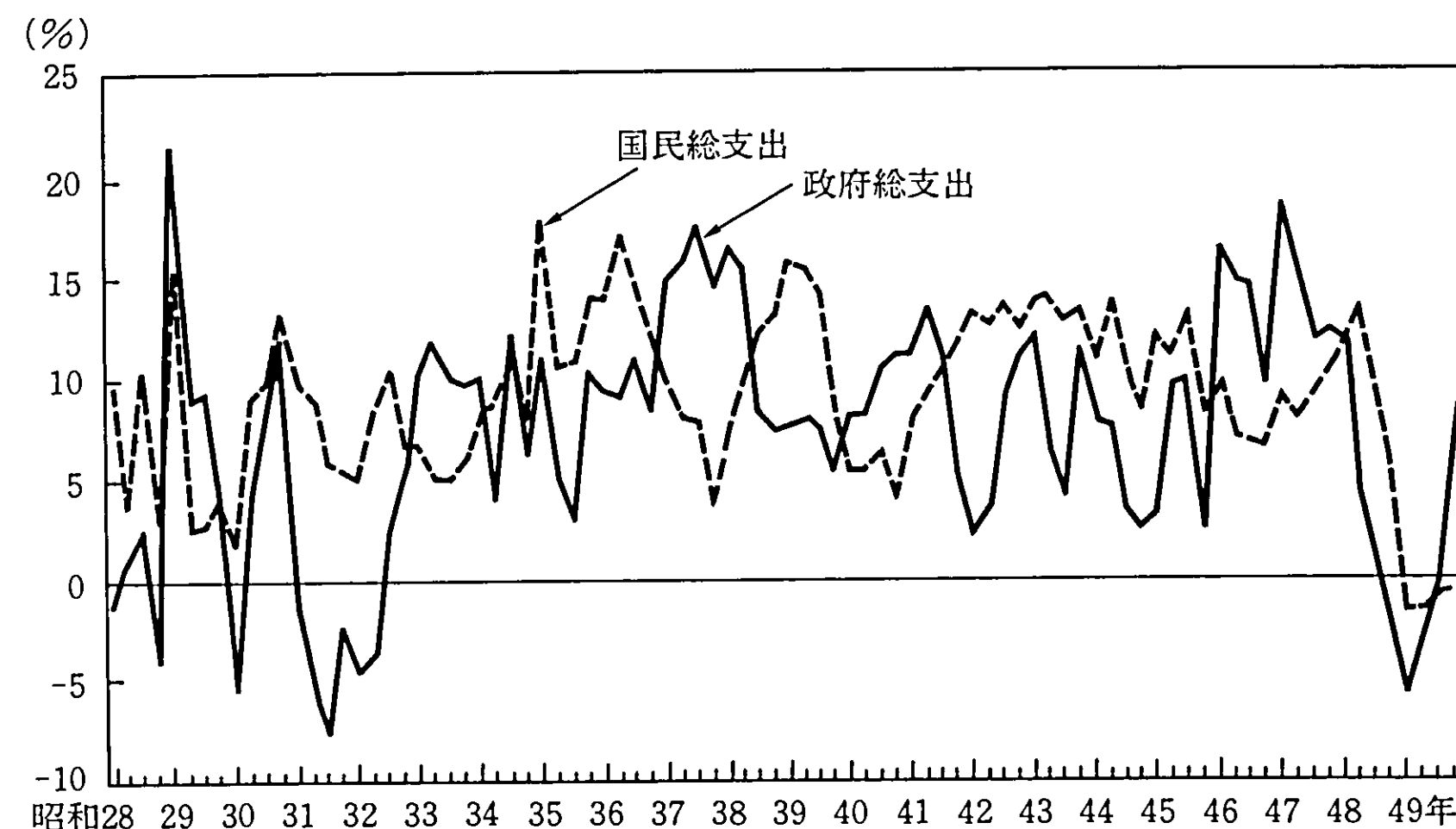
国や80年代末に市場経済システム導入を目指した東ヨーロッパ諸国(中国を含む)では、財政支出の拡大が通貨増発によって支えられ、それが急速なインフレーションをもたらして経済を大きな混乱状態に陥れたのである。財政支出に伴う通貨増発は徴税機構が不備な経済にあっては、唯一有効な徴税方法(インフレ課税という)なのである。

第二次大戦後の日本についていえば、昭和20年代前半の復興金融債券の日本銀行引受けの局面において、金融政策が財政政策に従属するという危機的状況がみられたものの、昭和24年のドッジ・ラインによって、その危機に終止符が打たれた。安易なインフレ課税等からの脱却は、近年のラテン・アメリカ諸国や東ヨーロッパ諸国の経験との対比でみた場合、非常に重要なことがらであり、その後の比較的順調な経済発展を支える前提条件となったと評価できるであろう。¹⁾

財政政策の役割 昭和27年から48年までの期間に関するかぎり、総需要管理政策としての財政支出政策の役割は非常に限られたものであった。とくに昭和28年から30年代初頭にかけての時期には、国民総支出の変動に対して政府総支出(政府企業の在庫品増加を含む)が平行的に動く傾向を示している。これは、国内の総需要が低下傾向にあるときに政府の支出も低下するという意味で循環を増幅するものである。しかし、30年代半ばからは、政府支出増加額のGNEに占める比重はかなり安定し、しかも反循環的に変動している。たとえば、37～38年、41年、46～47年がそうした時期である(図6を参照)。これらの時期には実質国民総支出増加率は大きく低下したが、政府総支出は相対的に増加したのである。したがって、財政は、量的には限られてはいたが安定化効果(ビルトイン・スタビライザー)を発揮したといえるであろう。

昭和30年代前半までは、潜在的失業の解消という意味で完全雇用を急速に達成することと物価安定とは必ずしも両立しない政策目標であったことをすでに指摘した。ケインズ主義の立場に立てば、このような状況のもとではもっと積極的な財政支出政策が採用されるべきであったかもしれない。すなわち、積極的な財政支出政策によって、国内需要を喚起して潜在失業者を吸収する機会を作る。一方、国内経済が過熱して国際収支が悪化するのを防止するために、金融政策はより引締め的に運営するのである。つまり、それは財政支出拡大と金

図6 実質国民総支出と政府総支出対前年同期比変化率(暦年・四半期)



融引締めの組合せである。

金融引締め・財政拡大のポリシー・ミックスは、しかしながら日本経済のサプライ・サイドに大きなマイナスの影響を与えたことであろう。なぜなら、それは民間企業の資本蓄積を抑圧し、公共部門やそれに関連する分野(たとえば、公共事業と深く関連する不動産業、建設業などの非製造業部門)へ資源を移転させる傾向をもたらすと予想されるからである。昭和30年代に、金融緩和・緊縮的財政というポリシー・ミックスを選択したことは、製造業を中心とする民間企業部門の資本蓄積を助長した。その意味では、この当時選ばれたマクロ経済政策の体系は成長促進的であったのである。

財政と金融政策との関係でより重要であったのは、比較的短期的な金融調節に対する財政資金の変動の影響という側面であった。これは後に見るように、日本銀行の政策手段の選択に大きな影響を及ぼしたのである。

国債発行の影響 昭和40年度に戦後初めて一般会計歳出赤字を賄うための国債が発行された。一部では、日本銀行に対する国債低利発行の圧力が金融政策のあり方を歪めるのではないかという懸念があったが、この期間(昭和48年まで)に発行された国債の額が小さかったこともあって、日銀の金融政策が影響を受けることはなかったといえる。大蔵省の側にも、健全財政のディシプリン

を守ろうとする意向が非常に強く、安易な国債発行には歯止めが存在していたと思われる。

大蔵省の側に、国債発行金利を低く抑えたいという希望が常にあったことは事実である。この希望に沿う形で、国債発行利回りは低位に抑えられ、しかも発行された国債の大半を引き受けた金融機関がそれを自由に市場へ転売することを禁止した。金融機関が引き受けた国債は日銀の債券オペレーションの対象となり、大半が日銀によって買い上げられた。しかし発行された国債の額が非常に小さかったため、国債に関する以上のような消化のメカニズムが日本銀行による適切な金融政策の運営を妨げることはなかったのである。

国債は、信用リスクがない、同質性が高く同一銘柄のロットが大きい等、オープン市場において取引するのに便利な性質を備えているから、国債が大量に発行されれば、国債流通市場の拡大を促す等、金融市場のメカニズムに少なからぬ影響を及ぼす。昭和50年代に入って国債が大量に発行されはじめるとそのインパクトが現れた。しかし、この点は本稿の概観がカバーする期間以降のことである。

〔注〕

- 1) 中央銀行を政府部門へ統合して考えると、政府の通貨発行権(seigniorage)は所得を生み出す。その所得の源泉は、一つは実質経済成長に伴う通貨需要増大に対応する通貨供給によるものであり、もう一つは物価上昇によって通貨を保有する経済主体が被る損失によるもの、つまりインフレ課税である。高度成長期の日本においては、インフレーションの抑制によってインフレ課税は排除された。また、経済成長に伴う通貨需要増加には、主として低利の日銀貸出を民間銀行へ供給することによる対応がなされた。このことは、通貨発行権に帰属する所得の一部が民間銀行へ補助金として配分されたことを意味する。

4 金融政策の手段

中央銀行はなんらかの方法にしたがって自らの負債をハイパワード・マネーとして経済へ供給しなければならない。ハイパワード・マネーは最終的な決済手段として広く各種の経済主体によって、保有され利用されなければならないからである。日本銀行にとっては、どのような方法によってハイパワード・マ

ネーを供給するかが日々の金融調節という作業においても、あるいはやや長期的な視野に立った金融政策の運営においても重要な問題であった。

政府債務の不在 日本銀行がハイパワード・マネーを経済に供給する場合、その見返りとしてなんらかの資産を日銀は入手しなければならない。その資産は大別して、(1)政府の債務、(2)民間部門の債務の二つである。しかし昭和40年に至るまで、民間部門が保有する政府債務はきわめてわずかであった。その理由は、第1に昭和40年までは、健全財政主義が比較的よく維持され、それゆえに政府は長期国債を発行しなかったこと、また第2に比較的多額の発行が見られた政府短期証券については、当初(昭和31年まで)、日銀発行引受けの方式がとられていたため民間部門がそれを保有する機会はなかったし、昭和31年以降、公募発行方式が採用されたが、発行金利は定率であり、しかも低い水準に据え置かれたため、民間の投資家に積極的に応募する誘因が存在しなかったためである。したがって、理想的な「オープン・マーケット・オペレーション」を実施できる政府債務の流通市場は存在しなかったのである(表9を参照)。

日銀のハイパワード・マネー供給は、それゆえに政府債務以外の債務の購入を通じて主としてなされなければならなかった。この点に関しては、国債に代わって政府保証債がしばしば重要な地位を占めた。ただし、政府保証債を含む債券流通市場は(昭和31年に取引所取引が開始されたものの)ほとんど実質的な機能を果たさなかったもので、日銀のオペレーションは特定の金融機関との相対的な売買に基づくオペレーションであり、実態は日銀貸出と変わらないものであった。

日本銀行貸出の重要性 さらに、民間部門の債務でも、圧倒的に重要だったのは民間銀行の日銀借入であった。とくに昭和37年11月にいわゆる「新金融調節方式」が導入され、債券オペレーションが金融調節手段(つまりハイパワード・マネー供給量の調節手段)として重要となるまでは、日銀貸出の供給額の変化がハイパワード・マネー供給量調節に圧倒的に重要な役割を演じた(表10を参照)。

日銀貸出は二つの役割を同時に担っていたことになる。一つは、経済成長に伴って増加するハイパワード・マネーを円滑に供給することによって成長を金融的側面から支持することである。とくに、銀行の融資活動の結果として必要

表 9 公的債務残高と民間保有比率

	政府短期証券			中長期国債		
	残高 (億円)	民間保有 比率	対GNP 比率 (%)	残高 (億円)	民間保有 比率	対GNP 比率 (%)
昭和28年末	1,750.0	1.0	2.3	4,461.0	53.3	5.9
29	3,140.0	0.5	4.0	4,435.0	49.3	5.7
30	4,320.0	10.3	4.9	4,266.0	50.8	4.8
31	4,891.0	1.0	4.9	4,086.0	51.3	4.1
32	3,373.0	0.4	3.0	3,975.0	47.7	3.5
33	5,180.0	0.3	4.4	3,981.0	48.4	3.4
34	6,541.0	0.3	4.8	4,604.0	55.4	3.4
35	6,808.0	0.9	4.2	4,468.0	54.1	2.8
36	4,162.0	2.4	2.1	4,361.0	47.1	2.2
37	5,060.0	2.4	2.3	4,134.0	48.6	1.9
38	6,235.0	1.5	2.4	4,295.0	50.3	1.7
39	8,380.0	1.7	2.8	4,404.0	53.7	1.5
40	11,473.0	3.4	3.5	4,088.0	50.0	1.2
41	11,641.0	4.4	3.0	13,399.0	77.9	3.5
42	14,673.0	3.7	3.2	19,986.0	58.7	4.4
43	18,038.0	7.8	3.4	26,290.0	51.4	4.9
44	21,822.0	10.8	3.5	30,213.0	47.1	4.9
45	23,739.0	3.5	3.2	34,954.0	39.1	4.8
46	24,589.0	10.3	3.0	42,443.0	45.5	5.2
47	34,889.0	4.5	3.7	63,852.0	61.2	6.7
48	27,861.0	7.3	2.4	79,924.0	40.8	6.9
49	33,120.0	2.4	2.4	99,615.0	30.2	7.3
50	46,571.0	3.5	3.1	139,116.0	41.6	9.3
51	47,223.0	4.7	2.8	217,193.0	54.5	12.8
52	67,890.0	5.2	3.6	303,506.0	60.2	16.0
53	123,914.0	6.3	5.9	421,398.0	68.0	20.2
54	123,861.0	5.4	5.5	536,365.0	69.0	23.8
55	139,566.0	4.6	5.7	673,362.0	68.1	27.5
56	160,779.0	2.3	6.2	811,762.0	68.4	31.3
57	151,539.0	2.8	5.6	935,107.0	70.9	34.3
58	141,508.0	4.2	5.0	1,100,060.0	70.8	38.7
59	142,743.0	4.0	4.7	1,223,843.0	69.1	40.4
60	136,590.0	4.0	4.3	1,352,012.0	66.5	42.1
61	165,660.0	9.1	5.0	1,442,566.0	63.9	43.1

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民経済計算」。

表10 ハイパワード・マネー：用途と源泉

表10 ハイパワード・マネー：使途と源泉									
	銀 行 券	準 備 預 金	日本銀行信用	日 銀 貸 出	債 券 売 買	そ の 他	財 政 資 金	外国為替資金	そ の 他
昭和27年	70.1	0.7	2.2	0.2	2.0	0.0	69.0	34.2	-0.4
28	53.4	5.5	78.8	75.5	3.3	0.0	-12.5	-51.7	-7.4
29	-7.8	-4.4	-65.1	-55.4	-0.2	-9.5	84.4	-45.8	-31.5
30	51.8	1.6	-241.5	-211.4	0.7	-30.8	294.5	166.8	0.4
31	111.0	-28.9	144.0	108.0	0.0	36.0	-13.4	50.6	-48.5
32	52.3	9.5	415.2	412.0	0.0	3.2	-332.9	-226.8	-20.5
33	53.9	-11.0	-177.3	-172.6	0.0	-4.7	250.6	202.8	-30.4
34	138.4	35.9	-37.7	-41.4	0.0	3.7	234.4	173.7	-22.4
35	204.7	-1.2	163.9	162.3	0.0	1.6	62.4	188.8	-22.8
36	246.0	123.2	784.4	784.3	0.0	0.1	-322.3	-145.7	-92.7
37	265.8	-117.8	100.1	0.6	99.5	0.0	146.2	91.8	-98.3
38	311.5	68.1	287.1	-129.5	416.6	0.0	183.5	73.1	-91.0
39	241.4	5.1	-95.9	-45.2	-50.7	0.0	543.7	-31.8	-201.3
40	265.0	-26.3	53.6	517.3	-298.4	-165.3	257.8	23.1	-72.7
41	349.7	2.2	559.2	113.5	280.9	164.8	-107.7	-36.7	-99.6
42	498.0	44.4	800.8	-226.1	979.2	47.7	-103.4	-42.1	-155.0
43	630.4	24.5	512.7	48.1	551.7	-87.1	221.4	300.8	-79.2
44	769.4	58.6	885.4	378.5	572.8	-65.9	-57.1	349.4	-0.3
45	744.7	81.2	1,335.2	411.6	703.1	220.5	-486.5	446.6	-22.8
46	851.7	-3.5	-1,919.6	-1,672.5	95.8	-342.9	2,393.2	4,399.8	374.6
47	1,903.0	78.2	2,222.3	1,441.3	-163.1	228.2	-110.1	1,739.7	-131.0
48	1,788.4	1,267.2	5,720.4	147.4	2,269.3	-12.9	-2,322.4	-1,884.0	-342.4
49	1,568.7	353.3	1,644.0	-591.4	2,072.0	12.9	958.5	-378.4	-680.5

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」および「経済統計年報」。

となる準備増加に対しては、日銀信用の追加的供給がなければ金融市場が極端に逼迫して混乱が生じる。もう一つは、最後の貸手として民間銀行の融資行動に規律を与えることである。後者の役割から見ると、民間銀行が容易に日銀からの借入に依存できることは、彼らの行動の規律を低めることになるであろう。しかし前者の役割から見れば、成長に合わせた受動的な貸出供給が望まれる。

日本銀行が対民間銀行向け貸出を受動的に供給したか否かは微妙な問題である。日銀の態度は時期によって多少異なっていたのではないと思われる。たとえば、高率適用制度が重要性を持っていた昭和20年代末には、日銀は高率貸出について受動的なスタンスをとった。このため、コール・レートが上昇の気配をみせると民間銀行の日銀借入が急増し、高率適用貸出は(日銀が本来そうあるべきと考えていたような)例外的なものではなくなった。

他方、昭和32年の引締め期には高率適用(二次高率)貸出を例外的にするという方針を日銀が固めていたので、日銀貸出の受動性は薄れた。その結果コール・レートは引締め効果を如実に反映して急上昇したのである。¹⁾もし日銀が一貫してその貸出供給を受動的に調整していたとすれば、昭和30年代にしばしば見られたようなコール・レート急騰はなかったはずである。したがって、総じて日銀の貸出供給は日銀側のオプションに従ってかなり厳しくコントロールされていたと判断できる。

日銀貸出を中心とする金融調節が抱えるこの二律背反の状況を解消する方法として日銀が取り続けた方策は次の二つである。すなわち、(1)日銀の受動的な貸出しが民間銀行の野放図な融資拡大につながらないように民間銀行の融資活動を直接「指導する」こと、(2)日銀の金融調節の方法を多様化することによって、金融調節における日銀貸出の重要性を低めることである。

窓口指導 昭和28年に開始された金融引締めは、低金利政策への配慮から公定歩合を引き上げることができなかったため、高率適用制度の運用と並んで都市銀行を中心とする民間銀行への窓口指導(貸出増加額規制)が最も重要な役割を担った。その後、公定歩合の操作が実施されるようになってからも、日銀の政策手段の中で窓口指導の重要性が低下することはなかった。公定歩合は、少なくとも表面的にはマクロ経済政策の体系の中であまりにも重要な位置付けを

与えられたので、その操作に政治的な制約が課せられることも少なくなかった。したがって、むしろ窓口指導という直接的な規制が弾力的な政策運営手段として重宝であった。

またハイパワード・マネーは、銀行行動の結果として決定される準備需要に対応する形で受動的に供給せざるをえないという日銀当局の判断からすれば、民間銀行の融資行動を直接コントロールしなければ、金融政策を適切に運営できないことにもなるわけである。

銀行貸出を直接コントロールするという政策の重要性は昭和30年代半ば以降一層強まったように思われる。その典型は窓口指導と並んで、昭和35年から36年にかけて大蔵省・日銀の行った都市銀行の融資行動に対する調査と、それを基礎とした融資削減の申合せであった。²⁾これは、昭和30年代の初頭に導入された金融政策の正常化、つまり窓口指導の廃止、高率適用貸出の抑制、コール・レートに対する日銀の内面指導の廃止などの諸措置が32年に急激なコール・レートの上昇という混乱をもたらし、結局「失敗した」という経験に立脚しているように思われる。しかしこの混乱は、高率適用貸出の抑制という日本銀行信用供給方式の根本的な(しかも民間銀行にとっては未経験の)変更によって生み出されたという側面もあったのである。³⁾

窓口指導は直接規制一般が抱える通弊を有していた。一つは、銀行の横並び行動を助長することによって、銀行部門の有効な競争を妨げる方向に働いたこと、もう一つは、金融システムにおいて窓口指導の対象とならない部門の融資が、金融引締め過程で拡張することによって窓口指導の効果自体を相殺したことである。昭和30年代には株式市場が、また40年代には中小企業金融機関や農林系統金融機関が窓口指導の抜け穴として働いた形跡がある。⁴⁾日銀もこの相殺的な作用を理解していたから、窓口指導の対象となる金融機関の範囲を徐々に拡大するなど、民間金融部門の側の規制回避を防止する対策に力を注がなければならなかった。

金融調節手段の多様化 日銀はたえず対民間銀行貸出以外の金融調節手段を探し求めてきた。昭和27年以降48年に至るまでの期間でも、オペレーション手段の開発・導入をめぐるエピソードに事欠かない。昭和30年代初頭から続く政府短期証券をめぐる大蔵省との葛藤、昭和37年の「新金融調節方式」導入、46

年の手形売買市場創設と手形オペレーション導入, などは比較的重要なエピソードの例である。

マクロ的に見ると, ハイパワード・マネー供給量の調節は, いかなる方法でも同じであるかに思われるが, 金融市場相互間を結ぶ裁定が完全には働かないような不完全な金融市場のもとでは必ずしもそうではない。他方, 短期資金市場を中心に金融市場が十分に発達し, 各市場間を連結する裁定取引が円滑に行われる場合には, 日本銀行が金融市場のどの部分に直接働きかけてオペレーションを実施するかは本質的ではない。日銀がどこでオペレーションを行おうとも, 裁定を通じて他の市場にその効果が速やかに伝達されるからである。

金融市場を結ぶ裁定取引が不完全で各市場が分断されている場合には, 日銀のオペレーションは多様な対象へきめ細かに実施されなければならない。非常に大雑把な表現を用いれば, 日銀自身が市場調整メカニズムを代行する必要があるわけである。このような状況は一種の官僚機構としての日本銀行にとって必ずしも不都合なことではない。なぜならば, 第1に, 日銀のきめ細かな調整活動の重要性は日銀自体の存在価値を高めるであろう。市場関係者との個別的・相対的な取引関係は, 民間金融部門その他の情報を入手し, 彼らの行動を監視するうえで便利である。第2に, 金融市場を日銀がコントロールすることによって, 純粋に市場メカニズムを通じる場合とは異なる資金配分を追求する可能性が存在する。この可能性は日銀が実行する「窓口指導」などの内面指導の有効性を担保することに役立つ。

したがって一面では, 日本銀行にとって金融市場の発達はあまり歓迎できないことからである。実際, コール資金市場への日銀の直接的, あるいは間接的な介入は, この重要な短期資金市場の金利調整メカニズムの有効性を減殺する方向に働いてきた。⁵⁾ ほんの一時期(新木総裁時代)コール市場への介入を日銀は差し控えたが, その後は金利決定や取引形態に関して間接的にとはいえ, 絶えず介入して自由な取引が発達することを阻害した。この状態は昭和60年代に入っても続いたのである。

公定歩合操作 公定歩合は日本の金利体系の核をなすものとして非常に重視されてきた。確かに, 日本の規制金利の体系は公定歩合を基軸として形成された。したがって公定歩合はいわば金利体系の象徴であり, 低金利政策指向が強

かった昭和20年代末には, 金融引締め期に公定歩合引上げを見送らざるをえなかった。その後も, 公定歩合は重要な象徴であるがゆえに, その操作をめぐって政策当局間で複雑な交渉, 対立が何度か生じた。池田内閣や田中内閣のような経済拡張主義を旗印とする政権のもとでは, 公定歩合の引上げに対して強い抵抗が存在し, 日本銀行にとって円滑な金融引締めを実施することが難しかったとされる。また, 公定歩合の変更とともに, 預貯金金利の変更が実施されることも多かったが, その場合には金利の引下げに対する郵貯(郵政省)側の抵抗があった。

日銀は, これらの抵抗によって理想とする金融政策運営が妨げられたという不満をもちつづけてきた。確かにこの不満には一理あるといえよう。しかし, 同時に日銀の政策運営は必ずしも全面的に公定歩合操作に依存したわけではない。昭和30年代半ば過ぎまで続けられた高率適用制度は, 一定の公定歩合のもとで日銀貸出供給額をコントロールすることによってコール市場金利を操作する目的をもった合理的な制度であった。⁶⁾ コール金利を異常に高めるといいうれなき理由で高率適用制度を廃止したのは筋違いの選択であった。いずれにしても, 日本銀行はコール・レートなど他の金利の操作で金融政策を実施できたのではないと思われる。昭和47年の金利引下げは景気過熱が始まろうという悪いタイミングで実施された。日本銀行はそのタイミングの遅れの一因を金利の早期引下げに強く抵抗した郵政省の態度に求めている。しかし, これは「過剰流動性」に関する日本銀行の責任の一部を他の者に転嫁しているように思われる。

〔注〕

- 1) 「金融政策」編第2章第2節を参照。
- 2) 「金融政策」編第4章を参照。
- 3) 「金融政策」編第3章第4節を参照。
- 4) 「金融政策」編第6章および第11章を参照。
- 5) 「金融政策」編第3章を参照。
- 6) 「金融政策」編第2章を参照。

第3節 結 び

最後に高度成長期の金融システムの機能を大まかに評価することによって、この概観を締めくくりにしよう。経済学では、経済の制度や組織を、効率性、安定性、公平性という三つの基準に即して評価するのが常套である。ここでも、これらの三つの基準に従って評価することにしよう。

効率性 今日の経済分析においては、金融市場の効率性を評価する方法として、市場における価格(金利)形成が情報の効率的な利用に立脚しているかどうかという点が考慮される。¹⁾しかし、高度成長期の日本の金融システムの効率性を全体として評価する場合には、この方法はほとんど有効ではないだろう。なぜならば、すでに述べたように金融市場の伸縮的な価格(金利)メカニズムは、システム全体の機能において重要な位置を占めることがなかったからである。

このことは、日本の金融システムが非効率的であったことを必ずしも意味するものでないことはいうまでもないであろう。日本の金融仲介過程は、オープンな価格(金利)メカニズムに支えられることはなかったが、金融仲介機関と借手(とくに企業)との資金取引関係を基盤として、民間企業の資本蓄積を促進することに貢献したと考えられる。このような金融仲介の機能は、金融取引に伴う情報が不完全情報である場合には、効率的な機能を発揮しうるのである。この点は、第1節において若干詳しく論じたところである。

問題があったとすれば中小企業・零細企業向け資金供給の面であろうか。日本の金融においては、大企業向け融資が優先され、中小企業・零細企業へは金融的「シワ寄せ」がなされる傾向があるという批判は従来から強かったのである。²⁾

しかし行政的な側面からみると、中小企業金融の分野へはかなり強力な挺入れがなされたことも看過すべきではない。政策当局は毎年のように年末に中小企業金融対策のプログラムを組み、それを実施した。また大蔵省の店舗行政は、中小企業金融機関を優遇する傾向が強かった。そのためもあって、金融システムに占める中小企業金融機関のシェアはむしろ着実に上昇したのである(前掲

表3を参照)。

さらに、商社などを中心とする企業間信用は、大企業から中小・零細企業への資金の流れを支えたとみることができる。中小・零細企業を取引先とする大企業、商社はそれら企業のパフォーマンスに関して銀行よりも的確な情報を獲得できる立場にある。彼らが銀行に代わって中小企業金融の分野の間をある程度埋めることができたと評価することもできよう。この意味で高度成長期の企業間信用は非常に重要な役割を担ったのである。³⁾

この時期の金融システムのもう一つの問題点として、多様性の欠如を挙げるべきかもしれない。企業は成長するに従い、多様な資金調達の方法を求める。しかし、外部資金調達の方法としては、銀行貸付があまりにも重要な位置を占めたため、他の方法、つまり証券市場を介する資金調達方法はほとんど発達しなかった。すでに述べたように昭和30年代半ばまでは増資は企業の資金調達方法で重要であったが、実際のところ、それはほとんど額面による株主割当発行をとっていたから、内部資金調達とみなしてよいものであった。証券市場に存在していた制限的なルール、とくに起債調整は社債発行という代替的な金融手段の拡大を妨げた点を否定できないと思われる。⁴⁾金融システムが多様性を欠いている点は、ここで考察の対象としている期間には、金融システムの欠陥として問題視されることはなかった。この欠陥が顕在化するのは昭和50年代後半以降、日本企業が海外証券市場において多様な方法で活発に資金を調達しはじめてからである。

安定性 日本のマクロ経済はかなり大きく変動したが、高度成長期を通じて日本の金融システムは非常に高い安定性を保った。例外としては「日銀特融」の発動された昭和40年の証券不況が挙げられるが、しかしこれも金融システム全体、あるいは実物経済を巻き込むような金融恐慌に発展することはなかったのである。

日本に預金保険制度が導入されるのは昭和46年4月のことであるから、この制度が高度成長期の金融的安定性を支えたということとはできない。また、個別銀行の健全経営に対する一般的な規制、たとえば自己資本比率規制や流動資産保有比率などに対する「業務運営指導基準」とよばれる規制が一応存在したものの、どちらかといえば形式的な色彩の強いものであったと思われる。

それゆえに、日本の金融システムの安定性を行政的に支えるものがあつたとすれば、縦割りの専門金融機関制度のもとで展開された銀行、金融機関の協調と、それを支持するような大蔵省、日本銀行の指導だったということになる。金融の各分野における価格競争その他を制限する規制は、銀行、金融機関に対して循環的変動を乗りきる「余力」を与えたであろう。同時に個別銀行、金融機関に対する大蔵省、日銀による厳しいモニタリングによって、不祥事件などの原因で経営困難に当面した銀行、金融機関を発見し、経営建直しの指導が行われた。しかしこのような指導はいわば「水面下」で行われるのが通常であり、行政当局はそれが表ざたとなることを極力避けるよう努力した。

しかしながら、銀行、金融機関の間の競争を抑制することは、金融市場においてオープンな競争を促進すること、行政的な介入の透明性を高めることなどとあきらかに矛盾する。日本の金融システムの国際化の進展、あるいは金融自由化の促進とともに、これら金融システムの安定性を維持する仕組みに対する見直しが必要となるのは当然である。これは昭和50年代以降次第に重要性を増しつつある問題である。

公平性 金融システムの機能を公平性の観点から評価する場合には、(1)金融を通じる所得分配効果と、(2)さまざまな経済主体が金融サービスを楽しむ際の機会の公平性の二つの基準が考えられる。

金利規制などの金融システムへの規制は、原理的には租税・補助金の体系とみなせるから、それらは所得分配効果を当然伴っている。とくに、預金金利および貸出金利に対する規制は、預金者から銀行・金融機関へ、また銀行・金融機関から資金の借手へ所得を移転させる効果をもっている。零細な預金者にとって、銀行預金に代わる流動的な資産が欠如していたから、規制によって預金金利を低い水準に据え置くことは、預金者から銀行・金融機関への所得移転を結果したことは、ほぼ明らかである。

しかし、銀行・金融機関から借手への所得移転は、貸出金利に対する規制が存在しつつけてきたにもかかわらず、それほど明らかではない。本概観の第1節においてふれたように、銀行・金融機関は借手に対して拘束預金を要求することによって、実効的な貸出金利を引き上げられるからである。

また、都市銀行を中心とする銀行部門へ、コール・レートを下回る公定歩合

によって日銀貸出を供給することは、通貨発行権に帰属する所得の一部を民間銀行へ分配することである。⁵⁾ このように、高度成長期の金利規制は、民間銀行へ比較的手厚い補助が与えられる仕組みとなっていたと考えられる。この点で、日本の金融システムは所得分配上の公平性にかかわる問題点を抱えていたのである。

次に、決済制度への参加の可能性など最低限の金融サービスの利用可能性が個々の経済主体に開かれるという点を公平性の基準としてとることは可能であろう。高度成長期の日本においては、銀行、金融機関の幅広い店舗網、さらには郵便局という公的金融機関の存在によって、零細な貯蓄者についても銀行制度を通じる振替決済サービスを享受できた。また、貨幣タームでみて危険の非常に低い、流動的な貯蓄手段もそれらの金融機関を通じて個々の貯蓄者に提供されたのである。この点では、日本の金融システムは十分に公平なシステムであつたといえる。

個人部門向けの資金供給が相対的に低いシェアしか占めていなかったことは、アメリカと比較した場合の日本の金融システムの特徴である。⁶⁾ この状況をもって、日本の金融が個人、消費者の利便性をないがしろにした不公平なシステムであつたと主張することは必ずしも容易ではない。個人向けの融資は、個人に関する情報収集の困難さ、ゴーイング・コンサーンとしての位置づけの難しさなどのために、企業向け融資に比較すればコストがかかることは否定できないからである。高度成長期の個人部門は、消費者としての利益よりも被雇用者としての安定した雇用などの利益を享受したとみることができる。日本の金融システムは企業金融の側面において、もっとも効果的にその機能を発揮することによって、非常に間接的に個人部門にも利益をもたらしたのである。

〔注〕

- 1) たとえば、E. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* (May 1970)を参照。
- 2) この傾向は「融資循環の二重構造」などとよばれた。たとえば川口弘「中小企業への金融的「シワ寄せ」機構—金融と「二重構造」との関係の一断面」(館龍一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』昭和40年、岩波書店)を参照。
- 3) ただし、総合商社は株式保有と並んで商社金融を企業系列強化の手段として利用しており、独占禁止法上さまざまな問題を内包しているとする批判的な評価もある。た

例えば公正取引委員会「総合商社に関する調査」(昭和49年1月および50年1月)を参照。

- 4) 証券取引審議会基本問題研究会『証券市場の望ましい在り方について』(昭和52年)を参照。ただし「証券」編においては、社債市場における起債規制が不良な社債の発行を事前に防止できたという側面を強調している。しかし、日本の起債調整は個々の債券の質を評価して実施されるのではなく、本格的な財務統計に立脚していたという点で柔軟性に欠けていたと思われる。「証券」編第2章第2節を参照。
- 5) 公定歩合がコール・レートにほぼ等しい水準に定められたとすれば、民間銀行へのこのような形の補助金は発生せず、日本銀行の国庫納付金が増加することになったはずである。
- 6) たとえば E. Sakakibara and R. A. Feldman, “The Japanese Financial System in Comparative Perspective,” *Journal of Comparative Economics*, Vol. 7 (March 1983).

金 融 政 策

第1章 プロローグ：第二次大戦直後の金融政策 —昭和26年度まで

この「金融政策」編の目的は連合国による占領が正式に終わったのちの昭和27年度から48年度までの約20年間にわたるマクロ的金融政策を展望することである。この期間は、最後の2、3年を別にすれば、日本経済が第二次大戦直後の経済的混乱から立ち直り、未曾有の急速な成長・発展を遂げた「高度成長期」とよばれる時期である。したがって、日本経済が経験した高度成長と日本銀行や大蔵省の関与したマクロ的金融政策との関連を検討するのが本稿の主題である。

いうまでもなく、マクロ的金融政策の中心は日本銀行による政策運営である。したがって、本編の考察の主たる対象も日本銀行の政策行動である。しかしマクロ金融経済の動向は、金融システムを形成するさまざまな市場の構造や、金融機関をはじめ各種の市場参加者の行動を規定する制度などに根本的に依存している。マクロ的金融政策の波及過程や有効性は、当然にそれら構造・制度の変化を反映することになる。そこで以下の考察においては、展望の視野を多少広げ、マクロ的金融政策に関連すると思われる範囲で、金融システムの構造や制度のあり方、その変遷にも言及することとしたい。

しかし、まずこの第1章では、第2章以下で問題とする昭和27年度以降の日本経済がどのような前史をもっているか、とりわけ、昭和20年の終戦以来、数年間の戦後混乱期を日本銀行の金融政策がいかに乗り切ったかを手短に概観する。高度成長期の金融政策のあり方を的確に理解するためには、高度成長の出発時点における金融経済がどのようなものであったかを知ることが有益だからである。

1 戦後インフレーションの過程

金融と実物経済の不均衡 一般的に、戦争は経済の実質的な生産能力を破壊する。他方、人々の手許には戦時中に発行された多額の銀行券や国債などの金融資産が残される。したがって、そこには実物部門と金融部門の著しい不均衡が存在することとなる。¹⁾ 経済全体としてはその不均衡をなんらかの方法で解消しなければならない。一つの方法は、政府が人々の保有する銀行券や国債などの金融資産を強権的に回収することである。

しかし、そのような回収が不可能であるとすれば、人々は極端に多額に保有する銀行券など金融資産を速やかに処分して商品や実物資産の保有額を増加させようとするであろう。実物財の生産能力は極端に低下しているから、財に対する需要の急増によって、急速な物価上昇が経済を見舞うことになる。物価上昇は一層のインフレ期待を生み出し、それが人々の金融資産に対する需要を減少させる。そのことがさらに一層実物資産、商品に対する需要を増加させ、インフレを深刻なものにする。

昭和21年以後、24年に至るまでの日本でも、ほぼ同様の状況が生じた。日本政府は終戦直後に、人々の保有する銀行券、預貯金など金融資産を吸い上げる措置を採ろうとした。それが昭和21年2月に公布・施行された「金融緊急措置令」(昭和21年2月17日勅令第83号)と「日本銀行券預入令」(昭和21年2月17日勅令第84号)である。²⁾ しかし金融緊急措置は、それが狙いとしていた銀行券発行高の増加抑制には十分成功しなかった。³⁾ 実際、銀行券の発行残高は20年末から21年末に1.7倍、21年末から22年末にかけて2.3倍に増加したのである(表1-1を参照)。その結果、インフレーションは続いた。表1-1に見られるように、卸売物価(東京)と小売物価(東京)は昭和21年から22年にかけてそれぞれ3.0倍と2.7倍になり、22年から23年の1年間では2.7倍、2.9倍となったのである。インフレ抑制が成功するのは、23年12月18日に連合軍総司令部が日本政府に提示した「経済安定九原則」指令に立脚して24年3月に導入されたいわゆる「ドッジ・ライン」以降である。

復興金融債券の日本銀行引受け 金融的な収縮が成功しなかった最大の理由

表 1-1 銀行券発行高と物価指数、生産指数

	銀行券発行高 (年末、億円)	物価指数(昭和9～11年=1.0)		鉱工業生産指数 (昭和9～11年=100)
		(東京)卸売	(東京)小売	
昭和20年	554			
21	934	16.3	18.9	30.7
22	2,191	48.2	51.0	37.4
23	3,552	127.9	149.6	54.6
24	3,553	208.8	243.4	71.0
25	4,220	246.8	239.1	83.6
26	5,063	342.5	309.5	114.4
27	5,764	349.2	301.2	126.4
28	6,298	351.6	309.7	155.1

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」。

は、日本銀行が経済復興の過程に直接関与して金融的支援を行わざるをえなかったことである。政府は昭和21年12月24日に名高い「傾斜生産方式」の導入を決定し、それに対応して翌22年1月から復興金融金庫の業務を開始した。復金は預金封鎖と戦時補償打切りによって打撃を受けた企業の資金難打開を目的として設立され、石炭鉱業、電力、肥料などの基幹産業へ重点的に資金供給を行った。まさに、傾斜生産方式を支える傾斜金融のための機関として働いたのである。重要な点は、復金が資金調達のために発行した復興金融債券(復金債)の大半を日本銀行が引き受けたことである。すなわち、21年度から復金の新規貸付が停止される24年3月までの間に、復金債は総額1680億円発行されたが、その中で69%が日本銀行によって引き受けられたのである。⁴⁾

財政支出、あるいは政府の融資が通貨増発によって賄われるというパターンは、経済復興や発展途上にある経済でしばしばみられる。このパターンは、財政支出の必要額を賄うための租税収入が不十分である状況に対応する手っ取り早い方法であり、結局、物価上昇によって民間部門から政府部門へ資源を移転させる「インフレ課税」を招来する。しかし、インフレ課税は貨幣や銀行預金、あるいはその他貨幣タームで購買力が規定されている金融資産に対する人々の信認を揺がし、人々は商品在庫や原材料のストックを保有することによって価値を貯蔵しようとする傾向を強める。これが投機や売惜しみといった社会的現象であり、インフレーションを加速し市場経済を一層混乱させる。昭和20年代

の初頭の日本経済はそのような危機的状況にあった。

〔注〕

- 1) ただし第二次大戦直後の日本においては、多量の実物資本が戦前戦中から引き継がれていたといわれる。したがって、少なくとも昭和25～26年頃まで実物経済のサプライ・サイドを制約していたのは輸入原材料の輸入であった(香西泰『高度成長の時代—現代日本経済史ノート』, 昭和56年, 日本評論社, 「プロローグ」を参照)。この状況が「国際収支が悪化しつつあるにもかかわらず、輸入を増大させれば、インフレは抑えられる」という考えを固執して事態を見送り、……輸入金融の優遇を依然つづけ(金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」, 昭和34年3月18日, 大蔵省銀行局, 6ページ)るという日本銀行の政策スタンスを生み出したのであろうか。
- 2) 「金融緊急措置令」については大蔵省財政史室編『資料・金融緊急措置—終戦直後における「経済危機緊急対策」』(昭和62年, 霞出版社)を参照。
- 3) この点については日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年, 日本銀行), 49-52ページを参照されたい。
- 4) 前掲, 香西泰『高度成長の時代』, 48ページ。

2 戦後経済復興への日本銀行の係わり

日本銀行によって採用された政策は、当時の混乱した金融市場の状態を反映して、直接的な規制あるいはそれに近い手段に強く依存していた。また経済復興を図り、基幹産業を育成するために、金利を低い水準に維持することが要請されていたため、日銀が公定歩合を操作するという政策を本格的に実施することは不可能であった。金融引締め政策は高率適用制度、窓口指導といった、本来は「補完的」役割にとどまるべきと日銀が考えていた手段に強く依存せざるをえなかったのである。¹⁾

より重要な点は、この時期に日本銀行が金融市場における資金配分のあり方に、直接的に関与したことである。先に紹介した「金融緊急措置令」(昭和21年2月17日勅令第83号)に基づいて昭和22年3月1日に「金融機関資金融通準則」によって「産業資金貸出優先順位表」が告示されたが、これはいわゆる傾斜生産方式に対応して、石炭鉱業や鉄鋼、肥料など重点産業をも含む産業別の資金配分に関して民間金融機関の融資行動に規制を加えようとするものであった。²⁾ 民間銀行へのこの規制は後で説明する融資幹旋制度と組み合わせられてお

り、この点で日本銀行も民間銀行の融資行動を単に量的にばかりでなく、質的に規制することに係わったのである。³⁾

ただし「金融機関資金融通準則」の意義は、24年のドッジ・ライン導入によって財政資金確保の目標が重要性を失うとともに薄れた。経済復興が進むとともに、金融機関の自主的な融資活動を重視する考え方が、関係者の間に次第に浸透したのである。その結果日銀内部では、25年2月頃には、この制度を廃止してかまわないという意見が支配的となった。しかし、この制度は全く形骸化しながらも、「金融緊急措置令」が廃止された昭和38年7月22日まで存続したのである。⁴⁾

融資幹旋制度 融資幹旋制度は昭和23年8月10日に日本銀行営業局に融資幹旋部が設立されたのに始まり、29年2月8日に融資幹旋部が廃止されるまで続いた。この制度は民間銀行の融資活動に対し日銀が指導を加える規制の一形態である。しかし、日銀の指導は複数の民間金融機関の行動を調停するスタイルをとっている点で独特のものであった。

終戦前には、基幹産業に対する融資は興銀、旧財閥系銀行などを幹事銀行とするシンジケートの結成によって比較的円滑に行われていた。しかし終戦直後の昭和20年代前半には、これらの民間銀行はインフレの進展に伴ってますます多額となる基幹産業の大口資金需要に対し、幹事銀行としてシンジケートを結成しうるだけの資力的余裕をもっていない状況にあった。たとえ金融機関資金融通準則によって法制上貸出しの優先順位が定められても、民間銀行にとって重要産業に対して円滑に資金を供給することが困難であったのである。日銀はこのような状況のもとで、幹事銀行からの依頼に基づき、これと協力して協調融資の成立に努め、併せて余裕資金が不急不要の方面に流れることを阻止することによって全体としての資金のより効果的な運用を図ろうとしたのである。つまり融資幹旋とは、原則として融資を行う金融機関の側からの要望に基づき、市中銀行数行による協調融資の成立を日銀が幹事銀行的立場で援助したものである。⁵⁾

当時の融資幹旋は復金融資とも関係があった。すでに述べたように、復金融資の資金源は大部分が日銀の復金債引受けによるものであった。インフレ抑制の観点から、復金融資は本来の趣旨に沿ってできるだけ設備資金に限定し、運

表 1-2 融資斡旋の件数と金額

(単位：100万円)

	件数	金額
昭和22年 1～3月	34	1,455
4～6	98	3,947
7～9	150	4,207
10～12	339	10,486
昭和23年 1～3月	284	6,442
4～6	548	14,482
7～9	681	22,439
10～12	760	25,570
昭和24年 1～3月	434	16,193
4～6	475	33,178
7～9	708	60,713
10～12	832	52,041
昭和25年 1～3月	431	45,537

(出所) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」(昭和34年5月)。

転資金は民間銀行からの借入れなどで賄うことが必要とされた。そこで日銀は、斡旋業務を通じて復金融資の対象となっている企業の運転資金の市中調達に協力したのである。とくに23年に復金の公団融資(運転資金)を全面的に市中融資へ切り替える際には、融資斡旋が重要な役割を果たした。

その後24年に、ドッジ・ラインの実施による引締め政策への転換に伴い、日銀は融資斡旋対象の審査を厳重にし、毎月恒例的に斡旋するものはなるべく早く市中の自主的運営に返してゆくという方針をとった。しかし、結果的には融資斡旋業務はむしろ活発化し、その件数および金額は24年中に最高となった。これは、24年初めからの金融逼迫によって産業向けの銀行融資が停滞を見せはじめたことと関連している。後にもふれるように、日銀はドッジ・ライン実施による厳しいデフレ効果を緩和する方向に金融調節を展開したのである。

その後25年春頃から金融情勢もしだいに安定の方向に向かったので、日銀は同年5月から従来の一般的斡旋業務を全面的に手控える方針に変更した。

〔注〕

1) 高率適用制度は昭和22年3月に復活したが、これについて『日本銀行百年史』は次のように述べている。「〔日銀〕信用を過度に乱用する市中銀行に対する個別的懲罰とい

う色彩がしだいに薄まり、逆に本行の貸出実効金利を変動させることにより、市中銀行全体の信用供与活動に影響を及ぼそうとするねらいがしだいに強まった。」(『日本銀行百年史』第5巻、昭和60年、97ページ) なお、高率適用制度の仕組みは第2章第2節で説明する。

- 2) 「金融緊急措置令施行規則」(昭和21年2月17日大蔵省令第12号)の第13条第2項「大蔵大臣ハ金融機関、証券引受会社又ハビルブローカーニ対シソノ資金ノ融通ニ付制限若ハ禁止ヲ為シ又ハ当座貸越契約ノ極度金額ノ減額ヲ命ズルコトヲ得」に基づくものであった。
- 3) 前掲、『日本銀行百年史』第5巻、90-92ページ。
- 4) 前掲、『日本銀行百年史』第5巻、348-50ページ。
- 5) 日本銀行が融資斡旋を通じて演じた役割は、その後の高度成長期に民間銀行部門のいわゆる「メインバンク」が演じた役割に類似している。

3 ドッジ・ライン(昭和24年3月)と金融政策

すでに述べたように、昭和23年12月18日、連合軍総司令部はインフレ収束を目的とする「経済安定九原則」を日本政府に指令した。九原則の最大の柱はインフレーションの原因となっていた「財政赤字」(後述)を解消する均衡予算主義であった。この経済安定九原則は24年3月7日に発表されたドッジ・ラインに結実し、昭和24年度の超均衡予算を生み出したのである。また、ドッジ・ラインの発表とほとんど時を同じくして、24年4月25日に1ドル360円の単一為替レートが実施された。

この場合の超均衡予算とは、一般会計の形式上の均衡(それは従前から達成されていた)ではなく、復金債など特別会計、政府機関によって発行される「かくれた公債」を公的債務として陽表的に計上したうえで、総合予算の純計が黒字となる予算のことである。この超均衡予算の結果、復金の融資活動は停止され、金融市場は極度に逼迫する可能性が高まった。

しかし日本銀行は、超均衡予算のデフレ的效果を緩和するための政策、すなわち「デイスインフレーション政策」を採用した。日銀が24年以降、融資斡旋を活発化したことをすでに説明したが、これもデイスインフレーション政策の一環であった。また24年から25年にかけて高率適用制度を緩和するほか、日銀は実にさまざまな債券オペレーションを通じて民間部門に資金を供給し、デフ

64 第1章 プロローグ：第二次大戦直後の金融政策—昭和26年度まで

ンがなかったとすれば、ドッジ・ラインのために日本経済は一時的にせよ激しいデフレに見舞われ、経済的回復の経路はもっと不安定なものとなっていたことであろう。実際には、鉱工業生産指数でみた日本経済の実質的生产能力は21年以降着実に増加したのである(表1-1を参照)。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、375-76ページ。
- 2) 前掲、『日本銀行百年史』第5巻、377ページ。もちろん、25年半ば以降は朝鮮戦争による国内のインフレ対策が影響を及ぼしている。
- 3) 「金融正常化」と金融政策に関しては、本編第3章で詳しく説明する。

4 朝鮮戦争(昭和25年6月)の影響

昭和25年6月25日に勃発した朝鮮戦争は日本経済に特需ブームをもたらした。昭和25年以前には、日本の国際収支をкаろうじて破産的な状況から救ったのはアメリカの援助であったが、朝鮮戦争を契機として特需がそれに代わって国際収支不均衡がもたらす破局を防止したのである(表1-3を参照)。同時に再びインフレーションが日本経済を襲った。しかし、日銀を含む金融当局は、当初本格的な金融引締めが必要を認識していなかった。むしろこの機に乗じて日本経済の自立を図る好機であると考えたようである。したがって、25年中には図1

表 1-3 国際収支の推移

(単位：100万ドル)

	輸 出	輸 入	貿易収支	援 助	特 需
昭和21年	67	303	-236	192	...
22	184	449	-266	404	...
23	265	547	-282	461	...
24	536	728	-198	534	...
25	924	886	38	361	149
26	1,358	1,645	-287	157	592
27	1,295	1,701	-407	5	824
28	1,261	2,050	-790	...	809
29	1,614	2,041	-426	...	596
30	2,001	2,060	-53	...	557

(出所) 香西泰『高度成長の時代』(昭和56年、日本評論社)、第4章表2より。

-1に要約されているように、債券買いオペが縮小され、高率適用制度が強化されただけであった。

しかし物価は26年に入ると一層騰勢を強めた。また、連合軍総司令部からの引締め政策を求める強い要求もあったため、ついに日本銀行は26年10月1日に公定歩合(商業手形割引歩合)を日歩1.4銭から1.6銭に引き上げた。この金利引き上げは特需ブームが下火となりつつあった時期に行われたものであり、かなりタイミングがずれていた。¹⁾ただし、従来きわめて低い水準に固定されていた公定歩合を若干引き上げることがどの程度引締め効果をもつものであったかは疑問のあるところである。日銀は国内の市中貸出金利を国際水準なみに引き下げることを目指していた。この目標を達成しやすくするという配慮から、公定歩合の水準を非常に低い水準に固定していた。したがって公定歩合引き上げは、金融機関の預金コストに近い線まで公定歩合を引き上げて金利体系を「正常化」という狙いがあったのである。²⁾

〔注〕

- 1) 「朝鮮戦争による国際市況の高騰は、しかし一時的なものにとどまった。1951年4月の主戦論者マッカーサー元帥の解任、6月のマリク国連ソ連代表の和平提案によって、世界的軍拡ムードは退潮となり、市況が崩落して投機筋に手痛い打撃を与えた。」(香西泰『高度成長の時代』、昭和56年、日本評論社、78-79ページ)
- 2) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、409ページ。また、「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」(金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」、昭和34年5月、に収録)は、「昭和24年に日銀政策委員会が設定されてからは、公定歩合政策は形式上日銀の判断で実行し得るようになったが、実質的には大蔵省の同意を得ずしては実行し得ないようであった。しかも日銀は公定歩合政策の重要性を一応は自覚していたが、そのためにかえってこれを軽々に動かさないという態度をとり、その積極的活用を行う気魄も欠けていたように見受けられる。26年10月の2厘引き上げも市中金利との不均衡調整であり、28年10月頃まではインフレの進展、国際収支の悪化を経験しながら、公定歩合政策でこれを是正するという考え方は少なかったように見られる」(同、6ページ)と述べている。

5 金利協定と独占禁止法

第二次大戦直後の日本においては、金利メカニズムは絵に描いた餅のようなものであった。日本銀行にとって、金利体系を調整することによってマクロ経

済の総需要をコントロールすることはほとんど不可能であり、むしろ物価変動が激しい局面ではあまり意味がなかったかもしれないのである。¹⁾ この時期に重要であったのは、図1-1に例示されているような資金の直接的な割当配分であった。

預金金利および貸出金利規制 戦前、東京銀行協会など各地域の銀行協会は「過当競争」の防止を目的として預金金利(最高金利)、貸出金利(最低金利)に関する協定を結んでいた。戦後も昭和22年7月5日に、金融当局(大蔵省と日本銀行)の指導に基づいて金利協定が締結された。しかし公正取引委員会がこの金利協定を問題とし、独占禁止法第3条(不当な取引制限の禁止)、第4条(第1項、第1号、共同して対価を決定し、維持しまたは引き上げる行為の禁止)に抵触するか否かを判断する審判を開始し、22年10月22日には金利協定を独禁法違反と判定した。そこで翌10月23日、各種の金利協定が廃止され、次いで22年12月13日に「臨時金利調整法」(昭和22年12月13日法律第181号)が公布され、同月15日に施行された。²⁾

この法律は、「大蔵大臣は、当分の間、経済一般の状況に照し必要があると認めるときには、日本銀行総裁をして、金融機関の金利の最高限度を定めさせ」(第2条第1項)、「変更または廃止させることができる」(第2条第2項)ことを主旨とするものであり、以降40年以上にわたって日本の預金・貸出金利の決定に深い影響を及ぼしつづけた。もちろん、この法律は名目的な金利を規制することはできても、物価上昇率の変化による実質金利の変動や、債務者に対する拘束預金の要求による実効金利の調節を規制することは不可能であった。したがって、公定歩合操作そのものがもつ金融市場へのインパクトの大きさに疑問がないわけではない。逆にいえば、昭和20年代末から30年代初頭にそうであったように、公定歩合操作を伴うことなく金融政策を変更することも不可能ではなかったのである(次の第2章を参照)。しかし、公定歩合は日本銀行の金融政策のスタンス変更を人々に確実に伝えるシグナルとして重要な地位を占めていたと考えることもできる。

コール・レートに対する規制 金融政策のその後の展開に関連して、コール・レートに対する日本銀行の指導が重要である。昭和23年1月10日、「臨時金利調整法第2条第1項の規定に基づく金融機関の金利の最高限度」(大蔵省

告示第4号)によって、コール・レート(翌日物)の最高限度を日歩9厘、ブローカーレイジの最高限度を日歩1厘と設定した。この限度の範囲で日銀が翌日物コール・レートの水準を指示するという方式が採用された。その後、翌日物コール・レートとブローカーレイジの最高限度は23年7月、8月に1厘ずつ引き上げられ、日歩1銭1厘、適用金利1銭となった。

しかしこの時期には、金融の全般的な逼迫を反映して規制を回避する動きがきわめて活発であり、コール資金取引の中心は金利規制に服する翌日物から無条件物や月越物へ移り、そこでの取引レートは急騰した。また、規制の対象とされた翌日物コールについても、その実勢レートは半日物金利を擬制的に組み合わせるなどして、規制限度を超え日歩1銭5厘ないし2銭にまで上昇したといわれる。³⁾

この状況に対応して、日銀は昭和25年5月に指導レートの対象を翌日物から無条件物へ切り換えると同時に、指導レートをより現実的な水準である日歩1銭8厘(年率6.75%)に引き上げた。しかし、この指導レートも短期間に名目的なものとなってしまったようである。なぜなら、26年6月に日銀はコール・レートの指導を強化する方針を打ち出しているからである。

この指導強化は日銀の思惑通りには働かず、規制回避の取引、たとえば金融機関相互の直取コールや同業者預金が急拡大し、コール資金取引額は減少した。また、農協関係預金、共済組合預金など大口預金に対して盛んに「特利」が支払われた。

このような規制回避に対し、日銀は硬軟両面から対応策を打ち出した。すなわち、コール・レート指導の対象範囲を広げるとともに、指導レート自体を実勢レートに近づけるべく引上げを行ったのである。⁴⁾ いずれにしても、日本の金融システムにおいてコール・レートは比較的自由な変動を示すただ一つの金利として、金融全般の需給状況を示すバロメーターの役割を果たしつづけた。⁵⁾ 規制に服している各種の名目金利に比較して、コール・レートはより高い水準に上昇し、かつ大幅な変動を示す傾向があったが、それはこの時期の金融市場の需給関係の逼迫や不安定性を如実に反映したものであった。一部の関係者は、コール・レート上昇や変動を異常であると決めつけたが、それはあたかも気温の異常な上昇を寒暖計のせいにするようなものだったのである。

〔注〕

- 1) 政策当局にとって重要なのは、名目金利ではなく、人々のインフレ期待を考慮した実質金利の調整である。
- 2) 公正取引委員会はこの問題に関する審決を回避するため、審決前に金利協定の破棄を望んでいたと伝えられている(『日本銀行百年史』第5巻, 第3章, 159ページ)。
- 3) 日本銀行資料。
- 4) 日本銀行資料。
- 5) 鈴木淑夫『金融政策の効果』(昭和41年, 東洋経済新報社)。

6 要 約

第二次大戦直後から昭和27年初頭までの日本銀行の金融政策は、資金配分に係わる規制、すなわち質的規制と深く係わっていた。融資斡旋は、本来ならば民間の有力銀行が演ずるべき役割を日銀が担っていたことを意味している。終戦直後の一時的な混乱期には、この種の係わりはやむをえないことであったといえよう。むしろ、経済復興の進展とともに日銀がこのような役割から速やかに身を引いた点を高く評価すべきであろう。実際、日本銀行の融資斡旋業務は25年5月頃から消極的なものとなり、29年2月には停止されたのである。

また、日銀は特定の産業分野、経済部門への資金供給を目指して資金調節のオペレーションを展開した。この種のオペレーションがマクロ的な金融調節と不可分の関係にあったのがこの時期の特徴である。個々の金融市場が分断された状況の下では、日銀信用をどの部門との取引を通じて増減させるかが経済の資源配分のパターンを決定することにもなるから、政策当局は微細な点にまで介入せざるをえない面がある。金融市場が発展し、価格メカニズムを通じて各金融市場間が密接に連結されるにしたがって、日銀は資金供給総額のコントロールに関心を集中し、その配分を基本的に市場に任せることができるようになるのである。このような「正統的」な金融政策運営を追及することが、昭和30年以降の日本銀行の課題となる。次章以下では、日本の経済発展の過程と日本銀行の政策運営方法の展開との相互関連に注意を払いながら、金融政策の経過を展望する。

第2章 「オーソドックス」な金融政策の開始
—昭和27～30年

日本経済は朝鮮動乱ブームの反動から、昭和26年に一時的に停滞の兆しを見せたが、個人消費の増加、旺盛な民間設備投資、さらに政府支出の急増(昭和27年)等に支えられて速やかな立ち直りを見せた。しかし、27年には国民総支出の拡大とともに貿易収支の悪化が深刻な様相を示しはじめた(表2-1を参照)。この傾向は28年に入って一層顕著となったため、この年の秋に戦後初めて、国際収支改善を名目とした金融引締め政策が発動された。ただし、財政面では、この年の風水害による災害に対する補正予算の必要もあって、むしろ拡張的であった。しかし、29年度予算については厳しい引締めがなされ、均衡財政への

表 2-1 主要経済指標(昭和27～30年)(対前年同期比、%)

年・四半期	実質国民 総 支 出	鉱 工 業 生産指数	物価指数		全銀貸出 残 高	国際収支 貿 易 収 支 (100万ドル)
			消 費 者	卸 売		
昭和27年 I	...	13.2	8.1	12.2	54.1	-16
II	13.3	4.1	4.7	0.1	46.9	-74
III	3.1	8.0	4.1	0.5	40.2	-130
IV	18.5	6.7	0.2	-3.9	40.2	-208
28年 I	9.9	13.0	2.6	-1.6	37.8	-208
II	3.6	22.3	5.8	0.7	33.0	-284
III	10.7	16.5	9.1	1.8	29.9	-178
IV	2.9	25.4	13.5	4.6	25.5	-272
29年 I	16.0	21.1	10.6	4.4	19.2	-262
II	2.5	8.7	7.9	0.8	14.4	-164
III	2.7	4.7	4.7	-3.6	20.3	-63
IV	4.0	0.2	-0.7	-4.0	19.6	61
30年 I	1.6	-0.2	-1.5	-4.5	8.6	3
II	9.0	6.5	-1.3	-1.9	9.2	-30
III	9.7	13.7	-2.2	-0.2	8.8	57
IV	13.4	12.0	-0.9	-0.4	9.7	77

復帰が企図され、財政投融资の規模も前年比で500億円以上削減された。

振り返ってみれば、高度成長期、¹⁾ ことにその前半期の日本の金融政策は、固定為替相場制度のもとで国際収支の均衡を維持しつつ、いかに国内経済の拡大のテンポをコントロールするかという政策課題を担っていた。別の表現をすれば、日本銀行のもっとも重要な役割は、国際収支均衡の条件を逸脱しない範囲に経済成長の速度を抑制することであった。

したがって、金融政策のもっとも重要な分析が金融引締め過程、つまり引締め政策の具体的な手段や政策発動のタイミングなどの考察となるのは当然である。以下の本編の考察も、その主要な対象は金融引締め政策となる。

昭和28年の金融引締め政策 昭和28年に実施された金融引締め政策は、戦後初めて国際収支の均衡維持を目的としたものであり、かつ日本銀行関係者によって「オーソドックスな金融政策」とよばれる手段が用いられた。ただし、オーソドックスといってもアメリカやイギリスで行われていたような公開市場操作を中心とする金融政策という意味ではなく、第二次大戦直後の時期に採用された、直接的規制・指導の色彩がやや弱められた程度のものであった。

昭和28年から30年にかけての金融政策に関連するクロノロジーが、表2-2にまとめられている。28年後半からの金融引締め政策の中心は窓口指導、および高率適用制度の強化であった。これに公定歩合操作を加えれば、高度成長期前半(昭和30年代末まで)の金融政策の基本的枠組みが整ったことになる。²⁾

また、それらの引締め手段とは別に、コール・レートに対する日銀の規制強化(29年3月)と、その後のコール・レート自由化(30年8月)、大蔵省・日銀による「特利」解消の努力(29年6月)、日銀保有手形の農林中金への売却(29年10

表 2-2 金融政策のクロノロジー(昭和28～30年)

年 月	事 項
昭和28年 9月	窓口指導の強化
29年 3月	高率適用制度の運用強化
29年 6月	大蔵省・日銀、特利是正強化
29年10月	日銀保有手形の農林中金への売りオペ
30年 4月	日銀総裁一万田尚登から新木栄吉へ
30年 8月	コール・レートの規制・指導を廃止(32年7月まで) 公定歩合引上げ・高率適用制度改正
30年12月	窓口指導廃止

月)などは、当時の金融政策運営の実態、政策運営の背景をなす金融市場の状況などを理解するうえで重要なトピックスである。この章では窓口指導および高率適用制度という政策手段の重要な構成要素を単純に解説するとともに、上記のトピックスとその意味を論じることにする。

〔注〕

- 1) ここでは昭和30年以降、昭和47年頃までを「高度成長期」とよぶ。
2) この時期に採られた金融引締め政策と財政膨張抑制策は「経済健全化政策」ともよばれた。30年7月に発足した財政懇談会提出資料を参照(『予算』第6巻9号「財政懇談会資料集」、昭和30年11月)。

第1節 窓口指導(規制)の強化(昭和28年9月)

「窓口指導」は日本銀行営業局資金係が設置された昭和22年7月から始められた。しかし、比較的初期には窓口指導は民間銀行に対する日々の資金繰り指導を中心としていた。また、資金配分をも規制するため、営業局と資金局(27年10月廃止)、融資斡旋部(29年2月廃止)との密接な関係も図られた。27年以前には、窓口指導は資金配分をコントロールするための政策手段の性格が強かったのである。マクロ経済政策の一環としての量的規制、つまり銀行部門の貸出総額の抑制を目的とする本格的な窓口指導は28年9月6日に始められた。¹⁾

今日では、多くの日銀関係者はあまり積極的には認めようとしませんが、窓口指導は高度成長期、およびそれ以降の時期を通じて日銀の最も重要な政策手段の一つとして、重きをなしていた。金融引締めは窓口指導から始められ、やがてより標準的な金融政策手段とみなされていた公定歩合(正式名称「基準割引歩合」および「貸付利子歩合」)の引上げへと進むのが一般的であった。ただし、昭和28年から29年にかけての引締め期には、公定歩合は引き上げられなかった。公定歩合引上げが国内金利の上昇につながることを、政策当局が嫌ったためである。²⁾

〔注〕

- 1) 一説には、昭和28年1月から窓口指導(時として「窓口規制」ともよばれた)が採用

されたともいわれる。昭和30年12月から31年6月までの金融緩和期には、新木日銀総裁の「正常化路線」を反映して、一時的に窓口指導が中止された(第3章第2節を参照)。

- 2) 昭和21年4月以降、26年10月1日までの間に日銀は公定歩合を5回引き上げたが、その後30年8月10日まではほぼ4年間公定歩合の引上げはなかった。

1 窓口指導を正当化する理由

この時期まで日本銀行は「窓口指導」を通じてその取引先の銀行に対して貸出増加額が預金増加額の範囲に収まるように指導してきた。しかし昭和28年9月以降は貸出額そのものの抑制が指導の対象となった。¹⁾このような日銀による直接的規制を正当化する理由として、次のような事柄を挙げることができよう。²⁾

- (1) 民間銀行の貸出行動をより間接的な方法、すなわち公定歩合の引上げ、銀行間資金市場の金利(コール・レート)の引上げなどによって、正確にしかも迅速にコントロールすることはかなり難しい。
- (2) 日本銀行は民間銀行への貸出額の引上げや債券売りオペレーション等を通じて、日本銀行信用(またはハイパワード・マネー)供給額を抑制してコール・レートを引き上げることができる。しかし、ハイパワード・マネーの大宗は民間部門が保有する現金通貨によって占められている。この現金通貨需要は、主に過去の民間銀行銀行貸出によってもたらされた生産活動水準等の条件に依存しており、少なくとも短期的には非弾力的である。したがって、日本銀行信用の供給抑制はきわめて極端なコール・レートの上昇と、短期金融市場における混乱を招来する危険がある。
- (3) 現金需要は民間銀行の過去の貸出供給行動によって規定されており、そこで創出された銀行預金の取崩しがある場合には、日銀自身、民間銀行の預金払戻しを支持すべく、日銀貸出をいわば受動的に供給せざるをえない。したがって、ハイパワード・マネーの供給量を適切にコントロールするという調節方式を採用することは困難である。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、450ページ。

- 2) 日本銀行信用、あるいはハイパワード・マネー供給を調節することの困難さと、窓口指導の必要性に関する日本銀行内部の代表的な見解は、次の論争的な著書に示されている。外山茂『金融問題21の誤解』(昭和55年、東洋経済新報社)。

2 窓口指導の問題点

これらの正当化が妥当なものかどうかはかなり複雑な問題であり、差し当たりここで論じることは差し控える。しかし、たとえ以上の正当化がもっともであるとしても、窓口指導という金融政策手段には次のような問題点がある。

- (1) 窓口指導は民間銀行によって忠実に守られるとは限らない。関係者の間においても、窓口指導の実効力に対して疑問を投げかける意見がみられた。たとえば、「32年春の引締めにあたっても、強力な窓口規制を行いながら、貸出しはズルズル膨らんで減少する気配がなく、毎月の日銀の査定が大体において各銀行により守られたためしが少ない」、¹⁾あるいは「32年6月には1,000億円を超えるヤミ貸出が生じ、これを解消するために同年末までかかった」という指摘がある。²⁾

「ヤミ貸出」とはいわゆる「含み貸出」のことであり、次のような操作を意味している。銀行が期末日に民間の借手に手形で借入資金を返済させておき、期末の貸出残高を窓口指導の枠内に抑える。しかし、手形の決済は翌日であるから、翌日当該の借手へ再び資金を貸し付け、手形決済が完了することを助ける。このような粉飾は、民間銀行貸出を窓口指導によって、実質的にコントロールが困難であることを示唆している。³⁾

- (2) 日銀が各銀行に指示する貸出しの枠は「各行間のバランスを調整するという点」に配慮して決められる。⁴⁾このことは、銀行間の横並び行動、つまり協調的行動を是認し、それを促進する効果をもっていたであろう。
- (3) この当時、窓口指導の対象は主要銀行(都市銀行と長期信用銀行)に限られていた。そのため対象となる銀行の貸出増加額が相対的に抑制される一方、中小企業金融機関など対象外の金融機関の貸出しが増加することによって、マクロ的にみて窓口指導の引締め効果が減殺される可能性があった。さらに、証券市場、とくに株式市場における企業の資金調達が窓口指導に

よって促進され、これが金融引締め効果を減殺した可能性もある。⁵⁾

〔注〕

- 1) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」(昭和34年3月18日、大蔵省銀行局)、12ページ。
- 2) 前掲、金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」、13ページ。この報告書は昭和30年代前半における中央銀行の金融調節のあり方を、かなり詳しく説明している。
- 3) 「含み貸出」については、第4章第4節においても取り上げる。
- 4) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、450ページ。
- 5) 本編の第4章、および第6章を参照。

3 窓口指導の実効性

日本銀行の窓口指導は、民間銀行の側からの貸出希望額に対して日銀がどの程度厳しい査定を与えるかという側面と、与えられた査定額を民間銀行がどの程度厳格に順守するかという側面とがある。やや時期が先のことになるが、この二つの側面をうかがい知る資料が存在するので、簡単に考察しておこう。

表 2-3 窓口指導の実効性、民間銀行の貸出希望、日本銀行の査定、および実績
(単位：億円)

年・四半期	貸出希望額 (A)	日銀査定額 (B)	貸出実績 (C)	(B/A) (%)	(C/B) (%)
昭和35年 I	1,258	860	997	68.4	115.9
II	1,290	945	1,019	73.3	107.8
III	1,656	1,383	1,535	83.5	111.0
IV	2,035	1,705	1,942	83.8	113.9
昭和36年 I	1,461	1,090	1,638*	74.6	150.0
II	2,012	1,535	1,546	76.3	100.7
III	2,144	1,575	1,520	73.5	96.5
IV	2,085	1,440	1,458	69.1	101.3
昭和37年 I	1,758	1,150	1,322	65.4	115.0
II	1,880	1,225	1,273	65.2	103.9
III	2,133	1,475	1,535	69.2	104.1
IV	2,685	2,270	2,489#	84.5	109.6
昭和38年 I	2,340	1,915	4,082*	81.8	213.2

(注) *のある貸出実績額には「含み貸出」解消分が加えられている。また、#の貸出実績には特別枠追加分を加えてある。

(出所) 『金融』昭和38年6月、89ページ。

図 2-1 日本銀行貸出査定の有効性(昭和35年1月～38年4月)

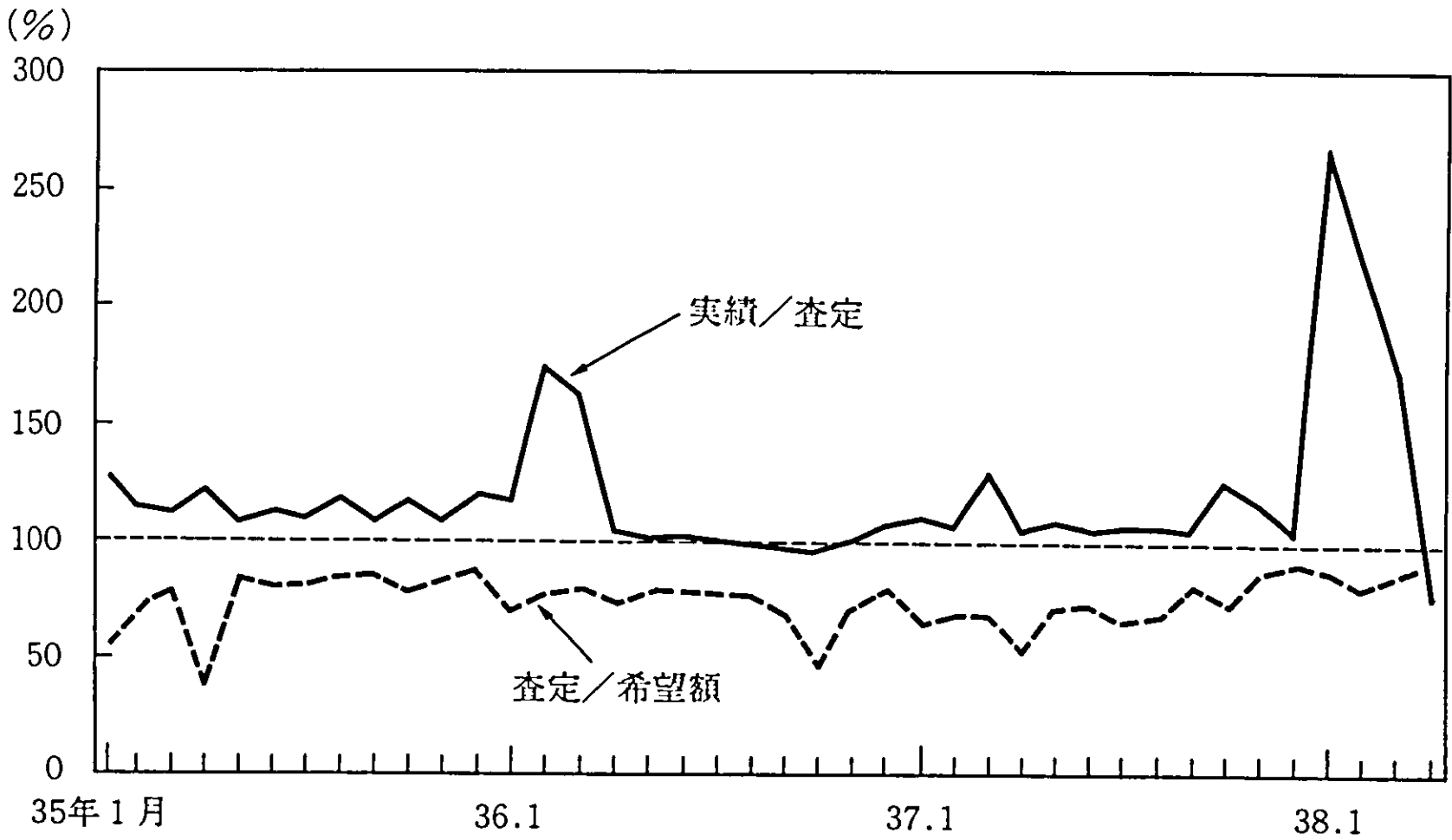


表 2-3 は、昭和35年1月から38年4月にかけて、日銀が東京系の9銀行(富士、三菱、三井、第一、勧銀、協和、東京、興銀、長銀)に与えた貸出査定額、貸出実績額、そしてそれら銀行の事前の貸出希望額を3カ月(四半期)ごとに纏めたものである。また、図 2-1 は、同じ統計から、毎月の貸出査定額に対する貸出実績額の比率(実線)、銀行の貸出希望額に対する日銀の査定額の比率(点線)を示している。

これらの図表によると、日銀の査定額は銀行の貸出希望額を3～4割も下回る厳しいものであった。しかし、民間銀行はほとんどの場合、多かれ少なかれ、査定額を上回る貸出しを実行した。とりわけ、図 2-1 に明らかに示されているように、36年2～3月、38年1～3月の時期には、貸出実績額が日銀査定額を50%から100%以上上回っている。これらの時期には、含み貸出の解消が行われ、いわば「ヤミ」の貸出しが表面の統計に加えられた時期である。しかし、他の月にも「含み貸出」が実行されなかったという保証は何もない。つまり、少なくともこの時期の日銀の貸出査定、つまり窓口指導の実効性に対しては、疑問を投げかけてもよい証拠が存在しているわけである。

第2節 高率適用制度の運用

1 日本銀行の金融調節のスタンスと高率適用制度

対民間銀行貸出を中心とする金融調節 日本銀行は経済活動の拡大に伴うハイパワード・マネー需要(民間部門の現金需要, 民間銀行の準備需要によって構成される¹⁾)に対応して, その供給額をある程度は増加させなければならない。同時に日本銀行は, 民間銀行が過度の貸出増加に走り, 経済の景気加熱をもたらす原因となるような事態を未然に防止しなければならない。民間銀行は貸出しの急拡大の結果として必要となる準備を, 結局日本銀行からの借入に依存せざるをえないので, 日本銀行の対民間銀行向け貸出供給についての姿勢が重要となる。

戦後の日本においては, 民間銀行が実物経済部門における旺盛な資金需要に対応して非常に積極的に貸出しを増加させる傾向が強かった。したがって日本銀行は, 民間銀行の過大な貸出供給を防止するために, 対民間銀行向け貸出しのスタンスをどのようにすべきかという問題にたえず頭を悩ませてきた。とくに, ハイパワード・マネーの供給経路として日銀貸出が圧倒的に重要であったから, 経済の実質的成長・拡大に必要なハイパワード・マネーを円滑に供給する一方, 民間銀行が日銀借入に頼って過度の貸出供給を行わないようにディシプリンを課すことは日本銀行にとっては複雑な課題であった。しかも, 日銀貸出の金利(公定歩合)は低金利政策に対する強い要請から, できるかぎり低い水準に抑えなければならないという制約が, この課題を一層深刻なものとした。

高率適用制度の意味 昭和21年1月に日本銀行が導入した高率適用制度は, 市中銀行に対して日銀借入の逡増的な(限界的)コスト・スケジュールを明示的に設定し, 市中銀行に日銀借入額についてある程度の幅をもった選択の余地を与えるシステムであった。日銀はこの時期, 公定歩合の引上げではなく, 高率適用制度の運用によって(つまり, 日銀借入の限界コストのスケジュールの位置を操作することによって)引締め効果を経済に浸透させようとした。この点につい

て『日本銀行百年史』は次のように述べている。「同制度の本来の目的である, 本行信用を過度に乱用する市中銀行に対する個別的懲罰という色彩がしだいに薄まり, 逆に本行の貸出実効金利を変動させることにより市中銀行全体の信用供与活動に影響を及ぼそうとするねらいがしだいに強まっていった。」²⁾

高率適用制度は冒頭に述べたようなハイパワード・マネーの供給量調節に関する課題に応えるためのシステムと理解できる。すなわち, 過度の拡張主義に走る民間銀行には, 高率の日銀借入に依存せざるをえなくなるという圧力がかけられ, 民間銀行の融資に対する抑制とハイパワード・マネーのコントロールとが実現できる。この点で, 高率適用はシステムとして合理性をもったものであった。しかし, 民間銀行が高率適用借入を回避しようとするかどうかは, コール資金市場という代替的な市場の金利に比べて, 高率がどの程度高い水準に設定できるかにかかっている。高率適用を例外的なものとするためには, この時期非常に高い水準にあったインターバンク金利よりも高率の水準を引き上げなければならなかったはずである。

(注)

- 1) ただし昭和34年より前の時期には準備預金制度は導入されていない。
- 2) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年), 97ページ。また, 中央銀行制度特別委員会は「〔高率適用〕制度本来の趣旨は日銀貸出を受けることが異常に多い所謂行儀のわるい銀行に対する懲罰的制度として, 例外的に設けられたものであるが, 運用の実情を見ると主客転倒して, 公定歩合政策よりも高率適用制度が中心的な役割を演じていたように思われる。公定歩合の操作が戦後8回(昭和34年3月まで—引用者)であったのに対し, 高率適用制度の運用はほとんど四半期毎に変更され, その意味では極めて弾力的に運用されている。……その理由としては, 低金利政策等との関連から公定歩合を金利政策として十分に機能しうる程度まで引上げることが困難であったという事情が考えられる。しかし, その結果として公定歩合は日銀の貸出の極く一部に適用される名目的金利となり, 実質的には, 高率適用金利が日銀貸出の実効金利を左右するという変態的現象を生じた。」(金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」, 昭和34年3月18日, 9-10ページ)

2 高率適用制度の骨組み

高率適用制度の骨組みは, 市中銀行各行に与えられる日本銀行借入限度額(最低歩合が適用される限度額, 第一次および第二次高率が適用される限度額等)と,

適用される歩合の水準の二つであった。これらの関係は時とともに変遷をかさねた。高率適用制度の初期の段階においては、限度額は各市中銀行の預金額を主な基準として算定された基準額によって規定された。しかし、市中銀行が過度に日銀借入に依存することを是正し、金融引締めを徹底させるため、28年度第3四半期以降(30年度第2四半期まで)四半期ごとの市中銀行の過去一定期間の自己資本および預金を主たる基準として限度額を算定すると同時に、29年3月に第二次高率適用利子率を2厘引き上げて日歩2銭3厘とし、市中金利と逆鞘となる措置をとった。

高率適用基準額の算定方法 高率適用の基準額算定方式は、昭和29年2月以前には次の方式によっていた。

$$\text{基準額} = (\text{自己資本} + \text{預金} \times 5\%) [\text{預金} / (\text{預金} + \text{日銀借入金} + \text{日銀為替貸付金})]$$

この算定方式が29年3月に、次のようになり大幅に変更された。

$$\begin{aligned} \text{基準額} = & (\text{自己資本} + \text{預金} \times 5\%) (\text{現金} \cdot \text{預け金} + \text{金銭信託} \\ & + \text{コール} \cdot \text{ローン} + \text{有価証券中適当と認めるもの} \\ & + \text{割引手形中適当と認めるもの} \\ & + \text{手形貸付中適当と認めるもの}) \\ & \div (\text{預金} + \text{日銀借入金} + \text{日銀為替貸付金} + \text{コール} \cdot \text{マネー}) \\ & [\text{ただし、すべて前3カ月の平残}] \end{aligned}$$

従前の算定方式では基準額は明らかに預金の増加関数である。したがって、日本銀行からの低利の借入を増加させるためには、預金をできるだけ多く集めることが必要となる。関係者はこの算定方式のゆえに銀行間の預金獲得競争が激化したと判断した。基準額算定方式がこの時点において改訂されたもっとも大きな理由はこのことであった。また、新しい算定式においては銀行資産の中で流動性の高い資産額が大きいほど基準額も大きくなる。これは、銀行に流動的資産の保有額を高める誘因を与えることによって、経営の「健全性」を促進しようとしたためである。

高率適用の実態 民間銀行の日本銀行借入金が基準額の15%以内にある場合、その借入額に対して公定歩合(「低率」とよばれた)が課せられ、基準額の15%を超えると第一次高率、100%を超えると第二次高率が適用される。ただし、銀

表 2-4 都市銀行の高率適用額

	昭和36年12月上旬		昭和37年3月中旬		昭和37年3月下旬	
	第一次	第二次	第一次	第二次	第一次	第二次
三井	39,952	1,562	39,953	36,533	39,950	37,345
第一	35,099	...	41,611	29,147	41,611	31,711
勧銀	28,084	...	27,929	...	30,921	...
大和	27,320	14,908	27,964	24,159	27,994	27,203
東海	31,697	...	31,945	...	35,919	...
富士	20,817	...	22,606	...	14,084	...
三和	32,950	...	51,585	...	49,708	...
住友	20,622	...	39,035	...	35,034	...
神戸	12,498	...	12,000	...	13,780	...
三菱	13,446	...	44,749	...	30,922	...
合計	262,485	16,470	339,377	89,839	319,923	96,319

(出所) 大蔵省銀行局資料。

行の自己資本や預金の増加とともに、日本銀行は上の基準額に適当な調整率をかけて低率適用限度額を算定した。きわめて断片的で、しかも時代がやや先になるが、個別銀行がどの程度高率適用を受けたかに関するデータが存在する。表2-4にそれを例示した。

この断片的な資料によれば、すべての銀行が第二次高率適用を受けているわけではない。このことは、銀行によって短期資金に対する限界評価額が違っていていることを示唆している。つまり、第二次高率の適用を受けている銀行は、第一次高率の適用しか受けていない銀行に比較して、資金の限界評価額が高いのである。それらの銀行が相互に自由に資金貸借ができるのであれば、後者から前者への資金移動が市場を通じて見られ、それが上のような状況を払拭するはずである。この種の裁定取引の可能性が残存しているという意味で、コール市場ないしその他の銀行間短期金融市場は必ずしも完全市場ではなかったのである。

3 高率適用制度とコール・レート

以下に詳しく説明するように、昭和30年代の日本の政策当局にとって、「高すぎ」コール・レートは頭痛の種であった。そして、高率適用制度(とくに、その第二

次高率)がコール・レートを「異常に」高い水準に引き上げているという批判も非常に強かった。¹⁾そこで、高率適用制度のメカニズム、とりわけそのメカニズムとコール・レートとの関係を簡単な理論モデルに即して検討し、高率適用制度がコール・レートの「異常高」になんらかの関係をもちたかどうかを考察してみよう。

単純なモデル分析—基本的仮定 ここで考察するモデルは、次の諸条件を仮定する。

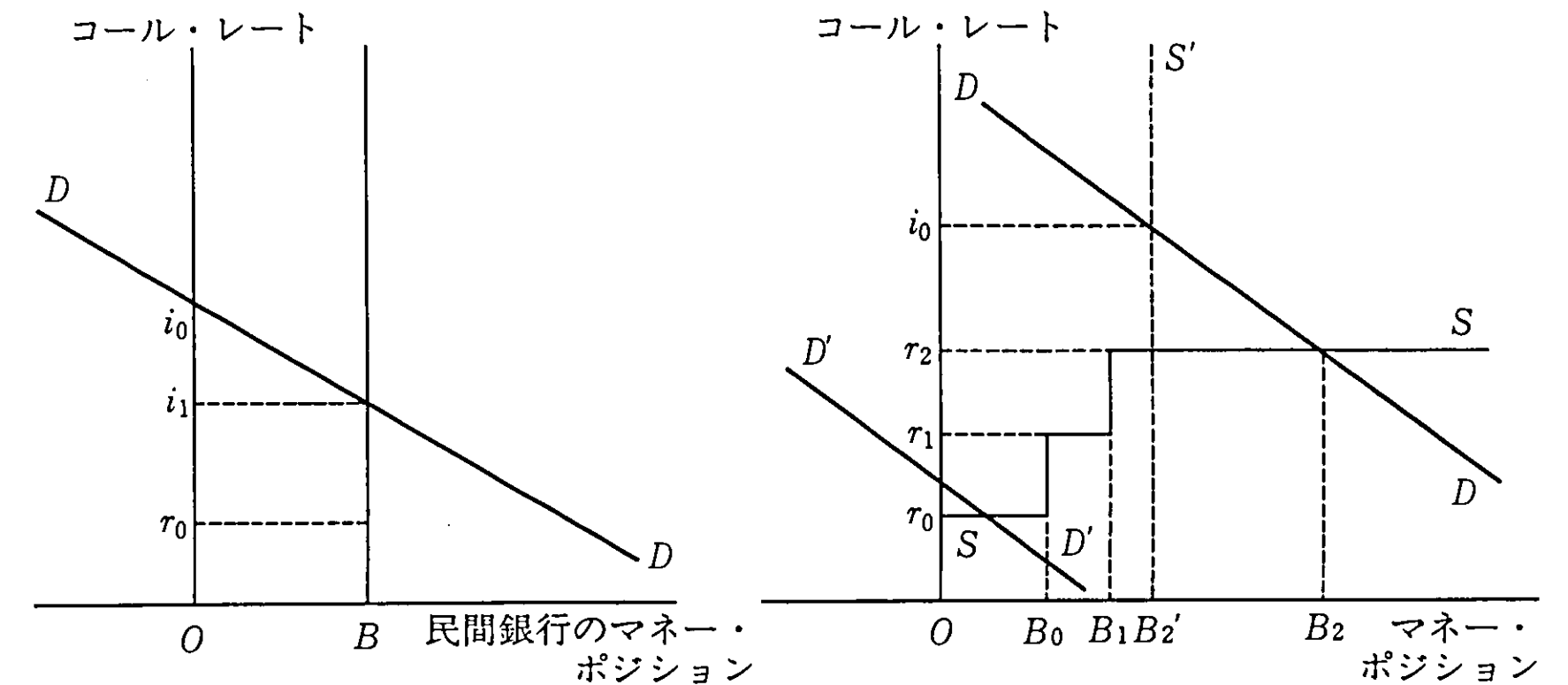
- (1) 個々の民間銀行にとって日本銀行からの短期借入も、銀行間資金市場からの借入れ(コール資金の借入れ)も完全に代替的であるとする(現実には日銀からの借入れは、貸出しそのほかに対するさまざまな指導のてこととして使われる。このため、民間銀行は、もし公定歩合がコール・レートと全く同じ水準にあれば、コール市場からの資金調達を優先するであろう)。
- (2) コール資金市場は完全競争的で、個々の銀行にとって、コール資金市場の均衡において成立するコール・レートは与件である。
- (3) コール資金市場においては金利調整機能が完全に働く。つまり、市場で成立するコール・レートのもとで、コール資金市場の需給は均衡している。

コール市場の均衡 図2-2の右下りの曲線 DD は、以上の仮定に基づいて導き出される銀行部門全体のコール資金のネット需要曲線である。コール資金のネット需要は個々の銀行・金融機関のコール資金の純借入需要を集計したものである。ネット需要がマイナスであれば銀行・金融機関全体のコール資金の供給が需要を上回っている。この需要曲線は銀行の貸出しその他の資金運用の期待収益等の条件を一定とした場合のものであり、派生需要曲線の一種である。貸出市場において借手の借入需要が旺盛であり、銀行にとって貸出しからの期待収益が相対的に高いと、このコール資金のネット需要曲線はより上方(あるいは右方)に位置する。他の条件を一定とし、銀行部門に対して日本銀行から資金の供給がないとすると、コール資金市場の均衡は銀行部門全体のネット需要がちょうどゼロとなるようにコール・レートが決定されねばならない(図の i_0)。

かりに、日本銀行が一定の額の資金を貸出しを通じて民間銀行部門へ供給するとしよう。図2-2(左側のパネル)では線分 OB でその貸出額が示されている。上記の仮定(1)によって、銀行部門全体の均衡におけるネットのコール資金需要は、日銀の貸出供給額 OB だけプラスとなることができる。ほかの条件が一定であれば、コール・レートの均衡値は図の i_1 へ低下する。もし、日本銀行の公定歩合が r_0 であれば、日銀貸出を通じて $(i_1 - r_0) \cdot OB$ の額の補助金が銀行部門に与えられる。²⁾

高率適用制度のもとでのコール資金市場の均衡分析は、日銀の貸出供給曲線に特徴が出る。つまり、それは図2-2(右側のパネル)の階段状の折れ線グラフとなる。

図2-2 コール資金市場の均衡



一番低い段は銀行部門に与えられる総基準額(あるいは基準額に調整率を掛けた額)の部分であり、低率 r_0 が適用される。しかし、銀行部門全体の日銀借入額が基準額 OB_0 を超えると超過額に関しては低率を上回る第一次高率 r_1 が適用される。さらに銀行部門全体の日銀借入額が OB_1 を超えるとさらに高い第二次高率 r_2 が適用される。³⁾

コール・レートの均衡値は、このように折れ線で与えられる日銀貸出供給曲線と銀行部門のネットのコール資金需要曲線との相対的な関係によって決定される。そして、銀行部門のコール資金需要曲線は、銀行貸出市場における資金需要等の条件によって規定されている。高率適用制度の場合も、あるいは日銀貸出が完全に割り当てられている場合でも、均衡のコール・レートの値は日銀貸出額と銀行部門のコール資金需要曲線の位置を規定する貸出需要の強さに依存する。高率適用制度が、特にコール・レートの値を高くするということはないのである。⁴⁾

銀行の日本銀行借入依存度 また銀行部門が日本銀行貸出に依存する程度は、銀行貸出に対する民間部門の需要から派生するコール資金需要曲線の位置、および日本銀行が日銀貸出以外の方法で供給する「日銀信用」の額によって規定される。景気が過熱してコール資金に対するネットの需要曲線が上方へシフトする場合、コール・レートの均衡値が第二次高率との関係でどの水準に決まるかは、日銀が高率適用貸出をどのようなスタンスで供給するか依存する。日銀が高率適用貸出を民間銀行側の需要に応じて受動的に供給する場合には、コール・レートは最低歩合である公定歩合を上回り、第二次高率に一致するとともに、銀行部門が高率適用部分に依存する額も増加する。図2-2(右側のパネル)では民間銀行の高率適用借入額 B_0B_2

(そのうち、第二次高率適用借入額は B_1B_2)、コール・レートが第二次高率の r_2 に一致している。

日銀が高率適用貸出の供給について厳しく制限し、必ずしも民間銀行にとって第二次高率で望ましい日銀借入額を実現できない状況を作り出す場合には、コール・レートの均衡水準は第二次高率を上回って上昇するであろう。日銀が高率適用を例外的なものとするという名目で厳しく信用割当て個別銀行に配分する場合、図2-2(右側のパネル)の第二次高率を示す水平の段にもさらに垂直な壁(S' で示されている)ができ、民間銀行の資金需要が旺盛な場合には、コール・レートは第二次高率を上回る。均衡コール・レート i_0 が旺盛な資金需要を反映して、第二次高率 r_2 を大きく上回ると同時に、民間銀行の高率適用借入額は相対的に少なくなる。図2-2では B_0B_2' がそれに相当する。

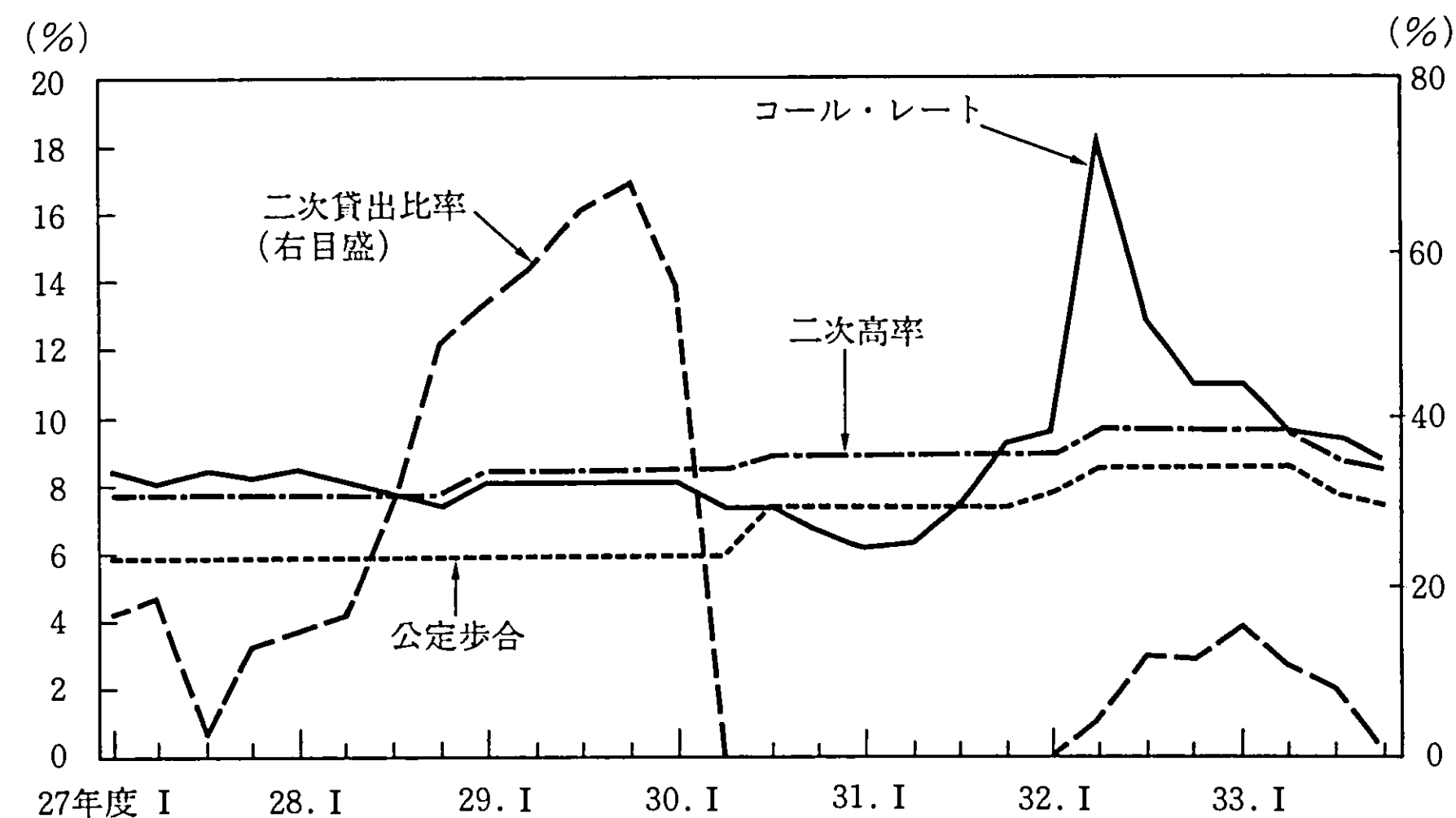
たとえば、昭和30年後半から31年にかけての時期のように、経済不況の下で民間部門の資金需要が低迷している時には、コール資金市場における派生需要も図2-2(右側のパネル)における $D'D'$ のように小さくなる。この場合には、コール・レートが低率にほぼ鞆寄せされると同時に、民間銀行の日銀借入依存の程度を引き下げる。民間銀行の日銀借入依存度の大幅な低下と、コール・レートの公定歩合への急接近とが同時に生じる現象はマクロ経済における資金需要の循環的な変動を反映しており、金融構造になんらかの変化があったことを示すものではない。しかし、昭和30年代初頭には多くの専門家が、この現象を見て日本の「金融の正常化」が進んだと判断した。⁵⁾

高率とコール・レートの実態 上に説明したモデルに即してコール・レートと第二次高率との関係を理解できよう。図2-3は昭和27年3月から33年12月までの各四半期末のコール・レート、公定歩合、第二次高率、そして第二次高率適用貸出残高が日本銀行の一般貸出に占める割合の推移を描いている。

民間銀行の第二次高率適用貸出に対する依存度は、昭和28年後半から急激に上昇した。表2-5からも分かるように28年から29年にかけては民間銀行は積極的に高率適用日銀貸出を借り入れ、日銀もこれに対して受動的に貸出しを供給したのである。このような日銀の金融調節スタンスのもとでは、コール・レートはほぼ第二次高率の水準に一致することになる。この時期には高率適用貸出は決して例外的なものではなく、むしろ多くの銀行にとって通常の状態であった。

昭和30年から31年にかけての時期には金融緩和の浸透とともに民間銀行の日

図2-3 高率適用とコール・レート(昭和27年度第1四半期～33年度第4四半期)



銀借入自体が大幅に減少し、高率適用貸出もゼロとなった。この状況のもとではコール・レートの均衡水準は公定歩合(低率)にほぼ一致するか、さらにそれを下回る水準に低下する。コール資金市場金利が公定歩合を下回る状況は、民間銀行にとって日銀借入が残存しており、しかもそれが返済可能なかぎりは生じえないであろう。なぜならば、コール・レートが公定歩合よりも低くなれば、民間銀行にとって、コール資金を積極的に借り入れ、その資金で日銀借入を返済するという裁定行動によって利益が得られるからである。しかし、30年の末から31年の前半にかけてコール・レートは公定歩合を下回った。表2-5では民間銀行の日銀借入がわずかばかり残っているが、すでに上に述べたような裁定行動の可能性は消滅していたのであろう。

日本銀行の受動的なスタンスから判断して、この時期(30年末から31年半ばの時期)の日銀貸出の急減は、景気の停滞による民間部門の資金需要の大幅な減少を反映していると考えられる。

昭和32年春から、再び日銀貸出が急増するが、今度は高率適用貸出の比率は28年から30年初頭の時期ほどには急上昇していない。高率適用貸出に依存する民間銀行の数も限られている(表2-5)。これは第3章で説明するように、32年3月20日に高率適用制度の運営方式が改定されたことを反映していると思われる。

表 2-5 高率適用貸出の状況 (単位: 億円)

年・月末	貸出残高 (一般貸出) (A)	高率適用 貸出残高 (B)	第二次高率 適用貸出残 高 (C)	(B/A) (%)	(C/A) (%)	高率適用 銀行数 (行)
昭和26年 3月	1,279	n.a.	238		18.6	n.a.
6	1,913	n.a.	601		31.4	n.a.
9	2,463	n.a.	1,158		47.1	n.a.
12	2,230	n.a.	995		44.6	n.a.
27年 3月	2,278	n.a.	534		23.4	n.a.
6	2,518	n.a.	419		16.6	n.a.
9	2,959	n.a.	550		18.6	n.a.
12	2,232	n.a.	45		2.0	n.a.
28年 3月	2,912	n.a.	380		13.0	n.a.
6	3,262	n.a.	483		14.8	n.a.
9	3,500	1,932	581	55.2	16.6	61
12	2,987	1,433	883	48.0	29.6	49
29年 3月	4,173	2,545	2,034	61.0	48.8	59
6	3,996	2,648	2,145	66.3	53.7	57
9	3,898	2,824	2,253	72.4	57.8	57
12	2,434	1,954	1,562	80.3	64.2	43
30年 3月	2,521	2,098	1,693	83.2	67.2	43
6	2,118	1,521	1,159	71.8	54.7	45
9	1,435	14		1.0		11(注)
12	319	0		0.0		—
31年 3月	273	0		0.0		—
6	679	0		0.0		—
9	913	0		0.0		—
12	1,399	0		0.0		—
32年 3月	2,763	0		0.0		—
6	4,754	193		4.1		4
9	5,629	644		11.4		6
12	5,519	622		11.3		7
33年 3月	5,881	891		15.2		7
6	5,526	582		10.5		6
9	5,071	391		7.7		4
12	3,793	0		0.0		—

(注) 昭和30年8月高率適用制度の改正により実質的には高率適用貸出はなくなったが既住高率適用貸出の一部が期限到来まで残存したもの。また、昭和32年3月以降36年9月までの間、第一次と第二次の高率が一本化された。

(出所) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」(昭和34年5月、大蔵省銀行局)、11ページ、および「金融」昭和30年6月、59ページ。

る。⁶⁾つまり、日銀は高率適用貸出を例外的、罰則的なものと位置づけるために、高率での日銀貸出の供給額を厳しく制限したのである。このために、コール資金市場金利は急騰して、高率を大幅に上回ることとなった。

コール・レート規制の影響 ただし、ここで問題にしている期間においては、コール・レートに対する日本銀行の規制に変化があったことにも注意すべきである。日銀によると、「昭和29年3月以降、……かなり強い態度で市場金利(コール・レート)の是正を図る方針をと」った。⁷⁾日銀はこの指導を30年8月17日まで続けた後、30年8月17日以降、32年7月15日に至るまでの期間、新木総裁のもとでコール・レートに対する規制・指導を廃止したのである。

したがって、金融引締め期の昭和29年にコール・レートの水準が安定的に推移していたのは、この日銀による指導強化の所産とみなすことも不可能ではない。しかし、高率適用貸出が急増したという事実は、日銀が指導レートを「実効レート」にしようとする努力のあらわれであったといえよう。

一方、昭和31年末から32年前半のコール・レート高騰は、日銀の指導や民間金融機関の自主規制が存在しない状況のもとで生じたことは明らかである。しかし、32年7月15日以降、日銀の指示のもとで全国銀行協会連合会がとったコール・レートの自粛においては、すべてのコール・レートを日歩3.5銭(年率12.05%)という高率を大きく上回る水準を自粛の申合せレートに設定しなければならなかった。しかも、「申合せレートを上回る闇レートも散見された」⁸⁾という有様であった。明らかに、この時期には高率適用制度の運用強化が、コール・レート上昇に対する圧力として働いていたのである。

昭和29年と32年の経験は、次のことを物語っている。すなわち、コール・レートが高率(第二次高率)に「引きずられる」という状況は日銀が高率適用貸出を受動的に供給していることを意味する。日銀が民間銀行の旺盛な資金需要のもとで厳格に日銀貸出の信用割当を実施する場合には、コール・レートは高率に「引きずられる」のではなく、それを上回って上昇する。昭和32年に経験されたコール・レート急騰は、コール・レートに対する日銀指導の廃止の所産ではなく、高率適用制度のもとでの日銀信用の強化の結果である。

〔注〕

- 1) 「高率適用制度が実施され、しかも窓口規制が行われると銀行はコールをとって市中貸出に当てようとするためコール・レートが高率適用の金利を上回るような事態が生じ、その結果コール・レートの異常な昇騰により全体の金利体系が著しく攪乱される。」(金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」, 昭和34年3月18日, 14ページ)
- 2) ただし、コール・レートの低下による銀行部門の貸出供給増加は、貸出金利の均衡水準を引き下げるから、コール資金のネット需要曲線は若干下方へシフトする。ここでは、一般均衡分析に伴う複雑な点を説明から捨象する。
- 3) 昭和28年当時、第一次高率は最低歩合(低率)の3厘高、第二次高率は5厘高であった。
- 4) 図2-2において民間銀行部門のハイパワード・マネーに対する需要曲線を所与とすると、コール資金市場を一定額の日銀信用供給のもとで均衡させるコール・レートは、高率適用制度の場合にも、そうでない場合にも同一になることは容易に分かる。
- 5) 本編第3章でこの点を説明する。
- 6) 本編第3章第4節を参照。
- 7) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年), 538ページ。
- 8) 『日本銀行百年史』第5巻, 539ページ。

第3節 日本銀行のその他の政策

日本銀行の金融政策の骨格は窓口指導と高率適用制度を基礎とした金融調節によって構成されていたが、これらと関連するが別のいくつかの政策措置も採用された。以下では、それらの中から、コール市場への指導と農林中央金庫を対象とする手形オペを簡単に説明する。

1 コール・レートに対する指導強化

日本銀行の内面指導 高度成長期の初期の段階において、各種の規制金利に比較して相対的に自由なコール・レートが常に高水準であったことは、金融市場における旺盛な資金需要を反映した当然の現象であった。しかし、政策当局をも含む多くの専門家たちは、コール・レートの水準が「異常に」高すぎると判断していた。日本が順調に成長するためには、金利体系を外国の水準にまで引き下げることが必要で、そのためにはコール・レートに対する日銀の「内面指導」や、関係業者間の自主規制を導入しなければならないというわけである。

昭和23年1月10日から32年5月12日までの期間、翌日物コール・レートの最高限度が「臨時金利調整法」によって定められ、実際の適用レートを日銀が設定する(最高限度の日歩1厘安)という規制が続けられた。しかし、民間金融機関の取引は規制が及んでいない、より長い満期(具体的には無条件物、ないし月越物)の取引へシフトし、それらの金利はしばしば高騰した。¹⁾

昭和25年5月、日銀は指導レートの対象を無条件物まで広げたが、今度は月越物コール・レートが急騰を示すことになった。また、日銀指導の強化は、当然のことながら、金融機関の取引をコール資金市場からより自由な取引へシフトさせる効果をもっていた。たとえば民間金融機関は、短期資金の取引を日銀の監視の及ぶ短資業者仲介の取引から、短資業者を介さない直取引へ移すなどの規制回避行動をとったのである。日銀の資料によると、「市場資金は、この

本行の規制の影響から金融機関相互間の直取コールないし同業者預金へ逃避の傾向を示し、その結果資金量の減少が目立ってきた。さらに当時都市銀行等の大口預金とくに農協関係預金、公共預金などに臨金法違反の特利付利の盛行をもみるに至った」。²⁾

コール・レートの実勢値 上の説明からもうかがえるように、コール・レートに対する銀行・金融機関の自粛などはあまり効果が上がらなかったようである。コール資金市場における規制が強化されると、銀行間預金に特利をつけることによって「実勢金利」で取引しようとする動きが活発となる。金融当局は、そのような実勢を反映した取引に対しても規制の網を広げなければならなかった。たとえば、昭和29年6月、日銀と大蔵省は協力して同業者預金の特利是正に乗り出し、特利是正を目的として都道府県別に金融懇談会、銀行懇談会を設置した。この当局の指導に対し、民間銀行とりわけ都銀は、臨時金利調整法によって同業者預金金利に対して課している規制が厳しすぎる(非現実的である)として、この規制金利の引上げを要求した。当局は金利引上には断固応ぜず、あくまでも特利に対する自粛を強制することとした。ただし、すでに述べたように、市中銀行への妥協策として、当分の間金融機関相互間の直取コールも必要やむをえない範囲で認めることとし、同時に銀行間の直接の手形再割引も認

表 2-6 昭和36～37年：コール・レートの推移(年率、%)

	公表レート	無条件物(月末実勢)	月越無条件物
昭和36年 6月	8.03	10.60～10.95	12.05～12.41
7	8.03～8.40	11.68	13.14
8	8.40	13.51	14.60～14.97
9	8.40	13.51～13.87	15.70
10	8.40～8.76	15.33	16.43
11	8.76	13.87～15.33	19.35
12	8.76	16.43	20.08～20.44
昭和37年 1月	8.76	10.95	13.14
2	8.76	10.95	16.43
3	8.76	12.78	12.78
4	8.76	10.95	13.87～14.60
5	8.76	10.95	15.70
6	8.76	11.68	13.87

(注) 公表レートとは「自粛レート」のこと。無条件物の実勢レートは浅見審三「コール市場の解説」(昭和38年、日本経済新聞社)、月越無条件物は大蔵省資料による。

めた。³⁾

コール・レートは、昭和30年8月23日に全面的に自由化されたが、それもつかの間、32年7月15日からは全国銀行協会連合会による自粛レートという形の自主規制が始まる。⁴⁾しかし、これらの内面指導、自主規制の実効性はかなり疑わしいものであった。たとえば、「都市銀行特別調査報告」(昭和35年2月)によれば「表面は自主申合せレートとなっていて、甚だしきは5日ないし6日両入り計算としたり、低利翌日物との両建てなどの手の込んだ操作により、無条件以外のものは殆ど実質高利となっている」。

コール・レートの実勢値については推計値が断片的に存在する(表2-6)。これによると昭和36年6月から37年6月にかけてコール・レート(無条件物)の実勢は一貫して10%を上回っており、高い時期(36年12月末)には16%を超えるほどであった。一方、自粛申合せレートの方は36年6月8.03%、7月8.40%、9月以降37年6月まで8.76%であった。実勢レートがいかに自粛レートから大幅に乖離したかが、これによって分かる。

〔注〕
1) 日本銀行資料。
2) 日本銀行資料。
3) ただし、直取引コールの金利は日銀指導のもとにおかれた。
4) 「最近のコール・レートは金融繁忙と日銀の窓口規制の強化を反映して、日銀の公定歩合をはるかに上回り、……日歩5銭、6銭の高値が出ていた。このため本来有価証券投資や貸出に向うべき資金までコール市場に流入するといった不健全な事態を招来していたもので、今回の措置はこれを是正するためのものである」(『金融』昭和32年8月、45ページ)。また、本編第3章第2節を参照。

2 日本銀行、保有手形を農林中央金庫へ売却(昭和29年10月)

昭和24～26年、日本銀行はドッジ・ライン対策として債券オペレーションを実施したが、それ以降オペレーションは途絶えていた。しかし、29年度以降31年度まで、各第3四半期に市中の余剰資金を吸収するため、農林中央金庫や民間銀行を対象として、日銀保有手形、長期国債を買戻条件付きで売却した。¹⁾

短期資金市場の不完全性と日本銀行のオペレーション 例年秋になると食糧

管理特別会計から農家へ供米代金の多額の支出がなされ、それが農業協同組合への預金を通じて農林中央金庫へ集められる。もし短期資金市場が十分に発達しているとすれば、日本銀行にとってこのような季節性をもった資金偏在に対処することは容易であっただろう。しかし、昭和30年代初頭までの日本の短期資金市場の機能は十分に発達していなかった。これには、低金利を追求しようとする政策当局の介入も責任があるであろう。いずれにしても、短期資金市場の不十分な機能ゆえに日銀は調整のためのオペレーションに大わらわとなった。29年度から31年度まで各第3四半期に農中を対象として実施された売りオペレーションはそのような日銀の努力の現れである。

昭和28年まで、農林中金は上に述べたような季節的余裕金をコール・ローン、農林・水産関係企業に対する貸付け、民間銀行の日銀借入金肩代り(第二次高率借入の肩代り)、民間銀行保有手形の再割等へ運用していた。

このうち第二次高率借入の肩代りは民間銀行の「日銀借入返済意欲を鈍らせ貸出をふやす恐れがある」と大蔵省は判断したといわれる。²⁾ 市場に存在する余剰資金を吸収する(より形式的に表現すれば、ハイパワード・マネー供給額を削減する)という点では、農中が民間銀行の第二次高率の肩代りをするのも、日銀が農中に対して保有手形を(買戻条件付きで)売るのも同じである。しかし、前者の方は形のうえでは民間銀行の第二次高率借入が減少する。日銀が民間銀行の借入需要に受動的に応じる傾向があるとすれば(少なくとも昭和30年初頭まではその傾向が見られたことはすでに述べた)、民間銀行は日銀借入にさらに向かう余地を残しており、ハイパワード・マネーが追加的に供給される可能性が高いということになる。大蔵省が農林中金による第二次高率肩代りを好ましくないと判断した理由をこのように解釈することができるかもしれない。

いずれにしても、大蔵省は農中の余裕資金で食糧証券を消化させる方針を示したが、食糧証券の金利(日歩1.5銭)は低すぎると農中側が反発した。結局29年10月8日、日銀が保有手形を日歩2.35銭で売るという方針が決定されたのである。³⁾

〔注〕

- 1) 保有手形売りオペは対農中のみ、長期国債売りオペは対市中銀行91億5000万円(期間17～32日、30年11月)、対農中50億円(期間3カ月弱、31年10月)。

- 2) 『金融』昭和29年11月、49ページ、『銀行局金融年報』昭和30年版、22-23ページ。
3) ただし日本銀行の内部資料によれば、第二次高率肩代りも部分的に認められた。

第4節 低金利政策と日本銀行の政策運営

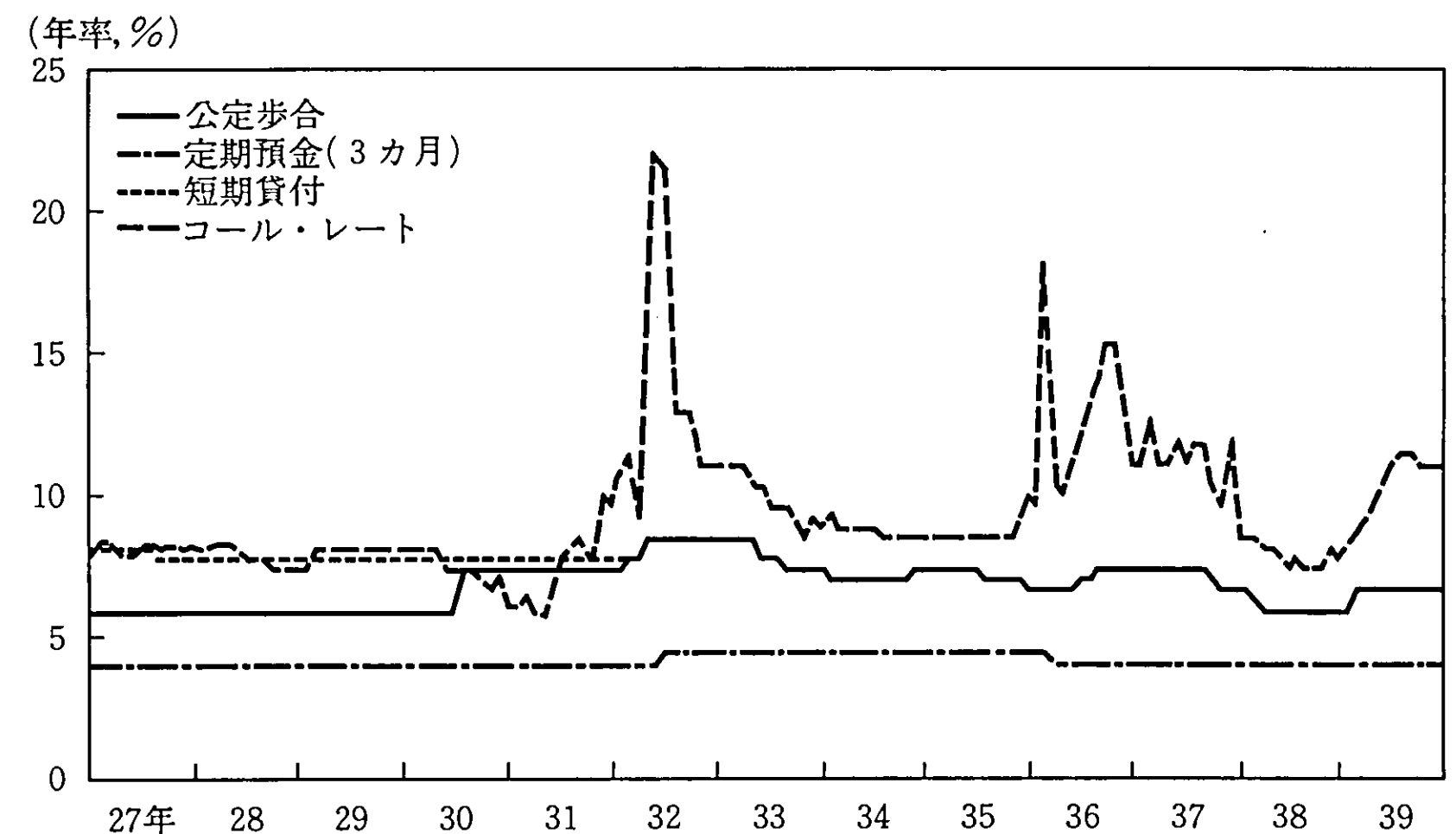
形式だけの「低金利政策」 公定歩合は、昭和26年10月1日に引き上げられた後、30年8月10日にいたるまで日歩1.6銭の水準に固定されつづけた。第1節と第2節で説明したように、昭和28年後半から29年にかけては、国際収支の悪化に対応した金融引締め政策が必要となったが、政策手段として用いられたのは窓口指導の強化と高率適用制度であり、公定歩合の引上げは見送られたのである。また第3節において説明したように、コール・レートに対する日本銀行の指導や銀行間の自主規制が行われた。すでに考察したが、28年から29年にかけての高率適用制度の運用にあたっては、コール・レートの上昇を抑制しようとする日銀の努力もみられたのである。公社債の発行についても発行条件(発行利回り)は低利に抑制され、発行者の選別、発行額の割当ては厳しかった。これらの措置は、日本の政策当局による低金利政策へ向けての努力を物語っている。

しかし、そのような低金利政策への努力にもかかわらず、日本の金融市場を支配した金利は、たとえば、公定歩合ではなく高率適用制度のもとでの高率であったし、自粛コール・レートではなく実勢レートであったと思われる。これらは、名目的にみても決して低い水準にはとどまっていなかった。

昭和27年から39年までの公定歩合、定期預金(3カ月物)金利、短期プライム・レート、およびコール・レートの推移が図2-4に示されている。この図からも、公定歩合操作が金融政策の手段として使用されるようになるのが昭和32年以降であることを知ることができる。銀行の貸出金利(短期プライム・レート)はその昭和32年以降、公定歩合と密接な連動を開始するが、公定歩合が(コール・レートと比較して)かなり低水準に抑えられていたことから、貸出金利も表面的にみれば相対的に低水準にあった。他方、銀行の預金金利は32年に微少な引上げ、36年に微少な引下げがみられたほかは、この期間を通じて硬直的であった。

コール・レートの変動をみると、昭和31年頃まではほとんど大きな変動を示

図2-4 公定歩合および各種金利の推移(昭和27～39年)



さず、比較的低い水準にとどまっていた。ただし、その水準は公定歩合よりもかなり高い水準にあり、すでにみたように、高率適用制度の第二次高率に対応する水準であった。30年代初頭までコール・レートの水準が比較的低水準にとどまっていた理由としては、第1に、日銀自体が高率適用制度の運営にあたって、コール・レートの引上げを防止するスタンスをとったこと、また第2に、コール・レートの決定に対して日銀がかなり厳しい内面指導を実施したことの二つが挙げられるであろう。¹⁾

上の第1の理由は、日銀が積極的に低金利政策を追求するために、日銀貸出を通じてハイパワード・マネーを民間部門の需要に合わせて受動的に供給したことを意味している。金融引締めが実施された昭和28年後半から29年にかけての時期にもコール・レートが目立って上昇しなかった理由の一端は、窓口指導の強化などが実施されたにもかかわらず、本格的な金融引締めが行われなかったことに求められるであろう。

「国際収支の壁」 しかし、昭和32年以降の金融引締め過程では、高率適用の実質的な強化などと相まって、本格的な金融引締め政策が実施されたといえる。このためコール・レートは急激に上昇したのである。²⁾ また、日本銀行は政府による経済成長促進を第一義的な目標とする政府の政策に影響されつつも、常

に金利引下げに努めたわけではない点にも注意すべきであろう。とくに、新木総裁の時期(昭和29年12月～31年11月)には金利機能活用の重要性が強く打ち出され、日銀の内部には金融市場の「実勢」に添わない金利の引下げはすべきではないという考えもあったといわれる。³⁾

いずれにしても、昭和30年代の日本では、徹底した低金利政策は追及されなかったのである。そのもっとも重要な理由は、日本経済の急速な拡大がしばしば「国際収支の壁」に突き当たり、金融引締め政策への転換を余儀なくされたことであった。かりに、日本が本格的な低金利政策を徹底して追求していたとすれば、国内の経済は過熱状態に陥ってインフレーションを惹起するとともに、貿易収支の赤字が長期にわたって継続したことであろう。このような状態を持続させるためには、大量の資本が国内に流入してくることを受け入れるか、あるいは継続的に円為替レートを切り下げることが必要であったに違いない。日本の政策当局はどちらの選択肢をも潔しとしなかったのである。⁴⁾

たしかに、貸出金利や預金金利の多くは臨時金利調整法の枠の内にあって、表面的には厳格に規制されていた。しかし、それらの規制金利自体、硬直的であったとはいえ、決して低い水準にあったわけではない。国際的な比較を行うと、日本の規制金利は、他の先進諸国の同様の金利に比較して高かったという結果が得られる。昭和20年代末以降、日本の物価水準は十分に安定していたから、比較的高い名目金利水準は、同時に実質金利が高かったことを意味しているのである。⁵⁾

日本企業にとっての資金コスト とくに、政策当局の低金利へ向けての努力によって、日本の経済成長を支えた民間企業にとって、資金調達コストが十分に低い水準に引き下げられたであろうか。これは疑問である。すでに述べたように、貸出利子率は規制のもとにありながら、実質的には決して低くなかった。また、第7章において詳しく取り上げるように、銀行の企業向け貸出は、少なからぬ拘束預金(歩積み・両建て)を伴っており、それが借手にとっての実効金利をかなり引き上げていたことは否定しえない。

30年5月に通産省が発表した報告書「産業の見地からみた金利引下げの必要性について」によると、(1)日本の金利は国際水準に比べて高いこと、(2)企業のコストや産業収益に占める金利支払額の割合が漸次高まっていること、(3)産業

表 2-7 金利の累積的負担の実情 (%)

物資名	A (1)	第一次原料	A	B	A・B (2)	第二次原料	A	B	A・B (3)	合 計 (1+2+3)
鉄 鋼	7.07	国内炭	6.07	8.8	0.53					7.60
自動車	2.61	鋼 材	7.07	40.0	2.82	国内炭	6.07	3.52	0.19	5.62
セメント	4.80	石 炭	6.07	40.1	2.44					7.88
		石灰石	5.90	10.9	0.64					
板硝子	3.67	石 炭	6.07	17.4	1.06					5.12
		ソーダ灰	4.94	7.9	0.39					
硫安(a)	5.43	電 力	6.07	20.6	1.25					7.81
		硫化鉍	5.71	19.8	1.13					
硫安(b)	5.43	電 力	13.48	27.6	3.72					10.35
		硫化鉍	5.71	20.9	1.20					
ソーダ	4.94	石 炭	6.07	40.3	2.45					7.39
ソーダ灰	4.94	石 炭	6.07	21.8	1.34					6.28
スフ綿	4.71	パルプ	5.30	42.8	2.29					7.61
		ソーダ	4.94	12.4	0.61					
人絹糸	4.71	パルプ	5.30	25.1	1.33					6.42
		ソーダ	4.94	7.7	0.38					

(注) Aは当該物資の製造原価に占める金利の割合。Bは当該物資を原料とする製品の製造コストに占める当該物資の割合。(a)は石炭法、(b)は電解法。
(出所)『金融』昭和30年7月、78ページ。

収益と銀行収益との格差が著しいこと、等をあげて銀行経営の合理化と金利引下げの必要性を強調している。

とくに、最終製品コストに反映されている金利の「累積的負担」を推計し、金利負担が製品価格の上昇になっていると主張した。この主張の根拠となっている金利の累積負担の推計を参考のために表2-7に示してある。ここで用いられている分析の方法等には欠点もあるが、この報告書が、借手企業の立場を代弁する目的を持っていることは明白であり、企業の側に金利引下げの強い要求があったことがうかがえるのである。⁶⁾

実効金利 また、東京商工会議所は拘束預金と借入実効金利(「実質金利」とよばれる)に関する調査を31年8月に発表した。表2-8はこの調査の結果である。この調査は借手企業にとっての実効的な借入金利が拘束預金を通じてかなり高くなっていることを明らかにしている。表面的な貸出約定金利の一部は「臨時金利調整法」によって、また一部は全国銀行間の暗黙の協定に対する金融当局の指導によって、低い水準に抑えられたが、拘束預金によって「実効

表 2-8 金融機関別実質金利趨勢

規 模	全規模平均		大 企 業		中 小 企 業	
時期(昭和年・月)	30.5	31.5	30.5	31.5	30.5	31.5
〔借 入 先〕	銭厘	銭厘	銭厘	銭厘	銭厘	銭厘
長・興・開銀	2.3	2.2	2.3	2.2	3.1	2.7
都 市 銀 行	2.5	2.4	2.5	2.4	3.3	2.7
地 方 銀 行	2.6	2.5	2.6	2.5	3.7	3.5
信 託 銀 行	3.0	2.5	3.0	2.5	4.1	3.6
相 互 銀 行	3.4	3.0	3.6	3.1	4.1	4.2
商 工 中 金	3.0	2.4	2.7	2.3	3.8	3.3
全 平 均	2.5	2.3	2.5	2.3	3.8	2.8

(注) 実質金利(日歩)=[(月中支払利子割引料－月中拘束預金受取利息)/31]×100/(月中平均借入残高－月中平均拘束残高)
(出所) 『金融』昭和31年9月、47-49ページ。

的」な貸出金利の調整が行われた。昭和30年代の末には、拘束預金の存在が社会問題にすらなったのである。⁷⁾

- 〔注〕
- 1) 本章の第2節および第3節を参照。
 - 2) 第2節で詳しく述べたように、昭和30年代の初頭に高率適用制度運営のルールに関して明らかな変更があった。昭和30年頃までは高率適用制度のもとでも、日銀は比較的受動的に貸出しを民間銀行へ供給した。しかし32年には日銀は高率適用貸出を極力抑制する方針を採用したのである。民間銀行の側からみれば、このルール変更は「予期せざるショック」であった。昭和32年にコール・レートが急激な上昇を見せたのは、この「予期せざるショック」によるところが大きいであろう。
 - 3) 昭和30年5月、全国銀行協会連合会は理事会で「懸案の貸出金利引下げ問題」を検討し、商業手形金利を一律に日歩1厘引き下げることと決定した。これを契機として金利引下げの動きは各種貸出金利に波及し、5月から6月にかけて銀行貸出金利、およびコール・レート等の利子率が日歩1厘～2厘程度引き下げられた(『銀行局金融年報』昭和31年版、33-34ページ)。この自主規制による貸出金利最高限度の引下げは、金利割高に対する産業界からの批判等を意識して決定されたものと思われるが、新木総裁はこの金利引下げに対して、市場の実勢を反映したものといえないとして難色を示したといわれる(『日本銀行百年史』第5巻、昭和60年、562-63ページ、および呉文二『日本の金融界』昭和56年、東洋経済新報社、76-77ページ)。
 - 4) 金融政策と国際収支の関係は、次の第3章第4節で論じられる。
 - 5) この点についての多少詳しい議論は、A. Horiuchi, “The ‘Low Interest Rate Policy’ and Economic Growth in Postwar Japan,” *The Developing Economies*, 22 (4) (Dec. 1984)を参照。
 - 6) この報告書の概要は『金融』昭和30年6月、78ページに収録されている。ただし、

この調査では製造原価と金利費用を同列に比較しているが、このような比較自体が経済的な意味をもつとは思われない。

7) 拘束預金については、本編第7章において再び考察する。

第3章 「金融正常化」と金融政策運営 —昭和31～33年

日本経済は昭和20年代後半から30年代初頭にかけて、かなり大きな振幅を伴いながらも高い実質成長を実現することができた。順調な経済復興は人々の間に「もはや戦後ではない」¹⁾という自信を生み出すとともに、戦争直後の混乱期に導入された統制主義的な制度や金融取引の慣行を変更し、合理化されたシステムのもとで市場経済の発展がさらに促進されるべきであるとする考え方を生み出した。昭和30年代にさまざまな形で金融政策のあり方に影響を及ぼした「金融正常化論」もそのような考え方を代表するものである。

「金融正常化論」にはいくつかのバリエーションがあるが、それらに共通している点は、日本の金融構造の特徴、とくに民間企業の資金調達が全面的に銀行借入に依存していること、民間銀行が日本銀行からの借入に強く依存しており、日本銀行の金融政策はもっぱら対民間銀行貸出の調整を通じて行われることなどの諸事実が、日本経済の不安定な変動や脆弱性と結びついているという判断である。この判断に立脚して、上記のような金融構造や金融政策運営の方式を改めることが、今後の安定的な成長を持続するうえで必要であるという主張が各方面において活発に展開されたのである。

金融緩和が進展中であった昭和30年代初頭に、日本銀行は高率適用制度の改正(30年8月17日)、コール・レートに対する内面指導の廃止(30年8月23日)、窓口指導の廃止(30年12月)など金融政策運営方式の「改善」を図るとともに、政府短期証券の公募制度導入(31年5月16日)に示されるように、公開市場操作の基礎作りに精力を傾けた。新木栄吉総裁のもとに進められたこれらの「正常化」措置も、上に述べた「金融正常化論」に沿うものであった。

この章では、まず金融正常化論のいくつかを若干の批判を加えつつ紹介し(第1節)、日銀による金融政策「正常化」の努力とその挫折、大蔵省とのあつ

れきを考察する(第2節、および第3節)。第4節と第5節は「金融正常化」の問題から若干離れて、昭和30年代前半にみられた資金配分に対する公的介入の動き、国際収支悪化と金融政策の運営のあり方について説明する。

〔注〕

1) 経済企画庁『経済白書』昭和31年版。

第1節 「金融正常化論」の展望

1 「正常化」の必要性

「外圧」に対する金融正常化 第二次大戦後の日本の金融システムは「不正常」で、そのため実物経済の不安定性の原因にもなっているという認識はかなり強かった。¹⁾ 昭和29年1月27日、第19回国会において小笠原蔵相は財政演説の中で次のように述べている。²⁾

金融機関は日本銀行からの借入に依存し、企業は金融機関からの多額の借入金に依存しているため、ややもすれば経営の安定性に欠けるのが現状であります。……この状態はすみやかにこれを是正し、経済及び金融の正常化を図ることが極めて肝要であります。……なお、この際、金融機関の日本銀行依存の弊風を改め、金融の正常化を促進するため適当な方策を講ずることを考慮中であります。

小笠原蔵相が言及している「適当な方策」とは、昭和29年2月に一部の新聞で報道された「大蔵省のオーバー・ローン解消案」を指す。この大蔵省の解消案は、(1)外国為替資金特別会計が手持ちしている外貨のほとんどを日本銀行へ売却する、(2)外為資金特別会計はその売却代金をもって借入金を返済し、残額2000億円を産業投資特別会計へ繰り入れる、(3)産投会計へ繰り入れられた資金は開銀、長期信用銀行へ貸し付ける、(4)開銀等はこの貸し付けられた資金を、民間銀行の設備資金、長期運転資金等のうち経済再建、発展促進に必要と認められたものについて、当該銀行の日銀借入金残高を限度としてそれらの民間銀行へ預託する。預託を受けた銀行はこの預託金を用いて日銀借入の返済にあてる、等々から成り立っている。そして、この大蔵省の解消案は、それ以前の昭

和28年10月に当時の池田自由党政調会長が池田・ロバートソン会談で相互安全保障(MSA)援助受入れとの関連で呈示した「池田私案」に非常に類似している。恐らく両者は同一のものであろう。

また、昭和28年12月に R. H. ドールを団長とする世界銀行調査団が日本経済の問題点を指摘した中で、「最近数年間のインフレの原因は財政の払超にではなく、日銀信用にますます依存することになった銀行信用の急膨張にある」と主張している。³⁾

昭和30年代前後の日本は、援助受入れ、外貨導入などの関係で、海外の評価に多大の注意を払わなければならなかった。これは一種の「外圧」とよべるものであり、上記の池田私案は日本経済に対する海外の評価を改善する目論見をもったものであった。

外為資金特別会計の保有外貨を利用して、民間銀行の日銀借入依存の状態(オーバー・ローン)を是正するという案は、当時の政策当局がもっとも好んで論じたものだったようである。昭和30年に発表された通産省の「オーバー・ローン解消案」も、外為会計の外貨を日銀に移管し、その代金を開銀の電力部門借入金の肩代り資金として主として用いることによって民間銀行の融資額と日銀借入額を同時に解消するというものであった。⁴⁾ これらの案は、一時的に民間銀行部門の企業向け貸出と日銀借入額を削減するうえでは「効果」があるとしても、長期的にみて、オーバー・ローンを是正するうえで有効だとは全く考えられない代物であった。この点は、「オーバー・ローン解消案」に対して民間銀行や経団連が発表した見解において批判的に述べられている。⁵⁾

経済の順調な発展と金融正常化 昭和30年代に入ると、日本経済が第二次大戦の打撃から本格的に立ち直り、新しい発展の緒を掴んだ(または掴むべきだ)ということが、政策担当者に強く意識されはじめた。この時期に書かれた多くの文書や政策担当者の発言の中に、日本の金融システムは歪みをもっており、金融の側面が日本経済の順調な発展を支えるためには、そのような歪みは早急に是正されねばならないという主張が数多く見られた。

例として第21回国会における一万田蔵相の財政演説から引用する。⁶⁾

金融正常化の方向において、まずとり上げねばならない問題は、預貯金の増強と企業資本の充実とによる民間資本蓄積の推進ということであります。金融機関

の日本銀行からの借入依存の傾向は逐次是正されて参りましたが、まだ十分とはいえず、企業の金融機関に対する依存の弊風もなお改善されたとはいえません。……金融正常化の一環として、国際金利水準に比しなお高位にあるわが国の金利水準の低下を図り、コストの引下げに寄与することを政策の目標としつつ、戦後の特殊事情により不備を免れなかった現行金利体系の整備を図って参りたいと存じます。

このことはまた、日本銀行を中心とする金融の政策方式の問題と関連するものでありまして、従来の日本銀行の金利政策がもっぱら高率適用制度を中心として運営されて参りましたのを改め、今後は中央銀行本来の正常な金利政策をとるよう致すとともに、公開市場操作その他の金融調節の方式をもとり上げるよう進めて参りますこととし、また日本銀行法その他金融に関する諸制度の整備ということも慎重に検討致したいと存じます。

〔注〕

- 1) 経済企画庁『経済白書』昭和31年版。
- 2) 『大蔵大臣財政演説集』，702-3ページ。
- 3) ただし当調査団は、オーバー・ローンが容易に是正できるという考えに対しては懐疑的であったようである。
- 4) 通産省のオーバー・ローン解消案は『金融』昭和30年3月，63ページに紹介されている。
- 5) 全国銀行協会連合会『銀行協会二十年史』（昭和40年），253ページ。
- 6) 『大蔵大臣財政演説集』，719-20ページ。

2 金融の「歪み」とその是正策

「金融正常化」論の具体的な内容は「その時々的情勢を映じて変化していた」¹⁾が、日本の金融システムに次のような歪みが存在するというのが、その具体的な前提であった。(1)企業の資金調達に占める銀行からの借入金の比重がきわめて高かったこと(オーバー・ボロイング)、(2)銀行の貸出しがそのバランス・シートにおいて異常に高い比重を占めており、それが日本銀行借入に対する過度の依存によって支えられていたこと(オーバー・ローン)、(3)さらにコール・レート等の「自由な金利」は言うに及ばず、規制金利や公定歩合も先進諸国の基準に照らしてみると高すぎることであった。

「金融正常化」の対策案としては、外為資金特別会計が保有する外貨を利用

することを骨子とした大蔵省案、通産省案をすでに紹介したが、さらに「民間側」の対策案として、経済同友会と総合政策研究会の提案を以下に紹介する。

大蔵省、通産省の案は現実には日の目をみることはなかったし、またその提案の内容自体が一時しのぎ的な性格のものであったことは明らかである。以下に紹介する民間側の提案も、具体的な政策として結実することがなかったという点では前二者と同様である。しかし、それらは昭和30年代前半に多くの関係者が抱いていた日本の金融システムの機能にかんするイメージを伝えるものとして興味深い。また、それゆえに、昭和30年代の金融政策にある程度の影響を及ぼしていると思われる。

経済同友会のオーバー・ボロイング解消案(昭和30年4月) 経済同友会は30年4月に、オーバー・ボロイング解消案を提案したが、その案によれば、資本金が一定額を超える株式会社について、(1)一定期間、課税所得の一定割合以上を強制的に積み立てさせる、(2)この積立金に対しては法人税率を引き下げ、減税相当額を指定銀行(開銀)へ預託させる、(3)一定期間後、この預託金の4倍の増資を行わせ、4分の1を株主に無償交付させるほか、必ず借入金の返済に優先的に充当すること、(4)特別減価償却引当金制度によって減税措置を講じ、その減税相当額を強制的に積み立てさせる、(5)配当金の一定割合の損金算入を認め、その減税相当額を強制的に積み立てさせる、とされていた。

総合政策研究会の「金融正常化」論 日本の金融メカニズムが正常でないという認識は、実務家、専門家の間で常套句として用いられていた。しかし、非正常性の定義や、正常化の必要性に関する明確な論議はそれほど多くはなかったように思われる。総合政策研究会(有沢広巳等6名の学識経験者によって構成された)が昭和34年6月1日に発表した「金融正常化への提言」は、金融メカニズムの問題点に対する当時の有力な意見を集約したものとして参考になる。²⁾

この提言によると、日本の金融は主として次のような点で不正常である。(1)銀行が流動性に対する感覚を著しく欠いている。(2)通貨供給の主たるルートが日銀貸出であった。(3)金利政策が非弾力的で、金利が資金需給調節作用をあまり果たしていない。(4)産業資金が極端な間接金融方式(銀行借入への依存)で供給され、直接投資(直接金融による資金供給)が少なすぎることであった。

要因(1)は、銀行が借手企業の資金需要に対して歯止めなく貸し応じる原因を

作っている。また、日銀貸出は本来一時的、短期的な性格であるべきにもかかわらず、成長に伴う必要通貨を供給する主要なルートとして用いられてきた。このため、民間銀行は安易に日銀借入に依存しがちとなり、金融過熱の素地となった。これが(2)の要因である。(3)は、景気の過熱過程において金利機能が円滑に作用すれば、経済の過度の拡張は未然に防ぐことができたであろうことを意味している。要因(4)は、「銀行と企業との結びつきが密接になりすぎて」銀行貸出が資金需要に引きずられて「過度の信用膨張」を招来」する原因となっている。また、資本市場が株式市場を別にすると未発達であることは、企業部門の自己資本の比率を低め、企業の行き過ぎた投資計画を醸成する原因ともなった。

以上のような判断に基づいて、総合政策研究会は金融正常化のために次のように提言している。³⁾ (1)準備預金制度の実施、および日銀窓口指導による銀行の流動性比率向上。(2)公開市場操作の活用。⁴⁾ (3)1年物定期預金の廃止、政府短期証券の細分化、社債発行枠に対する日銀の規制廃止、社債発行条件の弾力化、増資免税等企業税制の改革によって株式発行を奨励。⁵⁾

総合政策研究会の提言は、日本の金融システムについての当時の関係者の認識をほぼ集大成したものといえよう。たとえば、35年6月に日本銀行が発表した昭和34年のマネー・フロー分析において、34年の日本経済が比較的順調に発展した重要な理由として、銀行貸出の増加テンポが(31年と比較して)大きくなかったことを強調している。さらに、その理由としては、34年当初の日銀貸出残高が3793億円(31年当初319億円)と市中金融部門とくに銀行部門の流動性が低位にあったことと、34年秋以降、予防的金融政策が実施されたこと、企業の自己金融の増大、間接金融中の銀行の比重の低下、企業の流動性切詰め等によって比較的少ない銀行貸出によって多額の企業投資が可能であったことを指摘している。ここでも、民間銀行の貸出しは攪乱的な要素を含むものとして、むしろ批判的に扱われている。

〔注〕

1) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、527ページ。

2) 総合政策研究会『日本経済への提言—総合政策研究会二十年の歩み』(昭和46年)、1-10ページ。

- 3) 当面の金融情勢に対応するための提言、たとえば預金金利の引下げ等はここでは省略する。
- 4) たとえば、政府短期証券市場を発達させて、公開市場操作の素地を作らなければならない、とされている。
- 5) これらの措置は、長期性貯蓄を有価証券投資へ振り向け資本市場を拡大させるために必要とされた。

3 貿易・為替自由化と「金融正常化」論

昭和34年頃から、貿易と為替の自由化が経済政策の重要な課題として浮かび上がってきた。このことは、日本の産業が厳しい国際競争に直接晒されなければならないという認識・危機感を一般的に生み出し、企業の「体質改善」の必要がさまざまな形で叫ばれた。金融の側面からいうと、日本企業は自己資本を充実させると同時に、外部資金調達においても、安定的な長期資金である社債発行資金に依存する程度を高めるべきだという主張であった。これは、第1節1で説明した「外圧」に対する金融正常化論の延長である。

さらに、昭和36年2月衆議院大蔵委員会は「金融及び証券に関する小委員会」を設置して、均衡のとれた金利体系の整備、健全な証券市場の育成、および円滑な中小企業金融の疎通の3項目を審議することにした。¹⁾ これも、正常化論の影響の現れとみることができよう。

〔注〕

1) 「第38回国会衆議院大蔵委員会議録第9号(昭和36年2月23日)。

4 「金融正常化論」の評価

すでに紹介したように金融正常化論にもいくつかのバリエーションがある。しかし、総合政策研究会の考え方に代表されるように、正常化論はマクロ経済のパフォーマンスが金融構造に根本的に依存しているという認識を基礎としている。その点で、正常化論は今日においても考察の対象として興味深いのである。

しかし、昭和30年代初頭の日本の金融構造、つまり企業の資金調達が全面的

に銀行・金融機関からの借入に依存し、また民間銀行(とりわけ都市銀行)が強く日本銀行借入に依存する(これと対応して、日銀による対民間銀行向け貸出がハイパワード・マネー供給の経路の大宗をなしていた)という構造は、その当時の日本経済の基礎的な条件によって規定されていたのであり、正常化論はこの点を十分配慮していない。もしこの点を考慮に入れたとすれば、基礎的な条件が変わらない状況のもとで日本の金融構造を変更することが至難であろうことに思い至ったはずである。

それでは、より基礎的な条件とは何か。それは、(1)最終的な資金の貸手である家計が零細な資産保有者であった、(2)第二次大戦直後の日本企業は将来に多大の不確実性を抱えており、資金調達者としての信頼性を獲得していなかった、(3)政府は重要な資金調達者として市場へ登場することがなかった、という条件である。

これらの条件はいずれも、日本の金融仲介の構造が銀行を中心とする「間接金融」のメカニズムに依存せざるをえないという状況を作り出していた。公社債市場や株式市場において、多数の投資家の資金を集めるという形態の金融仲介が重要な位置を占めることは、ほとんど期待できなかったのである。

また、政府自体が証券市場で多額の資金調達をしなかったということは、日銀にとってハイパワード・マネー調節の経路を選択する幅を制約することにもなった。つまり、国債流通市場が欠落していたので、日本銀行にとって英米流の公開市場操作を駆使することはできない相談であった。ハイパワード・マネー調節が日銀貸出の調節に主として依存せざるをえなかったのは、この意味でやむをえないことだったのである。

しかし、「金融正常化」を求める議論は昭和30年代半ば以降ますます強まる傾向を示す。金融制度調査会は昭和36年に入ってからオーバー・ローン問題を本格的に討議しはじめる。この討議の結果は38年5月9日の「オーバー・ローンの是正に関する答申」に盛り込まれている。また、金融制度調査会の討議に對抗する形で、日本銀行は37年11月にいわゆる「新金融調節方式」を導入する(11月1日実施)。この新方式の骨子は成長通貨の供給(経済の実質的成長に伴う貨幣需要の増加に見合った供給)を債券オペレーションによって供給するということであったが、これは日銀貸出偏重の金融調節に対する「正常化論」からの批

判を意識したものである。¹⁾

〔注〕

1) 「新金融調節方式」については、本編第5章において詳しく考察する。

第2節 金融政策の「正常化」措置

1 数量景気(昭和30～31年)と金融「正常化」

日本経済は昭和28年後半以降の引締め政策の結果、昭和29年には不況状態に陥り失業問題などが深刻となった。¹⁾しかし、アメリカ経済が上昇傾向に転じたこともあって昭和30年には貿易収支が1億ドル程度の黒字を記録するとともに、引締めは速やかに物価の下落をもたらした。²⁾この後30年から31年にかけて、日本の経済は物価上昇を伴うことなく非常に順調に拡大したが、この景気拡大局面は「神武景気」とか「数量景気」とよばれた。

金融「正常化」の進展(?) この時期(昭和30年から31年にかけて)は表面的にみると金融「正常化」が進んだ時期でもある。たとえば30年から31年にかけて民間銀行の貸出しの伸びはそれ以前に比較して極端に鈍化し、民間銀行による

表 3-1 主要経済指標(昭和30～33年)(対前年同期比、%)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指標	物価指数		全銀貸出 残高	国際収支 貿易収支 (100万ドル)
			消費者	卸売		
昭和30年 I	1.6	-0.2	-1.5	-4.5	8.6	3
II	9.0	6.5	-1.3	-1.9	9.2	-30
III	9.7	13.7	-2.2	-0.2	8.8	57
IV	13.4	12.0	-0.9	-0.4	9.7	77
31年 I	11.0	14.2	0.3	0.4	11.3	35
II	10.8	20.2	3.7	3.7	15.1	43
III	6.1	20.1	5.8	5.8	22.8	-77
IV	5.6	21.4	7.7	7.8	27.2	-69
32年 I	5.4	22.9	2.2	7.6	32.0	-167
II	9.1	25.5	2.8	5.1	31.2	-333
III	11.2	15.8	4.6	1.2	26.9	-305
IV	6.8	6.2	2.1	-1.5	23.6	32
33年 I	6.6	2.2	0.9	-5.7	19.7	78
II	5.1	-6.1	0.4	-7.0	18.5	40
III	5.0	-1.3	0.1	-6.8	17.1	54
IV	5.8	7.9	2.7	-6.4	15.7	87

日本銀行借入額(とりわけ一般貸付)も大幅に減少した(後掲表3-6)。金融市場におけるこのような資金需要の相対的減少を反映して、コール資金市場の需給関係も緩和し、コール・レートは公定歩合を下回る水準にまで低下したのである。

このような現象は、一部の専門家には金融正常化が進展した証拠に見えたようである。しかし、前章第2節のモデルに即して考えれば、これは、金融緩和、資金需要の減退に伴う循環的な現象であり、決して日本の金融システムが構造的に変化したことを示すものではなかったのである。このことは、昭和32年以降の金融逼迫によって明らかとなった。

また、この時期には日本銀行の側から、金融政策の運営のあり方を「正常化」し、市場メカニズムにより強く立脚した方式を導入しようとする積極的な動きもあった。以下では、日銀主導の「金融政策正常化」の動向を説明する。

公定歩合引上げ(昭和30年8月)と高率適用制度改正 日本銀行は数量景気のさなかの30年8月10日に公定歩合を日歩4厘(年率1.46%)引き上げると同時に、同月17日に高率適用制度の改正を行った。この公定歩合の引上げは昭和26年10月1日以来のものであるが、昭和30年は物価も安定し、国際収支も改善していた。したがって、この公定歩合引上げは引締めを狙ったものではなく、金融市場(とくにコール資金市場)の金利との関係で低きに失していた公定歩合を「正常化」し、公定歩合政策を復活させることを目的としていた。

『日本銀行百年史』によると昭和29年12月11日に一万田尚登の後に日銀総裁に就任した新木栄吉は、アメリカ流の公開市場を中心とした金融政策運営方式を理想と考えていた。³⁾日銀は、新木総裁のもとで、金融正常化の施策を熱心に推進することとなったのである。たとえば、すぐ後に説明する政府短期証券市場を育成するための市中公募制度の導入、30年8月23日に決定されたコール・レートに対する日銀の内面指導の撤廃(後述)、30年12月の市中銀行に対する日銀の貸出査定(窓口指導)廃止などと並んで、公定歩合引上げによる金利体系の是正も金融正常化の一環であった。第2章でも説明し、前節でも言及したように、日銀の高率適用制度の運営ルールが昭和30年頃を境として、より厳しいものに変更されたが、このルール変更も金融政策の側面における正常化の施策である。

公定歩合引上げの意味 日本銀行当局の判断では、公定歩合が低すぎるため

に、高率適用制度の高率自体も相対的に低いものとなっており、そのことが民間銀行に対する高率適用貸出の常態化の原因となっていた。そこで、金融緩和進展のもとで高率適用貸出が大幅に減少した時期を捉えて、公定歩合を引き上げ、高率そのものを高い水準におくことによって、「高率適用は個別の銀行に対する罰則的制度とする」ことを目指したのである。公定歩合の新しい水準は、金融機関が積極的に日銀借入に依存しようとする誘因を減殺するために、少なくとも預金コスト(昭和29年下期の全銀行平均で日歩1.85銭)より若干高めに設定すべきであるとされた。⁴⁾

一方、高率適用制度改正の具体的内容は次の通りである。最低歩合適用限度額および第一次高率適用限度額を、銀行の流動的資産の保有額を基準として半期ごとに決定する。また、従来、商業手形、スタンプ手形、国債等担保の種類ごとにそれぞれ規定されていた適用高率を一本化して簡素化した。⁵⁾ 全国銀行の低率借入枠は3月決算による自己資本の増加と3～5月の預金増によって自動的に約40億円拡大されていた。したがって、5%の調整率引下げは低率借入枠の自然増を相殺することを狙ったものであった。また、第一次高率は2.2銭になった。⁶⁾

31年8月14日にも、日銀は高率適用制度の最低歩合適用の枠を基準額の12%以内から6%以内へ、また基準額の12%超15%以内であった第1次高率の枠を6%超7.5%以内へ変更した。日銀の説明では、この調整は市中銀行の預金貸付金の増加によって基準額がかなり増加してしまい実情に合わなくなっているのを正常化した結果である。実際、第2章第2節で説明したように、高率適用貸出を「例外的」なものにするというルール変更は、昭和32年半ば以降の金融引締め過程で実行され、コール・レート高騰の原因となった。

〔注〕

- 1) 昭和29年8月には失業者数が戦後最高の71万人を記録した。
- 2) 前章、表2-1を参照。
- 3) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、527-31ページ。
- 4) 日本銀行資料。
- 5) これより以前の昭和30年6月、日銀は30年第2四半期の高率適用調整率を第1四半期の60%から55%へ引き下げた。
- 6) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調

査」(昭和34年3月18日)によれば、公定歩合の操作については、①公定歩合と市中金利との連携関係が直接的でない、②企業の借入需要があまり金利に感応的でない、③日銀は、公定歩合を頻繁に変動させるべきではないという慎重なスタンスをとっていた、④日銀は低金利政策の制約を強く受けていた、等の限界があった(同、6-7ページ)。

2 日本銀行、コール・レートに対する指導を廃止

昭和20年代後半に厳しい日本銀行のレート指導と、金融逼迫の相克の中で取引量が縮小したコール市場も、29年春以降その規模を回復し、30年に入ってから金融緩和とともに静謐を取り戻した。このため、日銀は30年8月23日にコール・レート指導を廃止した。翌日物コール・レートに対する臨時金利調整法の規制は32年5月まで残っていたものの、実質的にはコール・レートは、32年7月15日に全国銀行協会連合会によるコール・レート自粛申合せが実施されるまでの期間、ほぼ全面的に自由化された。また市場外の直取引コールについても日銀の指導も廃止された。¹⁾ ただし、32年7月15日にコール・レートの自主規制が復活するのである。

〔注〕

- 1) 直取引コールの金利はこれまで日本銀行の指導によって日歩1.95銭に固定されていた。ただし、直取引コール指導金利の廃止は直取引を自由放任にすることを意味するものではなかった。金融当局は、直取引は変則的であり、金融正常化を契機に漸次廃止されるべきものと考えていた。昭和30年8月、大蔵省は各財務局長に対して、コールの直取引を漸次的に廃止するよう指導するを通達した(「直取引コール等の金利について」、昭和30年8月30日蔵銀第1785号)。

3 公社債売買市場(取引所市場)再開

昭和31年4月2日、東京・大阪の両証券取引所において20年8月以来停止されていた債券の立合いが再開された。公社債売買市場再開の背景には、30年頃からのコール・レートの低下によって、資金的に余裕のできた銀行、特に地方銀行の余裕資金運用が問題となってきたこと、またこれまでも説明してきたように、金融政策の正常化の一環として、公社債売買市場を舞台にするオープ

ン・マーケット・オペレーションの可能性が模索されはじめたことが挙げられるであろう。¹⁾

公社債流通市場の再開に先立って、30年3月日本銀行は起債打合せ会の関係者を招き、(1)現在日銀の指定適格銘柄に含まれている二、三流債は大幅に市場価格が下落すると予想されるので、今後はそのような債券を漸次日銀適格銘柄から外す。(2)一流銘柄として新たに日銀適格銘柄とするものも、特定の産業を除き設備資金・合理化資金のための起債は抑制する。(3)重要産業中設備過剰企業に対し、長期借入金を社債に乗り換えさせオーバー・ボロイングの解消に努めるように指導する。(4)今後優良銘柄を月3～4億円程度増発する、等の方針を説明して協力を求めた。²⁾

しかし、再開後の公社債市場における取引は、加入者負担の電信電話債券を除いては低調であり、売買の大半は証券会社によるバイカイ取引であった。結局、昭和37年4月に電電債以外の市場取引は事実上停止され、国債発行を契機として41年2月7日に再開されるまでその機能を停止することになった。

公社債流通市場の機能は、長期債券に流動性を付与することであるが、その機能が十分に発揮されることがなかったのは、まず第1に、各種の債券の発行利回りが低水準に固定される一方、発行に対して量的な割当てが厳しく行われたため、そもそも公社債発行量が少なく、それゆえに流動化に対する社会的な需要も多くなかったこと、当時の投資家は銀行、金融機関であったが、彼らにとって流動性を調節する方法として、日銀に依存したり、コール市場に依存する余地が大きかったこと等を理由として考えられる。多くの専門家は、コール資金市場の金利が高水準にあったため、本来公社債市場に向かうべき資金までもコール市場へ流れたことを、公社債流通市場不振の原因として挙げたが、これは正しくないであろう。³⁾むしろ、金融市場の実勢をコール・レートが反映しているのに反して、公社債の発行金利が不自然に低い水準に抑制されていたことのほうが問題だったのである。

〔注〕

1) たとえば、『銀行局金融年報』昭和32年版、21-22ページ。

2) 『金融』昭和30年4月、56ページ。

3) たとえば、昭和38年6月に大蔵大臣に提出された証券取引審議会の意見書「公社債

市場正常化のための当面の問題について」においては、「公社債流通市場形成のための基本的施策としては、今後においても短期金利(つまりコール・レート)が低下し、長短金利のアンバランスが是正される方向で、金融環境の整備に積極的かつ着実な努力がはらわれる必要があると判断する」と述べられている。また、『日本銀行百年史』は「当時長短期金融市場の発達を阻害した原因として、コール・レートが他の諸金利にくらべて高水準であったため、資本市場、とくに確定利付債券市場への資金流入を妨げ、また市中銀行の政府短期証券保有意欲をなくさせたという点も指摘されているが、このコール・レートの高騰は市中銀行が恒常的に本行からの借入に依存し、それに対して、本行が返済圧力をかけているという事情が響いていた」(同、第6巻、昭和61年、85ページ)と述べている。

4 準備預金制度の導入

準備預金制度のもとでの準備率操作は、現代の金融政策における有力な手段として確立した位置を占めている。したがって、金融政策の正常化を推進しつつあった日本銀行が、この制度の創設に熱心であったのは当然である。とくに、昭和30年から31年にかけて日銀貸出が大幅に減少したため、日銀貸出を軸とする金融調節に代わる金融政策手段として、準備預金制度が注目されることになった。

このような情勢を背景として、31年6月7日に公布された「金融制度調査会設置法」(昭和31年法律第135号)に基づいて発足したばかりの金融制度調査会が、「新たに通貨調節の手段としての準備預金制度を創設することが適当である」とする答申「準備預金制度に関する答申」を、32年2月21日に大蔵大臣へ提出した。¹⁾大蔵省は、この答申を基盤として、「準備預金制度に関する法律案」を作成し、32年5月27日、同法案が原案どおり可決され、ただちに公布・施行された(昭和32年法律第135号)。

この法律で問題とされたのは、準備預金制度の運用を大蔵大臣の認可制とする点であった。²⁾この点は、同制度の運用を日本銀行政策委員会に委ねるべきことを趣旨とした金融制度調査会の答申と合致しないものであり、日本銀行側の反発を呼んだのである。しかし、日本銀行は、この制度の早急な導入を求めていたので、運用権限の所在については、間もなく進められる日本銀行法改正の審議の過程で検討することとして、大蔵大臣の認可制を許容したといわれ

る。³⁾
これに先立って、日銀は31年6月から、この制度の導入を予定して、銀行に対して日銀当座預金の増額指導を開始した。この指導は、準備預金制度が実際に発動された34年9月11日まで続けられた。⁴⁾

これとは別に大蔵省では、預金者保護を目的として「預金特別準備金制度」を導入する考えがあった。30年4月、銀行局は「銀行等の預金準備金に関する法律案(仮称)」をまとめたが、この制度による積立金を非課税とすることに対して主税局が強く反対したため廃案となった。その後31年3月には、銀行経営上留意すべき事項として、支払準備充実をあげ、銀行経営の健全化を求めている。この当時、民間銀行がどの程度の「広義」の準備を保有していたかが表3-2に示されている。

「準備預金制度に関する法律」は32年5月に施行されたが、準備率は差し当たり設定されなかった。その理由は、32年に入ると金融引締めの結果として金融市場が逼迫し、日銀貸出も大きく増加したため、準備率操作という新しい政策手段が必要でない状況となったためである。準備預金制度が実際に発動されるのは、金融緩和の状態にあって「予防的な引締め」が必要とされた34年9月であった。その後は、準備預金制度のもとの準備率操作は公定歩合操作とほぼ歩調を合わせて運営される重要な政策手段として定着したのである。

〔注〕
1) この制度は、金融調節を目的とするものであり、金融制度調査会がこの当時同時に検討していた「預金者保護」のための制度と区別されるべきである。そのため、日銀

表 3-2 支払準備率(全国地方銀行協会調べ) (()内は%)

年月末	現金, 日銀預け金, 郵便振替貯金, 地金 銀, 外国通貨	日銀以外の銀行への 預金, コール・ロー ン, 銀行引受手形	保有国債	合計	準備率
	億円	億円	億円	億円	%
昭和30年9月					
地銀	398(40.9)	501(51.5)	73(7.5)	972	8.7
普銀	711(33.3)	671(31.4)	757(35.4)	2,139	6.7
昭和30年12月					
地銀	431(32.0)	745(55.3)	171(12.7)	1,347	13.4
普銀	721(31.6)	958(42.0)	601(26.4)	2,280	8.2

(注) 準備率は合計額を預金総額で割った数字。
(出所) 日本銀行『経済統計月報』。

等では制度の正式名称を「支払準備制度」ではなく、「準備預金制度」とよんでいる。
2) 同法第4条3項に「日本銀行は、……準備率を設定し、変更し、又は廃止しようとするときには、大蔵大臣の認可を受けなければならない」と規定されたのである。
3) 日本銀行資料。
4) 日本銀行資料。また昭和34年2月には、銀行の日銀預け金が少なすぎるので増額すべきであるという日本銀行政策委員会の要請を受けて、都市銀行15行(興銀, 長銀を含む)が日銀預け金増額を申し合わせた(『銀行局金融年報』昭和34年版, 34ページ)。

第3節 「公開市場操作」を目指して

第1節で説明したように、日本銀行のハイパワード・マネーの調節が主として日銀貸出を通じて行われたことは、日本の金融システムの弱点であると多くの専門家によってみなされてきた。アメリカ、イギリスにおいては国債、とりわけ短期政府証券の流通市場が発達しており、中央銀行はその流通市場における債券の売買を通じてハイパワード・マネー供給量を調整していたが、日本の関係者の多くもそのようないわゆる「公開市場操作」が金融調節の理想の姿であると考えたのである。¹⁾

〔注〕

- 1) 中央銀行制度特別委員会は「公開市場操作は日銀が市場において政府証券等を売買することによって金融調節を行うことを意味し、公定歩合政策と並ぶ重要な中央銀行の政策である」（金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」，昭和34年3月18日，20ページ）としたうえで、「公開市場政策はドッジ・ラインの実施期において復興金融債券，および長期国債の買オペの形で行われ，さらに農林中金に対して29年秋から日銀保有手形の売オペが行われたが，一般金融機関を対象とする公開市場政策は30年秋から取上げられる。それまでは公開市場操作により信用調整を行うという考えは，公定歩合操作にも増して，ほとんど日銀の頭の中に無かったものと認められる。これは客観的条件が熟さなかったこともあるが，中央銀行の政策的貧困を示すものといわれても致し方がないであろう」（同，20ページ）と極め付けている。

1 日本銀行貸出以外の金融調節ルート

もちろん，昭和30年代の日本においてよく発達した債券流通市場を作り出すことは（とくに政府が積極的に国債を発行する用意，意図がなかったので）ほとんど不可能であった。しかし，日銀貸出以外の有力な金融調節ルートを切りひらくことは，日本銀行にとって重要な課題であった。実際，金融市場において余裕資金が存在する場合，つまりハイパワード・マネーの需給関係が相対的に緩和し，そのままでは短期資金市場金利が不必要に低下してしまう可能性がある場

合には，日本銀行は保有している手形や国債などを民間経済主体へ売却することによってハイパワード・マネー供給量を削減できるし，本編の第2章第3節で述べたように農林中金や民間銀行を相手として日銀保有手形や長期国債の売りオペを実施してきた。これは日銀と特定の金融機関との間の相対売買であり，英米流の公開市場操作にはほど遠いものであった。

金融の緩和が進行する過程で，銀行の日銀借入が大幅に減少したことも，日銀の関心を「公開市場操作」に向けさせることとなった。大蔵省資料によれば，「その後金融緩慢化の情勢が継続し，割引貸付政策の金融調整上の効果は薄くなり，政府短期証券の市中売却による金融調整が有効にその効果を発揮するようになった」。

日本銀行は売りオペの機会を捉えて，可能なかぎり公開市場操作に近いオペレーションの素地を作ろうと意図した。一方，このような意図に基づくオペレーションに対して，「低金利政策」追求の立場，より正確には政府の資金調達費用削減の立場から大蔵省が難色を示し，両者の間でたびたびあつれきが生じたのである。

2 政府短期証券売りオペをめぐる交渉

二重レートによる政府短期証券オペについて 昭和30年度第3四半期に市中銀行を対象とする政府短期証券の売りオペを実施すべきか否かについて，実施を希望する日本銀行と金利低下の傾向を阻害するとして反対する大蔵省との間で意見対立が生じた。日本銀行は政府短期証券の対市中売却を可能ならしめるため，政府短期証券発行金利の引上方をその権限をもつ大蔵省に要請したが，当時大蔵省は金融緩和に伴う金利の低下を促進することを優先視し，売りオペレーションによって金利の低下を阻止することのないよう配慮すべきであるとの判断に立ち，政府短期証券発行金利の引上げに反対した。

これに対し日本銀行は政府短期証券の二重レートによる売却（日本銀行が損失負担）も考慮した。つまり，日銀側は利回り日歩1銭5厘で引き受けた政府短期証券を，1厘ないし2厘引き上げた「二重レート」で市中へ売却することを主張したのである。このような売りオペレーションは，当然のことながら日銀

にキャピタル・ロスをもたらすものであったが、円滑にオペレーションを進めるためにはやむをえないと日銀は判断したのである。他方、二重レートは政府短期証券の発行条件の不自然さがあからさまになることを意味していたので、大蔵省にとっては、是認しがたいものであった。結局、この点についても大蔵省は賛成せず、「日本銀行もまたふみ切って実施することなく」¹⁾ 終わった。

しかし30年11月、大蔵省は長期国債を対象とする売りオペに同意した。これを受けて、日銀は市場資金を調整するために必要と認められる場合、当面の措置として日銀の保有国債を年内買戻しの条件で市中売却に応じることを正式決定し、同月8日にそれを実施した。²⁾

大蔵省の側の条件は、長期国債の売りオペは第3四半期かぎりのものとし、第4四半期以降は短期政府証券を現行金利日歩1.5銭のままで売りオペの材料とすることを日銀に申し入れた。日銀は30年12月16日に、大蔵省の申入れ通り、日歩1.5銭で政府短期証券の売りオペ実施を決定した。ただし、売りオペレーションの実効利回りを最高日歩1.65銭程度に引き上げるため、10日間の売却禁止期間を設けることにした。³⁾

農林中央金庫への長期国債売りオペ 農林中央金庫の季節的余裕資金に対しでは、日本銀行による保有手形の売りオペによって余裕資金を吸収するのが通例であった。しかし昭和31年には、豊作に加えて、30年から始まった米穀予約買付制度が軌道にのったことなどの事情のために、農林中央金庫の資金余裕額が大幅に増加した。農中は余裕資金を市中再割、コール資金への運用に向けた。このためもあってコール・レート、市中再割レートは急速に低下した。日銀はようやく10月に売りオペを実施したが、この時期には日銀借入金の返済が進み、売りオペの材料となる日銀保有手形が底をつく事態となったため、この売りオペも困難となった。大蔵省と日銀は、この状況に対して、食管会計借上げの形で農林中金の余裕資金を吸収することとし、11月に実施すると同時に、31年10月日銀保有の長期国債50億円の農中向け売りオペを実施した。

〔注〕

1) 日本銀行調査局「戦後におけるわが国経済の発展過程とその問題点」(昭和33年12月20日)、金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」(昭和34年5月、188ページ)。

- 2) 売りオペの対象となるのは額面100円、発行価格96円、年利5.5%の長期国債、売却先は銀行、信託銀行、相互銀行で売却額は累計9億5000万円であった。
- 3) 日本銀行資料。この売りオペに関しては、民間金融機関の資金のコストに比較して、オペレーション利回りが低すぎるとして実行可能性を危ぶむ向きが多く、1月中のオペ規模はせいぜい500～600億円程度と予想されていたが、31年に入ってから金融緩和が予想外に進行して、売りオペ残高は1月23日現在で758億円に達した(『銀行局金融年報』昭和31年版、24ページ)。

3 政府短期証券の市中公募

定率公募制度の導入 日本銀行にとっては、金融調節のオペレーションの対象に政府短期証券を含めることが、金融調整の幅を広げるという意味で望ましかった。しかし従来、政府短期証券は全額日銀引受けで発行されてきたから、民間部門が保有する政府短期証券は、日銀の売りオペによって供給されたわずかな額にすぎず、しかも市中の転売買を日銀が認めなかったから、政府短期証券市場は全く機能していなかった(表3-3を参照)。

このため日銀は政府短期証券発行金利の引上げと、市中公募体制の確立を政府に要請した。大蔵省でも、大蔵省証券、食糧証券、その他特別会計発行の融通証券、一時借入金などによる資金調達手段を定めた省令を整理・統合し、「政府資金調達事務取扱規則」(昭和31年3月28日大蔵省令第12号)を制定した。この取扱規則では、入札発行と随意引受発行の二つが予定されていた。しかし、

表 3-3 政府短期証券市中公募(昭和31年5月)以前の
日銀保有政府短期証券売買状況 (単位: 億円)

年月	売 却	買 入 れ	期日償還	月末残高
昭和30年12月	404			404
31年 1月	1,357	252	1,025	484
2	1,173	285	1,033	339
3	255	317	221	56
4	999	609	32	414
5	242	430	143	82
6		26	56	...
7			...	0

(出所) 日本銀行資料。

諸般の事情から入札発行の機運はなお熟さずと判断され、31年5月16日以降、過渡的な措置として定率公募方式が導入された。この方式では、大蔵省が定める要項に従って政府短期証券の公募発行を行い、市中応募額が発行額に達しないときには、応募不足額を日銀が引き受けるというものであった。公募要領はほぼ次の通りである。

- (1) 政府短期証券の割引歩合は日歩1.45銭(従来は1.5銭)とし、市中公募により発行するが、市中消化できない分は日銀が引き受ける。
- (2) 償還期限はさしあたり2カ月とする。
- (3) 応募者の範囲は日銀が指定するが、さしあたり銀行、金庫、保険、その他金融機関および短資業者、4大証券、政府機関とする。
- (4) 短期証券の市中における転売を認める。
- (5) 従来の日銀オペは原則として行わない。
- (6) 日銀は必要と認めた時には買いオペを行うが、買入金利は原日歩とし、発行日より2週間は買入に応じない、コール市場の状況により必要な場合は短資業者から縛り期間中の証券を買い入れることがある。

大蔵省と日本銀行の対立 公募制度の導入に際し、発行利率の条件をめぐって日本銀行と大蔵省との間に深刻な対立が生じた。日銀は短期証券を市場レート(日歩1.5銭)で売却すべしという立場に立ったのに対し、大蔵省が日歩1.4銭による公募を主張して譲らなかったのである。結果的には、日銀側の要求は受け入れられなかったが、この交渉に昭和31年2月から5月まで3カ月の時間がかかった。表3-4に、31年5月中の公募実績が示されている。

政府短期証券の公募制度確立を強調した日銀の狙いは、公募証券を購入した投資家に市場で実勢金利による転売を認めることによって政府短期証券の流通

表 3-4 政府短期証券応募実績(昭和31年5月15～31日)
(単位：100万円)

金融機関名	応募実績額	金融機関名	応募実績額
都市銀行	11,100	短資業者	300
地方銀行	3,620	その他	10
信託銀行	230	公募分計	17,137
農林中金	1,700	日銀引受額	49,863
証券会社	177	総計	67,000

(出所) 日本銀行資料。

市場を成立させ、必要があればその市場で買いオペレーションを展開することであった。しかし、政府短期証券の発行金利は非常に低水準であったので、市中公募は名目にすぎず、実質的には日銀引受けによる発行の実体に大きな変化はなかった。その後、日銀は金融調節手段の拡大という点に関しては、すでに説明した「準備預金制度」の創設に精力を注いだといわれる。¹⁾

〔注〕
1) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、489ページ。

4 未発達な政府短期証券市場

大蔵省の発行金利引上げ反対 一部の専門家は民間銀行には「支払準備の観念が乏しく」、それゆえに流動性の高い政府短期証券を積極的に保有する誘因が存在しないと考えていた。この考え方によれば「銀行の経営に対する考え方の是正が……重要である」。¹⁾しかし、政府短期証券の応募利回りがインターバンクの実勢レートに比べて非常に低かったことを考えると、市中銀行が応募に

図 3-1 政府短期証券応募者利回りとコール・レート
(昭和31年5月～42年12月)

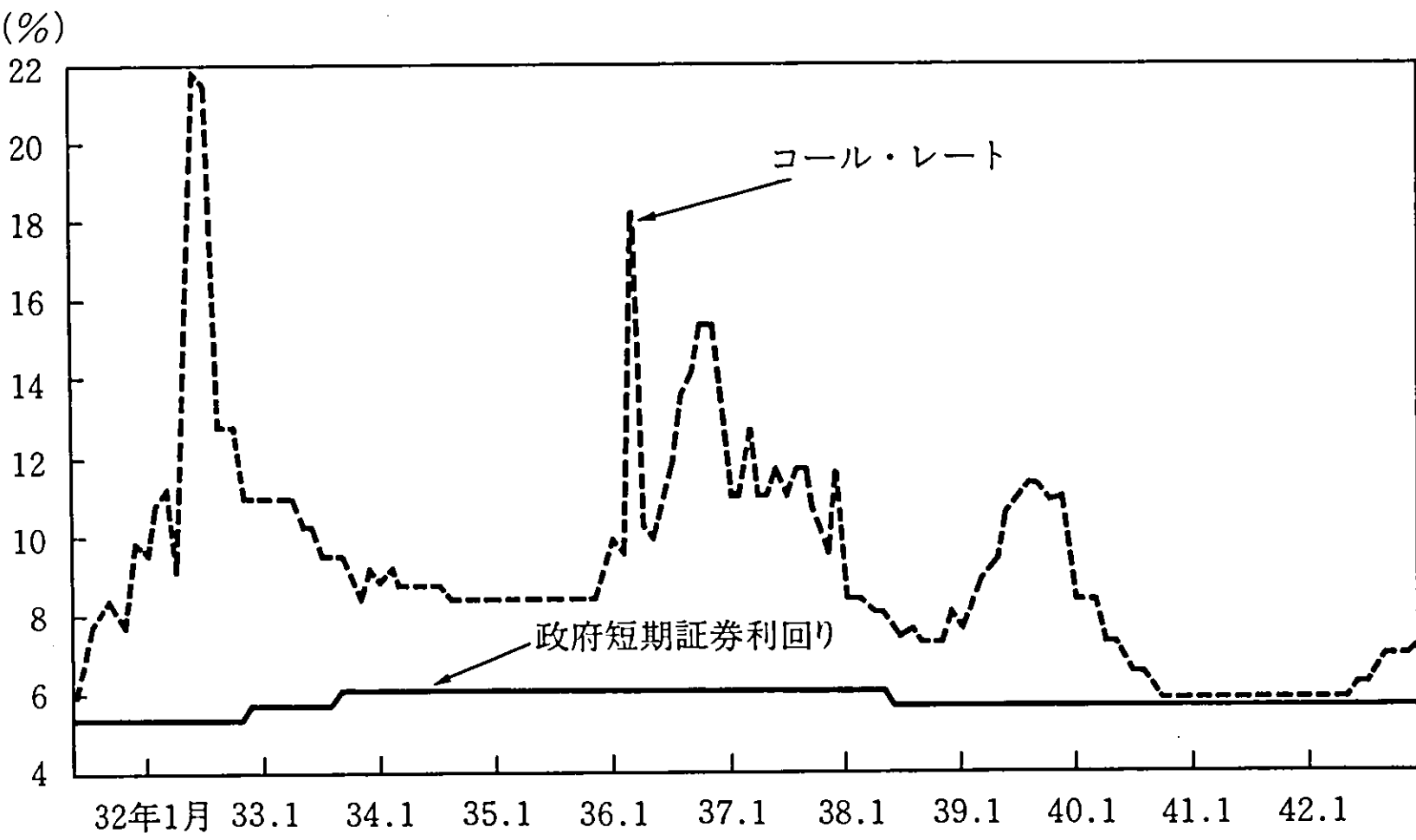


表 3-5 政府短期証券の発行額と公募実績 (単位：億円)

年度	発 行 額			年 度 末 残 高		
	総額(A)	公募分(B)	(B/A) (%)	総残高(A)	公募分(B)	(B/A) (%)
昭和31	23,938	380	1.6	4,099	26	0.6
32	16,640	50	0.3	3,631	5	0.1
33	22,350	55	0.2	4,673	9	0.2
34	32,592	62	0.2	5,783	8	0.1
35	36,835	75	0.2	6,796	11	0.2
36	24,951	29	0.1	5,812	4	0.07
37	25,650	37	0.1	6,672	5	0.07
38	33,066	48	0.1	5,516	4	0.07
39	36,563	121	0.3	6,555	12	0.2
40	54,217	1,455	2.7	7,186	418	5.9

(出所) 日本銀行資料。

積極的でなかったのはなんら不思議ではない(図3-1および表3-5参照)。

政府短期証券の公募制度が形骸化したこととの関連においても「変態的にコール・レートが高いこと」²⁾が非難の対象となっている。しかし、昭和30年代前半の日本の金融市場の需給関係は民間部門の旺盛な資金需要を反映して逼迫しており、コール・レートが高い水準にあることは決して不自然ではなかった。むしろ、不自然だったのは、政府短期証券の発行金利(図3-1を参照)だったのである。

すでに述べたように、大蔵省は政府短期証券の発行金利引上げに反対したが、その理由はほぼ次のようなものであった。³⁾

- (1) 金融緩和によりコール・レートが低下しつつあるときに、短期証券金利を引き上げると、金利低下を阻む懸念がある。また、これはコール・レートの低下を通じて社債市場の強化をはかるという方針に反するおそれがある。
- (2) 政府短期金利引上げは財政負担を増加させる。
- (3) 銀行はその資産構成の健全化を図るために、少々金利が低くても政府の短期証券を当然保有すべきである。

しかし、これらの理由はいずれも筋の通ったものとはいえない。政府短期証券とコールとの間で活発な金利裁定が働きうることを考えると、日本銀行によってコントロールされるコール・レートが政府短期証券金利を規定することに

なるはずであり、その逆ではないだろう。また、政府短期証券を低利で日本銀行へ引き受けさせるという方法は、結果として日銀の国庫納付金を減少させることになるので、これが財政負担の軽減に貢献しているとは思われない。⁴⁾

政府短期証券が広い意味での準備資産として銀行によって保有されるためには、まず幅広い流通市場の存在が前提となる。低利発行がこの前提の成立を困難にすることは明らかである。また、たとえ政府短期証券が十分に流動性を具えているとしても、その利回りが不自然に低水準に抑えられている場合には、それに対する銀行の需要はわずかなものにととまらざるをえないはずである。

政府短期証券の公募入札制について 政府短期証券は昭和31年5月16日から公募発行の体裁で発行されることになったが、発行金利については定率で、それも低い水準に設定されたため、民間部門による応募は結局わずかな額にとどまった。もし政府短期証券が公募入札によって発行されたとしたらどうなっていたであろうか。⁵⁾ その発行金利は、金融市場の実勢を反映して、かなり高くなったに違いない。しかし、発行される政府短期証券の大半を民間部門が保有することになるから政府短期証券の市場は拡大し、日本銀行が目指していた本格的なオープン・マーケット・オペレーションの素地が形成されることになったのではないだろうか。

しかし、昭和30年代初めの時点においては、日本銀行関係者自身が、政府短期証券の公募入札制の実効性に懐疑的であったようである。この当時の日銀資料によると、公募入札制度の問題点として、(1)市場金利が確定利率を下回る情勢においては採用できるが、市場金利が確定利率を上回る場合には実施できない、(2)市場資金量(コール資金残高が500～600億円程度)からみて、巨額の財政資金需要のごく一部を賄うことしかできないし、多額の入札発行は金利の高騰につながる、としたうえ、「現在程度の(市場)資金量から考えて、継続的に入札発行を行なうことは至難のことで、ただ、その情勢が熟した時期に散発的に実行されるに過ぎないであろう。この程度のことならば、特に入札発行制度を導入する程のこともなく、現在の本行引受、適時売オペ(但し、売オペの場合の金利は市場金利が確定利率(現行日歩1.5銭)を下回る場合は市場金利による)による方式が効果的ではないであろうか」と結論している。⁶⁾

日銀の論点の(1)は、あくまでも大蔵省が一定の利率(確定利率)以下の金利で

短期証券を発行することを前提としており、説得力に乏しい議論である。日銀の(2)の論点は、政府短期証券が民間の非金融部門にとって有利な貯蓄手段として受け入れられる可能性がある点を看過している。また確かに、多額の短期証券が市場に向けて発行されれば、そのこと自体は金利上昇の原因となる。しかし、政府短期証券の流通市場が発達していれば、日銀はこの流通市場において形成される金利を目安としてオープン・マーケット・オペレーションを実施できるはずであり、そのオペレーションによって金利の上昇を防止できるであろう。逆に、実質的に日銀引受けで政府短期証券が発行される場合には、政府が調達資金を民間部門へ支出する段階で、日銀による資金の吸収が必要となる。実際、日銀は貸出額や相対的な債券オペで、そのような金融調節を実施せざるをえなかったのである。

仮にこの時点で、政府短期証券の公募入札制度が採用されていたとすれば、民間部門が保有する銀行の定期預金や信託、金融債の一部が減少して、政府短期証券がその位置をしめ、また銀行間資金市場が若干縮小して、政府短期証券売買による流動性の調節が行われることになったのではないかと思われる。この場合には、政府短期証券はオープン・マネー市場の手段として、比較的幅広く用いられることになり、日銀も、この市場に向けてアメリカ流のオープン・マーケット・オペレーションを実行できたはずである。もちろん、このようなオープン市場の形成自体が、金融政策の有効性を高める保障はないが、オープン市場を基盤として短期金融市場の機能はより効率的になったであろう。日銀内部では、このような可能性は考慮されなかったのである。

〔注〕

- 1) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」(昭和34年3月18日)、22ページ。
- 2) 前掲、金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」、22ページ。
- 3) 前掲、金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」、21ページ。
- 4) 公募入札方式で政府短期証券を発行すれば、財政当局にとって発行費用が上昇する一方、日本銀行の剰余金が増加するであろう。日本銀行法第39条に定める納付金の算定方式によれば、日銀は当期剰余金の5%を法定準備金として積み立てねばならないから、剰余金の増加のすべてがその期の国庫納付金の増加となるわけではない。しか

し、このギャップはそれほど大きくないであろう。高橋俊治『日本の公社債市場と金融システム』(平成3年、東洋経済新報社)、第3章を参照。

- 5) 大蔵省も、昭和31年には、蔵券、糧券その他の各特別会計が発行する融通証券、一時借入金等による資金調達手段に関する省令を一本化し、「政府資金調達事務取扱規則」(昭和31年3月28日大蔵省令第12号)を制定して、この中に既往の「大蔵省証券入札発行規程」(昭和5年大蔵省令第24号)を織り込んで、すべての短期証券につき競争入札を行う場合の準拠規程にしようとする改正案を検討したといわれる。
- 6) 日本銀行資料。

第4節 金融政策「正常化」の挫折

第2節および第3節で考察したように、新木日銀総裁の時代(昭和30年4月から31年11月まで)は日本の金融政策を英米流の公開市場操作を中心とする運営方式に改善・「正常化」するための努力がなされた時代であった。しかしこの努力は不幸にして実を結ばなかったといえよう。なぜなら、「正常化」のために撤廃された統制主義的な政策運営方式が、時を経ずして続々と復活することとなったからである。

たとえば30年12月に廃止された窓口指導はおよそ半年後の31年7月には再開された。30年8月にコール・レートに対する日銀の指導が廃止されたが、日銀指導という方式そのものは復活しなかったものの、32年5月には全国銀行協会連合会によるコール・レートの自粛が始められた。公開市場操作のための基盤を形成することを目指した政府短期証券の公募制度も、定率公募という中途半端な性格が残されたこともあって政府短期証券の流通市場を形成することに役立たなかった。

第3節で説明したように、大蔵省の側の強い反対が政府短期証券市場の拡大を妨げたことは明らかである。しかし、「正常化」された体制のもとで生じた銀行貸出の急拡大(31～32年)とそれに続くコール・レートの急騰、それに伴う金融市場の動揺が、日銀のスタンスの変更を余儀なくさせた点が重要である。なぜこのような動揺が生じたのであろうか。

民間銀行貸出と設備投資の変動 図3-2は民間企業の設備投資額と全国銀行貸出増加額の変化率とを示している。この図によれば、銀行貸出増加額は非常に大きく変動している。とりわけ昭和31年第1四半期から32年第1四半期にかけての増加は極端なものであり、これが同じ時期の民間企業の設備投資の急増と結びついていることは歴然としている。したがって、「金融正常化論」が主張するように、銀行部門の節度を越えた貸出しが実物経済部門の過度の膨張に結びついたという判断は、少なくとも昭和31～32年についてはもっともらしい。前掲表3-1が示すように実物部門の加熱は、物価水準の上昇と貿易収支の悪化

をもたらし、その後の厳しい引締め政策(32年3月以降)を余儀なくさせたのである。

しかし、このような金融的膨張と経済変動の過程は、日本銀行の金融調節のあり方と、それに対する民間銀行部門のごく「合理的な」対応の所産として説明することができる。まず銀行貸出増加額が急増した昭和31年は、表3-6が示すように、金融緩和が進みコール・レートを中心として金利が低下した時期である。¹⁾ 民間銀行が低金利のもとで貸出しを積極的に増加させようとするのは当然である。ただし、民間銀行がどこまで大胆に貸出しを拡大するかは、貸出増加に伴って増加する預金に対応して、支払準備をどの程度スムーズに増すことができるかという彼らの見通しに依存する。この点で、すでに第2章で説明した28年から29年にかけての日本銀行の同調的な貸出供給が民間銀行の楽観主義を支えたと考えられる。²⁾ つまり、31年から32年にかけての民間銀行の貸出急拡大の背景には、28年から29年にかけてと全く同じように日銀貸出が同調的に供給されるであろうという民間銀行側の見通しがあったのである。

しかるにすでに第2章と本章の第2節で説明したように、日本銀行は昭和32年以降、高率適用制度の運営方式を改め、同調的な貸出供給を改めるという方向転換を行った。この政策運営方式の変更は、民間銀行の側に予期せざるシヨ

図3-2 企業設備投資と全国銀行貸出増加額(対前年増加率)(年・四半期)

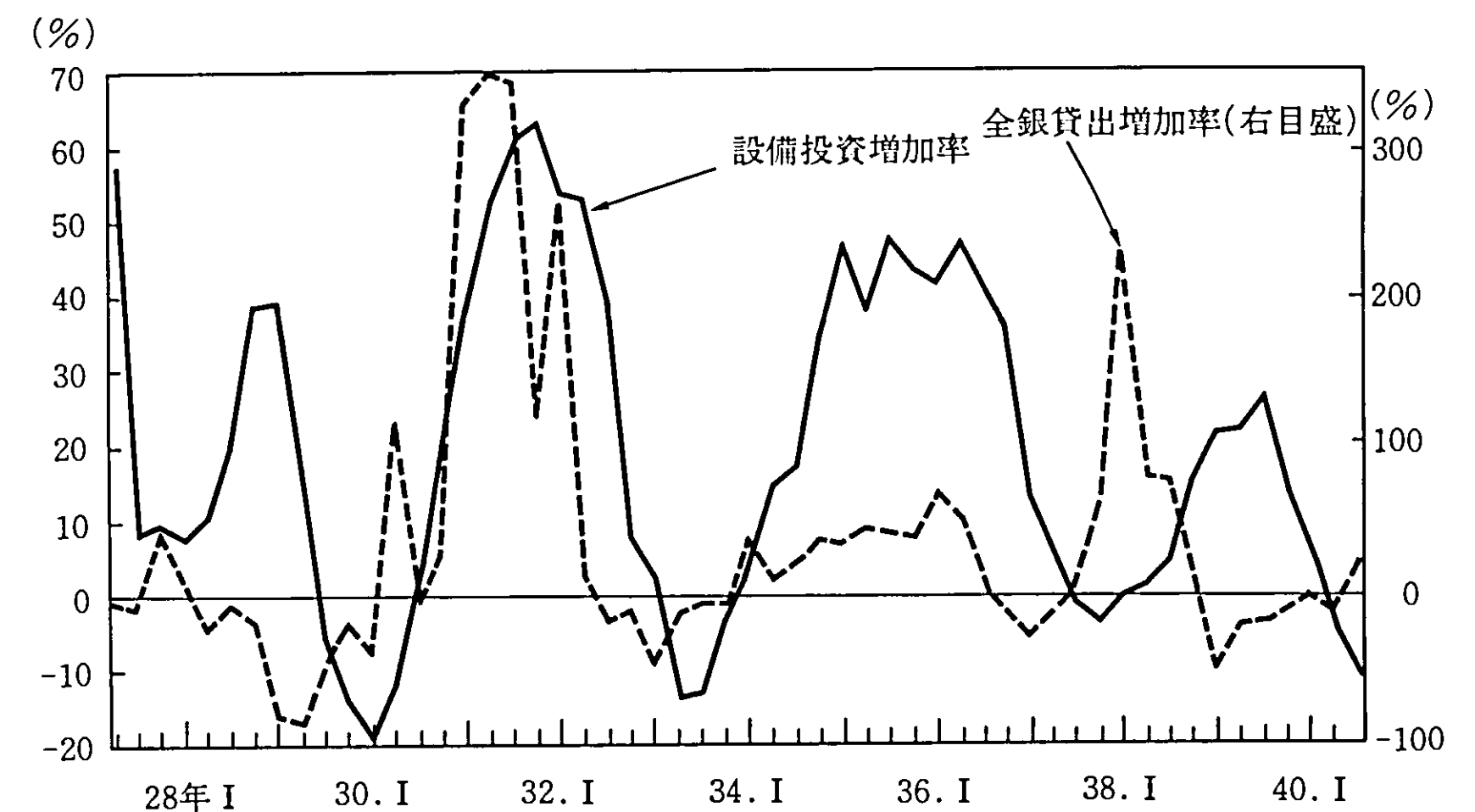


表 3-6 全国銀行貸出増加額，日本銀行貸出増加額，設備投資額，コール・レート
(単位：億円)

年・四半期	全銀貸出増加額	日銀貸出増加額	設 備 投 資 額	コール・レート (%)
昭和29年 I	247	1,185	2,342	7.54
II	150	-177	2,307	8.03
III	745	-97	2,283	8.03
IV	1,265	-1,465	2,181	8.03
30年 I	146	87	1,879	8.03
II	329	-403	2,031	8.03
III	706	-684	2,338	7.30
IV	1,657	-1,115	2,633	6.33
31年 I	629	-47	2,598	5.48
II	1,478	356	3,091	5.60
III	3,136	284	3,746	7.49
IV	3,464	486	4,296	7.67
32年 I	2,351	1,365	3,992	9.37
II	1,682	1,991	4,735	11.32
III	2,515	875	5,217	20.81
IV	3,035	-110	4,618	10.95
33年 I	1,242	362	4,103	10.95
II	1,462	-355	4,066	10.22
III	2,354	-456	4,526	9.49
IV	2,826	-1,277	4,489	8.21

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」，経済企画庁「国民所得統計年報」より作成。

ックを与えることになった。事後的に見れば，31年の民間銀行の拡張主義が暗黙裡に当てにしていた日銀からの追加的な貸出供給は実現しなかったのである。

以上の議論をまとめると次のようになる。昭和32年に生じたコール・レートの急騰と金融市場の動揺は，コール・レート自由化措置そのものの所産ではなく，高率適用制度運営方式の変更，すなわち日本銀行貸出の同調的供給を制限するという金融調節上の重要な変更が銀行部門に予期せざるショックを与えた結果である。すでに説明したように，日本銀行は再びコール・レートに対する規制を強化するとともに，窓口指導を運用するという統制的な政策運営に戻るようになったが，統制主義の復活の背後には，自由な金融市場は不安定的なものであるという日銀内部の判断があったとも思われる。しかし，32年の経験は一過性の政策ショックだったとみなすことができるのである。

(注)
1) 前章の図 2-3 を参照。
2) 第 2 章第 2 節を参照

第5節 資金配分に対する公的介入

「金融正常化」は日本の金融システムをより市場指向的なものにしようとする努力であった。しかし、他方では金融のメカニズムを計画経済的なコントロールのもとに置こうとする動きも見られた。この節では、昭和30年代初頭にみられたそのような動きについて考察する。

1 「金融機関の資金運用の調整のための臨時措置に関する法律案」 (昭和30年7月)

民間銀行の資金配分に対して、法律によって一定の規制を加えることを目指したいいわゆる「資金調整法案」の要綱案が昭和30年7月に民主、自由両党によってまとめられ、国会に提出された。ただし、同法案は衆議院を通過したが、7月30日国会の閉幕とともに審議未了となった。

この要綱案によると、重要産業の長期資金調達のため金融機関に対し預金増加額の一定割合(最高20%)を金融債など債券に運用することを強制でき、大蔵省に「金融機関資金運用審議会」を設けて、強制運用の範囲などにつき大蔵大臣が諮問しなければならないとされた。自由党および一部野党がこの法案の成立に積極的であったが、結局廃案となった。民間銀行はもちろんのこと金融当局も、法律による民間銀行の資金供給行動の規制に反対であったことに注意すべきであろう。

彼らの反対が市場メカニズムの効率性に関する信頼から生まれたものかどうかは明らかではない。むしろ、経済の「社会主義化」への懸念が背後に存在していたのではないかとも思われる。また、民間銀行の自主的な規制、道徳説得の効果に対する揺るぎない信頼感が彼らの考えの中に存在していたことは否定できないであろう。昭和38年前後に通産省がいわゆる「特振法」によって、日本企業の国際競争力強化のために民間金融機関の協力を法律によって義務づけようとした。この通産省の動きに対しても、上述とほぼ同じ理由で大蔵省や銀

行界は反対であった。¹⁾

なおこの法案に先立って、左右両派社会党が銀行法の一部改正案を国会に提出した。これは銀行貸出に対する大口融資規制を求めるものであり、同一主体への貸付額(手形割引を含む)を銀行の資本および準備金の額の10%以下に規制することを目指したものであった。大蔵省は法案の主旨には賛成しつつも、「企業の自己資本の蓄積が貧弱で、しかも資本市場の振るわない現状においては」時期尚早として反対した。

〔注〕

- 1) 第7章を参照。当時の大蔵省関係者の示唆するところでは、大蔵省自身が民間銀行の同法案反対運動を促したとされる(大月高口述「昭和30～36年の銀行行政及金融政策について」、大蔵省資料 Z108-9-1)。

2 金融機関資金審議会の設置(昭和31年9月)

金融機関資金審議会は、基本的には政策当局と民間銀行との間の協調体制を形成し、強化することを目的としており、当時無視できない勢いをもっていた民間銀行統制必要論の趣旨に沿った機関であった。この審議会は昭和31年2月に閣議決定によって設置されたが、¹⁾その後、34年4月13日に大蔵省設置法改正(昭和34年法律第117号)に基づき、法律によって設置されることとなった。しかし大蔵省は、民間銀行の融資活動を法律などによって明示的に規制することに反対であった。それゆえ、この審議会の性格は曖昧とならざるをえなかった。この点は、この審議会の委員の一部からも会議の席上指摘されている。なお、民間銀行側は全国銀行協会連合会のなかに資金調整委員会という組織を作り、この審議会を通じる官民協調体制に協力の姿勢を示した。²⁾

昭和31年4月20日に開催された第1回の金融機関資金審議会において決定された運営要領と4月27日に決定された民間資金活用に関する答申は下記の通りである。

金融機関資金審議会運営要領

1. 審議会は、財政投融资計画、産業計画等、国の施策乃至計画実行上の観点から、金融機関の資金の適切な活用等を図るため、その基本方針を審議する。

- (イ) 財政投融资計画に伴う民間資金の活用に関する金融機関の協力体勢乃至協力方式等
 - (ロ) 長期経済計画達成上必要な重要産業等の資金確保に関する金融機関の資金運用上の指針
 - (ハ) 中小企業金融の円滑化のための金融機関の協力方策等
 - (ニ) 情勢の推移に適合する不要不急融資，過剰設備融資等の抑制に関する方針等
 - (ホ) その他，金融機関の資金運用に関する事項
2. 審議会は，民間の企業別等の資金供給のような細目については，審議の対象としないものとする。
3. 審議会は，必要に応じ，民間資金の活用等に関する金融機関の資金運用の実績につき検討する。
4. 審議会は，金融機関の資金運用の基本方針について必要と認める事項につき，建議する。

昭和31年度民間資金活用についての答申(昭和31年4月27日)

大蔵大臣 一万田尚登殿 金融機関資金審議会会長 中山伊知郎

わが国経済の健全な拡大に伴い，通貨価値の安定を基礎とした金融の正常化はさらに進展し，とくに金融機関における資金の蓄積は一層充実し，需給関係は改善を見せつつある。今や長期の投融资資金は財政金融一体化の方針の下に財政資金への依存から民間資金による調達へと向かうべき大勢にあり，しかも，この経済金融の基調は，広く経済の現状に照し，今後も引続き継続するものと考えられる。

以上の情勢に鑑み，昭和31年度財政投融资計画に関連して政府が予定している民間資金の活用は，投融资委員会等の自主的な協力の下に通常の融資方法によって，円滑に達成することができるものと認められる。

なお，今後，政府において民間資金の活用を予定するに当たっては，民間資金の需給関係，資本蓄積の状況等についての本審議会の意見を考慮の上定めるとせられたい。

審議会の実効力 運営要領や答申の抽象的な内容から推測されるように，この審議会が民間銀行の資金供給行動に対して，具体的にいかなる影響を及ぼしたか非常に曖昧である。「小委員会報告」では，「民間投融资については，産業側の需要および金融機関側の供給双方に審議会は発言権をもち，投融资の調整

および重点化に相当大きな役割を果たしてきたが，財政投融资については，投融资の規模ならびに民間資金依存額が，審議会に討議される前に，閣議で決定され，審議会は，その後始末をするようなことが多かった」(42ページ)というネガティブな評価が下されている。

審議会の機能については，関係者の間にも疑問があったようである。たとえば昭和32年11月の第15回金融機関資金審議会において，この審議会の機構と運営について改善すべき点が問題として取り上げられたが，この過程で提案された小委員会の設置について，一部の委員は「従来の投融资委員会(30年10月設定)の活動が微温的であったという点からみて資金調整委員会ができて，今後自主的に資金の流れを規制していくことができるかどうか」と批判的意見を述べ，小委員会には調整委員会(32年11月設置)の実行状況を常時把握し，これに警告ないし勧告を与える役割をもたせるべきだと主張した。³⁾

金融機関資金審議会の役割は，財政投融资計画に民間金融機関の協力を得ること(民間資金の活用)，通産省から提出される産業設備投資計画と，それに対応する資金調達計画を論議することなど名目的なものが多かったようである。

しかし，この審議会が全く名目的なものでしかなかったと断定できないのは，たとえば32年7月3日には金融引締め政策の一環として，民間設備投資の15%繰延べを具体的に政府に提言しているからである(表3-7)。⁴⁾

また，32年10月30日に開催された第14回金融機関資金審議会の席上，一万田大蔵大臣は「重要産業資金の確保は重要な問題ではあるが，さりとて資金の法的統制は避けなければならない。このためには審議会のあり方を再検討し，資金の流れをより有効適切に，しかも自主的に規制する方途を考えてほしい」と

表 3-7 民間投資繰延べ額 (単位：億円)

産 業 名	計 画 額	繰 延 べ 額	繰 延 べ 率
鉄 鋼	1,215	150以上	12%以上
電 力	2,255	250	11
石 炭	277	0	—
合 成 化 学	748	75	10
海 運	1,027	100	9
小 計	5,522	575	10
そ の 他 共 計			15

(出所) 「金融」昭和32年9月，60ページ。

の発言があった。⁵⁾ 全国銀行協会連合会はこれを受けて、銀行資金の流れを一層有効に調整するための機構として「資金調整委員会」を設置する等の機構改革を実施した。この委員会が設置された当初の重要案件は電力の資金確保、不要不急融資抑制問題であった。

鉄鋼、海運の「資金不足」 昭和33年3月の金融機関資金審議会では、鉄鋼、海運の「資金不足」対策が検討されたが、そのプロセスはほぼ次のようであった。(1)経済企画庁から33年度総合資金需給見込み、通商産業省から33年度設備投資動向、全国銀行協会連合会から33年度全国銀行資金供給見込みが報告された。(2)全銀協の見込みに基づく設備資金の供給額、とくに電力、鉄鋼、海運、石炭の4重点部門への設備資金供給見込額とこれら部門の設備投資計画額を突き合わせて「資金不足額」を算定する。⁶⁾ (3)資金審議会においては「現在の資金需給の見通しから見て、金融機関の資金調整のための自主的努力と産業界の投資調整とに期待する面が多く、当面は資金調達可能見込額の範囲内で計画を実施し、更に資金需給関係等金融情勢の推移に対応して投資計画の調整を図っていくのが適当である」という抽象的な意見が添えられて、より具体的な検討は小委員会に委ねられた。(4)資金審議会小委員会においては通産省企業局長、運輸省海運局調整部長から、鉄鋼、海運の設備資金計画の説明があり、大蔵省理財局資金課長から資金運用部余裕資金に関する説明があった。(5)上記の報告を踏まえて討議が行われた結果、資金不足の主な原因が興長銀の供給不足であることにかんがみ、資金運用部の余裕資金で100億円程度の金融債を引き受けることが適当との結論に達した。(6)この報告を受けて、大蔵省は3月末に資金運用部資金運用審議会を開催して、資金運用部余裕資金100億円を金融債の購入へ運用すること、さらに海運へ60億円、鉄鋼へ40億円の融資配分を行うことを決定した。

金融機関資金審議会は昭和34年4月13日公布の大蔵省設置法改正によって、法令に基づく機関として再発足することになった。しかし、皮肉なことには法律による基盤が与えられて後、この審議会の機能は急速にその実質を失っていったように思われる。これは、資金配分に対する公共当局の介入の必要が減退していったことと関連している。

通産省による設備投資計画と資金調達計画 昭和33年2月に通商産業省は産

業合理化審議会の下部組織として、主要産業の設備投資計画が長期経済計画や金融機関資金審議会の資金需給見通しと整合的かどうかを検討する産業資金部会を設置した。また、経済団体連合会も同年1月「産業資金特別委員会」を設置した。

通産省は毎年度、通産省所管企業の設備投資計画と資金調達計画を調査する。一方、大蔵省も金融機関資金審議会を通じて、各年度の産業資金需給見込みを調査する。各産業分野の資金調達計画と、金融機関の側の資金供給計画とは、当然のことながら必ずしも整合的ではない。産業資金部会は、産業界、金融界の代表を集めてその不整合な資金需給を調節することを目指していたと考えられる。

〔注〕

- 1) 日本銀行は当初メンバーとなっていなかったが昭和32年4月から副総裁が委員となった。
- 2) 全国銀行協会連合会『銀行協会二十年史』(昭和40年)。
- 3) 『銀行局金融年報』昭和33年版、41ページ。
- 4) 資金審議会は9月にも業種別設備投資繰延べ状況と設備資金調達計画を調査している(『銀行局金融年報』昭和33年版、37ページ)。
- 5) 『銀行局金融年報』昭和33年版、39ページ。
- 6) 実際、33年3月の時点において4重点部門において約300億円程度の資金不足が生じると予測された。

第6節 経済成長と国際収支問題

昭和40年代前半にいたるまで、日本の金融政策のもっとも重要な課題は、急速な経済成長と固定為替相場制度のもとでの国際収支の均衡をいかに両立させるかということであった。金融政策は、固定為替レートを維持し、かつ外貨準備保有高を経済規模の拡大に合わせて増加させるという制約条件のもとで、国内の経済成長、資本蓄積を促進するという目標に向けて運営されたと考えられる。

しかし経済成長の促進は、しばしば国内経済の過熱をもたらすとともに、輸入の急増による国際収支の悪化を導き、そのために金融政策を引締めへ転じざるをえなかった。つまり、金融引締め政策は主として国際収支悪化を理由として発動されたのである。この金融引締めが、国内経済の拡大にブレーキをかけ、景気の悪化をもたらしたのである。

この節では、まず昭和30年代末までの金融政策と国際収支の関係を概観することによって、以上に述べた点をあらためて確認する。次いで、昭和32年から開始された金融引締めの過程について詳しく考察する。

1 金融引締めと国際収支

金融引締め過程の特徴 日本経済は、昭和20年代末から30年代末までの間に、4回の不況を経験する。すなわち、昭和29年、昭和32年半ばから33年にかけて、36年末から37年にかけて、そして39年後半から40年末までの4回である。表3-8は、それら4回の不況の直前1年間と不況期のマクロ経済諸変数の動きをまとめて示している。

この表から、次の点を読み取ることができよう。

- (1) 金融引締めの直前1年間には、必ず貿易収支の悪化が見られる。
- (2) 金融引締め政策は、まず窓口指導や高率適用制度の強化など、直接には金利の引き上げを伴わないと判断された政策手段の発動から始まり、程なく

表 3-8 金融引締め期の貿易収支とマクロ経済変数

(1) 昭和28～29年

暦年・ 四半期	実質国民 総 支 出	卸売物価 指 数	全銀貸出	コール・ レ ー ト	貿易収支 (100万ドル)	外貨準備 減 少 額	備 考
28年 I	9.9	-1.6	37.8	8.1	-208		
II	3.6	0.7	33.0	8.1	-284		
III	10.7	1.8	29.9	7.7	-178		
IV	2.9	4.6	25.5	7.3	-272		*窓口指導強化
29年 I	16.0	4.4	19.2	7.3	-262		*高率適用強化
II	2.5	0.8	14.4	8.0	-164		
III	2.7	-3.6	20.3	8.0	-63		
IV	4.0	-4.0	19.6	8.0	61		

(2) 昭和31～32年

暦年・ 四半期	実質国民 総 支 出	卸売物価 指 数	全銀貸出	コール・ レ ー ト	貿易収支 (100万ドル)	外貨準備 増 加 額	備 考
31年 I	11.0	0.4	11.3	6.1	35	...	
II	10.8	3.7	15.1	6.0	43	...	
III	6.1	5.8	22.8	8.0	-77	6	*窓口指導強化
IV	5.6	7.8	27.2	8.5	-69	67	
32年 I	5.4	7.6	32.0	10.5	-167	-203	#公定歩合引上げ
II	9.1	5.1	31.2	15.6	-333	-227	#公定歩合引上げ
III	11.2	1.2	26.9	15.7	-305	-56	
IV	6.8	-1.5	23.6	11.6	32	69	

公定歩合の引き上げなどより本格的な引締めへ進んだ。ただし、昭和29年の引締めでは、公定歩合は結局引き上げられなかった。

- (3) 国内の卸売物価は、貿易収支の悪化と歩調を合わせて上昇率を高める傾向を見せている。また、実質国民総支出増加率も、貿易収支の悪化とともに急上昇している。このように貿易収支の悪化は、国内経済の過熱を伴っていた。

- (4) 金融引締めは、ほぼ半年以内に国内物価水準上昇率を引き下げ、国際収支の改善を実現した。

一般的な結論 以上の観察から、次のような結論を導き出すことができよう。確かに、金融引締め政策は国際収支の悪化を主な理由として発動された。しかし、国際収支の悪化は、ほぼ確実に国内経済の過熱を伴っていた点に注意すべきである。したがって、金融引締め政策は、国際収支悪化に対するものである

表 3-8 (つづき)

(3) 昭和35～37年

暦年・ 四半期	実質国民 総支出	卸売物価 指数	全銀貸出	コール・ レート	貿易収支 (100万ドル)	外貨準備 増加額	備 考
35年III	10.8	1.7	19.2	8.4	-91	207	#公定歩合引下げ
IV	14.2	0.7	20.3	8.6	98	166	
36年I	13.9	2.3	21.8	12.6	-193	173	#公定歩合引下げ
II	17.1	4.1	22.6	10.4	-329	-85	*窓口指導強化
III	15.2	5.1	21.8	13.0	-269	-302	#公定歩合引上げ
IV	12.6	3.8	19.4	14.8	-141	-124	
37年I	9.9	0.3	17.3	11.6	-125	75	
II	8.1	-1.9	16.1	11.2	-33	62	

(4) 昭和38～39年

暦年・ 四半期	実質国民 総支出	卸売物価 指数	全銀貸出	コール・ レート	貿易収支 (100万ドル)	外貨準備 増加額	備 考
38年I	7.1	-0.1	23.5	8.4	-75	22	
II	9.0	1.7	25.0	7.9	-64	39	
III	11.9	1.6	27.1	7.4	-30	4	
IV	13.0	3.2	26.7	7.5	-40	-28	
39年I	16.5	1.4	21.1	8.2	-281	118	*窓口指導強化
II	15.8	0.2	19.5	9.7	-112	-59	#公定歩合引上げ
III	14.5	-0.2	17.3	11.2	214	2	
IV	8.5	-0.6	12.1	11.0	281	60	

と同時に、国内の景気過熱・インフレ対策としても位置付けられるのである。

別の表現をすれば、昭和30年代末までの日本経済は、例えば国際収支悪化と国内景気の停滞の共存といったディレンマ状態を経験することがなかったのである。このことが、金融政策の運営を、比較的容易なものとしたことは否めないであろう。むしろ、金融政策の運営のうえで困難をもたらすことになったのは、経済成長を強く推し進める政府が、本格的な金融引締めに消極的であったことである。この困難は、昭和36年の引締め政策において経験された。¹⁾

〔注〕

1) この点は第4章第4節において考察する。

2 昭和32～33年の金融引締め

公定歩合引上げ(昭和32年3月, 5月)と高率適用制度の緩和(昭和32年3月)
昭和32年3月20日, 日本銀行は公定歩合を日歩2銭から2銭1厘へ引き上げる一方, 高率適用制度を緩和する措置をとった。すなわち, (1)第一次高率, 第二次高率の二本建ての高率を廃止して, 適用高率を最低歩合の3厘高の水準へ一本化すること, (2)最低歩合適用限度額の算定乗率を6%から20%へ引き上げること, 等が実施された。公定歩合の引上げと適用高率の改訂によって, 高率はこれ以前の日歩2.4銭の水準に保たれることとなったのである。これらの二つの政策は一方は引締め, 他方は緩和という矛盾する方向をもっている。

公定歩合引上げと高率適用制度の緩和についての日銀の説明は, (1)最近の著しい財政資金揚げ超により多くの銀行が日銀借入に依存するばかりではなく, 本来は罰則的であるはずの高率適用を受けるに至っており, 公定歩合はその本来の意味を失ってしまったこと, (2)コール・レートが二次高率に鞠寄せされて異常に高騰し, 本来長期市場へ向かうべき資金が短期資金市場に放出され「不健全な」事態が発生したこと, であった。¹⁾

上の説明からは, この政策措置の意図が, 金融の本格的な引締めではなく, 金融政策の主要な手段を高率適用から公定歩合に変更し, 高率適用貸出を例外的なものとするににあるかの印象を与える。しかし, 日銀資料によれば, 32年3月末の時点で高率適用貸出の残高はゼロであるから(前章, 表2-5), 「不健全な」事態がすでに生じたとはいえない。また, すでに31年後半から32年初頭にかけて, 貿易収支の赤字が拡大しつつあり, 外貨準備の減少が始まっていた。表3-9が示すように, 外貨保有高は32年1月から6月までの半年間に5億4000万ドル強も減少した。日本の外貨準備はこの当時10億ドル強にすぎなかったから, この減少幅は危機的であった。したがって, 金融引締めの必要性は高まっており, 日銀にとって曖昧な形での公定歩合引上げは決して賢明な方法ではなかったはずである。

実際, この説明は日本銀行の本意ではなく, あくまでも公定歩合の引上げは景気過熱と国際収支悪化に対する対応策だった。²⁾ 大蔵当局はこの危機を乗り

表 3-9 外貨保有高の推移および短期借款 (単位: 100万ドル)

年月	外貨保有高		短 期 借 款					
			I M F		ワシントン輸出入銀行		合 計	
	残 高	増 減	残 高	増 減	残 高	増 減	残 高	増 減
31.12	1,421				72		72	
32. 1	1,360	-61			73	1	73	1
2	1,284	-75			75	2	75	2
3	1,192	-92			72	-2	72	-2
4	1,113	-80			66	-6	66	-6
5	1,000	-113			63	-3	63	-3
6	879	-121			61	-2	61	-2
7	885	6	75	75	60	-1	135	74
8	884	-1	125	50	60	0	185	50
9	875	-9	125	0	60	0	185	0
10	905	30	125	0	69	10	194	10
11	914	9	125	0	85	15	210	16
12	957	43	125	0	102	18	227	18
33. 1	960	3	125	0	119	16	244	

(出所) 参議院予算委員会への大蔵省提出資料(昭和33年2月)。

切るために、IMFからの借款を考えていた。したがって、大蔵省の担当責任者も、この借款を成功させるためにも公定歩合引上げやむなしと考えたのである。³⁾

問題は、大蔵大臣の意向にあった。すなわち、この当時、政府は池田勇人大蔵大臣のもとで積極予算を編成し、強気の経済政策運営を推進しようとしているところであった。⁴⁾したがって、大蔵大臣の周辺は本格的な金融引締めがその積極方針に水をさすことを嫌っていたのである。日本銀行は公定歩合引上げの意図を曖昧な形で表現することによって、「公定歩合の引上げを実現させた代償として政策委員会議長談の内容について(大蔵省に対する)譲歩を余儀なくされ」たというのである。⁵⁾

このような妥協のために、公定歩合引上げの効果や狙いが曖昧にならざるをえなかった。いずれにしても、32年5月8日に再度公定歩合が引き上げられるまでは、金融引締めは31年半ばに再開された「窓口指導」に依拠していた。⁶⁾日銀は、この窓口指導の過程において、窓口査定の枠を超えて貸出しを増加させる銀行、外部負債を大幅に増加させる銀行に対しては、この限度額を圧縮す

るという「威嚇」を与えていたようである(とくに昭和32年第3四半期)。また、前章の図2-3から明らかなように、日銀は高率適用貸出を「例外的」なものとするべく、32年第2四半期以降、かなり厳しい割当てを実行した。この割当てのゆえに、32年5月以降、コール・レートは第二次高率を大幅に上回って急騰することとなった。⁷⁾

3月の政策措置が曖昧な性格であったためもあって、設備投資は依然活発であり、1～4月の外国為替収支は実質的に3億ドルの赤字を記録し、政府の外貨準備も4月末には11億ドル程度に減少した。外貨保有高の減少は、さらに5、6月と継続する気配であった(表3-9)。このため、政策当局は低金利一本槍の政策スタンスを本格的に修正する必要に迫られることとなった。

その結果、日本銀行は32年5月8日、公定歩合をさらに2厘引き上げ、日歩2.3銭(商業手形割引歩合)とした。また高率適用は従来通り公定歩合の3厘高(2.6銭)とされた。公定歩合の引上げに伴い1週間弱の遅れで、貸出しの金利も平行的に引き上げられることとなり、低金利政策に関する本格的な見直しがなされた。32年5月以降7月へかけてのコール・レートの急騰がこの点を如実に物語っている。

コール・レートの高騰 なお、全国銀行協会連合会はコール・レートの「異常高」にかんがみ32年7月15日に、直取引コールを含むコール・レートを当分の間日歩3銭を中心とし、最高を3.5銭とする自粛を行った。さらに同年10月にはこの自粛レートを2.8銭を中心とし、最高を3銭とした。

次の叙述はコール・レートの急騰に関するものである。「5月8日の日銀公定歩合の2厘引上げに続き、13日には市中の預貸金金利の最高限度も引上げられた。コール・レートもこのような事情や、また日銀の窓口規制の強化の影響を受け異常な高騰を示した。すなわち、5月13日には最高3銭があらわれ、20日4銭と急上昇し、29日には法人税納付の関係もあって大阪で最高5銭5厘の取引さえあらわれるに至った。6月に入ってもコール・レートの異常高の傾向は続き、無条件もの最高4銭ないし4銭5厘、月越無条件もの最高4銭5厘ないし4銭7厘という高水準が続いた。」⁸⁾次ページの表3-10は32年6月中のコール・レートの推移であるが、中旬から下旬にかけてコール・レートが急騰する様子をうかがい知ることができる。

表 3-10 昭和32年6月のコール・レート

	6月上旬	6月中旬	6月下旬
翌日物	3.85銭	4.24銭	4.97銭
無条件物	4.28	4.55	5.18
月越無条件物	4.78	4.94	5.35

(出所) 『金融』昭和32年8月、45ページ。

表 3-11 都市銀行の貸出増加額：都銀の計画額，日銀の査定額
(昭和31年7～12月) (単位：億円)

	都銀計画額 (A)	日銀査定額 (B)	(A－B)	実際の貸出額 (C)	(C－B)
昭和31年7月	111	74	37	306	232
8	273	200	73	325	125
9	573	493	80	702	209
10	126	a	—	－63	—
11	413	377	36	532	155
12	676	b	—	943	—
(10, 12月を除く計)	1,370	1,144	226	1,865	721

(出所) H. T. パトリック『日本における金融政策』(三宅武雄訳，昭和39年，東洋経済新報社)，157ページ。

窓口指導の再開 H. パトリック(1962年)の研究によれば，昭和31年6月に日本銀行の窓口指導は再開された。⁹⁾しかし，32年初頭に至るまでの期間，都市銀行は日銀の指導をほとんど無視して企業向け貸出を拡大したとされる。パトリックの得た統計によれば，日本銀行が設定した昭和31年後半の貸出増加上限額(10, 12月を除く)は1144億円であったが，都市銀行による実際の貸出増加額はそれを大幅に上回る1865億円であった(表3-11)。

[注]

- 1) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)，561ページ。ただし，前章の表2-5が示しているように，昭和32年における高率適用借入を受けた銀行の数やその類は，28～29年に比べると取るに足らないほど小さい。
- 2) 日本銀行調査局によると，「32年3月に至り日本銀行は公定歩合の1厘引上げ(2銭→2銭1厘)を実施し，年初来の国際収支悪化に対処しようとしたが諸般の情勢から公定歩合引上げの警戒信号としての意義を強く表明することができなかった」(日本銀行調査局「戦後におけるわが国経済の発展過程とその問題点」，昭和33年12月20日，189ページ)。
- 3) 後出の注5)を参照せよ。
- 4) 第26回国会における池田蔵相の財政演説(32年2月4日)から引用してみよう『大蔵

大臣財政演説集』(昭和47年，大蔵省印刷局)。

生産および輸出の拡大とともに活発な投資活動が行なわれました結果，わが国産業の基礎は著しく充実し同時に，経済の各分野に好況がゆきわたることになりました。……このような著しい経済の拡大に対し，昨年半ばより，基礎部門である電力，輸送力等に不足が生じ，いわゆる隘路問題が表面化して参りました。……産業活動および国民生活の面における不均衡を是正しながら，全体として経済力を強化，拡大し，社会基盤の充実を図っていくことが，今後における施策の眼目であると存じます。……さきほど申し述べました日本経済の内部にみられる各種の不均衡は，民間経済の活動のみによっては是正しがたいものであります。ここに財政は積極的にその機能を発揮し，産業基盤強化のための基礎部門への投資，住宅対策の強化充実，中小企業対策の強化，社会保障の充実等に力をいたさねばならぬと存するのであります。このように，財政が財政としての役割を積極的に遂行することが積極財政の真意でありまして，決して放漫なる支出や安易な助成策を意味するものではありません。

- 5) 前掲，『日本銀行百年史』第5巻，496ページ。実際のところ，大蔵省内部においても，金融引締めのは非を巡って，かなり激しい論争があった。日銀政策委員であった下村治は32年に入ってから輸入増大や国内経済の拡大は，31年末に勃発したスエズ動乱が生み出した思惑に基づくものであり一時的なものと主張した。一方，石田為替局長は輸入の急速な拡大に強い警戒感をもっていた。結局，石田は行政指導によって信用状発行を大蔵省へ届けさせる措置をとった。これによって，輸入拡大に歯止めをかけようとしたのである。石田の引締め論は，この当時進行中であったIMFからのスタนด์バイ・クレジット借入交渉と関連していたものと思われる(大月高口述「昭和30～36年の銀行行政及金融政策について」，大蔵省資料Z108-9-1)。
- 6) 前掲，日本銀行調査局「戦後におけるわが国経済の発展過程とその問題点」も「すでに日本銀行は31年夏頃より市中の貸出抑制を図ろうとして窓口を通じて市中銀行の協力を求めていたが，公定歩合引上げにより引締め政策への転換が明示される迄はその効果は弱かった」(同，189ページ)と述べている。
- 7) 第2章，図2-3を参照。一部の専門家は32年3月の高率適用制度緩和は「短資市場の行過ぎ防止」，つまり短期資金市場における過度の逼迫を防止するために行われた(金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」，昭和34年5月，7ページ)と述べているが，実際の統計はむしろ日銀が，この面からは引締めを強化したことを示している。
- 8) 大蔵省大臣官房調査課「終戦後のわが国における財政・金融の推移」(前掲，金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」)，161ページ。
- 9) H. Patrick, *Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan* (University of Bombay, 1962), 三宅武雄訳『日本における金融政策—日本銀行を中心として』(昭和39年，東洋経済新報社)，訳書156ページ。ただし，日銀の資料では31年7月に窓口指導が再開されたとされている。

3 政府、国際収支改善緊急対策

昭和32年6月14日の閣議で、最近の国際収支悪化に対処するための総合政策を決定し、さらにこれをうけて国際収支改善緊急対策を決定した。この総合政策の中心は、(1)輸出の促進、(2)財政投融资の繰延べ、(3)中小企業対策、であった。金融に関連する施策としては、(a)金融一本槍の対策にしない、中小企業対策に万全を期する、このために政府資金350億円を支出する、(b)財政投融资を15%繰延べする、(c)社債等債券の発行条件を改訂する、等であった。¹⁾ また、表3-9から分かるように、7～8月には、国際収支の悪化による外貨準備の減少に対処するため、IMFから出資額の2分の1に当たるアメリカ・ドル1億2500万ドルの借款を得た。

今回の金融引締め政策は国際収支の均衡回復という意味では、きわめて迅速にその効果を発揮した。32年10月には国際収支の黒字回復がみられた。国会等においては外貨保有高の適正水準をめぐる若干の論議が行われた。一般には15億ドル程度を適正水準とする見方が有力だったようである。この点に関して、経済企画庁は34年7月、国内経済や国際経済に生じる一時的な攪乱に対しても、固定相場を維持しつづけることができるために必要な「適正外貨準備高」を試算して発表した。²⁾ これによると、34年度、35年度の適正外貨準備はそれぞれ、11.4～15.5億ドル、12.5～17.0億ドルとなっている。

〔注〕

1) 『銀行局金融年報』昭和33年版、33ページ。

2) 『日本経済新聞』昭和34年7月31日。

4 ポンド危機と金融政策

昭和32(1957)年8月12日にフランスは実質的なフラン切下げを実施したが、これを契機としてポンド切下げの思惑が広がり、ポンド売り、ドル買い投機が活発となった。イギリスの為替平衡勘定はポンド防衛のため8月中に2億ドル以上の金ドル準備を失った。このため、イングランド銀行は32年9月に公定歩

合を5%から7%へ引き上げ、さらに同じ9月に英国政府はロンドン市場における貿易金融を制限する措置をとることによってポンド防衛の決意を表明せざるをえなかった。

日本でもポンド不安の影響で、9月に大蔵省がポンド先物相場を自由化を行うと同時に、為銀の外国為替持高規制を強化した。つまり従来から行われてきたアクチュアル・ポジションの売持禁止に加えて、直先総合ポジションについても、あらかじめ日銀の承認を得た金額を超えた買持、売持を禁止することにしたのである。

5 中小企業金融対策

金融引締めの過程で中小企業に厳しい「シワ寄せ」が行われるという問題は、高度成長期を通じてほとんど常に論議された。しかし、とくに昭和32～33年の金融引締めにおいてこの問題が深刻に取り上げられたようである。

ただし、大蔵省銀行局検査部の特別調査「経済調整過程における金融の実態」(昭和33年1月)は実質的に中小企業の資金需給逼迫はそれほど切実でなかったとしている。この調査によると、今回の金融引締めが大企業の設備投資を中心として急激に行われたこと、神武景気によって中小企業の自己資金に余裕があったこと、消費水準がほとんど減退していないこと、がその理由とされる。

32年9月に東京商工会議所は「中小企業の資金繰り円滑化に関する要望」を発表、下請代金支払遅延防止、中小企業専門金融機関に対し、預託金の増額等政府資金の導入の促進等を強く要望している。¹⁾

政府は32年8月から12月にかけて、中小企業金融対策の一環として、民間金融機関が信用保証制度を利用して中小企業向け融資を行った場合に、当該金融機関の手持ち金融債を資金運用部で(およそ200億円)買い上げた(表3-12を参照)。これは、日本銀行の金融引締め策の効果を相殺するとともに、「金融調節の二元化」をも意味しているかにみえる。

〔注〕

1) 昭和31年7月「下請代金支払遅延等防止法」(昭和31年6月1日法律第120号)施行。
しかし、32年にはいると金融逼迫とともに親会社が下請代金の支払を遅らせる傾向が

表 3-12 中小企業金融対策のための金融債買上げ
(単位：100万円)

実施月	都市銀行	地方銀行	相互銀行	信用金庫	合計
32年 8 月	853	541	165	—	1,559
32年 9 月	562	490	70	25	1,147
32年10月	362	367	26	9	764
32年11月	246	407	10	2	664
32年12月	7,339	7,929	189	112	15,569
合 計	9,362	9,743	460	148	19,704

(出所) 『金融』昭和33年 1 月，86ページ。

強まる。このため，32年 6 月，公正取引委員会と中小企業庁は経済団体に対して警告を発した。

6 金融緩和の過程

昭和32年前半に開始された金融引締めは，急速に効果を発揮した。32年の第3 四半期には卸売物価上昇率は顕著に低下し，第4 四半期には黒字へ転換し，^て対前年同期比でマイナスを記録した。貿易収支も第4 四半期には黒字へ転換し，外貨準備保有高も32年 9 月を底(4 億5500万ドル)として再び増加しはじめた。そこで，日本銀行は33年 6 月18日と 9 月 5 日，それぞれ公定歩合(商業手形割引歩合)を日歩0.2銭，および0.1銭ずつ引き下げる措置をとった。

さらに33年 9 月，大蔵省は政府短期証券の発行金利を 1 厘引き上げ(日歩1.65銭)た。公定歩合の引下げに対応して，大蔵省が政府短期証券を 1 厘引き上げたのは，これによって政府短期証券の市中応募額を増加させて民間部門の保有高を引き上げ，将来金融が緩和した際に政府短期証券を市場操作の材料として使うための素地を作るためといわれた。ただし，この程度の引上げではコール・レートの水準(日歩2.4銭を中心)等との関係から市中消化は困難とする見方も強かった。¹⁾ 実際，すでにみたように昭和30年代の政府短期証券市中公募実績は微々たるものにとどまったのである(前掲，表 3-5)。

〔注〕

1) 『銀行局金融年報』昭和34年版，50ページ。

第4章 高度成長と金融政策

—昭和34～38年

昭和30～32年のいわゆる「数量景気」、あるいは「神武景気」から、日本は高度成長の時代に入ったとみなすことができよう。33年から38年までの6年間の実質国民総支出(対前年比)は平均10.1%という非常に高い値であった。とりわけ35年第1四半期から36年第4四半期までの2年間については、実質国民総支出の四半期増加率は10%を上回りつづけ、平均14.1%の高率であった。この期間は、池田内閣による「所得倍增計画」が推進されはじめた時期に当たっている。

日本の高度成長は民間企業の旺盛な設備投資によって主導されたといわれているが、それを金融の側面から支えたのは、少なくとも量的には、民間銀行による貸付資金の供給であった。民間銀行の貸出しは、このように重要な位置にあったため、ややもすれば不安定とみなされた経済成長の変動の主な原因とも考えられたのである。実際、昭和36年には非常に活発な銀行貸出を背景として景気過熱の兆候が現れており、卸売物価指数が上昇傾向を示し、貿易収支がかなり大幅な赤字を記録した(表4-1)。景気過熱に対応して36年春頃からとられた金融引締め政策により、37年から38年にかけて、国内景気は停滞した。

昭和30年代初頭に導入された金融政策の「正常化」が頓挫したこともあって、日本銀行、あるいは大蔵省にとっては、民間銀行の貸出行動をいかに安定化させるかが、この時期の重要な政策課題となった。「金融正常化」のプログラムの中にも(インプリシットにではあれ)、民間銀行の安定的な貸出行動が含まれていたのである。ここでは、日本の経済変動との関連で、民間銀行(および、その他の民間金融機関)の貸出行動、それに対する金融当局の直接、間接の介入・指導の在り方、その効果等を検討する。

表 4-1 主要経済指標(昭和33～38年)(対前年同期比, %)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指数	物価指数		全銀貸出 残高	国際収支 貿易収支 (100万ドル)
			消費者	卸売		
昭和33年 I	6.6	2.2	0.9	-5.7	19.7	78
II	5.1	-6.1	0.4	-7.0	18.5	40
III	5.0	-1.3	0.1	-6.8	17.1	54
IV	5.8	7.9	2.7	-6.4	15.7	87
34年 I	8.1	12.7	1.1	-3.3	16.2	60
II	8.7	24.1	1.3	-0.2	15.9	83
III	11.0	28.5	2.2	2.3	16.1	88
IV	8.0	30.8	0.7	4.4	17.0	79
35年 I	17.9	32.1	2.9	2.9	17.5	-47
II	10.4	26.5	4.1	2.2	18.2	-27
III	10.8	24.9	5.1	1.7	19.2	-91
IV	14.2	22.8	3.0	0.7	20.3	98
36年 I	13.9	20.1	3.4	2.3	21.8	-193
II	17.1	21.1	3.6	4.1	22.6	-329
III	15.2	22.8	5.2	5.1	21.8	-269
IV	12.6	22.1	8.4	3.8	19.4	-141
37年 I	9.9	15.7	7.7	0.3	17.3	-125
II	8.1	11.0	8.6	-1.9	16.1	-33
III	7.8	4.7	6.4	-2.8	15.5	168
IV	3.6	0.8	5.4	-2.3	17.7	232
38年 I	7.1	1.3	6.2	-0.1	23.5	-75
II	9.0	5.3	8.3	1.7	25.0	-64
III	11.9	13.6	8.5	1.6	27.1	-30
IV	13.0	19.0	7.7	3.2	26.7	-40

第1節 一連の公定歩合引下げ
(昭和33年6月, 9月および34年2月)

金融正常化を目指した金利引下げ 昭和32年春以来の金融引締め政策の結果、国内の景気過熱、国際収支赤字は徐々に是正された。33年から34年にかけて、日本銀行が積極的に公定歩合を引き下げたが、これは国内景気を刺激する目的をもったものではなく、むしろ関係者が国際的に著しく高いと感じていた金利

水準を引き下げ、「金融正常化」を促進する目的でなされたようである。34年2月18日の山際日銀総裁の談話には、金利政策の弾力的運用を期し、金融正常化をさらに一歩進める趣旨から基準割引、貸付利子歩合を一律日歩1厘方引き下げたとある。¹⁾

高率適用制度の改正 日本銀行は昭和33年9月に高率適用制度を若干改正した。従来、低率適用限度額は預金量や優良資産の割合等を基礎として算定されてきたが、今後はこれに預貸率や資金尻が改善されたかどうかといった銀行経営の健全性の観点が加味されることとなった。²⁾ さらに、大蔵省と日銀は東京銀行、長期信用銀行の業務の将来性に配慮して、これら銀行の日銀借入については高率適用を免除することを決定し、33年10月から実施した。

標準金利の採用(昭和34年2月) 民間銀行の貸出金利の大半には「臨時金利調整法」に基づく最高限度が設けられていた。このような規制下にある貸出金利が公定歩合の変化と連動して調整されるようになるのは、昭和32年5月8日の公定歩合2厘引上げからである。このときには、公定歩合引上げに伴って「臨時金利調整法」による最高限度そのものが引き上げられたのである。³⁾

しかし、33年6月18日に実施された公定歩合引下げに際しては、法定の最高限度を全く変更せず、大蔵省、日銀が市中貸出金利の自主的引下げを要望するという形をとった。⁴⁾ 金融当局のこの要望を受けて、全国銀行協会連合会を先頭に各種の民間金融団体が、貸出金利の最高を法定の最高限度よりも自主的に引き下げるという決定を行った。これ以降、公定歩合の変更とともに、民間銀行の自主規制によって設定される貸出金利の上限値が連動して調整されることになったのである。⁵⁾

その後、33年9月5日の公定歩合引下げにおいても、自主規制の貸出金利最高限度が引き下げられたが、民間銀行は「現行の自主規制金利は最高限度を規制する方式を利用しているが、このため数次の引下げにより貸出金利の幅が狭まり、この結果個々の貸出先に対する金利が一律化する傾向が見られる」という不満をもつに至った。⁶⁾ そこで、昭和34年2月19日の第3次公定歩合引下げに対応して、新たに標準金利が導入され、これによって貸出金利の幅を広げる工夫がなされたのである。

表 4-2 には、主な貸出金利の自主規制金利の推移が示されているが、標準金

表 4-2 臨時金利調整法による主な銀行貸出金利の最高限度
および自主規制金利

(単位：日歩、銭)

年 月	32.5以前	32.5	33.6	33.9	34.2(3)
公定歩合(商業手形割引歩合)	2.1	2.3	2.1	2.0	1.9
銀行の貸出金利					
(a)日銀再割適格商業手形					
300万円超物					
法定最高限度	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
自主規制	—	—	2.1	2.0	1.9
300万円以下					
法定最高限度	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
自主規制	—	—	2.2	2.1	2.0
(b)信用度において(a)に準ずる 手形の割引、貸付け					
		300万円超			1.95
		300万円以下			2.05
(c)手形割引および貸付け					
300万円超					
法定最高限度	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
自主規制	2.3	廃止	2.3	2.2	2.3
300万円以下					
法定最高限度	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
自主規制	—	—	2.4	2.3	2.3

標準
金利

(出所) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、564ページ、および『金融』昭和34年4月、62-63ページ等。

利の対象として、日銀再割引適格商業手形ばかりではなく、従来は「並手形割引及び貸付」の範疇に含められていた「信用度において適格商業手形に準ずる手形の割引や貸付け」を取り出してきている。このような再分類によって、信用度の格差による貸付金利の幅を若干広げることが可能となった。⁷⁾

〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和34年版、32ページ。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和34年版、31ページ。
- 3) たとえば、日銀再割適格商業手形は300万円超のものが2.1銭から2.3銭へ、300万円以下のものが2.2銭から2.4銭へ引き上げられた。
- 4) 『日本銀行百年史』第5巻(昭和60年)、564ページ、および、『金融』昭和33年7月、63-64ページ。
- 5) 臨時金利調整法に基づく金利最高限度の改正をまたずに民間銀行が自主的に金利最高限度を変更した例は、これ以前には30年6月の手形金利の1厘引下げ、32年6月20日輸出前貸手形金利の1厘引下げがあっただけである。

- 6) 『金融』昭和33年10月、53ページおよび『銀行局金融年報』昭和34年版、45ページ。
- 7) ただし、「信用度においてこれに準ずる」ものとして1.95銭の金利が適用される貸出先は予想外に少ないという報告がみられる。このため、34年12月2日の公定歩合引上げに対応する銀行貸出金利引上げの際に、全国銀行協会の内部で若干の論争があった(『銀行局金融年報』昭和35年版、37ページ)。

第2節 日本銀行・大蔵省による金融市場コントロール

前掲表4-1が示しているように、昭和33年から34年にかけて、日本の貿易収支は黒字を維持しつつけた。しかし、消費者物価は33年末からすでに上昇の兆しを見せはじめていた。そこで、昭和34年4月、山際正道日本銀行総裁は景気過熱防止に弾力的に対策を講じる旨の声明を発表するとともに、銀行間の「過当競争」自粛を要請した。昭和34年以降の金融政策当局の政策運営は主要銀行の貸出しに対する「自粛要請」に示されているように、民間銀行の貸出行動に道徳的説得を加え、景気過熱を防止するという点にかなりの重点が置かれた。

すでに第3章で説明したように、日銀は昭和30年代の初めに、金融政策自体の「正常化」を目指し、統制的な金融政策手段から市場メカニズムを尊重する手段への切替えを画策した。その結果として、昭和32年の金融過熱とコール・レート高騰がもたらされたという反省が日銀内部にあったのではないかとと思われる。昭和30年代の半ばから後半にかけては、上に述べたように、民間銀行の貸出行動を自粛要請など非市場的手段でコントロールしようとする政策運営が目立ってくるが、これは上記の反省を映じたものとみることができよう。

都市銀行12行による過当競争自粛(昭和34年5月) 34年3月中の預金増加額は記録的なものであったが、この中には小切手・手形を利用した粉飾による部分がかなりあったといわれている。34年5月2日、都市銀行12行は自粛策を検討し、34年度上期末には各行とも総預金に対する小切手・手形の比率を15%未満とすること(3月末の時点においては平均18%であった)、各種の自主規制の励行に一層努力することなどを申し合わせた。

参考のために申合せ事項を以下に記載する。¹⁾

都市銀行12行自粛申合せ

昭和34年5月2日

都市銀行12行は金融機関の公共性に鑑み、過度の競争を防止する為、差し当たり下記申合せを行なう。

(1) 歩積両建の自粛を初め従来定められている自主規制(預金、貸出、日銀預

け金、切手手形保有率等を含む)の励行に一層努力すること。

(2) 預金増強に努める事は勿論乍ら過当なる競争に陥らざるよう慎重を期すること。

(イ) 月末、年末、期末等に於て預金計数の過当なる膨張を図る事を極力抑止すること。

(ロ) 周年記念、店舗新築、増加移築、増資等の機会に預金の一時的増大を計ることを厳に慎むこと。

(3) 貸出その他他行との協力を要する取引に付いては一段と協調の精神により相互に緊密なる連絡を図ること。

(4) 周年記念、店舗新築、増改築、増資、あるいは役職員更迭等に際して行う対外的行事、会合等は極力自粛すること。

(5) その他取引先に対する過度のサービス広告宣伝等は出来る限り廃止又は整理すること。

(6) 12行は常務級にて委員会を設け本申合せの趣旨を速やかに具体化するとともにその実施状況を監査することとする。

日銀の自粛要請に対する民間銀行の側からのこの反応は、かなり抽象的であるが、民間銀行の側でも、協調による競争制限が自分たちの利益になることを理解していたのである。

予防的引締め 日本経済は昭和34年を通じて順調な成長を続けたが、34年半ばから後半にかけて、実質国民総支出や鉱工業生産指数の伸び率は、経済が能力いっぱいの状態に近づきつつあることを示していた。さらに、卸売物価が上昇する兆しも見えていた(表4-1)。この状況に対応して日銀は、34年秋以降、予防的な金融引締め措置を打ち出した。まず、34年6月頃から窓口指導を強化した。窓口指導は33年6月18日に公定歩合が引き下げられるとともに緩和され、個々の銀行のポジションに対する指導に転換されたが、34年に入って民間銀行の「資金ポジション悪化の趨勢にかんがみ、〔日銀〕借入の抑制ないし返済促進により、極力ポジション悪化防止を指示、殊に貸出増勢の34年6月以降は、市中貸出査定を通じ、〔日銀の〕厳しい引締め方針を明らかにして指導した」。²⁾

準備預金制度発動 また、34年9月11日には預金準備制度の発動をした。この措置は、経済の過熱を未然に防ぐ予防的な金融引締めであったため、公定歩合の引上げという強い措置が回避されたことによる。具体的な形式としては、

表 4-3 金融機関別法定準備預金額(昭和34年9月)

(単位：億円)

	昭和34年8月	昭和34年9月
都市銀行	182	219
地方銀行	49	109
信託	11	12
長期信用銀行	7	6
外国銀行	0	1
合計	251	349

(注) 昭和34年8月の計数は自主積立額。

(出所) 日本銀行資料。

指定金融機関を準備の対象となる預金残高200億円の規模で、準備率を区別したこと、要求払い預金に高く、定期性預金に低いという具合に、預金種類別に準備率に差を設けたことなどが特徴といえよう。

表 4-3 には34年8月時点で、各種金融機関が保有していた準備額と同年9月の準備預金制度発動によって生じた法定準備額とが比較されている。8月時点の準備額は、すでに説明したように、日銀の指導に基づいて金融機関が自主的に積み立てた額である。この表によると、所要の法定準備額は自主的に金融機関が保有していた準備額の39%増である。この額はかなり高いとみるべきであろう。つまり、準備預金制度の発動自体は、かなり強い引締め効果をもったと思われる。

公定歩合引上げ(昭和34年12月) この時期の金融政策当局の念頭にあったものは、国内物価の上昇傾向であったと思われる。表 4-1 から分かるように、卸売物価は34年後半には上昇しはじめている。一方、貿易収支は黒字基調を維持しており、外貨準備高も33年末の8億6000万ドルから34年9月の12億900万ドル、同12月の13億2200万ドルへと順調に増加しつつあった。したがって、34年秋からの政策措置を金融引締めと見るとすれば、この引締め措置は、この当時としては例外的に、国内経済、特に物価上昇に対する措置であったことになる。

山際日本銀行総裁の次のような談話からも、この点はいかがい知ることができる。すなわち、「わが国経済は引き続き拡大を辿り、この間国際収支は黒字基調を維持しているが、最近物価は上昇傾向を示し、資金需要も一層根強さを加え、銀行券の増勢も強い等先行き懸念すべき情勢にあるようにうかがわれる

ので、これを未然に防止し、経済の均衡ある発展を持続させるため、予防的措置として」公定歩合を引き上げるというわけである。³⁾

企業金融動向に関する特別調査(昭和35年1月) 大蔵省検査部は日本銀行検査局の全面協力を得て、富士、三菱、三和、住友、三井、第一、勧銀、大和、興銀の9行に対し特別調査を実施した。この特別調査の狙いは、資金需要の動き、企業系列の実情、各行の融資態度と経営方針等を的確に掴み、今後の金融正常化推進策に利用することであった。つまり、特別調査の目的は、ひとつは当面の金融政策立案に役立つ情報を収集すること、もうひとつは、予定されている貿易・為替自由化促進に対応して、日本企業の金融上の基盤を調べるものの二つであった。大蔵省は同年3月に特別調査の結果を踏まえて民間銀行15行の首脳と意見を交換したが、その席上、自由化を控えて経済の安定成長、銀行経営の健全性が要請されているとし、貸出調整に対する民間銀行側の協力を求めた。

この種の調査を通じて、金融当局は情報を収集するだけでなく、調査対象機関に対して、警告を与えていたと思われる。たとえば、この調査を通じて、都市銀行9行の含み貸出が520億円(34年12月末)に上ると推計されている。⁴⁾

なお、大蔵省は35年4月に「業務計画表等の提出について」を銀行局長名で各銀行へ通達した。これは、従来四半期別に計画表を提出させていたものを、年度間の長期計画表を提出させ、「銀行行政全般について、総合的かつ前向きの指導をタイムリーに行ってゆくこと」⁵⁾を目指したものである。銀行局は、必ずしも個別銀行の提出する長期計画が実現されることを期待しているわけではないが、「公共性」の観点からのみならず「私企業」の観点からも、過当競争を避けて健全経営に徹することを求めている。この通達も銀行行政の新しい意欲を示すものとして注目された。⁶⁾

コール取引の自粛とその強化(コール懇談会) 昭和30年8月23日に日本銀行がコール・レートに対する指導を廃止してから32年7月15日までのおよそ2年間、コール・レートは実質的に自由な変動を続けた。しかし、国内経済の活況が戻るとともに、コール・レートの上昇が再び問題となった。これに対応して、民間銀行は(日銀の隠然たる指示のもとで)コール取引に対する自粛体制を作ることとした点はすでに述べた通りである。⁷⁾ すなわち、32年7月全国銀行協会連

合会によって自粛レートが申し合わされ、35年4月には都銀三明会(資金担当部長の集り)ににおいてコール自粛の申合せがなされ、さらに、36年5月には短資業者協調方式が採用されたのである。

コール・レート、コール取引等に対する関係者間の自粛、協調はあまり効果的でなかったようである。37年1月に日銀は短資業者に対するレート指導を復活させた。しかし、日本銀行資料によれば、この指導すら、ただちに効果を発揮したわけではないようである。⁸⁾このような状況を受けて、大蔵省は37年6月16日および9月に、短資会社、銀行、その他の関係金融機関を招いてコール懇談会を開催した。この懇談会の目的は、コール・レートに関する自粛を効果あらしめるための巻き直しを行うことにあったと思われる。しかし、自粛の徹底は極めて困難であった。たとえば、この懇談会において日銀が、全銀協の自粛レートを基準として協調体制を確立する趣旨の提案を行ったが、全銀協の自粛レートは現実からはるかに隔たっている(低すぎる)という強い抵抗が他の金融機関から示され、日銀もその提案を撤回せざるをえなかった。⁹⁾表4-4には全銀協による自粛申合せレートと実勢レートが比較されているが、金融市場が逼迫していた36年から37年にかけて、実勢レートが申合せレートを大きく上回っていることがはっきりと読み取れる。

各種自主規制(自粛)の内容およびその評価は次のようである。

- (1) 全銀協の自主規制は32年7月に開始され42年9月まで続いた。最初の申合せでは、コール・レートの中心を日歩3.0銭とし、最高を3.5銭(出し手レート)にとどめるという二本建てであったが、34年7月以降は最高限度だけを定める形をとった(表4-4)。しかし、実勢レートが全銀協の申合せの水準に沿って変化したのは、33年秋から34年年初の時期だけであった(日銀資料による)。
- (2) 都市銀行は35年4月に、日銀の了解のもとに三明会を結成し、差し当たり月越物を取り入れないこと、取入れレートを2.4銭以下とし、直取レートもこれに準ずること、などを申し合わせた。しかし三明会を通じる自粛も、各行別に資金ポジションが違ったり、出し手金融機関とのつながりに相違があるために、所期の効果を収められなかったという(日銀資料による)。

表 4-4 全国銀行協会自主申合せコール・レートと実勢レート(年率、%)

	最 高	中 心	無条件物(月末実勢)	月越無条件物
昭和32年 7月	12.78	10.95	n.a.	n.a.
10	10.95	10.22	n.a.	n.a.
33年 4月	10.22	9.49	n.a.	n.a.
6	9.49	8.76	n.a.	n.a.
9	9.13	8.40	n.a.	n.a.
34年 3月	8.76	8.03	n.a.	n.a.
7	8.40	廃止	n.a.	n.a.
36年 1月	8.03		n.a.	n.a.
6	8.03		10.60～10.95	12.05～12.41
7	8.40		11.68	13.14
8	8.40		13.51	14.60～14.97
9	8.40		13.51～13.87	15.70
10	8.76		15.33	16.43
11	8.76		13.87～15.33	19.35
12	8.76		16.43	20.08～20.44
37年 1月	8.76		10.95	13.14
2	8.76		10.95	16.43
3	8.76		12.78	12.78
4	8.76		10.95	13.87～14.60
5	8.76		10.95	15.70
6	8.76		11.68	13.87
10	8.40		n.a.	n.a.
11	8.03		n.a.	n.a.
38年 3月	7.67		n.a.	n.a.
4	7.30		n.a.	n.a.
39年 3月	8.03		n.a.	n.a.
40年 1月	7.67		n.a.	n.a.
4	7.30		n.a.	n.a.
6	6.94		n.a.	n.a.

(出所) 日銀資料および大蔵省資料。昭和36年6月から37年6月の期間にはコール・レート無条件物、月越無条件物の実勢レートの統計が入手可能であるので、比較のために記載してある。

- (3) 上記(1)、(2)のような自主規制にもかかわらず、コール・レート高騰を効果的に抑制することは不可能であった。このため、36年5月末から日銀の指導のもとに短資業者が協調してレートを決定する方式が採用された。日銀はこの短資業者の協調を積極的に支援する方針をとったが、それにもかかわらずこの協調すら十分に効力を発揮したとはいえない。たとえば日銀

の資料によれば、36年8月協調レート日歩3.8銭、実勢レート4.2銭、同9月協調レート日歩4.0銭、実勢レート4.5銭など、実勢レートは協調レートを大幅に上回った(表4-4を参照)。

この短資業者協調方式は、40年半ば頃に発展的に解消され、短資業界が日銀と相談のうえ建値を決定し、それを都銀三明会、および大口出し手へ連絡するという方式が確立した。このコール・レートの建値制度は昭和54年まで続いた。

特利問題 コール・レートの高騰と並んで、特利問題はこの当時の金融当局が絶えず頭を悩ませなければならない問題であった。これは、金融機関が特定の大口投資家(国家公務員共済組合、地方公共団体など)や同業の金融機関から臨時金利調整法の規制金利を上回る利率で預金を取り入れることであり、コール・レート高騰のもとではある意味では当然の現象である。とくに、コール・レートに対する日本銀行の規制や取引者間の自粛が強化される時期には、特利は規制回避の方法として、都市銀行を中心として、かなり幅広い範囲で用いられたようである。そのため、昭和29年6月に金融当局は、高利回りを求める金融機関相互間の預金はコール・ローンまたは手形再割引などとして市場へ放出させるよう指導を行った。しかし、金融機関が短資業者を介することなく、直接資金を取引する希望が非常に強かったのであろう。日銀は「余裕資金のコール・ローンへの運用は正規の市場コールに乗せるのが原則ではあるが、当分の間金融機関相互間の直取コールも必要やむをえない範囲で認めることとし」¹⁰⁾ その直取コールの金利を指導することにした。

しかし、その後も金融引締め期には必ず特利問題が再燃した。たとえば、37年6月に開催された金融証券界首脳者懇談会において、歩積み・両建て、コール・レートの異常高、含み貸出、系列融資の「行き過ぎ」と並んで特利も「正常でない現象」として取り上げられ、蔵相がその自粛を関係者に強く要望した。¹¹⁾

さらに6月21日に大蔵省は特利自粛を求める銀行局長通達「預貯金等の特利等の自粛について」(昭和37年蔵銀第900号)を各金融機関に出状し、(1)預貯金などに臨時金利調整法が定めた金利の最高限度を超えた金利を付している場合には、預入者と話し合い、ただちに適法適正なものに改める、(2)寄付金その他の

表 4-5 特利預金の実態(昭和37年7月末) (単位:100万円)

特利出し手	都市銀行	信託銀行	地方銀行	その他共計	構成比(%)
国家公務員共済組合等および公団・事業団、その他政府関係特殊法人	49,917	16,194	897	69,528	21.8
地方公共団体および地方公務員共済組合	6,299	25,139	4,793	37,439	11.8
金融機関	108,197	23,478	15,059	149,026	46.9
(相互銀行)	(2,803)	(552)	(109)	(3,464)	(1.1)
(信用金庫等)	(18,255)	(4,488)	(2,921)	(25,689)	(8.1)
(農業協同組合等)	(72,370)	(16,289)	(10,800)	(101,573)	(31.9)
(信用組合等)	(12,268)	(1,351)	(1,079)	(14,835)	(4.7)
その他	15,800	13,360	4,180	61,923	19.5
合 計	180,213	78,163	24,929	317,916	100.0
構 成 比(%)	56.7	24.6	7.8	100.0	

(注) () 内は内書。
(出所) 大蔵省銀行局資料。

名義で行う金銭給付、過大な物品もしくはサービスの提供は特利に準ずるものとして自粛すること、(3)定期預金および金銭信託の中途解約の濫用、貸付信託受益証券の発行後1年以内の買取りおよび不適当な価格での買取り、自動振替、定期預金の起算日扱いなども特利に準ずるものとして是正すること、などを要望した。

さらに大蔵省銀行局は37年7月末における特利預金の実態調査を行ったが、その結果によれば都銀を中心として、相当な額の特利預金を受け入れていることが判明した(表4-5)。たとえば都市銀行の受け入れている特利預金総額は1802億円であるが、これは同じ時期のコール・マネー取入額3170億円の57%、またコール・マネーと金融機関借入金額4522億円の40%にも上る額であった。

〔注〕
1) 「金融」昭和34年6月、71ページ。
2) 日本銀行資料。
3) 「銀行局金融年報」昭和35年版、32ページ。
4) 銀行側はこの調査を「予防的調査」と性格づけている(「金融」昭和35年4月、66ページ)。含み貸出については大蔵省銀行局検査部「都市銀行特別調査報告」(昭和35年2月22日)を参照。なお、この「調査報告」によると、銀行自身による含み貸出の把握額は348億円となっている。

- 5) 『銀行局金融年報』昭和35年版, 146ページ。
- 6) 『銀行局金融年報』昭和35年版には, 日本の銀行が「どこまで「株式会社」としての冷静な算盤がおかれているかについては, きわめて疑念を懐かざるを得ない」(同, 148ページ)とし, 「若干逆説的ないい方をすれば, この際わが国の銀行に是非とも求められるべきは, 「社会的公共性」などということよりも, むしろそれ以前の初歩的な原則ともいえる「私企業」に徹し, 「営利性」に徹することではなかろうか」(同, 149ページ)と述べている。当時, 大蔵省検査部長の席にあったのは高橋俊英であったが, 上述の文章は高橋の個性, 哲学がうかがえるようである。
- 7) 32年7月, 全銀協によるコール・レート自粛が決定されると, 間髪を入れず日銀検査局長が, 支店長, 事務所長宛に, 全銀協の自粛措置が円滑に実施されるように管内金融機関に指導することを求める通知が伝達されている(日本銀行資料)。
- 8) 自粛レートに対する日本銀行の評価は次のようである。「実際のコール市場レートが全銀協の自主申合せレートを基準にして動いたのは33年秋から34年の初めにかけての金融緩和期だけで, ……準備預金制度が発動された34年後半ごろからは最高金利を上回るヤミレートが多発するようになった。そして市場レートの水準は本行の高率適用貸出金利ないし準備預金制度における罰則金利が基準とされるようになり, 全銀協申合せ金利を少なくとも2～3厘, 時には4～5厘上回る高金利が出現した。」(日本銀行資料)
- 9) 日本銀行資料。
- 10) 日本銀行資料。
- 11) 『銀行局金融年報』昭和38年版, 57ページ。

第3節 貿易・為替自由化計画大綱(昭和35年6月)

自由化計画大綱の策定 政府は昭和35年1月5日に, 自由化促進閣僚会議を設置し, 自由化計画の策定に着手したが, 同年6月28日「貿易・為替自由化計画大綱」を決定し発表した。この「計画大綱」は一面では, 日本経済が十分に堅固な基盤, 安定性を確保したという政策当局の自信を示している。この大綱の基本方針において次のように述べられている。「ここ数年, 国際収支の好転, 外貨準備の増加に応じて, 逐次その〔貿易および為替の管理の〕制限を緩和し, 自由化を進めてきたのである。しかして最近の日本経済は, その高い経済成長を国内物価の安定と国際収支の黒字基調の下に達成しつつあり, 今後とも施策よろしきを得れば, 高度成長の持続と相まって自由化をさらに推進し得るものと判断される。」¹⁾

このような自信を裏付けとして, 国際経済社会の一員として日本のプレゼンスを高めようという政策当局の強い意欲がこの大綱には込められている。特にIMF 8条国(IMFの承認なく經常取引に関する為替制限や差別的通貨措置をとることができない国)への移行とOECD(経済協力開発機構)への正式加盟は, 先進工業国グループへの仲間入りというシンボリックな意味があった。政策担当者としてはそのシンボルは十分に追及する価値を持っていたのである。²⁾

しかし, この計画大綱は, その当時の日本の産業に大きな脅威を与えた。つまり, より自由な貿易体制のもとで, 日本企業が高い国際競争力を維持できるか, また資本自由化のもとで, 日本企業が外国資本に支配されはしないかという懸念である。³⁾ この種の懸念に由来する金融的措置が, さまざまな方向で追及されることになったのである。「金融正常化」を求める動きも, これによって拍車をかけられたと考えられる。

「計画大綱」は為替自由化の措置として, 36年中に為替を原則自由としネガティブ・リストによる規制, 2年以内に經常取引の制限撤廃という方向を打ち出している以外, 金融政策の面について具体的な施策が述べられているわけではない。しかし, 金融政策の運営のあり方等には無視できない影響を及ぼした。

と思われる。とくに、企業の「体質改善」のための金融構造の改革がこの「計画大綱」を契機として一層重要な政策課題として認識されることになったと思われる。「自由化により企業は国際的水準での競争にさらされることになるので、その経営の基盤を一段と強固にするため、自己資本の充実など体質の改善をさらに促進することが必要である。……また金利については、その資金需給調節作用を十分はたらかせることを基本とするが、低利外資の導入を契機として金融機関の経営合理化と国内資金コストの引下げの努力を促し、わが国金利の国際金利水準へのさや寄せに努め、企業の投資需要の合理的調達と借入依存度の低下と相まって、全産業を通じる企業の金利負担の低減に資するものとする」と述べられている。

IMF 8 条国問題 昭和36年9月、IMF 定例理事会は対日年次協議に基づく報告(フリードマン報告)を検討した結果、日本に対する8条国移行勧告を見合わせることを決定した。報告には過去1年間に為替制限に関する自由化・簡素化が著しく進んだことを認めながらも、経常取引には厳しい制限が残っていることを指摘している。⁴⁾

この結果、政府は自由化計画の繰上げを迫られることになった。9月26日に開催された貿易・為替自由化促進閣僚会議において、「貿易・為替自由化促進計画」を決定した。この促進計画の結果、「計画大綱」では自由化率を「おおむね80%、石油、石炭を自由化した場合にはおおむね90%」としていたのを「37年4月1日を目途として、原則自由の建前(ネガティブ・リスト方式)へ移行するよう準備」し、「37年10月1日における輸入自由化率を90%に引上げる」こととなり、計画が半年以上繰り上げられた。このような日本政府の対応は、IMF 8 条国という地位がいかに政治的に重要なシンボルであったかを物語っている。日本がIMF 8 条国への移行を実現するのは、昭和39年4月1日である。

を発表したが、そのなかでは、貿易・為替自由化が日本経済の体質改善を進めるうえで有効であるとしてこれを歓迎する一方、「自由化の進展に伴って生じる最大の問題は、貿易為替の管理が後退してゆくに従い、過当競争が激化し、経済秩序が混乱すること」であるとして、新しい調整体制、新しい経済秩序の確立を主張している(経済同友会『経済同友会十五年史』、昭和37年、464ページ)。OECD加盟に伴って迫られることになった対内直接投資の自由化は、この危機感を一層強めることになる。この点は第7章第1節を参照。

4) 「日本経済新聞」昭和36年9月7日。

〔注〕

- 1) 「内閣制度百年史」下巻、357ページ。ただし、表4-1から分かるように、この後35年から36年にかけて日本の貿易収支は国内経済の拡張とともに急激に悪化する。
- 2) 「日本銀行百年史」第6巻(昭和61年)、12ページ。
- 3) たとえば、経済同友会は計画大綱を受けて、35年7月に「貿易・為替自由化対策」

第4節 「所得倍増計画」と昭和36～37年の金融引締め

1 公定歩合引下げ(昭和35年8月)と物価問題

慎重な金融緩和 昭和35年8月24日、日本銀行は34年12月2日に景気行き過ぎを警戒して公定歩合を日歩1厘引き上げて以来9カ月ぶりに、公定歩合を1厘引き下げ、1.9銭(商業手形割引歩合)とした。これは前掲表4-1にみられるように、卸売物価上昇率が34年第4四半期の4.4%(対前年同期比)をピークとして、35年第1、第2四半期にそれぞれ2.9%、2.2%と次第に低下してきたことなど、経済情勢全般が落ち着いてきたとの判断による。

ただし、貿易収支は35年第1四半期以降、再び赤字に転化していたし、鉱工業生産指数等に表示される実物生産活動水準もかなり高い水準に達していた。そのため、日銀の態度も全面的な金融緩和には踏み切れないというものであった。山際日銀総裁の談話にも日銀の慎重なスタンスが読み取れる。すなわち、「本措置は公定歩合を前回(34年12月)引上げ前の水準に戻しその弾力的運用を図るものであって、金融機関としては今後も引き続き慎重な貸出態度を採られるよう要望する」。また、公定歩合引下げに対応して銀行の貸出金利(自主規制最高金利)も引き下げられたが、預貯金金利は据え置かれた。一般には、9月に公定歩合引下げが予想されていたが、8月に繰り上がったのは、池田内閣の新政策との関連が強く出ては好ましくないという日銀側の配慮も働いたといわれる。¹⁾

しかし、35年の秋口には物価問題が政策当局の関心を引きはじめている。つまり、卸売物価が安定しているにもかかわらず、消費者物価がかなり急速に上昇しているという問題である。たとえば、消費者物価は食料品を中心として35年3月から8月までの間に3.7%上昇したのである(表4-1を参照)。政府は、この状況をうけて35年9月30日に消費者物価対策連絡協議会を設置し、独占禁止法等の適切な運用、行政指導の強化による消費者物価上昇の抑制、公共料金の抑制等の対策を決定した。

〔注〕

1) 『金融』昭和35年10月、48ページ。

2 「国民所得倍増計画」

経済審議会は昭和35年11月1日に「国民所得倍増計画」をとりまとめ池田総理大臣に答申した。この計画が池田内閣の「所得倍増計画」の基礎となった。このことは経済成長が政策目標の中で、第一義的な重要性を与えられたことを意味する。また、すでに説明したように同じ35年の6月には「貿易・為替自由化計画大綱」が決定され、日本経済の国際化に関する一つの指針が示された。これらの政策枠組みの決定は、金融政策の在り方や金融市場の機能に対して、強い影響力を発揮したように思われる。とりわけ、「金融正常化」を求める主張は、成長促進政策、資本自由化という目標設定によって、従来に増して影響力を発揮することになった。

ここでは、経済成長促進政策が日本銀行の金融引締め政策に影響を及ぼす様子を説明し、それが金融システム全体に重大なインパクトを与えたことを考察する。¹⁾

低金利政策の追及—微妙な金融緩和措置(昭和36年1月) 昭和35年秋に政府が採用した、「所得倍増計画」は金融政策の運営にどのような影響を及ぼしたであろうか。より急速な経済成長を実現すべく、低金利政策を求める圧力が日本銀行に加えられたであろうか。幾つかの資料を総合すると、この時期の日本銀行の政策運営は、政府の高度成長政策にゆさぶられる傾向にあったと結論できるであろう。

この点は昭和36年1月26日に実施された公定歩合引下げに如実に示されている。日銀は「貿易為替自由化の進展等の状況に対処し、公定歩合を一層弾力的に運用することを狙い」(山際日銀総裁の談話)として、公定歩合を1厘引き下げた。目的は金融緩和ではなく、日本の金利を「国際水準に鞘寄せする」ことを目指すものとされた。公定歩合引下げは池田内閣が成立した35年8月にはすでに問題となっていた。すなわち、貿易・為替自由化に対応して、日本企業の国際競争力を高めるため、日本の高金利を国際水準に鞘寄せすべきであるとい

う主張が活発に述べられたのである。

金利引下げは各方面で積極的に実施されたといつてよい。まず35年10月、政府は中小企業金融公庫、国民金融公庫等政府金融機関の貸出金利を36年1月から3厘引き下げの方針を明らかにした。これに引き続き商工組合中央金庫、農林中央金庫も同じ1月から金利引下げを実施することを決定、11月には預金利子課税に対する特別措置の1年延長が決定されたが、これは預金金利引下げの環境作りであったとされる。さらに、36年1月には開銀の一般向け貸出金利の年3厘引下げ、郵便貯金の金利引下げが決定された。これらの、一連の金利引下げの締めくくりとして公定歩合が引き下げられたのである。したがって、この公定歩合引下げは、池田内閣が標榜する「所得倍増計画」に追随するものといつてよいであろう。

公定歩合の引下げの直後に速やかに銀行の市中貸出金利が引き下げられ、さらに3月には預金金利引下げ、社債発行条件、政府保証債、金融債、信託配当率、長期貸出金利等の引下げが決定され、翌4月に実施された。郵便貯金を含む預貯金金利が引き下げられたのは第二次大戦後初めてのことであった点に注目すべきである。

金利引下げの是非 この政策の是非をめぐることは、関係者の間でかなり激しい議論がたたかわされた。この時期には、資金需要は依然旺盛で、この金融緩和措置が景気過熱につながるのではという懸念がかなり強かったのである。しかし、「貿易・為替自由化の進展に対処する」ことが金利引下げの目標とされた。金利の引下げによって、日本企業の「国際競争力」を強化するという焦眉の課題に 대응することができるとされたのである。²⁾

同時にこの金利引下げに際して次のような二つの軋轢が生じ、そのタイミングが遅れた。一つは、社債条件の改定問題であった。昭和36年1月に公社債投信が発足して起債が急拡大したが、このことによって社債が大衆の貯蓄対象の一形態となったことを意味していた。このため、社債の発行条件を定期預金金利と同じ幅で引き下げるべきであるとする銀行界と、社債消化促進の観点から引下げを小幅にすべきという証券界との意見が対立した。結局、「今回の利下げが全般的金利水準の低下という政策意図にでるものであることから、社債利回りも定期預金に近い幅でひき下げられること」になった。³⁾

郵貯金利問題 また郵便貯金金利の調整との関連で、大蔵省・日本銀行と郵政省との間で確執が生じた。昭和36年1月に大蔵大臣と郵政大臣との間で、定額貯金は1年半超0.5%引下げ、1年半以下0.3%引下げとし、その代りに年利5%の1年物定期貯金を新設することで決着がついた。この決着を受けて、36年4月1日から預貯金の金利引下げが実施された。金融当局側には、この確執のために金利引下げのタイミングが遅れ、そのために経済過熱を招来する結果となったという不満が強かった。⁴⁾しかし、この金利引下げは「低金利政策」の所産とみなされるべきではなかろうか。『日本銀行百年史』も36年1月の金利引下げを「経済のその後の動向からみると、この引下げは適切ではなかった」と否定的に評価している。⁵⁾郵便貯金金利の調整問題は、その後ことあるごとに弾力的な金融政策に対する深刻な障碍として、日銀当局によって取り上げられることになる。

輸出促進政策 昭和36年4月に大蔵省、日本銀行によって昭和35年度の国際収支が発表されたが、その統計によると、35年度の経常収支は32年度以来初めての赤字7000万ドルを記録した。これは同年度についての政府見通し1億2000万ドル黒字から大幅に乖離していた。昭和35年の後半には、日本経済は過熱状態にあったとみるべきだったのである。⁶⁾

また36年6月に開催された最高輸出会議(議長池田首相)は36年度の輸出目標として為替ベースで43億2000万ドル(対前年実績比10.2%増)を設定したが、国際収支の先行き不安を輸出振興によって解消しようとする政治的意図が働いていたともいわれる。表4-6はこの会議で設定された産業別輸出目標である。⁷⁾

また、36年6月6日の臨時経済閣僚懇談会において輸出振興対策を決定した。これは、中・長期輸出金融の拡充・改善、中小商社等に対する輸出金融の拡充、輸出保険の充実を含む輸出金融の拡充、輸出意欲を高めるため表彰制度新設などを盛り込んでいる。

日本銀行による窓口指導強化(昭和36年4月～37年9月) 本格的な金融引締めには先行して、都市銀行を主たる対象とした窓口指導が実施されるのは日本銀行の従来からの政策運営パターンであった。しかしこの窓口指導強化は、景気過熱が疑う余地のないものであったにもかかわらず、直前に金利を引き下げたばかりであったので、公定歩合の引上げに躊躇せざるをえないという、日銀が

表 4-6 産業別輸出目標(通関ベース) (単位:100万ドル)

	35年度実績 (A)	36年度目標 (B)	部会別積上げ額 (C)	(B/A) (%)	(C/A) (%)
農 水 産 物	383.4	391.0	390.8	102	102
鉄 鋼	451.6	478.0	459.5	106	102
重 機 械	627.0	734.0	713.7	117	114
軽 機 械	382.0	456.0	436.4	119	114
化 学 品	151.2	195.0	191.0	129	126
窯 業 建 材 品	152.6	146.0	143.4	96	94
軽 工 業 品	491.9	516.0	502.6	105	102
繊 維 品	1,177.4	1,226.0	1,202.5	104	102
紙 パ ル プ	41.8	56.0	54.8	134	131
鉱 産 物	44.9	52.0	50.8	116	112
合 計	3,903.6	4,250.0	4,145.3	108.9	106.2

(出所) 「日本経済新聞」昭和36年6月9日夕刊。

直面していたジレンマを反映していたように思われる。

窓口指導の効果についても、「含み貸出」の存在のために有効性が減殺されているという指摘があった。後出の「都市銀行特別調査報告」(昭和36年6月29日)は都市銀行各行の含み貸出が35年以来増加する傾向を示していると述べている(表4-7を参照)。

この「調査報告」はかなりはっきりと窓口指導の限界を述べている点で興味深い。⁸⁾すなわち、

旺盛な企業の資金需要に対し、各行とも昨年来の資金繰りの窮迫化から、一応融資抑制の方針を打出し引締め態勢をとってはいるが、企業との力関係もあって、投資計画が一旦決定された以上、銀行指導、介入の余地はほとんどないのが現状である。……銀行間の競争意識と融資基盤強化の意欲が強いこともあった、個々の銀行に融資の面から投資抑制の効果を期待することには自ら限界がある。……したがって、少なくとも設備投資の中核をなす有力企業を取引先にもつ興銀および都市銀行間において、協同して投資の調整に本格的に取り組む態勢をつくりあげる必要があるが、銀行側としては、これを支援する意味において、窓口規制の強化以外に、何らかの有効な施策を講ずることを強く要望している。

また日銀自身も、この時期(昭和36年当時)の窓口指導が十分に有効ではなかったことを認めている。⁹⁾それによれば、

市中銀行貸出も本行の窓口指導にもかかわらず、高い伸びを続けており、6月

表 4-7 含み貸出の増加
(A)含み貸出の推移(都市銀行8行の残高、億円)

年/月	35/3	35/9	36/1	36/3	36/4	36/5
	290	629	976	759	521	534

(注) この数値は各行の「把握額」であって、銀行によって定義に差異があると思われる。また、その信頼性にも疑問の余地がある。実際の含み貸出はこの表の額を上回っていたと判断して間違いないであろう。金融制度調査会実態調査小委員会「日本銀行を中心とする戦後金融の実態調査」(昭和34年3月)によれば、「32年7月末には1,000億円を超えるヤミ貸出が生じ、これを解消するために同年末までかかった如き……」とある。

(B)各行の含み貸出(昭和36年5月末残高、億円)

富 士 銀 行	120
三 菱 銀 行	101
住 友 銀 行	130
三 和 銀 行	92
第 一 銀 行	4
三 井 銀 行	38
日 本 興 業 銀 行	49

(出所) 大蔵省銀行局考査部・日本銀行考査局「昭和36年度都市銀行特別調査報告」(昭和36年6月29日)。

中の全国銀行貸出(含み貸出調整済み)の増加額は1962億円と、前年の高水準(1436億円)をさらに大幅に上回った。

さらに昭和35年以降は、企業の増資等による資金調達も次第に活発となり、日本銀行は、銀行の貸出以外の資金供給にも注意を向けなければならなかった。日銀営業局は、窓口指導の効果を維持するために、民間銀行に対して、(1)巨額に上る増資について払込み資金融資には応じないこと、また増資代り金については可能なかぎり既存の貸出金返済に充てさせること、(2)株式の新規取得は極力抑えること、(3)増資払込みも可能なかぎり圧縮し、場合によってはすでに保有している株式を売却し、株式保有が純増することをさけること、などを要請した。¹⁰⁾ また、やや先の時期になるが、昭和38年1月、日銀は都市銀行11行に対して、現在の含み貸出を解消するよう内示した。日銀は37年末の都銀による含み貸出を4500億円とみており、その20%を通常の貸出査定枠内で「自力吸収」させ、残りの80%を1～3月の各月末計数に表面化させることによっ

て漸次解消させることにした。¹¹⁾

〔注〕

- 1) たとえば、昭和40年に「証券不況」という帰結をもたらした証券市場の混乱は、この節の議論との関連でよりよく理解できる。第6章を参照。
- 2) この際の日銀当局による新聞発表案は「本措置は貿易為替自由化の進展等の状況に対処し、公定歩合を一層弾力的に運用することを狙いとするものであって、金融機関は引続き慎重な融資態度を堅持されるよう要望する」というものであり、日銀の不安、アンビバレントな立場をうかがわせる内容となっている。
- 3) 社債発行利回りの引下げに証券界は強く反対したが、政府は池田首相から福田千里証券業協会会長への直接の懇請によってその反対を押し切った。後藤猛「わが国公社債市場の構造」(『証券経済学会年報』第9号、242ページ)を参照。
- 4) 当時の大蔵省関係者は次のように述べている。

石野信一(当時銀行局長)「ここで金利を全般的に引下げようじゃないか、……皆にそういう考え方もできるんじゃないかということで働きかけたところが、ほとんど例外なくとにかく関係者たちはそれに賛成したわけですよ。……ところが金利の引下げ殊に預金金利の引下げということになりますと、これは切りはなしてやれることじゃないんですよ。預金の金利、それは当然……競合関係として社債、金融債、貸付信託はやはり関係があるとか、それから預金が郵便貯金とまた関係がある。あらゆる投資対象というものは関係があるわけです。ですからいよいよとなると利害関係が相反して、できるだけ他のを下げさせて、自分のを下げまいと、こういうことになるわけですよ。……それだから時間がひじょうにかかっちゃって、そのうちに景気が過熱するようなことになっちゃって。」(石野信一口述「昭和34～40年の局長並びに大蔵事務次官当時の諸問題」, 大蔵省資料Z108-9-2)

大月高(当時財務調査官)「そうすると今の郵便貯金との関係がある。で郵便貯金〔金利引下げ〕は法律を要すると、こういうことですね。法律で何時下げられるかということ、36年の4月じゃないと下がるわけですよ。……銀行に、まあ、郵便貯金も下げさすのだが、法律の関係もあって、すぐには下げられないけれども、銀行の方はとりあえず35年の秋口から下げたらどうかと……現実の問題としていかんわけですね。……いよいよ法律も出、それも大体通るという見通しがついた3月にそれをやったわけです。それまでずっと延びてきている。それで半年の差がある。そこに僕は問題があると思いますがね。」(大月高口述「昭和30～36年の銀行行政及び金融政策について」, 大蔵省資料Z108-9-1)

- 5) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、26ページ。
- 6) 岩佐経済同友会代表幹事は36年4月の同会通常総会において経済成長政策が性急すぎると池田内閣の成長政策を批判している(経済同友会『経済同友会十五年史』, 501-5ページ)。
- 7) 『日本経済新聞』昭和36年6月9日夕刊。
- 8) 大蔵省銀行局検査部「昭和36年度都市銀行特別調査報告」(昭和36年6月29日)、6ページ。

- 9) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、40ページ。
- 10) 日本銀行資料。
- 11) 実際、38年1月には、1500億円程度の含み貸出の表面化がなされた模様である(日本銀行資料)。

3 大蔵省、日本銀行による市中銀行9行の特別調査 (昭和36年6月、10月)

昭和36年の6月1日と10月4日、大蔵省は日本銀行からの協力を得て、各業種(20業種)の代表的企業150社の設備投資の動向と、有力銀行の融資態度を調査した。大蔵省銀行局検査部の「調査報告」はこの特別調査の理由を次のように述べている。「本年(昭和36年)初頭以来国際収支は経常収支面で赤字基調を続けているが、他方34年来の好況を背景として、民間設備投資は予想をはるかに上回るテンポをもって強力に押進められており、その行き過ぎが懸念されるに至った。」¹⁾しかし、観点を変えれば、この特別調査は本格的な金融引締めが実施しえない状況のもとで、なんとか引締め効果を引き出そうとする大蔵省当局の苦肉の策であったとみることもできるのである。²⁾

6月の特別調査によると調査対象企業150社の36年度設備投資計画は1兆1000億円で対前年度比49%増と、通産省(35%増)、日本開発銀行(35%増)のこれまでの調査を大きく上回っており、この数字を基にした全産業の36年度設備投資額は3兆8000億円ないし3兆9000億円という巨額に達するものと予想されることになった(表4-8を参照)。この設備投資額は国際収支の状況等から判断して著しく過大であった。また、設備計画に対応して、企業が金融機関に期待する借入額は3810億円に上ると見込まれるが、金融機関の資金供給能力はこれに1100億円ほど不足すると考えられた。この状況を踏まえて、次に説明するように36年7月5日に設備投資1割削減の申合せが行われたのである。

大蔵省、日本銀行、市中銀行、設備投資1割削減を申合せ(昭和36年7月)
大蔵省、日本銀行、および民間銀行の代表者たちは、上記特別調査の対象企業150社について、現行の設備投資計画額の10%を下回る金額を基準として融資を行うことを申し合わせた。申合せの内容は次のようであった。

表 4-8 設備投資計画の調査結果(昭和36年6月) (単位:億円)

	34年度 実 績	35年度 実 績	36年度 計 画	対前年度増加率	
				35年度	36年度
鉄 鋼	1,352	1,947	2,695	44.0%	38.4%
非 鉄	226	321	575	41.9	79.4
造 船	98	109	158	10.9	45.0
機 械	158	339	636	115.1	87.4
電 機	448	768	979	71.2	27.5
自 動 車	230	544	939	136.7	72.5
石 油 精 製	226	428	742	89.4	73.1
石 油 化 学	162	235	760	44.7	224.1
化 学	494	760	970	53.8	27.7
紙・パルプ	233	420	410	80.1	－ 2.4
窯 業	160	203	306	27.1	50.9
化 合 繊	412	436	605	5.9	38.7
紡 績	73	116	161	57.7	38.9
水 産 食 品	182	398	616	118.8	54.8
計	4,454	7,024	10,552	57.7	50.2
電 鉄	158	171	262	7.9	53.4
建 設	94	163	225	73.4	37.6
商 社	97	141	146	44.7	3.9
そ の 他	34	41	52	24.0	25.3
合 計	4,837	7,540	11,237	55.9	49.0
生 産 直 結 設 備	3,626	5,341	8,338	47.3	56.1
そ の 他	1,211	2,199	2,899	81.5	31.9
電 力	2,186	2,881	3,458	31.8	20.0
石 炭	234	245	279	4.7	13.9
海 運	536	624	583	16.4	－ 6.6
合 計	2,956	3,750	4,320	26.9	15.2
総 計	7,793	11,290	15,557	44.9	37.8

- (1) 銀行は調査対象企業の各々に対して、現行計画の1割以上を減らした金額を基準として融資を行う。調査対象企業以外の企業(電力、石炭、海運を除く)についてもこれに準じた措置をとる。
- (2) この措置の実効を確保するため、銀行は関係銀行全体の共同責任体制のもとに、他の金融機関とも密接な連絡を保つ。また資金調整委員会等を活用して、関係官庁と密接な連絡を保つ。
- (3) 日本興業銀行、日本長期信用銀行、都市銀行ともに本年度の設備貸出増

表 4-8 (つづき)長期資金の調達 (単位:億円, %)

	34年度実績		35年度実績		36年度計画		対前年度増加率	
	金 額	構成比	金 額	構成比	金 額	構成比	35年度	36年度
内 部 資 金								
内部留保	782	11.7	1,064	10.8	1,232	10.0	36.1	15.7
減価償却	2,000	30.0	2,433	24.7	3,020	24.5	24.6	24.1
売却除却	274	4.2	227	2.4	89	0.7	－17.2	－60.6
計	3,056	45.9	3,724	37.9	4,341	35.2	21.8	16.6
外 部 資 金								
増 資	1,396	20.9	2,203	22.4	2,139	17.4	57.8	－ 2.9
社 債	649	9.7	1,604	16.3	2,052	16.7	147.3	27.9
借 入 金	1,566	23.5	2,300	23.4	3,788	30.7	46.9	64.7
計	3,611	54.1	6,107	62.1	7,979	61.8	69.1	30.6
調 達 合 計	6,667	100.0	9,831	100.0	12,320	100.0	47.5	25.3

(出所) 大蔵省銀行局検査部「昭和36年度都市銀行特別調査報告」(昭和36年6月29日)。

加額を前年度なみに抑える。

- (4) 産業合理化審議会資金部会の業種別調整の結果その他を参酌して、一律的な削減にならないように配慮する。
- (5) 企業が今回の措置にもかかわらず既定計画を実行し、支払繰延べ等により下請関連企業その他に金融上のしわ寄せがないよう関係者間で配慮する。
- (6) 地方銀行、信託、生保についても同じ趣旨で協力を求め、実情に即した指導を取ることをとする。

国際収支は、経常収支が36年1月から赤字に転落しており、総合収支も5月、6月と赤字になった。このため、客観的な情勢としては金融引締めの必要性がすでに強まっていた。日銀も、4月から窓口指導を強化したり、6月の財政資金揚げ超に対して市中から強く要望が出ていた買いオペを見送る等金融引締めの政策スタンスを採用していた。しかし、公定歩合引上げの措置に対しては、政府が積極的に推進してきた低金利政策の方向転換を印象づけるから好ましくないという政治的な判断が強かった。そこで、低金利政策の方向転換を避ける意味もあって、このような申合せが行われたのである。³⁾

「申合せ」の効果と増資の調整 関係者の証言では、この「申合せ」の実施に関して、政策担当者である大蔵省と日本銀行の間で十分な意思の疎通がはかられていなかった。⁴⁾

いずれにしても、このような種類の政策は有効であっただろうか。その効果については曖昧な部分が大きいといわざるをえない。しかし、大蔵省が日銀と共同で昭和36年10月4日に実施した実情調査(市中銀行9行を対象にした)によれば、当該企業の設備投資計画額は前回調査に比較して7.9%減少していることが判明したという(表4-9を参照)。しかし理論的には、設備投資計画額の減少が、件の申合せの結果なのか、それとも36年夏以降強化されつつあった引締め政策の効果なのか明らかではない。

さらに、7月の設備投資1割削減の申合せにもかかわらず、調査対象150社の投資意欲は衰えていないこと、また資金調達の面では社債、および借入金が減少する一方、それを相殺するように増資が急増しているとの指摘がなされている。表4-9が示しているように、社債898億円、借入金834億円、合計1732億円の減少が見られる一方、内部資金781億円増、増資1358億円増となっている。このような資金調達構造の変化は、日銀をはじめとする金融当局が金融引締めの際して、銀行貸出の抑制に精力を注いだことを反映していると思われる。大蔵省の報告でも「企業の投資意欲には資金調達の面で増資や外資借入に大幅に期待していることなどからみてまだ完全に鎮静していない面が見受けられる」という指摘がある。⁵⁾ 30年代半ばから後半にかけての窓口指導の強化は、増資の急増をもたらし、結果的には30年代末の証券不況に結びつく株価低迷につながったと考えられる。この点は、第6章において一層詳しく考察する。

日銀も増資の盛行が、金融引締め政策の効果を低減させているという認識をもっていた。窓口指導と並行して、日銀は巨額に上る増資のための払込資金需要に応じないこと、増資代り金については可能なかぎり既存の貸出金の返済にあてさせること等を市中銀行に要請した。また日銀営業局は、市中銀行に対して、新規の株式取得を極力抑制すること、増資払込みもできるかぎり圧縮すること、場合によってはすでに保有している株式を売却することによって、所有株式の純増を避けること等を指導したのである。⁶⁾

増資の拡大は株価低落の原因になっているという判断も関係者の間で強くなった。そこで36年10月には、従来ほとんど増資を調整する機能を発揮しなかった増資等調整懇談会の役割を復活させようとする動きが活発となってきた。増資等調整懇談会は昭和24年に、大蔵省、日銀、東京証券取引所、日本証券金融、

表 4-9 設備投資計画の修正状況 (単位：億円)

	35年度 実 績	36年度計画			今回調査		
		前回調査	今回調査	修正率	上期実績 見 込 み	下期計画	上期に対す る下期の増 減割合
鉄 鋼	1,947	2,695	2,584	－ 4.1%	1,165	1,419	21.8%
非 鉄	321	575	518	－ 9.9	240	278	15.8
造 船	109	158	145	－ 8.2	61	84	37.7
機 械	339	636	592	－ 6.9	261	331	26.8
電 機	768	979	886	－ 9.5	417	469	12.5
自 動 車	544	939	810	－13.7	351	459	30.8
石油精製	428	742	676	－ 8.9	348	328	－ 5.7
石油化学	235	760	651	－14.3	251	400	59.4
化 学	760	970	874	－ 9.9	399	475	19.0
紙 パ	420	410	362	－11.7	180	182	1.1
窯 業	203	306	263	－14.1	116	147	26.7
化 合 繊	436	605	577	－ 4.6	238	339	42.4
紡 績	116	161	161	0	79	82	3.8
水産食品	398	616	668	8.4	301	367	21.6
計	7,024	10,552	9,767	－ 7.4	4,407	5,360	21.6
電 鉄	171	262	222	－15.2	88	134	52.3
建 設	163	225	203	－ 9.4	99	104	5.1
商 社	141	146	110	－24.7	54	56	3.7
そ の 他	41	52	48	－ 7.7	30	18	－40.0
合 計	7,540	11,237	10,350	－ 7.9	4,678	5,672	21.2

設備資金調達計画の修正状況 (単位：億円)

	35年度 実 績	36年度計画		今回調査		
		前回調査	今回調査	差 額	上期実績 見 込 み	下期計画
所要額	7,178	11,079	10,095	－984	4,597	5,498
設備投資	7,540	11,237	10,350	－887	4,678	5,672
前渡金	222	24	－ 2	－ 26	71	－ 73
未払金(－)	584	182	253	71	152	101
内部調達	3,724	4,341	4,519	178	2,197	2,322
内部留保	1,064	1,232	1,235	3	613	622
減価償却	2,433	3,020	3,182	162	1,522	1,660
売却除却	227	89	102	13	62	40
外部調達	6,107	7,979	7,605	－374	3,320	4,285
増 資	2,203	2,139	3,497	1,358	1,622	1,875
社 債	1,604	2,052	1,154	－898	562	592
借入金	2,300	3,788	2,954	－834	1,136	1,818
調達合計	9,831	12,320	12,124	－196	5,517	6,607
差引過不足	2,653	1,241	2,029	788	920	1,109

(出所) 大蔵省調べ。

4大証券、主要銀行をメンバーとして発足し、以後一両年は増資調整に機能を発揮したが、その後は名目だけのものになっていたのである。⁷⁾

さらに37年4月18日、大蔵省と日銀の共同で銀行特別調査が実施され同月発表された。この調査によれば、36年度の設備投資実績(調査対象150企業)は当初計画の12%減少となっている。また、資金調達面においては金融逼迫とともに金繰り増資が急増しているとの報告がなされている。⁸⁾

日本銀行、公定歩合引上げ(昭和36年7月、9月)、高率適用制度強化 昭和36年7月22日に実施された公定歩合の1厘引上げは、その直前(7月5日)になされた設備投資1割削減の申合せの実効性を裏付けるためのものとみなされた。この金利引上げについて、日本銀行内部には6月頃から引上げを主張する意見がみられ、また引上げ幅も2厘にすべしという考えも強かったといわれる。しかし、政府首脳、大蔵省は金利引上げが高度成長政策の方向転換ととられることを懸念していた。ただし、輸出振興のため、輸出貿易手形の割引金利を引き下げた。これは、36年6月16日の経済閣僚懇談会で決定された「輸出振興対策について」を受けたものである。

政府は、設備投資1割削減の申合せと7月のこの公定歩合引上げによって、十分に引締め効果が現れることを期待していた。しかし、国際収支の赤字は8月、9月と続いたので、一層本格的な引締め政策に取り組む必要が強く認識されるに至った。

昭和36年9月26日、政府が「国際収支改善対策」として、(1)輸出促進のための税制措置、(2)輸出短期金融の優遇措置の強化、(3)財政支出の一部繰延べ(実際、10月に711億円の財政支出繰延べが行われた)、(4)消費抑制の諸政策を決定した後、日銀は同月28日に公定歩合を日歩1.9銭から2.0銭へ引き上げた。さらに、高率適用制度の強化、準備預金制度の準備率引上げ等の金融引締め策を打ち出した。

しかしこの時点においても、政府が望む低金利政策の影響が引締め政策の在り方に影を落としている。つまり、公定歩合の引上げ幅については2厘を適当とする意見が日銀内部に強かったにもかかわらず、低金利政策の要請から上げ幅を抑制し、高率適用を強化する方法をとった。すなわち、32年3月に一本化した適用高率を、再び第一次高率(最低歩合比4厘高)、第二次高率(同6厘高)の

二本建てに戻すとともに、高率適用レートを引き上げたのである。すでに説明したように、高率適用制度は金融市場を「不正常」にする元凶とみなされる傾向があったから、この強化措置は「正常化に逆行するもの」という批判も強かった。⁹⁾ 日銀の立場からの叙述は次のようである。「当初本行では公定歩合の日歩2厘引上げを企図していたが、池田首相を中心に政府側では低金利政策を基本的に維持しようとする姿勢が強く、公定歩合引上げに関する政府との意見調整の過程で、結局上記のように公定歩合の引上げ幅を日歩1厘にとどめる代りに、準備預金制度準備率の引上げと高率適用制度の強化を組み合わせる方式をとることにより(当時トロイカ方式とも呼ばれた)、金融引締めを強化することで意見の統一が図られた。」¹⁰⁾

また通産省は「国際収支改善対策」と対応する形で、所管12業種のうち主要な6業種(鉄鋼、石油精製、石油化学、合成繊維、自動車、電機機械)の今年度投資計画を、新規の不急工事を中心に、5～10%削減、繰り延べることを決定した。

引締め的な財政政策の運営 政府は昭和36年10月13日に、国際収支対策として公共投資、財政投融资の執行抑制を決定した。さらに、翌37年4月4日に大蔵省は財政支出の1割繰延べを決定した。日本銀行は36年11月24日、国際収支の悪化に対応するため、アメリカの民間銀行3行(ファースト・ナショナル・シティ、チェース・マンハッタン、バンク・オブ・アメリカ)から2億10万ドルを借り入れる契約を締結した。この当時、政府はIMFからの借入れを回避したいと願っていた。なぜならば、IMF借款は国内の財政・金融政策に注文をつけられ、政策運営の失敗があからさまとなる危険が大きかったからである。ただし、政府はIMFに対してスタนด์バイ・クレジットの供与を申し入れ、IMFは37年1月19日に3億500万ドルのスタนด์バイ・クレジットを供与した。これは、貿易自由化繰上げ、アメリカの銀行からの借款の返済に備えるものであった。

中小企業対策としての金融措置 政府が中小企業年末金融対策を打ち出すのは恒例のことであったが、金融引締めの打撃が中小企業に及ぶことを緩和するための措置がしばしばとられた。昭和36年夏以降も同様である。まず36年9月、大蔵省は、(1)中小企業信用保険公庫に対する出資10億円の繰上げ、(2)国民金融公庫、中小企業金融公庫、および商工中金の当面の資金需要に応じるため3機

関合計100億円の貸出枠繰上げを決定した。また10月には、年末に予想される金融逼迫に対処するため、資金運用部資金、簡易生命保険、および郵便年金特別会計による総計200億円の中小企業向け買いオペを実施した。¹¹⁾

この時期の金融調節においては、金融市場の各分野に別個の対応を行う傾向が強かった。たとえば、政府が上記のような中小企業金融対策を決定する一方、36年10月には日銀が農林中央金庫を対象として200億円の売りオペを実施している。農中を対象とする売りオペは毎年度第3四半期には恒例であったが、この売りオペは上記の中小企業金融対策のための買いオペを相殺する効果をもつことは明らかである。これは金融調節の「二元化」の問題である。日銀の措置は、農中の余裕資金が金融市場を通じて、逼迫している中小企業向金融の分野へ直接流れることはないという判断に立脚していたと解釈する以外にはない。多少見方を変えれば、資金運用部と日銀が反対方向にオペを実施することは、金融当局がこの当時の不完全な金融市場の資金配分機能がある程度補完していたということもできる。¹²⁾

〔注〕

- 1) 大蔵省銀行局検査部「昭和36年度都市銀行特別調査報告」(昭和36年6月29日)、1ページ。
- 2) 「実は36年頃に〔特別調査を〕行なったというのは、……公定歩合をすみやかに引上げて引締めをはっきりさせなきゃいかんという世論が本当に強いにもかかわらず、容易に大蔵省が決断を下さない。勿論これは、高度成長政策、所得倍増政策というものを看板にしてスタートした内閣であって、それが幾ばくもたたないうちに国際収支の逆調に見舞われて、まあ面子といいますか、池田さんの考えとしても、そんな弱気になる必要はないということだったんでしょう。……それで、公定歩合を上げるまでに決心がいかないといいますか、踏み切れないので、いわばそういった行き過ぎの風潮を抑えるという意味において何かしなきゃいけない。だからあの特別調査をもう一回やったらどうだというふうな、そういうお声がかりもあって二回目のやつはやったと私は記憶している。」(高橋俊英口述「昭和38～40年銀行行政について」、大蔵省資料Z108-9-2)
- 3) ただしこの申合せの半月後に公定歩合が引き上げられた。この当時、銀行局長であった大月高は、この設備投資1割削減申合せがとられた理由として、36年6月が内閣改造の直前であったことを挙げている。本来、公定歩合引下げが望ましい選択であったが、それには相当な「政治力」が必要であり、改造直前の政府にとっては無理な措置だったというのである。大月の考えでは、内閣改造が行われてはじめて公定歩合を引き上げる政治的な素地ができたのである(大月高口述「昭和36～38年の銀行行政につ

いて」、大蔵省資料Z108-9-1)。

- 4) 日本銀行は「金利機能を見捨てた」直接統制的な手段に批判的だったというのである(大月高口述「昭和36～38年の銀行行政について」、大蔵省資料Z108-9-1)。「日本銀行百年史」は設備投資1割繰延べ策に対して、公定歩合を引き上げるのが常道であるとする石坂泰三経団連会長の批判を引用して、これは日銀に対する「支援発言といふべきものであった」(同、第6巻、昭和61年、40ページ)と述べている。
- 5) 『金融』昭和36年11月、82ページ。昭和34年頃から増資の活発化が見られたが、これは34年6月から始まった窓口指導の強化と対応している。この点は、第6章において詳しく検討する。
- 6) 『金融』昭和36年11月の記事は、11月の増資が会社数で95社、増資払込予定額が824億円となり11月としては最高の規模に達したと報じた後、「これは……(1)金融引締めで外部資金の調達に十分得られないので増資による資金調達を急いでいる、(2)第2市場の発足をキッカケとして、第1、第2市場銘柄ともそれぞれ相場基準が変わり、それに達しない会社は一定の猶予期間中に条件を満たさなければならないので特に中小型のものがふえている、(3)貿易自由化の進行に伴い、国際競争力を一層強めるためにはまず企業の体質改善が必要なので自己資本の充実に努めている、等があげられる」(同、88ページ)と述べている。
- 7) 増資調整に関しても、第7章で考察する。
- 8) 大蔵省銀行局・日本銀行考査局「都市銀行特別調査報告」(昭和37年4月11日)を参照。
- 9) 『金融』昭和36年11月、78ページ。
- 10) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、45ページ。
- 11) オペ対象として選ばれた債券は、利付金融債、政府保証債、公募地方債であった。
- 12) 36年12月に実施された簡易保険資金による金融債買入れ(30億円)をめぐるでも、日銀が金融調節一元化の観点から批判的な見解を述べた(『日本経済新聞』昭和36年12月20日)。

4 日本銀行、短資流入規制

昭和35年7月1日非居住者自由円勘定創設(きわめて制限的ながら対外交換性が認められた)、同8月外国為替銀行の外国銀行からの無担保外貨借入制限撤廃、同9月1日為銀の直物持高規制廃止などにより短期資金流入の可能性が拡大した。このため、36～37年の金融引締めによる国内金融市場の逼迫は、外国為替銀行経由の外資流入を急増させ、それに対して日本銀行は規制を加えた。国際収支対策のうえからは、外資の流入は好ましいと考えられるが、日銀としてはそれが国内の金融引締め効果を減殺するのを望ましくないと判断したためであ

る。¹⁾以下、金融逼迫期に金融当局がとった短期資金流入規制措置を、詳しい説明抜きで列記する。

まず36年7月21日以降、日銀は為銀の海外短期資金の取入金利に対して指導を加えた。

37年4月25日、大蔵省は、(1)海外における借款、起債、または株式公募等で資金調達を希望する者は借入先、引受業者との交渉を始める前に大蔵省の事前了解を求めなければならない、(2)大蔵省は外資調達市場別、調達方法別に外資調達の可能性、必要性等を検討して、適当と認めた場合に交渉開始の事前了解を与える、(3)大蔵省の事前了解を受けないで交渉にはいった場合認可を与えない、という厳しい規制を導入した。これは、資本取引の自由化や国内金融の逼迫を反映して外資調達が活発となり、海外金融市場における競争が激化して調達条件の悪化や海外信用の低下等の傾向がみられるためとされている。²⁾

昭和37年6月11日に外貨準備制度が導入された。すなわち、甲種外国為替公認銀行は特定の外貨建債務(ユーログラ等外貨預り金、コール・マネー、外国銀行からの無担保借入、非居住者自由円預金)に対してその一定割合(20%)を流動性外貨資産(現金、預け金、コール・ローン、外国政府証券等)の形で保有しなければならないとされた。さらに、37年7月には外貨準備制度を補完するための指導(短期資金取入残高を現行水準に維持すること等)を行い、さらに38年にはいって短期資金取入れの指導金利を引き下げるとともに、37年12月の平均残高を上回る短期資金取入残高に対して35%という高率の準備率を課した。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、247-50ページ。
- 2) 昭和37年当時に、金融当局が金融引締め効果を相殺する金融証券界首脳者懇談会における水田蔵相の次のような発言に如実に示されている。「金融引締めに伴う短期外資の借りあさりの現象につきましては、この程決定いたしました抑制策[同年6月に導入された外貨準備制度を指す]の趣旨を十分に御理解願ひ、その自粛に努めて頂きたいのであります。」(『金融』昭和37年7月、62ページ)

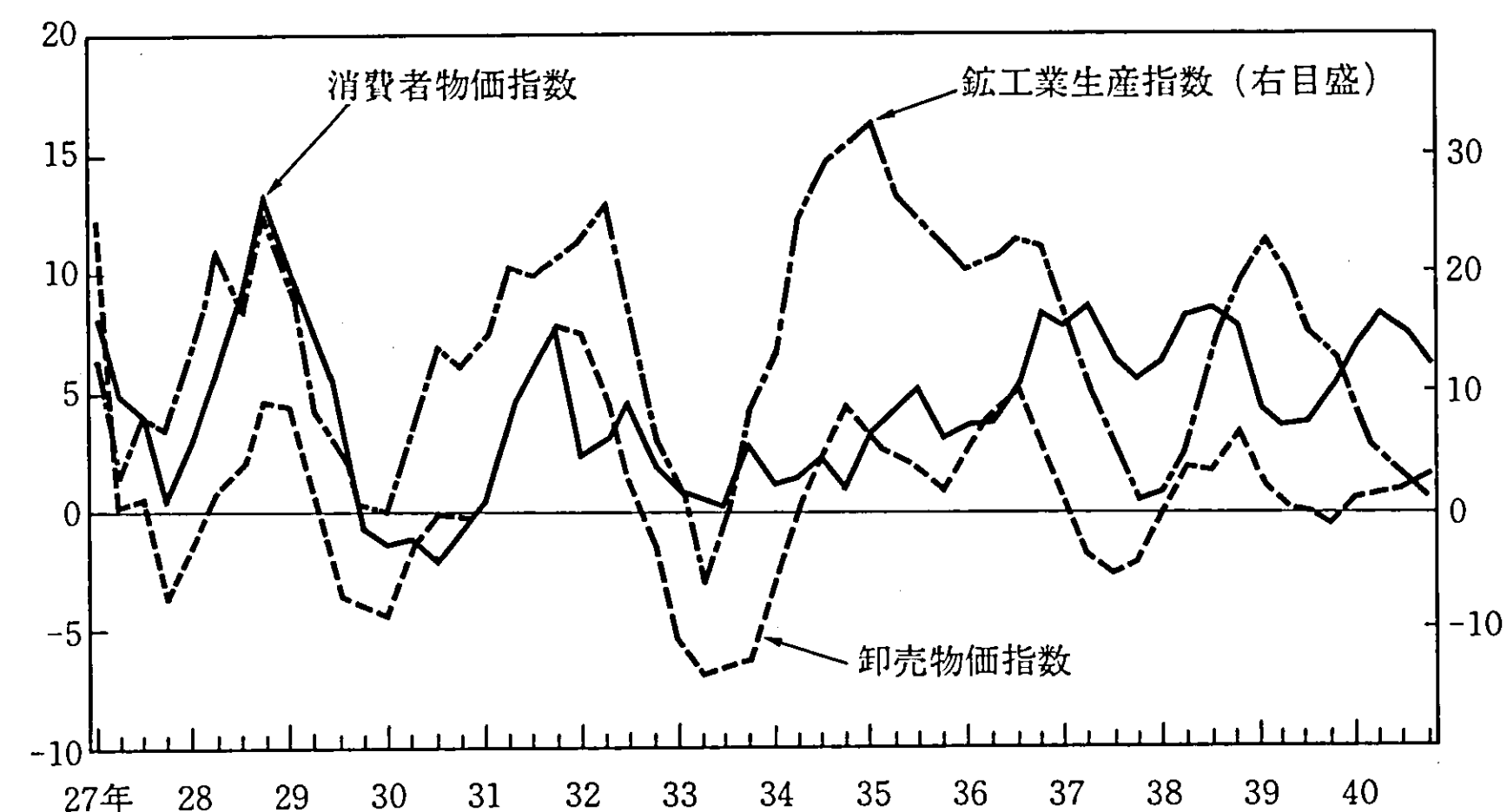
第5節 所得倍增計画と物価問題

1 消費者物価と卸売物価

日本の物価は、昭和30年代に入ってから非常に安定した動きを示したと評価できよう。とくに卸売物価指数は、昭和30年、33年、37年などの景気後退期には、常に低落(マイナスの上昇率)を示した。消費者物価も実態経済の動向に比較的敏感に変動したが、しかし30年代半ばから徐々に下方硬直性を示すようになった(図4-1を参照)。そのため、30年代後半には消費者物価上昇率と卸売物価上昇率の間に、目立った格差が生じ、政策当局もそれを無視できない状況となった。

日本銀行は、昭和38年4月20日に公定歩合を日歩1.6銭という非常に低い水準へ引き下げた。しかし、図4-1からも読み取れるように、消費者物価は景気後退期の37年にもほとんど低下しなかった。経済企画庁が38年6月に発表した「消費者物価問題に関する考え方」という報告書では、「過去2回の景気調整期においては、景気の一般的な鎮静に伴い卸売物価が下落し、消費者物価も横ば

図4-1 物価上昇と生産指数(右目盛)(昭和27年第1四半期～40年第4四半期)



いないし下落を示してきたにもかかわらず、36年秋から37年秋にかけて実施された今回の景気調整期においては、消費者物価のみが依然として上昇を続け、従来の景気循環的な見方では理解しえないような事態が生じた」と指摘し、消費者物価上昇の要因として、(1)労働需給の逼迫による賃金上昇、(2)消費需要の急増に対する供給態勢の遅れ、(3)低生産性部門における賃金・所得上昇の価格への転嫁、(4)不完全な競争状態のもとでの価格の下方硬直性、(5)値上げムードの蔓延、等を挙げている。¹⁾

経済企画庁はこの物価の動きを重視して、物価対策の重要性を主張するとともに、物価問題懇談会を設置して、日本の物価上昇に対する対策を諮問した。物価問題懇談会は38年12月9日に答申を提出したが、この報告書の中では、「金融政策も引締め方向を明らかにするよう」に要請している。²⁾ この報告書発表の翌日の12月10日に、日銀は預金準備率の引上げを決定した(12月16日に実施)。また、39年1月10日には、38年5月以来中断していた窓口指導が復活した。これらの金融引締め措置は、ひとつは悪化しつつあった国際収支対策であったが、同時に消費者物価の急上昇抑制への配慮もあったと思われる。³⁾

〔注〕

- 1) 経済企画庁「消費者物価問題に関する考え方」(昭和38年6月27日)。経済企画庁の物価問題に関する判断は、理論的にはオーソドックスなものといえよう。通産省も全く同じ時期に報告書「物価政策について」(昭和38年6月17日)を発表したが、企画庁と同様に、経済成長過程で生じる構造変化が物価問題となっている点を強調している(経済企画庁物価政策課「最近における物価安定政策」, 昭和44年)。
- 2) 物価問題懇談会答申(昭和38年12月9日)。
- 3) 38年12月の預金準備率引上げ決定の際、山際日銀総裁は「最近におけるわが国の経済情勢就中、生産の伸び率、国際収支の推移、物価の動向およびこれらと深い関連を有する金融機関の貸出増勢等を検討した結果、日本銀行が数か月来徐々に進めてきた引締め気味の金融施策を更に一步進め、引締め政策の方向を明確に示すと共に、金融機関の資金供給を一段と抑制する必要を認めるに至った」と述べている(『銀行局金融年報』昭和39年、16ページ)。

2 消費者物価上昇の原因

「岩戸景気」とよばれた好況期(昭和33年～36年)頃からの物価上昇の特徴は、

図4-1に明示されている通り、消費者物価変化率と卸売物価変化率との大きなギャップである。卸売物価指数は鉱工業生産指数の変動に依然として敏感に反応しつつ変化したのに対して、消費者物価指数は生産活動の推移にほとんど無関係に(昭和30年代前半に比較して)、かなり高い率で上昇を続けたのである。

物価上昇のこの構造を説明する要因は、日本経済の急速な成長に伴う労働市場の需給逼迫とそれがもたらす賃金率の相対的な上昇に求められるであろう。

図4-1が示しているように岩戸景気とよばれる好況が始まった昭和33年頃から、消費者物価の上昇率と卸売物価上昇の動きの間に乖離が生じはじめている。とくに消費物価上昇率が卸売物価上昇率を数%ポイント上回る傾向を示しており、これが成長促進を目指す政策当局にとって頭痛の種となったのである。

この現象は経済成長の過程で労働需給が逼迫し、農業部門や一部の低生産性の零細企業部門に潜在していた「失業者」を大幅に減少させたことと関連している。実際、総理府の統計では完全失業者数は34年の65万人をピークとして、35年50万人、36年44万人、37年および38年40万人、そして39年37万人と急速に減少した。

労働市場における需給逼迫により相対的に賃金が増加し、労働集約的な産業分野、多くは消費財およびサービスと関連する分野の製品価格が相対的に上昇する傾向を示す。消費者物価が卸売物価に比較してより急速に上昇するのは、このような生産性格差を反映した現象である。文学的な表現を借用すれば、「まず岩戸景気のなかで、若年層を中心に労働力需給が逼迫し始めた。高天原に集う八百万の神々の祭が天の岩戸を押開いたように、3年がかりの岩戸景気〔昭和33～36年〕はついに日本経済の伝統的岩盤とされた過剰労働力に日光を届けた」。¹⁾

消費者物価は、労働集約的なサービス業を含んでいるが、賃金率の上昇は労働集約的な産業の製品価格を相対的に引き上げる働きをする。製造業などの分野で労働節約的な技術進歩が進んだことは、この条件を一層強めることになったであろう。これらの産業構造上の要因が消費者物価上昇率と卸売物価上昇率の格差を引き起こした根本原因であった。

もちろん、以上の説明は、消費者物価と卸売物価との相対的な関係に関するものであり、絶対的な水準に関する説明ではない。すでに説明した産業構造上

の条件を所与とすると、消費者物価上昇率は、いずれにせよ卸売物価上昇率を数％ポイント上回る率で上昇しなければならなかったであろう。しかし、仮に実際よりも厳しい金融引締め措置が採られつづけたとすれば、消費者物価上昇率がほとんどゼロで、卸売物価上昇率がマイナス数％という状態を作り出すことはできたかもしれないのである。

実際には、昭和36年以降38年までマネー・サプライ、あるいは銀行貸出はかなり高い率で増加した。これはすでに説明した、所得倍増計画の影響であった。この金融的な下支えが、5％を超える消費者物価上昇率と比較的安定した卸売物価上昇率とをもたらしたのである。その意味では、この時期の物価問題にはデマンド・プルの要因も働いていたといえよう。

〔注〕

- 1) 香西泰『高度成長の時代—現代日本経済史ノート』（昭和56年、日本評論社）、153ページ。なお生産性格差とインフレーションについては、本編第10章第1節を参照。

第5章 「新金融調節方式」と金融政策 —昭和37～42年

日本銀行は昭和30年代を通じて、金融市場の構造的変化などに対応して、金融政策の具体的な運営方式をかなりきめ細かに変更してきた。しかし、昭和37年10月27日の公定歩合引下げを機会に採用された「新金融調節方式」は、日本銀行の政策方式を大幅に変更しようとするものであり、金融関係者はもとより、多くの実務家、専門家の注目をあびた。

新金融調節方式の「精神」は、37年10月26日の山際日銀総裁の次のような談話に、端的に表現されている。「……本行は、今後金融調節について、債券の売買を一層弾力的に行っていくつもりである。これは、金融機関が本行借入に過度に依存する姿を是正して、金融の適正かつ円滑な疎通を助長せんがためであって、これより金融機関の本行借入は今後増加しないことを期待するが、他面少数の金融機関の極端な本行借入依存は、これを強く抑制する方針である。」以下この章では、新金融調節方式に関して、その方式の具体的内容(第1節)、新方式を導入する契機となった事情(第2節)、新しい方式の実際(第3節)、そして新方式の効果(第4節)、という四つの視点から考察する。

第1節 新金融調節方式の内容

1 日銀貸出限度枠の設定

貸出限度枠 日本銀行は、昭和37年10月26日に公定歩合を1厘引き下げ、銀行準備率を引き下げるなど金融引締め解除を決定した機会を捉えて、新金融調節方式の採択を発表し、同年11月1日から実施した。この方式のもっとも重要

な部分は、民間銀行の日銀借入依存度を低下させることを狙った箇所である。つまり日銀は、民間銀行¹⁾が日銀から借り入れることのできる借入残高に限度枠を設定して、民間銀行の日銀借入依存度を抑制し、経済成長に伴う通貨需要増加に対応する「成長通貨」を債券オペレーションによって供給することを目指したのである。

各銀行に与えられた日銀借入限度枠は、発足当初は各行の日銀借入実績を勘案して横並び的に決定された(表5-1を参照)。ただし、限度枠は各四半期ごとに見直され、その際には各行の「実質資金量」、すなわち広義自己資本プラス実質預金残高から外部負債残高(コール・マネー+借入金-コール・ローン)の30%に円転換残高を加えた額を控除した値を考慮して限度枠の配分がなされた。つまり、各行の「仕振り」とよばれた資金ポジションの良否が配慮されたのである。

ただし、資金ポジションの良否が十分に限度枠の配分に反映されていないという指摘はたえずあったようである。この点、各行間の横並びの状況を金融当局が崩すことは困難であったことを示唆している。表5-1は、新金融調節方式の発足当初と昭和42年8月に実行された限界枠改訂を比較して示している。42年8月の改訂は、資金ポジションの良否をかなり大胆に考慮して行われたとされているが、横並びの特徴は大きくは変化していないように思われる。

表 5-1 日本銀行借入限度枠の改訂(昭和42年8月)

(単位: 億円, %)

	旧 限 度 枠	新 限 度 枠	発足当時(37年11月)限度枠
富士銀行	980 (12.3)	1,010 (12.7)	1,500 (12.1)
三菱銀行	950 (12.0)	970 (12.2)	1,500 (12.1)
住友銀行	960 (12.1)	990 (12.5)	1,400 (11.3)
三和銀行	940 (11.8)	930 (11.7)	1,500 (12.1)
三井銀行	890 (11.2)	880 (11.1)	1,100 (8.9)
第一銀行	800 (10.1)	760 (9.6)	1,300 (10.5)
東海銀行	820 (10.3)	830 (10.5)	1,300 (10.5)
勸業銀行	670 (8.4)	660 (8.3)	1,350 (10.9)
大和銀行	560 (7.1)	530 (6.7)	900 (7.3)
神戸銀行	370 (4.7)	380 (4.8)	550 (4.4)
合 計	7,940 (100.0)	7,940 (100.0)	12,400 (100.0)

(出所) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月)、および日本銀行資料。

高率適用制度の廃止と貸出限度額適用制度の導入 新しい制度のもとでも、各銀行は限度枠を超えて日本銀行借入を行う場合、日歩1銭高の高率を負担しなければならない。また、日銀借入限度額枠の80%までは一次枠、残りを二次枠とし、二次枠借入については3厘高の金利を課せられる。二段階の借入限度額が設定されたという点で、新しい方式は従来の高率適用制度と類似の側面をもっていた。ただし、二次枠の高率は昭和38年3月20日の第三次公定歩合引下げの際に1厘高へ引き下げられ、さらに38年7月1日には二次枠そのものが廃止された。したがって、38年7月1日がそれまで日本銀行の金融政策手段の一角を占めていた高率適用制度廃止の日付となるのである。

日本銀行によれば、高率が廃止された理由は、(1)都市銀行の資金ポジションが改善され、貸出態度も落ち着いていること、(2)コール・レートが高率に引きずられて上昇する傾向にあるので、高率を廃止すれば、コール・レートの低下を期待できること、(3)さらに、高率制度に依拠しなくとも、都銀に対する貸出限度適用によって日銀借入に対する依存度を引き下げることができると、であった。かくして、高率適用制度は貸出限度額適用制度へと切り替えられたのである。²⁾

〔注〕

- 1) 具体的には、東京、協和、北拓の三行を除く都市銀行10行を対象とした。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、105-6ページを参照。

2 債券オペとその調整

「新金融調節方式」の目的は、経済成長に伴って増大する通貨需要に対して、日銀が債券買いオペレーションを通じて通貨を供給するというシステムを構築することであった。ここで、第二次大戦後、「新金融調節方式」導入までの日本銀行による債券オペレーションの様子を大まかに振り返ってみよう。

あらためていうまでもなく、日本銀行の金融調節は圧倒的に対民間銀行貸出の調整によって実施されてきた。ただし、すでに第3章で説明したように、政府短期証券を含めた債券の売買による調節(オペレーション)も細々とながら行われたのである。

短期政府証券 短期政府証券については、第3章で説明したように、昭和31年5月16日に定率公募制度が導入された。しかし、発行金利(定率)が低水準に固定されたので、民間からの応募は非常にわずかな額にとどまっていた。したがって、公募された政府短期証券が市中に転々売買されることによって政府短期証券の流通市場を形成するといった思惑が、日銀関係者の間にあったとしても、それは到底実現できないものであった。

ただし、仮に政府短期証券の発行は実質的に日銀引受けであったとしても、日銀が引き受けた短期証券を積極的に市場の実勢金利で民間金融機関などに売却し(二重レートによる売りオペ)、かつ買入機関が必要に応じて他の投資家に転売することを認めたとすれば、流通市場は発達したと思われる。¹⁾

しかし、二重レートによる政府短期証券の売りオペに対しては大蔵省が強く反対した。このため、日銀保有の政府短期証券を民間銀行の余裕資金運用に資するための売りオペは実施されたものの、その売却条件は硬直的に低い利率におさえられており、民間の買入希望は(当然のことながら)低調であり、36年以降は皆無となってしまった。

また、昭和38年4月20日の公定歩合引下げに対応して、6月24日に政府短期証券の発行金利が日歩1.6銭から1.55銭に引き下げられたが、この際の大蔵

表 5-2 政府短期証券の発行残高

(単位：億円)

年度末	政府短期証券	日銀貸出残高	コール市場残高
昭和28年	2,400	2,912	283
29	3,340	4,172	453
30	4,550	2,521	657
31	4,099	273	912
32	3,631	2,763	1,218
33	4,673	5,881	1,513
34	5,783	4,122	2,684
35	6,796	4,256	3,197
36	5,812	6,461	3,740
37	6,672	13,321	5,080
38	5,517	13,443	6,779
39	6,556	11,923	10,789
40	7,182	13,269	8,091

(出所) 日本銀行『経済統計年報』。

省・日銀の交渉で、大蔵省側が二重レートによる政府短期証券売りオペを承認した。しかし、日銀の側はなぜか、二重レートの売りオペに積極的でなく、41年1月までそれは実施されなかったのである。²⁾

金利が全般的に低下して、債券売りオペが困難となった41年1月4日になって、日銀は短資業者向けに買戻条件の政府短期証券売りオペを実施した。オペレーションの金利は形のうえでは日歩1.55銭であったが、売却期間を適宜操作し、両端入りの利息計算で、実効利回りは金融市場の実勢に対応して1.6～1.7銭にすることができたのである。

債券オペレーション 長期国債については、余裕資金を抱えた民間金融機関を対象とする売りオペが昭和30年11月(銀行、信託銀行、相互銀行を対象)と31年10月(農林中央金庫を対象)に、買戻条件付きで実施されたほか、31年10月には民間金融機関の余裕資金の長期安定運用を助けるため、31年3～8月に、銀行、証券などに売りオペを実施した。

さらに、35年8月から37年8月にかけて財政資金揚げ超に対する対応策として、政府保証債を対象とする売戻条件付き買いオペが実施された(後掲表5-5を参照)。

新金融調節方式の目的 新金融調節方式においては、長期的にみた「成長通貨」は日本銀行による債券オペを通じて供給されるべきものとされた。次の第2節で述べるように、日銀は昭和35年から、財政資金揚げ超に対する調整策として政府保証債を対象とする債券買いオペを実施したきたが、新金融調節方式の導入によって、その債券オペは日銀のイニシアティブに基づいて行われる金融調節の一手段となったのである。

やや細かい技術的な改正点を列記すると以下のようになる。

- (1) 月単位の債券買入総額を政策委員会に報告しておけば、買入時期、買入先を営業局長の裁量によって決定できることにした。
- (2) 売買金利を公定歩合(債券担保)あるいは対象となる債券の応募者利回り(理論利回り)のいずれか高い方とすることによって、買いオペが金利面で有利とならないような措置がとられた。
- (3) 買入対象機関としては、従来と同様に都銀、地銀、信託、長信銀とし、業態別シェア(都銀75%、地銀18%、信託、長信銀各3.5%)のほか、同一業態

内においては主として資金量を基準とする配分が決められた。ただし、39年6月以降、日銀と当座預金取引のある相互銀行、信用金庫が対象機関に追加された。

- (4) 当初は対象債券として政府保証債が選ばれたが、38年1月以降、金融債、電力債、地方債が追加された。³⁾

新金融調節方式が導入された後、37年12月以降ほとんど毎月のように債券オペレーションが実施された(表5-3を参照)。ただし、買いオペレーションの金利は相対的に低い水準に硬直的に設定された。したがって、この時期の債券オペは結局のところ日銀の低利貸出の変形にすぎなかったと言っても誤りではない。ただし、昭和40年の金融緩和の結果、債券売買金利が公定歩合やコール・レートを上回ることになり、日銀の債券オペレーションは円滑に進まなくなった。

新金融調節方式の「理論」 債券オペの規模の決定とその金融的効果に関しては、日本銀行に独特な考え方が存在しており、この考え方が日銀の短期的な金融調節のあり方を規定していた。まず日銀は来るべき期間(次の1ヵ月)の日銀券増発額と財政資金の散超額(マイナスであれば揚げ超額)を予測する。日銀当局の考えでは、これらはいずれも日銀にとっては動かし難いものであり、それゆえに日銀券増発額から財政散超額を差し引いて定義される「資金不足」(マイナスであれば「資金余剰」)も調整不可能な外生的与件である。日銀としては、この予想される資金不足をなんらかの方法で埋め合わせなければならない。

「資金不足」を埋める方法には、民間部門(民間金融機関)から債券を購入するか(債券オペ)、あるいは日銀貸出を供給するかの2通りの方法がある。日銀当局の考え方によれば、どちらの方法を選ぶかによって金融市場に異なるインパクトが与えられるのである。

日銀は予想される資金不足に対し、どの程度の規模の債券オペを実施するかを決定する。ただし、この当時、日銀の事務処理能力からみて、1ヵ月の買いオペ可能額は最大2000億円程度とされていた。この決定は同時に、予想される民間銀行向けの日銀貸出増加額をもほぼ決定する。したがって、あらかじめ定められている日銀借入の限度枠との関係で各銀行の「限度余裕額」が決まる。この限度余裕額は日銀借入限度額(残高)から実際の借入残高を差し引いた額で

表 5-3 新金融調節方式以後の債券売買
(単位：億円)

実 施 月	買 入 れ	売 戻 し	買 入 残 高
昭和37年12月	998		998
38年 1月		1	997
2	500	1	1,496
3	499	6	1,989
4		500	1,489
5	79	84	1,484
6	1,441	42	2,883
7	400	8	3,274
8	1,054	74	4,254
9	165	175	4,243
10		730	3,513
11	55	396	3,172
12	1,997	4	5,165
39年 1月		7	5,158
2	908	214	5,852
3	1,043	63	6,831
4		2,024	4,807
5		742	4,065
6	799	1	4,863
7	599	3	5,459
8	649	58	6,050
9		1,100	4,951
10		1,092	3,859
11		1,295	2,565
12	2,399	333	4,661
40年 1月		1,193	3,088
2	1,200	10	4,278
3	400	7	4,671
4		1,988	2,683
5		702	1,980
6	1,600	3	3,577
7	400	10	3,967
8		18	3,948
9		506	3,443
10		703	2,740
11		1,065	1,675
12		1	1,674

(出所) 日本銀行資料。

ある。民間銀行はこの「限度余裕額」を目安として自らの貸付活動等を自主的に調整する(あるいは調整すべきである)ので、結局債券オペの規模を決定することが、来るべき期間における民間銀行の融資活動や金融市場の条件を決定することになるというわけである。⁴⁾

「成長通貨」を債券オペによって供給するという意味は、実物経済の成長に伴って必要とされる日銀券増加額に長期的にちょうど見合う額の債券買いオペを実施することによって、日銀貸出残高の長期的な増加を防止するということを意味していた。

〔注〕

- 1) 短期金融市場の核となる政府短期証券流通市場の形成は、短期金融市場の機能を効率化するうえで有効であったであろう。短期政府証券は信用リスクを無視することができ、同質的であり、かつロットが大きいので、幅広い売買市場を生み出すことが容易だからである。政府短期証券の流通市場はさまざまな短期金融市場を円滑な裁定関係によって結びつけ、個々の市場が分断されている場合に問題となる、少数の取引者による市場支配、個別市場に固有の攪乱が生み出す金利の乱高下、日本銀行にとって短期金利に関する適切なベンチ・マークの欠如、などの困難を払拭するか、あるいは少なくとも緩和するであろう。また、一定規模以上の政府短期証券の流通市場が形成されれば、その市場におけるオープン・マーケット・オペレーションを通じて、日銀は有効な金融調節を実施できたであろう。

表5-2には、コール・マネー市場の残高などと比較された政府短期証券の残高が示されている。この表によれば、政府短期証券の量はかなり大きかった。しかし、定率公募による発行がその証券の民間部門への拡散を妨げ、それはほとんど100%、日銀および政府機関によって保有されてしまったのである。

しかし、次のようなシナリオで、政府短期証券を民間部門へ拡散させ、流通市場を形成することは可能であったのではないだろうか。(1)まず、日銀はコール市場の金利に対応するような高い金利(つまり二重レート)で、保有する政府短期証券を民間部門へ転売する。たとえば、コール市場における出し手金融機関は積極的に政府短期証券を購入するであろう。(2)コール市場における出し手金融機関が政府短期証券を購入すると、コール市場では都市銀行をはじめとする資金の取り手機関は厳しい状況に追い込まれる。これらの金融機関へは日銀貸出供給量を増加させる。日銀の貸借対照表で見ると、政府短期証券保有量を減少させる一方、民間銀行貸出額を増加させることになる。

このような操作は、日銀貸出額をむしろ増加させるから、その意味では新金融調節方式の精神とそぐわない。しかし、短期金融市場の機能を効率化することが至上命令であるならば、それを実現するうえでは一時的な日銀貸出の増加もやむをえないのである。日銀の貸借対照表におけるそのような切替えによって、かなり短期間に政府短

期証券の民間部門保有額を増加させた後は、新規発行の政府短期証券を公募入札発行か、それが不可能である場合には、同じように二重レートで民間部門へ吸収させ、政府短期証券を対象とするオープン・マーケット・オペレーションによって、ハイパワード・マネーを追加供給する余地が広がったであろう。

- 2) 日本銀行の資料によると、日銀側は大蔵省が許容しうる二重レートの上限はせいぜい日歩1.65～1.7銭程度と読んでおり、この程度の二重レートでは、民間銀行に対して円滑な売りオペはできないと考えていた。
- 3) 日本銀行資料。
- 4) 日本銀行の金融調節に関する考え方は、たとえば呉文二『金融政策—日本銀行の政策運営』(昭和48年、東洋経済新報社)、第3章に明解にまとめられている。

第2節 新金融調節方式導入の契機

次に、日本銀行がこの時期に新金融調節方式を導入することになった契機を考えてみよう。契機のひとつは、すでに昭和30年代の初頭から存在していた「金融正常化論」の影響である。金融制度調査会は昭和31年7月に「金融情勢の推移にかんがみ、現在の金融制度につき改善を要する事項如何」という諮問を受け、36年6月から常設調査企画部会を設けて、オーバー・ローン是正を本格的に検討した。この常設調査企画部会の論議は金融正常化論から強い影響を受けていたようである。日銀も、金融制度調査会の審議に対してなんらかの対応を迫られることになったのである。¹⁾

新金融調節方式導入のもうひとつの契機は、急速な経済成長に伴う財政資金揚げ超が債券オペレーションの基盤を形成しつつあったことである。以下では、最初にオーバー・ローン問題を説明し、次に財政資金問題を検討する。

〔注〕

- 1) 事実、金融制度調査会の「オーバー・ローンの是正に関する答申」は38年5月9日に提出されたが、日本銀行はその答申がとりまとめられる前に、その結論を先取りする形で新金融調節方式の変更を急いだのではないと思われる。

1 金融正常化論—オーバー・ローン問題

金融制度調査会常設調査企画部会「都市銀行のオーバーローン問題の概観」(昭和37年3月)によれば、オーバー・ローンとは「主として都市銀行の与信超過とこれが恒常的に日本銀行からの借入に依存しているという複合された現象を意味するもの」と定義されている。¹⁾しかし、「与信超過」や「恒常的な日銀借入れ依存」に関する定義は不明である。すでに第3章で説明したように、昭和30年代初頭以来、この「オーバーローン」によって特徴づけられる日本の金融構造を「正常化」すべしという主張が一部の関係者の間で強かった。昭和35～36年には日銀貸出が急増したため「正常化論」は一層強く主張されること

となった。

たとえば総合政策研究会は、36年1月にオーバー・ローンを一挙に解消するための提案を行っている。この提案は、政府が外国為替特別会計の保有している外貨を日銀へ売却して特別基金を設立し、この基金を通じて民間企業の発行する社債、株式を引き受けさせるというものである。企業は社債、株式の発行で得た資金を民間銀行からの借入金返済にあて、さらに民間銀行は日銀借入金を返済するというのが、この提案のもくろみである。²⁾

また金融制度調査会も36年6月以来、金融正常化の方法としてオーバー・ローン解消を議題として取り上げた。その検討内容は、金融制度調査会が38年5月9日に発表した「オーバー・ローンの是正に関する答申」に示されることとなるが、³⁾日本銀行も、このようなオーバー・ローン問題に対して、なんらかの対応を迫られることになった。この対応が「新金融調節方式」導入のひとつの契機であった。

〔注〕

- 1) 金融制度調査会常設調査企画部会「都市銀行のオーバーローン問題の概観」(昭和37年2月)、1ページ。
- 2) 総合政策研究会「金融及び資本市場対策への提言」(昭和36年1月28日)。総合政策研究会「日本経済への提言—総合政策研究会二十年の歩み」(昭和46年)、45-60ページ。
- 3) 金融制度調査会「オーバー・ローンの是正に関する答申」(昭和35年5月9日)。

2 資金運用部の余資運用問題

新方式の導入のもうひとつの無視しえない契機は、資金運用部余資運用問題であった。この財政資金問題は以下に考察するように、オーバー・ローン現象として問題視されていた日本銀行貸出の増加と深く係わっている。

経済成長と財政資金揚げ超 財政資金の変動と日本銀行の金融調節は非常に密接な関係にある。財政資金、すなわち政府と民間部門との現金の受払いは、租税支払、財政支出等がもつ季節性を反映してかなり大きく変動することは周知の事実である。たとえば各年の第1四半期には民間部門から政府部門への多額の資金移動がある(財政資金揚げ超)が、これは納税の時期に当たっているた

めである。また、第4四半期は多額の政府資金散超が見られる。これは、おもに食管会計が米代金の支払で大幅な払い超となるためである。しかし昭和30年代の前半から半ばには、このような季節的変動を超えて、財政資金の大幅な揚げ超が見られたのである。これは、急速な経済成長の進展に伴う租税収入の増加に対して、保守的な財政支出政策が採用されたという事実を反映したものである。

表5-4は、日本銀行のまとめた「資金需給実績」表から財政資金の対民間収支をとり出したものである。このうち、「一般財政」の項目をみると、昭和30年度から36年度までの7年間に財政資金散超だったのは33年度だけであり、「一般財政」を通じる揚げ超の累積額は7358億円に上った。もっとも食管会計や外為資金合計を含む財政資金の合計では、外為会計がこの当時の国際収支赤字を反映して、しばしば散超となったので、揚げ超累積額は2641億円にとどまった。しかし、いずれにしても、同じ時期の日銀券発行累積額は7634億円であったから、その当時の金融関係者は日本銀行が多額の「日本銀行信用」を、しかも貸出しの形態で供給しなければならず、これがオーバー・ローンの一因となっていると判断したのである。実際、日銀貸出はこの間に1兆801億円という巨額の増加を示した。

表 5-4 財政資金対民間収支 (単位：億円)

年 度	財政資金揚げ超額				銀 行 券 増 加 額	日本銀行 貸 出
	合 計	一般財政	食糧管理	外為資金		
昭和28	949	-77	-717	1,258	186	1,261
29	-1,902	-1,435	57	-562	-39	-1,652
30	-2,7669	88	-1,069	-1,785	440	-2,248
31	1,633	1,025	-1	609	915	2,491
32	2,597	987	529	1,081	225	3,118
33	-2,510	-644	84	-1,950	677	-1,759
34	-1,332	356	-174	-1,514	1,203	134
35	46	2,757	-324	-2,387	2,003	2,205
36	4,973	2,789	-25	2,209	2,171	6,860
37	-1,901	190	-538	-1,613	2,343	122
38	-498	-464	-69	35	2,465	-1,520
39	-4,066	-2,632	-1,379	-55	2,475	1,346

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」,「経済統計年報」。

市中預託制度の提案 ハイパワード・マネーの供給経路はマクロ的な金融調節にとって重大な問題ではないという(標準的な金融理論の)立場からみれば、オーバー・ローンとよばれる事態をなぜ憂慮しなければならないのか理解に苦しむところである。しかし、それを改善すべしという判断に立つ人々から、財政資金対民間収支の変動が日本銀行の金融調節に及ぼす影響を除去するための提案がいくつか出された。その代表例は、全国銀行協会連合会が37年3月に金融制度調査会常設調査企画部会に提案した「国庫金の市中預託制度」であった。¹⁾これはアメリカにおいて採用されている「租税公債勘定制度」をモデルとしており、次のようなスキームをもつものであった。

- (1) 日銀歳入代理店の収納した国庫金(さしあたり国税収入)を、そのまま当該金融機関における日銀名義の預託金とする。
- (2) 日銀においては、同額の資金が国庫に収納されたとして政府預金勘定に記帳する。
- (3) 日銀預託金は、預託金を除く政府の日銀預け金残高が一定限度以下となったときに引き揚げられる。

この制度は、国税収入増加による財政資金対民間収支の揚げ超の効果が、日銀の対民間金融機関貸出の増加によってではなく、預託金の増加によって自動的に調整されるという意味をもっている。しかし、この提案は全く日の目を見ることはなく消え去った。

財政資金揚げ超と政保債オペ 昭和35年前後から、資金運用部余資は急増し、それをいかに処理するかが深刻な問題となった。実際、それ以前から日本銀行は資金運用部の余資運用を助けるために、手持ちの政府短期証券を運用部へ売却してきた。しかし32年以降、日銀保有の政府短期証券がかなり減少したので、それに代わって長期国債の買戻条件付き売却が導入されたのであった。とりわけ、例年8月には多額の財政資金対民間揚げ超が発生するのが常であった。「従来8月の金融窮迫については大蔵省、日銀の態度がなかなかきまらずコール市場が混乱する傾向があった」²⁾といわれた。

昭和35年8月には、財政資金対民間揚げ超は約1000億円に上ると見込まれた。同じ月に必要と考えられる日銀券増発額を前提とすると、日銀貸出による資金供給が急増しなければならず、日銀貸出残高は8月末で約5500億円に上ってし

表 5-5 財政揚げ超対策としての政保債買いオペ (単位：億円)

対象金融機関	都 市 銀 行	地 方 銀 行	信 託 銀 行	長期信用銀行	合 計
35年 8月	358	103	19	19	501
36年 8月	376	90	18	15	499
37年 2月	530	125	25	21	700
3 月	530	125	25	21	700
8 月	378	89	18	15	500

(出所) 日本銀行資料。

まうと予測されるに至った。この数字は景気過熱直後の32年末以来の高水準である。そこで大蔵省は財政資金の余資をもって、民間部門の保有する政府保証債、金融債の売戻条件付き買入れを実施したいと考えた。大蔵省の案は、資金運用部が手持ちの政府短期証券を日銀へ売却した資金で、市中銀行から金融債、政府保証債の買いオペを行って資金を市中へ放出し、日銀貸出の急増を防ぐというものであった。

資金運用部が独自で売戻条件付きの債券買入れを行えば、それは明らかに日本銀行の債券売買操作と同じ効果を発揮する。日銀の立場から見ればこれは「金融調節の二元化」であって、決して好ましいものではない。当然のことながら、日銀はこの大蔵省の希望に強い難色を示し、日銀のイニシアティブで民間部門から長期国債を売戻条件付きで買入れ、これを資金運用部へ転売するという方式を提案し、大蔵省もこれを受け入れた。³⁾ その結果、昭和35年8月12日を皮切りに、37年8月まで都合5回にわたって市中銀行を対象とし、資金運用部への転売を目的として、売戻条件付きの政保債オペが実施された(表5-5を参照)。このオペは、従来の日銀貸出のみによる金融調節に、有価証券オペによる調整が加えられた点で意義あるものとみなされた。⁴⁾

日本銀行の抱えていた問題 日本銀行にとって、この政保債オペを純粋な金融調節の方針といかに整合化するかが難しい問題であったようである。たとえば、昭和36年8月12日に実施された買いオペの場合には、政保債オペが金融引締め政策の手直しと受け取られることを避けなければならなかった。

すなわち、36年に入って、3月、6月の金融逼迫に政府保証債の日銀買いオペが取りざたされたが、金融緩和の印象を与えかねないということで見送られたといわれる。しかしこの年の8月には財政資金の揚げ超が前年の約2倍

(1600億円)となる一方、日銀貸出も8月末には1兆80億円という極端な高水準に達するものと見込まれたために500億円の売戻条件付き買いオペが実施されたのである。⁵⁾

このため、日銀と大蔵省との間に絶えずあつれきがあったといわれる。この当時、日銀内部において望ましいと考えられていた債券オペは、買いオペの対象を日銀借入のある銀行に絞り、日銀貸出と同様に、日々の金融調節の手段として小刻みに実施するものであった。⁶⁾ また、オペレーションの金利は、その時々金融情勢に応じて決めることが望ましかった。たとえば、37年8月2日と13日に実施された買いオペについて、日銀当局は、当時の第一次高率並の日歩2.5銭を望ましい金利と考えていた。しかし、買いオペ金利の引上げは金融引締めに追い打ちをかけるという反対論も強く、さらに政保債オペの場合、オペ金利が高率に設定されれば、低位に固定されている発行金利との乖離が目立ちすぎるという点で大蔵省が強い難色を示したので、結局日銀の思惑通りのオペレーションを実施できなかった(この時の買いオペ金利は、2.1銭に抑えられた)。かくして、日銀内部では、政保債買いオペを金融調節手段として一層改善・強化すべしという気運が高まっており、これが新金融調節方式の検討を促したのである。⁷⁾

債券買いオペについての高橋提案 昭和38年5月、当時の大蔵省銀行局長高橋俊英は日本銀行に対して多額の債券買いオペを実施して、日銀貸出残高を半減すべきであると提案した。この提案の表向きの理由は、もちろん「オーバー・ローンの是正」であったが、真の理由は若干異なるところにあったようである。この当時、池田総理大臣の周辺は高度成長政策推進との関係で、オーバー・ローンの解消、低金利政策の促進に非常に積極的で、もしオーバー・ローンの是正が進まなければ、国債発行によって日銀貸出の肩代りすべしという考え方が見られたのである。⁸⁾

大蔵省当局は国債発行をからめたこのような考え方に対し、それを抑えるような対応に迫られたといえよう。高橋局長のいささかドラスティックな提案もそのような対応のあらわれである。このドラスティックな提案自体は日銀の受け入れるところとならなかったが、しかし日銀の側もさしあたり日銀貸出の削減に努力しなければならないという圧力として働いたようである。要するに、

日銀、大蔵省という日本の金融当局は昭和30年代に各方面で唱えられていた「金融正常化論」を妥当なものと判断したというよりも、政治的な必要からオーバー・ローン解消の方向を示すような政策措置をとったと考えられる。⁹⁾

〔注〕

- 1) 国庫金の市中預託に関する全国銀行協会連合会の構想は金融制度調査会常設調査企画部会「都市銀行のオーバー・ローンと財政収支」(昭和37年9月)、31-35ページを参照。
- 2) 『金融』昭和35年9月、58ページ。
- 3) 日本銀行資料。
- 4) 『銀行局金融年報』昭和38年版、24-25ページ。
- 5) 大蔵省は買いオペの額を1000億円以上にするよう要望したが、日銀は金融緩和政策への転換と受け取られることを恐れてオペ額を500億円に限定した。なお、日銀が買い取った政府保証債は日銀から資金運用部へ転売された。
- 6) 従来の方式では、買いオペの規模を事前に決めてしまう一括募集方式であった。
- 7) この間の事情に関しては、日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月)、1-5ページを参照。
- 8) その代表的な論者は「金融正常化と低金利革命」の著者、下村治であった。下村の考えでは、現在(38年当時)の民間部門は極端な「流動性不足」に陥っている。下村によれば、その現れが民間銀行による日銀借入依存である。この流動性不足は、超健全財政のもとで急速な経済成長が実現されたためであるが、この流動性不足を解消するためには、公定歩合を引き下げるとともに国債を発行し、その国債を対象とする日銀オペによる通貨供給が実施されるべきだというのである。下村は早ければ39年にも国債を発行すべきであると主張した。この論文は下村治『日本経済は成長する』(昭和38年、弘文堂)に収録されている。
- 9) 高橋提案に関する叙述は日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月)、23-26ページに依拠している。

第3節 新金融調節方式の実際

1 日本銀行貸出の重要性低下

新金融調節方式の成果はさまざまな角度から評価することができるであろう。そのもっともプリミティブな方法は、日銀信用の調整過程において、日銀貸出の重要性が所期の目的通りに引き下げられたかという点に着目するものである。新金融調節は、債券オペによる金融調節を重視し、日銀貸出を削減することを目指したからである。

表5-6は年間ベースでみた資金需給実績であるが、昭和36年までは、日銀信用額と日銀貸出変化額は明らかに、非常に密接に連動している。これに対して、37年以降を見ると日銀貸出増加額と日銀信用総額との連動関係はほとんど消滅している。このことは日銀信用の調節に対し日銀貸出の変動がほとんど影響を及ぼさなくなっているわけであり、その意味では、新金融調節方式は一応当初の目標を実現できたと評価できよう。

しかし一方、都市銀行に対する日銀貸出の重要性という点でみると、新金融調節方式の成果はあまり明瞭ではない。図5-1は、都市銀行の総負債額に占める日本銀行からの借入額の比率の推移を示している。昭和29年から37年に至るまでの期間をみると、日銀借入額比率がきわめて大幅に変動していることが分かる。それと対照的に、37年末以降、日銀借入比率の変動幅は比較的小さくなるとともに、その水準が徐々に低下している。しかし、37年11月を境にして、前後3年間を比較してみると、日銀借入比率は新金融調節方式を導入した後の期間の方が、むしろ高くなっているのである。

いずれにしても、これらの評価は明らかにプリミティブすぎる。新金融調節方式を支えた理論(ないし仮説)の内容と、その現実妥当性に関する分析を、さらに細かく行う必要があるであろう。次の第4節では、非常に単純な方法に基づく分析を試みている。

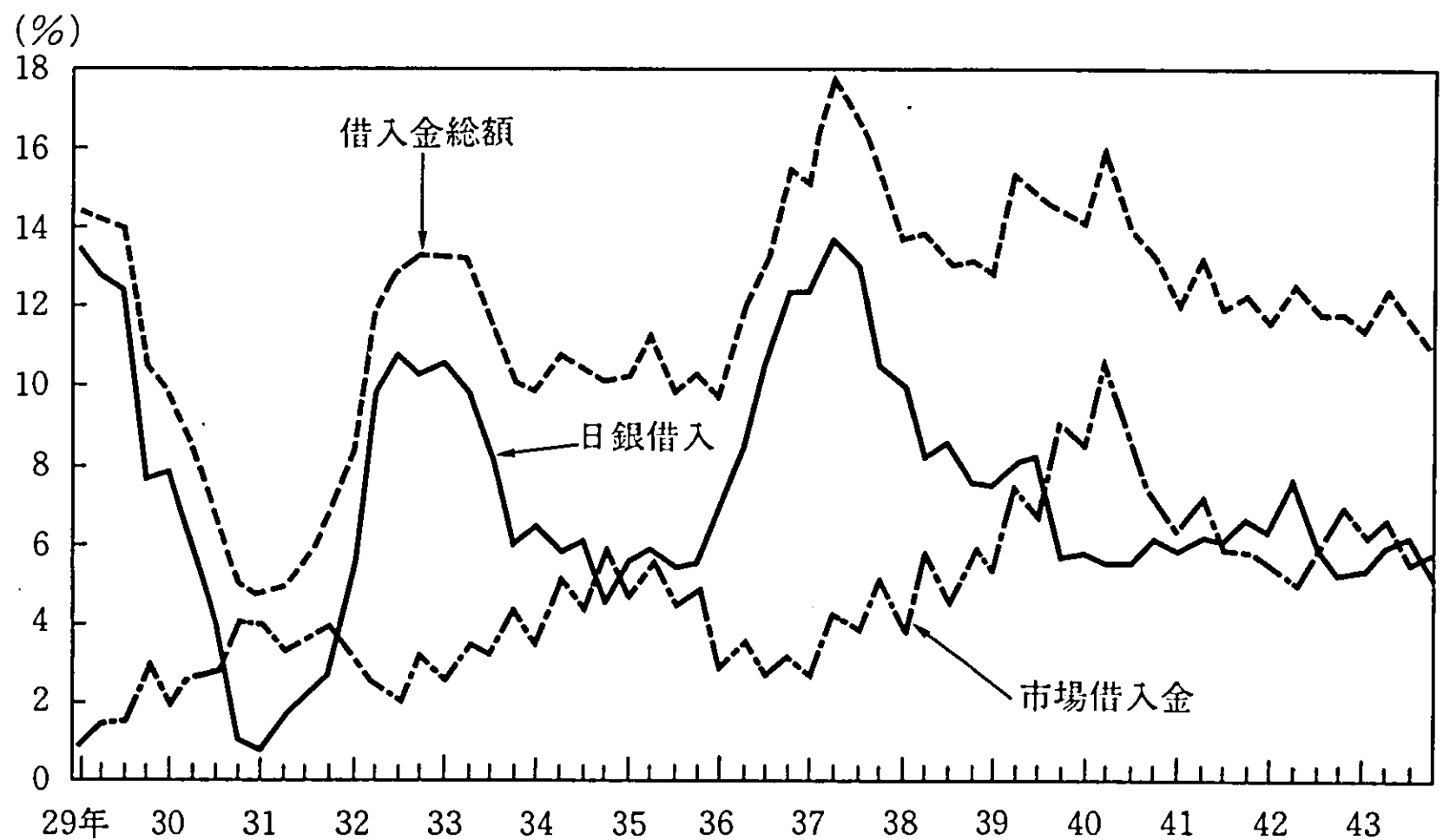
表 5-6 資金需給実績

(単位：10億円)

	銀行券	財政資金	外為資金	その他	資金過 (-)不足	準備預金	日銀信用	貸出し	債券売買	買戻条件 付き売却 手形	外貨手形 買 売	売出手形	政府短期 証券売買
昭和27年	70.1	69.0	34.2	-0.4	1.5	-0.7	2.2	0.2	2.0	0.0	0.0	0.0	
28	53.4	-12.5	-51.7	-7.4	73.3	-5.5	78.8	75.5	3.3	0.0	0.0	0.0	
29	-7.8	84.4	-45.8	-31.5	-60.7	4.4	-65.1	-55.4	-0.2	-9.5	0.0	0.0	
30	51.8	294.5	166.8	0.4	-243.1	-1.6	-241.5	-211.4	0.7	9.5	0.0	0.0	-40.3
31	111.0	-13.4	50.6	-48.5	172.9	28.9	144.0	108.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.0
32	52.3	-332.9	-226.8	-20.5	405.7	-9.5	415.2	412.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2
33	53.9	250.6	202.8	-30.4	-166.3	11.0	-177.3	-172.6	0.0	-5.4	0.0	0.0	0.7
34	138.4	234.4	173.7	-22.4	-73.6	-35.9	-37.7	-41.4	0.0	3.7	0.0	0.0	
35	204.7	62.4	188.8	-22.8	165.1	1.2	163.9	162.3	0.0	1.6	0.0	0.0	
36	246.0	-322.3	-145.7	-92.7	661.2	-123.2	784.4	784.3	0.0	0.1	0.0	0.0	
37	265.8	146.2	91.8	-98.3	217.9	117.8	100.1	0.6	99.5	0.0	0.0	0.0	
38	311.5	183.5	73.1	-91.0	219.0	-68.1	287.1	-129.5	416.6	0.0	0.0	0.0	
39	241.4	543.7	-31.8	-201.3	-101.0	-5.1	-95.9	-45.2	-50.7	0.0	0.0	0.0	
40	265.0	257.8	23.1	-72.7	79.9	26.3	53.6	517.3	-298.4	-165.3	0.0	0.0	-0.5
41	349.7	-107.7	-36.7	-99.6	557.0	-2.2	559.2	113.5	280.9	165.3	0.0	0.0	0.5
42	498.0	-103.4	-42.1	-155.0	756.4	-44.4	800.8	-226.1	979.2	0.0	47.2	0.0	
43	630.4	221.4	300.8	-79.2	488.2	-24.5	512.7	48.1	551.7	0.0	12.9	0.0	-100.0
44	769.4	-57.1	349.4	-0.3	826.8	-58.6	885.4	378.5	572.8	0.0	14.1	0.0	-80.0
45	744.7	-486.5	446.6	-22.8	1,254.0	-81.2	1,335.2	411.6	703.1	0.0	40.5	0.0	180.0
46	851.7	2,393.2	4,399.8	374.6	-1,916.1	3.5	-1,919.6	-1,672.5	95.8	0.0	-42.9	-300.0	
47	1,903.0	-110.1	1,739.7	-131.0	2,144.1	-78.2	2,222.3	1,441.3	-163.1	0.0	-71.8	300.0	
48	1,788.4	-2,322.4	-1,884.0	-342.4	4,453.2	-1,267.2	5,720.4	147.4	2,269.3	0.0	0.0	-12.9	
49	1,568.7	958.5	-378.4	-680.5	1,290.7	-353.3	1,644.0	-591.4	2,072.0	0.0	0.0	12.9	

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」,「経済統計年報」.

図 5-1 都市銀行の日本銀行借入およびマネー・ポジション(対総負債額)



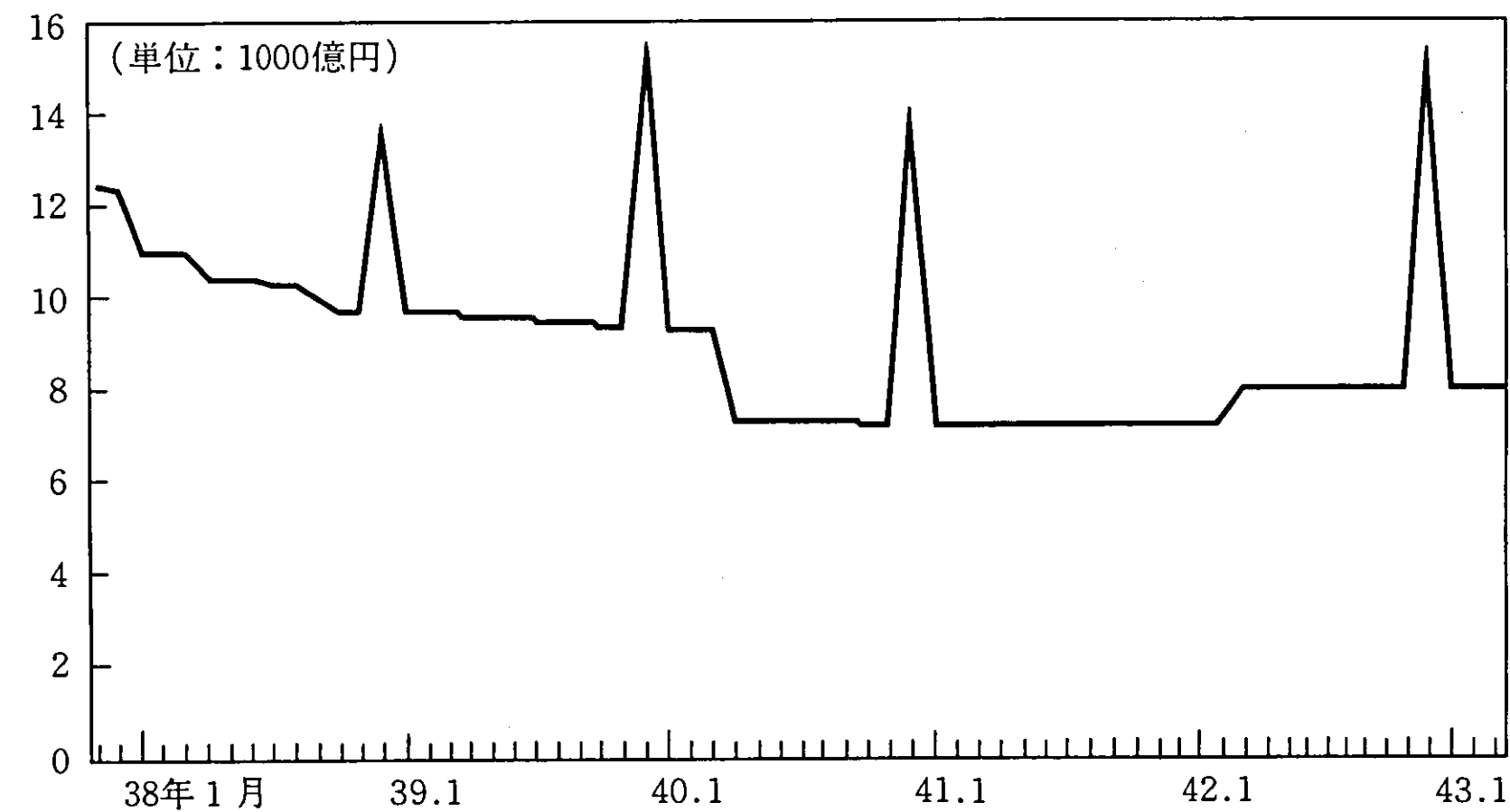
2 貸出限度余裕額の調節

新金融調節方式では、債券オペレーションの額を日本銀行のイニシアティブでコントロールし、それを通じて金融調節の核をなしている都市銀行の日銀貸出限度余裕額を調整することが重要な意味をもつ。日銀としては限度額自体を調整することによっても、金融調節の効果を発揮できるはずであった。しかし、長期的には日銀貸出の規模を縮小することが新しい方式の目的でもあった。そのため、図 5-2 から明らかなように、日銀は限度額自体を徐々に引き下げたのである。

昭和38年後半には金融引締めが必要が次第に高まり、貸出限度余裕額を調節することの効果に対する疑問が日銀内部にも生じた。都銀の日銀借入は昭和37年前半の高い水準に比べて、徐々に減少したが、コール・マネー等の外部負債全体に依存する程度はむしろ高まる傾向を示し、銀行の貸出しに対する抑制効果は目にみえては現れなかったのである(図 5-1 を参照)。貸出限度余裕額の調整の有効性に対する疑問は、39年1月10日の窓口指導復活の原動力となった。

また、関係者の一部は、新方式を補強する意味で、なんらかの信用準則を民

図 5-2 日本銀行貸出限度額(昭和37年11月～43年3月)



間銀行向けに設定すべきであると主張した。その典型は、38年9月の高橋銀行局長の「世銀方式に基づく融資ルール規制構想」である。このようなルール設定の考えは、最終的には全国銀行協会連合会の「融資に関する共同準則」(40年7月6日)につながったのである。¹⁾

39年1月に窓口指導が復活したが、図5-1から明らかなように、同時に限度余裕額の圧縮もかなり進んだ。とくに、39年夏以降の圧縮は非常にドラスティックであった。日銀資料によれば、限度余裕額を圧縮した成果が39年末のコール・レート急騰に現れたと評価されている。²⁾

〔注〕

- 1) この点は第7章において詳しく検討する。
- 2) この時期の金融市場の逼迫は、証券市場の不安定性をも反映して、相当厳しいものであった。日本銀行営業局は、銀行間のコール融通を直接指導するほどであったといわれる。

3 日本銀行借入とコール・マネーの代替

都市銀行にとっては、日本銀行借入とコール・マネー調達は密接な代替関係にあると考えられる。したがって、日本銀行が都銀向け貸出を圧縮しても、都

銀がコール・マネーを容易に調達できるのであれば、都銀の貸出供給行動は大きくは変わらないであろう。標準的な理論が予測する事柄は、他の条件が一定ならば、日銀貸出の縮小は都銀のコール・マネー調達比率を相対的に引き上げる効果を発揮し、貸出供給行動には有意な影響を及ぼさないであろうということである。この点に関する計量的な分析は次の節で取り上げることにする。

いずれにしても、日銀の金融調節にとっては、都市銀行のバランス・シートにおける日銀借入と短期資金市場からの借入れとの関係が、重要な意味を持つはずである。図5-1に戻ると、都市銀行の日銀借入は、昭和37年をピークとして40年にかけて徐々に低下した。しかし同時に、短期資金市場(主としてコール市場)からの借入額が徐々に増加して、日銀借入額の漸次的な縮小を相殺している。日銀は、都市銀行の短期借入ポジション全体を圧縮させることはできなかったのである。

新金融調整方式が採用した債券オペレーションは、地方銀行その他の金融機関をその対象として含んでいる。もっぱら日銀貸出を中心とする金融調節の場合に比較して、インターバンク資金市場で余資運用の側にあった金融機関へ、日銀から直接ハイパワード・マネーが供給されることになり、結果的にコール市場において都銀へ他の銀行・金融機関からより多額の資金が流れることになったといえよう。この点は、昭和40年12月に全国地方銀行協会が発表した「資金偏在」問題について—その正しい理解のために—という報告書の中でも指摘されている。¹⁾

〔注〕

- 1) 『全国地方銀行協会五十年史』(昭和63年)、279-82ページ、資料編175-82ページ。

第4節 新金融調節方式の効果

新金融調節方式の導入は、日本銀行貸出を中心とする金融調節から、債券オペレーションを中心とする調節へ転換することを目指していた。その最終的な目標は、日銀貸出の受動的な供給を抑制することによって、民間銀行、とくに日銀借入に依存する程度の高い都市銀行の行動を、より「規律ある」ものとし、日本経済を不安定化する不必要な金融的膨張を回避することであった。すでに述べたように、日本銀行は昭和38年5月に、窓口指導を廃止する措置をとったが、これは新しい金融調節方式に対する日銀当局の自信のほどを物語っていたといえよう。

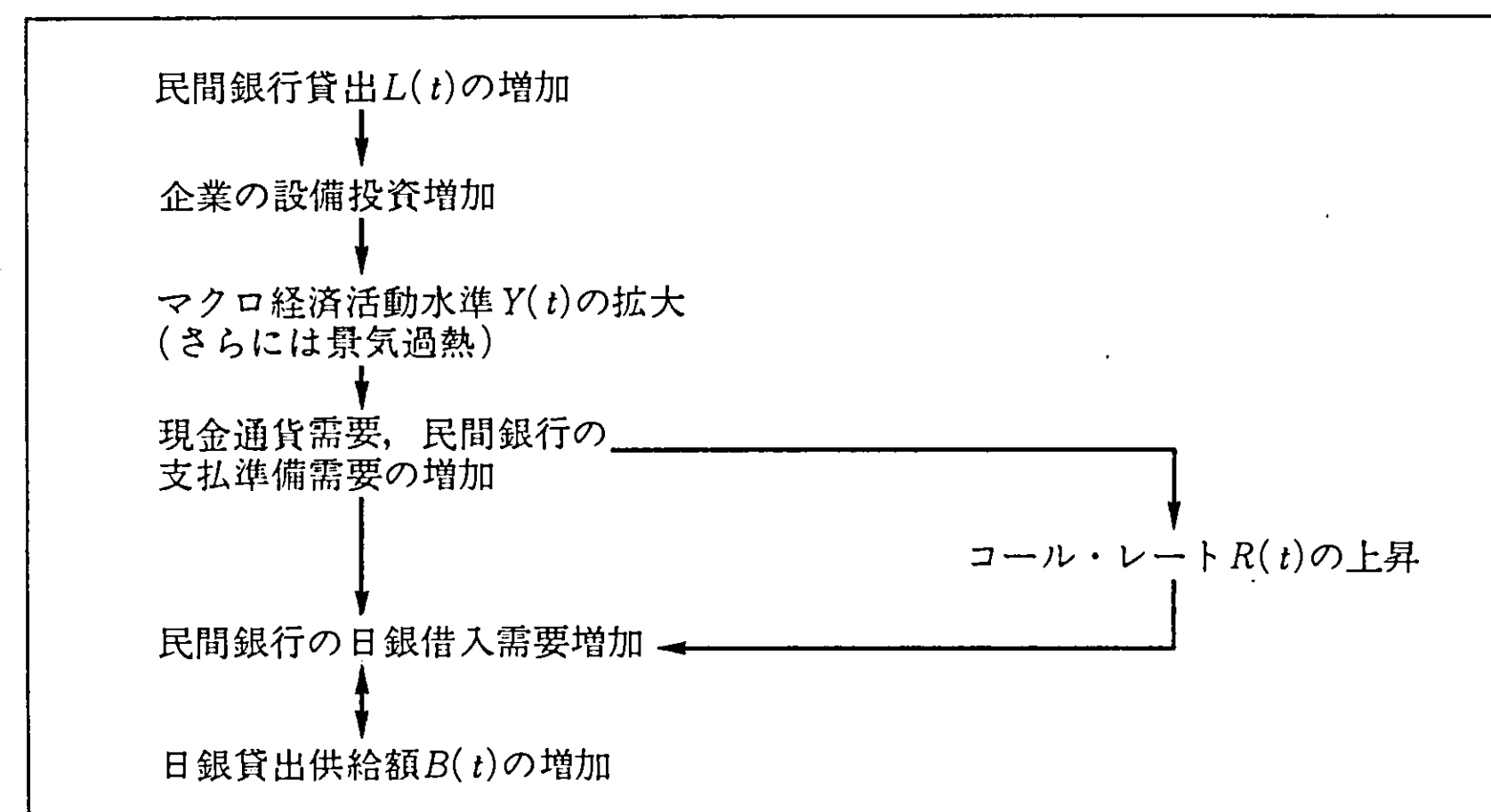
さらに、これもすでに触れたところであるが、早くも39年1月10日には、窓口指導が復活した。このこと自体は、新方式導入後まもなく、日銀内部に新方式の実効性、有効性に対する疑問が高まったことを示唆している。しかし、新方式については、印象主義的な議論を超えた、客観的な評価はこれまでなされてこなかった。そこでこの節では、新金融調節方式の効果を、マクロ経済に変動に対する効果、および都市銀行の貸出行動に対する効果の二つの角度から評価することにしたい。

1 新方式とマクロ経済の変動

第3章においても説明したように、昭和30年代半ばまでの日本経済は民間銀行の活発な融資活動によって急速な拡張をとげ、しばしば景気過熱に見舞われたとする意見が一般的であった。しかも、民間銀行の融資の急拡大は、日本銀行貸出の追隨的な拡大を当てにしており、その思惑通り日銀貸出は、事後的に膨張する傾向があったというのである。ここで想定されている図式を図5-3に示してあるが、それは民間銀行貸出が先行し、経済の生産活動や物価の変動が引き起こされると同時に、日銀貸出の変動が生じるという、比較的単純な因果連鎖の仮説であることが分かる。そのような因果関係が存在したか否か、また新金融調節方式以後、それらマクロ変数の関係に有意な変化が見られたかどうかを統計的に調べてみよう。

単純な多変量時系列モデル まず、日本のマクロ経済を全国銀行貸出 $L(t)$ 、日本銀行貸出 $B(t)$ 、生産活動の名目額 $Y(t)$ 、そして市場利子率 $R(t)$ の四つの変数で表現する。具体的には、それらの各変数は自らの過去の値、および他の変数の過去の値によって規定されるものと仮定するのである。たとえば、時点 t における名

図 5-3 「金融正常化論」が想定したマクロ経済の因果連鎖



目生産活動 $Y(t)$ は次のような形式で表現される。ただし、 $u_Y(t)$ は攪乱項である。

$$\begin{aligned}
 Y(t) = & a_0 + a_{11}Y(t-1) + \cdots + a_{1i}Y(t-i) \\
 & + a_{21}L(t-1) + \cdots + a_{2i}L(t-i) \\
 & + a_{31}B(t-1) + \cdots + a_{3i}B(t-i) \\
 & + a_{41}R(t-1) + \cdots + a_{4i}R(t-i) + u_Y(t)
 \end{aligned}$$

Y が、たとえば銀行貸出 L の変化によって変動するかどうかを確かめるには、上の関係式において、 $L(t-1), \dots, L(t-i)$ の係数 $a_{21}, \dots, a_{2i}$ の値がすべてゼロであるという帰無仮説を棄却できるかどうかを調べる。もし、その仮説が統計的に棄却できるならば、貸出 L の変動は名目生産 Y の変動の原因となっているとみなすのである。

計量分析は月次データを用い、生産活動の名目水準 $Y(t)$ は鉱工業生産指数と卸売物価指数をかけて作られた代理変数（ただし対前年同月比の変化率）、 $L(t)$ は全国銀行貸出残高（対前年同月比変化率）、 $B(t)$ は日本銀行貸出（対前年同月比変化率）、 $R(t)$ はコール・レート無条件物中心をとり、ラグは6カ月とした。つまり、上の式において i の値を6としたのである。また、計測の期間は昭和31年1月から37年10月までと、37年11月から44年12月までの二つの期間に分割した。前者は新金融調節方式が導入される前の期間であり、後者は新方式導入後の期間である。

計測結果とその解釈 表5-7は計測結果である。各行の数値は、それぞれの行の変数が縦の列の変数の変動によって説明できないという帰無仮説の F 値である。この値が大きいほど、縦の列の変数の変化が横の行の変数の変化の原因になってい

表 5-7 マクロ変数相互の「因果関係」
(a)期間：31年1月～37年10月

	$L(t)$	$B(t)$	$Y(t)$	$R(t)$	R^2
$L(t)$	167.7***	6.3***	4.5***	2.6**	0.989
$B(t)$	9.2***	37.9***	2.3**	1.6	0.973
$Y(t)$	2.5**	2.3**	221.7***	1.0	0.979
$R(t)$	0.6	1.5	1.6	3.7**	0.619

(b)期間：37年11月～44年12月

	$L(t)$	$B(t)$	$Y(t)$	$R(t)$	R^2
$L(t)$	210.7***	4.7***	2.4**	0.7	0.980
$B(t)$	0.6	14.3***	1.2	0.8	0.668
$Y(t)$	1.7	0.2	51.2***	2.2**	0.936
$R(t)$	1.2	0.7	0.6	41.1***	0.619

(c)期間：38年7月～44年12月

	$L(t)$	$B(t)$	$Y(t)$	$R(t)$	R^2
$L(t)$	152.5***	2.8**	1.5	0.2	0.976
$B(t)$	0.4	13.8***	1.6	0.6	0.661
$Y(t)$	1.9*	0.4	49.3***	1.4	0.919
$R(t)$	1.6	1.2	1.1	58.0***	0.941

(d)期間：38年7月～44年12月

	$L(t)$	$X(t)$	$Y(t)$	$R(t)$	R^2
$L(t)$	158.7***	1.6	1.2	0.5	0.973
$X(t)$	1.8*	14.4***	1.3	2.3**	0.904
$Y(t)$	2.6**	1.2	37.2***	1.3	0.926
$R(t)$	2.1*	0.6	1.3	39.7***	0.937

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

るとみなすことができるのである。

計測結果をみると、新金融調節方式導入以前の時期には、民間銀行貸出 $L(t)$ と日銀貸出 $B(t)$ の間に強い相互連関が存在していたことがうかがえる(表5-7(a))。「金融正常化論」が主張していたように、民間銀行貸出の変化が日銀貸出の「同調的」な変化を誘発していたかにみえるだけではなく、日銀貸出の変化が民間銀行貸出の変化をもたらしていたようである。また、民間銀行貸出の変化は生産活動(名目) $Y(t)$ の変動を引き起こし、また $Y(t)$ の変動によって変化するという相互連関も存在していた。¹⁾

これらの関係は、新金融調節方式の導入後は若干変わったと思われる(表5-7(b))。まず、日銀貸出は民間銀行の変動を依然として規定しているが、民間銀行貸出の変化が日銀貸出の変化を誘発するという因果関係は希薄となった。また、名目の生産活動は自立性を高めており、民間銀行貸出の変化の原因とはなっているものの、民間銀行の変動を受けて変動するという新金融調節方式以前に見られた傾向は姿を消している。

日本銀行の対民間債券買入残高 総じて新金融調節方式は、それ以前に見られた民間銀行貸出と日銀貸出との密接な関連を断ち切ることができたという意味では、一応の成果を挙げた。これは上の第3節においても指摘した点である。しかし、日銀の債券オペは、個別銀行との相対で実施され、その条件も固定的であったから、実際には日銀貸出の変形にすぎなかったともいえる。その意味では、日銀の対民間貸出残高に民間からの債券買入残高を加えた額 $X(t)$ (対前年同月比変化率)で見たほうが、日銀の金融調節を評価するうえでは適切である。そこで、日銀貸出残高と債券買入残高の合計額 $X(t)$ に関して、上にみたような「同調的」変化が存在したかどうかを調べてみよう。

日銀の買入債券残高の統計は38年以降入手可能である。²⁾ 表5-7の(c)と(d)は、38年7月から44年12月の期間をとり、これまで考察してきたマクロ時系列モデルに日銀貸出 $B(t)$ を入れた場合と、日銀貸出と買入債券残高の合計 $X(t)$ を入れた場合の双方を比較している。日銀貸出 $B(t)$ だけの場合には、同じ表の(b)と全く同様に $L(t)$ から $B(t)$ への「同調的」な因果連鎖は認められない。しかし、債券買入残高を含めた $X(t)$ でみると、新金融調節方式導入後も日銀が、民間銀行貸出の変動にある程度追随する調節を行いつづけていたことが見られる(表5-7(d))。この結果は、新金融調節方式が、日銀貸出の調整のあり方を実質的に変えたこと、しかし日本銀行信用(あるいはハイパワード・マネー)の供給のあり方を根本的に変えるには至らなかったことを示している。

[注]

- 1) ただし、名目生産額 $Y(t)$ からコール・レート $R(t)$ への影響はあまり大きくない(表5-7(a))。32年7月以降のコール・レート自粛のために、少なくとも表面的には、コール・レートが実勢を反映していなかったことを示唆していると考えられる。
- 2) それ以前の時期においては、日本銀行の買入債券残高は無視しうる程度であろう。

2 限度余裕と銀行の貸出行動

債券売買操作を金融調整の中心的な手段に据えようとする「新金融調節方式」が

有効であるためには、すでに説明したように銀行行動が日本銀行借入の「限度余裕額」にシステマティックに反応しなければならない。ここでは利用可能な統計に即して、銀行行動がこの限度余裕額「限度余裕額」の変化に対して有意な反応を示したか否かを考察する。

限度余裕額と銀行の貸出供給 都市銀行に対して与えられた日本銀行貸出限度額の枠に対し、実際の日銀借入を差し引いた額が「限度余裕額」である。日銀は「限度余裕額」と銀行行動の関係に関して次のように考えた。¹⁾

新方式は、これによって市中銀行の融資活動に対するクレジットベースが確立されることが期待されていた。すなわち本行はもはや限度枠を超える貸出を許容しないのだから、市中銀行としては今後自行の限度余裕に如何に絶えず注目しながら行動していかざるを得なくなる。もしひとり仕振りが行き過ぎて、日銀借入が増えるならば、限度余裕が縮小することになるから自然とその行動を制約せざるを得なくなる。こうして、市中銀行としては限度余裕額をクレジットベースとして自主的に融資活動を調整せざるを得なくなるだろう。

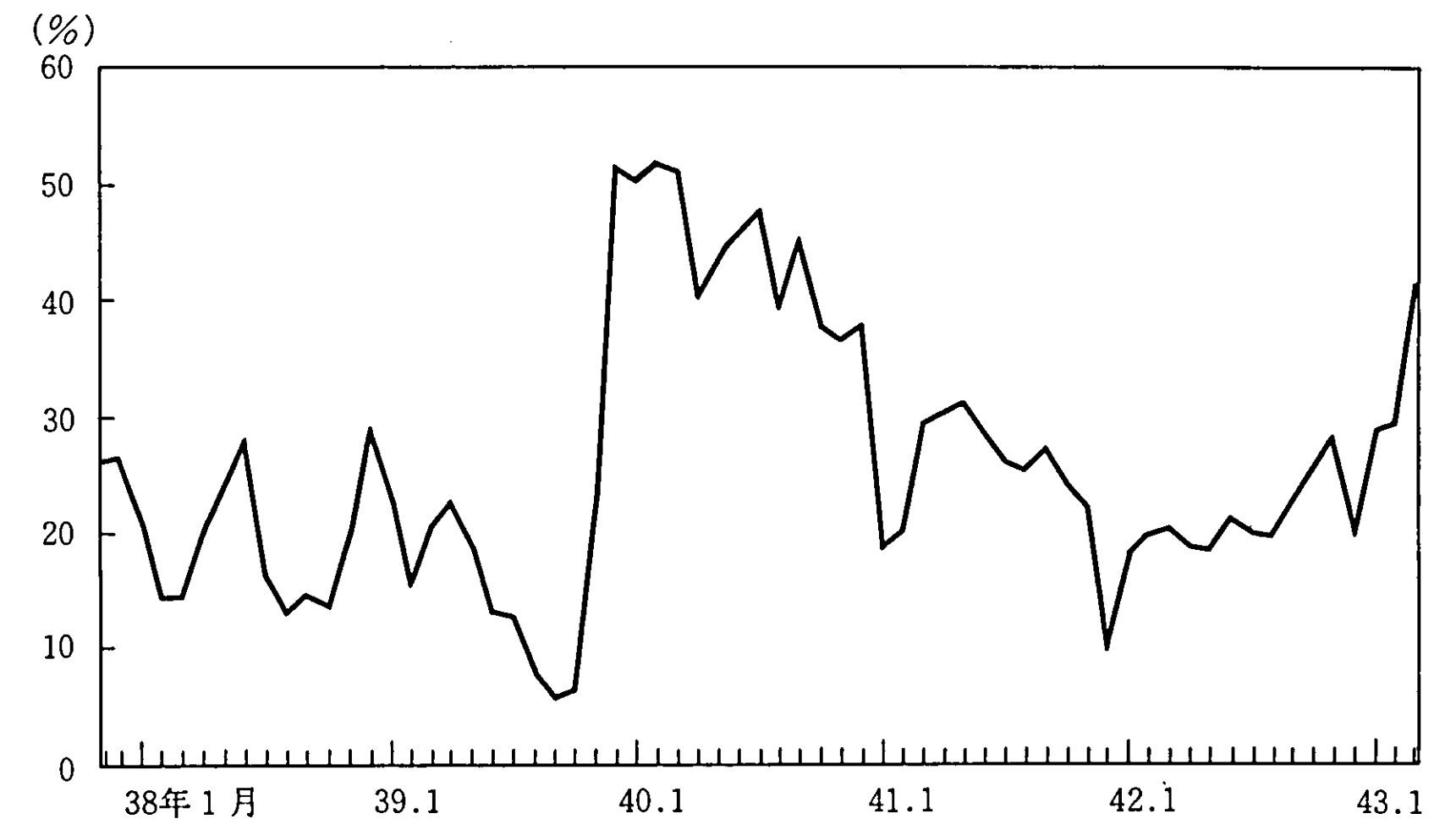
また実際、限度余裕額の調整が(少なくとも昭和39年中には)コール・レートを有効にコントロールすることに結びついたと考えられている。²⁾

コール・レートは、39年初め以来漸次騰勢を示し、特に限度余裕の大幅縮小をみた7・8月以降は、著しい騰貴をみた(無条件3.1銭、月越3.6銭まで)。新方式による債券オペは、売買レートが固定されているためにそれ自体が金利機能を発揮することは期待できない処であったが、限度余裕の圧縮という操作を通じて、市場金利(コール・レート)が大幅に上昇し、これが銀行収益に対する大きな圧迫要因となって、ひいてはその融資態度に影響を与えたことは、注目される処であった。

しかし、このような限度余裕の機能に関する評価は、38年5月以来停止していた窓口指導を昭和39年第1四半期に復活される決定と矛盾するように思われる。もし限度余裕額の調整が有効だったのであれば、半年ほど前に停止したばかりの窓口指導をいささか朝令暮改的に再導入する必要はなかったはずだからである。

限度余裕額の推移 図5-4は図5-2を若干加工したものであり、そこには都市銀行に与えられた限度余裕額(月末時点)を日銀貸出限度枠で除した比率(限度余裕比率)の推移(昭和37年11月～43年3月)が示されている。この比率が低いほど、都市銀行の限度余裕は小さく、日銀当局の判断では、その貸出行動は慎重になるべきものである。金融引締めが開始され次第に強化された昭和39年初頭から39年の秋にかけて、この限度余裕比率はかなり大幅に低下した。これは、上記の考え方に立脚する限り、日銀の整合的な政策運営を示していることになる。また、証券不況の顕在化、景気

図5-4 日本銀行貸出限度余裕額の比率(余裕額対貸出限度額比)



の後退などに対応して金融緩和政策がとられた昭和40年には、限度余裕比率が急上昇した時期でもある。

限度余裕比率のこのような変化に対応して、都市銀行の貸出行動は有意に変化したであろうか。ここでは、この問題にもっとも単純な方法で接近する。ここで考察する仮説は、都市銀行の貸出供給額が限度余裕額の減少(増加)に対応して減少(増加)するというものである。限度余裕額が減少することは、日銀からの借入に依存できる程度が低くなることである。新金融調節方式を推進した日銀関係者の考えでは、都市銀行は日銀からの借入の可能性が低下するために、短期資金をより多くコール資金市場からの借入に依存せざるをえなくなるであろうし、貸出供給を抑制せざるをえない(またはそうなるべきである)。

銀行の貸出供給関数の定式化 t 時点(月次データ)の都市銀行の貸出供給額 $L(t)$ は、貸出しの実効金利 $r(t)$ 、コール・レート $i(t)$ 、1期前の貸出残高 $L(t-1)$ に依存すると考えてみよう。もちろん、 $L(t)$ は $r(t)$ の増加関数、 $i(t)$ の減少関数、そして $L(t-1)$ の増加関数と考えられる。ただし、貸出残高自体は明白なトレンドをもっているので、残高の代わりに貸出残高の対前年同月比変化率 $DL(t)$ をとることにした。計測の基礎となるのは、次の式である。

$$(1) \quad DL(t) = a_0 + a_1 r(t) - a_2 i(t) + a_3 DL(t-1) + u(t), \quad a_1, a_2, a_3 > 0$$

ただし、貸出しの実効金利の統計を得ることは不可能である。また、貸出約定平均金利は、限界的な貸出金利を意味するものではないことは明らかであるし、またそ

れは元来コール・レートと強い相関関係をもっているため、多重共線性の困難を引き起こすことはよく知られている。そこで、ここでは貸出市場の実効金利を代理するものとして、鉱工業生産指数に卸売物価指数をかけて作成した「名目鉱工業生産指数」の変化率(対前年同期比)をとることにした。鉱工業生産指数は民間設備投資とパラレルに変動する傾向があることは知られている。したがって、この指数の上昇率が高いほど、貸出市場において需要が旺盛であり、実効的な金利も高い水準になっていると判断できるであろう。

都市銀行に与えられる日銀貸出の限度余裕額 $S(t)$ (ただし、1年前の貸出残高で除した比率をとる)は、上に説明したような銀行行動の仮説が妥当であるとすれば、貸出増加額 $DL(t)$ とプラスの相関関係をもつものと期待される。つまり、都市銀行の貸出供給関数は次の形で表現される。

(2) $DL(t) = a_0 + a_1 r(t) - a_2 i(t) + a_3 DL(t-1) + a_4 S(t) + u(t),$
 $a_1, a_2, a_3, a_4 > 0$

計測結果 実際の計測は月次データを用い、まず(1)式の形式で、二つの標本期間、つまり昭和31年1月から37年10月まで(標本期間(1))と37年11月から43年3月までについて計測を行った。前者の期間は新金融調節方式が導入される以前の期間であり、後者が導入後の期間であることはいうまでもないが、日本銀行内部資料によって日銀貸出限度額と限度余裕額のデータが得られるのは37年11月から43年3月までであるために、後者の期間の最終月を43年3月としたのである。

計測結果は、表5-8にまとめられているが、標本期間(1)については、理論通りの結果が得られている((a)式)。しかし、標本期間(2)についてはコール・レートの係数は理論通りマイナスではあるが全く有意性をもたないし、鉱工業生産指数の変化率で代理される実効貸出金利の係数は符号が理論的に期待されるものと合致しない((b)式)。この結果は、都市銀行の貸出行動が新方式の導入以降、それ以前と大きく変わったと見ることができるかもしれない。また、コール・レートに対する自粛と日銀の指導が強化された時期でもあるから、このことが計測結果の劣悪さを少なくとも部分的に説明できるかもしれない。

表5-8の(c)式は、上の形式(2)の貸出供給関数の計測結果であるが、とくに限度余裕額 $S(t)$ の係数に注目してみよう。新方式導入の背後にあった考え方が正しいとすれば、 $S(t)$ の係数はプラスでなければならない。しかし、結果はむしろ係数がマイナスであることを示している。

表5-8の最後の(d)は、変数 $S(t)$ の代わりに日銀が都市銀行に与えた貸出限度額 $R(t)$ (ただし、1年前の貸出残高で除した比率)を入れて計測した結果である。日銀貸出限度額は都市銀行の貸出しの推移とかなり密接な正の相関をもっていることが結

表 5-8 都市銀行の貸出供給関数の計測結果(OLS)
被説明変数 $DL(t)$

	(a) 標本期間(1)	(b) 標本期間(2)	(c) 標本期間(2)	(d) 標本期間(2)
定 数	0.013(3.10)	0.008(1.44)	-0.006(0.56)	0.063(2.86)
$r(t)$	0.033(4.25)	-0.039(2.80)	-0.055(3.19)	-0.013(0.80)
$i(t)$	-0.0021(4.72)	-0.0004(0.63)	-0.0005(0.75)	-0.0016(1.96)
$DL(t-1)$	1.02(46.08)	1.00(39.46)	1.01(37.18)	0.91(20.89)
$S(t)$			-0.0038(1.54)	
$R(t)$				0.015(2.57)
R^2	0.974	0.967	0.968	0.970
DW*	2.995	4.180	3.624	3.393

(注) 標本期間(1)は昭和31年1月～37年10月、標本期間(2)は昭和37年11月～43年3月。各係数の横の()内の数値は t 値である。また、DW は AR (1)の Durbin の t 統計量である。

果に示されている。限度額の調整が、都市銀行に重要なシグナルとして働いたのかもしれない。あるいは、標本期間(2)は日銀が「窓口指導」を強化した時期でもある。したがって、日銀が与える貸出しの増加額と日銀貸出限度額とが整合性を保っていれば、このような結果が得られても不思議ではない。

窓口指導の強化 いずれにしても、以上の非常に単純な計測の結果によれば、日本銀行による債券売買オペレーションを通じる限度余裕額の調整は「新金融調節方式」導入にあたって存在していた関係者の希望通りの銀行貸出行動の反応をもたらさなかった。この結果は、一部の日銀関係者の間にあった懸念が正しかったことを証明したようである。昭和39年第1四半期から装いを新たにした窓口指導(窓口規制)が復活したのは、このような状況を反映してのことであった。

日銀は昭和39年1月10日に「貸出増加額規制」という名のもとに、新形式の窓口指導を復活させた。旧来の窓口指導(査定)は、個々の銀行の毎月の貸出額を個別に査定し直接指導したが、新しい形式では市中銀行全体に対して規制の基準を明確に与えるため、貸出増加額を一定率に規制する。また対象期間は月ごとではなく、四半期ごととし、指導の対象も従前には日銀借入に依存する程度の高かった都銀であったのに対し、今回の指導対象は一応全国銀行へ拡げられた。³⁾

(注)

- 1) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調整策の推移」(昭和43年4月)、20-21ページ。
- 2) 前掲、日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調整策の推移」、45ページ。
- 3) 新しい窓口指導の詳細は以下の通り。(1)都市銀行13行の39年第1四半期の貸出増加

額を、各行一律に38年12月末残高の約2.79%とする。(2)長期信用銀行に対しては、都市銀行とは別の基準枠を設定する。(3)預金残高1000億円以上の上位地方銀行を中心に、今回の規制措置の趣旨に沿った協力を要請する。(4)四半期ごとの貸出増加枠を設定する(日本銀行資料)。

第6章 証券不況と金融政策 —昭和35～40年

昭和40年5月29日、日本銀行は山一証券を、また同年7月6日、大井証券を救済するため、日本銀行法第25条に基づく特別貸出措置を決定した。これらの証券会社の経営破綻は、単にそれら個別企業の経営上の失敗にのみ起因するわけではない。それは、昭和30年代後半に急激に深刻化した株式市場、および公社債市場の低迷、混乱のクライマックスを画する事件であった。この事件は、当時の日本の資本市場(株式市場および債券市場)の脆弱性をあからさまにするものであり、この点に関する詳しいクロノロジーは「証券」編において説明されるはずである。

昭和30年代末の証券市場の混乱は、資本市場を通じる金融仲介の拡大を促進すべきとしていた「金融正常化論」に水を差すことにもなった。表6-1は昭和32年以降61年までの主要企業の資金調達構造の変化を示しているが、この表から明らかなように、証券市場の混乱をきっかけとして、昭和40年以降、日本の企業金融における銀行(とくに銀行貸出)の相対的な重要性が従来に増して高まる一方、資本市場は永らく、非常に限定された役割を演じるにとどまったのである。この意味で、昭和30年代末の資本市場の不安定性は、高度成長期(とくにその後半)の金融システムの特徴を規定することになったと考えられる。

この章では、昭和30年代後半に顕在化した証券市場(とりわけ株式市場)の不安定性の原因と、それが実物経済に及ぼした影響を、マクロの金融政策の運営との関連で検討する。証券市場の困難の基本的な原因は、通説がこれまで主張してきたように、昭和30年代の半ばから後半にかけて生じた市場の急速な拡大に求められる。この章の考察の第1の目的は、その急拡大がなぜ生じたかを、当時の金融政策運営のあり方と結びつけて検討することである。とくに、主要な銀行の対民間部門向け貸出を政策運営のターゲットとする金融引締め政策が、

表 6-1 主要企業(全産業)の資金調達構造 (%)

期間(年度)	自己資金	増 資	社 債	借入金	買入債務	その他共計
昭和32～36	33.4	11.8	6.3	30.4	8.2	100.0
37～41	35.0	7.3	4.9	31.3	12.3	100.0
42～46	33.5	3.2	4.2	27.9	13.5	100.0
47～51	33.0	3.7	6.6	32.8	14.6	100.0
52～56	60.1	9.2	8.2	14.9	6.0	100.0
57～61	90.4	13.1	15.4	4.6	-12.2	100.0

(出所) 日本銀行「主要企業経営分析」。

株式市場を拡大する効果をもっていたことを強調する。昭和39年から40年にかけて、日本銀行は証券市場の混迷・混乱に対して、いくつかの対策を積極的に講じた。それらの証券対策はマクロ的な金融政策のスタンスにどのような影響を及ぼしたであろうか。また、証券市場、とくに株式市場の実質的な機能停止、株式価格の低迷は日本の実物経済に大きな打撃を与えたであろうか。これらの問題に接近し、暫定的な解答を与えることが、本章の第2の目的である。

第1節 証券市場の急拡大と日本銀行の金融政策

1 証券市場復興の支援

「金融正常化論」との関連 昭和30年代半ば以降の株式市場を考察する前に、政策当局が戦後の証券市場の復興を積極的に支援した点を大まかに展望しよう。政策当局は、企業が長期資金を調達する場として証券市場の重要性を常に強調してきた。すでに第3章において説明したように、昭和30年代初頭以来、各方面で盛んに唱えられた「金融正常化論」は日本の金融システムにおいて証券市場の重要性がもっと高まるべきことを強く主張した。¹⁾ この主張は、金融システムのあるべき姿を論じる一種の「精神論」にすぎなかったとみることもできる。しかし、第3章や第5章で説明したように、日本銀行の政策運営方式の改変に「正常化論」の影響を見てとることができるのと同様に、証券市場の重要性を強調する政府の姿勢にその影響を見ることができるかもしれない。

いずれにしても、金融当局は第二次大戦後の証券市場の復興を積極的に支援した。たとえば、日本銀行は、昭和24年6月から8月にかけて、起債市場を育成するために、銀行、信託銀行が保有していた復興金融債券を買い入れ、これらの銀行が新発の事業債等に投資するための資金を供給した。また同年10月には、重要産業に対する株式払込みを円滑するために、生命保険会社から国債を買い入れることによって、資金上の援助を与えた。さらに、昭和26年に東京証券取引所が信用取引を開始するに際して、日銀は側面から支援するため、短資業者に資金的援助措置を講じた。企業が銀行借入に「過度に」依存する「オーバー・ボロイング」を解消する必要を強調する「金融正常化論」からいえば、これらの支援策はきわめて当然なものであった。

証券市場拡充の要求 昭和35年6月に政府が決定した貿易・為替自由化計画の大綱も、日本の企業・金融の構造を従来よりも安定的なものにしなければならないという主張、とくに民間企業の側からの強い要求を呼びおこしたという意味で影響力があった。この点をいくつかの例で示してみよう。

まず、昭和35年4月15日の全国証券業大会において、証券業界は「貿易・為替の自由化をひかえての見解と要望」を表明したが、この大会に来賓として出席した石坂経団連会長は「貿易・為替の自由化に対応するためには企業の自己資本を充実させ、国際競争力を高めなければならない。そのためには増資新株式発行の時価発行によって浮いてくるプレミアムで、借入金の多すぎる一般的な傾向を是正するのが適策である」という趣旨の挨拶を行って注目されたといわれる。²⁾

経済同友会は昭和35年4月19日に「証券の諸問題について」という見解を発表したが、ここで貿易・為替の自由化を控えて、企業の体質改善を図るため、増資の促進が中心課題であると主張している。同時に安定した長期資金の調達手段として社債の重要性を強調している。³⁾

また、昭和35年6月22日に発表された証券取引審議会の答申「増資の促進について」では、貿易・為替の自由化に対応し企業の経営基盤を堅固にするために増資による自己資本充実が必要であると主張されている。具体的には、(1)企業の支払配当の損金算入、(2)受取配当についての源泉選択課税制度、(3)増資配当免税の過渡的措置の導入、など税制上の改革が提言された。「従来のように

商業銀行が設備資金を直接企業に貸付ける方式は商業銀行の性格からも問題があるので、今後企業に対する設備資金の貸付はなるべく少なくして、個人の所得水準の向上、蓄積の増加と相まって企業の投資者である株主を通じて間接に企業に資金が流れるような方式を考えることも個人のまじめな株式投資を促進して、この意味から健全な証券市場を育成するために必要である。企業が借入金の主体となる代りに、株主が借入金の主体となり、その借入金を企業に株金として払込むような方法を促進することは、企業の資本構成の是正に役立つことになると思う。」⁴⁾

この種の答申の実効性、実質的な影響力は確かではない。しかし、企業部門や政策当局の一部が証券市場の一層の拡大を歓迎する考え方をもっていたことは注目すべきであろう。

第二部市場の創設 また、非上場株式の集団店頭取引をより組織的な第二部市場を創設してそこへ吸収しようとする試みは、昭和36年10月2日に実現された。これは、末組織金融市場における金融仲介過程をよりの確にコントロールしようとする政策当局の意図に基づくものであったといえるであろう。第二部市場を創設することによって中小企業の資本調達を促進すべきであるという主張は、36年1月28日の総合政策研究会「金融及び資本市場対策への提言」で展開された。⁵⁾ 実際には、第二部市場への上場審査基準は厳格ではなく、そのことが開設直後の「公開ラッシュ」の原因になったという批判的評価もある。⁶⁾

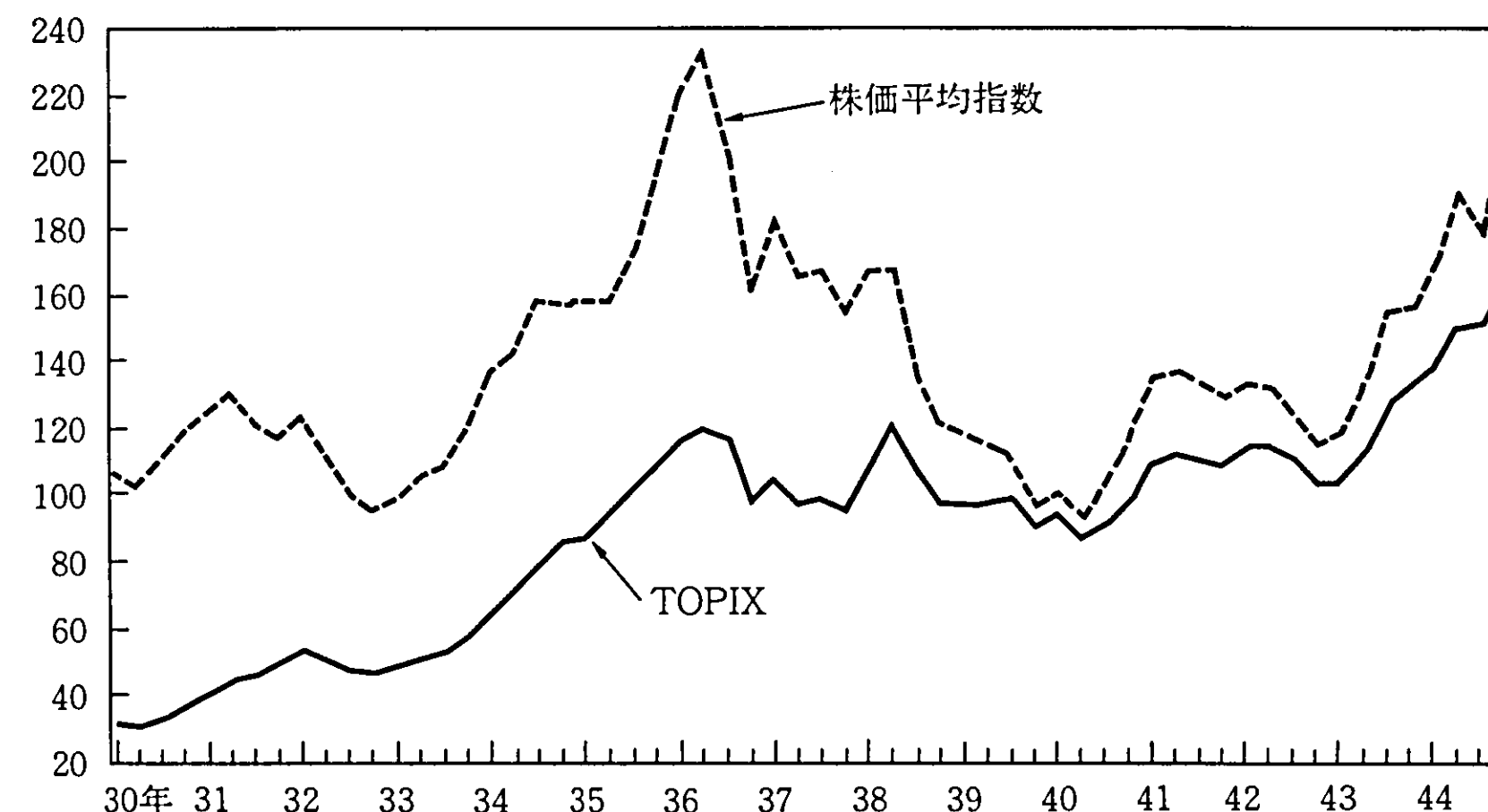
〔注〕

- 1) 第3章第1節を参照。
- 2) 『金融』昭和35年5月、69ページ。
- 3) 『経済同友会十五年史』（昭和37年）、459-63ページ。
- 4) 証券取引審議会「増資の促進について」（昭和35年6月22日）。
- 5) 総合政策研究会『日本経済への提言—総合政策研究会二十年の歩み』（昭和46年）、45-60ページ。
- 6) 東京証券業協会『証券外史』（昭和46年）、267-71ページ。

2 株価低落と株式発行の急増

株式急増の実態 昭和30年代後半の証券不況はさまざまな角度から捉えるこ

図 6-1 株価の変動(東京市場第一部)(昭和30年第1四半期～44年第4四半期)



とができるであろう。しかし、ここでは長期にわたる株価の低迷として証券不況を定義する。図6-1には昭和30年から44年にかけての東証単純株価平均指数の動きが描かれているが、この図によると平均株価は昭和33年初頭から急速に上昇して昭和36年7月17日にピークに到達した後、40年7月12日までの4年間にわたって若干の変動を示しつつもほぼ一貫して低落し、ピーク時の2分の1以下の水準へ落ち込んでいる。大局的には、この株価の低落ないし低迷が証券会社の経営を圧迫して、最終的には、一部の証券会社の救済を目的とする日銀特融が実施されるに至ったと考えてよいだろう。

株価の長期低落をどのように説明できるであろうか。昭和30年代半ばから40年代初頭にかけての時期には、昭和35年第1四半期～35年第2四半期、36年第1四半期～37年第3四半期、39年第1四半期～39年第4四半期と3回にわたる金融引締めが実施された。これらの金融引締めは、株価を引き下げる方向に働いたであろう。

昭和38年に生じた2度のケネディ・ショック—同年7月18日の利子平衡税提案と11月22日の暗殺事件—は株価の急落の原因となった。また、主に金融引締めをきっかけとする実物経済活動の水準の低下は、企業経営の将来性に関する投資家の見通しをより悲観的なものとすることによって、株価を低落させるこ

とになったと考えられる。しかし、これらの要因は、いずれにしても一時的・環境的なものであって、すでにみた長期にわたる株価の低落・低迷を十分には説明できない。

株式の「過剰発行」 株価長期低迷についての有力な説明は「株式過剰発行説」とでもよぶべき考え方に立脚している。つまり、昭和30年代半ばから末にかけて見られた株式発行の急増に株価の長期低落の原因を求めているのである。

たとえば「証券市場不振の背後にあった市場内部の要因というのは、一言でいえば、有価証券の運用預り制度の乱用や無理な株価形成などにより拡大を急ぎすぎた証券界の体質にあったというべきであるが、より具体的には、当時の市場において株式の需給がバランスを失っていたということにあった」。¹⁾「〔株式市場の長期的不振の〕背景には、株式需給関係の悪化という構造的要因があった。昭和36年から昭和37年にかけての増資の盛行が、企業の収益率の低下とあいまって株式の供給過剰現象をもたらし、一方、需要面では、株式投資信託の不振が深刻化し、株式需給の不均衡が急速に拡大した。」²⁾「その〔長期にわたる証券市場低迷の〕原因は、それぞれからみ合っているが、分類すれば、(1)株式需給アンバランスによる株式市場の不振、(2)投資信託の急膨張と、不適當な運用による制度の崩壊、(3)証券業者……の急膨張と無理な営業による体質の

図 6-2 上場会社有償増資額(東京市場第一部)(対 GNP 比)

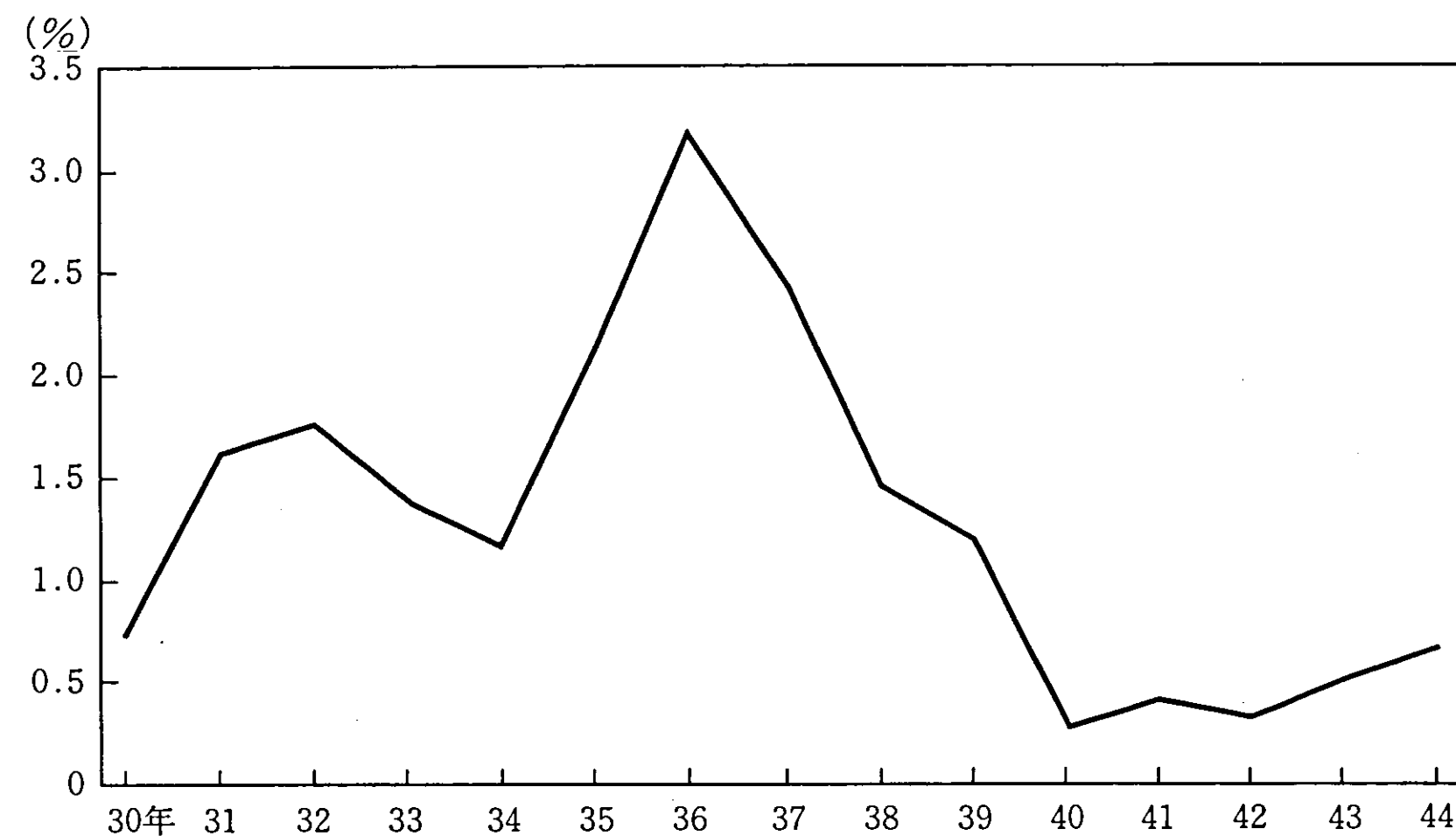
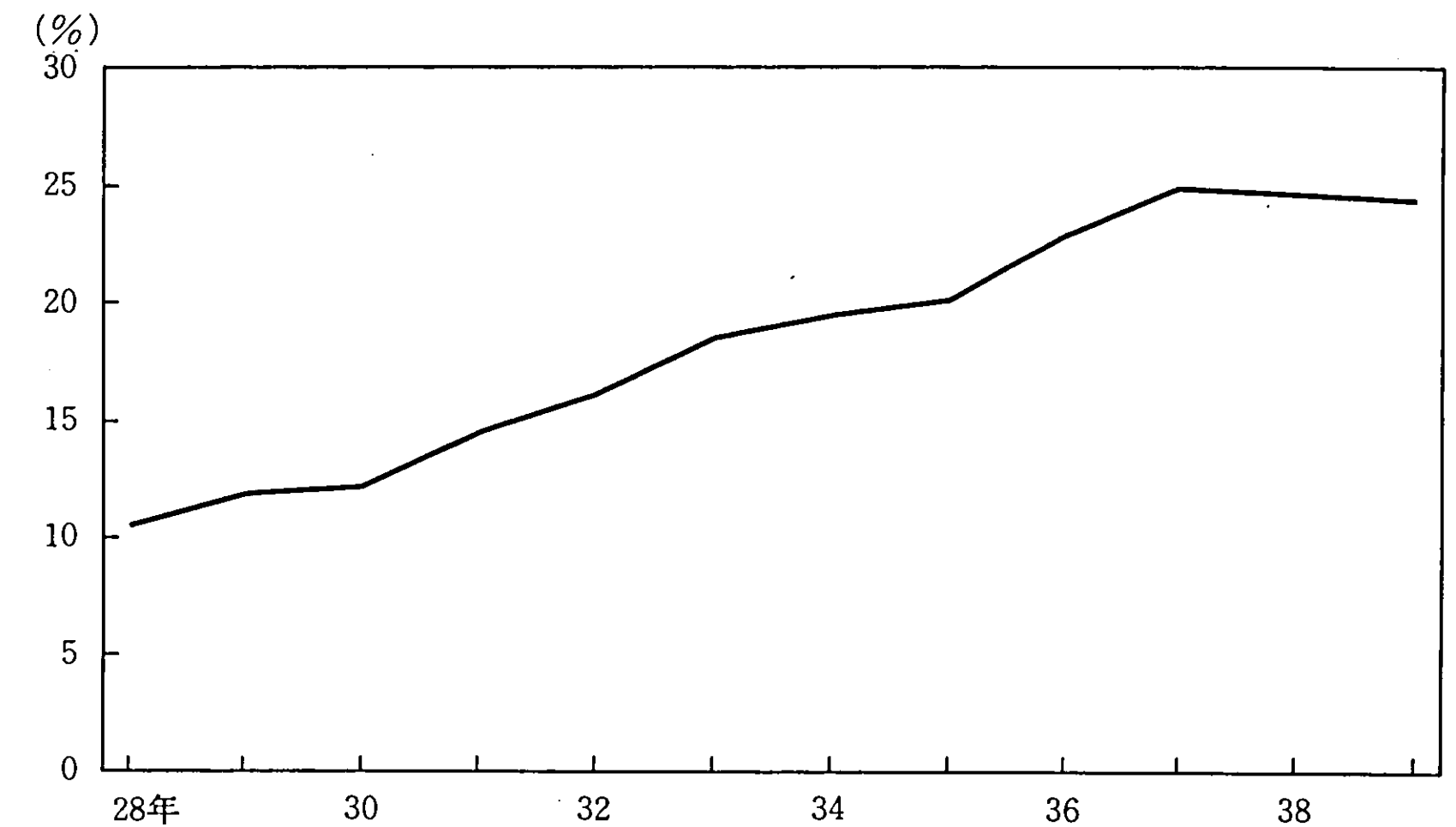


図 6-3 株式残高(簿価)の推移(昭和28～39年)(対名目 GNE 比)



脆弱性露呈、の三つである。」³⁾

実際、昭和30年代の株式発行の急拡大は注目に値するものであった。図 6-2 に上場会社有償増資額の対名目 GNP 比率の推移(昭和30～44年)が描かれている。この比率は、昭和30年の1%弱から36年の3%強まで急上昇を示している。厳しい金融引締め政策が採用され、かつ株価の急落が続いた36年以降、37年末にいたるまでの時期に、増資絶対額が引き続き多額であったことにも注意すべきである。株価が一般的に低下しつつある過程で、むしろ積極的な増資が続けられたことは、理論的には不可思議な現象であり、説明されるべき事柄である。昭和30年代のこのように活発な増資は、当然のことながら株式残高(額面で評価された)の相対的増加に反映される。図 6-3 は民間部門の保有する株式残高(対名目 GNE 比率)の推移を示しているが、この比率は昭和28年10%から、昭和37年23%程度へと倍増している。これは、すでに紹介した増資ブームの結果である。結局、上に紹介した「株式過剰発行説」はこの増資ブームを重要な根拠としている。

簡単な因果関係のテスト 株式発行急増が株価低落・低迷の原因であったという主張を統計的に裏づける(あるいは逆に棄却する)のは容易ではない。ここでは単純な「因果テスト」の結果を示すことにしよう。いわゆるグレンジャー・テストによ

表 6-2 株価指数変化率($q(t)$)と株式発行残高変化率($S(t)$)の「因果関係」
(昭和31年第1四半期～42年第4四半期)

(a) $S(t)$ から $q(t)$ への因果関係

$q(t) = -0.01 + 1.14q(t-1) - 0.20q(t-2) - 0.25q(t-3) + 0.15q(t-4)$
(0.18) (6.75) (0.83) (1.06) (0.93)
$-0.56S(t-1) - 1.85S(t-2) + 1.05S(t-3) + 0.32S(t-4)$
(2.33) (1.46) (0.77) (2.75)

$R^2=0.781$
 $SSR=0.226$
 $SER=0.0804$
 $F=1.98$

(b) $q(t)$ から $S(t)$ への因果関係

$S(t) = 0.00 + 1.05S(t-1) + 0.09S(t-2) - 0.39S(t-3) + 0.15S(t-4)$
(0.44) (8.10) (0.49) (1.98) (1.08)
$+0.07q(t-1) + 0.01q(t-2) - 0.90q(t-3) + 0.11q(t-4)$
(1.79) (0.19) (1.65) (2.78)

$R^2=0.950$
 $SSR=0.0122$
 $SER=0.0187$
 $F=4.65$

(注) F の値は(a)式の場合は $S(t-1), \dots, S(t-4)$ の係数が, (b)式の場合には $q(t-1), \dots, q(t-4)$ の係数が, すべてゼロであるという帰無仮説の F 値。

って, 株価指数(対前年同期比)変化率と, 『資金循環勘定』から推計された法人企業部門の株式発行残高(額面額)変化率(対前年同期比)との間の時系列的な「因果関係」を F テストによって確かめるのである。ただし株価指数としては東証株価指数(TOPIX)をとることにした。

株価指数変化率 $q(t)$ を自己ラグ変数(4四半期ラグまで)とラグ付きの株式発行残高変化率 $S(t)$ (4四半期ラグまで)で回帰した結果と, 株価指数変化率を自己ラグ変数だけで回帰させた結果が上の表6-2(a)にもとめてある。ただし計測期間は昭和31年第1四半期～42年第4四半期である。 F テストによってラグ付き株式発行残高変化率が有意な説明力をもつことが確かめられれば, その変化率が株価指数変化率の変動の「原因」になっていると判断する。計測の結果によれば, ラグ付き株式発行残高変化率は株価指数変化率の動きを有意に(5%水準)説明している。しかも, $S(t)$ の過去4四半期までの係数で有意なものは負である。このことは $S(t)$ の増加が $q(t)$ の低下の「原因」となっていることを示唆している。

反対に表6-2(b)は, 株式発行残高変化率 $S(t)$ を自己ラグ変数(4四半期まで)と株価指数変化率 $q(t)$ で回帰した場合の結果である。そこでは, ラグ付きの株価指数変化率が株式発行残高変化率をきわめて高い有意性で説明している。したがって, この時期には株価の急騰が株式発行を促し, 株式発行高の急増が今度は株価を低落させるという双方向的な「因果関係」が見られたといえるであろう。

[注]

1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 130ページ。

2) 東京証券取引所『東京証券取引所20年史』(昭和49年), 305ページ。

3) 有沢広巳監修『証券百年史』(昭和53年, 日本経済新聞社), 312ページ。

3 株式市場急拡大の原因

ひとつの仮説 昭和30年代半ばの株式および公社債市場の急拡大に関しては, 証券市場に固有の要因に着目した説明が一般的であった。つまり, 公社債・株式に対する投資家の需要を膨張させ, その結果株式発行急増を促したいくつかの要因が存在したというのである。たとえば, 株式投資信託の隆盛とその運用をめぐる証券会社間の「過当競争」, 「運用預り制度」に立脚した証券会社の過大な資金調達等が投資家の株式, 公社債保有の急増を支える働きをしたというわけである。

株式市場自体における「過当競争」に関しては, 早くも31年11月23日に大蔵省が4大証券に対し「自重」を要望している。また, 大蔵省は35年3月17日に投資信託運用についての「過当競争」を自粛するべしと4大証券会社に通告している。昭和35年7月5日, 大蔵省理財局から「運用預り業務の兼業承認の取扱いについて」(昭和35年蔵理第5523号)という通達によって, 証券会社による運用預りに対する制約が加えられた。また36年4月20日には, 4大証券のアグレッシブな経営態度と資金繰り悪化に対し, 大蔵省が警告を発した。

さらに, 昭和36年10月の第二部市場発足を契機として生じた「公開ラッシュ」が, 証券会社による「異常な」引受け競争とあいまって, 中小企業を中心とした株式発行の急増をもたらしたという指摘もある。¹⁾

上に列記したような「需要の側」の要因が株式市場の急拡大をある程度促したことは, 恐らく認めざるをえないであろう。しかし, 同時に日本の資金調達企業が, 株式発行による資金調達の比重をなぜそれほどまでに高めたのかという点を理解するためには株式発行急増の背後にある日本銀行による金融政策の動向に十分な注意が払われねばならない。以下では, 昭和30年代前半から半ばの株式市場の急拡大(増資ブーム)が, 窓口指導(窓口規制)を中心とする民間銀行の貸出行動を抑制することを主眼目とする金融政策運営の在り方と密接に関連している点に着目してみよう。

金融引締め政策の過程 昭和20年末から「日銀特融」が実施された昭和40年

までの間に昭和28年第3四半期～30年第2四半期、32年第1四半期～33年第1四半期、35年第1四半期～35年第2四半期、36年第1四半期～37年第3四半期、そして39年第1四半期～39年第4四半期と都合5回の金融引締めが実施された。この金融引締めは主として市中銀行の貸出供給を抑制することを狙いとしていた。どの引締めの場合にも、日本銀行による市中銀行、主として都市銀行に対する窓口指導の強化から政策が本格的に発動されたといつてよい。

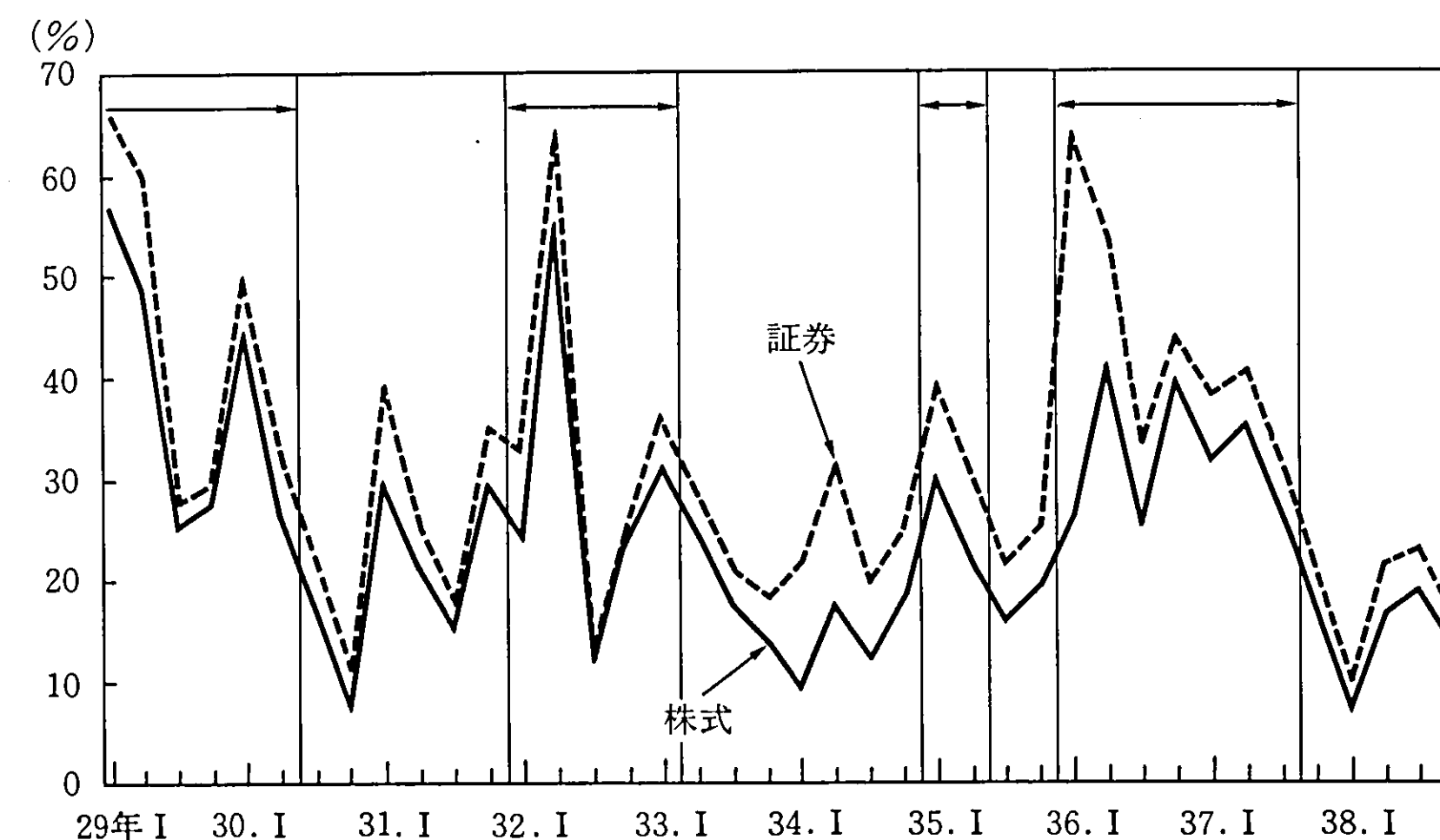
一般的にいつて、特定の金融仲介ルートに重点的に金融引締め圧力を加えることは、金融仲介の構造に対して偏りを与える可能性がある。ここで考察している場合についていえば、市中銀行の貸出しによる金融仲介が抑制される一方、代替的な資金調達方法である株式発行さらには有価証券発行による金融仲介が促進されたのではないかと推測される。

窓口指導が実効力をもって実施されれば、表面的な貸出金利がたとえ有意に上昇しないとしても拘束預金等の要素を含む実効金利が非常に大幅に上昇しているはずである。あるいは信用割当の強化によってシャドウ金利が大幅に上昇するといつてもよい。したがって、株価が低下する側面においても、企業の側に増資の誘因が存在するのである。株式発行による資金調達の増加は、銀行貸出の抑制を主な狙いとする金融引締め政策の効果をある程度減殺することにもなったであろう。²⁾

金融引締めと企業の資金調達構造 実際、民間非金融部門が借入金の形態で調達した資金額と有価証券ないし株式発行で調達した資金額とを『資金循環勘定』から推計してみると(昭和29年第1四半期～昭和38年第2四半期)、図6-4に示されているように金融引締め期には、有価証券ないし株式の発行による資金調達の比率が有意に高い。

表6-3は図6-4の数値を整理したものであるが、この表から明らかなように、民間非金融部門はこの期間中の金融引締め期に借入金比率でみて有価証券、ないし株式による資金調達の比率をおよそ2倍に引き上げたのである。このことは、株式市場における供給圧力となったはずである。たとえば、次のような非常に素朴なシミュレーションによってこの供給圧力の規模を推計してみよう。表6-3に示すように、法人企業、個人の株式による資金調達の借入金に対する比率は金融緩和期(厳密には引締め政策がとられていない時期)に16.7%であった。

図6-4 非金融部門の株式発行比率(対借入総額)(年・四半期)



そこで、金融引締め期にも、法人企業・個人がこの同じ比率で株式と借入れによる資金調達を選択できたと仮定してみよう。この仮定のもとでは、当然株式による資金調達は実際の額を下回る。この関係は表6-4に示されている。

この表は、昭和29年から38年までの期間について市中銀行の貸出行動に主たる抑制のターゲットを定めた日本銀行の金融政策は、法人企業、個人の株式発行を促し、この期間に発行された株式累積額(3兆4600億円)をほぼ4分の1増加させたことを示唆している。とくに、都市銀行を中心に民間銀行に対し、企業向け貸出を抑制する政策的圧力が強力に加えられた昭和35年から37年にかけての3年間はこの傾向が強い。第4章第2節でみたように、昭和35年1月に、日銀は都銀等の市中銀行9行の企業金融について特別調査を行った。翌36年6月と10月には大蔵省と日銀が共同で市中銀行の設備資金貸出についての特別調査を実施して、民間銀行の融資拡大を強く牽制している。³⁾

また昭和36年1月には公定歩合が引き下げられたにもかかわらず、3月には日銀が窓口指導の強化を実施している。これは、この時期にとられた金融引締め政策の諸手段の中で窓口指導が枢要な位置を占めていたことを物語っている。⁴⁾

窓口指導の「強度」と株式発行 窓口指導を中心とする日本銀行の金融引締め

表 6-3 法人企業と個人部門の資金調達 (単位：億円，%)

年・四半期	借入 総額	証券発行額	株式発行額	年・四半期	借入 総額	証券発行額	株式発行額
昭和29年Ⅰ*	654	435(66.5)	371(56.7)	昭和34年Ⅰ	2,856	615(21.5)	251(8.8)
Ⅱ*	443	267(60.3)	215(48.5)	Ⅱ	2,706	847(31.3)	471(17.4)
Ⅲ*	1,279	353(27.6)	318(24.9)	Ⅲ	4,706	892(19.0)	564(12.0)
Ⅳ*	1,786	520(29.1)	487(27.3)	Ⅳ	5,976	1,429(23.9)	1,050(17.6)
30年Ⅰ*	577	288(49.9)	260(45.1)	35年Ⅰ*	3,897	1,522(39.1)	1,182(30.3)
Ⅱ*	1,069	354(33.1)	289(27.0)	Ⅱ*	3,932	1,173(29.8)	841(21.4)
Ⅲ	1,461	316(21.6)	245(16.8)	Ⅲ	6,231	1,298(20.8)	951(15.3)
Ⅳ	2,540	281(11.1)	179(7.1)	Ⅳ	8,279	2,080(25.1)	1,571(19.0)
31年Ⅰ	1,037	401(38.7)	307(29.6)	36年Ⅰ*	6,058	3,847(63.5)	1,576(26.0)
Ⅱ	2,404	616(25.6)	509(21.2)	Ⅱ*	5,531	2,967(53.8)	2,309(41.9)
Ⅲ	4,029	717(17.8)	603(15.0)	Ⅲ*	7,113	2,327(32.7)	1,742(24.5)
Ⅳ	4,739	1,653(34.9)	1,393(29.4)	Ⅳ*	8,338	3,638(43.6)	3,295(39.5)
32年Ⅰ*	3,075	1,000(32.5)	733(23.8)	37年Ⅰ*	5,119	1,931(37.7)	1,596(31.2)
Ⅱ*	2,587	1,629(63.0)	1,451(56.1)	Ⅱ*	5,367	2,155(40.2)	1,871(34.9)
Ⅲ*	3,572	432(12.1)	408(11.4)	Ⅲ*	7,981	2,504(31.4)	2,121(26.6)
Ⅳ*	4,191	1,081(25.8)	1,028(24.5)	Ⅳ	11,850	2,282(19.3)	1,953(26.6)
33年Ⅰ*	1,893	691(36.5)	592(31.3)	38年Ⅰ	12,842	1,162(9.1)	820(6.4)
Ⅱ	2,360	678(28.7)	575(24.4)	Ⅱ	7,860	1,659(21.1)	1,251(15.9)
Ⅲ	3,751	783(20.9)	639(17.0)	Ⅲ	12,020	2,711(22.6)	2,229(18.5)
Ⅳ	4,757	866(18.2)	633(13.3)	Ⅳ	13,592	2,177(16.0)	1,771(13.0)

(注) *印は窓口指導が実施された期間。借入総額は市中借入と政府借入の合計。()内の数値は対借入総額比率(%)。

窓口指導が実施された期間とそうでない期間とを分割して、法人企業・個人の証券発行、および株式発行による資金調達の対借入総額比率の統計を調べると下の表のようになる。

	標本数	証券発行		株式発行	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
全 期 間	40	31.4%	14.4	24.7%	12.2
引 締 め 期	20	40.4	14.3	32.6	11.6
緩 和 期	20	22.4	7.0	16.7	6.1

(出所) 日本銀行調査局「昭和29年～37年間年別および昭和29年1～3月～38年4～6月間四半期別資金循環勘定」(調特別第4号，昭和38年11月15日)，および日本銀行「経済統計月報」。

め政策が昭和30年代の株式増発をむしろ促したとする仮説を厳密に検証することは、窓口指導自体の効果の程度を正確に測定できないので困難である。しかし、H. パトリックの研究は、断片的にはあるが窓口指導の効果を示す資料を提示している。

昭和30年代前半までの日銀の窓口指導は次のようなものであった。まず月ごとに都市銀行、長期信用銀行に貸出増加額の予定額(推定額)の提出を求め、その予定額に対して日銀自身の推定額を与える。この推定額は「企業の資金需要

表 6-4 民間非金融部門の株式発行による資金調達額 (実績額と推計額) (単位：億円)

	発行実績額 (1)	推 計 額 (2)	(1)－(2)
昭和29年	1,391	799	592
30	973	740	233
31	2,812	2,812	0
32	3,620	2,452	1,168
33	2,439	2,213	226
34	2,336	2,336	0
35	4,545	3,939	606
36	8,922	5,170	3,752
37	7,541	5,413	2,128
38	6,071	6,071	0
累 積 額 (29～37年)	34,579	25,874	8,706

の客観的な評価のみならず、企業に拡大されるべき貸出の適当な額がどうあるであろうかという見解までも含められて」⁵⁾ おり、一種の上限額である。しかし、同時に「日本銀行はその最高額を厳格に守べきであるとは考えていない」。⁶⁾

H. パトリックは、昭和29年1月～30年12月、および31年7月～33年6月の期間における都市銀行(長期信用銀行を含む)の貸出増加推計額、日銀の推計額、そして実際の貸出増加額の統計を示している。これらの統計を利用して、都市銀行、あるいは民間銀行の貸出しを直接コントロールしようとする政策の強さを測定できるであろう。ここでは、都市銀行が当初予定していた貸出増加額(推計)に比べて実際の貸出増加額がどの程度大幅にそれを下回ったかをもって窓口指導の強度を示す尺度としよう。表 6-5 には、昭和29年第1四半期～30年第4四半期、31年第3四半期～33年第2四半期の四半期ごとの都市銀行の貸出増加推計額、実際の貸出増加額、そして資金循環勘定からとった民間非金融部門の株式発行額対借入金比率を示している。窓口指導の強度は、当初都市銀行が推計していた(つまり計画していた)貸出増加額に対して実際の貸出増加額が何%下回っていたかで定義されている。この値が大きいほど窓口指導は強く実行されたと判断するわけである。⁷⁾

この表によると、昭和30年第4四半期、31年第3～4四半期、そして32年第

表 6-5 窓口指導の「強度」と株式発行の相対的重要性

(単位：億円，%)

年・四半期	都市銀行 推計額 (A)	実際の貸出 増加額 (B)	窓口指導の 「強度」*	株式発行/借入金
昭和29年 I	268	169	36.9	56.73
II	146	32	78.1	48.53
III	178	-58	132.6	24.86
IV	382	359	6.0	27.27
30年 I	241	-7	102.9	45.06
II	198	68	65.7	27.03
III	190	163	14.2	16.77
IV	597	683	-14.4	7.05
昭和31年 III	957	1,333	-39.3	14.97
V	1,215	1,412	-16.2	29.39
32年 I	1,211	1,169	3.5	23.84
II	1,246	739	40.7	56.09
III	783	1,072	-36.9	11.42
IV	818	1,314	-60.6	24.53
33年 I	828	676	18.4	31.27
II	853	765	10.3	24.36

(出所) H. Patrick, *Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan* (University of Bombay, 1962), 第20表, 第21表, および日本銀行調査局『昭和29年～37年間年別および昭和29年1-3月～38年4-6月間四半期別資金循環勘定』(調特別特第4号, 昭和38年11月15日)。

(注) * $[(A)-(B)] \times 100 / (A)$ で定義されている。

窓口指導の強度を説明変数 x とし, 法人企業・個人部門の(株式発行/借入金)比率を被説明変数 y とし, 説明変数が負で有意であるような次の結果が得られる。ただし, () 内は標準誤差である。

$$y = 26.2 + 0.145x, \quad R^2 = 0.261 \\ (13.3) (0.065)$$

3～4 四半期の窓口指導の「強度」が負の値を示している。これらの期間には, 日銀の窓口指導にもかかわらず都市銀行が当初の計画額を上回る貸出増加額を実現したのであり, 窓口指導は強く行われなかったことを示唆している。パトリックによれば, 日本銀行は昭和30年の末にいったん停止した窓口指導を31年6月に再開している。しかし, 昭和31年後半には金融引締め政策の必要性に関する意見が大蔵省と日銀の間で対立していたため, 日銀も強く窓口指導を実施することができなかった。それゆえ, 都市銀行は日銀の与える上限値を無視して貸出増加額を拡大した。⁸⁾

先に提示した仮説が正しいとすれば, 窓口指導の強度が大きい時には, 法人企業の株式発行により資金調達の相対比が上昇するであろう。実際, 表 6-5 はそのような傾向が有意に存在していることを示唆している。すでに言及したような窓口指導が強く実施されなかった時期には, たとえば30年第4 四半期のよう, 株式発行により資金調達の比が明らかに低い傾向にあるのである。したがって, ここでも銀行部門の貸出しに対する直接的な抑制が株式市場の拡大をもたらしたとする仮説は棄却されないように思われる。

(注)

- 1) 一部の専門家は, 額面発行割当増資という特殊な株式発行の形態が増資盛行の原因となったと指摘している。この増資方法が投資家に対して増資プレミアムを与えることによって, 株式発行を容易にしたというのである。たとえば有沢広巳監修『証券百年史』(昭和53年, 日本経済新聞社), 295ページ等を参照。しかし理論的には, 一定の資金を調達する場合, 額面発行割当増資は, 時価発行に比較してより多数の株式を発行する必要があるため, 他の条件が一定であれば, 株価はそれだけ低い水準にとどまる。したがって, このような特殊な増資方法が株主にとって有利である。(つまり資本コストを引き下げる)ことを証明するのは困難であろう。
- 2) 昭和36年10月の大蔵省, 日本銀行による「都市銀行特別調査報告」にも, 36年夏以降企業の投資意欲が衰えていないこと, そして銀行借入の削減を相殺するように増資額が急増している点が指摘されている。
- 3) 36年6月の特別調査に基づいて, 7月に大蔵省, 日銀, および市中銀行の間で, 設備投資1割削減の融資方針が申し合わされた。第4章第4節を参照。
- 4) 36年1月の公定歩合引下げの是非に関する議論については, 第4章第4節で説明した。
- 5) H. Patrick, *Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan* (University of Bombay, 1962), 三宅武雄訳『日本における金融政策』(昭和39年, 東洋経済新報社), 153-54 ページ。
- 6) H. Patrick, *op. cit.*, p. 149.
- 7) 窓口指導の「強度」を示す代替的な指標としては, 日銀が示す推計額(上限額)がどの程度厳格に守られたかという値をとることができよう。しかし, パトリックも述べているように, 日銀はこの上限額を必ずしも厳格に守られるべきものと考えてはいなかった。窓口指導の目的は都銀の貸出増加額をその計画値よりも削減させることにあったと思われるから, 本文で採用されている指標の方が適切であろう。
- 8) 図 6-4 および表 6-3 における金融引締め期とそうでない時期の区分では31年第3 および第4 四半期は金融緩和期に含めてある。

第2節 証券市場の混迷と対応

1 増資調整

表6-1に示した法人企業の資金調達構造の推移から分かるように、高度成長期の金融システムにおいて、株式市場の演じた役割はさほど重要ではなかった。ただし、株式発行による資金調達は、第二次大戦直後から昭和30年代にかけての日本においては、今日のわれわれが想像するよりも大きかった点を看過してはならない。日本の政策当局にとっても、企業の増資をいかに調整するかはマクロ政策上の観点からみて、決して取るに足らない問題ではなかった。昭和30年代後半の証券不況の時期には、日本銀行、大蔵省は間接的にはあるが、株式市況を建て直すことを目的とした増資調整にかかわったのである。

増資等調整懇談会 増資調整の機能を直接に担ったのは、「増資等調整懇談会」であった。この懇談会は昭和24年12月19日に発足したが、発足時には日本銀行、大蔵省からの代表、東京証券取引所、日本証券金融、4大証券、都銀および長信銀の8行からの代表者によって構成されていた(事務局は日銀営業局におかれた)。懇談会の活動は昭和24年12月から25年にかけて、当時の株価暴落を防止するために毎月企業の増資を量的に調整することであった。¹⁾しかし、その後26年から28年までの期間は実質的な活動は見られなかった。

昭和28年に朝鮮動乱終息による反動不況、および本格的な金融引締め政策の影響を受け、株式市場は深刻な不振に陥った。このため、増資等調整懇談会は28年7月に調整活動を再開した。証券取引所上場会社(店頭銘柄を含む)が有償増資を行う場合、新株申込み最終期日の属する月の前々月中旬までに、この懇談会へ連絡することになっていたので、この情報を集計して懇談会は調整を話し合ったわけである。

増資の調整に関する懇談会 しかし、懇談会は昭和29年に5回開催された後、昭和36年まで再び休眠状態となり、一度も開催されることがなかった。

昭和36年7月、金融引締めを契機として株価が反落、また37年には金融引締め

表 6-6 増資調整の実施状況

時 期	調 整 前 (A)	調 整 後 (B)	(B/A)
昭和37年 1～3月	1,942億円	1,470億円	75.7%
4～6月	1,934	1,580	81.7
7～9月	2,209	1,770	80.1
10～12月	1,546	987	63.8
39年 7～9月	1,813	1,503	82.9
10～12月	1,613	1,500	93.0

(注) (A)は企業側から提出された増資希望額、(B)は調整後の計画額である。したがって、実際の増資額がこの計画どおり実行されたか否かはこの表からは不確かである。
(出所) 日本銀行資料。

めのもとで「資金繰り増資」の急増が懸念されるに至った。そこで、大蔵省の提唱によって「増資の調整に関する懇談会」が設置された。この懇談会は増資等調整懇談会の上部機構となり、増資調整に実効性を持たせようというものであった。しかし、この時期の増資調整は、企業側が計画する増資を中止させるというような強権的なものではなく、せいぜい増資時期を(それも1カ月ぐらい)繰り延べさせるといった程度のものではあった。²⁾

増資の全面停止 株式市場の深刻な低迷状態を受けて昭和39年4月、再び「増資の調整に関する懇談会」が開催され、39年第3四半期以降の増資調整が実施された。さらに、39年9月25日の「増資の調整に関する懇談会」において、40年2月以降の増資を、世界銀行借款、外債発行の関係で所要の財務比率維持を目的とするもの等、必要やむをえないものを除いて全面的に停止することが申し合わされた。この結果、40年2～9月の株式払込額はわずか549億円で、前年同期(3373億円)の6分の1にとどまったのである。

その後、40年10月以降、株価、配当率、利益率などを基準とする「質的増資調整」が行われた後、株式市場の混乱が一応の終息をみた41年5月12日に増資調整は廃止された。

〔注〕
1) 昭和25年中は毎月の増資額が増資等調整懇談会によって調整された。
2) 日本銀行資料。

2 証券市場会社の資金調達

「運用預り」とコール・マネー 株式市場，および債券市場の急速な拡大に伴って，証券市場で仲介業務を展開する証券会社の資金調達が重要な問題となった。とくに，証券の仲介，ディーリング，さらには引受業務に必要な証券在庫保有をいかにファイナンスするかが証券会社にとって焦眉の課題であった。証券会社はこの課題に「運用預り」によって対処した。つまり，証券会社は投資家に仲介した有価証券(その圧倒的多数が割引金融債)を運用預りによって借り入れて，それを担保としてコール資金市場から短期資金を借り入れて，証券在庫の保有をファイナンスしたのである。その結果，コール資金市場における借入額の35%程度を証券会社が占めるにまでになった。金融引締め期，および株価の低落期に株式市場拡大を支えたのは明らかに証券会社のコール資金借入であった。

他方，コール資金の供給者側では，需要者側の証券会社とほぼ完全に対応する形で投資信託の重要性が高まった。すでに多くの専門家が指摘しているように，投資信託は流動資産としてコール・ローン保有を増加させることによって，証券会社の在庫金融を支えたのである。とくに，昭和34年には証券会社のコール・マネー取入残高が資産増加額の半分を上回るほどであった(表6-7を参照)。

証券市場と流動性の調節 投資信託と証券会社を便宜的に統合して考えれば，この金融仲介部門は解約自由な投資信託受益証書を債務として発行する一方，満期の長い証券，とりわけ株式を資産として保有することによって，事実上極端な満期変換を実行していた。

しかも，公社債の流通市場は全く未発達であり，証券会社にとって流通市場においてポジションを調節することは不可能であった。したがって，証券会社・投資信託の部門がほかに流動性を入手する方法がないとすれば，金融市場の変動に対して非常に脆弱な組織であったといわざるをえない。実際問題として証券会社，投資信託は日本銀行から短期資金を直接借り入れることはできないから，まさにこの組織は証券市場における不安定な環たらざるをえなかったのである。すでに述べた金融引締め期の増資急増は，このような脆弱な金融仲

表 6-7 証券会社のコール・マネー需要額，投資信託のコール・ローン供給額

(単位：億円)

	証券会社の コール・マネー(a)	投資信託の コール・ローン(b)
昭和33年	89 (19.2)	93 (11.9)
34	375 (54.8)	331 (23.8)
35	268 (24.1)	284 (9.2)
36	264 (26.1)	259 (4.5)
37	163 (16.0)	-137 (-31.5)
38	-144 (-)	61 (13.9)
39	-408 (-)	383 (-)
40	-479 (-86.3)	-130 (-)
41	-244 (-)	46 (-)
42	-169 (-)	215 (-)

(注) (a)対負債増加額比率(%)，(-)は負債増加額が負の場合。
(b)対資産増加額比率(%)，(-)は資産増加額が負の場合。
(出所) 日本銀行「資金循環勘定」。

介メカニズムに立脚していたのである。

昭和35年12月に4大証券が，日銀の債券オペの対象機関に加えられることを求めた要望書を提出している。この要望書は，流動性を確保したいという証券会社の強い希望を示している。日銀は，この要望に理解を示したものの，4大証券を債券オペの対象機関へ組み入れることは見送った。¹⁾

他方，昭和36年11月，日銀は証券会社のコール資金借入を，自社系投資信託および本業の一般市場コール・ローンの範囲内に抑制し，一般市場や中小金融機関等からひも付きで取り入れるコール資金額を限定するように指導した。この規制のために証券会社の短期資金調達の可能性は狭められ，36年後半以降コール資金取入額の伸びは止まった。²⁾

公社債担保金融 ただし，民間銀行による公社債担保金融に言及しておくべきであろう。昭和36年後半の金融引締めの影響を受けて，36年から37年にかけて，発足したばかりの公社債投信の解約が急増した。公社債流通市場が実質的な機能を果たしていなかったため，証券会社が投資信託に組み入れられた公社債の買取りを迫られることになった。37年3月30日に証券取引審議会が，民間銀行による社債担保金融の実施を大蔵大臣へ答申したが，これは窮状にある証券会社を救済するための措置だといえよう。³⁾ この答申を受ける形で，37年6

月から4大証券に対する都銀などの公社債担保金融が実施されたのである。

大蔵省は証券市場の混乱状態を深く憂慮し、公社債担保金融についても総額150億円程度の、かなり大規模な融資を希望していたといわれる。しかし日本銀行は、公社債担保金融の規模を貸出査定枠内に収めることを希望していた。昭和37年6月、都銀、長信銀11行の常務会において決定された公社債担保金融の次の方針は、日銀の希望に添うものであった。⁴⁾

- (a) 当面、4大証券を対象とし、1社7億円、合計28億円の範囲内で早急に担保金融を実施する。
- (b) 融資は協調融資ではなく、4社に対する個々の取引銀行による融資とする。
- (c) 融資条件は、期間1年、日歩2.4銭を一応の基準とする。
- (d) 各銀行の公社債担保金融の割振りは次の表(表6-8)の通り。

この後も、昭和37年8～9月に第2回目の公社債担保金融が28億円の規模で、また同10月には60億円の規模で第3回目の担保金融が実施された。この融資については、銀行側に慎重論が強かったが、大蔵省の実施要請が非常に強く働いたといわれる。また、38年6月には、37年6月に実施された公社債担保金融の返済期限延長が話し合われ、貸付金利据置きのまま2カ月間返済期限が延長さ

れた。⁵⁾

〔注〕

- 1) 日本銀行資料。
当時、日銀副総裁だった佐々木直は、この件についての日銀の判断を次のように述べている(志村嘉一監修『戦後産業史への証言』4「金融の再編成」、昭和53年、毎日新聞社、226ページ)。
「……環境さえ整えば、証券会社も広い意味で金融業を営むという意味から、直接オペ対象とし得るという判断ですか。
佐々木：証券会社に対しては、直接資金を貸すよりは、証券会社を通じて証券の売買をすべきだ、そう考えました。」
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、第5章、127-28ページ。
- 3) 証券取引審議会「社債の流動化について」(昭和37年3月30日)。
- 4) 『日本銀行百年史』は「公社債投資信託は……発足当初の無理な募集とその後の金融引締め政策実施によって解約が多くなり、証券会社の資金繰りはかなり苦しくなっていたが、この公社債担保金融は、直接的にはそうした証券会社に対し、高利のコール資金の代りに公社債担保の低利融資を供給するという意味を持つものであった。……当初、証券界や大蔵省はこれに本行信用を供給するよう望んでいたが、本行としては公社債投資信託に伴う資金繰り悪化を本行信用で解決するのは適当でないという見地から、市中銀行ベースの融資によってこれに対処させることにしたものであった」と述べている(第6巻、第5章、127-28ページ)。
- 5) 37年11月までに、総額216億円の公社債担保金融が実行された。

表 6-8 公社債担保金融の割振り(昭和37年6月) (単位:100万円)

	野村証券	山一証券	大和証券	日興証券	合 計
富士銀行	60	100	80	100	340
三菱銀行	70	100	70	100	340
三和銀行	140	70	50	70	330
住友銀行	50	70	140	70	330
東海銀行	60	60	60	100	230
三井銀行	140	60	50	60	310
第一銀行	50	70	50	60	230
勸業銀行	10	70	40	20	140
大和銀行	30	0	0	0	30
協和銀行	0	0	20	20	40
神戸銀行	10	0	0	0	10
日本興業銀行	80	80	80	80	320
日本長期信用銀行	50	20	60	20	150
合 計	700	700	700	700	2,800

(出所) 日本銀行資料。

第3節 日本銀行の救済措置と金融政策

証券市場の混乱は一部の証券会社の経営状態に深刻な打撃を与え、そのことが証券市場の低迷を一層進めるという懸念が存在した。日本銀行は昭和40年のいわゆる「特融」のみならず、いくつかの金融的な救済措置を講じることになった。以下では、これらの救済措置の経緯とそれらが金融政策に及ぼした影響について考察する。

1 日本銀行の救済措置とその必要性

日本証券金融を通じる支援 日本銀行は、昭和37年11月に日本証券金融株式会社と手形貸付取引を開始した。これは、今後必要となる可能性の高い、証券市場への日銀の支援のルートを造っておこうという目論見を持つものであった。

昭和38年7月29日には、日銀の資金的なバックアップのもとに、日本証券金融による「債券担保金融」が実施されることとなった。これは、債券引受けを行う証券会社に債券手持ち金融を行うものであり、この金融を日証金がコール市場からの資金調達で賄うが、市場からの資金調達が困難である場合に、日銀が債券担保に貸付けを行うという制度である。39年9月7日には日本証券金融を通じて証券会社へ特別融資が実施された。¹⁾

日本共同証券、日本証券保有組合への融資 昭和39年1月20日、大蔵省の斡旋により、民間銀行、有力証券会社等の協力のもとに、株式買入れを主な目的とする日本共同証券株式会社が設立された。日銀は、39年10月23日に、日本共同証券が株式買入資金調達のために銀行など融資先に振り出した手形を日銀貸出適格担保として認めた。また、市中銀行が共同証券へ融資した分については、39年初頭から始まっている窓口指導の規制枠とは別扱いになること、そして日銀のクレジット・ラインの別枠扱いともなることが決められた。²⁾

また39年12月4日には、日本証券金融が日本共同証券に株式買入資金を融通した場合、それを支援する形で、日銀が日本証券金融へ特別融資を実施するこ

ととした。翌40年1月19日にも日本証券金融を通じる特別融資が実施された。

40年1月12日、証券業界は余剰株式棚上げを目的とした日本証券保有組合を設立したが、日銀は日本証券金融を通じてこの証券保有組合にも、40年1月から7月にかけて株式買入資金を融資したのである。

日銀特別融資(日銀法第25条) さらに、40年5月に山一證券の経営悪化が明るみに出たのをきっかけとして日銀法25条に基づき、同年6月に富士、三菱、興銀3行に対して同証券会社への資金融通を前提とした特別貸出措置を実施した。山一證券は39年以降、経営陣の更迭、借入金利の一時棚上げなど経営再建を進めている最中であつたが、5月21日にその事実が新聞報道されるに及んで、事態は一挙に深刻化したのである。

日本銀行は証券市場全体に及ぼす衝撃を勘案して、銀行を通じる特別融資に踏み切った。特別融資は5月28日に決定され、6月から7月にかけて総額282億円の資金が供給された。³⁾ 7月6日には、やはり経営困難に陥った大井証券に対して、同様の特別融資措置(融資額53億円)がとられた。

日銀特融の位置づけ 証券会社の経営破綻に対して、日本銀行が救援措置をとったことに対する当時の関係者の反応はおおむね「当然のこと」という受け止め方であつたようである。しかし、金融理論の観点からみて、日本銀行のこの救援措置をどのように評価できるであろうか。「最後の頼りどころ」としての中央銀行の役割は、当然のことながら個別の金融機関ではなく、金融市場全体の破綻を防止するためのものである。このような目的に照らして、昭和40年にとられた日銀の措置は正当化しうるものであつたか。正当化できるとすれば、どのような論拠によるものなのか。この点を考察してみよう。

第2節でみたように、昭和30年代後半以降、ディーリングを拡大した証券会社は、必要な資金を証券(とくに割引金融債)の運用預りに全面的に依存した。投資家たちは証券(とくに割引金融債)を一定の品貸し料で証券会社へ預ける。証券会社はその証券を担保としてコール資金市場から資金を調達し、その資金で株式等の証券の在庫保有を支えることによって、業容の拡大や株式の買支えを実行したのである。

直接的には、このような運用預りに立脚した証券会社の在庫金融が、日銀特融を引き出す原因であつたと考えられる。日本銀行は証券会社の運用預りにか

かわる債務不履行が投資家の信認を失墜させ、金融システムを混乱に陥れることを強く懸念していたようである。たとえば、当時日本銀行副総裁であった佐々木直は次のように証言している。「日銀特融の発動の根拠はもちろん日銀法25条にある「信用制度の保持育成」という条項にあるわけです。つまり、証券会社の運用預りが取付け騒ぎにあって、信用不安を引き起こし、これが全体に波及して、信用機構をガタガタにしてしまうんではないかという心配があった。証券会社に運用預りがなかったら、日銀法25条への踏切りは非常にむずかしかったんじゃないかと思います。」⁴⁾

大蔵省が証券会社の運用預りに対し、預り証券の最低20%を一種の支払準備として保有するよう規制を加えたとはいえ、⁵⁾ 運用預りは投資家にとって本来債務不履行のリスクを伴うものである。投資家は、個々の証券会社の経営内容に関して適切に開示された情報を用いて、運用預りのリスクを評価する。その評価にしたがって運用預りの品貸し料が調節され、運用預りによって業務を極端に拡大する証券会社に対して抑制が働く。このような市場メカニズムは「市場規律」とよばれるが、市場規律が働いている場合には、運用預りのリスクは投資家によって負担されるべきものである。

しかし、昭和40年の初頭に至るまで、運用預りは安全・確実な投資形態であるという認識が投資家の間に広まっていた。金融当局も上に述べたような「市場規律」の前提となる情報開示の制度を整えていなかった。たとえば、大蔵省は少なくとも39年6月には、山一証券の劣悪な経営内容についての情報を把握していたが、⁶⁾ その情報は市場に伝えられなかった。したがって、劣悪な経営状態にある証券会社が、相変わらず一定の品借り料で運用預りを拡大できたのである。⁷⁾

もちろん、39年6月の時点で証券会社の劣悪な経営内容に関する情報が突然開示され、運用預りに債務不履行がありうることで投資家に知られたとすれば、投資家たちはパニックに襲われ、運用預りの解約に殺到したことであろう。⁸⁾ このパニックは証券市場に大きな混乱をもたらしたに違いない。いうまでもなく、「市場規律」の有効な作用に不可欠なのは、そのような突然の情報開示ではなく、継続的な情報開示である。

以上の議論を要約すれば、次のようになる。昭和40年の時点において、日本

銀行が証券会社の救済を目的とした特別融資を供給したことは、金融市場の混乱を防止するうえで必要であったと考えられる。しかしその理由は、証券会社についても最後の拠り所としての中央銀行が必要であるということではなく、本来証券市場に存在すべきであった「市場規律」のメカニズムが欠落していたことに求められるであろう。

〔注〕

- 1) 「証券」編第2章を参照。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、第5章、143ページ。
- 3) この日銀融資は、昭和44年9月に完済された。
- 4) 志村嘉一監修『戦後産業史への証言』4「金融の再編成」(昭和53年、毎日新聞社)、228ページ。
- 5) 「証券」編第2章を参照。実際には、運用預りに関する「支払準備」規制は十分に実効的とはいえなかったようである。
- 6) 加治木俊道「40年証券恐慌」に関する証言を参照(志村嘉一監修『戦後産業史への証言』4「金融の再編成」、150-52ページ)。
- 7) 運用預りの残高は、40年4月に2932億円というピークを記録した。これは、39年9月時点の残高に比べて441億円の増加である。「証券」編第2章を参照。
- 8) 実際、40年5月21日の新聞報道は小規模ながらパニック状態をもたらしたのである。たとえば、次のドキュメンタリーを参照。草野厚『昭和40年5月28日—山一事件と日銀特融』(昭和61年、日本経済新聞社)、第4章。

2 証券対策の金融調節への影響

証券市場対策の実態 日本銀行が証券市場対策として民間金融部門に対して供給した四半期ごとのネットの借入額が表6-9に示されている。昭和39年第3四半期から40年第3四半期までに累積約3500億円の資金が日銀によって供給され、40年第4四半期以降はネットでみてそれらの融資の回収がかなり速やかに行われた。

日銀によるこの証券対策融資の規模自体は、この時期のハイパワード・マネーの増加額を基準として判断するとかなり大きなものであった。たとえば昭和39年、40年のハイパワード・マネー増加額(推計)はそれぞれ2400億円、2900億円程度であったが、証券対策として日銀が供給した資金額は39年に1000億円弱、40年に2500億円強であった(表6-9)。

表 6-9 ハイパワード・マネー増加額と日本銀行の証券対策
(昭和38年第1四半期～43年第1四半期)

(単位：億円)

年・四半期	ハイパワード・マネー増加額	日銀信用	証券対策
昭和38年 I	-2,599	1,583	0
II	883	-1,095	0
III	-417	2,204	0
IV	4,561	180	0
39年 I	-3,795	2,033	0
II	1,472	-757	0
III	-373	1,061	66
IV	5,060	-3,296	900
40年 I	-3,132	2,175	1,642
II	1,097	-1,240	214
III	-447	898	695
IV	5,394	-1,298	-2
41年 I	-4,391	2,760	-35
II	2,215	-299	-436
III	-966	1,884	-98
IV	6,617	1,245	-41
42年 I	-3,634	3,871	-210
II	1,811	2,005	-85
III	-499	2,501	-61
IV	6,858	-369	-113
43年 I	-4,445	3,653	-116

(出所) 日本銀行資料。

証券対策の計量分析 証券市場への日本銀行の挺入れが、そのマクロ的金融政策の基本的スタンスに何らかの実質的な影響を及ぼしたか否かを判断することはきわめて難しい。昭和39年後半は39年初頭に始まった金融引締めがまだ継続中であったから、もし大規模に証券対策のための資金供給が日銀によってなされたとすれば、それはあるいはこの時期のマクロ政策の方針と整合しないこととなったかもしれない。しかし、幸いにして、この時期の証券対策の規模はそれほど大きくなかった。日銀の証券対策は40年第1四半期から第3四半期にかけて本格的に展開されたといえるが、この時期は金融緩和政策が開始された時期に当たっていた。したがって、証券対策は日銀の金融政策運営を妨げる深刻な障害にならなかったものと推測される。

日本銀行の「反応関数」 ここでは暫定的な方法に従って、昭和30年代末から40

年にかけての証券市場の混迷が日本銀行の金融政策にどのような影響を及ぼしたかを探る。その方法は金融政策にかかわる日本銀行の反応関数を推計して、この反応関数において株価の変化率が有意な説明力をもつかどうかをテストすることである。一般に中央銀行の反応関数を計測する場合、被説明変数に選ばれるべきなのは、当然のことながら中央銀行が裁量的にコントロールできる変数である。そのような被説明変数としてマネー・サプライ(とくに M_2)を選ぶ研究例が多いが、中央銀行がマネー・サプライを厳密にコントロールしうるか否かについては議論の余地が大きい。しかし、過去の研究例を踏襲して、ここでもマネー・サプライ(M_2)の変化率を被説明変数とする日銀の反応関数を計測してみる。

また、コール・レートを被説明変数とする反応関数も計測してみる。もちろんコール・レートも直接的には銀行間の短期資金市場における資金の需給関係によって内生的に決定される変数である。しかし、日銀はきわめて細かに金融調整を実行することによって、コール・レートの均衡水準をかなり厳密にコントロールしてきたと思われる。したがって、コール・レートを金融政策の反応関数における被説明変数とするには決して不自然ではない。ただし、この方法は昭和30年代のコール・レートの公表値が、必ずしも金融市場の均衡を反映した「実勢値」に一致していないという難点をもっている。

表 6-10 には、マネー・サプライ変化率($M_2(t)$)およびコール・レート($r(t)$)をそれぞれ被説明変数とする、標準的な金融政策の反応関数の推計結果が示されている(標本期間昭和32年第1四半期～44年第4四半期)。この反応関数では被説明変数自体の自己ラグと実質 GNP 成長率($RY(t)$)、卸売物価上昇率($P(t)$)、経常収支の対 GNP 比($CA(t)$)のそれぞれの4四半期過去までの値を説明変数としている。 $M_2(t)$ を被説明変数とする場合には通常、 $CA(t)$ は正の係数を、また $RY(t)$ と $P(t)$ は負の係数をもつことが期待される。また、 $r(t)$ を被説明変数とする場合には、 $CA(t)$ が負の係数、 $RY(t)$ 、 $P(t)$ がそれぞれ正の係数をもつことが期待される。マネー・サプライ $M_2(t)$ に関する反応関数の場合には、 $CA(t)$ の係数の有意性が若干低いがほぼ期待通りの計測結果が得られる。しかしコール・レート $r(t)$ に関する反応関数の場合には、 $CA(t)$ の影響力が大きく現れている。

さらに、これらの反応関数の中へ説明変数として株価の過去4四半期までの変化率 $q(t)$ をつけ加えて、それが有意な説明力をもつかどうかをテストしている。表 6-10 に示してあるように、この $q(t)$ は有意性をもっていない。表 6-10 に示してあるように、この $q(t)$ は有意性をもっていない。つまり表 6-10 の(1)ないし(3)式のような日銀の反応関数を一応前提とすると、株価の変動が日本銀行の金融政策運営に有意な影響を及ぼしたとする仮説は棄却されるのである。

表 6-10 日本銀行の政策反応関数(昭和32年第1四半期～44年第4四半期)

説明変数	被説明変数	$X = M_2(t)$		$X = r(t)$	
		(1)	(2)	(3)	(4)
定数項		-0.03(1.72)	-0.02 (1.10)	3.04(1.95)	4.01(2.31)
$X(t-1)$		0.82(5.20)	0.79 (4.76)	1.11(6.75)	1.05(5.88)
$X(t-2)$		0.46(2.37)	0.45 (2.19)	-0.76(3.30)	-0.76(3.21)
$X(t-3)$		0.15(0.78)	0.14 (0.72)	0.56(2.35)	0.54(2.12)
$X(t-4)$		-0.29(1.95)	-0.30 (1.91)	-0.22(1.37)	-0.24(1.46)
$RY(t-1)$		-0.14(2.00)	-0.12 (1.63)	4.41(0.49)	3.65(0.38)
$RY(t-2)$		-0.07(0.85)	-0.08 (1.00)	-10.68(1.08)	-14.56(1.38)
$RY(t-3)$		0.10(1.26)	0.08 (0.90)	-1.30(0.13)	0.54(0.05)
$RY(t-4)$		0.19(2.80)	0.20 (2.69)	3.64(0.47)	4.38(0.52)
$P(t-1)$		-0.07(0.56)	-0.04 (0.26)	-6.24(0.43)	-4.17(0.27)
$P(t-2)$		-0.41(2.37)	-0.42 (2.28)	7.16(0.34)	2.36(0.11)
$P(t-3)$		0.28(1.59)	0.25 (1.32)	-4.66(0.22)	-9.64(0.45)
$P(t-4)$		0.04(0.33)	0.02 (0.13)	4.09(0.31)	4.05(0.29)
$CA(t-1)$		0.26(1.89)	0.26 (1.80)	-54.31(3.59)	-51.32(3.18)
$CA(t-2)$		0.26(1.78)	0.21 (1.33)	35.56(1.92)	24.46(1.13)
$CA(t-3)$		0.26(1.77)	0.26 (1.65)	-42.53(2.34)	-40.69(2.14)
$CA(t-4)$		0.11(0.77)	0.06 (0.38)	28.51(1.49)	16.29(0.73)
$q(t-1)$			0.006(0.28)		1.25(0.47)
$q(t-2)$			-0.008(0.28)		-2.53(0.72)
$q(t-3)$			-0.002(0.07)		2.90(0.84)
$q(t-4)$			0.017(0.83)		0.78(0.30)
R^2		0.894	0.886	0.757	0.750
SSR		0.00255	0.00243	42.54	38.67
SER		0.00853	0.00885	1.103	1.117
F			0.351		0.776

(注) ()内は t 値。(2),(4)式の F 値は $q(-1), \dots, q(-4)$ の係数がすべてゼロであるという帰無仮説の F 検定の値。

3 実物経済へのインパクト

次に、証券市場の混乱、低迷が日本の実物経済にどのような打撃を与えたかという問題を考察してみよう。株式市場、さらには証券市場における混迷が実物経済に及ぼす影響の経路としては、主として次の二つのものが考えられる。第1は、株式やその他の有価証券の市場価格が低落することによって、民間部門の保有する資産額が減少し、資産効果を通じて消費需要を低減させるという経路である。第2は、

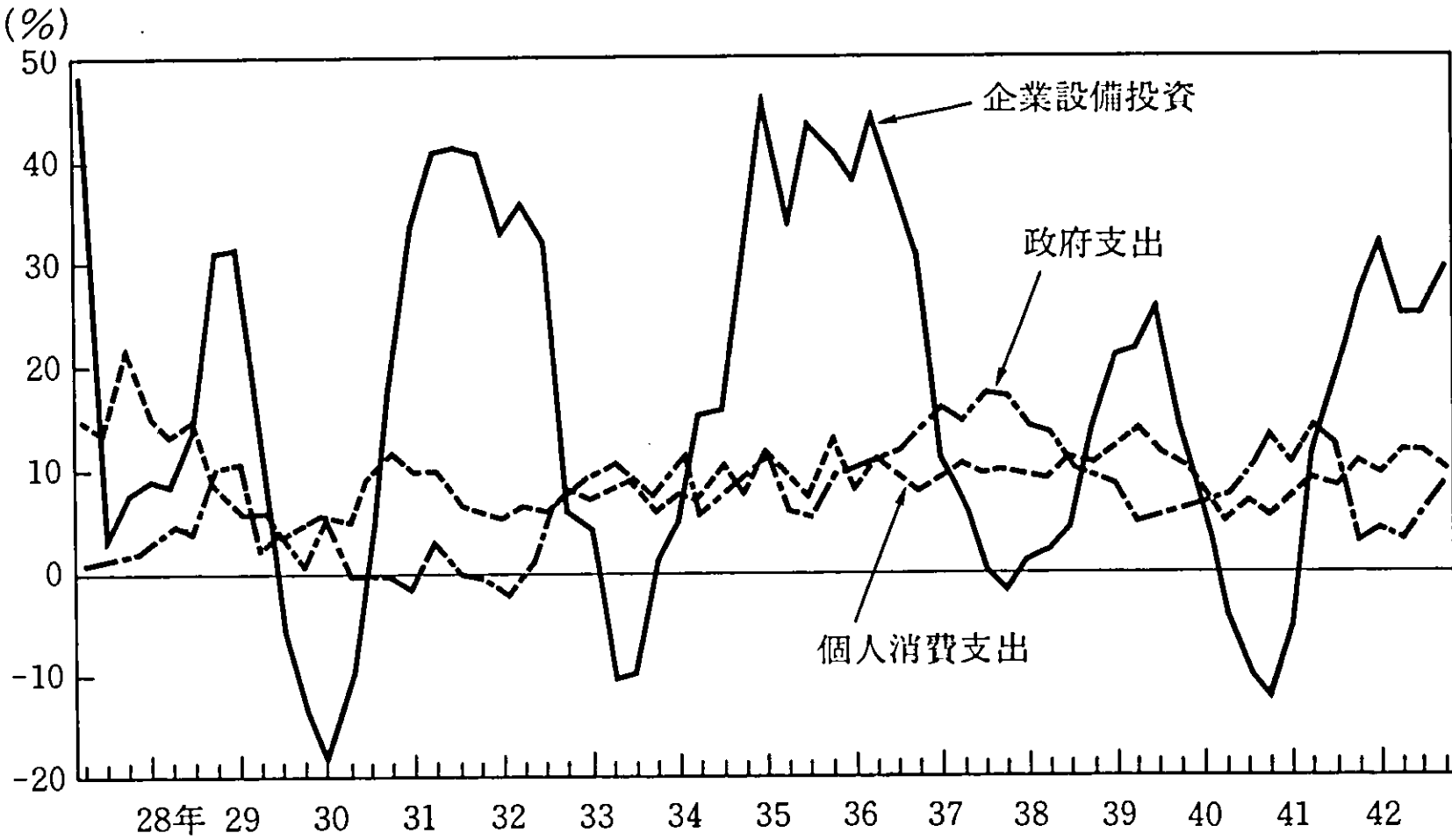
証券市場の混乱が企業等の借手にとっての資金調達の可能性を狭め、投資支出等にマイナスの影響を及ぼすという経路である。

図6-5に即して、まず実質個人消費支出の増加率をみると、株価の急落がほぼ一貫して続いた昭和36年半ばから39年前半にかけて非常に安定して高い水準にとどまりつづけていることが分かる。実質消費支出の増加率がかなり急速に落ち込むのは39年半ばから40年までの時期であるが、これを株価の低落のために生じたと判断するのは、それ以前の約3年間に生じた株価の大幅な下落が個人消費の減少につながっていないことを考えると無理であろう。

民間の実質固定資本形成の増加率は平均株価がほぼ半減した昭和36年から37年末にかけて急速に低下した。すでに述べたように、この時期には非常に活発に増資が行われたのであるが、民間の実質投資は減少したのである。このことは、民間投資の主要な資金源泉である銀行貸出がこの時期に(厳しい金融引締めのために)大幅に低下したことを反映している。つまり、少なくともこの時期の民間投資は株式市場の動向にではなく、銀行貸出の動向に基本的に規定されていたと考えられる。

また、昭和38年初頭から39年後半には、平均株価の引き続く下落にもかかわらず実質国民総支出は昭和35～36年の時期にほぼ匹敵するテンポで成長している。したがって、株価の継続的な下落が実物経済に及ぼした抑制的な影響は、ごく軽微な程度にとどまっていたと判断して間違いないであろう。

図 6-5 実質支出の変動(前年同期比)(昭和28年第2四半期～42年第4四半期)



株価低落の実質効果の計測 以上述べたような推論を厳密な方法で確かめることはなかなか容易ではない。しかし、ここではバーナンキ(1983年)の方法を踏襲してマクロ実物経済の変動と証券市場の混迷との関係について暫定的な分析を試みる。バーナンキは1930年代のアメリカの大恐慌期に生じた全国規模の銀行倒産が実物経済に及ぼした影響を、バロー(1978年)の分析方法に基づいて考察している。¹⁾つまり、バローはマクロ経済の実物的変動は、主としてマネー・サプライの予想されない変化を原因として生じると論じたが、バーナンキは、この仮説を基盤として実物経済の変動を考察したのである。

本稿でもすでに昭和32年第1四半期～44年第4四半期を標本期間とするマネー・サプライ(M_2)反応関数を計測した。そこで計測された反応関数から、標本期間にわたるマネー・サプライ変化率の予測値($FM(t)$)の時系列を作ることができる。さらにマネー・サプライ変化率の実現値($AM(t)$)と上の予測値との差からマネー・サプライの予想されなかった変化率($UM(t)$)の時系列をもとめる。実質GNPの変化率($RY(t)$)をそれ自身のラグ、マネー・サプライの予想されなかった変化率($UM(t)$)、およびその予想された変化率($FM(t)$)で回帰した結果が表6-11に示されている。

表6-11の(1)、(2)を見ると、マネー・サプライの予想されなかった変化 $UM(t)$ が実質GNPの変化率に及ぼす影響は無視しうる程度であることが分かる。 $UM(t-1)$ から $UM(t-4)$ までの説明変数に関する F 値(自由度(4, 36))は0.152となり、それらの説明変数の係数がすべてゼロであるとする帰無仮説は棄却されない。この結果は標本期間を昭和40年第1四半期～55年第4四半期とした、瀬尾・高橋(1982年)の結果と大きく異なっている。彼らの計測によれば、マネー・サプライの予想されなかった変化率は安定的かつ有意に実質GNPの変化を説明するのに対し、マネー・サプライの予想された変化率は有意ではあるが不安定な説明力しかもたない。²⁾

このような計測結果の相違のもっとも大きな理由は、標本期間の違いに求められるかも知れない。少なくとも昭和40年代前半までの日本経済については、バロー(1978年)が想定したような合理的期待モデルの仮定はあてはまらなかったと思われる。とくに、その仮定の中に含まれている市場の完全な価格調整メカニズムは、日本経済の変動を説明するうえでは、非現実的な仮定といわねばならない。

ここで問題とされているのは、株式市場の状況が実物経済に及ぼす影響である。そこで、株価の変化率 $q(t)$ を説明変数に加えて計測した結果が表6-11の(3)、(4)である。(3)はバロー流の計測式にそのまま $q(t)$ のラグを入れたものであり、(4)は有意な説明力をもたない変数 $UM(t)$ を削除して、ラグ付き $q(t)$ を入れたものである。

表 6-11 実質GNPの変化率、マネー・サプライの予想外の変化、および株価変化率(昭和33年第1四半期～44年第4四半期)

説明変数	被説明変数	$RY(t)$ (1)	$RY(t)$ (2)	$RY(t)$ (3)	$RY(t)$ (4)
$RY(-1)$		0.52(3.99)	0.55(4.50)	0.57(3.88)	0.60(4.36)
$RY(-2)$		0.42(2.68)	0.46(3.18)	0.39(2.19)	0.44(2.68)
$RY(-3)$		0.14(0.94)	0.13(0.88)	0.11(0.62)	0.10(0.57)
$RY(-4)$		-0.44(3.37)	-0.46(3.78)	-0.39(2.67)	-0.43(3.13)
$FM(-1)$		0.55(1.54)	0.83(3.16)	0.43(1.13)	0.76(2.74)
$FM(-2)$		-0.80(1.35)	-1.12(2.54)	-0.75(1.22)	-1.10(2.42)
$FM(-3)$		0.99(1.69)	0.96(2.17)	1.15(1.87)	1.06(2.28)
$FM(-4)$		-0.77(2.34)	-0.65(2.54)	-0.83(2.24)	-0.67(2.26)
$UM(-1)$		-0.09(0.24)		-0.09(0.23)	
$UM(-2)$		0.52(1.16)		0.59(1.26)	
$UM(-3)$		-0.04(0.09)		-0.00(0.01)	
$UM(-4)$		-0.11(0.27)		-0.18(0.41)	
$q(-1)$				0.04(1.13)	0.04(1.05)
$q(-2)$				-0.02(0.37)	-0.02(0.35)
$q(-3)$				-0.05(0.87)	-0.04(0.81)
$q(-4)$				0.03(0.93)	0.03(0.84)
R^2		0.744	0.761	0.731	0.748
SSR		0.0092	0.0096	0.0086	0.0091
SER		0.0162	0.0157	0.0166	0.0161

(注) ()内は t 値。

いずれにしても、株価 $q(t)$ が高い説明力をもっていないことは明らかである。³⁾

要約 以上の考察を要約してみよう。株式発行市場は、昭和40年以降の数年間、明らかに停滞した。しかし、このことは経済の実物部門に深刻な打撃を及ぼさなかった。実質国民総支出の成長率は昭和41年以降きわめて順調に回復して、安定的な、しかも高い経済成長が実現されたのである。結局、昭和40年に至るまでの証券市場の混乱は、それを「証券恐慌」とよぶには明らかに大げさな程度の混乱であった。すでに述べたように証券市場の混乱に対して日本銀行は積極的な支援策をとったが、それが金融システム大規模な混乱の発生を未然に防止するうえで有効であったと思われる。しかし、日本の金融システムが安定性を保ちつづけることができたより根本的な原因としては、銀行部門が安定性を維持しつづけたという点を挙げるべきであろう。

図6-6には、個人部門の金融資産に占める銀行預金(要求払いと定期性預金の合計)、株式(ただし簿価)、投資信託受益証券の比率の推移が描かれている。昭和38年前後

からこの部門の株式、投資信託の保有比率が低下しはじめるとともに、銀行預金保有比率が上昇している。つまり、証券市場の混乱は銀行部門への資金流入をもたらしたのである。この状況は、たとえば1930年代前半のアメリカにおいて生じた金融的混乱が銀行預金の取付けという形態で、銀行からの多額の資金流出を伴っていたのと対照的である。バーナンキ(1983年)等が明らかにしているように、銀行からの資金流出がマネー・サプライの激減と銀行倒産をもたらし、当時のアメリカの実物経済に無視できない打撃を与えた。

しかし表6-1が明確に示しているように、昭和30年代末から40年代前半にかけての日本においては、株式市場(および公社債市場)の停滞を補う形で銀行貸出市場が速やかに拡大した。銀行貸出市場の機能が日本の金融システムの中で一層重要となったのである。このことは、昭和40年代の高度成長期後半の金融システムを性格づけることにもなった。つまり、第二次大戦後の比較的早い時期から金融仲介システムにおいて相対的に優位を占めていた銀行部門が、昭和30年代後半の証券市場の混乱をきっかけとして、一層重要な地位を占めることとなったのである。

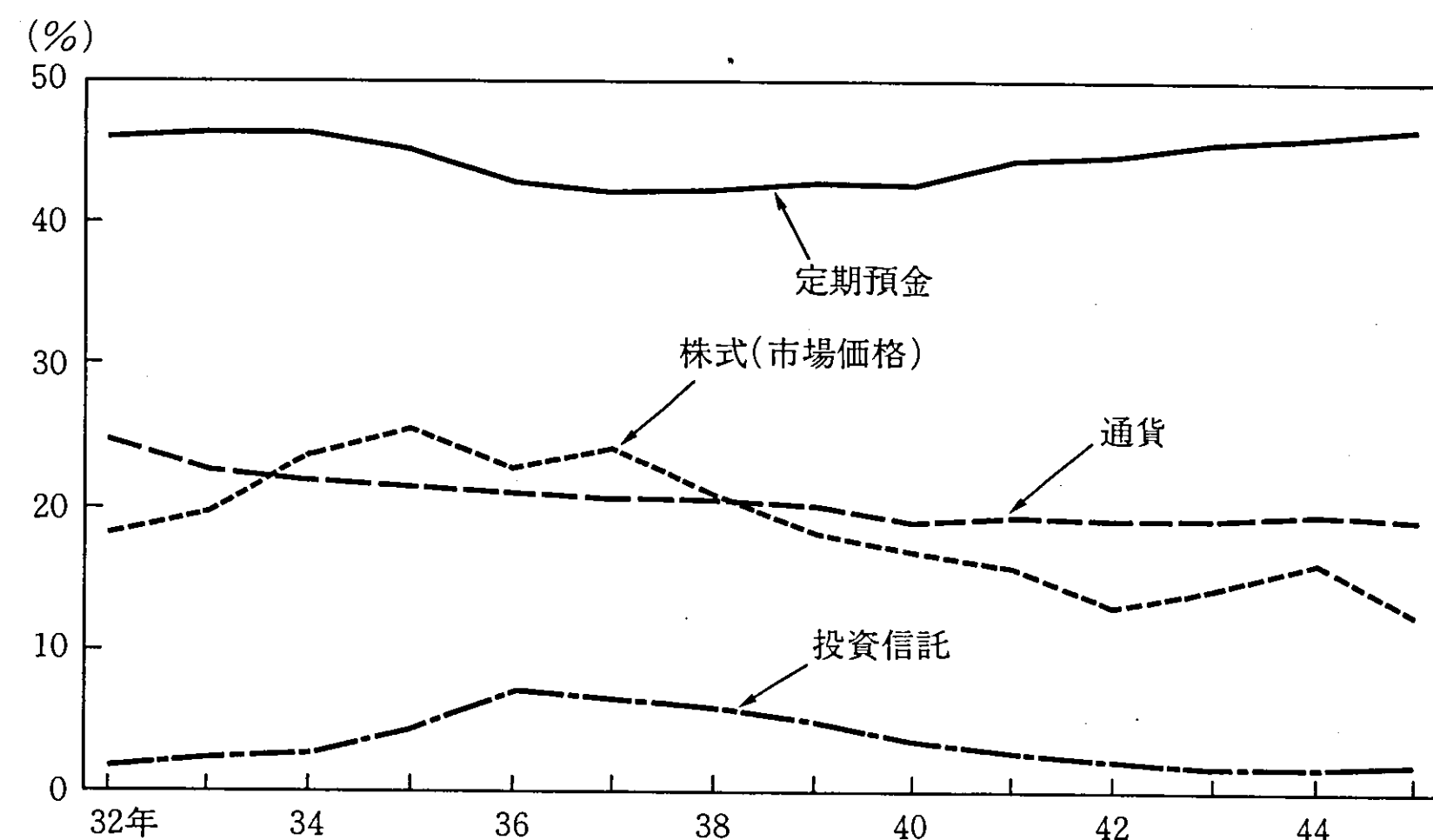
〔注〕

- 1) Ben S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, June 1983, および, Robert Barro, "Unanticipated Money, Output, and the Price Level in the United States," *Journal of Political Economy*, Vol. 86, August

1978, を参照。

- 2) 瀬尾純一郎・高橋亘「合理的期待とマネー・サプライ政策—わが国における「マクロ合理的期待」仮説の検証」(『金融研究資料』第11号, 昭和57年2月)。かれらが引用しているピゴットの日本に関する実証研究は、予想されたマネー・サプライの変化が実物経済に強い影響を及ぼすのに対し、予想されないマネー・サプライの変化は有意な説明力をもたないという結果を得ている(標本期間は昭和35年第1四半期～52年第3四半期)。この結果は、本稿の結論とほぼ一致している(C. Piggot, "Rational Expectations and Counter-cyclical Monetary Policy: The Japanese Experience," *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, Summer 1978)。
- 3) (3), (4)においてラグ付き $q(t)$ の係数がすべてゼロであるという帰無仮説に関する F 値はそれぞれ1.12, 0.99であり、これらの帰無仮説は棄却されない。

図 6-6 個人資産の構成(対総資産)(昭和32～45年)



第7章 高度成長の折返し点における 日本の金融

今日振り返ると、証券不況がクライマックスを迎えた昭和40年は、日本経済の高度成長のちょうど折返し点だったと考えられる。昭和30年代初頭から始まった高度成長は、池田内閣の所得倍増計画によって拍車をかけられた。しかし、貿易・為替の自由化の本格化を控えて、証券市場の混乱が典型的に示した金融的不安定性は、日本経済に強い緊張感を与えることになった。また昭和40年代に進められた資本自由化措置は、非常に漸進的なものであったにもかかわらず、日本の金融システムにかなり重大な影響を及ぼしたのである。

経済成長の急速な進展がもたらす「ひずみ」が、社会問題として次第に強く認識されるようになった点も看過できないであろう。たとえば、昭和39年11月17日に発表された経済審議会の中期経済計画答申「国民所得倍増計画の残された期間における中期の経済計画」では、(1)民間企業の資本構成悪化、(2)消費者物価の強い上昇傾向、(3)労働力の需給逼迫、(4)住宅・生活環境施設、公害予防措置等の生産の立ち後れ、などが指摘されたのである。¹⁾

金融の側面からみると、第5章で詳しく論じた「新金融調節方式」は、昭和30年代後半に高まった緊張に対する金融政策当局の一つの対応策であった。しかし、政策当局の対策はそれにとどまらなかった。たとえば、産業界、金融界、そして政府の三者による協調体制を確立することによって、本格的な国際化に対応するための金融上の挺入を図ろうとする動きが通産省を中心として展開された。また大蔵省は、民間銀行の行動を安定化させ、企業の資本構成を健全化するための方策を模索した。

さらに、昭和30年代の後半の金融逼迫のもとであらわとなった実効的な貸出金利調整の動き、すなわち歩積み・両建て預金の問題、さらには民間銀行の「放漫」な経営行動が社会問題として取りざたされた。この章では、これらの

問題について考察するとともに、証券不況後の金融緩和政策の過程についても説明する。

〔注〕

- 1) 第47回国会(臨時会)における田中蔵相の財政演説の中でも「〔経済〕成長の過程におきまして、経済社会の各分野における合理化、近代化を行ない、いわゆる「ひずみ」を是正しつつ、国民経済全体としての効率を一段と高めていくこと」が財政金融政策の基本的な課題であるとされている(『大蔵大臣財政演説集』, 昭和47年, 888ページ)。

第1節 国際化に対応する産業・金融体制の構築

1 「国際競争力」強化に対する通産省の方策

昭和35年6月24日に「貿易・為替自由化計画大綱」が決定されて以来、通商産業省を中心とした政策当局、および産業界は、企業の「国際競争力」を強化するための措置を活発に模索した。そして、この活動は、金融の分野にも及んだのである。

たとえば、37年7月の産業構造調査会産業金融部会において、通産省は「投資効率向上のための産業金融のあり方」について意見を表明したが、その中で、戦略的地位を占める産業で長期的構造的問題を抱える業種については、産業界と金融界の間で強調体制を形成すべきであるという考え方を打ち出した。¹⁾

さらに37年10月29日、産業合理化審議会産業資金部会がとりまとめた報告書「産業金融のあり方について」では、日本企業の自己資本調達割合がかなり低いこと、大銀行を中心とする系列金融の傾向がみられること、民間銀行の日本銀行貸出への依存度が高いこと、金利水準が国際的にみて割高であること、等の金融構造上の特徴を高度成長に伴う現象であると同時に、高度成長を支えてきた要因であると評価している。しかし、「自由化の本格的展開を控えた現段階においては、それらの意義ないし役割はおのずから変化しつつあるもの」と判断し、産業界における金融的な協調の場を形成することが必要であると主張している。²⁾

同報告書は金融面の具体的な施策として、(1)開発銀行等による誘導的融資の拡充、(2)金融面における協調体制の確立を強調し、「増資起債、銀行融資を含めて、企業の資金調達が産業体制整備の観点から秩序正しく行われるよう、既存の各種懇談会、審議会等のあり方を再検討し、それらの総合的な運用を行うことが必要である」と述べている。この精神は次のいわゆる「特振法」案に引き継がれている。

〔注〕

- 1) 産業資金部会において通産省が表明した「投資効率向上のための産業金融のあり方」に関する意見は、『金融』昭和37年9月, 70-71ページを参照。
- 2) 産業構造調査会産業資金部会「産業金融のあり方について—当面の体制金融施策」(昭和37年10月29日)。

2 「特振法」案

通産省のイニシアティブによって産業と金融の協調体制を確立するというアイディアは、38年3月22日に閣議決定され、国会に上程された「特定産業振興臨時措置法案」(特振法)に集大成された。この法案は、自動車、石油化学などの特定の産業の国際競争力強化を目的とし、金融的な側面からも特定の重要産業に支援を与えようとするものである。¹⁾

たとえば発表された法案には次のような条項が盛り込まれていた。

第六条 銀行は、特定産業を営む者に対する資金の供給については、その判断に当たり、この法律の趣旨にそうよう留意するものとする。

2 政府関係金融機関は、特定産業に係る振興基準で定められた方針に従って生産または経営の規模の適正化を通じ産業活動を効率化することに寄与すると認められたときには、特定産業を営む者に対する資金の供給に努めなければならない。

第七条 政府は、特定産業を営む者に対し、当該特定産業に係る振興基準で定められた方針に従って生産または経営の規模の適正化を通じ産業活動を効率化するために必要な資金については、その確保に努めるものとする。

この法案の原案に対しては、公正取引委員会からは独占禁止法との調整、大蔵省からは税制優遇措置、金融界からは金融統制の危険という観点から強い反

対意見が提出された。そのため、通産省は、原案にあった特定産業振興基準の決定に金融機関を参加させることを削除するなど大幅な修正を加えて閣議決定に持ち込んだのである。この法案自体は廃案となったが、金融制度をも巻き込む協調体制確立に通産省がいかに熱心であったか、また金融界がそれにいかに警戒的であったかを物語るエピソードである。また、法律自体は廃案になったとはいえ、産業の発展に対して金融が協調体制をとるべきであるという考え方は、さまざまな分野において少なからず影響力をもったのである。

各財界の要望 日本商工会議所、経済同友会、経済団体連合会、関西経済連合会等の経済諸団体は40年6月に相次いで政府に対し経済政策についての要望を発表したが、これらの要望は企業の体質改善、国際競争力強化のための公定歩合再々引下げ、独占禁止法の改正ないし弾力的運用、企業減税等共通の項目が多く含まれていた。ただし、国債の発行という点では、関西経済連合会がインフレ懸念から慎重論を打ち出すなど、かならずしも財界の見解が一致していなかった。²⁾

昭和41年4月に当時の経済同友会代表幹事木川田一隆が発表した「新しい産業秩序への主体的実践」と題する所見も、高度成長から安定成長への転換の必要性を強調するとともに、それに対応するための「構造金融」の確立を主張している。これは、政府金融を中心とし、それに民間銀行が協力することによって、日本経済を安定成長へと導こうとするものであった。³⁾

独占禁止法運用の「弾力化」 昭和41年11月に通産省と公正取引委員会は、独占禁止法の運用の原則について合意に達し、その覚書を交換した。この覚書は、巨大企業同士の合併、投資調整などに関して、独禁法の明確な運用基準がなく、資本の自由化を目前にして日本の産業再編成を進めるうえで不都合であるという産業界自体の声を反映したものであった。

この覚書によって、(1)合併については、市場占拠率、企業数、企業規模の順位などばかりでなく、外国企業の日本への進出などの可能性をも勘案して、総合的な判断に立脚した運用を行う、(2)投資調整、共同投資など投資の効率化、老朽過剰設備の廃棄などに対する業界の話し合いが実質的な需給関係に影響しないのであれば、独禁法適用の対象とならない、など「弾力化」の方向が示された。これによって通産省が産業構造審議会などの場を利用して進める構造改善、

産業再編成などの産業政策と独禁政策との整合化が図られたといわれる。⁴⁾

〔注〕

- 1) 「特定産業振興臨時措置法案」の提案理由は次のようにうたわれている。「貿易の自由化等により経済事情が変動しつつある事態にかんがみ、産業構造の高度化を促進するため、その国際競争力を培養する必要がある産業について、生産の専門化、事業の共同化、合併等による生産または経営の規模の適正化を通じ産業活動を効率化してその振興を図るための基準を定め、その基準で定められた方針を円滑に実施するための措置を講ずる必要がある。」(「第44回国会参議院商工委員会議録」第2号)
- 2) 経済諸団体の政府に対する要望は、『金融』昭和40年8月、64ページを参照。
- 3) 「構造金融」に関する経済同友会の考え方は以下の通りである(『金融』昭和41年6月、65ページ)。

ここでいう構造金融は一般金融と異なり、わが国が直面している過渡的な困難を排除し、高度産業社会の進展ならびに新しい国際分業秩序の形成に向っての円滑な移行を目的とする政策的金融として特殊の時代的機能をもつものである。このような構造金融は、政府特殊金融機関によって供給される長期、低利の資金によらなければならない面が多いが、同時に民間の長期債券発行銀行ならびに市中銀行のこれに果す役割もまた大きい。／時代即応の構造金融を導入する場合、従来の一般金融のあり方も是正する必要がある。このため、まず資金の需要側としての企業は節度ある投資慣行の確立をはかる一方、資金調達に際しては従来の銀行借入れ偏重より、株式・社債によるなどその調達ルートを多様化する必要がある。／また資金の供給側としての銀行も、従来のともすれば行過ぎた預金獲得競争、それによる資金コスト低下の阻害、系列金融中心の貸出し競争などの傾向を改め、健全金融、金融の正常化を強力に推進しなければならない。／このようにして一般金融と構造金融とを車の両輪として、開放体制下の新産業秩序の方向に沿った新金融体制を確立し、これによって自由企業が企業体質を強化し、自主性の確立の上に創造的機能を発揮し、ひいてはわが国全体の資本の効率的配分と有効活用に進まねばならない。」

- 4) 『通商産業省年報』昭和41年度版、66-67ページ。

3 資本自由化の資本市場への影響

昭和39年4月28日、日本はOECD(経済開発協力機構)への加盟を正式に認められた。同月1日にIMF 8条国へ移行したこととならんで、これは日本の経済力が先進工業国の仲間入りを許されるほどに高まったことを示しており、第二次大戦後の順調な経済発展、さらにそれを支えた経済政策運営の成功を証明するものとして、政策当局にとって大いに歓迎すべきことがらであった。

しかし他方、OECD加盟は資本自由化、とりわけ対内直接投資の自由化を積極的に推進する義務を負うことでもあった。加盟当初、政策当局は対内直接投資自由化に対して全面的に留保するという非常に保守的なスタンスをとった。しかし、自由化に対するOECDの側からの要請が強まり、42年6月2日の外資審議会「第一次自由化答申」を皮切りに、48年5月1日の第五次自由化(原則100%自由化)措置に至るまで、政策当局は漸次的ながら着実に対内直接投資自由化を実施しなければならなかったのである。資本自由化の過程については「国際金融」編において詳しく説明される。ここでは、OECD加盟に伴って推進されることになった対内直接投資自由化が日本の金融に与えたインパクトについて簡単に展望する。

資本自由化対策 この当時の一般的認識は、日本企業の経営基盤は依然脆弱であるから、対内直接投資の全面的自由化は、外国資本が日本企業の経営を支配してしまうという結果をもたらすに違いないという悲観的なものであった。そこで資本自由化の推進に伴って、「外資による会社支配の取得防止」が重要な課題とされたのである。

たとえば、対内直接投資自由化の具体的な手順を検討した外資審議会専門委員会報告(42年5月17日)では、「外資による会社支配」を防止するための方策として、次のような項目が検討された。¹⁾

- (1) 「金融機関の助言を得る」ため、独占禁止法第11条に定められた金融機関の持株制限(当時10%)の緩和をすること。
- (2) 商法第204条の規定に基づいて、外国人投資家への株式譲渡を定款によって制限すること。
- (3) 定款によって外国人役員の選出を制限すること。
- (4) 「安定株主工作」として、従業員持株制度を推進すること。

実際に外資審議会によって答申された資本自由化措置では、48年5月1日の第五次自由化に至るまで、既存企業の経営支配を目的とした直接投資に対しては、「個別審査」によって認可・不認可を決定するという非常に制限的な条件が維持された。外資審議会専門委員会において検討された上記のような資本自由化対策は、外資審議会の答申の中で具体的に提案されることはなかったが、外国資本に対する警戒心がいかに強く、日本の経済界がいかに閉鎖的な資本市

場を望んでいたかがうかがえる。

通産省「対内直接投資に関する実態調査の中間報告」 外資審議会が第一次資本自由化措置を提言するより以前の41年11月28日に、通産省は直接投資の自由化が日本の産業に及ぼす影響に関する実態調査を実施したが、ここには、金融・資本市場の側面からも懸念される状況が指摘されて、外国企業の日本企業支配に対する強い警戒感が示されている。

たとえば、日本企業の株式を外国投資家が買い占めて、その経営を支配することは、雇用、技術等の面からみてプラスの効果が少ないとし、「自己資本比率20%程度というような株式資本の過少性と株主構成が著しく分散している」現状の問題点を強調している。

また、外国巨大企業がその圧倒的な経済力を利用して市場を支配することに対する懸念が表明されており、また外国企業の子会社の活動方針は親会社の方針によって根本的に規定されるから、「子会社の所在する国の国民経済の運営と調和を保つビヘイビアをとるとは限らない」としたうえで、「例えば金融引締の時期における外資企業の拡張投資が財政金融政策の運営を困難とし、あるいは技術開発の本国集中主義が独自の技術の発展の可能性を奪う結果をもたらす、また一般的には産業界の自主調整あるいは官民協調方式による設備投資の調整等の円滑な運営を阻害する等の影響を生ずる」と指摘されている。²⁾

株式持合いの進展 資本自由化を進めるにあたって、日本の企業経営を合理化すること、つまり「優秀な労働力と資本の確保に努め、コストの引下げ、資産内容の健全化をはかり、自主技術の開発を重視するなど、合理的な経営態度に」³⁾ することの必要性が各方面から唱えられたが、こうした反応はそれほど目新しいものではない。この節の冒頭に述べたように、昭和30年代半ば以降、貿易・為替自由化計画を進める過程で唱えられた決り文句のようなものであった。金融の側面においては、「自己資本の充実、金利とくに長期金利の引下げ」⁴⁾ の必要性が強調されたが、これも従来から関係者の間で絶えず主張されてきた点である。42年6月の外資審議会の第一次自由化答申以来、政府は44年3月1日(第二次自由化)、45年8月25日(第三次自由化)、46年8月3日(第四次自由化)、48年5月1日(第五次自由化)と対内直接投資の漸次的な自由化措置をとってきた。⁵⁾ しかし、政府のスタンスは、既存企業の経営支配を目的とする

直接投資に対して制約的でありつづけたものの、それ以上日本の企業を「外資の支配から守る」ための具体的な措置を実施したわけではない。

一方、日本の株式市場は対内直接投資の自由化に対して非常に鋭敏に反応し、その後の日本の金融システムの機能を規定するような重要な条件を生み出したのである。それは株式の相互保有(いわゆる「持合い」)の進展である。外資審議会専門委員会は、「外資による会社支配の取得を防止」するため「金融機関の助言を得ること」の意義について考察したが、⁶⁾ 株式市場においては自生的な反応として、金融機関および事業法人を核とする株式の相互保有、および株主安定化工作が進められたのである。⁷⁾

図7-1は所有者別の株式分布(株数)の推移を示しているが、投資信託をも含む個人の株式保有比率は昭和40年以降かなり急激に低下し、それに代わって金融機関および事業法人の保有比率が着実に上昇していることが分かる。このような変化の一因は、もちろん昭和30年代末から40年代初頭にかけて生じた株式市場の混乱である。しかし同時に、対内直接投資自由化に対処するため、企業相互間の株式持合いが進められたことも、この現象を説明するもう一つの重要な要因である。つまり、資本自由化に伴って、外国資本による日本企業の経営支配の脅威からまぬがれるため、企業間で相互に株式を保有し合うことにより、

図7-1 所有者別の株式分布(株数)の推移

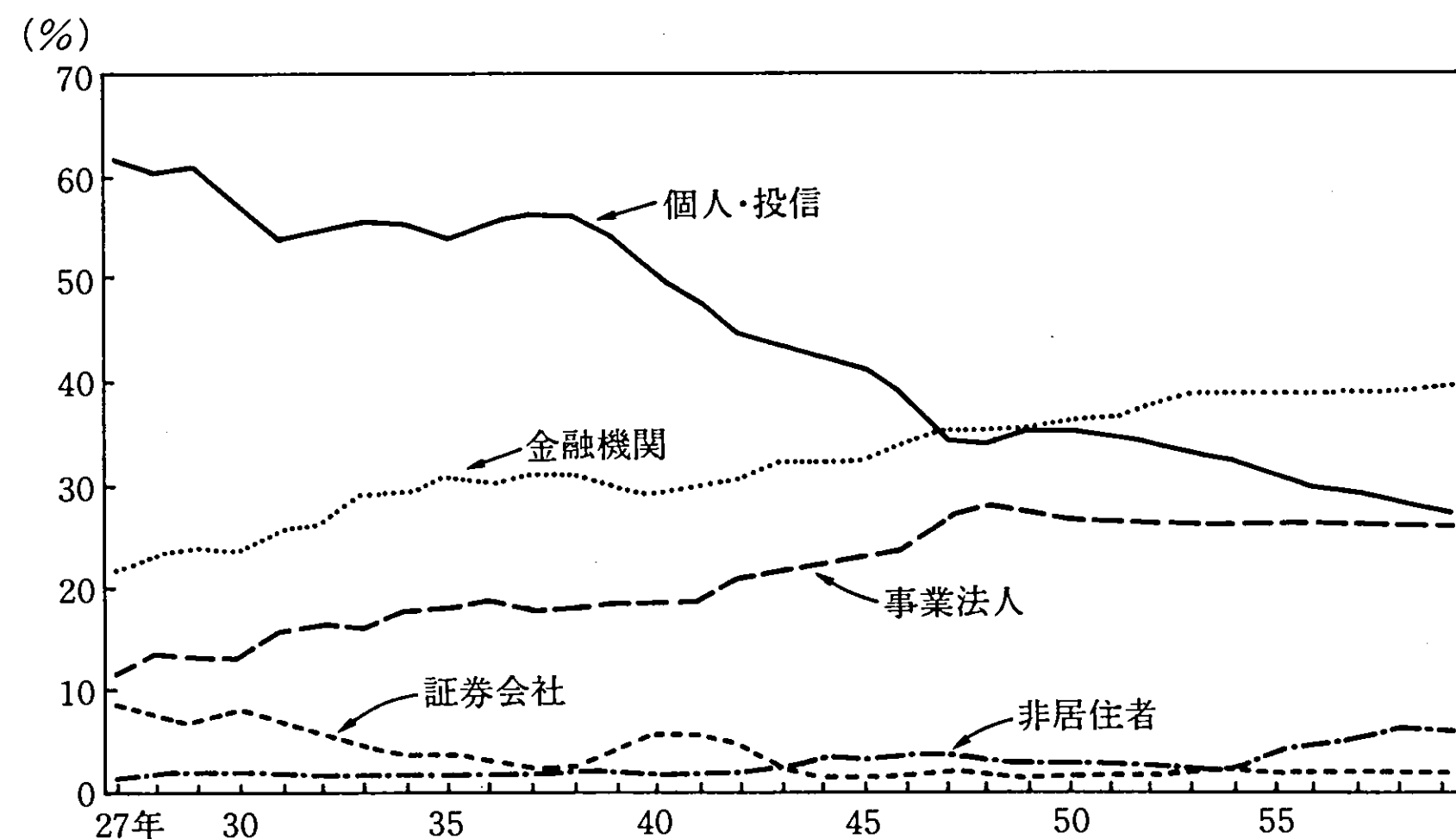


表7-1 6大企業集団の同系株式所有率 (%)

年 月	三 井	三 菱	住 友	富 士	第一 勧 銀	三 和
昭和						
38. 9	9.6	17.8	19.2	10.3	10.2	10.0
39. 9	10.3	17.9	19.8	11.3	9.4	10.8
40. 9	10.0	17.2	18.8	10.9	10.3	9.0
41. 9	10.5	16.8	18.4	11.2	10.9	9.1
42. 9	11.6	16.9	19.0	12.3	12.6	9.6
43. 9	12.3	17.7	20.4	14.6	15.8	10.6
44. 9	13.1	19.5	21.3	15.5	15.7	10.9
45. 9	14.1	20.7	21.8	15.3	17.2	11.2
46. 9	14.7	22.7	22.6	17.0	15.2	11.2
47. 9	16.1	24.6	23.5	17.7	15.2	11.7
48. 9	17.3	26.0	24.4	18.8	15.2	12.2
49. 9	17.4	26.6	24.7	19.1	16.9	13.0
50. 9	17.2	26.4	24.7	19.2	16.8	13.2
55. 9	18.4	26.2	26.2	19.1	15.5	10.1
60. 9	18.2	24.9	24.5	18.5	15.2	11.4

(出所) 日本経済調査協議会『系列の研究』。

既存の経営陣の地位を安泰にしようとする努力がなされたのである。

株式持合いの進展は、次の表7-1によってより具体的に理解できよう。この表では、有力都市銀行を中心とする6大企業集団とよばれる企業グループのそれぞれが、グループ内に属する企業の株式を保有している比率が示されている。各企業グループのグループ内株式保有比率は39年度以降かなり急速に上昇したことがこの表から読み取れるのである。

株式持合いの評価 株式の相互保有は昭和50年代以降にもさらに進められた。株式の相互保有が、既存の企業経営者に対する株式市場からの圧力を軽減する機能を果たしていることは明らかであり、その意味では対内直接投資自由化に対する日本企業の自主的対応は成功したとみることもできよう。

しかし、この株式持合いが日本企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしたかを評価するのは容易ではない。この点については、専門家の間で見解の大きな相違がある。一部の専門家は株式持合いの進展は、日本の市場の寡占化を促し、むしろ経済の非効率性を高める危険があると主張する。この考え方によれば、株式持合いは独占禁止法に精神に照らして規制されるべきなのである。⁸⁾

他方、株式持合いを通じて経営者が資本市場の圧力から解放されることは、より長期的な視野に立脚した企業経営を可能にするという考え方もある。また、株式持合いを基盤として形成される企業系列を一種の危険分担のメカニズムとして捉え、企業経営の安定性と結びつける評価も存在する。⁹⁾しかし、いずれにしても、昭和40年代に推進された資本自由化が株式持合いという特性を日本の株式市場へ付与する一つのきっかけとなった点は注目に値することからである。

〔注〕

- 1) 吉田富士雄『資本自由化と外資法』（昭和42年、財政経済弘報社）、369-83ページ。
- 2) 通商産業省「対内直接投資に関する実態調査の中間報告」（昭和41年11月28日）。この報告書は前掲、吉田富士雄『資本自由化と外資法』、384-94ページに収録されている。
- 3) 外資審議会「対内直接投資等自由化の答申」（昭和42年6月2日）、前掲、吉田富士雄『資本自由化と外資法』、166ページ。
- 4) 前掲、吉田富士雄『資本自由化と外資法』、167ページ。日本企業の自己資本比率は、充実のかけ声にもかかわらず、30年代から40年代を通じて低下しつづけた（『証券編』、第2章第1節第4項を参照）。そして関係者の間では、低い自己資本比率が買収攻勢に対する脆弱性を示すものと理解されていた。しかし、そのような判断の理論的な根拠は必ずしも明らかではない。企業を買収する側の立場からみれば、買収の決め手は当該企業の総価値が本来の（潜在的な）価値よりも低くなっているかどうかである。自己資本比率が低いことは、必ずしも総価値の低さに結びつくわけではない。もっとも、自己資本比率が低いことによって少額の資金で企業買収が可能となる点が強調された。
- 5) このほか、政府は46年4月1日に自動車を中心に6業種に関する対内直接投資自由化を実施した。
- 6) 前掲、吉田富士雄『資本自由化と外資法』、180ページ。
- 7) この間の事業関係については、たとえば奥村宏『法人資本主義の構造』（昭和50年、日本評論社）を参照。
- 8) 前掲、奥村宏『法人資本主義の構造』、独占禁止政策懇談会「独占禁止法改正についての提言」（昭和50年1月30日）、および小宮隆太郎「独占禁止法改正の基本的問題点」（『季刊現代経済』第16号、昭和50年2月）を参照。
- 9) たとえば、I. Nakatani, “The Economic Role of Financial Corporate Grouping,” in M. Aoki (ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm* (North-Holland, 1984) を参照。

4 「選別融資」問題

昭和39年末から始められた金融緩和の過程において、政府・日本銀行は選別融資を強化し、資金を必要度の高い産業・企業に重点的に供給する方針を固めた。¹⁾この時期には、再び経済過熱を引き起こすことを警戒して政府は積極的な金融緩和に踏み出せなかった。したがって、選別融資は、30年代後半に日本経済を襲った金融過熱、資本市場の不安定性を回避しつつ日本企業の国際競争力を強化する目的をもっていったといえよう。

すでに、昭和38年度から日本開発銀行は資本自由化に備えて「産業体質強化のための政策金融」すなわち「体制金融」を準備していたが、42年1月にその第1号として日産自動車向けに40億円の融資が行われた。このような動きは「選別融資」の典型であろう。²⁾

40年1月、日銀、通産省は選別融資問題で懇談会を開催した。この懇談会の目的は、日銀が従来の量的規制（窓口指導など）にとどまらず、なんらかの選別的な融資基準を作成したい意向を受けたものと言われている。この懇談会を受けて通産省が発表した見解「金融緩和と当面の産業政策について」においては、産業構造審議会資金部会の機能を活用すべしとの提案がなされている。³⁾

〔注〕

- 1) 昭和40年1月5日、田中蔵相は選別融資強化の必要を強調して、(1)国際競争力強化によって輸出増強になるものを最優先とする、(2)国内開発に役立つものは経済成長の度合いに応じて融資する、(3)その他はできるだけ抑制する、という方向性を打ち出した（『日本経済新聞』昭和40年1月6日）。
- 2) 「体制金融」（あるいは「体制整備」）はOECD加盟以来の対内直接投資自由化とともに一層促進された。『日本開発銀行二十五年史』（昭和51年）、第1編第4章、158ページを参照。
- 3) 通産省の「金融緩和と当面の産業対策について」（昭和40年1月22日）は『金融』昭和40年3月、46-47ページに採録されている。

第2節 民間銀行の融資ルール

世界銀行融資方式参考案 昭和30年代末の大蔵省は、金融システムが経済の成長促進の道具として直接利用されるという状況を、必ずしも手放しで是認したとはいえない。むしろ、金融正常化論の名残の強い考え方、すなわち日本企業の安定的な成長を図るためには、負債の比率が極端に高い企業の資本構成を改善すること、そのためには銀行の融資のあり方を改善するためのルールを設けることが必要であるという考え方に与していた。その典型は、昭和38年9月16日の省議に銀行局が提出した「企業の財務比率による融資方式の設定について」（いわゆる世界銀行融資方式参考案）である。¹⁾

この融資方式案は、日本企業の財務比率、とくに負債比率の改善を主な狙いとしたものである。この案は「企業の資本構成は年々悪化してきたが、これは、企業が安易に外部資金に依存してきた結果であり、これがひいては景気変動の波を大きくした原因ともなっている」と述べた後、「企業の安易な借入れ依存を改め、その資本構成の是正と体質の改善を図り、もって国際競争力の強化に資するとともに、企業の過大な借入競争による過剰設備投資を防止し、投資の調整と資金需要の適正化を図るため、企業の財務比率による融資方式を設定しようとするものである」と同案の目的を述べている。²⁾

この案の骨子は、銀行が企業に融資する場合、企業の財務比率、とくに負債比率、流動比率、長期適合比率等について改善されるべき一定の目標比率を設け、それが一定期間に達成されることを条件に融資を行うというものである。また、この方式においては、各業種の上位企業300社を対象企業として選び、対象企業についてはメイン・バンクから幹事銀行を決めて、その幹事銀行が各銀行との話し合い、協調関係を通じて、融資後の取扱い、特に目標が達成されなかった場合の制裁措置を実効あらしめるよう努力することとされたのである。

ただし、大蔵省の意図は必ずしも特定の融資方式の強制ではなかった。むしろ、この案をきっかけとして民間銀行側の自主的な強調体制の確立を促すことに狙いがあったのである。『銀行局金融年報』昭和39年版は同案があくまでも

参考であり、民間での自主的なルール作成のための「一つのサジェスションを与えるものとして、一応の素案のような形でまとめあげられたのであって、この案にこだわることなく」十分な討議をふまえてルールが作成されることを期待していたことを述べている。³⁾

「銀行融資に関する共同準則」 大蔵省の金融制度調査会でも、昭和39年11月5日から40年7月14日にかけて特別委員会によって「融資ルール」が検討された。39年12月には銀行局長から討議用のスケルトンとして、

- (1) 経済成長の先導的部門である大企業の設備投資を適正にするため、大銀行の大口貸出先に対する貸出しの合計額について、その増加額に枠を設定する、
- (2) 設備投資の面で将来問題となる可能性の強い業種・企業への融資方針を論議するため、銀行グループで話し合いの場を設け融資面から投資の適正化を図る、
- (3) 銀行が設備資金を融資する場合のメルクマールとして、企業の自己資金調達比率その他財務比率、経営比率等に一応の基準を設定し、著しく基準から外れる企業に対する融資については関係銀行間で話し合って調整する、
- (4) とくに大規模な投資計画や大商社に対する融資については、関係金融機関が協議して融資の適正化をはかる、

等の提案がなされた。⁴⁾ この提案は安定成長指向的な内容であったが、金融制度調査会の席上、民間銀行側から自主ルール作成が強く主張され、公共当局との間に若干の意見対立が生じた。結局、ルール作成は公共当局の指導によるのではなく、民間金融機関の自主的な決定に委ねられるべきと判断され、「融資ルール」の策定は全国銀行協会の資金調整幹事会に委ねられた。⁵⁾

全国銀行協会連合会は昭和40年7月6日に「銀行融資に関する共同準則」を決定したが、その内容は全体として抽象的であり、たとえば大口貸出に関する具体的な規定などは盛り込まれなかった。この点に関して、同年7月に開催された金融制度調査会特別委員会で銀行代表の岩佐委員は「現在のわが国企業の自己資本蓄積の貧困さ等から、大口貸出の問題をいま直ちに具体的に準則の中に含めることは困難である。また、今後国際競争力を強化する上からも企業の巨大化が必要となり、大口貸出が新たに生ずる場合も考えられる。概して、現

状は、特定銀行の貸出のシェアが大きくて大口の貸出となるのではなく、企業が巨大化してその結果銀行貸出として大口化しているものであって、無理に分散を図ることには種々の弊害をとまなう」と説明している。⁶⁾

昭和40年7月21日に金融制度調査会が大蔵大臣に提出した答申「安定成長を確保するための企業金融のあり方」は全銀協が7月に決定した「銀行融資に関する共同準則」を、「その内容はやや抽象的なきらいがあり、われわれが期待した企業金融のあり方としては十分なものとは言いがたい感がある」としながらも、それを基本的に了承した。⁷⁾ このように、昭和30年代の初頭から一部の専門家や政策当局者によって熱心に提唱されてきた金融正常化は、銀行が主体的に纏めた非常に抽象的な「共同準則」という精神論に決着することとなった。

銀行の融資ルールは、銀行経営の健全性を高めることを目的としており、昭和30年代の「金融正常化」論から派生してきたと考えてよいであろう。しかし、第1節で説明したように、40年代に入ると金融関係者の主たる関心は、資本自由化に対し日本企業の「経営基盤」をいかに強化するかという問題に移っていった。この時期に銀行に求められたのは、日本企業を金融的に支えることである。実際、銀行は企業に対する資金供給者として、一層その重要性を高めるとともに、安定的な株主として企業金融に深く関わっていくのである。したがって、銀行経営の健全性を求める「共同準則」が、曖昧になったのも不思議ではない。⁸⁾

銀行格付問題 昭和39年7月14日の衆議院大蔵委員会において、銀行行政が個々の銀行の預金量など規模を基準として行われていることが、預金獲得などをめぐる過当競争の原因ではないかという批判が野党議員から出された。高橋銀行局長は、この批判に応えて、個々の銀行の経営の健全性を示す基準(格付基準)を設定し、それに基づいて銀行行政を行うことの必要性を述べた。⁹⁾

銀行の格付自体は、結局実現されなかったが、大蔵省当局も銀行経営の健全性に大きな関心を払っていたことが、このエピソードからうかがえる。このような動きも、銀行の融資ルール設定の動きと共通のものである。¹⁰⁾

〔注〕

- 1) 「世銀方式」の発案者である当時の大蔵省銀行局長高橋俊英は次のように述べている(高橋俊英口述「昭和38～40年銀行行政について」, 大蔵省資料Z108-9-2)。

企業のオーバー・ボローイングをこのまま放っておいていいかというふうに誰でも感じるわけです。毎日毎日、少しずつではあるが自己資本比率が下がる。これはどうもまずいというので、ある程度機械的な改善策を講じたのが例のいわゆる世上にいわれた世銀方式であって、日本の大企業の中には、世界銀行から融資を受ける際に、その中の条件の一つとして財務比率を一定の水準を崩さない、あるいはだんだんに改善して自己資本比率を40何パーセントまでもっていくのだということを約束させられている。……そうであるのに世銀から借りた金というのは一部ですよ。八幡にしてもどこにしても、いろんなほかの大企業にしても、何も世銀から大きな金を借りているわけじゃない。日本の銀行から借りている方が大きいわけですよ。だのに、さんざん日本の都市銀行あたりから借りまくっている大企業は、世銀とはもう全然違って一向にそういう約束もしない。おかしいじゃないか。世銀から借りて約束している会社の社長なんというのは、いってみれば日本の財界のリーダー格であって、そういう人達がやっているのに、日本の銀行相手の時にはこれは全然問題にしていない。やっぱり企業それ自体を直接われわれが規制することはできないので、銀行のサイドから何かそういう条件でもつけさせて、会社比をさせようじゃないかというふうに考えてもみたんです。結果的にはこれは日の目をみないで終わった。まあある程度機械的にならざるを得ないし、三つぐらいのグループにわけて、それぞれがその時の状態における自己資本のシェアというのですか、それを僅かずつであるけれども悪化しないで改善の方向へもっていく努力をするということを条件に融資するんだと、これが考えであった。まあ非常に機械的で実態に合わないということで反対も非常に多かった。

- 2) 『銀行局金融年報』昭和39年版, 63-66ページ。
 3) 『銀行局金融年報』昭和39年版, 51, 67ページ。
 4) 全国銀行協会連合会『銀行協会二十年史』(昭和40年), 256ページ。
 5) その後、昭和40年7月21日に発表された金融制度調査会の答申「安定成長を確保するための企業金融のあり方」では、この間の事情を次のように説明している(〔大蔵省銀行局〕「金融制度調査会資料」別巻「金融制度調査会答申集」(昭和45年), 227-28ページ)。

〔金融制度調査会〕特別委員会は、昭和39年11月5日以降審議を重ねた結果、安定成長を確保するための企業金融のあり方として何らかの健全金融のルールを作るべきであるという点で意見の一致を見、その検討を行なって来たが、検討の過程において銀行側から、この問題の性質上、全国銀行協会連合会(以下全銀協という。)において自主的な立場から健全金融のルールの策定を行ないたいとの意見が出された。特別委員会としては、全銀協における検討の見守ることとし……。」

ただし、すでに説明したように、大蔵省も融資方式の策定を民間銀行の自主的な協定に任せてもよいという考えをもっていたのである。

- 6) 『金融』昭和40年9月, 59ページ。
 7) 〔大蔵省銀行局〕「金融制度調査会資料」別巻「金融制度調査会答申集」, 228ページ。
 8) 全銀協はこの点について次のように述べている(前掲, 全国銀行協会連合会『銀行協会二十年史』, 347ページ)。

これら〔通産省の特定産業振興法、および大蔵省の世銀方式の融資ルール〕はいずれも全銀協が融資を法的に義務づける、あるいは実情にそぐわないとして反対したため、成立するところとはならなかった。このことは戦後20年、金融機関がしだいにその地位を高め、民間諸団体との協力のもとに自主的調整によって経済の安定成長に資する自信をそなえてきたことの証拠であるとみられる。

- 9) 昭和39年7月14日の衆議院大蔵委員会において、堀委員は次のように質問した。「これらの〔銀行間の〕過当競争を是正するための措置として、金融機関における総合的な評価と申しますか、判断の基準となるべき順位等については、少なくとも当委員会に大蔵省はこれを発表いたしまして、現在の金融機関がどのような形で正当な業務を行なっておるかという点について、私どもが判断をし得る資料を提出をする等、あらゆる角度を含めて、金融機関が公正なる業務を行ない得るような措置について、協力をしてもらいたい。」これに対して高橋銀行局長は「私どもの考えとしては、非常に健全な融資を行なって日本の経済に対してプラスこそあれ、マイナスは少ないというふうな銀行がいい銀行だというふうに考えます。……そういった点を幾つかの要素に分けて、それらについてまず試験的に採点をする。……優良可みきたいそれぞれの項目別に決定いたしまして、それらを総合して、どこが一番いいかというふうなことの判断の資料にしたい」と答弁している（「第46回国会衆議院大蔵委員会議録」第59号）。
- 10) 昭和38年から40年にかけて、高橋俊英が大蔵省銀行局長を勤めたが、この時期の銀行行政は非常に特徴的であった。つまり、高橋銀行行政はオーバー・ローン是正にかなり本格的に取り組んだといってよく、民間銀行の貸出行動や、短期資金市場におけるポジション調整に、さまざまな注文をつけたのである。この点は、後で触れる昭和40年5月の銀行局長通達「金融機関経営の刷新について」という銀行局長通達に明瞭である。この通達は、銀行の健全な融資態度の確立、審査機能の整備、行き過ぎた預金獲得競争や過剰サービスの自粛、厳正な内部管理の確立などを異例な形で、強く求めている。

（参考資料）銀行融資に関する共同準則（昭和40年7月6日）

第一 前文

近年高度の成長をとげたわが国経済は漸く一つの転機にさしかかり、企業の体質強化・健全経営のための真剣な努力が要請され、金融面においても金融の正常化・健全金融の確立が推進されるべきときとなっている。

今般、全国銀行協会連合会において融資に関する共同準則を作成したのも、このような客観情勢の認識に基づいたからに他ならない。

共同準則は企業の健全経営と銀行の健全金融とを自主的に確立することを基本のねらいとし、以て秩序ある企業金融の確立をはからんとするものである。準則各条はわれわれの心構えと努力の目標であり、ある程度抽象的な条項が多いが、具体的な問題は経済の実態に即し良識と経験によって判断対処されるべ

きである。

健全金融の準則は、本来、客観的な条件の成熟と相俟ってその具体的推進をはかり得るものであり、客観的な条件が整わなければ共同準則は問題によっては抽象的な努力目標にとどまらざるを得ないであろう。

なお、大口貸出の問題は、現在のわが国の産業金融の実情にかんがみ、共同準則にこれがかかげてその具体的な推進をはかることは当面困難な段階と考えられるが、しかしながら、銀行としてこれについては特に慎重に対処し、銀行間あるいは他の金融機関との協調による分散化に留意すべきことはいふまでもない。

われわれは、本共同準則を実効あらしめるためには、産業界、銀行界の協調の精神がその基盤であると深く認識するものであるが、それとともに、健全金融を促進する経済諸環境の醸成については当局の適切な政策運営を強く要望するものである。

第二 共同準則

1. 銀行は、自己責任原則に徹し、極力預貸率の改善に努力する。

預貸率の改善は、経済情勢に即応しつつ各行別に定める限界預貸率の指標により、これを行なうものとし、かつ、この指標は各行それぞれの残高預貸率を上回らざる範囲内で策定することを原則とする。

2. 銀行は、企業の財務比率及び資金計画の妥当性について十分配意するものとし、自己資金調達比率の著しく低い設備計画及び固定長期適合率の著しく悪い企業に対しては、これが改善を計画的に実施するよう要請しつつ融資の調整を行なう。

3. 銀行は、貸出については、資金の使途を十分に把握すると共に、資金の性質に応じて、長期資金、短期資金あるいは設備資金、運転資金に区分し、それぞれに応じ適正な条件を附するものとする。このため、たとえば貸出の返済約定期間等については、当該企業の収益力、償還能力等を慎重に審査の上決定するものとし、また、設備運転資金相互間の流用については、厳にこれを抑制する。

4. 銀行は、産業界と協力して、秩序ある産業金融の確立をはかるため、設備資金に関し銀行間の連絡協調を密にしつつ下記事項に留意する。

(イ) 問題業種に属する企業の設備資金の供給は原則として、当該業界の自主調整が行なわれた場合に行なうこととし、且つその自主調整により認められた計画の範囲内で融資銀行の審査に適合するものであることを要する。

(ロ) 自主調整が困難な業界に対しては、銀行もこれが成立に側面的な協力を考慮し、貸出については特に慎重に対処する。

5. 銀行は、商社に対する貸出にあたり、その流通面における機能を重視し、健全なる貿易金融を推進するとともに、投融資資金については原則として、自己資金によることとし、当該商社の借入の増加が取扱高増加率を著しくこえないよう配慮するものとする。
6. この準則の運用に関しては、適用銀行によって構成される共同準則運用委員会を設置し、相互の連絡協議にあたるものとする。
7. この準則の適用を受ける金融機関は次の通りとする。
 - (イ) 都市銀行
 - (ロ) 長期信用銀行
 - (ハ) 信託銀行

第3節 歩積み・両建て預金問題

高度成長期の金利の体系は、少なくとも表面的に見るかぎり、主として昭和22年に施行された「臨時金利調整法」(昭和22年12月13日法律181号)に基づいて、きわめて厳しく規制されていた。この規制は、よく知られているように、預金金利、貸出金利の両面に及んだのである。比較的自由的な変動を許されたのは、短期資金市場金利、すなわちコール・レートであったが、この金利ですらしばしば日本銀行による指導や、銀行間の自粛の対象協定となったのである。

しかし、預金金利やコール・レートについては、規制や指導をかいぐる試みが関係者によってなされた。それは、たとえば特利問題としてしばしば社会的な議論の的となった。全く同様に貸出金利については、銀行が債務者の預金を「拘束する」ことによって実質的に金利を調整したのである。その手段が歩積み・両建て預金とよばれるものである。具体的には、銀行・金融機関が商業手形を割り引く際に、割引額の一部を控除して預金として積み立てさせるものを歩積みとよぶ。また、銀行・金融機関が貸出しを行う際、借手やその同一利害関係人から担保、見返り、あるいは見合いとして受け入れる預金を両建て預金とよぶ。¹⁾

表面的な貸出約定金利がわずかな例外を除いて、公定歩合に連動して低水準にとどまらざるをえなかった状況においては、拘束預金によって、実効金利を調整することは当然予想できることであった。とくに、金融が逼迫しコール・レートが急騰する場合にはそうである。金利による資金配分を重視する立場からいえば、それはあながち批判すべき事柄ではなかった。²⁾

もちろん資金の借手側からいえば、歩積み・両建て預金による実効金利の引上げは、好ましくなかったから、この慣行は是正、撤廃されるべきである。公正取引委員会は早くから、この問題に関心を示してきたが、それは銀行が弱い立場にある借手を不当に収奪することを規制するという目的をもっていたのである。昭和38年4月11日に公正取引委員会が全国銀行協会連合会その他の関係団体に歩積み・両建て預金の自粛を要望したが、それは「適正な」限度をこえ、

預金者の自由な意思に基づかない歩積み・両建て預金は独占禁止法第19条に違反するという判断に立脚するものであった。³⁾

また、低金利政策を実行しようとしていた政府にとっても、歩積み・両建ての存在は、低金利政策に水を差すものであり、その意味で遺憾な存在であった。昭和30年代の後半になって歩積み・両建て預金の存在は、深刻な批判を浴びることになった。昭和38年に国会で歩積み・両建て預金の問題が取り上げられ、一部の金融機関の行き過ぎに非難が向けられたのを契機に、同年3月1日大蔵省と日本銀行は、歩積み・両建て預金の実態調査を実施した。

さらに昭和39年4月に、大蔵省は都市銀行をはじめとする金融機関を対象として歩積み・両建て預金に関する特別検査を実施した。この特別調査によると、(a)都銀を中心に、業容拡大のために歩積み・両建て預金が増えている、(b)預金担保貸出についての申告を守っていない金融機関が多い、(c)個人貸出では、融資額の8割も拘束預金を求めている場合がある、(d)自粛申告は、都銀などで十分に守られていない、など芳しくない結果が得られた。⁴⁾ 公正取引委員会も同じ4月に、東京都およびその近県の中小企業を対象とする調査を行い「拘束預金に関する調査の中間結果」として報告した。表7-2は大蔵省の特別検査と公正取引委員会の調査をまとめたものである。

異例の国会決議と大蔵省通達 歩積み・両建て預金の問題は国会でも問題視され、上の二つの調査結果を踏まえて、昭和39年6月25日に「不当な歩積・両建の規制に関する件」という、前例のない衆議院大蔵委員会の決議となった(下記資料を参照)。

大蔵省はこの国会決議を受けて即日、「歩積・両建預金の自粛の徹底について」(昭和39年6月25日蔵銀第822号)および「歩積・両建預金等に関する報告書の提出について」(昭和39年6月25日蔵銀第823号)という通達を出状した。この通達では、1年後を目途に「自粛対象預金」を完全に自粛すること、また、自粛対象預金に対応する貸出し、手形割引については金利を引き下げのような措置を求め、さらに自粛を徹底させるため、各行に専任重役を置かせることとした。

ただし、歩積み・両建て預金の自粛基準なるものはかなり曖昧であった。たとえば、自粛対象から除外されるものとして、次のような二つの条件が示され

表 7-2(a) 歩積み・両建て預金特別検査結果(昭和39年4月実施：大蔵省)
(単位：億円)

	都市銀行	地方銀行	相互銀行	信用金庫
A 検査対象債務者預掛金	155	87	56	45
B 検査対象債務者融資額	305	177	111	86
C 預掛金対融資額比率(%)	51.0	50.6	51.9	53.6
D うち自粛預掛金	28	18	13	15
E Dの対債務者預掛金(%)	19.2	20.3	23.9	35.0
F Dの対債務者融資額(%)	9.9	10.7	12.7	18.9
検査対象債務者数(人)	1,050	700	750	957

(出所) 「銀行局金融年報」。

表 7-2(b) 拘束預金に関する調査結果(昭和39年3月現在：公正取引委員会)
(単位：100万円)

	都市銀行	地方銀行	相互銀行	信用金庫	信用組合	その他 共 計
借入金(A)	10,517	6,870	2,001	1,921	133	23,280
預金額(B)	5,580	2,678	895	872	56	10,449
うち拘束預金(C)	3,051	1,715	654	672	49	6,354
(B/A) (%)	53.1	39.0	44.7	45.4	42.4	44.9
(C/A) (%)	29.0	25.0	32.7	35.0	36.6	27.3
(C/B) (%)	54.7	64.0	73.1	77.0	86.2	60.8
企業数	270	165	86	122	22	761

(出所) 公正取引委員会。

ている。「(1)債務者が、その経理事情、経営事情等の理由により、自発的に当該拘束預金を置くことを希望していることが具体的に証明される場合、(2)債務者の手元流動性、支払手形等の経理状況あるいは業況の推移等の経営状態から判断して、維持すべき必要かつ適正な預金水準(非拘束預金を含めて)を超えないものと客観的にも思料される場合。」

(参考資料) 衆議院大蔵委員会決議

「不当な歩積・両建の規制に関する件」(昭和39年6月25日)

大蔵委員会は本年初頭以来不当な歩積・両建の是正に関し本格的な検討を重ねてきたのであるが、最近大蔵省が実施した特別検査の結果によると、相互銀行においてはかなり改善の徴が見られるに反し、都市銀行及び地方銀行においてはほとんど改善の実があがっていないのは極めて遺憾とするところである。

よって、

- 1. 大蔵省は新たな指導基準を金融機関に示達し、1年間を目途として不当な歩積・両建が完全に解消するよう行政指導を強化するとともに、これに協力しない金融機関に対しては行政上厳格なる措置をとるべきである。
- 2. 公正取引委員会は不公正な取引と認められる歩積・両建に関する具体的基準について検討を進めるとともに、金融機関の自粛状況を常時監視し、必要と認める場合には遅滞なく特殊指定を行うべきである。

行政管理庁の勧告 さらに、昭和39年9月28日、中小企業問題の実情を調査していた行政管理庁は「中小企業近代化等に関する行政監察結果について」という報告書を発表し、その中で歩積み・両建ての解消を強く勧告した。

この報告書では、「歩積、両建は、金融機関の優越的な地位を利用して、金融機関の一方的な理由の下に表面上の金利を低くしておきながら、実質的に金利を重くするという、いわば偽まん性の強い取引と考えられる」と極め付け、民間金融機関、政府関係金融機関の双方において、さまざまな形で残存していると指摘している。これらの取引形態が「公共機関的性格をもつ金融機関によって行われていることは、正常な取引秩序を維持する上からいって極めて好ましくない」ので、「政府としては早急にこのような歩積、両建の解消のための対策を強力に推し進めるべきである」と勧告している。⁵⁾

行政指導の効果 昭和39年の銀行局長通達は、歩積み・両建て預金を、銀行

表 7-3 拘束預金自粛の新基準(表の拘束性預金比率を超え
る部分につき、次の％で解消することを目標にする)

	昭和41年5月末	引下げ割合
都市銀行	4%超	30%
	8%	50
うち、中小企業向け	10	30
	20	50
地方銀行	8	30
	16	45
うち、中小企業向け	11	30
	22	45
相互銀行	16	30
信用金庫	32	40

(出所) 大蔵省銀行局資料。

表 7-4 拘束預金の推移(対貸出比率、％)

(A) 大蔵省の調査結果

調査時点 年 月	都市銀行 (合計)		都市銀行 (中小企業向け)		地方銀行 (合計)		地方銀行 (中小企業向け)	
	拘束性 預 金	債務者 預 金	拘束性 預 金	債務者 預 金	拘束性 預 金	債務者 預 金	拘束性 預 金	債務者 預 金
39. 5	12.0	50.0	30.5	56.4	24.1	49.5	31.7	
11	10.0	47.1	25.6	52.7	19.1	46.5	26.7	45.6
40. 5								
11	8.9	49.4	23.0	53.8	15.6	46.7	22.6	45.2
41. 5	8.6	50.8	22.0	54.1				
11	7.8	49.2	19.1	51.0				
42. 5								
11	6.5	47.3	16.2	49.6	9.9	42.0	15.0	40.1
43. 5	5.9	47.6	15.2	50.9	9.4	42.4	14.6	40.6
11	5.7	47.1	14.7	50.5	8.6	37.9	13.3	36.0
44. 5	5.4	47.7	14.0	50.3	8.7	42.2	13.3	40.7
11	4.8	47.5	12.8	50.0	8.0	42.8	12.4	41.4
45. 5	4.3	47.5	11.7	49.4	7.7	43.0	12.0	41.3
11	3.9	45.6	10.8	46.6	7.2	41.5	11.3	39.8
46. 5	3.6	48.2	10.3	47.8	6.7	42.2	10.8	40.3
11	3.3	49.4	9.6	48.0	6.0	42.5	9.9	40.2
47. 5	3.2	49.0	8.9	46.2	5.6	42.2	9.3	39.8
11	2.9	48.5	7.6	43.2	5.1	41.0	8.3	38.5
48. 5	2.6	48.1	6.8	41.6	4.7	41.3	7.7	38.4
11	2.2	46.2	5.8	40.9	4.2	40.9	6.8	37.9
49. 5	2.0	45.4	4.9	42.5				
11	1.9	43.9	4.7	41.2				

(出所) 「銀行局金融年報」。

については1年後に、相互銀行、信用金庫については2年後までに整理するよう要請していた。しかし、昭和41年になっても、相互銀行、信用金庫などの整理が十分ではなかった。また、国会でも大蔵省と公正取引委員会がそれぞれ実施している実態調査にズレがあることが問題となるなど、歩積み・両建て問題は根本的に解決されたとはいいがたい状況にあった。

昭和41年10月31日に大蔵省は歩積み・両建て預金に関する新しい自粛基準として「歩積・両建預金の自粛措置の強化について」(昭和41年10月31日蔵銀第1453号)を民間金融機関へ通達したが(表7-3参照)、これは度重なる大蔵省の指導にもかかわらず、借手企業の側からの拘束預金に対する不満が依然として強

表 7-4 (つづき)

(B) 公正取引委員会の調査結果

調査時点 年 月	都 市 銀 行			地 方 銀 行		
	狭義拘束預金 対 貸 出 し	広義拘束預金 対 貸 出 し	債務者預金 対 貸 出 し	狭義拘束預金 対 貸 出 し	広義拘束預金 対 貸 出 し	債務者預金 対 貸 出 し
39. 3		32.1	53.1		26.7	40.4
11		30.7	60.7		25.7	43.1
40. 3	20.7	33.7	60.1	23.2	34.4	49.8
11	19.3	33.1	62.0	19.3	31.1	47.9
41. 5	13.2	26.0	50.9	13.8	22.4	40.6
11	11.6	19.4	45.9	10.1	19.7	38.5
42. 5	10.9	22.4	45.5	10.2	19.7	37.2
11	9.9	23.4	48.5	8.2	18.4	33.9
43. 5	10.5	22.3	47.5	9.1	19.5	36.5
11	9.8	28.9	57.0	6.8	18.6	34.3
44. 5	10.6	25.2	52.2	7.8	18.3	35.5
11	8.1	21.3	48.9	6.9	18.5	34.3
45. 5	8.8	23.3	53.0	7.4	19.7	36.7
11	7.5	21.1	48.8	8.1	20.7	38.1
46. 5	8.0	21.8	48.6	7.3	19.5	36.6
11	6.1	22.3	46.1	6.4	19.4	34.2
47. 5	7.9	22.0	45.0	5.2	18.0	33.3
11	5.4	20.8	46.1	4.4	18.4	36.0
48. 5	4.3	19.6	45.3	7.3	20.6	39.5
11	3.8	18.5	48.9	3.0	15.8	38.2
49. 5	3.6	18.0	45.7	2.4	15.2	36.9
11	3.1	19.0	47.9	2.8	14.0	35.8

(出所) 公正取引委員会。

かったことを暗示している。この通達では、都銀・地銀は43年11月末までに、相互銀行は44年11月末までに、そして信用金庫は45年11月末までに、与えられた新しい自粛基準を達成すべきものとされた。

表 7-4 は大蔵省および公正取引委員会によって調査された拘束預金比率(対借入額)のうち都市銀行、および地方銀行に関する数値の推移である。この表によると、いずれの調査も、拘束預金の比率が40年代を通じて、着実に低下したことを示している。したがって、少なくとも表面的には拘束預金自粛の行政指導が効果を発揮したように思われる。しかし、金融機関の側は拘束していないと報告しているにもかかわらず、借手の側にとって自由にならない、いわゆ

る「ニラミ預金」等の存在が指摘されるなど、拘束預金の問題は40年代末以降にも、しばしば社会的問題として論議を呼んだのである。⁶⁾

〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和38年版，449ページ。
- 2) 大蔵省の関係者は必ずしも歩積み・両建てが不合理なものとは考えていなかったようである。昭和36年6月から38年4月までの間銀行局長の座にあった大月高の考えでは「臨時金利調整法というのは、当時の金融情勢に合った金利水準ではなくちやいかんという1つの制約があるんです。だから本来ならば私はもう少し高い水準であるべきだと思うんですよ。……とかく実勢金利というものは強いですから、実質金利はいろいろな形で高かるべき動きをするわけです。……その1つの現われがこの歩積み両建てだと思います。もし金利を自由にすれば、この歩積み両建てというような問題は、そうやかましくはならないでしょう」(大月高口述「昭和36～38年の銀行行政について」，大蔵省資料Z108-9-1)。大月の言う臨時金利調整法の「制約」とは、同法第4条の規定を指していると思われる。その規定によれば、「この法律により定められる金融機関の金利の最高限度は、常に、一般金融市場の情況に相応するようなものでなければならぬ」。
- 3) 公正取引委員会は全銀協などに発状した要望書のなかで、次のような判断を示している(『金融』昭和38年5月，70ページ)。
公正取引委員会としても、歩積，両建預金が、債権を保全するための適正な限度をこえており、それが預金者の自由な意思にもとづくものでない場合には、昭和28年公正取引委員会告示第11号(不公正な取引方法の一般指定)の10にいう「自己の取引上の地位が相手方に対して優越していることを利用して、正常な商慣習に照して相手方に不当に不利益な条件で取引すること」に該当し、私的独占禁止法第19条に違反する。
- 4) 『銀行局金融年報』昭和39年版，39-40ページ。
- 5) 行政管理庁行政監察局『行政管理三十年史』IV(昭和53年)，593-608ページ。
- 6) たとえば『銀行局金融年報』昭和50年版，48-49ページを参照。

第4節 「金融機関経営の刷新」

証券不況という形で顕在化した金融・資本市場の不安定性、それと表裏一体の関係にあるかのような一部有力企業の経営悪化・倒産の激増(昭和39年の日本特殊鋼, サンウェーブ, 40年の山陽特殊鋼など)等は政策当局にとってかなり深刻な衝撃であった。

こうした状況のもとで、昭和40年5月12日、大蔵省は「金融機関経営の刷新について」(昭和40年5月12日蔵銀第518号)という蔵相通達を出し、民間金融機関の健全経営、慎重な融資を強く求めた。この当時、金融機関のずさんな経営が続けざまに明らかとなったためである。たとえば、山陽特殊鋼に対する融資態度、¹⁾ 吹原産業事件における金融機関の関与などは社会的な大きな関心を呼んだ事件であった。

この依命通達には、「これまでは、金融機関の経営が主として資金量を中心とする業容の拡大に重点がおかれてきた結果、預金の獲得、融資先の確保等のため行き過ぎた競争を招き、金融機関としての厳正堅実な業務の運営に対する配慮が、ともすればなおざりにされる傾向にあったことが指摘される。このような風潮の下に生じた安易な融資態度、過剰な顧客サービスや便宜的な現金預金の取扱い、あるいは内部規律の弛緩、責任観念の欠如等が、上述のような不祥事態の発生する温床となっているように思われる」という非常に手厳しい批判が述べられている。

金融機関経営の刷新について(依命通達)

蔵銀第518号, 昭和40年5月12日 大蔵省銀行局長 高橋俊英

最近、金融機関の経営のあり方について基本的に反省を要すると思われる事例が相次いで生じている。現金の紛失盗難等の不祥事件はもとよりであるが、取引先企業の実体把握が不十分なまま安易に貸出しを行ない、その結果当該金融機関の資産内容の悪化をもたらしたのみでなく、社会的に大きな影響を及ぼした事例、あるいは資金の受入れがないにもかかわらず自己宛小切手や預金証書を発行するというおよそ金融機関として常軌を逸した取扱いを行なった事例などがみられる。これらの事例は、金融機関一般の経営の堅実性に対する社会的信頼を大きく傷つ

けるものであって、まことに遺憾である。

これまでは、金融機関の経営が主として資金量を中心とする業容の拡大に重点がおかれてきた結果、預金の獲得、融資先の確保などのため行き過ぎた競争を招き、金融機関としての厳正堅実な業務の運営に対する配慮が、ともすればなおざりにされる傾向があったことが指摘される。このような風潮の下に生じた安易な融資態度、過剰な顧客サービスや便宜的な現金預金の取扱い、あるいは内部規律の弛緩、責任観念の欠如等が、上述のような不祥事態の発生する温床となっているように思われる。

この際、経営者においては、金融機関の経営の基礎が、単に個々の金融機関の信用にのみではなく、金融組織全体としての信用に支えられていることに思いを致し、一致協調して今日の経営の風潮を刷新し、社会的公器としての経営のあり方を確立することが急務である。

各位におかれては、まず、経営の姿勢を正し、戦後の環境において慣行とされてきたもの、あるいは当然と考えられてきたものをも含めて、業務運営の全般にわたり、新たな角度より再検討を加え、信用をむねとする金融機関本来のあり方に照して不適當と認められる事項については、徹底的な改善をはかるよう措置されたい。

なお、その際とくに留意すべき事項を例示すれば下記のとおりであるが、貴行において今後とられるべき措置について、6月10日までに当局(所管財務局)宛具体的に報告されたい。

以上命により通達する。

記

- (1) 健全な融資態度の確立と審査機能の整備
- (2) 行き過ぎた預金獲得行為、顧客サービス等の自粛。特に次のような行為は厳につつしまれたい。
 - (イ) 顧客の振出した他店券を現金と見做して不当な便宜を与えること、あるいは、預金者からその印鑑を預ること等、正常な取引慣行に反する行為
 - (ロ) 物品またはサービスを提供する特利類似行為
 - (ハ) 金融機関本来の業務に関係のない催物の開催、刊行物の頒布等、過当競争の弊害を招き易い行為
- (3) 表面的な業容の拡大に重点をおいた業務指導の自粛
 - (イ) 営業店の指導を過大な預金目標の設定割当等により行なうこと、あるいは、表面上の預金計数のみによって営業店等の考課を行なうこと等を取り止めること、また、〇周年記念、支店開設記念あるいは〇〇円達成等の特

別預金増強運動を全廃すること。

(ロ) 預金、貸出等の計数は、金融機関経営の基礎であるだけでなく、重要な経済指標であるので、粉飾操作等によりこれがゆがめられることがないよう措置すること。

(4) 厳正な内部管理の確立

(イ) 内部諸規程の一そうの整備をはかるとともに、これを厳に励行させること。ことに現金、小切手その他重要書類の取扱いに当たっては、内部規程に違反することのないよう特段の注意を払うものとし、その実効を確保するための具体的措置を講ずること。

(ロ) 内部検査の精度を高め、ひん度を多くするため、検査機能の充実をはかること。

(ハ) 不祥事件発生の際、営業店から本部への速やかな報告を励行させるための具体的な措置をとること。

〔注〕

1) 単に直接の融資がずさんであったばかりでなく、山陽特殊鋼がベルギーのランペール銀行、イギリスのバンク・オブ・ロンドン・アンド・サウスアメリカなど2行から融資を受けるさい保証を供与した三菱、神戸両行は1100万ドルを期限前肩代り返済せざるをえなかった(『日本経済新聞』昭和40年3月6日(夕刊)、および4月15日)。

第5節 証券恐慌後の金融緩和政策

日本銀行は昭和39年12月15日に準備預金率を引き下げたのに続き、40年1月9日、4月3日と連続して公定歩合を引き下げた。この措置は、39年夏以降、経常収支の黒字が続き、39年末の外貨準備高がほぼ20億ドルの水準を回復したことを理由としている。しかし同時に、証券不況が日本経済に深刻な打撃を与えないよう予防措置として採られた政策でもあった。ただし、日銀は金融緩和が再び景気の過熱につながることを強く警戒しており、3カ月単位ではなく6カ月単位の貸出増加額に枠を設定する新しい方式の窓口指導を継続することにした。

すでに第1節において説明したように、昭和30年代末の日本経済は貿易・資本の自由化というきわめて重要な政策課題をも抱えていた。自由化・国際化に伴う外国企業からの激しい競争圧力に対して、日本企業がいかに健全かつ強力

表 7-5 主要経済指標(昭和39～42年)(対前年同期比、%)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指数	物 価 指 数		全銀貸出 残 高	国際収支 貿易収支 (100万ドル)
			消 費 者	卸 売		
昭和39年 I	16.5	21.4	4.3	1.4	21.1	-281
II	15.8	19.8	3.4	0.2	19.5	-112
III	14.5	16.2	3.5	-0.2	17.3	214
IV	8.5	12.2	4.9	-0.6	12.1	281
昭和40年 I	4.1	9.3	7.8	0.3	15.1	187
II	5.4	4.8	7.3	0.7	14.4	401
III	5.4	3.0	6.7	0.8	14.3	652
IV	3.2	1.7	7.0	1.3	17.7	661
昭和41年 I	8.2	4.4	5.3	2.8	13.8	370
II	8.7	9.1	4.9	3.8	13.3	449
III	10.9	14.2	5.2	4.5	14.4	691
IV	11.7	19.3	4.1	4.4	14.7	771
昭和42年 I	14.4	19.8	4.8	1.5	15.7	152
II	13.1	21.0	2.7	0.2	16.4	171
III	13.3	21.3	3.1	-0.2	15.8	450
IV	12.2	22.0	5.7	0.1	14.9	387

な財務基盤を確保できるかが問題とされたのである。

1 増資再開(昭和40年6月)

株式市場の低迷を配慮して、増資等調整懇談会は昭和39年10月25日に40年2月以降の増資を全面的に停止することを決定した。その後40年1月27日、経済団体連合会と金融界首脳との協議によって、増資をなるべく早く正常に戻すことが望ましいという観点から、対外信用上または国内の特殊事情がある企業の増資を40年6月以降順次認めることを決定した。すなわち、(1)世銀借款にともない増資による財務比率改善を約束している企業、(2)増資しないと社債発行枠に限度が来るもの、(3)外債(転換社債)発行にともなって財務比率改善を迫られているもの、について増資を再開することが決定されたのである。この増資再開の決定も日本企業の国際競争力を強化するという産業界の希望が強く反映されていると思われる。¹⁾ただし、大蔵省および証券界はこの決定を時期尚早とみており消極的であったといわれる。

なお、昭和41年5月12日に、増資等調整懇談会は10月払込み分から一律増資規制措置を廃止し、証券界が経団連と協議してまとめた自主調整基準に基づいて増資を再開することになった。

起債額の自由化 また、受託銀行と証券会社などの関係者は昭和41年度から企業の起債額自由化の措置が導入された。具体的には、これまで企業の起債額は、その社債の格付によって最高限度額を決められてきたが、この制限を撤廃して、起債企業、受託銀行、引受証券会社の個別的な話し合いによって決定することとした。

〔注〕

- 1) すでに39年末に「企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法」(昭和29年6月1日法律第142号)によって配当制限を受ける可能性があった4企業が特例によって増資を認められることが決定されていた。

2 金融政策方式の手直し

金融緩和の過程で窓口指導の方式について若干の変更が行われた。すなわち昭和40年4月以降、窓口指導の規制の単位期間が3カ月から6カ月に延長されたのである。なお日本銀行は、40年度上期の都銀13行から申告された貸出増加見込額(計画額)を比較的落ち着いた妥当な水準と判断したので、その見込額の総計にほぼ対応する貸出増加規制額を定めた。ただしその配分について、日銀は銀行の「横並び主義」を助長する政策を採用した。つまり、「各行別配分については、銀行により申出額にかなり差があったので、40年3月末貸出残高を基準として、従来同様これに比例して各行別規制額を決定した。」¹⁾というのである。

40年4月3日、公定歩合は1銭6厘(5.84%)に引き下げられたが、日銀総裁は記者会見で「窓口規制を残しているので全面解除ではないし、経済の現況からして青信号でもない」と慎重な態度を示した。

さらに40年6月26日、日銀は公定歩合を1銭5厘(5.475%)へ引き下げ、貸出増加額規制(窓口指導)を廃止し、資金ポジションの改善に重点をおいた資金繰り指導を継続することにした。この緩和措置は明確に不況対策であり、いわば本腰をいれた金融緩和であった。

40年7月8日に、日銀は準備預金制度の準備率の引下げを決定し、同月16日に実施された。すでに、40年1月以来3次の公定歩合引下げが行われたが、日銀借入金の少ない地方銀行などは、公定歩合引下げの恩恵に与れなかったといわれる。したがって準備率引下げは、金融機関とりわけ地方銀行など中小金融機関の流動性を高め、貸出金利の引下げと貸出態度の積極化を促し、景気回復に役立てようとするものとみなされた。²⁾なお、この準備率引下げによって、開放される資金量は準備預金総額1400億円のうち約400億円といわれている。

財政支出の繰上げ措置と国債発行 昭和40年6月18日、政府は当面の景気対策として、(1)公共事業の早期実施により、一般会計の支出繰上げを第3四半期(10~12月)までに900~1000億円見込む、(2)財政投融资計画の実行を上期(4~9月)中に1100~1200億円繰上げ支出する、(3)企業間信用をときほぐすため、

大蔵省、通産省、日本銀行などで協議会を設けて検討する、などの措置を決定した。

さらに、40年12月27日に実質的な歳出額が651億円となる第二次補正予算が成立した。この補正予算に対応する「昭和40年度における財政処理の特別措置に関する法律」(財政法第4条の規定にかかわらず、国会の議決を経た金額の範囲内で国債を発行するという主旨)は41年1月19日に成立した(昭和41年1月19日法律第4号)。これによって大蔵省は均衡財政主義の原則から離れることとなった。この国債発行は戦後日本のマクロ経済政策の一つの転機とみる向きも少なくない。この重要なトピックスは次の第8章で考察する。

長期貸出金利引下げ 昭和40年に入って3回にわたる公定歩合の引下げによって短期貸出金利(再割適格商業手形の割引率、300万円超)は40年初頭の6.57%から5.48%へと引き下げられた。このように短期金利が引き下げられるにつれ、産業界を中心に、長期金利の引下げを求める声が強まった。金融当局も、一層の景気浮揚策として長期金利の引下げを検討するに至った。40年11月17日には、宇佐美日本銀行総裁が記者会見において、長期金利引下げを検討している旨の発言をしている。³⁾

ところが、長期金利引下げには金融機関の資金調達コストの引下げも必要と考えられたが、おりから消費者物価がかなり顕著な上昇を示しており、そのため預金金利や金融債利回り、貸付信託の予定配当率の引下げには強い抵抗もあった。政府は、40年12月に日本開発銀行、北海道東北開発公庫の業務方法書を改正して貸出基準金利を引き下げることによって、長期信用銀行、信託銀行、生保に長期金利引下げの圧力を加えることにした。

結局41年1月に、金融債利回り、貸付信託の予定配当率に手を着けないで、長期信用銀行を中心として最優遇金利を最高0.3%程度引き下げることになった。⁴⁾

さらに、41年8月から9月にかけて信託・債券に及ぶ、より広範な長期金利引下げが決定され、同年10月1日から実施された。つまり、長期貸出金利の引下げと平行して、利付金融債利回り、貸付信託予想配当率、合同運用指定金銭信託予定配当率なども引き下げられることになったのである。この金利引下げにも、大蔵省、日銀による強い働きかけがあった。ただし、事業債の発行金利

の引下げは、関係者の間でさまざまに論議された末に見送られた。

〔注〕

- 1) 日本銀行資料。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和41年版、14ページ。
- 3) 『日本経済新聞』昭和40年11月18日。
- 4) たとえば、興銀、長銀は昭和40年度以降(40年4月以降)に貸出しを承諾したものについて、41年1月以降の発生利息を最高年率0.3%の範囲内で引き下げると発表した。

第8章 国債発行と金融政策 —昭和40～43年

日本経済の高度成長期は、証券不況終息の目途がついた昭和40年を折返し点として、それから、インフレーションと第一次石油危機に見舞われる昭和48年までを後半期とみることができよう。この時期の金融政策は、いくつかの経済環境の変化のもとで進められた。その第1の変化は、国債の発行である。また、第2の変化は、経済・金融の本格的な国際化の始まりである。この章では、日本銀行の金融政策との係わりを中心に国債発行の経緯とその金融政策への影響を考察する。

第1節 国債発行の決定(昭和40年7月)

昭和40年度に歳入補填国債(いわゆる赤字国債)が第二次大戦後初めて発行された。ところで一般に、赤字国債の発行を日本経済の一つの転換点を画するものとみる傾向が強い。しかし、この見方は、この時期の国債発行の意味やそのインパクトを多少過大に評価しているといえよう。

「財政法」第4条によって赤字国債の発行は禁じられていたが、実際には一般会計の歳入となる長期国債以外の何種類かの政府債務(政府短期証券、外国債、交付国債、借換国債など)は、第二次大戦後も発行されつづけたのである。したがって、「その点からいえば、昭和40年を境として財政のあり方が基本的に変ったわけではないという見方も成り立ちうる」¹⁾のである。

一般会計の歳入補填のための赤字国債が発行されたという事実は、財政の本質的变化というよりも、日本経済の緩やかな構造変化を反映した資金循環構造の変化を示していたと見るのが妥当である。この構造変化は比較的緩やかであ

ったから、日本の金融のあり方や、日本銀行の金融政策運営にさほど大きなインパクトを与えることはなかった。この点は、昭和50年代に入ってから国債の大量発行の影響と格段の違いがある。以下この節では、国債発行の経緯に関して、マクロ経済政策の関連に主眼を置きつつ考察する。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、192ページ。また、大蔵省関係者も次のような判断をもっていた(谷村裕口述「国債発行への歴史的転換」、安藤博による聞き取り)。

昭和24、25年ぐらいの、いわゆるドッジプランに基づく均衡財政なるものがどういう形でどんどん手直しされてきたかというのは、減税国債がでるとかいろいろな形で変ってきているわけです。それから、一般会計非募債主義とはいうものの、財政全体として見ればいろいろな形で、いわゆる税金だけで全部やるなんてことから転換して金を借りてやっていくことも始まっているわけです。例えば、昭和39年には学校特会が金を借りられるようにしていると。

1 国債発行をめぐる議論

国債発行慎重論 日本経済は昭和39年からかなり深刻な不況局面に入った。金融政策は40年の年頭から金融緩和へ方向転換されたが、本格的な金融緩和が始まる40年7月頃以前には、日本銀行は景気が再び過熱することに対する警戒心を捨ててはいなかった。¹⁾ こうした状況は財政政策にも影響を及ぼしており、積極的に国債発行に踏み切るべしとする意見は、40年の前半の段階では、政策担当者の周辺では有力ではなかった。

たとえば、第7章で言及した経済審議会の中期経済計画答申「国民所得倍増計画の残された期間における中期の経済計画」(昭和39年11月17日)では、「予想される民間需要の強さと本計画のみたすべき基本的条件を合わせ考慮し、国民経済の生産力を上回る超過需要を発生させしめることのないよう、従来に引き続き健全財政の建前を維持して一般会計の収支均衡を保つべきこと」を主張し、「民間の資金需要が強く、公社債市場の育成等に努めるとしても、公債発行のための諸条件が整備されるまでには至らないであろうこと、また日本経済の体質からみて、公債発行の与える心理的影響を無視できないこと等を考えれば、

この計画期間中に発行することは適当でないと考えられる」と国債発行に対して否定的であった。²⁾ 40年2月5日の衆議院予算委員会で佐藤総理大臣は、この中期経済計画の答申に沿って、43年(中期経済計画の期限)までは国債を発行しないと答弁している。

また40年1月25日、第48回国会において行われた田中蔵相の財政演説においても、昭和40年度予算編成の基本的態度として、「今回の予算編成にあたりましては、きびしい国際経済環境の中で、通貨価値の維持と国際収支の均衡を確保し、わが国経済の長期にわたる安定成長の路線を固めることを主眼としたのであります。このため、財政面から経済を刺激することのないよう、引き続き健全均衡財政の方針を堅持するとともに、極力予算規模の圧縮を図ることと」³⁾ したという慎重論が述べられている。

さらに、昭和40年6月1日には景気後退の深刻化によって懸念される歳入欠陥に対応して、政府は人件費、社会保障関係費などの義務的経費を除くすべての支出項目について、一律10%の支出留保を行う方針を(口頭)了承した。この方針は、国債発行を待望する意見が国内で高まりつつある中で、国債発行を回避すべしとする大蔵省の意思表示であると受け取る向きも少なくなかった。⁴⁾

しかし、昭和40年に入ってからの不況感の一層の高まりに対応して、昭和39年11月9日に池田内閣から政権を引き継いだ佐藤内閣(福田赳夫蔵相)のもとで、国債発行が準備されることになった。

財界の積極論 一般的にいて、財界では国債発行に積極的な意見が強かったと思われる。たとえば、経済同友会は昭和40年1月に年頭見解「転機に立つ経営者の自覚と実践」を発表したが、その中で「内部蓄積の増大には企業減税が必要であり、また公債の発行を真剣に検討すべき時期である」⁵⁾ と主張している。

財界の積極論は、日本経済の国際化進展のもとで企業の競争力を維持するために企業減税が必要であり、その財源確保のために国債発行はやむをえないという判断に立脚していた。結局、国債が発行されることとなった理由は、第1に社会共通資本の整備など高度成長の「ひずみ」を是正するための公共支出水準を拡大することが強く政策当局に意識されたこと、第2に貿易・資本の自由化が一層進む過程で日本企業の経営を安定化させ、国際競争力を高めるために

は企業に対する増税は不可能であると判断されたことに求められるであろう。

国会における首相、蔵相演説 昭和40年7月30日の第49回臨時国会本会議において、佐藤首相、福田蔵相はそれぞれ施政方針演説、財政演説において国債発行の必要性を強調した。たとえば、佐藤首相は施政方針演説のなかで、

経済政策の目標は、限られた資源を最も効率的に活用し、経済各部門の均衡を保ちながら、経済社会の調和ある発展をはかることにあります。経済の成長を適度に保ちつつ、現在見られる不均衡を是正することによって、経済の質的改善を行ない、社会資本の充実、企業経営基盤の強化等を通じて、すぐれた体質を有する日本経済をつくり上げることこそ、わが国経済の長期にわたる発展への道であると信ずるものであります。政府は、この観点に立って、長期減税構想を策定するとともに、公債の発行を準備する等、長期的な財政経済政策を推進する所存であります。

と述べている。⁶⁾

また財政演説の中で福田蔵相は次のような国債発行に積極的な見解を述べている。⁷⁾

このように増大する財政需要の財源を一体いずこに求めることとすべきでありましょうか。財政の健全性を保持し、通貨価値の安定を確保することは、もとより財政運営のかなめであり、私は、この根本原則をいささかもゆるがせにしないかたい決意を持つものであります。しかしながら、これまでのように国家財政の財源のほとんど全部を租税に求めることがはたして今日適切であるかどうか、再検討の時期に来ていると思うのであります。

〔注〕

- 1) 第7章第5節を参照。
- 2) 中期経済計画答申「国民所得倍增計画の残された期間における中期の経済計画」(昭和39年11月)。
- 3) 『大蔵大臣財政演説集』(昭和47年)、900ページ。
- 4) 実際には大蔵省内部に公債発行を絶対に回避すべきといった強い既定方針があったわけではない。たとえば、当時の主計局長谷村裕は、大蔵省内部にも、「今のようときに公共事業費を組んでおいて、それを1割でも使わないというのはおかしいのじゃないの」といった批判があったことを紹介し、さらに「なぜ1割留保をやったかといったら、「あくまで公債は出さないで、何とか今までのやり方で頑張り抜こう」というほど固い決意で1割留保をかけていたかといったら、そうではなくて「まず、これで備えだけはしておきましょう。どう対応するかはもう少し様子を見てからにいたしましょう」、こういうことなのでして、1割留保の持つ意味というものは、要するに……

「公債発行するのがいやだから一生懸命留保した」というほどの強い意味ではない」と述べている(谷村裕口述「国債発行への歴史的転換」、安藤博による聞き取り)。

- 5) 経済同友会「転機に立つ経営者の自覚と実践」(昭和40年1月)。
- 6) 内閣制度百年史編纂委員会『歴代内閣総理大臣演説集』(昭和60年、大蔵省印刷局)、731ページ。主計局調査課のメモ(昭和40年5月31日)によると、5月末の段階で主計局では国債発行を決断する時期がきたという判断を下したようである。5月26日に局長室で聞かれた議論では国債発行の理由づけ、規模等が話し合われた(大蔵省理財局資料)。
- 7) 『大蔵大臣財政演説集』(昭和47年)、915-16ページ。

2 国債発行の決定

不況対策の決定 昭和40年の春から夏にかけて、山陽特殊鋼の倒産、山一證券の経営危機などもあって、経済不況の深刻化が一般に強く認識されるようになるとともに、慎重な政策運営から積極的な景気拡大政策へと方針が転換される。この転換点は40年の6月半ばと特定できる。政治的にみれば、6月3日に佐藤内閣の改造が行われ、蔵相が田中角栄から福田赳夫へ変わったことが、政策転換の契機と見ることができよう。

6月29日には第3回経済政策会議が開かれ、同月1日に歳出の1割留保を決定したばかりであるにもかかわらず、公共事業の早期実施により、一般会計の支出を第3四半期(10～12月)までに、900～1000億円見込むこと(ただし、1割留保の方針を維持する)、財政投融资計画の実行を上期(4～9月)中に、1100～1200億円繰上げ支出する等の方針が決定された。

金融の面では、6月25日に40年1月以来第3次の公定歩合引下げ(日歩1.6銭から1.5銭へ)が実施されたが、日銀総裁の談話も前2回に比較すると積極的な金融緩和の意図が、はっきりと述べられている。¹⁾さらに、4月から若干の方式変更が行われていた窓口指導も廃止されることになった。窓口指導は新金融調節方式導入後の39年1月10日に再開されたが、1年半ぶりに廃止となったわけである。

すでに紹介したように、40年7月30日、第49回臨時国会における施政方針演説の中で、佐藤首相は「長期減税構想を策定するとともに、公債の発行を準備する等、長期的な財政経済政策を推進」すると言明したが、これに先立つ同月

27日、第4回経済政策会議は不況対策の一環として、(1)さきに決めた40年度予算の1割留保措置(対象額1000億円)のうち公共事業など施設費(約800億円)を解除する、(2)財政投融资計画を2000億円程度(半分は資金運用部資金、残りを政府保証債の増発など民間資金でまかなう)、(3)長期減税と社会資本充実に進めるため国債発行を準備する、などの方針を決定した。²⁾

大蔵省・日本銀行の定例懇談会 昭和40年7月27日に政府が国債発行の方針を決定して以降、財政制度審議会、金融制度調査会などにおいて、国債発行のあり方が検討された。11月にはそれらの検討がさまざまな形で報告された。これらの答申、報告書の内容は、基本的にはその前の10月に大蔵・日銀の定例懇談会において取り交わされた国債発行の方法や、発行条件等に関する大筋の合意を反映していたといえよう。

とくにこの定例懇談会では、大蔵省側から40年1～3月に見込まれる国債発行必要額が2500億円程度であること、日銀側から同時期における市中消化の見込額はせいぜい1000億円程度であることが明らかとされ、差額を資金運用部の引受けで対応すること、そのために日銀は資金運用部保有の金融債を、必要に応じて買い入れることを取り決めた。日本銀行は、このような方式による国債消化に非常に協力的であったが、これは何としても日銀引受けによる国債発行という事態を回避したいと考えていたからだといわれる。³⁾ 実際、41年3月末に資金運用審議会は、40年度の赤字補填国債の引受け、および財政投融资の原資不足を補うために、資金運用部保有の金融債1897億円を日銀へ売却することを決め、日銀もこれを了承したのである。

財政制度審議会中間報告、および金融制度調査会答申 財政制度審議会中間報告「財政運営の基本的方向および歳出の合理化について」(昭和40年11月1日)は、「最近の経済動向を見ると、これまでのような需要圧力は著しく緩和されて来ているので、必ずしも常に形式的な均衡財政を堅持する必要はないばかりか、当面の景気対策という観点からすれば、財政はむしろ収支の均衡にこだわらず、積極的に公債を発行して必要な施策を行い、金融政策等の運用と相まって、景気に対し刺激を与えることがこの際財政の取るべき態度」と積極的な財政政策の必要を強調する一方、国債発行急増の歯止めとして、公債は財政法第4条で認められた建設国債とすること、消化に当たっては市中消化の原則を

守るべきこと、を強調している。⁴⁾

金融制度調査会の答申「国債発行にともなう金融制度のあり方」(昭和40年11月8日)は、国債発行の金融への影響などを中心に意見を述べている。⁵⁾ そこでは、(1)財政政策と金融政策との調和、(2)国債市中公募の原則の確立・堅持、(3)民間資金需要等との調整、(4)国債に対する流通性の付与(具体的には、「国債流通市場の育成を図るためには、長期安定資金が蓄積される環境の形成、短期金融市場の安定化等が必要であり、また国債の発行条件や発行規模が適切に定められなければならない。なお、流通市場の整備に至るまでの経過措置として、国債の流動化対策を講ずる必要がある」(13ページ)としている)、⁶⁾ (5)国債発行方式としては、多くの金融機関を構成メンバーとするシンジケート団引受け方式が最も望ましいこと、等が主張されている。

引受けシンジケート団の形成 昭和40年11月18日には大蔵省による第1回の国債発行懇談会が開催され、翌12月1日には国債引受けシンジケート団の構成が決定された。シ団は都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、信託銀行、証券会社、相互銀行、信用金庫、生命保険会社、農林中央金庫によって構成され、かなり幅の広いものとなった。証券会社は売買機能を発揮させるために、シ団の構成範囲を制約したほうがよいと主張したが、この見解は取り入れられなかった。シ団メンバーの構成が幅広くなったのは、農中、生保のようにコール・レートが低下して余資運用難の金融機関があったこと、都銀などはメンバーを広げることによって自分達の消化負担を引き下げることができるという思惑があったこと、そして相金、信金は発行手数料を得ることを望んだことなどの事情が反映されたためといわれた。⁷⁾

さらに、12月に入って国債引受けシ団の各金融機関別の代表者で構成される「世話人会」が開催され、12月20日にシ団メンバーの詳細、40年度国債の発行条件、金融機関別引受比率、41年1月の発行額等が決定された。これによると、発行条件は表面金利6.5%、発行価格98円60銭、償還期限7年、応募者利回り年6.785%であった。また引受手数料は額面100円につき50銭、引受比率は都・長銀51.5%、地銀20.5%、信託・相銀・信金・農中・生保各3.6%、証券会社10%、41年1月の発行額を700億円とした。

財政特例法の成立 昭和41年1月19日、「昭和40年度における財政処理の特

別措置に関する法律」(「財政特例法」, 昭和41年法律第4号)が公布・施行された。この法律によって, 昭和21年度以来, 初めて一般会計や特別会計の資金調達を目的として長期内国債が発行されることとなった。40年度の発行規模は額面総額で2627億円(政府手取額2590億円), この中で1300億円程度を資金運用部が引き受け, 残りを市中消化とされた。シ団間で取り交わされた覚書により, 証券会社以外が6分半利国庫債券の募集取扱いを行うことはないということになった。このため, 1月分につき証券会社が引き受けた70億円が一般に公募された。

昭和40年8月19日, 公社債引受協会は社債の店頭気配値を毎週1回発表する措置をとったが, 41年2月7日には37年4月以降停止されていた公社債の市場取引が東京, 大阪両証券取引所において再開された。これは国債発行に対応して公社債の流通市場を準備しようとする政策当局の意図を反映したものであることはいうまでもない。41年10月1日にこれら両証券取引所に国債が上場された。また, 国債の店頭気配値公表は, これよりも若干早く41年6月30日から開始された。

〔注〕

- 1) 日銀総裁談話は「金融界におかれては今回の措置に応じ今後とも企業金利負担の軽減に一層努力せられるとともに, 産業界におかれても経営基盤の強化を引き続き推進せられるよう希望する」と述べている。
- 2) 第3回および第4回経済政策会議について。
- 3) 佐竹浩口述「昭和40～41年の理財局及び銀行局行政について」(大蔵省資料Z108-9-2)、『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 181-85ページ。
- 4) 財政制度審議会「財政運営の基本的方向及び歳出の合理化について」(昭和40年11月1日)。
- 5) 大蔵省銀行局「「国債発行にともなう金融制度のあり方に関する答申」および資料」(昭和41年6月)。
- 6) 結局, この流動化対策は, 日本銀行が発行後1年経過の国債を買いオペの対象とするという形をとったのである。次の第2節第2項を参照。
- 7) 『金融』昭和41年1月, 53ページ。国債が市中消化によって発行される場合には, 主たる消化先とならざるをえない立場にあった民間銀行は, 国債消化の負担を明らかに嫌っていた。したがって, 民間銀行は市中公募による国債発行に反対であった。

第2節 国債発行と日本銀行の金融政策

国債発行は一般的にいつて中央銀行の金融政策に少なからぬ影響を及ぼす。まず第1に, 国債発行は政府と民間部門との間の資金の流れを複雑にし, 「資金需給実績」に基づく金融調節に攪乱的影響を及ぼす可能性がある。また, 国債自体は中央銀行にとって格好のオペ対象となりうるものであるから, 金融調節の多様化が進められる可能性がある。さらに, 重要なことは, 財政当局の関心がしばしば国債発行による資金調達費用の引下げに向けられるため, 中央銀行に対して低金利政策を追求すべしとする圧力が加わる可能性がある。中央銀行はそのような政治的圧力にどのように対処するか, 一般的なマクロ政策運営の必要性和低金利政策の要求との間でどのようにバランスをとるかにしばしば頭を痛めなければならない。

それでは, 昭和40年代前半の日本ではどうだったか。この節では, 国債発行に対応する日本銀行の金融政策の推移に焦点を合わせて考察する。

1 国債発行前後の金融政策

昭和41年初頭から日本銀行が金融調節の方法を多様化しようと努力した。その様子から展望することにしよう。

(1) 日本銀行, 短資業者に対する日本銀行保有政府短期証券売却

日本銀行の金融調節の多様化としては, 資金余剰期であった昭和41年1月4日に実施された短資業者向け政府短期証券の売りオペが重要である。日銀保有の短期証券の売却に対し, 短資会社が応じられるよう, 売却先の受取割引率を両入りとすることにより実効利回りをおおむね市場金利なみとし, さらに売却期間を適宜調節することによって, 実効金利の調整を図ったのである。¹⁾ この措置は臨時的なものとして大蔵省によって了承されたが, 42年4月以降は通常の金融調節手段として認知されることとなった。

すでに述べたように(第5章第1節), 38年4月に大蔵省は日銀が手持ちの政府短期証券を二重レート(つまり低利の引受けレートを上回る金利)で売りオペ手段として用いることを了承した。日銀側はここまで、二重レートによる売りオペを実施しなかったが、国債が発行されたこの時期に表面的には二重レートではないとしても、実質的にはそれと同等のオペレーションを実施したわけである。このような方式は日銀の金融調節の多様化を意味するものであり、国債発行下の金融調節を準備するという日銀側の意図があったかもしれない。

なお形式的にも二重レートでの政府短期証券の売りオペは、昭和42年10月に実施された。日銀は42年9月1日の公定歩合引上げに対応して、政府短期証券の公募レートそのものの引上げを大蔵省に要求したが、大蔵省の側はこれを拒否した。しかし、公募レートに見合ったレートによる売りオペ(短資業者向け)は短資業者からの協力を得られないであろうと考えられたので、日銀は大蔵省の了承のもとに、コールの市場実勢レート(月越取り手レート)に対応したレートで売りオペを実施した。ただし、大蔵省側の了承の条件は二重レートの売りオペが短資業者向けに限ること、そして何よりもこの措置が公表されないことであった。²⁾

(2) 日本銀行、債券の無条件買入れを実施—新金融調節方式の行詰り

日本銀行は国債発行が日銀貸出の増加と結びつくような印象を一般に与えることを極力避けたいと考えていた。³⁾すでに昭和41年1月27日に、第1回国債700億円の払込みがなされたが、この日の日銀貸出がこの額に近い600億円だけ増加した。一部の新聞は「国債消化のための日銀貸出はしない」という日銀の主張が早くも崩れたと報じた。⁴⁾ところが41年2月には、多額の資金不足が見込まれ、日銀貸出の大幅な増加が予想されることとなった。この事態に対処するために、日銀は41年2月11日、無条件の債券(政府保証債)買いオペを決定し、同月28日に実施した。新しい無条件買いオペでは、日銀の買入価格を従来のように最終応募者利回りから算出する理論価格ではなく、再開された公社債市場の「市場相場」を基準とした。ただし、売手金融機関のキャピタル・ロスを防止するため、オペ価格は市場価格を上回る水準に定める措置が41年8月までとられた。また、買いオペ対象は政府保証債に限り、金融債、電力債などを対象

から外した。その後、42年2月2日に日銀は国債をオペ対象とするとともに、臨時的措置として再び金融債をオペ対象に加えた。これはオペ対象の幅を広げるための措置であるが、実際のオペでは国債、政府短期証券、政保債を対象とするオペを優先し、それでも対象が不足する場合に金融債を加える方針であった。

この無条件買いオペの背景には、昭和37年11月に導入された新金融調節方式の行詰りもあった。昭和40年初頭以来の公定歩合の引下げによって、債券オペレーションの金利に比較して、日銀借入の金利が大幅に低くなったため、新金融調節方式が目指した債券オペレーションが40年7月以降実施不能となってしまったのである。⁵⁾結局、41年の2、3月でそれぞれ562億円、609億円の政保債買いオペが実施され、日銀貸出の増加が、日銀の思惑通りに抑制された。

買入先には4大証券が加えられたが、この措置は「市場を通じるオペレーションの途を開く」ことと、2月初旬に再開された公社債売買市場を支援することを狙いとしていたと思われる。⁶⁾

(3) 日本銀行貸出の調整

昭和41年央以降、予想外の財政揚げ超増大がしばしば見られ、これが日本銀行の資金需給見込みを狂わせる原因となった。この理由は、主として財政関係収支の巨額な揚げ超、つまり郵便貯金が財政支出計画額を大幅に上回って増加する一方、政保債の減額等が不十分であったことにあった。41年7、8月には大幅な財政資金揚げ超が資金不足拡大をもたらし、しかもオペ玉不足の状況にあったため日銀は大蔵省に対して、財政支出の繰上げ措置を要望するほどであった(大蔵省もこの要請に応じ、400億円の財政支出繰上げを実施した)。

財政揚げ超の予想外の増加と適当な買いオペ対象債券の不足(既発国債の1年超物を70%程度買入れるとしても財政揚げ超に対応できない)のため、42年の2～3月には日銀は貸出限度枠を引き上げるか、または買いオペ対象債券の範囲を広げるかの選択を迫られることになった。

しかし、日銀貸出限度枠の引上げは37年の「新金融調節方式」の後退とか、都銀優遇とかの印象を与える。また、国債発行が日銀貸出の増加と結びついているという批判を日銀は懸念したため、この措置に容易に踏み切れなかつ

表 8-1 運用部余資金残高
(単位：億円)

40 年 度 末	4,116
41 年 度 末	6,586
42 年 度 上 期 末	10,381
42 年 度 末	8,844
43 年 度 末	9,505
44 年 度 末	15,097

(出所) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月), 112ページ。

た。⁷⁾
そこで、適格国債と並んで金融債を買いオペ対象とする措置が選択されたのである。ただし国債買いオペの場合、各金融機関につき一律に適格債手持額の70%をオペとして買い入れるという割当て方式がとられた。しかし結局、42年3月に都銀10行に対する貸出限度枠が800億円引き上げられ、7940億円となった。日銀のクレジット・ライン引上げは37年11月に「新金融調節方式」が導入されて以来はじめてであった。⁸⁾

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 200-201ページ。「この方法によれば、売却時には一応原日歩によって売却価格を定めるが($<100円 - 1.55銭> \times$ 残存日数), これを例えば10日間で買戻すこととし、買戻し日を含めて11日分の利子を短資業者に与えれば、利回りは1.7銭となる。このようにして売却期間を加減していけば、利回りを適当に調整していけるわけである(仮に5日間とすれば利回りを1.86銭にまで高められる).」日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月), 83ページ。
- 2) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」, 143ページ。
- 3) 『日本銀行百年史』第6巻, 210ページ。
- 4) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」, 84ページ。
- 5) このため日銀貸出が再び増加する兆しを見せていた。第5章, 表5-7を参照。
- 6) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」, 89-90ページ。
- 7) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」, 115-19ページ。
- 8) 第5章, 図5-2を参照。

2 国債の「貨幣化」

国債の「貨幣化」(マネタイゼーション)とは政府の債務発行に対応して貨幣供給が増大することと定義される。たとえば政府が国債を中央銀行引受けで発行される場合は、他の条件が一定であれば貨幣供給は増加するから、「貨幣化」の一例である。ただし、中央銀行引受けによって国債が発行されても、それによって生じる貨幣供給の増加を相殺するようなオペレーションを中央銀行が実施するならば、結果として貨幣供給の増大は生じない。したがって、このケースを「貨幣化」とよぶのは適當ではない。また、国債が日本銀行引受けによらず発行される場合にも、国債発行の条件(とくに発行利回り)を政府に有利とするように、中央銀行が低金利政策を追求することが考えられる。この場合には、中央銀行引受けがないにもかかわらず、国債発行は貨幣供給を伴っており、「貨幣化」の事例とみなすことができるであろう。要するに、国債発行が「余分な」貨幣供給の増加を伴う場合には、国債の「貨幣化」がなされたとみなせるであろう。貨幣供給の増加が「余分」か否かを判断するのは容易ではないが、計量分析の視野からは、ある程度厳密な検討が可能である。この節では、単純な計量分析を混えて、国債発行が昭和40年代前半の日本銀行の金融政策運営にどのような影響を及ぼしたかを検討する。

(1) 実質的な日銀引受けと「貨幣化」

日本では「財政法」によって中央銀行引受けによる国債発行は原則として禁止されている。しかし、昭和40年夏に政府が国債発行を決意した段階では、日本銀行引受けによる国債発行もありうるという雰囲気であった。たとえば、福田蔵相は8月の衆議院大蔵委員会において、昭和40年度に予想される財源不足に対して、日銀からの借入れか国債発行に依存せざるをえないであろうと発言しているし、同じ8月に衆議院予算委員会に参考人として出席した佐々木直日銀副総裁も国債の日銀引受けを全面的に否定することはなかった。¹⁾

一方、大蔵省側の考えはどうであったか。大蔵省の側には、日銀引受けによる国債発行が好ましいとする見解もあったといわれる。しかし大勢としては、

大蔵省内部でも日銀引受けによる国債発行は回避すべしという考えであったようである。²⁾

当然のことながら、日本銀行自体は国債の引受けをせまられることを強く警戒していた。40年8月には日銀内部において、昭和41年度の歳入不足補填についても、41年度以降の財源調達についても、資金運用部と市中からの資金調達によるべきであるという基本的態度が決定され、その趣旨は宇佐美日銀総裁の記者会見(40年8月13日)において発表された。また、先に述べた財政制度審議会、金融制度調査会においても、日銀代表は上記の基本的態度を踏まえて、市中消化の原則の重要性を主張した。日銀のこの主張は、財政制度審議会、金融制度調査会の双方において受け入れられることになったのである。³⁾

政治経済学的にみれば、中央銀行引受けによる国債発行は、中央銀行の政治的な独立性を疑わせるに十分な現象といえよう。したがって、中央銀行関係者にとっては是非とも回避されるべき事柄である。しかし理論的にいえば、市中消化によって国債が発行されても、中央銀行は中央銀行引受けと変わらない状況を実質的に作り出し、それによって政府の資金調達費用削減に手を貸すことができる。すでに説明したように、昭和41年1～3月に、日銀が資金運用部による国債引受けを支援するために資金運用部保有の金融債1898億円を買い入れたのはその一例である。この点は日本銀行関係者によっても率直に認められている。⁴⁾

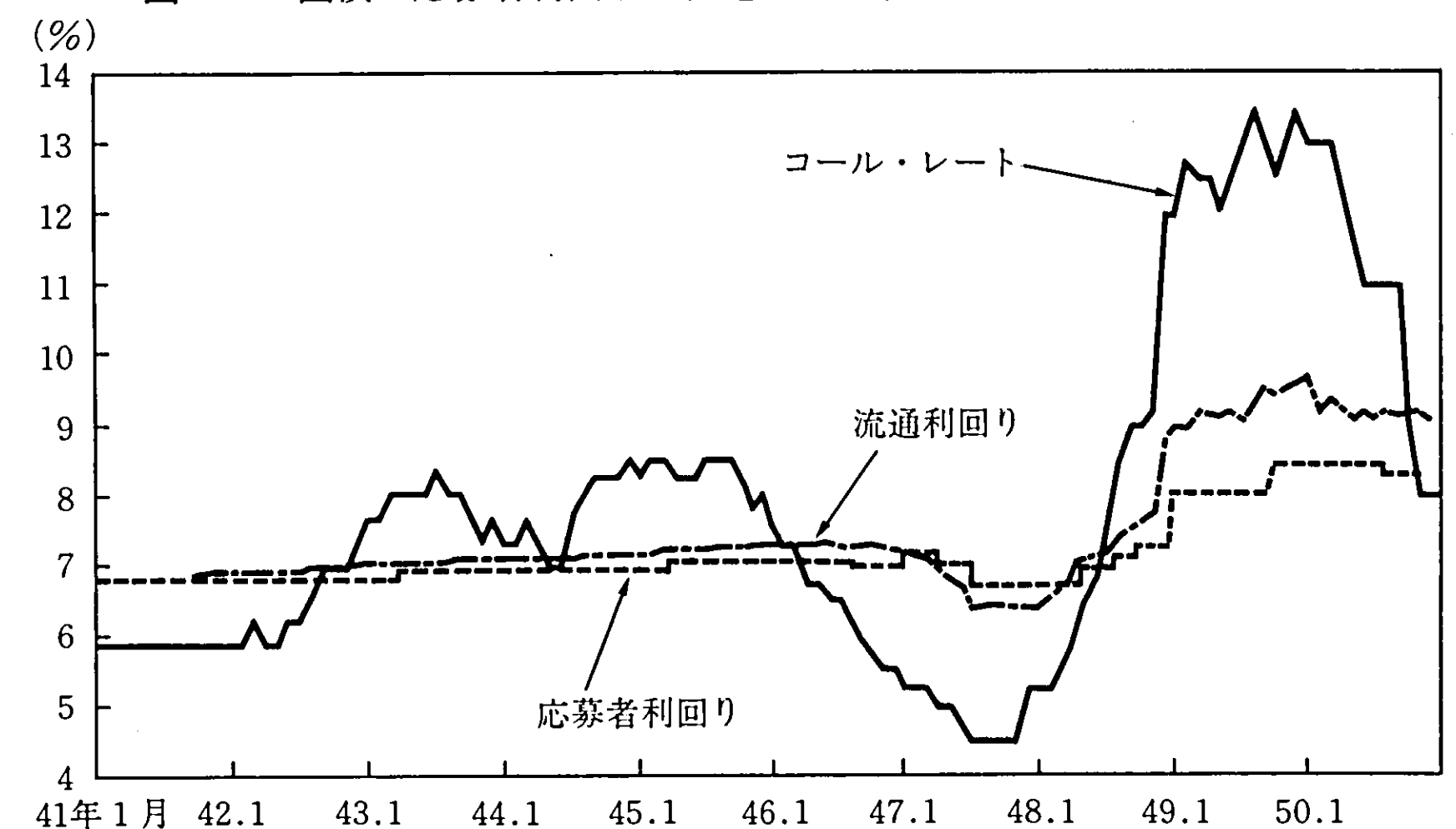
なお昭和40年度の国債発行額は、年度末に税収が若干回復したこともあって、予定された1200億円から100億円減額された。41年度に入ってから税収の見込みが一段と好転したため、国債発行はさらに圧縮されることとなった。この国債発行減額は主として資金運用部の国債引受額の圧縮となった。資金運用部が1300億円程度の国債引受けを行うことを前提として金融債の買取りを行った日銀としては、国債発行減額は事実上の日銀引受けの程度を減少させる形で実施されるべきであると考えたから、当然のことながら「このような形で国債の減額調整が行われたことは、国債政策運営上問題である」⁵⁾と不満をもった。昭和40年代の日本銀行の金融政策を、以上のような視点から見た場合に、いかなる評価を下すことができるであろうか。次に、単純な計量分析でこの問題を考察することにしよう。

(2) 低水準のコール・レート

国債発行条件の「人為的性格」 コール・レートは昭和40年10月～42年2月の期間、無条件物1.6銭、月越物1.8銭の水準にとどまりつづけた(図8-1および後掲図8-3を参照)。この現象は、国債発行に対応し、日本銀行がなんらかの人為的な介入政策をとった結果ではないかとみる見解もある。たとえば、公社債引受協会は、「コール・レートは30年代においては活発な変動をしめしたが、40年代には奇妙なことにその動きを停止して、ほぼ国債応募者利回りの範囲内に落ちついてしまった。この変化が意味していることは、国債引受けの中心である都市銀行がコール・レートをとって低利国債を引き受けても大幅なキャピタル・ロスが発生しないように、コール・レートの変動を規制したからである」⁶⁾と述べ、このような状況を「国債発行条件の人為的性格」とやや誇張した表現で呼んでいる。

しかし、図8-1に示されている通り、昭和43年から45年にかけての時期には、コール・レートは国債応募者利回りを1%ポイント以上上回っており、「応募者利回りの範囲内に落ちついてしまった」わけではない。コール・レートの動きが不自然に見えるのは、国債発行が決定された直後の、40年秋から42年にか

図8-1 国債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年4月～50年12月)



けての時期である。この時期を除けば、金融市場の全体的な動向に沿ってコール・レートも変化したとみなせる。

他方日銀関係者は、この現象が金融緩和の所産であったにすぎないと次のように主張している。「当時コール・レートが長く横ばいをつづけたのは、基本的には実際に金融市場が緩慢だったからであるが、コール・レートがこの水準で止まったというのは、むしろオーバーローンの下では無条件1.6銭というのが、コールレートの下がり得る下限だったというべきであろう。当時の公定歩合は、並手貸付歩合が1.7銭であったから、日銀貸出の返済圧力が存在する限り、金融機関のコールの取手レートは1.7銭(出手レートは1.6銭)より下がらなかった。」⁷⁾

日銀のこの主張の意味するところは、民間銀行にとってコール・マネーの借入に比較して、日銀借入は「返済圧力」という非金銭的なコストを伴うから、民間銀行が日銀から借入を続けている状況のもとで生じる金融市場の均衡においては、取り手コールの金利が公定歩合を下回ることはいはずだということである。自由な市場メカニズムのもとでもコール・レートは固定的な公定歩合の水準の近傍で横ばいの状態を示すことがありうることを主張している点に着目すれば、日銀関係者のこの考え方は、少なくとも理論的には妥当である。しかしこの主張は、硬直的なコール・レートの現象が、国債の低利発行を日本銀行が手助けした結果であるという批判的な論評に対する反論にはなっていない。

コール・レートの変化と国債発行 確かに、昭和40年から42年にかけてコール・レートは低い水準に固定されている。また、コール・レートに対する日本銀行の指導も強化された。そのため、コール・レートそのものが、銀行間資金市場の需給を均衡させていたかどうか疑わしい。その間接的な証拠は、銀行の貸出供給関数を計測してみると、昭和30年代の末までの時期には、コール・レートが銀行貸出の機会費用として有意な説明力をもつものに対し、30年代末から40年代前半の期間は、そのような説明力をもたないという分析結果を挙げることができよう。⁸⁾

国債発行が決定されてからは、国債発行条件を勘案してコール・レートを低水準に決定する内面指導がなされたとしても不思議ではない。しかし、日銀の

金融調節とコール・レートの動きを多少細かに調べてみると、国債発行がコール・レートを低める働きをしていると判断できるケースと、明らかにそうではないと判断されるケースの双方を見出すことができる。その例の若干を以下に列記しよう。

- (a) 日銀は42年2月2日に最初の国債買いオペを実施したが、それに先立つ42年1月25日にコール・レート申合せの水準が1年5カ月ぶりに5毛だけ引き上げられ、さらに同年2月22日にも1厘引き上げられた(日銀の説明では、この引上げは実勢レートの上昇を追認したものであった)。これは、国債の発行にもかかわらず金利の引上げが実施された事例である。
- (b) 他方、国債発行世話人会が42年3月17日に昭和42年度の国債発行額など発行方法を決定すると、間髪を入れず4月1日にはコール・レートが1厘引き下げられている。引下げ幅については5毛か1厘かをめぐって議論があったといわれる。しかし、日銀が1厘引下げを主張したとされている。この引下げによって、国債利回り(応募者利回り日歩1.86厘、年利6.795%)は月越無条件物コール・レート(年利6.570%)を上回り、国債発行の環境が「改善」した。これは、コール・レートの決定が、低利の国債発行を助けたと思われるケースである。
- (c) 42年7月25日、政府は42年度発行予定の国債を700億円、政保債を500億円減額する方針を決定したが、その理由として、国債発行がもつ景気浮揚効果が、国際収支赤字の拡大のもとで好ましくないと考えられたことと並んで、コール・レートの上昇で長短金利が逆鞘となり、これによる公社債市場の軟化傾向を無視できないことが挙げられた。この事例では、コール・レートの推移がむしろ国債発行に対して障害として働いたことを示しており、コール・レートが低利国債発行を助けるために、「人為的に」規制されたとする主張と矛盾する現象である。
- (d) 42年11月24日に日銀は年末資金対策の一環として、12月に1000億円の国債買いオペを実施することを決定した。この時期には2月以降の金融引締めを反映してコール・レートは上昇しはじめていた。国債の市況も軟化の傾向を示し、証券会社の手持ち在庫としての国債が累増しつつあった。日銀は買いオペのうち、証券からの買いオペを従来よりもかなり多めの100

億円に設定した。この措置を一部の関係者は国債価格支持対策とみなした。⁹⁾

いずれにしても、図8-1が示しているように、コール・レートが不自然に低い水準にとどまりつづけたのは昭和42年初頭までである。その後、コール・レートは(日銀の厳しい管理のもとにあったとは思われるが)比較的伸縮的に変動している。43年や45年のように、コール・レートがかなり高い水準に上昇し、しかも国債の応募者利回りは低水準に据え置かれたままの状況もあった。このことは国債の低利発行が、国債発行量が比較的少なかったこともあって、コール・レートの低利釘付けを必ずしも必要としなかったことを物語っている。

(3) コール・レートに関する計量分析

昭和40年から42年にかけて、コール・レートが低い水準にとどまりつづけた事実、日本銀行関係者が主張するように、民間銀行が日銀借入に依存する範囲において、公定歩合がコール・レートの下限を画するという議論で説明できるかもしれない。しかし、昭和40年末から42年までの金融緩和が、当時の景気後退に対応する政策対応以上のものではなかったか、国債の低利発行を支援するための「低金利政策」の側面をもっていなかったのかどうか、さらに言い換えれば国債の「貨幣化」が行われなかったか否かは必ずしも明らかではない。

ここで非常に単純な計量分析を行うことによって、この問題に対して暫定的な答えを与えることにしよう。まず、コール・レートが低水準で横ばいを始める40年10月よりも以前の時期について、コール・レートを被説明変数とするラグ付きの誘導式を推計する。この推計式に基づいて40年10月から42年までのコール・レートの動きをシミュレートする。ただし、説明変数の値は実現値を用いる。このようにしてシミュレートされたコール・レートの値が実現値とほぼ対応していれば、コール・レートが低水準にとどまりつづけたのも、経済全体の状況に即応した結果であり、国債発行ととくに関係があったわけではないことになる。他方、シミュレートされたコール・レートが、その実現値を一貫して上回りつづけるという結果が得られるとすれば、コール・レートの動きは昭和40年夏までの動きと異なるものであり、低利の国債発行を支援するための「低金利政策」が採用されたとする主張と整合することとなる。

シミュレーションの基礎となるコール・レートの誘導型としては次のような式を選んだ。ただし、 $R(t)$ はコール・レート水準、 $L(t)$ は全銀貸出残高増加率(対前年

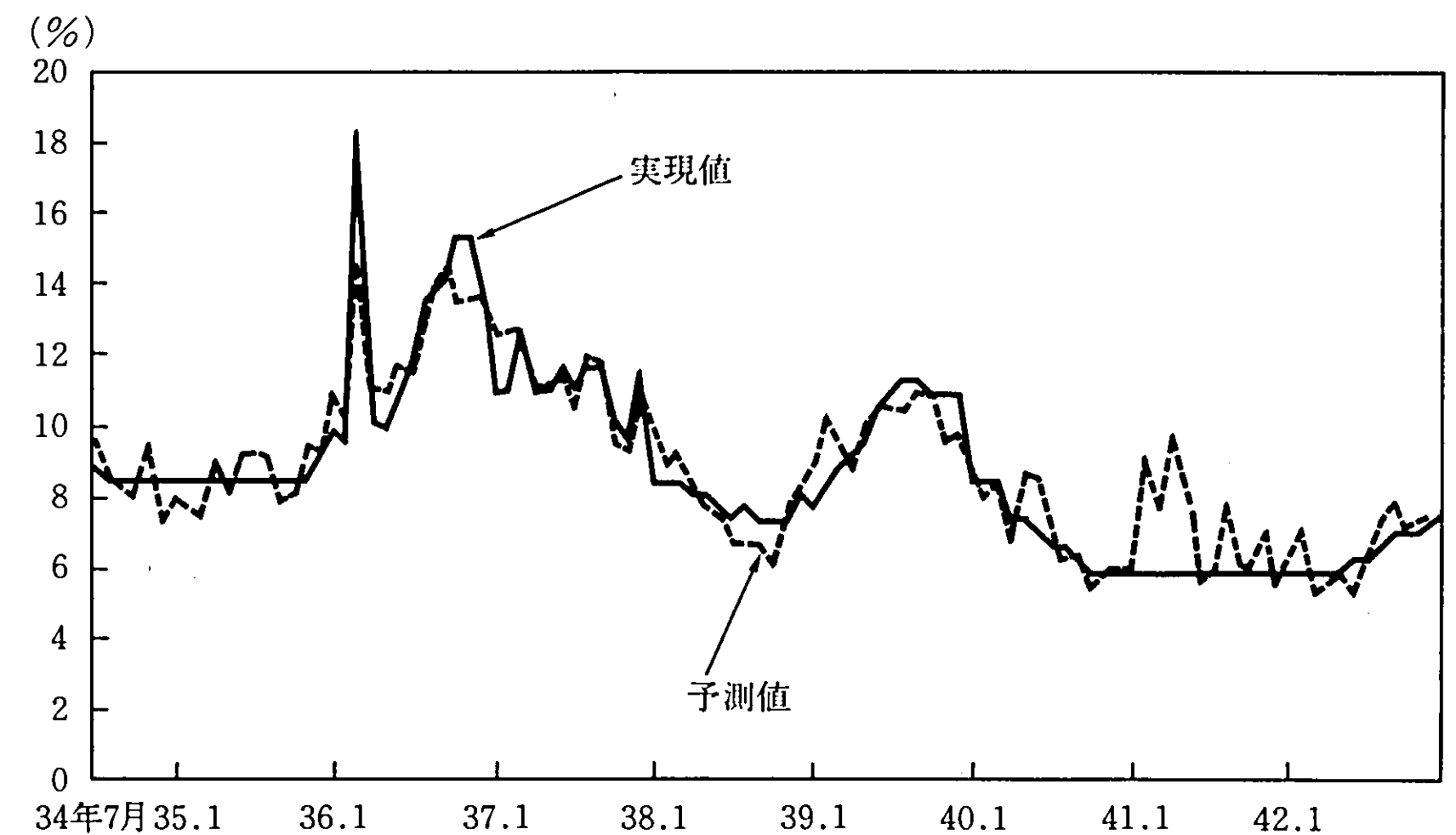
同月比)、 $B(t)$ は全銀の日銀借入残高増加率(対前年同月比)、 $Y(t)$ は鉱工業生産指数変化率(対前年同月比)、 $P(t)$ は卸売物価指数変化率(対前年同月比)、 $F(t)$ は外貨準備高変化率(対前年同月比)である。¹⁰⁾

$$\begin{aligned} R(t) = & \text{定数項} + a_{11}R(t-1) + a_{12}R(t-2) + \cdots + a_{16}R(t-6) \\ & + a_{21}L(t-1) + a_{22}L(t-2) + \cdots + a_{26}L(t-6) \\ & + a_{31}B(t-1) + a_{32}B(t-2) + \cdots + a_{36}B(t-6) \\ & + a_{41}Y(t-1) + a_{42}Y(t-2) + \cdots + a_{46}Y(t-6) \\ & + a_{51}P(t-1) + a_{52}P(t-2) + \cdots + a_{56}P(t-6) \\ & + a_{61}F(t-1) + a_{62}F(t-2) + \cdots + a_{66}F(t-6) \\ & + u(t) \end{aligned}$$

標本期間を昭和34年7月～40年9月として上の誘導型を推計し、その推計式に基づいて40年10月～42年12月までのコール・レートをシミュレートした結果が図8-2に示されている。この結果をどう解釈すべきかは微妙である。昭和41年の前半にはシミュレートされたコール・レートは、その実現値をかなり大幅に上回っている。40年後半から42年の初頭にかけてもシミュレートされたコール・レートの方がやや高い。この結果は、コール・レートが国債発行に対応して低い水準に管理され据え置かれたという主張と整合する。

しかし、昭和42年の前半はむしろシミュレートされたコール・レートの方が実現値を下回っている。41年中にもシミュレートされたコール・レートが実現値を下回

図8-2 コール・レートの実現値と予測(昭和40年10月～42年12月を外挿)



る時期が全くないわけではない。したがって、次のような暫定的判断が妥当であろう。昭和40年夏までの経験に即して考えると、昭和40年から42年にかけての低水準のコール・レートは、「不自然」であったといえよう。日銀関係者が主張するように、それを金融緩和の所産とみなすのは難しい。この点で、コール・レートに対する管理が強化されたのだとみることもできよう。しかし、一貫してコール・レートが管理された低水準に据え置かれたと判断することも妥当ではない。時として、コール・レートは(動きを見せなかったとはいえ)、シミュレーションから窺われる「実勢」の水準を上回っていたと思われるからである。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 180ページ。福田蔵相は当初, 40年度の赤字国債を日銀引受けで発行する以外ないと考えていたようである(大蔵省理財局資料)。しかし, 大蔵省担当者の説明で, 「極力日銀引受けは避けたいが, 実質的には回り回って日銀に尻がいくことは避けられない」という判断になったといわれる。
- 2) 佐竹浩は当時の大蔵省内部の考え方を次のように回顧している(佐竹浩口述「昭和40年～41年の理財局及び銀行局行政について」, 大蔵省資料Z108-9-2)。
- 当時一部には日銀引受けでもいいじゃないかという議論がありました。つまり不況対策としてのフィスカル・ポリシーだというなら, 中央銀行の信用供与によって財政支出を拡大するのが本筋だろうから, 市中の金を吸い上げてそれでもってやったというんじゃ, 効果がないんじゃないかとそういう意味で日銀引受けでいってもかまわんじゃないかという議論も, もちろん当時あったわけです。あったんですけどもこれはやっぱり大蔵省としては, 日銀引受けはあくまで避けるべきだと強く考えていました。というのは将来のことを考えてやはり悪例を残してはならぬと, 公債政策の健全な運営ということを考えれば, 中央銀行引受けによって出すということは絶対に避けなければいかんというこれは非常に強かったですね。
- 3) 上記第2節第2項, および前掲, 『日本銀行百年史』第6巻, 182-84ページを参照。
- 4) 「〔資金運用部保有金融債の買入れ方針の〕趣旨は, 国債の発行に先立ち, まず国債の市中消化原則を円滑に確立するためには, 当面の昭和40年度分の発行国債につき市中金融機関の引受け額をできるだけ少額にとどめることが望ましく, したがって資金運用部による多額の引受けが不可避となるが, 年度後半に入って同部の資金運用計画を大幅に変更することは事実上困難であるので, 本行としては同年度限りの異例の措置としてこの買入れ方針を定めたものであった。このように, この措置は国債の市中消化という大原則を長期にわたって確保するための, やむをえない一時の便法として打出されたものであるが, この買入れが実質上国債の本行引受けという側面をもっていったことも事実であり, その点で問題のあったことは否定できない。」(前掲, 『日本銀行百年史』第6巻, 185ページ, 下線は引用者)
- 5) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月), 95-96ページ。

- 6) 公社債引受協会『日本公社債市場史』(昭和55年, 東京大学出版会), 299ページ。
- 7) 日本銀行営業局, 上掲書, 98ページ。また, 前掲, 『日本銀行百年史』第6巻, 202ページをも参照。
- 8) この点については, 第5章第4節の表5-7を参照されたい。
- 9) 42年11月に大蔵省は国債管理政策推進の一環として, (1)これまでの証券会社を対象とする小規模なオペレーションに代わって, 本格的な公社債市場オペを開始すること, (2)国債担保金融を拡充し, 金利を据え置くことなどを日本銀行へ示唆した。
- 10) 下式の計測結果は下記の通りである。ただし, 括弧内の数値は各係数の t 値。

	1	2	3	4	5	6
$R(t-i)$ の係数	0.201 (1.81)	0.011 (0.07)	-0.053 (0.38)	0.040 (0.27)	-0.005 (0.03)	-0.151 (1.03)
$L(t-i)$ の係数	-32.2 (0.53)	85.5 (0.84)	-108.7 (1.14)	-53.6 (0.61)	170.8 (1.91)	-38.1 (0.64)
$B(t-i)$ の係数	1.91 (0.75)	4.04 (1.27)	-5.02 (1.64)	13.56 (4.54)	-5.04 (1.41)	-4.35 (1.55)
$Y(t-i)$ の係数	-10.43 (0.91)	17.34 (1.27)	14.73 (1.12)	-8.49 (0.57)	-2.72 (0.18)	-4.22 (0.42)
$P(t-i)$ の係数	-18.61 (0.67)	-5.57 (0.18)	-8.19 (0.25)	-5.58 (0.14)	7.16 (0.19)	-39.15 (1.26)
$F(t-i)$ の係数	-12.40 (2.11)	12.02 (1.46)	-4.20 (0.50)	14.94 (1.81)	0.93 (0.11)	-7.93 (1.21)
定数項	3.03 (0.93)					
	$R^2=0.854$		$SSR=54.30$	$SER=1.195$		

第3節 日本銀行の国債買いオペと国債流通市場

国債発行によって、相対的に良質(信用リスクが無視しうるという意味で)な証券が民間部門によって保有されることになる。このことは、債券流通市場の発達を促す。また日本銀行の金融調節の観点から見れば、債券オペレーションの対象が増えたことになる。国債の発行額、とくに引受けシンジケートを介して民間部門に消化された国債の額は、昭和50年代以降の金額に比較すれば取るに足らないものであった。しかし、上記の二つのインプリケーションは日本の債券市場の発展に、それなりの影響を及ぼした。この節では、日銀の金融政策の観点に立脚して、国債発行が債券流通市場に及ぼしたインパクトを考察する。

1 債券流通市場の整備

(1) 公社債流通市場の再開

東京証券取引所の債券売買市場は昭和31年4月2日に戦後11年ぶりに再開されたが、取引は不振をきわめ、わずかに、証券会社がバイカイ取引を通じて値付けする市場であった。公社債の売買の大半は店頭市場で行われたが、その金額すら取るに足らないものにすぎなかった(表8-2を参照)。しかも、証券市場の混迷によって、債券の実勢価格と値付け価格が大幅に乖離することになったため、昭和37年4月から値付けも停止され、事実上債券売買市場は閉鎖されていた。¹⁾

しかし、国債発行を契機として債券流通市場の整備が重要課題となった。大蔵省、日銀の要請を受けて、東証が社債の店頭気配値を毎週1回発表する措置をとり(昭和40年8月19日)、次いで債券売買取引の要綱を決定し、取引の再開に踏み切った。また、公社債引受協会は40年9月から事業債の気配値を毎週発表しはじめたが、12月には政府保証債、地方債、金融債の気配値の発表にも踏み切った。これらの公社債の気配値は「実勢価格が応募者利回りとかけ離れたものとなると新規発行の障害となる等の理由で見送られて来た」²⁾ものである。

表 8-2 国債と公社債の流通市場の規模(東京市場) (単位: 億円, %)

年 度	国 債			公 社 債 合 計		
	取引所	店頭市場	合計額(対 GNP)	取引所	店頭市場	合計額(対 GNP)
昭和31年				60	440	500 (0.5)
32				33	419	452 (0.4)
33				64	642	706 (0.6)
34				72	1,987	2,059 (1.5)
35				91	5,273	5,364 (3.2)
36				125	11,409	11,534 (5.7)
37				138	11,122	11,260 (5.1)
38				157	9,787	9,944 (3.8)
39				173	13,363	13,536 (4.5)
40		10	10 (0.0)	332	23,560	23,892 (7.1)
41	35	376	411 (0.1)	808	27,513	28,321 (7.2)
42	117	1,651	1,768 (0.4)	827	32,845	33,672 (7.3)
43	153	2,280	2,433 (0.4)	1,227	50,122	51,349 (9.4)
44	182	2,824	3,006 (0.5)	2,204	60,750	62,945 (9.7)
45	250	4,093	4,343 (0.6)	2,827	88,154	90,981 (12.1)
46	266	2,742	3,008 (0.4)	6,694	112,566	119,260 (14.4)
47	307	4,889	5,196 (0.5)	14,616	153,994	168,610 (17.5)
48	522	10,252	10,774 (0.9)	5,396	227,881	233,277 (20.0)
49	577	16,535	17,112 (1.2)	5,545	378,745	384,290 (27.8)
50	492	12,444	12,936 (0.9)	9,603	556,986	566,589 (37.2)

(注) 1. 40年度以前の売買高は公社債売買高(東京)の「受託」と「自己」の合計額。
2. 41年度以降の売買高は証券会社の「売り」と「買い」の合計。
3. 31年度から40年度の売買高には、東京証券取引所出来高を含む。
4. 証券取引所出来高は東京、大阪、名古屋証券取引所出来高の合計。
(出所) 公社債引受協会『日本公社債市場史』(昭和55年、東京大学出版会)、86-89ページ。

(2) 国 債 の 上 場

大蔵省は昭和41年9月に、国債を10月1日から東京、大阪両証券取引所へ上場することにし、その旨を両証券取引所へ申請した。両証券取引所理事会は大蔵省のこの申請を受け入れ、第二次大戦後初めて、国債が取引所に上場された。大蔵省理財局の資料によると、昭和41年半ばの時点では、大蔵省当局は国債の上場はかなり慎重であり、41年中の上場は時期尚早とみていた。しかし同時に、42年から開始されると予想されていた日銀の国債買いオペまでには国債の上場相場があったほうがよいとも判断していた。

大蔵省の慎重論 大蔵省理財局の考え方を、資料から引用してみよう。³⁾

上場に進んだ段階においても、国債の取引の実体は、当分シ団外物(98円60銭もの)の小口売りが先行し、業者は取りあえずこれを買入れて新発債とともに、これをシ団メンバー以外に売りさばく形がつづくであろう。そして何れシ団物(98円60銭－48銭＝98円12銭)のインターバンク取引が徐々に始まるかもしれないが、それは早くて来年以降ではないかと思われる。従って、8月末の1～3月物の銘柄が統一する時以後、来年1月か2月の日銀オペ以前に上場が始るとすれば、その時までに毎日需給が出合うか否かは疑わしく、業者の流通用ストックも大した量にはなるまいと思われる。

(中略)

取引の実体は現在もまた、今後当分の間もまだ必ずしも連日売買の出合いがとれるところ迄は行かないと思われるので、この点からすれば、今年一杯位は気配交換が丁度適当なところで、上場は時期尚早であるが、何れ遠からずそうはいつておられなくなるものと思われる。気配交換はこれを始めれば、これによって売買の実体を見きわめ、それによって上場の準備を整えるための上場の前提期間と解されるにきまっており、又上場に値する継続的な本格的取引の実体が備るまで上場しないとすれば、恐らく41年一杯かかっても上場できないことになるが、それでは事実上すまないとと思われるからである。

また、42年1月か2月に予想される日銀買オペまでには、形式的にもせよ、上場相場があった方が具合がいいことは勿論であるし、従って、又これを期待するシ団メンバー側は気配交換が始れば次いで上場を迫るであろう。

従って、気配交換が始ると、何れ日を限って上場に踏切らなければすまない。若しその時に大蔵省として独りこれに抵抗すると発行者として具合が悪い羽目に追込まれることになるだろう。

しかし結局、日銀の国債買切りオペの基準を作り出す準備として、当初の理財局の予想よりも早く国債の上場が実施されたのである。

債券流通市場の不完全性 しかし、表8-2から明らかなように、流通市場における国債の売買高は、昭和40年代を通じて低水準にとどまっていた。これは、後で詳しく説明するように、シ団引受けによって消化された国債のうち、金融機関によって引き受けられたものは全く市場で売却されず、証券会社を通じて個人等の投資家によって消化されたものを対象とした売買が細々と行われたにすぎなかったためである。しかも、その取引も店頭取引が大宗を占める状態で

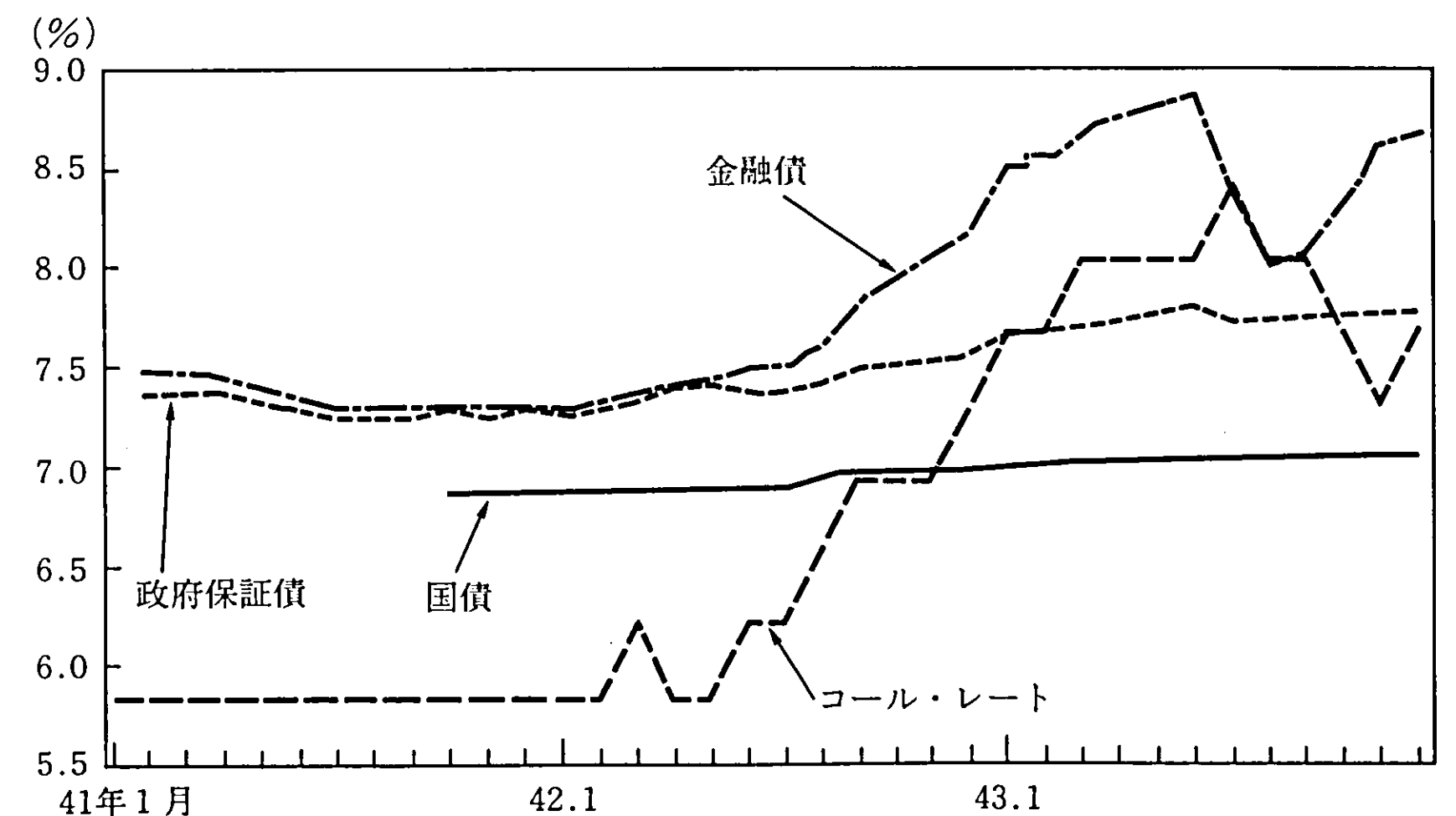
あった。

図8-3は、昭和41年年頭から43年年末までの各種債券の流通利回りとコール・レートの推移を示している。この図から、昭和40年代前半の債券市場が、きわめて不完全であったことを、うかがい知ることができる。

昭和42年の後半には、金融引締めを反映してコール・レートがかなり急速に上昇している。理論的に考えれば、コール・レート上昇の効果は、投資家(金融機関)の裁定行動を通じて、債券市場に伝達され、債券流通利回りの上昇をもたらすはずである。しかし、図8-3によると、債券流通利回りのうちコール・レートと比較的密接に連動しているのは金融債利回りだけであり、政府保証債や国債は、コール・レートの変化に対して非常に微小な反応を示しているにすぎない。

日本銀行は、42年の夏以降金融引締めへ方向を転換させ、「ポジション指導」の強化を打ち出した(後述)が、その結果都市銀行を中心にポジションを改善するため、保有金融債の売却が推し進められ、それが金融債流通利回りの上昇に結びついたとされている。しかし、投資家たちが債券市場、およびコール資金市場で自由に裁定行動を行えるならば、ひとり金融債ばかりでなく国債や政府保証債の流通利回りにもその影響は速やかに伝わるはずである。

図8-3 債券流通利回り(昭和41～43年)



(3) 日本証券金融、証券業者向け国債流通金融を実施

上に述べたように、国債の流通市場における取引は小規模にとどまっており、かつ流通市場における取引価格(流通利回り)もきわめて固定的であった。この現象は、国債を引き受けた銀行・金融機関が国債を自由に売却してはならないという行政指導と深く関連しているに違いない。しかし、その国債価格も完全に硬直的であったわけではない。たとえば、表8-3には41年10月から42年7月にかけて上場された国債(1回債から4回債まで)の市場価格の推移が示されている。昭和42年の春から夏にかけて、国債の市場価格は非常に漸次的にはあるが低下している。

大蔵省は、国債市場価格の比較的緩やかな下落に対しても非常に神経質になっていた。理財局が42年5月に準備した内部資料では、4月18日に第1回国債

表 8-3 国債市場価格の推移(昭和41年10月1日以降) (単位:円)

銘 柄 (上場時期)	1 回 債 (41.10. 1)	2 回 債 (42. 1. 4)	3 回 債 (42. 4. 1)	4 回 債 (42. 7. 1)	5 回 債 (42.10. 2)
昭和41.10. 1	98.45				
42. 1. 4		98.40			
1.24	98.50				
2.18	98.45				
4. 1			98.40		
4.18	98.40				
7. 1				98.35	
7. 5			98.35	98.30	
7.25				98.25	
8. 5		98.35			
8.10	98.35				
8.11			98.30	98.20	
8.14		98.30	98.25		
8.17			98.20	98.10	
8.18	98.25	98.20	98.15		
8.19			98.10	98.05	
8.21	98.20	98.15	98.05	98.00	
8.22	98.15	98.10			
10. 2					98.00

(注) 東京証券取引所の最終値。
(出所) 大蔵省理財局国債課「国債関係統計メモ」No. 39(昭和43年12月), 106-7ページ。

が98円45銭から5銭値下がりしたことに言及して次のように述べている。

今後のみとおしについては、必ずしも予断を許さないが、コール・レートの上昇等があり、一般債券の相場がさらに下落するような事態になれば、これが国債相場にも影響することもある。……国債相場が軟化を示しているのは、国債流通面だけに限ってみれば、証券会社の国債手もちの漸増という要因が大きいとみられるが、一方、政府保証債の個人消化という新しい要素も加わるので、公社債流通市場を整備するため、証券会社に対する公社債流通金融を拡充する必要があると考えられる。⁴⁾

従来、公社債流通金融の対象となっていたのは、社債、地方債、政府保証債、利付金融債であった。しかし昭和42年4月には、公社債流通金融の対象に国債が追加された。また、公社債流通金融の貸出対象証券会社は40年9月以降投信10社になっていたが、これに4大証券が加えられた。42年にはいると先行きの金融市況逼迫を見越して都銀を中心とした公社債売りが多く、公社債市況が軟化したうえ、個人に売却された国債の一部も市場に売られ、それを4大証券が買い支える状況が続いた。上記の措置はこのような状況に対処する目的をもっていた。⁵⁾

〔注〕
1) 昭和30年代後半の債券流通市場の状況については、「証券」編第2章を参照。
2) 『金融』昭和41年1月, 56ページ。
3) 大蔵省理財局「当面の国債流通と上場に関する問題点とその対策の進捗状況に関する中間報告」(昭和41年6月省議資料)(大蔵省理財局資料)。
4) 大蔵省理財局「国債の消化及び流通に関する問題点(5月2日, 大臣に説明)」(昭和42年5月1日)(大蔵省理財局資料)。
5) 理財局の別の資料では証券会社の手持ち国債の増加について次のように述べている(理財局総務課「長期国債(第1回)の取引所価格下落について(メモ)」, 昭和42年4月18日, 大蔵省理財局資料)。

(42年)2月末現在における四社の長期国債手持残高は、約17億円であり、昨年6～9月頃の水準に比べ、3倍近くに達している。しかも、このほかに、いわゆる市中で泳いでいるもの(証券会社が販売に当たって、一定期間後(3カ月程度)買戻すことを約束しているもの)が22億円程度に上るものと推定される。証券界においては、このような状況の下において98円45銭の価格を付していた場合には、さらに個人や共済組合、農協等の機関投資家からの売りを誘発し、ますます証券会社の手持をふくらませ、今後の資金繰りを圧迫するおそれが生じるものと判断したためとみられる。

2 日本銀行の国債買いオペ

(1) 国債買いオペの経緯

昭和42年2月2日、日本銀行は41年1～3月に発行された第1回国債(市中消化分1100億円)を対象として653億円の無条件買いオペを実施した。買入額に上限を設定することはなかったが、「運用上の心構えとして、差当りオペ対象機関(農中・証券を除く)保有分の7割程度を目途とすることが適当」とされ、対象機関の第1回国債保有額880億円に対し、650億円のオペ額が決められた。また、各金融機関につき、一律に適格債手持額の7割という買いオペの割当てを行った。¹⁾ 41年10月1日に国債が上場されて以来、国債流通価格は98円45銭に釘付けになっていたが、買いオペを控えた1月24日には5銭高となった。この98円50銭が日銀買いオペの買入価格に定められた。²⁾

表8-4は42年2月2日に実施された日銀の債券オペの内容を示しているが、都銀から信金までの金融機関については、第1回債保有額のほぼ7割を買い上げるという方針がとられたことはこの表からも明らかである。日銀は国債買いオペに当たって、1年経過後の国債のうちどの程度の割合を買い上げるかについてとくに明示的な比率を設定したわけではない。この日銀による買入の比率が100%近くにまで上昇することには「国会対策上」抵抗感があったようであ

表 8-4 昭和42年2月の日銀による債券買いオペ状況
(単位：億円)

買入対象機関	政府保証債	国債 (第1回債保有額)	金融債
都市銀行	185	310 (444)	750
地方銀行	271	153 (219)	119
長期信用銀行	131	74 (106)	6
信託銀行	39	27 (38)	—
相互銀行	24	27 (38)	46
信用金庫	15	27 (38)	—
農林中央金庫	500	— (38)	—
証券会社	64	14 (139)	—
合 計	1,229	659 (1,062)	934

(出所) 前掲、日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」、122ページ。

表 8-5 昭和42年度第3四半期までの国債買いオペ
(単位：億円, %)

	42年2月	42年6～8月	累 計
民間引受け国債(A)	1,100	3,700	4,800
(うち対象機関)	(923)	(3,164)	(4,087)
日 銀 買 入 額	653	3,164	2,796
(うち対象機関)	(640)	(3,069)	(3,709)
買 入 比 率 (B/A)	59.4	85.5	79.1
(うち対象機関)	(69.3)	(96.8)	(90.8)

(注) 「対象機関」とは、日銀の買いオペ対象機関で、シ団のうち生保、証券会社を除外した金融機関。
(出所) 前掲、日本銀行営業局「新金融調節以後における金融調節策の推移」、137ページ。

表 8-6 国債の買いオペ実施状況(推定) (単位：億円)

年 度	市 中 公 募 額	買いオペ実施額	うち金融機関向け	オペ適格国債中の オペ実施比率(%)
昭和40	1,100	...	...	...
41	6,750	653	640	56.4
42	6,200	5,538	5,345	80.2
43	4,460	2,693	2,353	64.0
44	3,900	2,447	2,097	61.8
45	3,250	7,018	6,668	82.3
46	9,356	-1,000	-1,000	68.0
47	17,150	-885	-685	47.3
48	15,000	24,963	24,733	79.6
49	17,724	15,863	15,613	85.4
累 計	84,890	57,390	55,763	

(注) 市中消化額には借換発行分および割引国債を含まない。オペ適格国債中のオペ実施率はオペ実施累積額を前年度までの市中消化累積額で割ったもの(「保険」消化分を除く)。
(出所) 野村総合研究所「公社債要覧」1981年版。

る。³⁾ しかし、結局のところ、昭和43年度までの段階では国債買いオペの規模は予定を超えて大きくならざるをえなかった。表8-5によると、昭和42年第3四半期末までに、民間に引き受けられた国債の90%が日銀の買いオペによって吸い上げられたのである。

さらに表8-6にまとめられている推計によると、40年代に市中公募された国債の85%が日銀の買いオペレーションの対象となって市場から吸収された。したがって、この時期の国債は実質的に日銀引受けに近い形で発行されたといえ

よう。より正確に言えば、政府は1年物の短期国債をあたかも(流通性の制約された)私募債のような形で銀行、金融機関向けに発行し、1年後の償還時に日銀からの借入れによって償還資金をまかなったのだとみることできる。

ただし、日本銀行の立場からいえば、昭和37年に導入した新金融調節方式の実質的な内容をいかに保つかという観点から、長期国債を対象としたオペレーションが実施されたという側面が強い。すでに第2節第1項(2)で説明したように、金融緩和が進行するとともに、新金融調節方式が目指していた債券オペレーション(政保債、金融債、電力債を対象とする売戻条件付き債券買入れ)が不可能となっていた。したがって、新たに発行されることになった長期国債は、日銀にとって新金融調節方式の精神を維持するための格好のオペ対象だったわけである。⁴⁾

(2) 国債の流通市場と売買抑制

1年経過後の国債のほとんどを買いオペに吸収するという日本銀行の措置と表裏一体の関係にあったのが、国債売買の抑制であった。41年10月1日に国債は東京と大阪の証券取引所にそれぞれ上場された。しかし、国債の「市場価格」、あるいは「流通利回り」は名目的なものにすぎなかった。そこで取引される国債は証券会社引受け分が個人投資家によって消化されたものの「はね返り」で、売買額がわずかであるうえ、流通価格自体操作されたものであったと思われるからである。

昭和41年6月に理財局が準備した資料によると、既発国債の取引(その時点では店頭取引のみ)がもっぱらシ団外物(つまり個人消化分)の売買によって占められていることを指摘し、国債が上場された場合にも当分同じ状況が続くであろうと判断している。そのうえで、「要するに、[国債を]上場しても市場の底は極めて浅いに違いない。従って、唯漫然と上場しても、概ね出来申さずか、一寸したまとまった売り買い実需によって偶発的に相当の幅の相場の変動が起こることも考えられる。上場はしても、この様な有害無益な結果は避けなければならない。その為には、上場相場はある程度人為的なものにならざるを得ない」⁵⁾と明言している。

金融機関によって引き受けられた国債の売買に関しては、「大蔵省は流通市

場で国債価格が値下がりすることを防止するため、金融機関手持ちの国債を市場で売却することを行政指導によって禁止してきた」⁶⁾というのが一般的な見方である。ただし、昭和41年の時点では、少なくとも理財局のレベルではそのような行政指導はなかったようである。以下に引用するように、理財局の資料自体で、なぜインターバンクの国債売買が始まっていないかを疑問として提示しているからである。⁷⁾

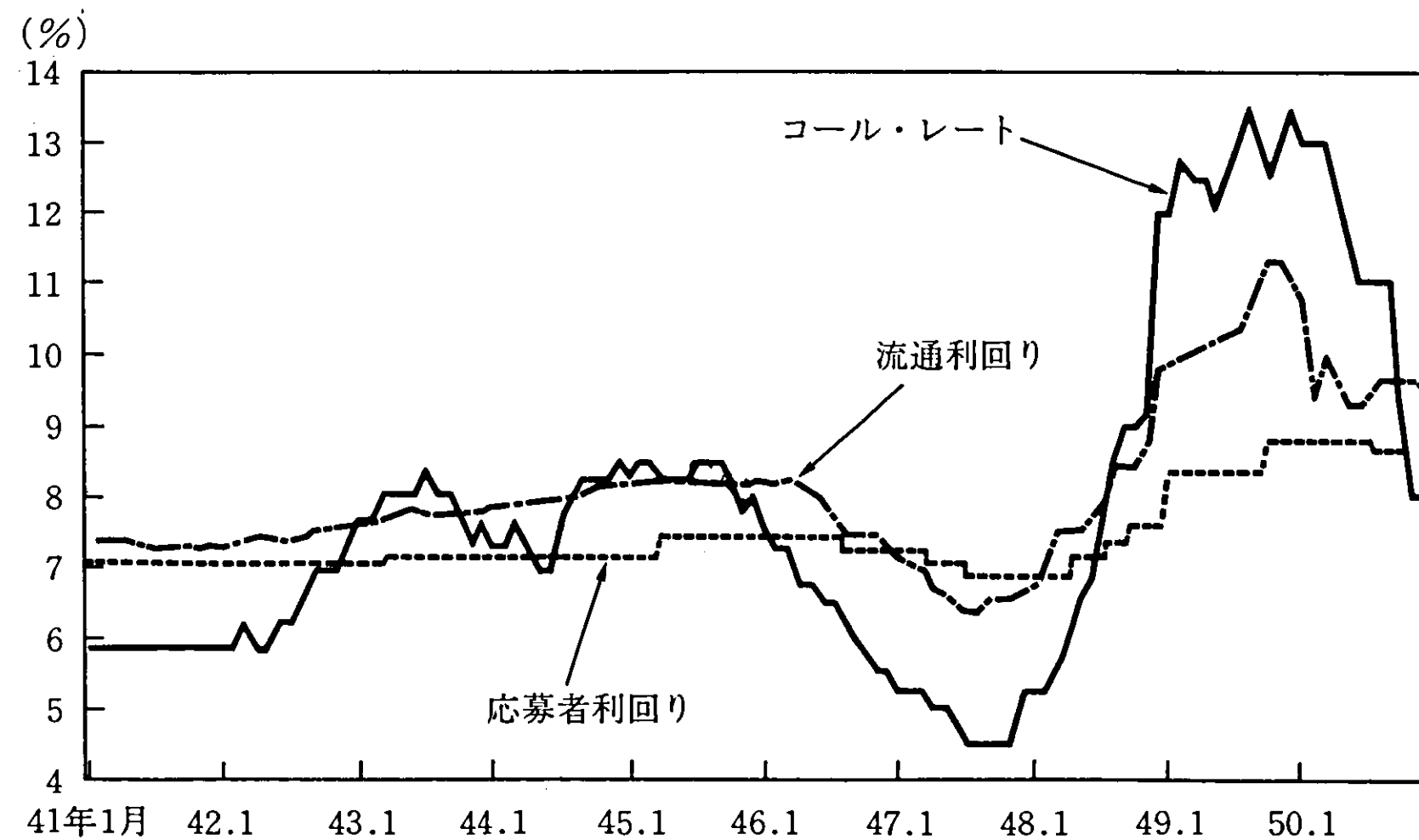
即ち[既発国債の]インターバンク取引が未だ始っていないのである。……それが今日未だ現れない理由がはっきりしないので、何時現れるかの判断が難しいのである。一応今日までインターバンク取引が現れないのは、シ団メンバーとしての引受責任を負い引受手数料を受取っている手前からこれを転売することに道義的遠慮があるのだという説もあるが、一番考えられることは、大口引受者である都銀筋に見れば「国債は何れ日銀が他の公社債に優先して買いオペの対象にするであろう。その場合に都銀筋は一番その対象適格機関であるから今のところ国債を売る筈もない。売るなら今後オペの対象として国債の次に回される他の公社債を売った方がいい。それに採算的にも国債は都銀の資金コストに比べて悪くない」というところかと考えられる。又信金等は国債の保有は資金コストから見て逆鞘ではあるが、もともと引受量が多くない。それに手元の都合からいって、目下コールを回収して都銀筋から公社債を買求めているところであるのでこれまた国債を売るところまで行っていない。

要するに、引受け金融機関は手持ち国債を自由に市場へ売却することを行政指導によって禁じられてきたが、この指導は公式な文書にとどめられているものではなく、関係者の間で知られているという類いのものだったのである。⁸⁾

国債流通利回り 債券の市場価格が金融市場全般の条件や、投資家たちの将来の市場条件に関する期待の変化につれて変動するのはごく当然である。昭和40年代の日本の金融市場においても、コール・レートが金融市場全般の状況を示す指標として(不完全ながら)機能していた。したがって、たとえば金融引締めを反映したコール・レートの上昇は公社債の流通利回りの上昇(流通価格の下落)を伴っていた。一方、国債をも含む公社債の発行利回りは、「低金利政策」という名目のもとに比較的低い水準に固定される傾向にあったから、金融引締め期には流通利回りが大幅に発行利回りを上回ることも当然であった。

しかし、図8-1から明らかなように、国債の場合には流通利回り自身が非常

図 8-4 政府保証債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年1月～50年12月)

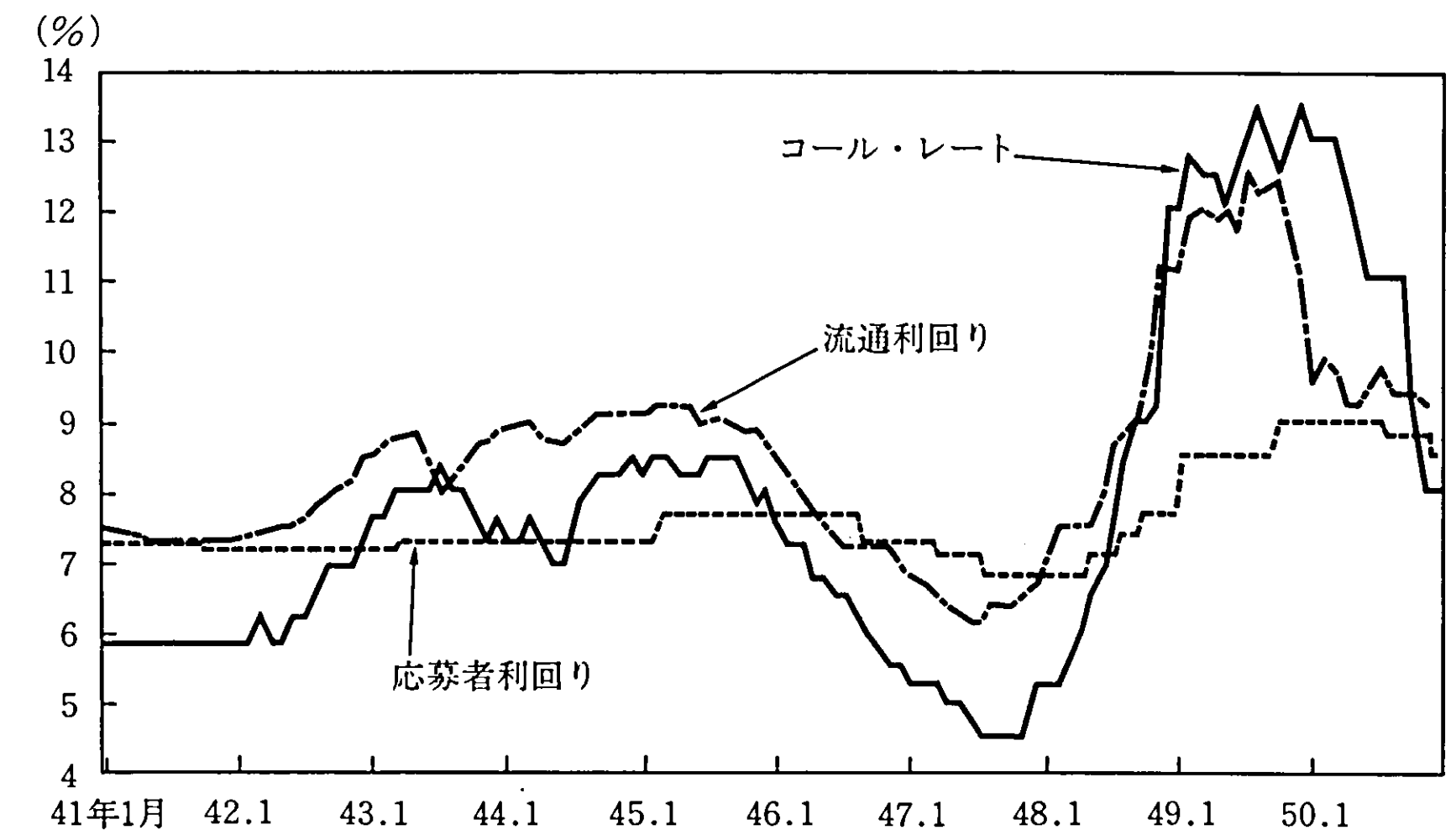


に硬直的で発行利回りとの乖離幅が非常に小さく、しかもほとんど変動していない。店頭取引を中心として売買されているわずかな量の国債の取引価格が、管理されていたことがここに示唆されている。

政府保証債、金融債、事業債などもその発行金利は低水準に抑えられている点で、国債と大きな違いはなかった。しかし、それらの債券は比較的自由に市場で売買されたから、流通利回りと発行利回りとの間に無視しえない乖離が生じた。図 8-4 には、政保債の、また図 8-5 には利付金融債の発行利回りと流通利回りの関係が例示されているが、ここでは、国債に比べて二つの利回りの間にかなり大きな格差が生じている。⁹⁾

本来、国債は信用リスクのほとんどない良質な証券であり、オープンな証券市場で幅広く取引されるのに適したインスツルメントである。しかし、昭和40年代の日本では、国債のそのような特性を生かすことは全く考えられなかった。国債を低利で発行するという「財政当局の原理」が優先され、流通市場の発達が抑制され、それに代わって、日本銀行による国債の実質的な引受けが行われたのである。ただし昭和40年代に限れば、日本経済の拡大テンポに比べて国債発行額はわずかであったので、このような日銀の措置は、マクロ的な視点に立った金融政策の運営に重大な影響を及ぼすことはなかった。昭和50年代に入っ

図 8-5 金融債の応募者利回りと流通利回り(昭和41年1月～50年12月)



て経済成長が鈍化し、国債発行高が急増するとともに、この方式を維持することは困難となり、金融当局は流通市場における国債の自由な売買を次第に認めざるをえなくなった。昭和50年代以降、国債流通市場は急速に拡大し、それが日本の金融システムの性格を変化させる力を発揮したのである。

〔注〕

- 1) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」(昭和43年4月), 120ページ。
- 2) 第1回債の発行価格は98円60銭であったから、日銀買いオペに応じた金融機関は額面100円につき10銭のキャピタル・ロスを被ったが、引受手数料分48銭を考慮に入れば、保有期間収益率はおよそ年率6.89%で、この当時硬直的であったコール・レート(無条件物で年率5.84%)よりもかなり高い水準であった。
- 3) 日本銀行営業局「新金融調節方式以後における金融調節策の推移」, 135ページ。
- 4) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 194-95ページ。
- 5) 理財局「当面の国債流通と上場に関する問題点とその対策の進捗状況に関する中間報告」(昭和41年6月省議資料)(大蔵省理財局資料)。
- 6) 『金融』昭和52年6月, 53ページ, 同様の指摘は前掲, 『日本銀行百年史』第6巻, 529ページ。
- 7) 理財局「当面の国債流通と上場に関する問題点とその対策の進捗状況に関する中間報告」(昭和41年6月省議資料)(大蔵省理財局資料)。
- 8) 中島将隆『日本の国債管理政策』(昭和52年, 東洋経済新報社), 第7章を参照され

たい。

- 9) 図8-4と図8-5をみると、43年末までは政保債の流通利回りも国債流通利回りと同様に硬直的であった。しかし、政保債流通利回りはその後比較的伸縮的に変化するようになったのである。

3 国債費用はどの程度節約できたか

国債費用節約の推計 すでにみたように、国債の発行利回りは一見すると低い水準に固定されつづけた。また発行利回りの「低さ」を目立たないようにするために国債の自由な売買を抑制し、国債流通市場の発達を妨げた。このような発行利回り固定化の努力は、もし公募入札発行などのより自由な発行形式をとったとすれば国債の市場価格は低い水準に下落し、発行利回りが相当高くならざるをえないという判断に基づいている。それでは、このような方式によって、国債発行の費用をどの程度引き下げるようになったのであろうか。国債が仮に公募入札によって発行された場合に、どのような市場価格を獲得したかが分かれば、現実の(規制された)発行価格がその市場価格を上回る程度を測ることによって発行利回りを固定化する努力がもたらした節約額(の現在価値)を評価できる(ただし、国債発行に伴う諸経費、手数料は、いずれの発行方法でも変わらないものと前提する)。しかし、この時期国債の流通市場は全く不完全であったから、流通市場で示される国債の利回り(流通価格)は潜在的な市場価格を測るうえでは、信頼に足る指標ではない。

ここでは、いくつかの単純化の仮定を置くことによって、国債費用の節約額を推計してみよう。推計に当たってまず注意すべき点は、国債を包摂する債券市場の価格メカニズムがどの程度十分に機能し、どの程度幅広い市場参加者が存在しているかに関する判断がこの種の推計に重大な影響を及ぼす点である。ここでは、公募入札発行の場合、債券市場では十分に伸縮的な価格メカニズムが機能するが、市場参加者は銀行を中心とする引受けシ団のメンバーによって構成されるだろうと想定する。これらの取引参加者は比較的短期的なタイム・ホライズンで資産選択を決定しており、それゆえに長期国債が自由に市場で売買される場合の価格変動リスク(市場リスク)にある程度敏感であると考ええる。このことは、投資家たちが長期国債の保有から期待する収益率は、典型的な短期金融手段であるコール資金の利子率にリスク・プレミアムを加えた値になることを意味する。

国債が公募入札によって発行され、投資家が自由に国債を売買できる場合、国債の発行価格は、投資家たちのインターバンク市場との裁定行動を通じて決定されるものと仮定する。また、分析を単純にするため、投資家たちは国債発行時のインタ

ーバンク市場金利が国債償還時まで継続するものと予想すると仮定しよう。このように仮定すると、たとえばクーポン金利6.5%、償還期限7年の国債が市場で与えられる均衡価格 P_B は次の式で近似的に与えられる。ただし額面は100円、 i は当該国債の発行時のコール・レート、そして θ は上述のリスク・プレミアムである。

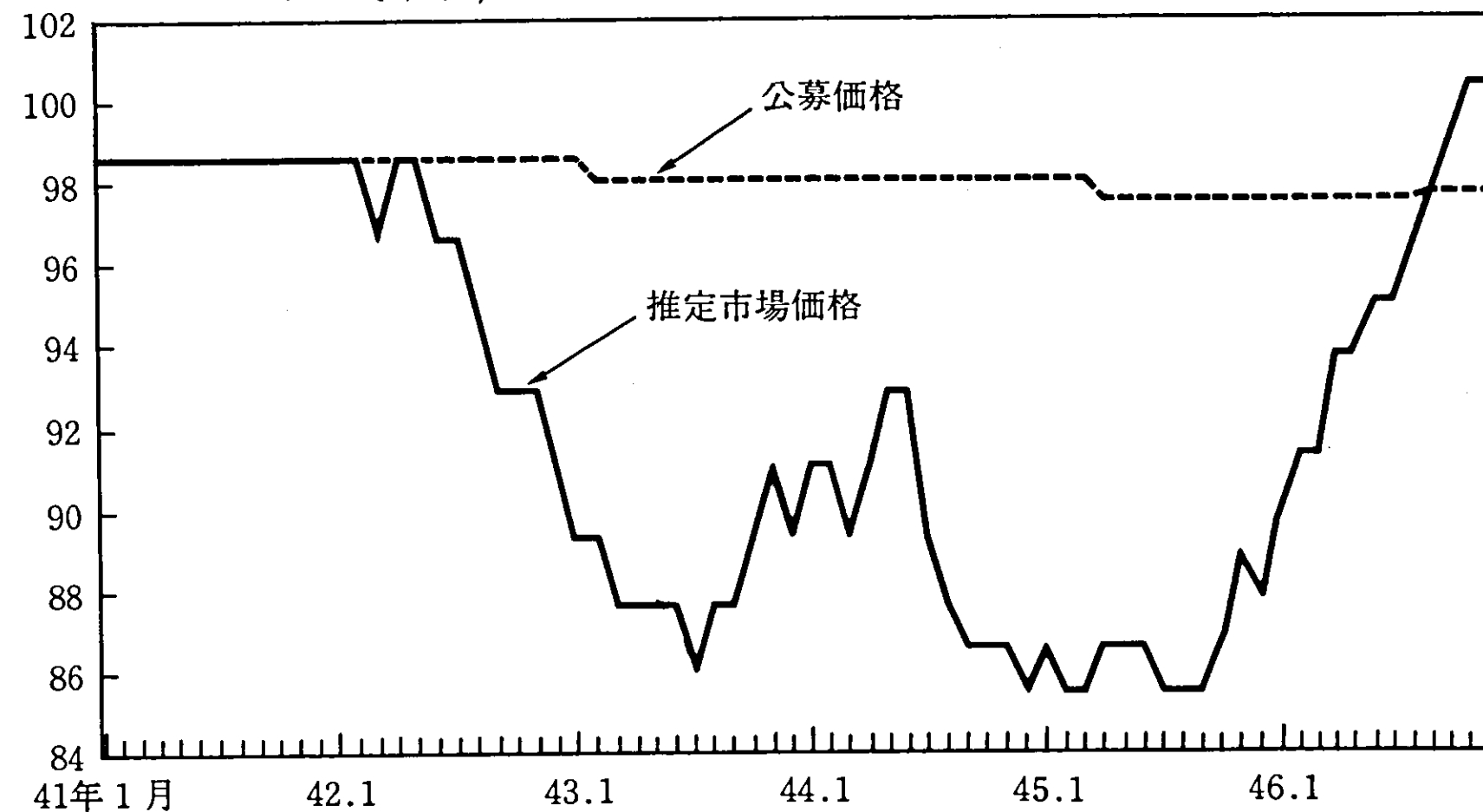
$$P_B = 6.5/(1+i+\theta) + 6.5/(1+i+\theta)^2 + \dots + 6.5/(1+i+\theta)^6 + 106.5/(1+i+\theta)^7$$

公募入札発行の場合の国債の発行価格 P_B を推計するためには、リスク・プレミアム θ の値を知らなければならない。しかし、自由な債券売買が行われなかった状況のもとでリスク・プレミアム θ を推定することは、本来不可能である。ここでは、いささか強引であるが次のような仮定に基づいて、市場で顕示されるはずのリスク・プレミアムを推定する。国債の当初の応募者価格は、すでにみたように98円60銭であった。この応募者価格はシ団に参加している投資家によってリスク・プレミアムを考慮した場合にちょうど「適正」な価格であったと仮定する。昭和41年から42年にかけてコール・レートは無条件もので年率5.84%にとどまっていた。そこで、上の算式に $i=0.0584$ 、 $\theta=0$ を代入すれば、その「発行価格」はおよそ103円71銭となるはずである。しかし、銀行をはじめとする機関投資家は長期国債の保有に伴う市場リスクを嫌いプレミアムを要求する。交渉の結果として、決定された応募価格が98円60銭であり、ここにリスク・プレミアムが反映されていると想定する。この想定によると、投資家たちの要求したリスク・プレミアムは年率0.92%程度と算出される。そこで、計測の対象となる昭和41年から46年にかけて、リスク・プレミアム θ は一貫して0.92%であったと仮定し、時々のコール・レートの値を用いることによって、公募入札発行の場合の推定発行価格 P_B を求める。

図8-6には、このようにして推計された市場価格が示され、実際の硬直的な発行価格と比較されている。推定方法から予想されるように、コール・レートがかなり高い水準になった昭和43年や45年には推計された市場価格が、実際の発行価格を大幅に下回っている。つまり、これらの時期には、市場メカニズムに即して公募入札制で国債を発行したとすれば、発行価格はかなり低くなったであろうと想像される。しかし、他方では46年の末にみられるように、コール・レートが大幅に低下した結果として硬直的な発行価格が推定市場価格にほぼ等しいか、それを下回る場合もある点に注意すべきである。¹⁾

実際のシ団引受け方式による発行価格を P_A とすれば、市中公募されたクーポン・レート6.5%、満期7年という国債1単位につき $(P_A - P_B)$ という額だけ高い価格で販売できたことになる。引き受ける金融機関の側からみれば、国債引受けによって国債1単位につきその額に見合う課税を負担していることになる。この額を1

図 8-6 国債応募者価格と推定市場価格(昭和41～46年, 0.92%リスク・プレミアム)



単位当り節約額と定義すると、各年ごとの節約総額は表 8-7 のように推計される。

表 8-7 によれば、シ団引受け発行方式による国債発行費用の節約は41～46年で累計1336億円である。この推計節約額は、同じ時期に市中公募によって発行された国債の累積額のほぼ4%である。これを非常に大きいとみるか、それともわずかとみるかは判断のわかれるところである。よく知られているように、日本銀行は短期金融市場の金利(コール・レート)よりも低い公定歩合で民間銀行(主として都市銀行)へ貸出を供給することで、補助金を与えている。もし、公定歩合を短期資金市場の金利水準に合わせたとすればこの補助金は発生せず、日銀の国庫納付金とその分だけ増加したはずである。何人かの専門家が日銀貸出に伴う民間銀行への補助金額を推計しているので、その補助金推計額と国債発行費用節約額とを比較してみよう。

岩田一政=浜田宏一によれば、昭和41年10月から47年3月間に都市銀行が日銀貸出を通じて受け取った補助金額はおよそ1230億円、また寺西重郎が推計した都市銀行に対する同じ補助金額は41～46年間で1091億円である。²⁾したがって、ここで推計された国債発行費用の節約分は、低利の日銀貸出を通じて都市銀行に与えられたとされる補助金をわずかに上回るものであり、なんらかの方法で日銀貸出による民間銀行向け補助金をカットできれば、低利の国債発行を追求する必要はあまりなかったといえよう。

また、注目すべき点は、シ団引受け発行に依拠していたにもかかわらず、昭和46年には費用節約がほとんどできなかった(表ではマイナス)ことである。ほんのわず

表 8-7 国債市中公募発行額と推計された節約額
(リスク・プレミアム0.92%の場合)

(単位: 億円)

	市中公募発行額	節約推計額
昭和41年	7,100	0
42	5,950	179
43	4,800	467
44	3,860	366
45	3,300	344
46	7,206	-20
41～46年合計	32,216	1,336

(注) 昭和41年1月から46年12月までの期間については、クーポン・レート6.5%、満期7年の長期国債が発行されつづけた。ここでは計算の便宜上、41年から46年末までに発行された国債に関して、「節約額」を推計している。また仮定によって41年の国債費節約額はゼロである。

かではあるが、この時期には完全に自由な公募入札発行の方が大蔵省にとっては有利だったのである。

推計方法の問題点 表 8-7 に示されている国債費節約の推計結果は、シ団引受けによる国債発行方式が国債費用の確実な節約(より正確には、低金利の国債発行による実質的な課税)であるという当時の一般的な信念に疑問を呈するものである。しかし、推計方法はいくつかのアド・ホックな仮定に基づいている。これらは、節約額の推計に大きな歪みを与えているであろうか。

まず、投資家たちが国債発行時のコール・レートが7年間続くと予想するという仮定は非現実的であろう。41年がまさにそうであるが、コール・レートが非常に低水準にとどまっているときには、投資家たちは将来のコール・レートは大なり小なり上昇すると予想するであろう。したがって、41年や46年の節約額は過小に推計されていると考えられる。しかし、このことは、コール・レートがかなり高い水準に上昇した43年や45年についてもあてはまる。それらの時期には、投資家はむしろ将来コール・レートが低下するだろうと予想する可能性が強い。それゆえ、ここで算出された国債発行価格の推計値は、それらの時期には過小であり、したがって国債費の節約額を過大に推計しているであろう。このように考えると、コール・レートの推移に関する投資家の予想が特殊な形であることから、国債費節約額が全体として一方的に過小推計になっているとは思われない。

投資家たちが、コール資金市場と国債市場の間で裁定を行い、均衡においては両市場で(リスク・プレミアムを考慮した場合)同一の期待収益率がもたらされるという

前提はどうか。金融市場が完全であるというこの前提は明らかに非現実的であろう。両市場の間での裁定はある程度行われたかもしれないが、しかし、両者は分断された状態に近かったかもしれない。その場合には、国債の公募入札発行は、発行される国債の量が大きいほど、投資家が国債保有に対して要求するリスク・プレミアムは大きくなり、国債価格をここで推計したよりも低下させるであろう。表8-7からも分かるように、昭和41年、46年にはかなり多額の国債が発行されたから、現実的には国債の発行価格はここで推計された値よりも低いものとなったであろう。そうだとすると、この兩年の節約額は過小推計になっていることになる。³⁾

これまでのところ、公共当局がつとめて低利回りで国債を発行しようと努力してきた結果に関する十分客観的な評価はなされてこなかった。上に説明した方法は、きわめて素朴な方法による推計であり、決して完全なものではない。しかし、シ団引受けによる国債の低利回り発行が一般に信じられていたほどに、確実に国債費用の節約に結びついたわけではなかったという結論は、考慮に値する結果ではないかと思われる。

〔注〕

- 1) 昭和46年は金利の低下によって各種債券の流通利回りが発行利回りを下回るという「逆乖離」現象が生じた時期である。この場合、硬直的な発行利回りは資金調達者にかえって不利に働くのである。
- 2) 寺西重郎『日本の経済発展と金融』（昭和57年、岩波書店）、第8章、484ページ、および岩田一政・浜田宏一『金融政策と銀行行動』（昭和55年、東洋経済新報社）、第7章、206ページ。
- 3) 表8-7の推定において、リスク・プレミアム θ の値をどの水準に設定するかが本質的に重要である。たとえば国債市場が十分に発達しており、多種多様な投資家が取引に参加するという（非現実的な）状況を想定すると、リスク・プレミアムは非常に小さな値となるであろう。なぜならば、投資家の中には短期ではなく、むしろ長期の視野で投資を決定しなければならないものも含まれるであろうが、彼らにとっては短期のインストルメントの方が長期のものよりもより大きな市場リスクを伴うからである。仮にリスク・プレミアムをゼロと置いて長期国債の自由な公募入札価格を推定してみると、当然のことながら、シ団引受けによる硬直的な発行金利は大蔵省にとって必ずしも国債費用の節約に結びつかなかったという結果が得られる。この場合、大まかな推計では、昭和41年から46年の推定節約額はマイナス221億円になるのである。

第9章 国際化と金融政策 —昭和42～44年

日本経済は昭和40年の深刻な不況を克服し、41年には再び順調な成長を開始した。対外均衡の面でも、数年にわたる経常収支赤字から脱却し、40年に932百万ドル、41年に1254百万ドルという当時としては大幅な経常収支黒字を記録した。この結果、41年12月末の時点で日本の対外純資産は299百万ドルと、35年以来6年ぶりにプラスとなった。しかし、42年に入ると経済活動水準の急上昇とともに、再び国際収支問題が頭をもたげる兆しを示しはじめた。鉱工業生産指数の上昇率(対前年同期比)は41年第1四半期の4.4%から翌42年第1四半期の19.8%へ急上昇するとともに、貿易収支黒字が370百万ドルから152百万ドルへ下落した。このため、42年前半の経常収支は再び赤字へ転落したのである。

このような状況のもとで、42年夏頃から金融政策は引締めスタンスへ切り換えられ、42年9月1日には公定歩合の引上げ等本格的な引締め政策が発動された。しかし、関係者の判断では、この引締め政策は予想されたほどの効果を発揮しなかった。また、42年11月には、イギリスのポンド切下げに端を発する国債金融市場の動揺や、ドル不安が生じ、さらに一層の引締め政策が要請されることとなったのである。この章では、42年半ば以降の金融引締め政策の過程と、日本経済に及んできた経済の国際化という新しい波の影響について概観する。

第1節 昭和42年の金融引締め過程

1 ポジション指導の強化(昭和42年7月)

昭和41～42年の日本経済は旺盛な民間設備投資に支えられて順調な成長を実

現した。しかし、42年半ばには国際収支の悪化が深刻化する懸念が強まった。¹⁾ 国内経済を物価の側面からみると、昭和42年は、消費者物価でみても、あるいは卸売物価でみても非常に安定した状態にあり、とりわけ経済の過熱が切迫している情勢とはいえない(表9-1)。しかし、金融当局は非常に迅速に政策スタンスを引締めに向方向転換するのである。

まず、昭和42年6月1日に都市銀行資金担当者が構成する三明会と短資業者間でコール・レート(月越無条件物)を1厘引き上げる決定がなされたが、これは日本銀行の「警戒的中立的」金融政策運営の意図を関係者たちが読み取った結果であるといわれる。²⁾ コール・レートが、融通のきく金融政策手段として、公定歩合操作に代わって用いられたといえるかもしれない。実際、三明会と短資業界は43年6月1日にもコール・レートを引き上げたが、これは都市銀行を主たる対象とした窓口指導が以前のような効果を上げていないという日銀の判断から、金融引締めの尻拔けを防止するために日銀の指導のもとで実施されたといわれる。³⁾

昭和42年7月27日、日銀はこの状況に対応して、民間銀行に対するポジシヨ

表 9-1 主要経済指標(昭和41～45年)(対前年同期比、%)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指数	物価指数		全銀貸出 残高	国際収支(100万ドル)	
			消費者	卸売		貿易収支	経常収支
昭和41年 I	8.2	4.4	5.3	2.8	13.8	370	83
II	8.7	9.1	4.9	3.8	13.3	449	191
III	10.9	14.2	5.2	4.5	14.4	691	478
IV	11.7	19.3	4.1	4.4	14.7	771	500
昭和42年 I	14.4	19.8	4.8	1.5	15.7	152	-174
II	13.1	21.0	2.7	0.2	16.4	171	-174
III	13.3	21.3	3.1	-0.2	15.8	450	137
IV	12.2	22.0	5.7	0.1	14.9	387	20
昭和43年 I	13.7	17.2	5.0	1.2	13.9	118	-295
II	14.0	18.4	6.0	1.1	13.3	546	191
III	12.7	17.4	6.7	0.7	11.8	845	504
IV	13.3	17.6	4.6	0.3	14.6	1,020	648
昭和44年 I	10.9	15.5	3.9	0.3	15.3	607	130
II	13.8	16.9	5.4	1.8	16.8	920	551
III	10.4	17.1	7.0	2.9	18.2	1,072	672
IV	8.4	17.7	6.0	3.6	16.4	1,153	766

ン指導を強化した。具体的には、各銀行に対して与えられる日銀貸出限度枠の算定にあたって、従来の預金・借入実績中心の方式から自己資本・外部負債中心の方式に改め、資金ポジションの変化をより強く反映して貸出限度枠を調整することにしたのである。⁴⁾ ただし、資金ポジション(マネー・ポジション)は次の算式で定義される。

$$\begin{aligned} \text{資金ポジション(マネー・ポジション)} &\equiv (\text{コール・マネー} + \text{売渡手形} \\ &\quad + \text{借入金}) - (\text{コール・ローン} + \text{買入手形} + \text{金融機関貸付金} \\ &\quad + \text{銀行引受手形中余資運用分}) \end{aligned}$$

また同年7月から8月にかけて、日銀総裁(宇佐美洵)は経済情勢が微妙な状態にあることを勘案して、金融界、産業界に当面の情勢に対する警戒的態度を表明し、引締め政策への協力を要請した。このような日銀総裁の積極的な呼びかけは異例のもので、「対話引締め」などとよばれた。⁵⁾ 宇佐美総裁のこうした態度表明は、従来の日銀の政策運営には見られなかったものであり、一面で「(日銀)の自主性が大幅に強まったこと」を示すものと受け取られた。⁶⁾

(注)

- 1) 日銀内部には、すでに41年末頃から、輸出の増加テンポの鈍化に着目し、国際収支の先行きに警戒する見方が出ていた(『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、206ページ)。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和43年版、4ページ。
- 3) 『金融』昭和43年7月、84ページ。
- 4) 『銀行局金融年報』昭和43年版、15ページ。
- 5) 『金融』昭和42年9月、71ページ。
- 6) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、212ページ。

2 景気抑制のための総合政策(昭和42年9月)

公定歩合引上げ 昭和42年7月21日、三明会がコール・レートの1厘引上げを決定し、さらにその直後の7月27日に日本銀行によるポジション指導強化が打ち出された後、9月1日に景気抑制のための総合政策がとられた。公定歩合の引上げはその総合政策の一環であり、その他に、次に説明する窓口指導の再開、総額3112億円強の財政支出繰延べ等が実施された。金利の引上げばかりで

なく、他の政策手段も積極的に採用されたが、これは国債発行によるマネー・フローの変化のため、企業の手許流動性にゆとりがあり、金利操作だけでは有効な引締め政策を実行できないと判断されたためといわれた。¹⁾

公定歩合の1厘引上げに関しては、日銀内部に2厘引上げを求める声もかなり強かったが、一つには国債発行金利との関係で、大幅な金利引上げは好ましくないという主張も強かったこと、また財政支出繰延べが行われることも考えれば、金融の引締めはあまり極端であってはならないこと、などの理由から1厘引上げに落ち着いたといわれる。²⁾

ただし、この金融引締め過程において、中小企業向けの資金供給に「シワ」がよることを防止するための措置が、念入りに採られた。「中小企業に対しては引締め政策の実施にあたって、シワ寄せが起こらないよう金融界に協力を呼びかけており、相銀、信金の一部は特に日銀に招かれ協力を要請されたといわれる。また資金運用部資金を使った中小企業向に対する国債オペ(中小オペ)等も働きかけるつもりであるといわれ、政府系中小金融3機関も融資量の増額を考慮した貸出方針を打ち出し政府へ追加資金を要望する考えのようである。」³⁾

貸出増加額規制の再開 窓口指導(貸出増加額規制)は昭和40年7月以降廃止されていたが、42年第3四半期から再開された。貸出増加額規制枠の配分についても、「資金ポジション重視の方針をより徹底するため、基準となる貸出残高から外部負債および取入れ外貨の円転換額(いずれも平均残高)を控除するなどの方法により、資金ポジションの良否が規制枠の多寡に反映するよう」配慮された。⁴⁾

また、窓口指導の対象に都市銀行13行、長期信用銀行3行、信託銀行7行の他、42年6月末の総預金残高が1500億円を超える地方銀行23行が含まれることとなった。さらに、それ以外の地方銀行40行についてはポジション指導を強化し、大手相互銀行もこれに準じた指導が加えられることになった。含み貸出は窓口指導を回避する手段としてしばしば問題となったが、この回避手段を封じ込める対策として、今回の窓口指導から、貸出増加額の平均ベースによる規制も併用されることになった。⁵⁾

なお、42年9月に、37年7月以来続いてきたコール・ローン自粛レートの申合せも廃止された。「コール・レートは本来金融市場の動向に即して決定され

るべきものである」というのが、その廃止の理由であった。しかし新しい方式は取り手、出し手のオッファー、ビッドによって金利を決定するのではなく、短資業者が日々の取引に使われるコール・レートを「建値」するものであった(建値制度)。それゆえに、その建値が市場の動向を如実に反映するものであるかどうか不透明な部分も多いといわねばならない。また、自粛レートの申合せが有名無実となっていたことは関係者の間ではほとんど周知のことであった。⁶⁾

財政支出繰延べ措置 今回の総合政策において財政支出の側面からも緊縮的な措置がとられた。すなわち、42年9月5日の閣議で総額3112億円強(うち国が2202億円、地方が910億円)の財政支出繰延べが決定されたのである。景気抑制政策の一環としての財政支出の繰延べは、昭和32年と36年の2度実施された経緯がある。しかし、今回の繰延べはその規模が大きく、しかも引締めの初期の段階で実施されているという点で、過去の例よりも引締め政策の中で重要な位置を占めていると考えられる。⁷⁾

二重レートによる政府短期証券売買 政府短期証券の取扱いに関しては、日本銀行と大蔵省の間で対立が続いている。日銀の不満の種は、政府短期証券を低利で引き受けなければならないことに加えて、低利の発行金利のゆえに政府短期証券市場の発達が阻害されていることである。昭和42年秋の季節的な資金余剰に対し、日銀は政府短期証券の売りオペを実施した。しかし、この時期コール・レートがかなり高い水準に上昇していたので、日銀にとって、原日歩に対応する低い金利で民間金融機関に政府短期証券を売却することは不可能であった。この困難に対処する最も直接的な方法は、政府短期証券の原日歩を引き上げることであった。日銀は大蔵省に対し、政府短期証券の発行金利引上げを要求したが、大蔵省はこの要求を受け入れなかった。

引受金利(原日歩)が低水準に据え置かれたままでは、日銀(あるいは日銀の売渡先である短資業者)はキャピタル・ロスを被らざるをえない。第8章第2節で述べたように、割引率を両入りとして、実質的に割引率を両入りとする方法が41年1月に実施されたが、「コール・レートと原日歩との開きがこれほどに拡大すると、売却から買戻しまでの期間を2日～3日に短縮しないと、売却利回りを市場金利に一致させることができないが、このような売買操作は技術的に

困難であった」。⁸⁾そこで日銀は大蔵省との交渉の結果、短資業者との売買に限り、原日歩と異なる売却レートで(つまり二重レートで)政府短期証券を売買することとした。

この方法によって、日銀が市場の均衡レートよりも低い水準で政府短資証券を引き受けることのキャピタル・ロス(資本損失)は日銀の国庫納付金を減少させるはずであるから、結局大蔵省にとって決して有利なわけではない。大蔵省側が、政府短期証券の公募発行利回りを不自然に低い水準に固定することに何らかの理由があるとすれば、その理由は、経済的というよりも政治的な側面にもとめなければならないであろう。

〔注〕

- 1) 経済企画庁『経済白書』昭和43年版、27ページ。
- 2) 『日本経済新聞』昭和42年8月31日。
- 3) 『金融』昭和42年10月、55ページ。
- 4) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、211ページ。
- 5) 第2章第1節を参照。含み貸出は、民間金融機関が期末の貸出残高計数を操作することによって、窓口指導の実効性を減殺する方法である。したがって、期中平均で貸出増加額に規制が加えられれば、民間銀行にとって含み貸出の操作は意味を失う。
- 6) 『金融』昭和42年10月には、コール・ローン自粛レート申合せが「有名無実化していた」ことが明確に述べられている(同、60ページ)。
- 7) 経済企画庁『経済白書』昭和43年版、参考資料7、169-74ページ。
- 8) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、214ページ。

第2節 金融引締め政策の有効性の減退

1 金融引締め効果の考察

金融引締めと実体経済の変化 昭和42年9月1日に公定歩合が1厘引き上げられて、本格的な引締め政策が発動された。また、42年11月に生じたイギリスのポンド危機¹⁾や、アメリカをはじめとする主要国の金利引き上げを受けて、日本の金融当局は43年の1月6日に、さらに公定歩合を引き上げると同時に、窓口指導の強化を発表する等、金融引締め政策の強化を打ち出した。しかし42年後半以降の金融引締めの過程では、マクロ経済の生産活動や、需要水準が堅調を維持し、引締め効果があまり顕著に現れなかったことが、人々の関心を引いた。²⁾

図9-1と図9-2は、それぞれ昭和32年第2四半期以降、36年第3四半期以降、そして39年第2四半期以降の三つの金融引締め期と比較して、今次の金融引締め過程における実質国民総支出、および実質民間設備投資の推移を示している。ただし、数値は引締め開始期の値を100として基準化し、引締め開始前4四半期と開始後6四半期の過程が考察されている。この図から、42年第3四半期以降、実質国民総支出は堅調であること、とりわけ民間企業設備投資が、金融引締めにもかかわらず、これまでに例がなかったテンポで増加していることが分かる。

企業の手許流動性 今回の引締め過程において企業の設備投資が増勢を維持しつづけた理由はどこにあるのであろうか。『銀行局金融年報』昭和42年版は第1の要因として、企業の手許流動性が大きくなっている点を挙げている。³⁾同『年報』によると、資本金5000万円超の大企業の手許流動性(現預金対売上高比率で定義)は36年第3四半期に77%、39年第2四半期に109%であったのに対し、42年第3四半期には110%であった。⁴⁾しかし、昭和39年第2四半期から開始された前回の引締めに比較すると、企業の手許流動性の厚みが顕著に高くなったと見ることは、やや誇張である。『銀行局金融年報』の別表20(同、14ペー

図 9-1 引締め過程での実質 GNE 推移(四半期)
(引締め開始期の水準を100とする)

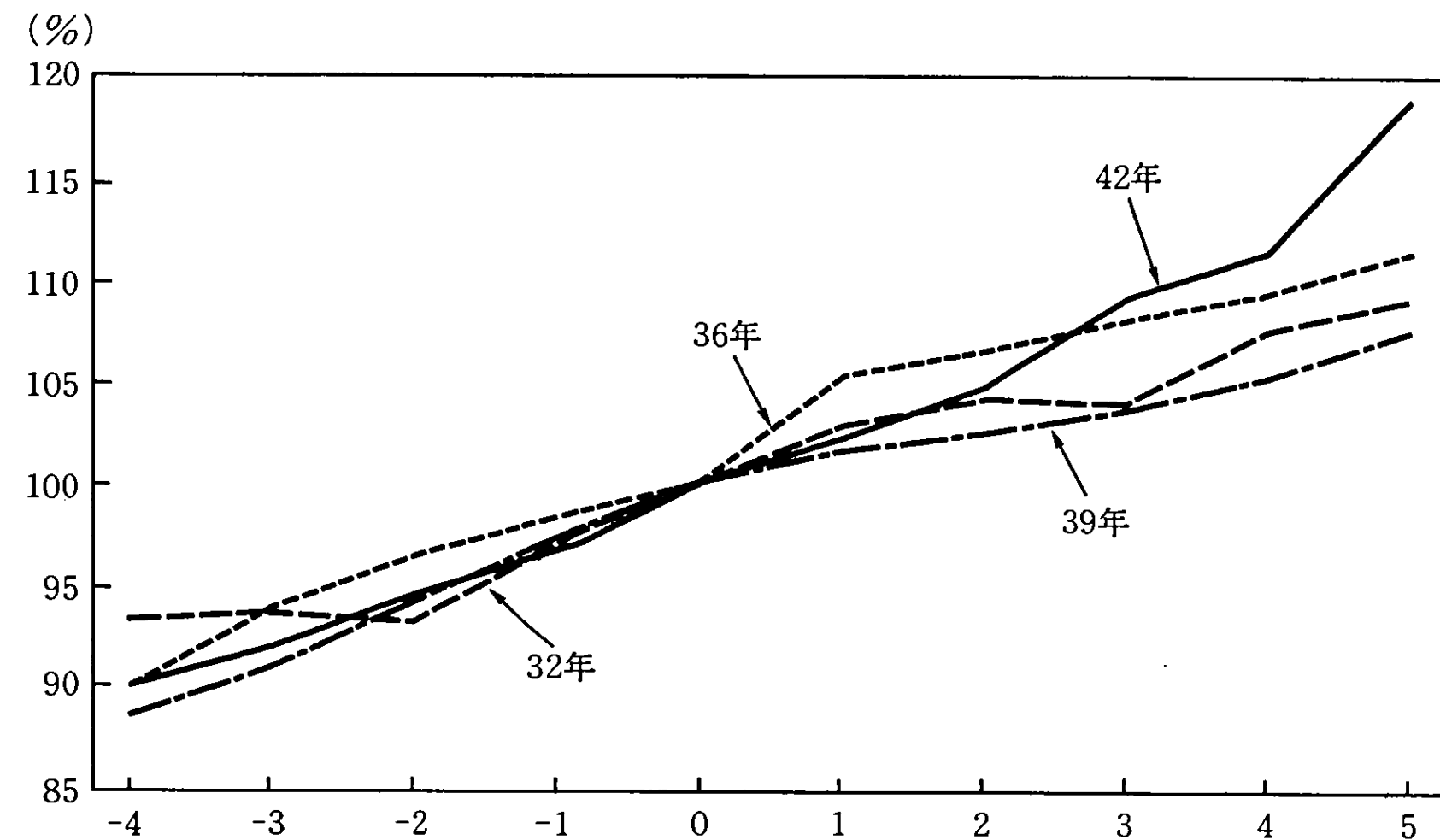
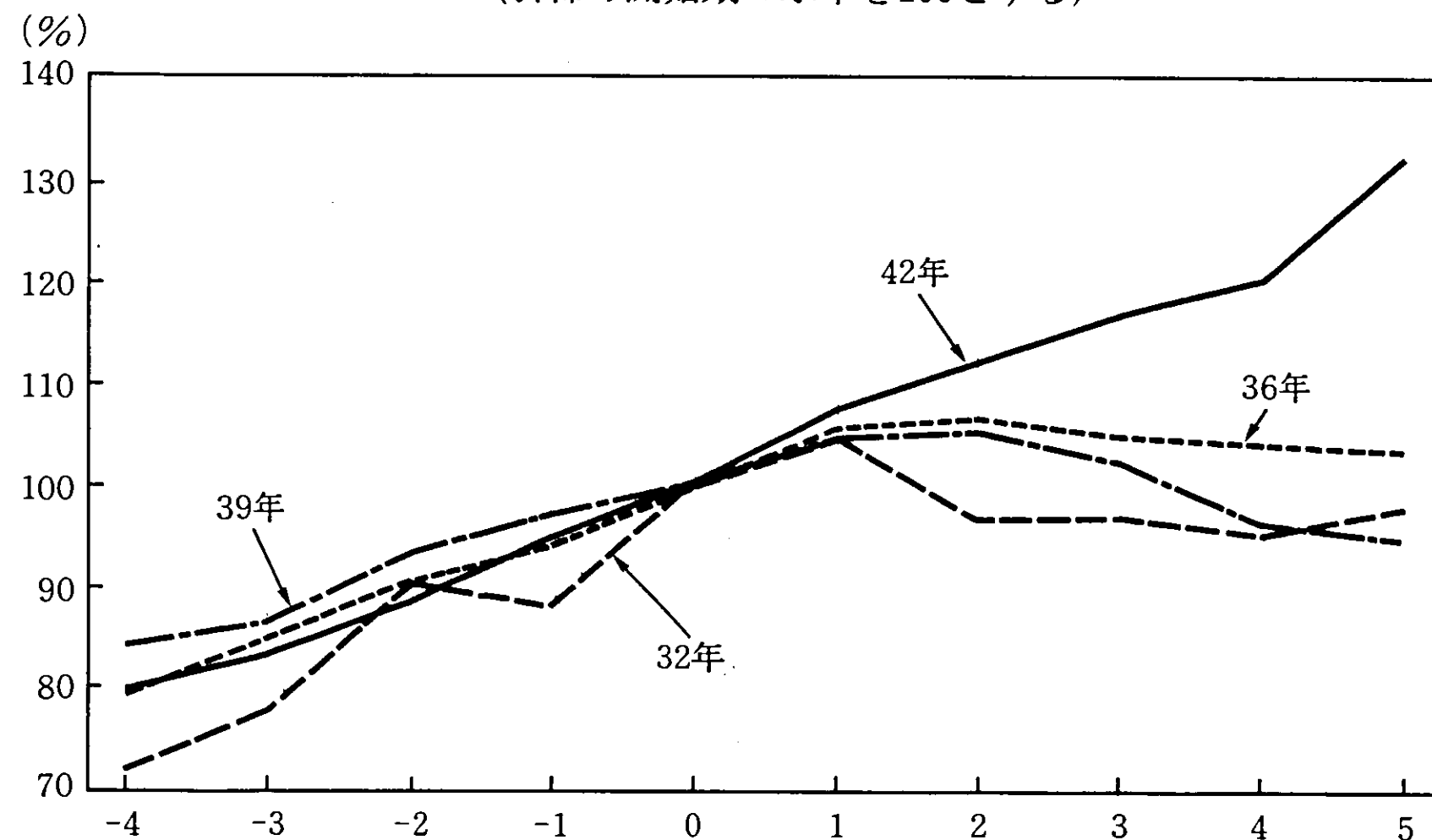


図 9-2 引締め過程での民間設備投資(四半期)
(引締め開始期の水準を100とする)



ジ)が明示するように、企業の手許流動性は昭和30年代の末頃から高まっているのである。

緩やかな金融引締め むしろより重要な要因は、金融引締めの強さそれ自体が比較的マイルドであったことではないかと思われる。表 9-2 (A)は各金融引締め期における全国銀行貸出残高の推移を示しているが、これを見ると、今次金融引締め直前の1年間の全国銀行貸出増加率はそれほど高い水準にはなかった。したがって、引締め開始後もその増加率の低下は昭和32年や39年の場合に比べてきわめて緩やかである。

今次の金融引締め政策が、前3回の引締めに比較して緩やかなものであったことは、表 9-2 (B)のコール・レート動きからも判断できよう。前3回の場合、引締め開始前から金融逼迫の兆しがコール・レートの高騰に現れ、金融引締めはそれにさらに拍車をかけるか、高いコール・レートを維持することになった。コール・レートは引締め直後には10%台を超えて上昇するのが常であった。しかし、今回の引締めの過程では、コール・レートの上昇は非常に漸次的であり、上昇幅も小さいのである。金融変数のこうした動きは、今回の金融引締めがそれほど強いものではなかったことを示唆している。

さらに、今回の引締め過程では、引締め政策手段の中心を占めている窓口指導の効果に対して、各方面から疑問が投げかけられた。日銀が、窓口指導を中心として引締め策を考えていたとすれば、この点も、今回の引締め政策の実体面への影響力を阻害することになったかもしれない。この点は、次の節で考察する。

堅調な輸出需要 しかし同時に、経済の実態面に強い引締め効果が現れない段階で、国際収支の側面における改善が達成された点も注目値する。これは、貿易収支における輸出拡大によるところが大であったが、その主因は「海外〔経済〕環境の好転、とくにアメリカ景気の急速な上昇とインフレ傾向に伴う同国輸入の著増(43年中、前年比23%増)であった」。⁵⁾

表 9-2 (D)は今回と前3回の引締め期の国際収支(貿易収支と経常収支)の推移を示している。前3回の引締めにおいてはその直前に、貿易収支が大幅な赤字を示していた。しかし、今回の場合、貿易収支は、引締め開始前1年間にわたりやや黒字幅が減少したものの、赤字に転落してはいない。ポンド危機などが

表 9-2 金融引締め過程の比較
(A)全国銀行貸出残高増加率(対前年同期比, %)

	32年第2四半期	36年第3四半期	39年第2四半期	42年第3四半期
開始4四半期前	16.4	19.2	25.0	14.4
3四半期前	25.7	20.3	27.1	14.7
2四半期前	34.2	21.8	26.7	15.7
1四半期前	32.0	22.6	21.1	16.4
引締め開始期	31.0	21.8	19.5	15.8
開始2四半期後	26.9	19.4	17.3	14.9
3四半期後	23.6	17.3	12.1	13.9
4四半期後	19.7	16.1	15.1*	13.3
5四半期後	18.5*	15.5	14.4	11.8*
6四半期後	17.1	17.7*	14.3	14.6

(注) それぞれの年次と四半期は、金融引締め政策が発動された期を示している。また、*印は金融引締め政策が解除された期を示す。以下(B)～(D)も同様。

(B)コール・レート(無条件物中心)(年率, %)

	32年第2四半期	36年第3四半期	39年第2四半期	42年第3四半期
開始4四半期前	6.6	8.4	7.7	5.8
3四半期前	8.4	9.1	7.3	5.8
2四半期前	9.9	18.3	8.0	5.8
1四半期前	11.3	11.0	8.8	6.2
引締め開始期	21.9	13.9	10.5	6.9
開始2四半期後	12.8	13.9	11.3	7.3
3四半期後	11.0	12.8	11.0	8.0
4四半期後	11.0	11.7	8.4*	8.0
5四半期後	10.2*	11.7	6.9	8.0*
6四半期後	9.5	11.7*	6.2	7.7

(C)物価上昇率(卸売(a), および消費者物価(b))(対前年同期比, %)

	32年第2四半期		36年第3四半期		39年第2四半期		42年第3四半期	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
開始4四半期前	3.7	3.7	1.7	5.1	1.7	8.3	4.5	5.2
3四半期前	5.8	5.8	0.7	3.0	1.6	8.5	4.4	4.1
2四半期前	7.8	7.7	2.3	3.4	3.2	7.7	1.5	4.8
1四半期前	7.6	2.2	4.1	3.6	1.4	4.3	0.2	2.7
引締め開始期	5.1	2.8	5.1	5.2	0.2	3.4	-0.2	3.1
開始2四半期後	1.2	4.6	3.8	8.4	-0.2	3.5	0.1	5.7
3四半期後	-1.5	2.1	0.3	7.7	-0.6	4.9	1.2	5.0
4四半期後	-5.7	0.9	-1.9	7.6	0.3*	7.8*	1.1	6.0
5四半期後	-7.0*	0.4*	-2.8	6.4	0.7	7.3	0.7*	6.7*
6四半期後	-6.8	0.1	-2.3*	5.4*	0.8	6.7	0.3	4.6

表 9-2 (つづき)

(D)国際収支(貿易収支(a), および経常収支(b)) (単位: 100万ドル)

	32年第2四半期		36年第3四半期		39年第2四半期		42年第3四半期	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
開始4四半期前	43	125	-91	93	-64	-155	691	478
3四半期前	-77	6	98	118	-30	-127	771	500
2四半期前	-68	38	-193	-249	-40	-152	152	-174
1四半期前	-185	-132	-329	-360	-281	-388	171	-174
引締め開始期	-333	-268	-269	-304	-112	-222	450	137
開始2四半期後	-305	-226	-141	-172	214	98	387	20
3四半期後	32	93	-125	-167	281	154	118	-295
4四半期後	78	104	-33	-92	187*	20*	546	191
5四半期後	40*	89*	168	128	401	141	845*	504*
6四半期後	54	145	232*	169*	652	433	1,020	648

国際金融情勢を不透明にしていたが、国際収支均衡という目標との関連で見
た場合には、日本の金融当局が直面していた政策課題はそれほど深刻なもので
はなかったのである。金融引締め政策のスタンスが比較的緩やかだった理由も、
このような文脈のもとで理解できるであろう。

(注)

- 1) 1949年9月以来18年ぶりにポンドが1ポンド2.80ドルから2.40ドルへ切り下げられ
た。
- 2) たとえば、「しかしこのような金融面における〔金融引締め効果を反映した〕変化は年
末まで経済実態面や国際収支面に明確な影響を及ぼすには至らなかった。引締め後も
商品市況に軟化の動きがあまりうかがわれず、むしろ大勢として堅調に推移し、卸売
物価は9月～11月の3ヵ月に年率で5.1%の上昇を示した。企業は強気の生産・投資態
度を改めず、生産は引き続き高い伸びを示した」(『日本銀行百年史』第6巻、昭和61
年、213ページ)。また、『銀行局金融年報』昭和42年版、5-7ページをも参照。
- 3) 『銀行局金融年報』昭和42年版、13ページ。
- 4) 大蔵省証券局資本市場課『法人企業統計季報』による。また、資本金200万円超5000
万円以下の中小企業の手許流動性は、それぞれ83%、101%、103%であった。
- 5) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、219ページ。

2 窓口指導の有効性について

窓口指導の有効性 この時期、金融政策の最も強力な手段と考えられていた

窓口指導の有効性に関して疑問が出てきたようである。たとえば、昭和43年6月、三明会は短資業者との協議によってコール・レートを引き上げた。これは窓口指導が以前のように効果を発揮していないのではないかと日本銀行が判断し、金融引締め効果を高めるために指導を強化した結果であった。¹⁾

民間部門の関係者からも、政策担当者からも同様の指摘がなされた点に注目すべきである。その具体例を列記してみよう。

まず大蔵省銀行局は次のように分析している。「今回の金融引締めの下では、日銀の窓口規制対象外の金融機関の余資等がコール市場に吸収されることが少なくなり、コール市場のメカニズムを通じて引締め効果が、急激に浸透するという面があまりみられなかった。この変化の要因としては、国債の市中消化を困難にしないという配慮から、無理のない範囲でコールレートの急激な上昇が押えられたという点もあろうが、基本的には、企業の手許流動性が高水準であったこと等のため、都銀等の資金不足金融機関に対する資金需要が、過去におけるほど大きくなかったという資金需給の実勢の変化が大きかったと考えられる。」²⁾

昭和43年6月19日に関西経済連合会が発表した「景気調整政策の運営に関する意見」においても、今回の金融引締めが必ずしも十分な効果を発揮していないとし、「金融政策に関しては、経済の実態が変化しているにも拘わらず、ほぼ旧来体制のまま政策運営が行なわれているために引締め効果が十分に実体経済面へ浸透し難くなっている」と述べて、「窓口規制の対象金融機関の範囲を拡大するとか、公定歩合の変動幅を大きくする等、実情に合致させるための改変が望ましい」と主張している。³⁾

昭和43年6月19日、都銀懇話会(都市銀行の常務クラスの集り)においても、「金融政策の効果が薄れているのは窓口規制外の金融機関が貸出し増加を図っているから」とする意見が出され、大企業向け金融機関である信託銀行信託勘定と生命保険会社は都銀と同じ窓口規制のような量的規制が必要である、公定歩合の引上げに伴って、長期貸出基準金利を動かすことを考えるべきである、など金融政策の合理化を求める意見が提出された。⁴⁾

差別的効果の実際 上に引用したコメントは、いずれも窓口指導の対象となっていない金融機関が、金融引締めの過程で貸出しを急増させて、引締め効果

を相殺する点を指摘している。つまり、窓口指導による金融引締めは、貸出供給の経路を変更させるという差別的効果をもっていることになる。実際、金融当局が作成した統計においても、この点は明確に現れている。表9-3は日本銀行の資料である。この表によれば、窓口指導の対象となった金融機関の貸出増加額は、昭和42年第3四半期から43年第3四半期にかけて前年同期比でマイナスの増加を示しているが、規制対象外金融機関の貸出しは、その同じ時期に急増している。また、窓口指導が解除された43年第4四半期には、対象となっていた金融機関の貸出増加額は急激に増加している。

次に、表9-4は大蔵省銀行局が作成した資料であるが、銀行局はこの資料から、窓口指導の規制外の金融機関が今次の金融引締めでは貸出残高を急増させたと判断している。しかし、理論的には(以下に説明するように)窓口指導は差別的な効果を発揮するかどうか重要な点である。したがって、指導対象外金融機関の貸出残高の推移だけを調べても、あまり意味はない。また、今回の金融引締めにおいては、対象外金融機関の相殺的な貸出増加が目立ったということであるが、原理的には他の金融引締め期にも、同じ差別効果は現れなかったのだろうか。この点は項を改めて検討したい。

なお、昭和42年第3四半期から開始された窓口指導に関しては、各銀行業態ごとの貸出増加額査定と実績の統計が断片的ながら(43年第2四半期まで)手に入るので、これを以下に掲載する(表9-5)。

窓口指導の効果に関する理論的分析 民間金融機関の一部にのみ、日本銀行が窓口指導を通じて貸出供給(厳密には貸出増加額)を直接抑制する場合、窓口指導の対象となっていない金融機関の貸出供給が相殺的に増加することは、理論的にはきわめて容易に理解できる事柄である。窓口指導によって貸出増加額に規制が加えられる金融機関(都市銀行など)は、貸出抑制の結果、短期資金市場における資金調達額を削減する(または、資金運用額を増加させる)。そのため、短期資金市場(コール資金市場)では需給関係が緩和し(他の条件を一定とする限り)、金利、つまりコール・レートは低下するのである。窓口指導を受けない規制対象外金融機関にとっては、コール・レート低下は貸出供給の機会費用の低減を意味するから、コール資金市場における運用を抑え、貸出供給を増加させようとするのである。つまり、大蔵省銀行局が指摘するように、「規制対象

表 9-3 金融機関の貸出増加 (単位：億円)

期間(四半期)	貸出増加額規制 対象金融機関		対象外金融機関	合　　計
		うち都市銀行		
昭和42年Ⅲ	9,152 (　5.2)	4,701 (－ 3.3)	8,491 (　33.0)	17,643 (　17.0)
Ⅳ	8,177 (－ 8.6)	4,448 (－ 8.4)	10,211 (　31.8)	18,388 (　10.1)
昭和43年Ⅰ	5,291 (－17.0)	3,041 (－13.8)	5,291 (　24.6)	10,583 (－ 0.4)
Ⅱ	3,962 (－16.7)	2,081 (－17.0)	4,357 (　45.4)	8,319 (　　7.3)
Ⅲ	7,135 (－24.1)	3,667 (－22.0)	8,806 (　　6.9)	15,941 (－ 9.7)
Ⅳ	11,584 (　41.7)	5,865 (　28.0)	… (　　…)	… (　　…)

(注) 1. 貸出増加額規制は昭和43年9月に廃止(厳密には中断)された。
2. ()内は対前年同期比変化率。
(出所) 日本銀行調査局「昭和43年における金融・経済の動向」(『調査月報』昭和44年2月, 10ページ)。

表 9-4 窓口指導対象外金融機関の貸出残高 (前年同月比, %)

月	前々回 (36年7月)	前回 (39年3月)	今回 (42年9月)
引締め前7月	20.1	29.3	15.6
6月	24.3	29.5	14.9
5月	22.2	29.2	16.3
4月	25.5	29.3	17.0
3月	25.7	28.8	17.5
2月	25.9	28.3	17.4
1月	26.4	27.8	18.8
引締め月	26.4	27.4	19.0
2月	26.8	26.9	18.8
3月	26.7	26.6	19.2
4月	26.8	26.0	20.4
5月	26.6	25.4	21.4
6月	26.6	24.5	21.6
7月	26.2	23.2	21.6

(注) 対象外金融機関とは前々回については地銀, 信託(銀行勘定), 全銀信託勘定, 相互銀行, 信用金庫, 信用組合, 生命保険, 損害保険, 農協, 信農連, 農中, 商工中金。前回と今回については, 全銀信託勘定, 相互銀行, 信用金庫, 信用組合, 生命保険, 損害保険, 農協, 信農連, 農中, 商工中金。
(出所) 『銀行局金融年報』昭和42年版, 14ページ。

表 9-5 日本銀行の窓口指導と実績 (単位：億円)

	42年第3四半期	42年第4四半期	43年第1四半期	43年第2四半期
都市銀行				
前年実績	4,863	4,856	3,529	2,507
査定	4,620(－5%)	4,128(－15%)	2,506(－29%)	1,950(－22.2%)
実績*	4,701(－3.3%)	4,449(－8.4%)	3,042(－13.8%)	…
地方銀行#				
前年実績	2,232	2,588	1,217	995
査定	2,120(－5%)	2,199(－15%)	860(－29.3%)	846(－15%)
実績	2,541(－13.8%)	2,478(－4.3%)	1,095(－10.0%)	…
長期信用銀行				
前年実績	934	1,126	1,260	1,080
査定	+	991(－12%)	976(－22.5%)	842(－22%)
実績	1,325(41.9%)	996(－11.5%)	1,015(－19.4%)	…
信託銀行				
前年実績	673	375	373	172
査定	640(－4.9%)	255(－32%)	155(－58.4%)	119(－30.8%)
実績	589(－12.5%)	257(－31.5%)	141(－62.2%)	…

(注) 1. *実績は査定の枠外である輸出貿易手形, 輸銀との協調融資分, および地方公共団体向け貸出(地方銀行のみ)を含む。
#地方銀行の規制対象銀行数は43年3月までは23行, それ以降25行。
+ 9月のみ計画額に対して10%減。
2. ()内の数値は, 前年実績に比較した変化率である。
(出所) 『金融』昭和43年5月, 93ページ。

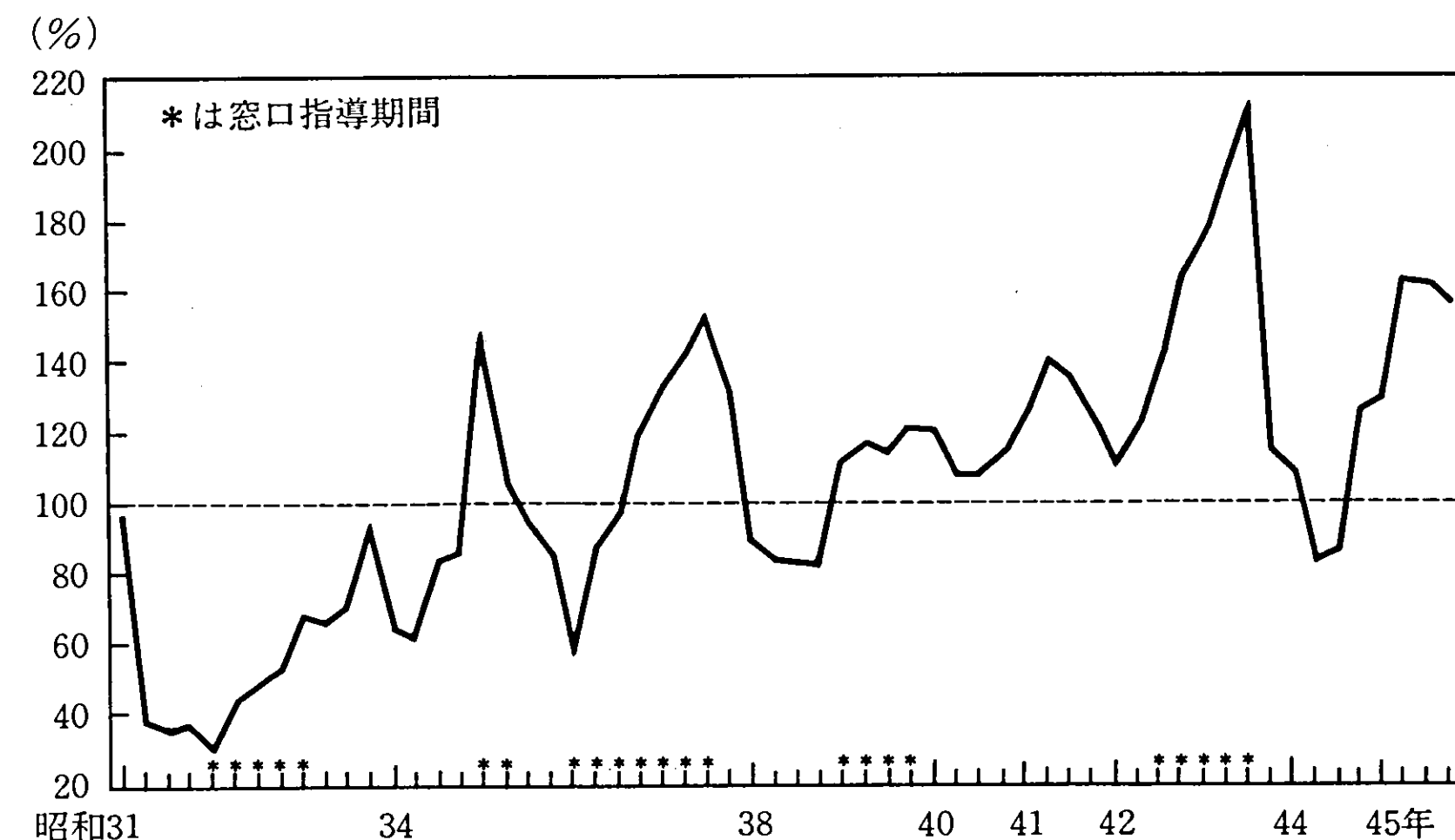
外の金融機関の余資等がコール市場に吸収されることが少なく」なる。

短期資金市場など銀行間資金市場が円滑に機能するほど, 窓口指導の効果を相殺する過程は強力に働くであろう。この場合, 金融引締め政策として重要なのは, 窓口指導ではなく全般的な金融引締め策である。つまり, コール・レートに代表される市場金利がどの程度引き上げられるかが民間金融機関の貸出供給総額を規定し, 引締め効果の程度を決定するのである。⁵⁾

以上の理論的な分析が妥当であるとすれば, 対象外金融機関の貸出しが相対的に急増するという現象は, 今次の引締めばかりでなく, これ以前の金融引締めにおいても観察されたはずである。なぜならば, 戦後の日本の金融引締め過程においては, ほとんど例外なく窓口指導(貸出増加額規制)が重要な役割を演じたからである。

図 9-3 は一貫して窓口指導の対象になってきた都市銀行の貸出増加額(四半

図 9-3 窓口指導の差別的効果(昭和31年第1四半期～45年第4四半期)



期)に比較した対象外金融機関の貸出増加額(四半期)の比率(対象外金融機関貸出増加額を都市銀行の貸出増加額で除した比率)を示している。ただし、ここでは対象外金融機関として、相互銀行、信用金庫、信用組合、生命保険、損害保険、農協、信農連、農林中金、商工中金をとっている。これらの対象外金融機関の貸出しは都市銀行のそれに比較して、トレンドをもって上昇してきた。したがって、図9-3はやや見にくいものであるが、単に42年後半から43年にかけての時期ばかりではなく、35年前半、36～37年、39年など窓口指導が強化された他の時期にも、対象外金融機関の貸出しが都銀に比べて相当大幅に増加していることが分かる。

ただし、昭和30年代半ばは、企業金融において株式市場の比重が急激に増加した時期であり、株式市場における資金調達の拡大によって窓口指導の効果は相殺される傾向が強かった。⁶⁾ 昭和40年以降、株式市場の地位が低下したため、対象外金融機関の相殺的な貸出増加が顕著に現れることになったと思われる。

また、金融緩和が開始され窓口指導が廃止される時期には、引締め期とは反対に、規制対象銀行の貸出額が相対的に急増するものと考えられる。実際、上の表9-3などにその現象を読み取ることができる。43年8月7日の公定歩合引下げに始まる金融緩和の過程で、「引締め期間中高い増勢を続けた規制対象外

金融機関の貸出の伸びが余資の減少を背景に急激に鈍化した」⁷⁾ という報告も見られる。

窓口指導の意味 大蔵省銀行局は昭和43年5月に都市銀行を始めとする民間金融機関に対して、金利機能等に関するアンケート調査を行った。そのアンケートの中に、「引締め期(43年1～4月)に貸出申し出先に対して、拒絶または削減する場合、次のどの理由を用いたか」という質問があった。この質問に対する回答の中で、最も多数を占めていたのは日銀の窓口規制(指導)であった。これに対して、コール・レート高騰はあまり重要な役割を演じていない。民間銀行にとっては、窓口指導を口実として利用して貸出しを量的に抑制する傾向が強かったのである。⁸⁾

また大蔵省銀行局は43年6月に企業金融に関するアンケート調査(1932社の法人企業を対象)を実施しその結果を9月の金融制度調査会民間金融特別委員会に提出した。この調査結果によると、今次の金融引締めでは、中小企業ほど引き締められておらず、また主取引銀行別では、都市銀行が最も強く融資の引締めを行っていることが分かった。⁹⁾ この差別的効果は、中小企業に対して優遇的な処置を与えたいと考えていた政策当局にとっては、望ましい結果であったといえるかもしれない。

〔注〕

- 1) 『金融』昭和43年7月、64ページ。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和42年版、22ページ。
- 3) 関西経済連合会「景気調整政策の運営に関する意見」(昭和43年6月24日)(『関経連の歩み』第22号、昭和44年10月、22-23ページ)。
- 4) 『金融』昭和43年8月、56ページ。
- 5) 堀内昭義『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析』(昭和55年、東洋経済新報社)、第4章を参照。すでに第6章において、民間企業の株式市場における資金調達が窓口指導の効果を相殺するメカニズムとして働いた可能性があることを指摘した。理論的な説明は、基本的にここでの説明と同じである。
- 6) 第6章第1節を参照。
- 7) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、第5章、223ページ。
- 8) 大蔵省銀行局「金利機能に関するアンケート調査結果」(金融制度調査会民間金融機関に関する特別委員会提出資料、昭和43年5月31日)(金融制度研究会『金融制度調査会資料』第1巻「金融環境・金利・金融機関の規模」、昭和45年、金融財政事情研究会)。

- 9) 大蔵省銀行局「金融に関するアンケート調査結果」(金融制度調査会民間金融機関に関する特別委員会提出資料, 昭和43年9月11日)(『金融制度調査会資料』第2巻「長期金融制度」)。

第3節 公社債市場と金融政策

昭和41年の国債発行をきっかけとして、公社債流通市場は非常にゆっくりとではあるが、拡大を始めた。¹⁾ 公社債流通市場において価格メカニズムがまがりなりにも働くようになると、金融政策のスタンスが債券の流通価格(流通利回り)に直接影響を及ぼすのは当然のことである。

昭和42年7月27日に始められたポジション指導の強化は都市銀行を中心として、民間銀行の保有債券売却を促し、42年春頃から債券流通市場の利回りを上昇させる圧力となって働いたといわれる。²⁾ しかし、ポジション指導が強化されなかったとしても、一般的な金融引締めは短期資金市場の金利を引き上げ、銀行・金融機関のいわゆる裁定取引を通じて公社債流通市場の利回りを、多かれ少なかれ引き上げることになったはずである。ただし、債券市場における投資家の既発債券需給行動を反映して、債券の流通利回りが伸縮的に変動すれば、当然のことながら発行(応募者)利回りと流通利回りとの乖離が大きく拡大することも起こりうる。実際、昭和42年以降、金融市場の需給情勢を反映して流通利回りが顕著に上昇したため、硬直的な公社債発行利回りとの間でどのような調整を行うべきかが、重要な政策課題となった。

金融債の量的調整 このような状況に対応して、債券市場では量的調整が進められた。とくに金融債は、都市銀行を最も重要な投資家としていたため、ポジション指導等の金融引締めの影響を最も強く被ることになった。昭和42年の夏以来の金融引締め強化のため、都市銀行は金融債の引受けに対して一層消極的となった。このため長信銀3行は、43年の第1四半期には金融債の発行額を42年4～12月の平均純増額の30%程度削減するという調整のやむなきに至ったのである。³⁾ この金融債の発行量調整は、金融債などの発行条件が改訂された43年第2四半期にも継続された。

さらに43年2月6日、全受託会(日本興業銀行等の公社債受託銀行と引受証券会社によって構成される)は社債の発行条件を変更しないことを決めると同時に、同月の起債総額を1月に比較して148億1000万円圧縮することを決めた。この

起債額圧縮は、起債によって窓口指導の効果が相殺されることを懸念した日本銀行の意向が反映されていると思われる。⁴⁾ 事業債の起債調整は43年9月まで続けられた。

国債発行の減額措置と条件改訂 金融引締めによる公社債流通市場の金利上昇は、国債発行に対しても影響を発揮することになった。昭和42年7月25日に政府は、42年度の国債発行予定額を700億円、政府保証債の発行予定額を500億円減額する方針を決定した。しかし、それでも国債発行の市中消化は困難となったため、42年12月28日には、43年1～3月の市中消化分の未発行額1700億円のうち1000億円程度を、また政府保証債を300億円程度、再度減額することを決めた。⁵⁾

さらに43年11月26日に、政府は43年度国債発行額を当初予定の6400億円(手取りベース、うち資金運用部引受け500億円)から5419億円へと約1000億円減額することを決定した。これは、43年度の税の自然増収がかなりの額に上ることに対応した措置であった。

このように、国債を始め公社債の発行金利とその流通市場金利との乖離は深刻な様相を呈しはじめてきた。そこで43年1月31日、国債発行以来初めて発行条件の改訂が行われた。すなわち、表面金利6.5%、満期7年、額面100円の国債の発行価格を98円60銭から98円10銭へ50銭引き下げたのである。⁶⁾

しかし、国債の流通市場における価格は98円を割り込もうかという状況にあったから、この程度の条件改訂は、あまり実質的な意味をもつものではなかった。この点は、大蔵省の公式文書においてもはっきり認められている。⁷⁾ それでも、この措置によって社債の発行に関して金利メカニズムを活用する第一歩が踏み出されたとして、関係者によって歓迎されたのである。⁸⁾

国債の発行条件改訂をきっかけとして、43年1月から2月にかけて、政保債、および金融債の発行金利、貸付信託予想配当率、合同運用指定金銭信託予想配当率がそれぞれ引き上げられた。⁹⁾

公社債の発行金利の改訂をめぐる関係者間の意見対立は、44年2月にも再びもちあがった。公社債流通市場の金利は42年夏の金融引締め以降上昇傾向を示したことはすでに説明した。その後43年夏に金融引締めが解除になると、既発債の市場価格はやや持ち直しの気配を見せた。しかし、日本銀行がポジション

指導を継続したこともあって、公社債流通市場は43年9月頃から再び軟化の傾向を見せ、応募者利回りと既発債の流通利回りとの乖離が再び大きくなりはじめたのである。

昭和44年2月20日に宇佐美日銀総裁が記者会見において公社債市場を正常化するためには、流通市場の利回りに合わせて発行金利を改訂することが必要であるという趣旨の意見を述べたのを契機に、各種債券の発行条件改訂問題が再燃することになった。¹⁰⁾ 証券界や公社債の主要な消化先である都市銀行等は公社債の発行条件をかなり大幅に改訂することに積極的に賛成したが、金利負担の増加を懸念する産業界や長期信用銀行、そして大蔵省は大幅改訂に反対であった。¹¹⁾

公社債流通金融の実施 昭和43年11月19日、日本銀行は公社債流通金融の実施を決定し、12月17日から開始した。この措置は日本証券金融を通じる債券引受金融を強化・拡充するものであり、(1)従来50億円と決まっていた日本証券金融を通じる公社債引受金融の限度額(日銀信用供与限度額)を撤廃し、市場の状況に応じて伸縮的に供与額を調整する、(2)対象債券を事業債一本から、日銀担保適格債全体(発行後1年未満の国債と割引金融債を除く)へ拡大した。この措置は、明らかに軟化状態を続けている公社債市場への日銀サイドからの挺入れであった。ただし、日銀は、コール・レートが長期金利を上回るという「異常」な状態がなくなるまでの過渡的な措置であると説明した。¹²⁾

〔注〕

- 1) 第8章、表8-2を参照。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和42年版、17ページ。
- 3) 『銀行局金融年報』昭和44年版、90ページ。
- 4) 『金融』昭和43年3月、69ページ。
- 5) 「42年8月以来毎月国債の一般消化分に売れ残りが生じ、43年1月にはその額が75億円に達した。また、国債の市場価格も1月には97円台を記録し、オペレーションに際して、金融機関の負担するキャピタルロスも無視できなくなった」(『銀行局金融年報』昭和42年版、17ページ)。
- 6) 第8章、図8-1を参照。国債の発行条件改訂については、小幅引下げ(40銭)を主張する大蔵省と、比較的大幅な条件改訂(60銭引下げ)を主張する日銀・金融界との間で意見対立が見られた。結局、両者の中間の50銭引下げで決着を見たのである。
- 7) 「この程度の利回り引上げでは、既発債利回りと新発債利回りの格差からみて、新発債消化の改善には必ずしも十分ではなかったとも考えられる」(『銀行局金融年報』昭

和42年版, 11ページ)。

8) 『金融』昭和43年3月, 68ページ。

9) ただし, 事業債, 割引金融債, 預金金利, 長期貸出金利等は改訂されず現行水準に据え置かれた。結局, 事業債および地方債の発行条件は, 小幅ながら43年4月に実施された。

10) 『銀行局金融年報』昭和44年版, 21-22ページ。

11) 福田蔵相は, (1)長期金利の全般的な引上げが景気動向にどのように響くか分からない, (2)国債の流通価格下落はそれほどでもないにもかかわらず, 公社債発行条件の改訂は国債発行条件にもはね返ってくる恐れがある, (3)証券, 金融, 発行会社などの考え方を十分に理解する必要があるとして, 発行条件改訂は時期尚早であると主張した。産業界からは, 現在の公社債流通市場の軟化の根本原因が日銀のポジション指導にあるとして, このポジション指導に対する批判が高まった(『金融』昭和44年4月, 63ページ)。この事実, 日銀が少なくともこの時期において, 産業界や大蔵省の望むほどには低金利政策を追求しなかったことを示唆している。

12) 『金融』昭和44年1月, 78-79ページ, 『日本証券金融株式会社20年史』(昭和45年), 306-13ページ。

第4節 海外要因の金融政策への波及

日本の金融市場は経済の発展とともに, 徐々に海外市場との結びつきを強めていた。すでに昭和30年代の末頃から, 海外金融市場の動向は国内金融市場に少なからぬ影響を及ぼしつつあり, それゆえに日本の金融政策は海外要因を完全に無視することはできなくなってきたのである。この節では, 昭和40年代に入ってから海外要因の影響を展望する。

1 金融市場における海外要因

昭和30年代末の資本流入規制 日本の金融当局は昭和30年代から, 日本の銀行のユーログラ―調達を規制していた。とくに金融引締め期に, 短期資金が国内に大量に流入して, 国内資金市場における引締めを相殺することに対して警戒を怠らなかったのである。たとえば, 金融引締め政策が発動された39年6月には日本の外国為替銀行が取り入れるユーログラ―などの資金残高に対し量的な規制を加えた。具体的には, 為銀の保有する外貨建資産(外国証券, 現地貸し, 買い為替, 現金預金, 輸入ユーザンス)を分母にユーログラ―と自由円預金残高の合計を分子とした資産負債比率の上限を各銀行ごとに決め, その比率以上の短期資金の導入を認めないとするものである。

さらに, 39年7月には外貨準備金制度を改訂し, 短期外貨債務の平均残高に対する流動性資産保有比率を引き上げる等によって, 為銀の円転換外貨の導入を抑制しようとしたのである。

公定歩合再引上げ(昭和43年1月) 日本銀行は昭和42年9月に次いで, 43年1月6日に公定歩合を引き上げたが, この再引上げの背後には, ポンド不安をきっかけとする国際通貨体制の危機的状況があった。

イギリスは, 貿易収支悪化およびアメリカの金利上昇による短期資本流失を原因とするポンド不安に対し, 42年10月19日, 11月9日とたてつづけに公定歩合を引き上げて対処したが, ついに42年11月18日, ポンド切下げ(2.80ドルから

2.40ドル)と公定歩合を6.5%から8%へ大幅に引き上げる措置を実施した。これに対応してアメリカ、カナダ等の諸国も公定歩合を引き上げた結果、国際的に金利上昇の傾向が強まった。当然のことながら、ユーロドル金利も急上昇した。

ポンド危機に端を発する国際通貨不安は日本経済にも深刻な影響を及ぼすであろうという認識が日本国内においては一般的であったと思われる。¹⁾ ポンド切下げ直後の11月20日、東証平均株価は第一部修正平均で67円30銭の大暴落となり、38年の「ケネディ・ショック」時を上回る開所以来の最大下げ幅を記録した。

さらに43年1月1日にジョンソン大統領が対外直接投資規制等、7項目のドル防衛強化策を発表し、日本経済を取り巻く経済環境は一層厳しさを増した。43年1月の公定歩合引上げはこのような国際的環境の「悪化」に対応するものであった。²⁾

円転規制開始 日本の金融市場と海外の金融市場との連結の強まりは、国内金融政策が海外の金融市場の動向に左右される傾向をもたらし、とりわけ金融引締め政策に対応して、日本の銀行がユーロ市場から活発に資金を調達すれば、それによって金融引締め効果が相殺される危険がある。このような心配は、以下に述べるように、43年初頭に金融当局が外為銀行のユーログラ―取入枠を拡大したことによって一層高まった。

日本の金融当局は、これまで外国為替銀行のユーログラ―取入枠を四半期ごとに規制してきたが、43年1～3月期の取入枠を3000万ドル拡大したのに続き、2月にさらに1500万ドル拡大したのである。この結果、為銀のユーログラ―取入枠は総額13億2000万ドル程度になったとみられる。³⁾ 金融当局がこの緩和措置をとった最大の理由は、規制緩和をもとめる海外からの政治圧力、要するに「外圧」であった。すなわち、43年1月26日にホノルルで行われた日米会談で、日本が約束したドル防衛協力策のなかに日本側の輸入ユーザンスのための米銀からのドル資金借入を2億4000万ドル分だけユーロドル等ヨーロッパ資金に振り替えるという項目が含まれていたのである。⁴⁾

日銀は43年2月6日、外為銀行に対する「円転規制」を開始したが、これは上に述べたユーログラ―取入枠拡大が国内への資金流入に繋がることを防止す

るためにとった予防措置であった。この円転規制を通じて日銀は、為銀各行が外貨建てで調達する短期資金を円建資金に転換しうる額を毎月の平均残高ベースで指示したのである。為銀は保有しうる外貨建直物ポジションを制約されることになる。⁵⁾

公定歩合の引下げ 昭和43年8月7日、日本銀行は公定歩合を1.7銭から1.6銭へ1厘だけ引き下げた。日本の貿易収支、経常収支は43年前半には目立って回復する傾向を示しており(表9-1を参照)、7月頃には公定歩合引下げが関係者の間で盛んに取りざたされていた。それにもかかわらず、日銀はかなり慎重な態度を取りつづけた。その理由は、基本的には海外要因に求められる。すなわち、(1)日本の輸出は顕著に増加しているが、その基本的な原因はアメリカの好景気にある。しかし、増税後のアメリカの景気先行き見通しは不安定である、⁶⁾ (2)イギリス、フランスなどの経済情勢混乱に伴う国際通貨不安もある、⁷⁾ (3)海外金利の急上昇により、円シフトの不安が存在する、こと等である。⁸⁾ このため、公定歩合引下げにもかかわらず、8月以降も日銀の窓口指導は解除されずに継続することになった。ただし、43年第4四半期以降窓口指導は廃止され、ポジション指導中心の政策運営がとられた。

公定歩合再引下げ見送り(昭和43年10月) 日本銀行は国内の景気調整が不十分であり、海外の環境がきわめて不安定であると判断していたため、公定歩合引下げ後の政策運営は慎重であった。貸出増加額規制を廃止したものの、ポジション指導という形で窓口指導を継続したのもそのような慎重なスタンスの現れであった。

日本国内には公定歩合の再引下げを求める声も強かったが、日銀の宇佐美総裁は10月23日、公定歩合再引下げを見送ることを正式に発表した。⁹⁾ この総裁の見解表明は異例のことであったが、公定歩合再引下げに関する各方面の論争に決着をつける意図があった。また、この総裁声明は、金融政策の目標をより強く国内均衡の維持、とりわけ物価問題に配慮して、息の長い経済成長を追求しようとする日銀の姿勢を示すものでもあった。この時期から、日銀は国際収支だけではなく、卸売物価の上昇など国内経済情勢をも睨みながら政策運営を行う必要に迫られてきたのである。

〔注〕

- 1) 経済企画庁が昭和42年11月28日に閣議に報告した「42年度経済見通しの改訂試算」は、輸出の伸び悩みと輸入の急増に加えて、ポンド切下げ、イギリス、アメリカに公定歩合引上げによる影響を勘案して、当初見通しで総合収支を均衡するものとしていたのを、5億9000億ドルの大幅赤字に改訂したほどである（『日本経済新聞』昭和42年11月29日）。
- 2) 宇佐美日銀総裁は談話において次のように述べている。「昨年9月の引締め措置の効果は次第に浸透しつつあるものの、まだ国際収支の改善がさして進捗をみないうちに、過般の英ポンド切下げ以来国際環境は著しく厳しさを増し、引締め目的の達成には一層の努力と時間をようすることとなったので、この際引締めを強化し、調整を促進する必要があると判断した次第である。」この時期の国際収支の悪化幅は、これ以前の景気過熱期に比べればきわめて緩やかなものであった（表9-1）が、金融当局は「国際収支の天井」の影に依然脅えているようであった。
- 3) 『金融』昭和43年3月、69ページ。
- 4) 43年1月に大蔵省が発表したマルク建て産投国債（日本開発銀行の融資財源）1億マルクの発行もこの協力策の一環であった。
- 5) 『日本銀行百年史』第6巻（昭和61年）、266ページ。
- 6) アメリカのジョンソン政権は43年初頭から、10%付加価値税を導入して財政赤字の削減に乗り出したのである。
- 7) ポンドの不安定な状態は依然続いていた。イギリス政府による43年3月の緊縮予算の発表等によってポンドはやや落ち着きを取り戻し、公定歩合の引下げも行われた。しかし、4月に入ってポンド不安は再燃し、5月にはイングランド銀行による本格的なポンド買支えが必要となった。3月から6月にかけてのフランスの政治的危機も国際経済環境を不安定なものとした。とくに事態を収拾するために政府、経営者、労働組合の間で締結された大幅な賃金引上げ協定（グルネル協定）によるインフレ懸念が強まった。
- 8) 「わが国輸出の急増の背景となった世界貿易の増大は、アメリカ経済のインフレ的拡大と国際収支の大幅赤字に主として支えられた不安定なものであり、これと相表裏するドル、ポンド、フランス・フランなど主要国通貨の相次ぐ動揺はそのつど国際協力によって一応鎮静したもの、事態の基本的改善への具体的方途は見出されないままの状況にあったから、わが国をめぐる海外環境は不安定要因に満たされていた。」（前掲、『日本銀行百年史』第6巻、221ページ）
- 9) 公定歩合引下げ見送りに関する宇佐美日銀総裁の声明（『日本経済新聞』昭和43年11月24日）。

2 国際通貨不安再燃

昭和43年11月、マルク切上げを見込んだ投機が再燃し、それに伴ってフラン、

ポンドに対する売り投機の圧力が高まった。11月16日から18日にかけてバーゼルで開かれた BIS（国際決済銀行）月例会議および理事会ではフランスに対する資金援助などが話し合われたが、フランスがマルク切上げを強く主張したため、投機対策について具体的な対処策を決定するには至らなかった。この結果、国際通貨不安は一層高まり、11月20日にはヨーロッパ各地で為替・金融市場が閉鎖されることになった。

11月20日にボンにおいて緊急10カ国蔵相会議が開催され、マルク切上げ、およびフラン切下げ問題が集中的に議論されたが、結局ここでも関係国の強い拒否のために平価の調整は見送られることになった。平価変更に代わって採用されたのは、フランスの為替管理であり、西ドイツの短期資金流入抑制措置であった。また、イギリスにおいても11月に一連の国際通貨不安に対する緊縮措置、すなわちポンド平価の維持を目的とし、個人消費を中心に国内需要を抑制する措置が発表された。

マルク投機再燃 昭和44（1969）年4月18日、西ドイツは国内景気の過熱を抑止するために公定歩合を引き上げたが、これをきっかけとしてマルク切上げを見込んだ投機が再燃した。また、同じ4月にフランスで行われた国民投票で、ドゴールが敗北して退陣するとフラン売りの投機が急増した。この事態に対して、西ドイツ政府はマルク切上げを断固拒否する政府声明を発表したがマルク投機の勢いは抑制しがたいものであった。このように、主要通貨間の平価変更に関する思惑による投機の傾向は次第に高まり、客観的にみればブレトン・ウッズ体制見直しの機運が強まっていたのである。しかし、政策当局のレベルでは、為替レート調整に対する抵抗感は非常に強く、この抵抗感を突き崩すためにはかなりの危機的状況が必要であった。

平価調整の始まり しかし相次ぐ国際通貨危機は、次第に各国政府に平価調整やむなしの判断を植え付けるようになった。まず昭和44（1969）年8月8日、フランス政府はフランを11.1%切り下げることと決定した。次いで、西ドイツが44年9月24日以来閉鎖していた外国為替市場を同30日に再開するにあたり、変動相場制度を採用した。IMF 理事会はこの西ドイツの決定を緊急措置として黙認し、早期に固定相場制に復帰するよう求める声明を出した。その後、西ドイツは10月27日からマルクを8.5%切り上げて固定相場制に復帰した。

表 9-6 イギリスのポンド切下げ(昭和42年11月)以降の主要国公定歩合の動き
(昭和42年11月から46年1月まで)

	イギリス	アメリカ	カナダ	西ドイツ	フランス	イタリア	日 本
42年	6.5	4.0	5.0	3.0	3.5	3.5	5.84
11月18日	8.0(a)						
20日		4.5	6.0				
43年							
1月6日							6.205
3月21日	7.5						
22日		5.0					
4月19日		5.5(b)					
7月3日					5.0(c)		
8月7日							5.84
29日		5.25					
9月19日	7.0						
11月12日					6.0(d)		
12月18日		5.5					
44年							
2月27日	8.0						
4月4日		6.0					
18日				4.0(e)			
6月10日			7.5		7.0(f)		
13日					5.0(f)		
20日						5.0(g)	
7月1日			8.0				
16日							
8月8日					*	5.5	
14日							6.25
9月1日				6.0(f)			
11日				**			
29日				***	8.0(g)		
10月9日							
27日							
45年							
3月5日	7.5			7.5(f)		7.0(d)	
6日							
5月12日			7.5(h)				
31日			7.0(i)				
7月15日				7.0(j)			
8月27日					7.5		
10月20日					7.0		
28日							6.0
11月11日		5.75					
17日				6.5(k)			
12月1日		5.50					
2日				6.0(k)			
46年							
1月8日		5.25			6.5(k)		
11日						6.5	
19日		5.00					
20日							5.75

(注) (a)1949年9月以来の切下げ(1ポンド4.03ドルから2.80ドルへ), (b)1929年8月の6.0%以来の最高水準, (c)フランスからの資本流失に対応する措置, (d)マルク切上げ投機による資本流失激化, 国際通貨危機再燃, (e)マルク投機再燃, (f)国内の景気過熱対策, (g)国内の景気過熱対策および資本流失対策, (h)資本流入防止策, (i)変動相場制度採用, (j)財政政策の面で引締めを行い, 金利引下げによって資本流入を防止, (k)アメリカの公定歩合引下げに追随, *フラン切下げ(11.1%), **変動相場制を一時的に採用(10月26日まで), ***マルク切上げ(8.5%).

しかし、IMF 自体は、この時点においても従来の固定為替相場制度に強く執着する態度を捨て切れていない。45年9月、IMF 理事会は「国際収支調整における為替相場の役割」と題する報告書を発表した。この報告書は固定為替相場制度に立脚したブレトン・ウッズ体制の基本原則を再確認したうえで、固定為替相場制度に代わる三つの代替案、すなわち、(1)変動為替相場制度、(2)基準平価に基づく変動幅を大幅に拡大する制度(ワイド・バンド)、(3)あらかじめ定められた方式によって平価を自動的に・定期的に調整する制度(クロージング・ペッグ)、はいずれも拒否されるべきものと結論されたのである。¹⁾

金融政策の調整と国際通貨体制 表9-6はイギリスがポンド切下げに踏み切った昭和42(1967)年11月18日から46年1月までの期間において、日本を含む主要国の公定歩合の調整過程をまとめたものである。活発な国際間資金移動のもとで、各国がいかに公定歩合の微調整に苦慮したかがこの表からうかがえる。この表はまた、固定為替相場制度のもとで、活発な資本移動で結びつけられた多くの国の金融政策の方向が一致する傾向があることを示している。たとえば、43年から44年にかけては、国際的に金利が引き上げられる局面であった。次に、45年から46年初頭にかけては、アメリカの金利引下げを先導役として、一斉に各国の金利が引き下げられた。このような金融政策の歩調の一致は各国の国内経済に不安定な増幅効果を及ぼすこととなったのである。

また、西ドイツが昭和44年9月30日に、カナダが45年5月31日に変動相場制度を採用し、これをIMFが黙認したという事実注目する必要がある。固定為替相場制度が為替レート変更を見越した投機の格好のターゲットになることが明らかになり、固定為替相場制度の限界が次第に露呈されつつあったのである。為替レート変更によるマクロ経済調整の重要性は、この後昭和46年の国際金融体制の混乱の過程で学び取られることになる。

〔注〕

1) IMF, the Board of Governors, *The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments*, September 13, 1970.

3 円シフトをめぐる

円シフト容認(昭和44年4月) これまで日本の輸入金融は全面的にアメリカの銀行信用に依存してきた。しかし昭和40年頃から貿易金融をドル建て依存から円建て依存へ切り替える動き、すなわち「円シフト」が目立つようになった。とくに昭和43～44年に欧米で金利が上昇するとともに、一層円シフトを求める動きが強まった。¹⁾当初、国際収支問題に不安を抱えていた日本の金融当局は、(1)為銀ユーザンス・マージンの圧縮、(2)輸入貿易手形制度の適用停止、(3)外国為替銀行持高限度枠の圧縮、(4)外貨準備制度の準備率引上げ、等の措置によって円シフトの抑制を図った。²⁾しかし、国際収支問題の深刻さが弱まったことから、44年4月7日に、漸進的な円シフトを認める方向へと政策を転換した。具体的には、外貨借入ないしユーロダラー取入れの一部を減少させ、代わりにコール資金などによって追加的に調達した円資金を用いて、外国為替市場で外貨を取得させることにしたのである。その際、日本銀行は次の方針を決定した。

(1)為替銀行が一般市中金融の範囲内で各行別自主的に円シフトすることを許可する。(2)円シフトによって生じる各行の円ポジション面への影響はポジション指導に際して弾力的に配慮する(為銀がコール市場から円資金を調達し、輸入ユーザンス外銀借入やユーロダラー借入を返済した結果生じる各行のポジション悪化分はポジション指導の枠と別枠にする)。(3)ただし、円シフトのために制度金融を作ったり、別枠の日銀貸出をすることはしない。³⁾

円シフトは外国為替市場にかなり大きなインパクトを与えたようである。44年4月の米ドル直物相場は357円80銭台で始まったが、上旬から円シフト買いが出たことから一気に358円台に跳ね上がり、4月中に1億5500万ドルの日銀平衡売りをもたらした。この傾向は5月、6月にも持ち越された。民間銀行にとっては、表9-7に見られるように、円シフトはコスト削減のうえで非常に有利であったから、円シフト誘導策に積極的に対応した。その結果もあって、44年第2四半期の為銀の対外短期ポジションは急速に改善した。すなわち為銀の対外短期ポジションは、44年3月末時点の8億3000万ドル負債超過から同年6月末の9900万ドル負債超へと大きく減少したのである。44年4月から7月にか

表 9-7 内外金利差比較(昭和44年4月、7月、8月)

	44年4月10日	44年7月8日 (ピーク)	44年8月1日
(A) 為 銀 段 階			
(1)コール・レート(月越取り手)	8.2125	8.2125	8.9425
(2)外銀借入コスト (BA レート+1.5%)	8.375	10.25	9.875
(3)ユーロダラー (実勢レート+0.25%)	8.75	11.625	10.75
円安幅 (2)-(1)	0.1625	2.0375	0.9325
円安幅 (3)-(1)	0.5375	3.4125	1.8075
(B) 業者段階：一般			
(1)並手形金利(実勢)*	7.906	7.906	7.906
(2)輸入ユーザンス (サーチャージ1.0%)	9.375	11.25	10.875
円安幅 (2)-(1)	1.469	3.356	2.969
業者段階：優遇			
(1)標準金利(実勢)*	6.081	6.081	6.081
(2)輸入ユーザンス (サーチャージ0.25%)	8.625	10.5	10.125
円安幅 (2)-(1)	2.544	4.419	4.034

(注) 実勢金利は、仮に貸出額の10%に相当する歩積み預金が1年物定期預金で行われると想定して推計された。

(出所) 「銀行局金融年報」昭和44年版、12ページ。

表 9-8 円シフトの推移 (単位：100万ドル)

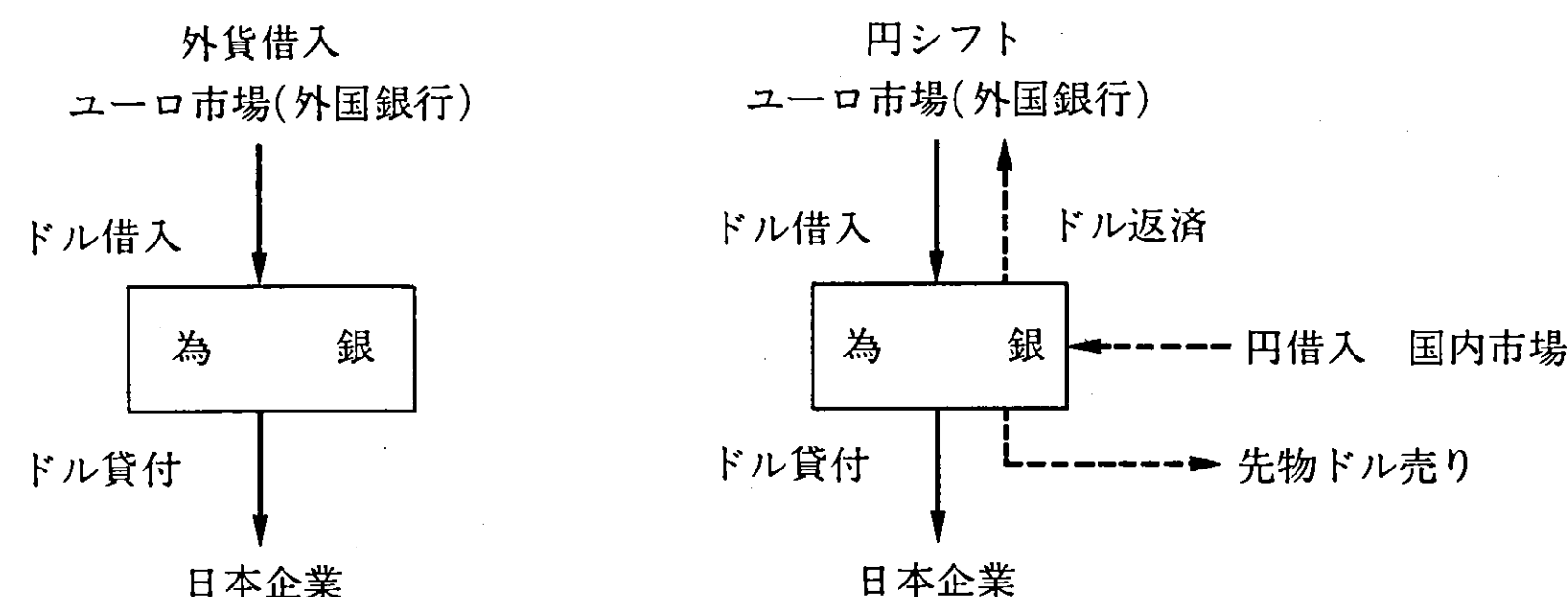
昭和44年	4 月	5 月	6 月	7 月
円 シ フ ト(推計額)	190	100	150	100
為 銀 バ ラ ン ス	-567	-351	-99	110
外 貨 準 備 高	3,103	3,101	3,089	3,034

(出所) 大蔵省資料。

けての円シフトの推計値が表9-8に示されている。

さらに昭和44年7月下旬からは企業段階での円シフトが実施された。しかし、この時期には皮肉にも、ユーザンス金利はアメリカのBAレートの低下につれて下がりはじめた。一方、コール・レートは8月に入って引き上げられたため、円シフトのメリットは非常に小さくなった。さらに、9月1日に公定歩合が引き上げられ、コール・レートも上昇したため、円シフトは完全に止まってしまった。

図 9-4 円シフトの効果



(注) この図では、為銀がユーロ市場からドル資金を借り入れ、それを日本企業へドルで貸し付ける場合(図の左側)を前提とし、為銀が国内で円資金を調達してその資金でドル借入を返済する円シフト(図の右側)が例示されている。為銀には、日本企業へのドル貸付が残るために、為替持高を解消するために、先物ドルを売持しなければならない。為銀のこのような円シフトが多額に行われる場合、先物市場ではドル売りの圧力が高まり、先物ドルがディスカウントになる。このために、円シフトにはブレーキがかかる。もし、日本の金融当局が先物市場で積極的にドル買い・円売りの介入を行えば、円シフトに対する抑制は働かない。44年10月から45年1月にかけて行われた日銀の円シフト・オペは、そのような先物市場への介入を意味していた。

日本銀行の円シフト・オペ その後昭和44年10月14日から45年1月にかけて日本銀行は円シフト・オペを実施した。これは外貨準備の急増に対応して外貨金融から円金融へ切替えを図ることによって、資本の流入を抑制する目的をもっていた。具体的には、日銀が甲種為銀12行に対し、国債、政府保証債、金融債を対象とした3ヵ月売戻条件付き買いオペを行い円シフト用の円資金を供給する。為銀はその円資金で必要な外貨を外為特別会計資金からスワップで買い取る。このスワップの条件は直先フラットに設定された。この条件により、為銀の円シフトの誘因を高めたのである。図9-4に円シフトのメカニズムが単純な形で示されているが、日銀の円シフト・オペは、単に円資金を供給するばかりではなく、実質的には先物為替市場で外貨(ドル)を買い支える介入を意味していたのである。⁴⁾ この円シフト・オペは45年1月23日に中止されたが、その理由は金融引締めにより為銀にオペ種が不足し、外銀借入返済枠に余裕がなくなったためといわれた。⁵⁾

日本の政策当局にとって、急増する外貨準備を適当に処分することが次第に重要な検討課題となりつつあった。円シフト・オペはその一つの処置方法であった。また、45年1月30日、日銀はアメリカ輸出入銀行の特別受益証券約8000

万ドルの購入を、また2月12日には世界銀行に円建てで360億円の貸付けを行うことを決定した。これらも外貨準備急増対策だといわれた。

一般貸出による円資金の供給 円シフト誘導策の補強として日本銀行が考え出した方式は、一般貸出による円資金の供給であった。これは、外国為替銀行の1ヵ月間の新規輸入ユーザンス供与額の15%に相当する円資金を手形貸付の形式で日銀が供給する方式であり、この措置による貸付けは日銀の貸出限度額の運用上対象外の貸出しとみなし、ポジション指導の枠外とする。この方式は、45年6月1日から実施された。

この方式は、外為特別会計のスワップ取引による外貨供給によって補強された。⁶⁾ つまり、為銀は上述の方式で日銀から借り入れた円資金をもちいて、外為会計と直物外貨買い・先物外貨売り(外為会計側から見れば、直物外貨売り・先物外貨買い)スワップ取引ができることになったのである。この際のスワップ取引コストは年率0.25%に固定されたので、輸入業者の負担が低く抑えられた。下記の式は新しい輸入ユーザンスの算定方式である。

$$\begin{aligned}
 & [BA \text{ レート} + \text{外銀手数料}(1.5\%) + \text{為銀手数料}(1.0\%)] \times 0.85 \\
 & + [\text{公定歩合}(6.75\%) + \text{スワップ・コスト}(0.25\%) \\
 & + \text{為銀手数料}(1.0\%)] \times 0.15
 \end{aligned}$$

外為特別会計の外貨預託制度 上の算式からも明らかなように、日本銀行の輸入資金貸付制度は外銀借入コスト(BAレート+手数料1.5%)が公定歩合とスワップ・コストの合計よりも高い状況のもとで機能する。しかし昭和45(1970)年末頃からアメリカの金利低下によって、BAレートが低下したため、その前提が成立しなくなった。日銀は、46年1月20日の公定歩合引下げに際し、輸入ユーザンス手形担保の円資金コストを引き下げするため、並手形担保歩合の引下げ幅を大きくした。さらに輸入金融の円資金コストを削減するため、46年2月以降外為会計によるスワップ・コスト0.25%を廃止し、同3月には外為会計が日銀とならんで、さらにユーザンス供与額の15%分につき、為銀に低い金利で外貨を預託する制度、つまり、「外貨預託制度」を導入した。外貨預託金利をBAレートの低下に合わせて弾力的に引き下げれば、輸入資金貸付制度の機能は維持されるのである。⁷⁾

〔注〕

- 1) 「米国金利の引き続く上昇の結果，国内の輸入業者が負担する輸入ユーザンスの金利が10％を越す状態になると，鉄鋼業界等を中心に，金利負担を軽減するために，円資金による輸入金融の途を開き円シフトを可能にするよう要求する声が強まり，44年1月頃から，金融，外為当局に対して盛んに陳情等が行なわれるようになった」（『銀行局金融年報』昭和44年版，11ページ）。
- 2) 外貨準備制度は昭和37年6月に導入された。この制度のもとで為銀は特定の外貨債務（ユーロデラーなど外貨預り金，コール・マネー，外銀からの無担保借入，非居住者自由円預金）に対し，その一定割合を流動性外貨資産（預金，預け金，コール・ローン，外国政府証券等）の形で保有しなければならない（昭和47年6月廃止）。
- 3) 『日本銀行百年史』第6巻（昭和61年），第5章，267-70ページ。
- 4) 『金融』昭和45年3月，78ページ。
- 5) 『銀行局金融年報』昭和44年版，20ページ。
- 6) この補強措置は正式には「外国為替公認銀行に対する輸入資金貸付の実施」とよばれた。
- 7) 昭和46年4月にはBAレートが上昇に転じたので，0.25％のスワップ・コストが復活された。また，日本の公定歩合引下げによってドル・シフトの危険が低くなったので，同年5月には外貨預託制度は廃止された。

第10章 為替レート調整と金融政策

昭和30年代には、日本の貿易収支は実体経済の拡張を敏感に反映して悪化し、稀少な外貨準備を減少させた。この脅威に対応して政策当局は金融引締めを中心とする引締め政策を繰り返し発動しなければならなかった。しかし昭和39年半ば以降40年代後半に至るまで、四半期ベースで見た日本の貿易収支黒字幅は、国内経済の変動等の影響を受けて増減することはあったが、赤字に転落することとは絶えてなかった。

貿易論のアブソープション・アプローチによれば、一国の貿易収支は国内の財・サービスの総生産額と国内総生産額の差額によって規定される。したがって、このアプローチから判断すれば、経済成長の進展にしたがって生産能力が順調に拡大する一方、高い貯蓄率が維持されて総需要が比較的落ち着いた水準に維持される場合に貿易収支が黒字化する傾向を示すのは当然である。

もちろん、日本の貿易収支が国内の総需要と総供給の関係だけで決まると見るのは、単純化のしすぎであろう。外国の側においても同様の総需要・総供給関係が存在するのであり、外国の総需要が相対的に拡大するという条件がなければ、日本の貿易収支黒字が定着するのは困難だったであろう。世界の総輸入額、とくに日本と強い貿易取引関係をもつ工業先進国の総輸入額は、その順調な経済成長を反映して昭和43年頃から高い率で拡大しつづけた。このことが、日本の貿易収支黒字の継続を助けたのである。とくにアメリカ経済は、昭和40年代初頭以降のベトナム戦争への深入りとともにインフレ傾向を強め、貿易収支の急速な悪化に見舞われていた。日本の貿易収支の改善はこのような外的要因をも反映していたのである。

以上の経済環境の変化により、日本の金融政策も、「国際収支制約」のもとでの国内経済コントロールから国内経済均衡と対外均衡の両立を目指す政策運営へと変化しなければならなかった。昭和42年から43年にかけての緩やかな金

表 10-1 主要経済指標(昭和44～46年)(対前年同期比, %)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指数	物価指数		全銀貸出 残高	国際収支(100万ドル)	
			消費者	卸売		貿易収支	経常収支
昭和44年 I	10.9	15.5	3.9	0.3	15.3	607	130
II	13.8	16.9	5.4	1.8	16.8	920	551
III	10.4	17.1	7.0	2.9	18.2	1,072	672
IV	8.4	17.7	6.0	3.6	16.4	1,153	766
昭和45年 I	12.0	19.1	8.1	4.8	16.3	579	55
II	9.6	18.4	7.0	4.6	16.3	845	373
III	10.9	16.9	5.3	3.3	16.1	1,105	599
IV	6.0	10.8	8.6	1.9	16.9	1,434	943
昭和46年 I	4.5	8.7	5.6	-0.1	18.6	1,055	434
II	4.6	2.9	6.3	-0.7	20.7	1,748	1,262
III	3.5	4.1	7.7	-0.6	22.5	2,489	2,100
IV	4.8	4.3	5.5	-1.3	24.2	2,495	2,001

融引締め政策は、政策当局があたかも「国際収支制約」の幻に脅えたかのような政策運営であったが、昭和44年から始まる金融引締めは、新しい政策課題に対する政策当局の認識をうかがわせるものであった。

しかし、今日の観点からみると、対外均衡と国内均衡の両立を国内の総需要管理政策だけで追求することは不可能であった。日本の政策当局は、為替レートの調整が新しい経済環境のもとにおいて、重要な政策手段となることをいち早く理解すべきであったのである。しかし、この点に関する日本の政策当局の認識は、残念ながら遅れていたといわねばならない。この認識の遅れが、48～49年の急速なインフレをもたらすことになった政策的な失敗と、関連しているのである。この章では、昭和44年以降の国際化された日本経済の金融政策のあり方を、為替レート調整策との関連で展望する。

第1節 昭和44年の金融引締め —国内要因か海外要因か

すでに前章で説明したように、昭和43年8月に金融政策のスタンスは緩和の方向へ切り換えられた。この金融緩和を契機として、卸売物価を先頭に物価が

表 10-2 卸売物価、消費者物価および輸出入物価の推移(昭和42～45年)
(年率, %)

	卸売物価	消費者物価	輸出物価	輸入物価
昭和42年平均	0.4	4.1	-0.1	-0.5
43年平均	0.9	5.6	0.5	0.4
44年第1四半期	0.3	3.9	0.8	-1.1
第2四半期	1.8	5.4	2.0	2.7
第3四半期	2.9	7.0	3.2	3.8
第4四半期	3.6	6.0	4.6	3.9
45年第1四半期	4.8	8.7	6.2	4.8
第2四半期	5.0	7.8	6.0	3.8
第3四半期	3.3	4.8	4.7	3.0
第4四半期	1.9	7.9	2.5	2.0

急上昇する兆しにあった。表 10-2 によれば、44年の第2四半期には、過去2年間の平均値を上回る卸売物価の上昇が始まっている。消費者物価は相変わらず5%前後の率での上昇を続けており、政策担当者をはじめ多くの関係者の懸念的になっていた。¹⁾

しかも、44年の半ばには物価上昇が加速する気配を見せていた。このように、物価上昇は次第に深刻な様相を示しはじめたのである。一方、国際収支の状況は順調であり、44年の黒字幅は過去にほとんど例をみないほどに大幅なものであった。かくして、日本経済は国際収支の黒字のもとでの物価上昇という新しい問題に直面したのである。

(注)

- 1) 昭和43年12月末に閣議で了承された「昭和44年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」においては、「物価の安定に重点を置きつつ、内外情勢の変化に対応する経済政策」の重要性を強調しつつ、「消費者物価の上昇基調には依然として根強いものがあり、その動向いかんは、国民生活はもとより、経済運営の全般に重大な影響を及ぼすおそれがある」と警戒している。

1 公定歩合引上げ(昭和44年9月)

物価上昇問題の深刻さは、昭和44年8月12日に開催された第1回物価安定政策会議(総理大臣の諮問機関)で強調された。¹⁾つまり、この会議において「物価

上昇が続いている現在、経済政策の重点は成長より物価に置かなければならない」ことが確認されたのである。日銀としては、国際収支黒字が継続する状況での金融引締めが初めての体験であったため、引締め政策の機運がすでに7月頃には高まったにもかかわらず、決定を先送りするという慎重な姿勢をとっていた。²⁾しかし、上に述べたような政策当局周辺の問題意識を反映する形で、8月末に日銀は9月1日からの公定歩合引上げと9月5日からの準備預金制度の準備率一部引上げとを決定したのである。

また、従来公定歩合は日歩建てで呼称されていたが、この引上げを契機に年利建てに変更された。すでに43年の金融制度調査会において、公定歩合を年利建てに改めるよう提言がなされていたが、この提言を受けた措置である。³⁾

国内要因か海外要因か 国内の物価上昇に関しては、その当時二つの見方が存在していた。一つは、昭和44年の物価上昇を主として国内経済の過熱に由来するとする見方である。44年11月に日本銀行『調査月報』に発表された論文はその典型であり、かつこの見方は当時の日本銀行の公式見解であったと思われる。⁴⁾この論文は、卸売物価上昇の原因として海外要因がどの程度重要かを考察し、(1)44年3月から9月まで卸売物価上昇(2.6%)のうち輸入品の上昇に帰着できるものは全体の6.3%にすぎないこと、(2)海外商品相場の上昇のなかには、鉄くずや銑鉄、さらに非鉄原料や繊維原料のように日本の輸入需要の増大によって上昇するものが少なくないこと、(3)44年上期にはむしろ輸出需要が落ち込んでおり、それゆえに輸出の増加が国内需給の逼迫をもたらしたとは考えられないこと、等を指摘して「諸般の情勢から判断して、海外要因が卸売物価上昇の主因とは思われない」と結論している(同、1ページ)。

第2の見方は、たとえば経済企画庁『経済白書』昭和45年版で展開された議論である。この『経済白書』は昭和44年のOECD諸国の名目国民総生産や輸入額が著しく増加して、世界的なインフレの傾向が見られることを指摘する。⁵⁾そのうえで「以上のような海外経済のインフレ的拡大もあって、わが国には強い輸出需要圧力と輸入原料コスト上昇が生じ、わが国の物価上昇の重要な要因となるとともに、……後にみるように景気調整策の実施にあたってもいくつかの問題をなげかけ」(同、49ページ)ていると主張した。

単純な理論分析 もちろん、非常に一般的に言えば、当時の物価上昇の原因は国

内要因と海外要因の双方に求められるであろう。しかし、単純な理論モデルに即して考察すると、物価上昇が国内経済の過熱に由来するか、海外のインフレに由来するのかを識別する手がかりを見出すことが可能である。

次のような単純化の仮定のもとで、分析を進めてみよう。(1)日本経済は、交易財と非交易財の二つの生産部門から形成されている。交易財部門は日本の輸出製品を生産する部門、および日本への輸入品と競合する財を生産する部門から成り立っている。また、非交易財部門は多くのサービスなど、海外で生産されている財・サービスの市場から独立したものを生産している。(2)日本はいわゆる「小国」であり、交易財の国内価格 P_T は、海外市場で成立する交易財価格 (P_T^*) の外貨建価格に為替レート (e : 円建て) を掛けた値 eP_T^* に決まる。⁶⁾ (3)非交易財の価格 P_N は国内における非交易財の需要と供給が一致するように決まる。ただし、国内の交易財と非交易財の生産量は相対価格 P_T/P_N が市場において与えられれば、両財の間の限界変形率がその相対価格に一致するところに決められる。(4)日本の貿易収支は、以上の説明のように決定される交易財の生産額が日本国内における交易財に対する総需要量を上回る値と定義される。⁷⁾

国内需要の増大が物価上昇をもたらす場合 以上のモデルを前提として、国内で経済が過熱し、その結果交易財、非交易財に対する日本国内の需要が拡大する場合を考えてみよう。非交易財に対しては超過需要が発生するために、非交易財の価格が上昇する。他方、交易財に対する需要の増加はただちに日本の貿易収支を悪化させる。また、相対的に非交易財価格が上昇するために、国内生産は交易財から非交易財へ、国内需要は非交易財から交易財へ転換が起こる。この転換によって、非交易財の国内需給は回復されるが、貿易収支は一層悪化する。

日本は物価上昇に見舞われるが、その物価上昇は非交易財価格の上昇によるものである。そこで、非交易財価格が卸売物価との関係が弱く、むしろ消費者物価と密接に関連しているとすれば、相対的に消費者物価の上昇が顕著に見られることになるであろう。つまり、国内需要の増大によって物価上昇がもたらされる場合には、(a)日本の貿易収支は悪化し、(b)国内物価の上昇は、主に消費者物価の上昇に現れる、と考えられるのである。

日本の政策当局が金融引締めなど引締め政策を発動すれば、非貿易財の市場において超過供給が発生させ、その価格を引き下げることができる。また、引締め政策によって交易財に対する国内需要の水準を引き下げ、貿易収支の均衡を回復できる。したがって、いうまでもなく引締めは時宜を得た政策である。

海外インフレが物価上昇につながる場合 次に海外においてインフレが生じそのために、日本にとっての交易財の外貨建価格 P_T^* が上昇する場合を考えてみよう。

為替レートが固定されているので、 P_T^* の上昇はただちに国内の交易財価格 P_T の上昇に結びつく。このことによって、日本国内では相対的に交易財価格が上昇し、国内生産の非交易財から交易財への転換が、また需要の交易財から非交易財への転換が行われる。

この相対価格の変化によって、少なくとも一時的には日本の貿易収支は改善し、非交易財産業においては超過需要が生じる。⁸⁾ その超過需要を解消するため、非交易財価格は上昇する。政策当局が国内総需要の水準を適切に維持することができるものとすれば、この非交易財価格の上昇によって再び経済は元の均衡へ戻ることができる。しかし、均衡を回復する過程においては日本の貿易収支は改善(黒字化)し、国内物価は、まず交易財価格が、次いでそれに追随する形で非交易財価格が上昇するであろう。まとめれば、海外インフレが原因となって国内物価が上昇する場合には、(a')日本の貿易収支は改善し、(b')物価上昇は卸売物価上昇を先導として進む、と考えられるのである。

この場合には、引締め政策は必ずしも適切とはいえない。国内の総需要を削減する政策を発動すれば、最初の段階で交易財価格の上昇がもたらす非交易財の超過需要を解消でき、その結果、国内物価上昇をある程度抑制できるであろう。とくにこの場合、消費者物価の上昇が相対的に抑えられる。しかし同時に、国内における交易財の超過供給は一層拡大し、貿易収支黒字が増加することに注意しなければならない。日本の貿易収支黒字が引締め政策によって増加するという意味で、引締め政策は日本の対外均衡を犠牲にする措置である。

昭和44～45年の物価上昇と貿易収支の動向 国内の景気過熱も海外のインフレ圧力も日本の物価を上昇させる可能性を十分にもっている。しかし、どちらの要因が重要であるかによって、上の(a)と(a')、(b)と(b')に示されているように、貿易収支の変化の方向、卸売物価と消費者物価の相対的な関係が違うのである。そこで、これらの変数の現実の動きを観察すれば、どちらの要因がより重要であったかを推測できるはずである。

図10-1は昭和42年から45年にかけての卸売、消費者、そして輸出入の各物価指数の変化率を図示している。この図から明らかなことは、44年から45年にかけて卸売物価指数が輸出、輸入物価指数と密接に平行して推移していることである。日銀『調査月報』が述べているように、卸売物価指数と直接連結する輸出入価格はあまり多くはないかもしれないが、しかし交易財として相互に密接な代替関係にある財が少なくないと思われる。それらの財の価格は、海外の物価変動の影響を反映して動く可能性がある。したがって、海外要因が重要であるとする説はかなり説得力をもつように見える。

図10-1 物価上昇率の動向(昭和42～45年、対前年同月比)

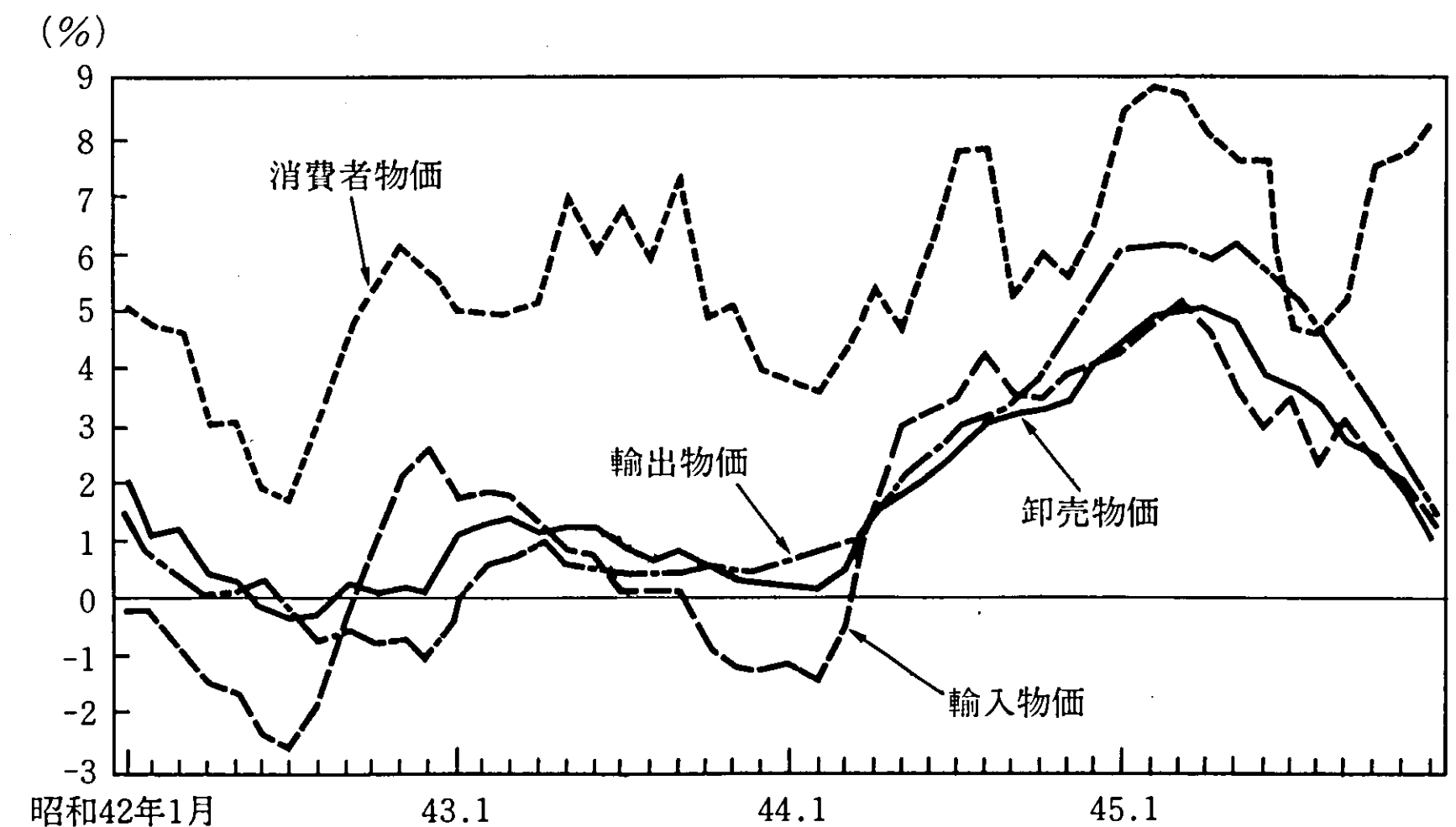
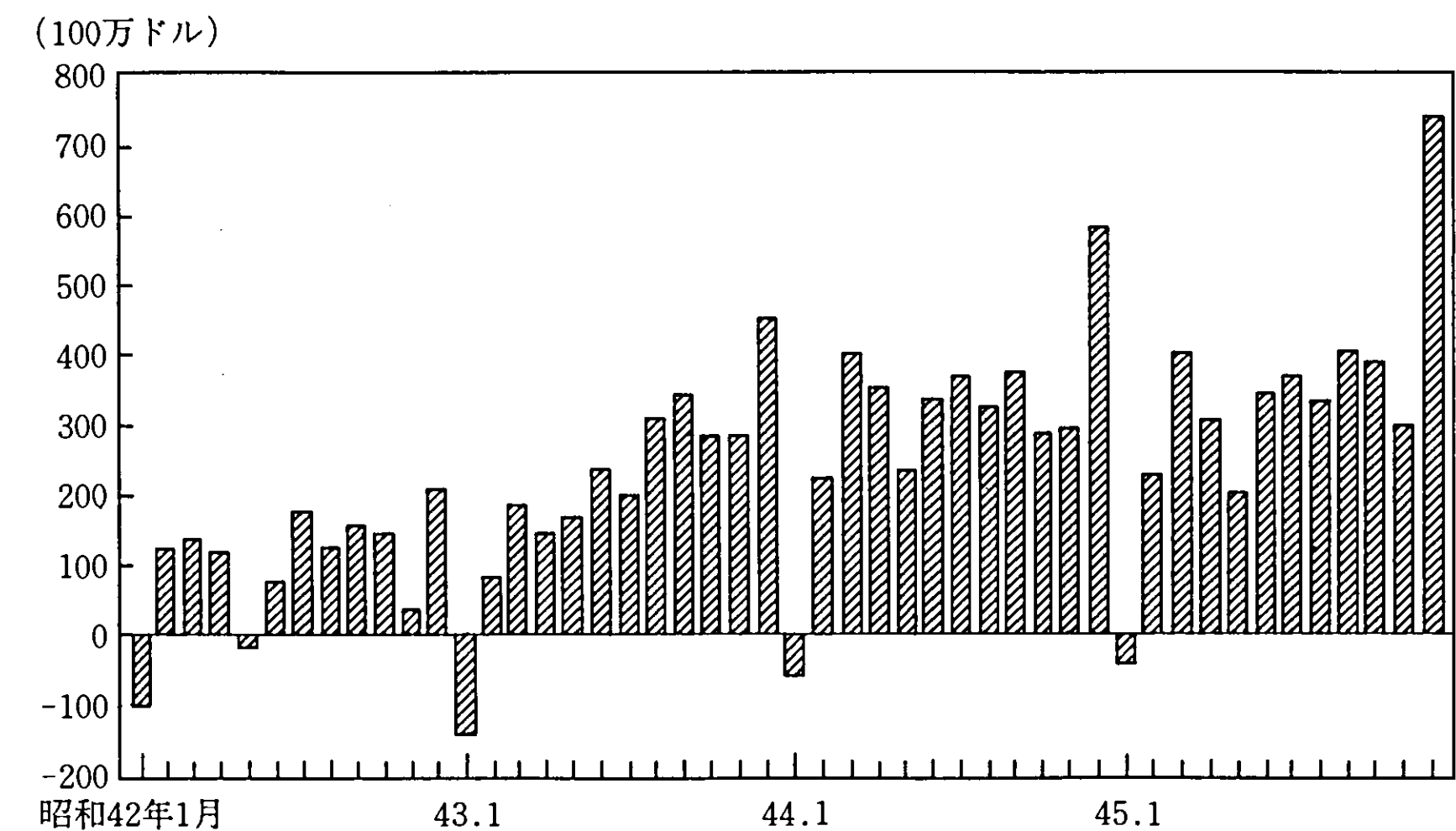


図10-2 貿易収支の推移(昭和42～45年)



(出所) 図10-1、10-2とも日本銀行『経済統計年報』。

さらに、44年から45年にかけては卸売、消費者の両物価指数が上昇率を高める傾向を示しているが、相対的には、卸売物価指数の上昇が大きいことが図10-1から読み取れる。この現象は上に導き出した理論的帰結の(b)ではなく(b')に対応するものであり、この結果も、海外要因を重視する説を支持しているようである。

表 10-3 世界の輸入額と日本の輸出額

年	世 界 の 輸 入 (10億ドル)	先進工業国の輸入 (10億ドル)	日 本 の 輸 出 (100万ドル)
1955 (昭和30)	90.3 (12.3)	61.8 (13.4)	2,011 (23.4)
1956 (31)	99.4 (10.1)	69.1 (11.8)	2,501 (24.4)
1957 (32)	109.1 (9.8)	74.9 (8.4)	2,858 (14.3)
1958 (33)	101.8 (-6.7)	70.1 (-6.4)	2,877 (0.7)
1959 (34)	108.1 (6.2)	76.1 (8.6)	3,456 (20.1)
1960 (35)	121.1 (12.0)	85.5 (12.4)	4,055 (17.3)
1961 (36)	126.8 (4.7)	89.8 (5.0)	4,236 (4.5)
1962 (37)	133.9 (5.6)	96.9 (7.9)	4,916 (16.1)
1963 (38)	145.8 (8.9)	106.5 (9.9)	5,452 (10.9)
1964 (39)	162.1 (11.2)	119.8 (12.5)	6,673 (22.4)
1965 (40)	176.1 (8.6)	131.4 (9.7)	8,452 (26.7)
1966 (41)	193.7 (10.0)	145.3 (10.6)	9,776 (15.7)
1967 (42)	203.3 (5.0)	152.8 (5.2)	10,442 (6.8)
1968 (43)	226.1 (11.2)	171.6 (12.3)	12,971 (24.2)
1969 (44)	257.7 (14.0)	197.1 (14.9)	15,990 (23.3)
1970 (45)	296.6 (15.1)	227.0 (15.2)	19,318 (20.8)
1971 (46)	331.6 (11.8)	252.6 (11.3)	24,086 (24.7)
1972 (47)	389.2 (17.4)	300.9 (19.1)	29,095 (20.8)

(注) ()内は前年比増加率(%)。

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, Year Book.

次に図 10-2 に示されている貿易収支の推移を考察してみよう。44年から45年にかけて日本の貿易収支は黒字基調を維持しつつ、さらにそれを拡大させる気配すら示している。この現象は、すでに説明した理論モデルからは、海外の経済拡大が日本の貿易収支を黒字化させると同時に物価を上昇させる場合に導き出されるものである。ここでも、海外要因の重要性が示唆されている。

実際、この時期の日本の輸出増大は海外における景気の拡大とそれに伴う輸入額の増大を強く反映していると考えられる。表 10-3 は世界経済および先進工業国の輸入額と増加率を、日本の輸出額とその増加率と比較したものである。日本の輸出が昭和30年代から、諸外国の輸出動向に敏感であったことは明らかである。そして、43年から46年にかけて世界の(そして先進工業国の)輸入額が、従前に増して急増しており、それが日本の輸出の急増と対応しているのである。

政策運営に対する示唆 これまで説明してきた理論モデルから明らかなように、日本の物価上昇(とくに卸売物価の上昇)が国内経済の過熱によるのであれば、国内経済の過熱を取り除くための引締め政策が当を得ている。しかし、物価上昇の主な

要因が海外のインフレにある場合には、国内経済の引締めは物価の抑制に役立つとしても、国際収支不均衡の拡大をもたらす危険が大きい。この場合に、最も直接的な政策手段は円レートの切上げである。

昭和44年9月1日に日本銀行は、金融引締め政策を発動したが、このことは当然、この時の政策課題である物価上昇問題が国内要因に由来するという判断がなければならぬ。すでに言及した日本銀行『調査月報』の論文(昭和44年11月)が、国内経済の過熱から物価上昇が生じていることを強調しているのは、為替レート切上げが適切な政策手段ではないことを言外に主張しているのである。もっとも、この論文の中では為替レート調整の有効性や、その可能性について全く触れられていない。⁹⁾

他方、経済企画庁の『経済白書』昭和45年版は物価上昇の原因として海外要因を強調している。したがって、論理的な帰結として、『経済白書』が当然為替レート調整策をもっとも有望な政策として提案することが期待されるわけであるが、期待に反してそのような提案は一切なされなかった。たとえば、第2部第2章には、「輸入されるインフレへの対策」という項を設けているが、そこでは「海外インフレの影響を受けやすくしてきたこれまでの諸制度〔固定為替相場制度も含まれる?—引用者〕は現在の海外インフレ圧力を軽減する方向で改善していくことが必要である。また同時に、この面での多国間の国際協調を進めていく必要があろう。国際通貨制度のあり方についても、各国の物価安定と世界貿易の拡大に資する方向で不断の検討を重ねていくことが望ましい」と、はなはだ抽象的な議論を展開しているだけである。¹⁰⁾この事実、政策担当者の周辺において円レート切上げという政策手段がタブー視されていたことを示唆している。

〔注〕

- 1) 物価安定政策会議は38年から41年、41年から42年のそれぞれの時期に設けられた第1次、および第2次物価問題懇談会を発展解消させたものであり、この会議の議長は物価対策閣僚会議に出席できるなど、強い権限を与えられていた。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、228ページ。
- 3) 金融制度調査会「今後の審議についての主要な問題点」(第18回民間金融機関に関する特別委員会第1分科会提出資料、昭和44年11月26日)。
- 4) 「最近における物価上昇をめぐる諸問題」(日本銀行『調査月報』昭和44年11月)。
- 5) 経済企画庁『経済白書』昭和45年版、47-49ページ。ただし、アメリカは43年年末から44年春にかけて引締め政策を発動したため、44年第2四半期には景気下降局面に入った。
- 6) 日本の交易財価格が海外市場の価格 P_F^* によって完全に規定されるとみなすのは、前掲、日本銀行『調査月報』が主張し、また『経済白書』昭和45年版も認めるように

(同、52ページ)現実的ではない。しかし、図10-1を見ると、この時期の卸売物価は輸出入価格指数と密接な相関を保って変動している。また、これらの価格指数は、国内の総需要圧力を表現する鉱工業生産指数の変動との相関関係を失っているように見える。これらのことを考慮すると、交易財価格が海外の価格に規定されているとする仮定はそれほど非現実的とは思われない。

- 7) ここで説明しているマクロ・モデルは経済学においては標準的なものである。たとえばウィリアム・コーデンの著書を参照されたい。W.M. Corden, *Inflation, Exchange Rates and the World Economy: Lectures on International Monetary Economics* (Oxford University Press, 1981), 岡部光明訳『国際マクロ経済学—基礎理論と応用』(昭和61年、東洋経済新報社)。
- 8) 貿易収支の黒字化は、固定為替相場制度のもとでは、国内の貨幣供給を増加させる可能性がある。しかし、ここでは、日本の金融当局が外国為替市場への介入を不胎化することができ、国内総需要の水準は適切にコントロールされると仮定する。
- 9) 前掲、日本銀行『調査月報』の論文は、「金融引締め政策のみで物価の安定を図るにはおのずから限界があることもまた当然である」としたうえで、基本的な対処策として、中小企業、農業などの低生産性部門の合理化、輸入自由化や競争条件の整備など「構造的な」対策を提案している(同、17ページ)。
- 10) 経済企画庁『経済白書』昭和45年版、180ページ。多少驚くべきことであるが、翌年の『経済白書』も対外均衡回復という「緊急の政策課題」への対応策として、ほとんど同様の抽象的な政策を提言している。すなわち、「第1には、確実な景気回復によって、景気後退による貿易収支の黒字拡大要因を消滅させることである。……その第2は、海外要因に対する対処である。……世界インフレ抑制のための国際的な政策協調が進められなければならない。第3には、国際収支黒字の背景となっている構造的要因を是正し、新しい視点に立って積極的な対外経済政策を進めることである。国際収支が赤字傾向をつづけた時代に形成された諸制度や、外貨獲得・外貨節約的な経済全体の仕組みをあらため、充実した経済力を対外的にも有効に活用していくことが必要である」と主張されているのである(『経済白書』昭和46年版、64ページ)。

2 消費者物価上昇とその対策

消費者物価と卸売物価の乖離 日本の消費者物価は、昭和30年代半ば以降常に卸売物価の上昇率を数パーセント上回るテンポで上昇しつづけた。しかも、実体経済の変動が消費者物価の変動に及ぼす影響の重要性は次第に低減してきた。第4章の図4-1から分かるように、昭和30年代の前半までは、消費者物価と卸売物価はほぼ同じタイミングで変動し、しかもそれらは鉱工業生産指数の変動とも密接な相関を示した。消費者物価の変動に関するこのような特徴は30

年代の後半から次第に稀薄になってきたのである。この傾向は昭和42年末頃から一層顕著になってきた。45年から46年にかけては、消費者物価上昇率が2桁の値を記録するかと懸念されるほどの状況に立ち至った(図10-3を参照)。

消費者物価の相対的に高い上昇率は、消費者物価の範疇に含まれる多くの財・サービスの生産部門において生産性の上昇が製造業の分野におけるほどに高くなく、それに高度成長の継続によって労働の需給関係が逼迫し、賃金率が急激に増加したことに原因があると考えられる。表10-4は卸売物価と消費者物価の品目構成とそれらの価格上昇率を示しているが、消費者物価に含まれ、卸売物価には含まれていないサービス、農水畜産物、そして消費者物価において比較的高い比重を占める「中小企業性製品」の価格上昇が相対的に大きかったことが分かる。

したがって、消費者物価上昇率を卸売物価上昇率の水準程度に引き下げることが望ましいのであれば、そのためには、総需要管理政策では必ずしも十分ではなく、低生産性部門の生産性の向上や、競争条件の改善など「構造的な対策」とでもよぶべき施策が必要であった。実際、政策当局はそのような構造的対策の提案にきわめて熱心であった。

物価安定政策会議の活動 総理大臣の諮問機関である物価安定推進会議は昭

図10-3 物価指数と生産指数の推移(昭和40～46年、対前年同月比)

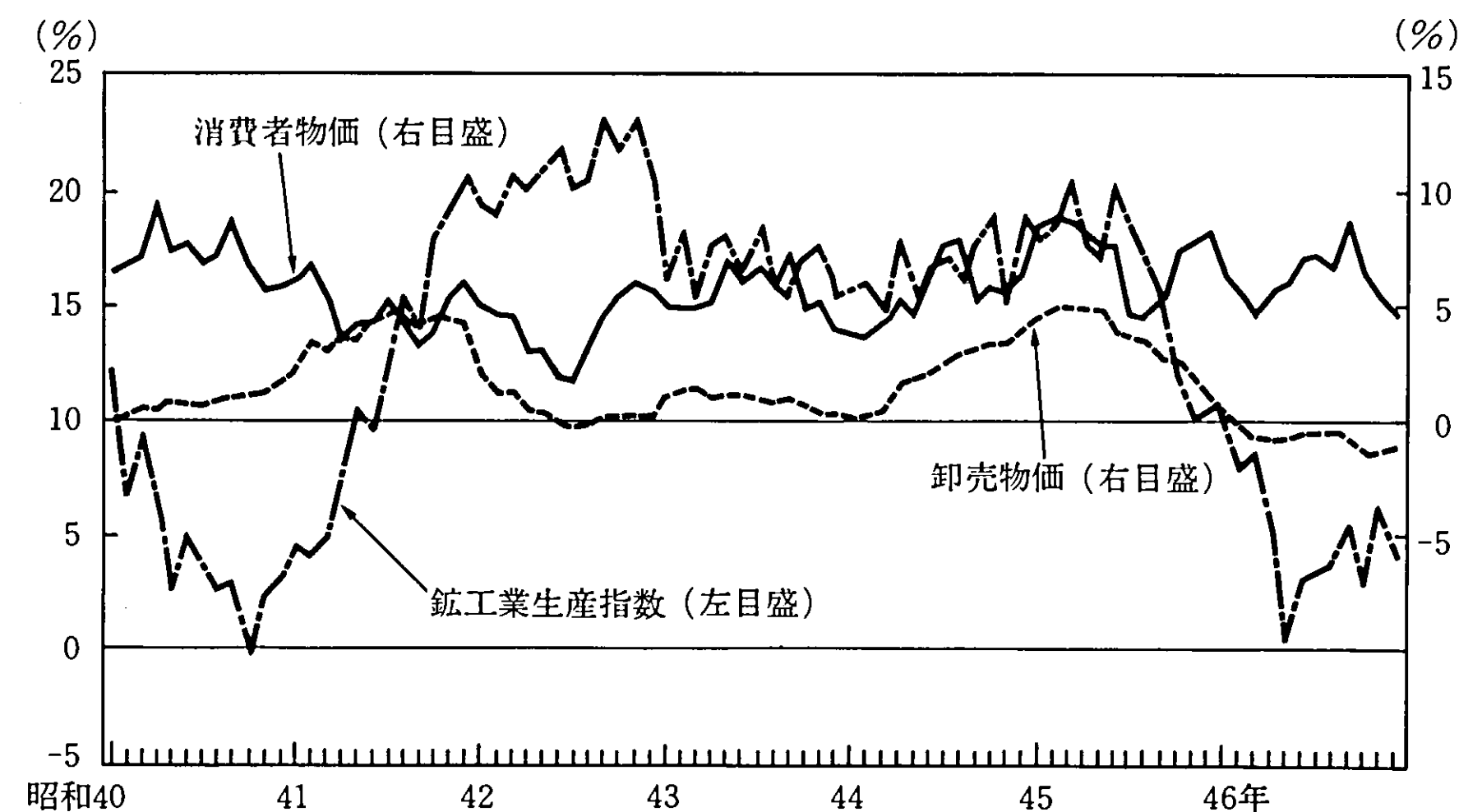


表 10-4 消費者物価指数と卸売物価指数の品目構成および上昇率
(年率, %)

	消費者物価		卸売物価	
	ウェイト	40～45年 上昇率	ウェイト	40～45年 上昇率
消費者物価のみに含まれる品目				
サ ー ビ ス	3,049	6.9		
農 水 畜 産 物	919	9.4		
工 業 製 品	1,469	5.8		
大 企 業 性 製 品	463	5.7		
中 小 企 業 性 製 品	1,006	5.9		
計	5,437	6.5		
両物価指数に共通に含まれる品目				
農 水 畜 産 物	1,206	5.5	350	4.5
工 業 製 品	3,357	3.5	1,585	2.9
大 企 業 性 製 品	1,610	1.9	837	1.4
中 小 企 業 性 製 品	1,747	5.0	748	4.5
計	4,563	4.1	1,935	3.2
卸売物価指数のみに含まれる品目				
非 工 業 製 品			1,450	3.3
工 業 製 品			6,615	1.6
大 企 業 性 製 品			5,119	0.8
中 小 企 業 性 製 品			1,348	4.0
計			8,065	1.9
総 合	10,000	5.5	10,000	2.2

(出所) 経済企画庁『経済白書』昭和46年版, 第4章, 第57表(69ページ)。

和42年3月7日から44年4月16日にかけて審議を行い, 44年5月12日の提言において過去に提言された物価対策の実施状況を評価すると同時に, 今後の物価対策の基本的方向を提示した。それによると, (1)価格形成面における需給関係の反映, (2)公共料金の決定基準の明確化, (3)競争を通じる経済効率化の徹底, (4)国民の騰貴感からの脱却, (5)総需要対策の強化, (6)行政指導の物価に与える影響についての検討, という項目が重要である。基本的方向は, 主に構造的な対策に支配されており, 上の項目(5)にかろうじて, 財政金融政策が言及されているにすぎないが, これは消費者物価上昇の構造的な性格に関する認識を反映したものといえよう。¹⁾

物価安定推進会議の提言はさらに, 今後の物価安定の基本的な方策を調査審

議する機関として「物価安定政策会議」の設立を提案した。この提案に沿って設立された物価安定政策会議は44年5月20日の閣議決定で設置され, 8月12日に発足した。45年7月3日, 物価安定政策会議は提言「財政金融と物価について」を政府に提出した。この提言では, 構造政策により経済の効率化を促進するとともに, 総需要を厳しく管理して物価上昇の圧力を除去すべきことを主張している。とくに, 最近の通貨供給量の急増が物価上昇に大きな影響を与えているとし, 通貨供給量の抑制の重要性を指摘している。²⁾

さらに物価安定政策会議は, 45年7月3日に「行政介入と物価について」の提言を発表した。この提言では行政介入が自由競争を制限し, 消費者物価の引上げをもたらしているのではないか等の観点から, 行政の価格形成に対する介入を検討し, タクシーの台数規制, 薬局などの適正配置規制, 公衆浴場の適正配置規制, 塩の専売制度などを廃止すること, カルテル, 輸入の管理, 百貨店業の事業活動規制など業界の利益保護を目的とした行政介入の運用を改善すべきであるなどの提言を示した。

物価対策閣僚会議は45年6月9日に, 物価安定のための具体的施策を決定したが, その施策は物価安定政策会議の提言を反映して, 多くの構造的な対策が盛り込まれた。それらを列記すれば下記の通りである。³⁾

- (1) 輸入対策の積極的活用
- (2) 食料品価格安定対策(流通機構の改善に重点)
- (3) 事業認可制の再検討(これは行政介入に関する物価安定政策会議の提言を受けたもの)
- (4) 物価行政機構の強化

また, この時期の物価問題との関連で, 独占禁止懇話会が45年7月に発表した「管理価格問題についての中間的とりまとめ」も重要である。この中間報告では明確な結論を導き出してはいないが, 管理価格が適正な資源配分機能をさまたげる, 管理価格が企業のコストを価格への転嫁を助け, 物価上昇の原因となる, 現行独禁法は管理価格の規制に限界をもっている, 政府の価格介入は所得政策につながる性質をもっており, 制度として確立するのは困難である, 等の論点を展開した。⁴⁾

所得政策をめぐる動き 日本経済調査協議会は昭和45年12月にいわゆる大川

委員会がまとめた「物価・賃金に関する提言」を発表した。このレポートでは、日本の物価上昇の特徴を、生産性の高い先進部門の産出価格と後進部門の産出価格、最終消費段階の資本財価格と消費財価格というように、価格が安定した部分とたえず上昇する部分が共存し、安定部分の比重が上昇部分の比重よりも小さいために、全体として物価上昇が続いている、とみている。物価対策としては、経済成長率を多少犠牲にしても後進部門の近代化投資を積極的に行うべきであり、名目賃金上昇率を実質生産性の上昇率の範囲に抑制する所得政策には反対している。その論拠は、(1)44年までの統計では、製造業の労働分配率は低下傾向にある、(2)最近の卸売物価上昇は輸入インフレと短期的な要因によるものである、(3)長期的にみてコストプッシュ・インフレが懸念されるのであれば、賃金の上昇ばかりではなく利潤をも問題としなければならない、という諸点を挙げている。このような所得政策に対する批判は、物価上昇の抑制に所得政策が必要であると考えていた一部の財界関係者の反発を招いたといわれる。⁵⁾

物価上昇がコスト面において生じる圧力を反映しているかどうかは、所得政策の導入の是非を規定する重要な条件の一つであろう。『経済白書』はこの点については、否定的である。つまり、日本の賃金上昇率は景気後退局面においては、わずかながら鈍化する傾向を示しているというのである。⁶⁾このような論調から、当時の経済企画庁が所得政策を積極的に支持する立場になかったことが分かる。

また45年9月、経済審議会は物価と所得政策に関する研究のため物価・所得・生産性委員会(隅谷委員会)を設置した。この委員会は47年5月に「所得政策に関する報告」をまとめたが、それによると、(1)現在までのところ企業の価格支配力や労働組合の交渉力を原因としたコストプッシュ・インフレは生じていない、(2)消費者物価が卸売物価上昇率を上回る率で上昇しているのは、労働需給の逼迫による、(3)経済成長のパターンが変化すれば、一部の部門で企業の市場支配力が高まる可能性はあるが、その場合にも市場メカニズムを活用し競争を促進することが重要であり、所得政策は必要ではない。このように、ここでも所得政策導入に否定的な見解が示されたのである。⁷⁾

〔注〕

- 1) 物価安定推進会議「物価安定対策の実施状況と今後の基本的方向について」(昭和44年5月12日)(経済企画庁物価政策課「最近における物価安定政策(改訂版)」, 昭和48年, 304-12ページ)。
- 2) 前掲, 経済企画庁物価政策課「最近における物価安定政策(改訂版)」, 347-51ページ。
- 3) 「当面の物価安定対策について」(昭和45年6月9日)(前掲, 経済企画庁物価政策課「最近における物価安定政策(改訂版)」, 90-94ページ)。
- 4) 独占禁止懇話会「管理価格問題についての中間的とりまとめ」(昭和45年7月)。
- 5) 日本経済調査協議会「経済成長と物価・賃金に関する基本的分析」(昭和45年12月15日)。
- 6) 経済企画庁『経済白書』昭和46年版, 72-76ページ。
- 7) 経済企画庁総合計画局『現代インフレと所得政策』(昭和47年)。

第2節 昭和45年以降の景気後退

1 景気後退の局面

緩やかな金融緩和 日本銀行は昭和44年9月1日に公定歩合を引き上げ金融引締めを開始したが、その引締めの程度はあまり強くなかった。従来金融引締めには不可欠とさえみなされてきた貸出増加額規制(窓口指導)が今回は採用されず、それに代わってポジション指導が継続されるにとどまった。全国銀行貸出の増加率(対前年同期比)を見ると、引締めが実施される直前の44年第3四半期に18%台を記録した後、44年から45年にかけて16%以上の水準にとどまりつづけた。これは、金融引締めがきわめて緩やかとみなされた42年秋から43年前半の期間に比べても一層緩やかな数字である。¹⁾

コール・レートの動きも、比較的緩やかであった。無条件物中心レートは、44年6月の6.94%を底として9月に8.25%、12月に8.50%へと上昇したが、それ以上の上昇は見られなかった。これは前回(42年8月以降)の引締めに比べてほんのわずかな高い水準であるにすぎない。ただし『経済白書』昭和46年版が主張するように、民間企業の資金需要はきわめて高い水準にあったから、緩やかな金融引締めにもかかわらず貸出金利は前回引締め時に比較して、速やかに引き上げられたようである。²⁾

いずれにせよ、44年から45年にかけての緩やかな金融引締めは、すぐには昭和40年以来続いた実体経済の着実な成長に強い抑制効果を発揮することがなかった。実質国民総支出や鉱工業生産指数の変化率は、45年の半ばすぎの時点においても高い水準にとどまっていたことを示している。民間企業の設備投資の伸び率は、45年第3四半期には比較的目立った低下を示したが政府支出や民間在庫投資の増加が、それを相殺して上昇したのである(表10-5を参照)。他方、卸売物価指数や消費者物価指数の上昇率は、45年3月ないし4月をピークとして低下しはじめる。明らかに、実体経済の活動水準の低下に先行して、物価が下落しはじめたのであった。

表 10-5 実体経済と物価(昭和44~45年)(対前年同期比, %)

年・ 四半期	実質国民 総支出	民間最終 消費支出	民間企業 設備投資	政府支出	鉱工業 生産	消費者 物価	卸売 物価	年 月
昭和 44年 I	14.3	11.4	16.9	8.9	15.8	3.8	0.2	44年 1 月
					16.0	3.6	0.1	2 月
					14.8	4.3	0.5	3 月
					18.0	5.4	1.5	4 月
II	12.7	10.9	26.3	2.4	15.8	4.6	1.8	5 月
					16.8	6.2	2.1	6 月
					17.0	7.8	2.5	7 月
					16.2	7.9	3.0	8 月
III	12.4	9.7	30.5	5.9	18.0	5.2	3.1	9 月
					18.9	6.0	3.2	10 月
					15.2	5.6	3.4	11 月
					18.8	6.5	4.1	12 月
IV	10.0	9.7	25.6	7.0	18.0	8.5	4.5	45年 1 月
					18.5	8.9	4.9	2 月
					20.5	8.8	5.0	3 月
					18.0	8.1	5.1	4 月
45年 I	12.4	8.5	33.5	7.5	17.0	7.7	4.8	5 月
					20.3	7.6	3.9	6 月
					18.4	4.7	3.7	7 月
					16.9	4.6	3.4	8 月
II	11.5	6.7	22.0	10.5	15.3	5.2	2.8	9 月
					11.9	7.6	2.6	10 月
					10.2	7.8	1.9	11 月
					10.4	8.4	1.1	12 月
III	12.3	9.4	17.1	12.3				
IV	7.3	5.6	10.3	4.0				

(出所) 日本銀行「経済統計年報」。

主要国の金利引上げ 第9章の表9-6に戻ってみると、昭和44(1969)年が世界的な金利引上げの年であることが分かる。9月1日に日本が公定歩合を引き上げる以前の8カ月間に、イギリス(2月)、アメリカ(4月)、西ドイツ(4月および6月)、フランス(6月)、イタリア(7月および8月)、カナダ(6月および7月)がそれぞれ公定歩合を引き上げたのである。この歩調を合わせた金利引上げは、43年に金融の緩和が進みすぎてマネー・サプライが急増し、44年には物価上昇が加速する傾向を示したことに對する各国政府の対応であった(表10-6参照)。この世界的な金融引締めは翌45年の夏頃まで続く。この金融引締めは物価上昇率の引下げよりも、実質生産活動の抑制に効果を発揮したと思われる。

とくにアメリカは、69年から70年にかけての厳しい金融引締めによって、実質 GNP 成長率の低下や輸入額の停滞を招いた。しかし、それにもかかわらず、卸売物価の上昇テンポは抑制されなかったのである(表 10-7)。引締め政策が、インフレの抑制にではなく実質生産活動水準の引下げに効果を発揮するという現象を指し示す言葉として「スタグフレーション」という用語が用いられるようになったのはこの時期である。日本の輸出先としてアメリカは圧倒的に重要

表 10-6 先進工業国経済の状況(1965～71年)(前年比変化率, %)

年	マネー・サプライ	消費者物価	輸 入 額	日本の輸出額
1965 (昭和40)	6.7	3.1	9.7	26.7
1966 (41)	6.2	3.5	10.6	15.7
1967 (42)	5.5	2.9	5.2	6.8
1968 (43)	7.9	3.9	12.3	24.2
1969 (44)	7.0	4.8	14.9	23.3
1970 (45)	6.0	5.6	15.2	20.8
1971 (46)	11.3	5.2	11.3	24.7

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, Year Book.

表 10-7 アメリカ経済の動向(対前年同期比, %)

年・四半期	実質 GNP	M ₂	卸売物価	輸 入 額	経常収支 (100万ドル)
1968年 I	3.7	9.1	2.2	17.2	-379
II	4.8	8.2	2.8	24.8	-53
III	4.8	7.7	2.5	30.7	-164
IV	4.2	8.4	2.7	20.3	-717
1969年 I	4.2	8.1	2.9	-3.0	-543
II	2.9	7.2	3.0	17.8	-814
III	2.0	5.0	3.5	8.8	-236
IV	1.2	3.0	3.8	10.9	-367
1970年 I	-0.1	2.1	3.7	26.9	11
II	-0.5	3.0	3.9	2.2	79
III	-0.1	5.7	3.8	8.1	78
IV	-0.6	2.8	3.7	9.7	-452
1971年 I	2.0	12.1	3.5	10.6	-159
II	2.7	14.0	3.7	18.9	-933
III	2.7	13.3	4.2	19.7	-999
IV	4.6	18.9	3.3	7.3	-1,790

(出所) OECD, *Main Economic Indicators*.

な地位を占めていたから、アメリカ経済の不振は日本企業の先行きの見通しに暗雲を投げかけるものであった。³⁾

(注)

- 1) 表 10-1 と前章の表 9-1 とを比較せよ。経済企画庁『経済白書』昭和45年版によれば、「今回の引締めが都市銀行に対するポジション指導に主眼をおいており、前回のようない貸出増加額規制といった強い手段はとられていない。このためその他金融機関を含めて金融機関全体としては、かなりの貸出規模となっている」(同、155-57ページ)。
- 2) 経済企画庁『経済白書』昭和46年版、38-39ページ。
- 3) 昭和41年から45年までの5年間に日本が先進諸国に輸出した総額は358億ドルであったが、そのうちアメリカ向けは210億ドル(61%)にのぼった。

2 金融緩和の開始(昭和45年10月)

公定歩合の第1次引下げ 昭和44年9月から開始された金融引締めの最も重要なターゲットは卸売物価であったが、その上昇率は45年第2四半期頃から漸次下落しはじめた(表 10-5)。また、実体経済の活動水準も45年夏にはわずかながら低下する兆しを見せた。45年8月に経済企画庁が実施した「企業経営者の国内景気見通し調査」では当面する6カ月の景気に関する経営者の見通しが非常に悲観的であることが明らかになった。また、たとえば日本興業銀行の設備投資見込調査でも設備投資実績が45年度には前年度に比べて大きく落ち込むこと、さらに46年度の設備投資計画によれば、民間企業の投資支出は一層大幅な削減が見込まれることなどが予想された。¹⁾

このため日本銀行は45年10月の初頭には、45年第4四半期のポジション指導を緩和することとし、次いで10月28日に公定歩合を6.25%から6.0%へ0.25%引き下げた。この金融緩和が、継続する国際収支黒字を抑制するためのものであったかどうかは微妙である。期限付輸出手形割引歩合、および輸出前貸手形割引歩合という輸出関連の金利は据え置かれたが、ここには明らかに輸出優遇の金利を改めることによって対外不均衡の是正に配慮しようとする姿勢がうかがえる。しかし、45年の秋は、日本の政策当局が大幅な国際収支黒字に対して早急な政策措置を迫られている段階ではなかった。²⁾

なお公定歩合の引下げに追随して、民間銀行の貸出自主規制金利も輸出関係

の金利を除いてただちに引き下げられたが、金利体系を簡素化するという理由で、従来「日本銀行再割引適格商業手形の割引」と「信用度においてこれに準ずる手形の割引および貸付」の二本立てになっていた標準金利を一本化し、公定歩合の0.25%高とした。³⁾

第2次公定歩合引下げ(昭和46年1月) 昭和45(1970)年末にはアメリカ、西ドイツ、フランスの主要国が相次いで公定歩合引下げを実施した。⁴⁾ このため日本の国際収支は資本収支の面からも黒字増加が予想される事態となった。たとえば、相次ぐ金利引下げによって、アメリカのBAレートは急速に低下し、日本の貿易金融におけるドル・シフトの可能性が高まってきたのである。もちろん、ドル・シフトは日本への資本流入を意味し、外貨準備急増をもたらす。

国内の景気はむしろ金融引締め解除後に急速に悪化しはじめた。そこで、日本銀行は46年1月20日に、同年第1四半期からポジション指導における貸出増加額規制枠を全廃するとともに、公定歩合を0.25%引き下げることと決定した。ただし、アメリカのドル金利低下に対応して、ドル・シフトを防止するために、並手形担保貸付歩合を0.5%と大幅に引き下げて、輸入の円建金融の条件を有利にする措置がとられた。⁵⁾

財政支出政策の重要性 国内経済への刺激策としては積極的な財政支出政策も採用された。大蔵省当局は「今回の景気停滞の主因が、主要な民間産業における需給ギャップの著しい拡大にある以上、本来、金融緩和政策だけによって景気の振興を図ることにはおのずから限界があり、これに対しては直接的な需要創造効果をもつ財政政策に期待されるところが大きい」⁶⁾ という(まさにケインズ主義的な)判断に立脚して、46年3月26日に46年度公共事業の上半期(4～9月)繰上げ実施を決定した。これによると、繰上げ実施の対象事業全体の予算額は約4兆1300億円で、その72%(3兆円程度)を上期までに契約することになる。その後、46年から47年にかけての景気浮揚過程において財政政策は、無視できない役割を演じることになるのである。

後で詳しく説明するように、46年6月4日に国際収支の大幅黒字に象徴される対外不均衡を是正するために8項目の「総合的対外経済政策」が決定されるが、その第8項目に財政金融政策の機動的運営がうたわれている。

さらに同年6月末から財政投融资の追加が行われ、46年度中に総額7890億円

の財政投融资追加が実施された。これは当初の財政投融资計画の18.4%の規模であった。とくに重要な点は、46年8月のニクソン・ショック以降の対策として、特定輸出関連中小企業に対する滞貨、減産、転業資金にあてるため、中小3機関(中小企業金融公庫、国民金融公庫、商工中金)に対する追加に重点がおかれた点である。また、46年10月12日には7900億円の国債増発を伴う大型補正予算(2447億円)と1650億円の年内減税が決定された。

第3次公定歩合引下げ 昭和46年5月8日、日本銀行は公定歩合をさらに0.25%引き下げた。この公定歩合引下げの最大の目標が、国際収支黒字対策であることは明らかである。45年後半以降、日本の貿易収支黒字幅は未曾有の額に拡大し、それに伴って外貨準備も急増しつつあった。国際収支の黒字累積に対する海外からの批判がようやく厳しさを増してきたのである。

すでにアメリカは45(1970)年12月から46年2月にかけて、たてつづけに5回の公定歩合引下げを実施した。このため、ヨーロッパや日本への短期資金移動の圧力は非常に高まっており、西ドイツは3月に資本流入を抑制するために、公定歩合を引き下げた。また、イギリスも4月には先進諸国の低金利政策に乗じて国内景気刺激のため公定歩合の引下げに踏み切ったのである。今回の日本の金利引下げもこのような文脈の中で理解すべきである。

日銀内部には、対外均衡回復の目的からは、公定歩合を一挙に0.5%引き下げるべしという案もあったといわれる。しかし同時に、国内経済のためには大幅な金利引下げは好ましくないとする考えもすでに有力であった。結局、日銀内部では慎重派の考え方がとられ、国内景気に底入れ感が出ていること、大幅な金利引下げは賃金、物価の上昇を加速させる心配があることなどの理由から、引下げ幅は0.25%にとどめられた。⁷⁾

〔注〕

- 1) 『金融』昭和45年12月、91ページ。
- 2) 外国の専門家の中には、45年から46年にかけての時期に日本(および西ドイツ)の平価調整を要請すべきであったとする者もいた(『日本銀行百年史』第6巻、昭和61年、303ページ)。
- 3) 従来の標準金利の体系については、第4章の表4-2を参照されたい。
- 4) 第9章の表9-6を参照。
- 5) この措置のもっている意味については、円シフトに関する第9章第4節3を参照さ

- れたい。
- 6) 『銀行局金融年報』昭和46年版，20ページ。
- 7) 『金融』昭和46年6月，51ページ。

第3節 国際収支黒字対策の展開

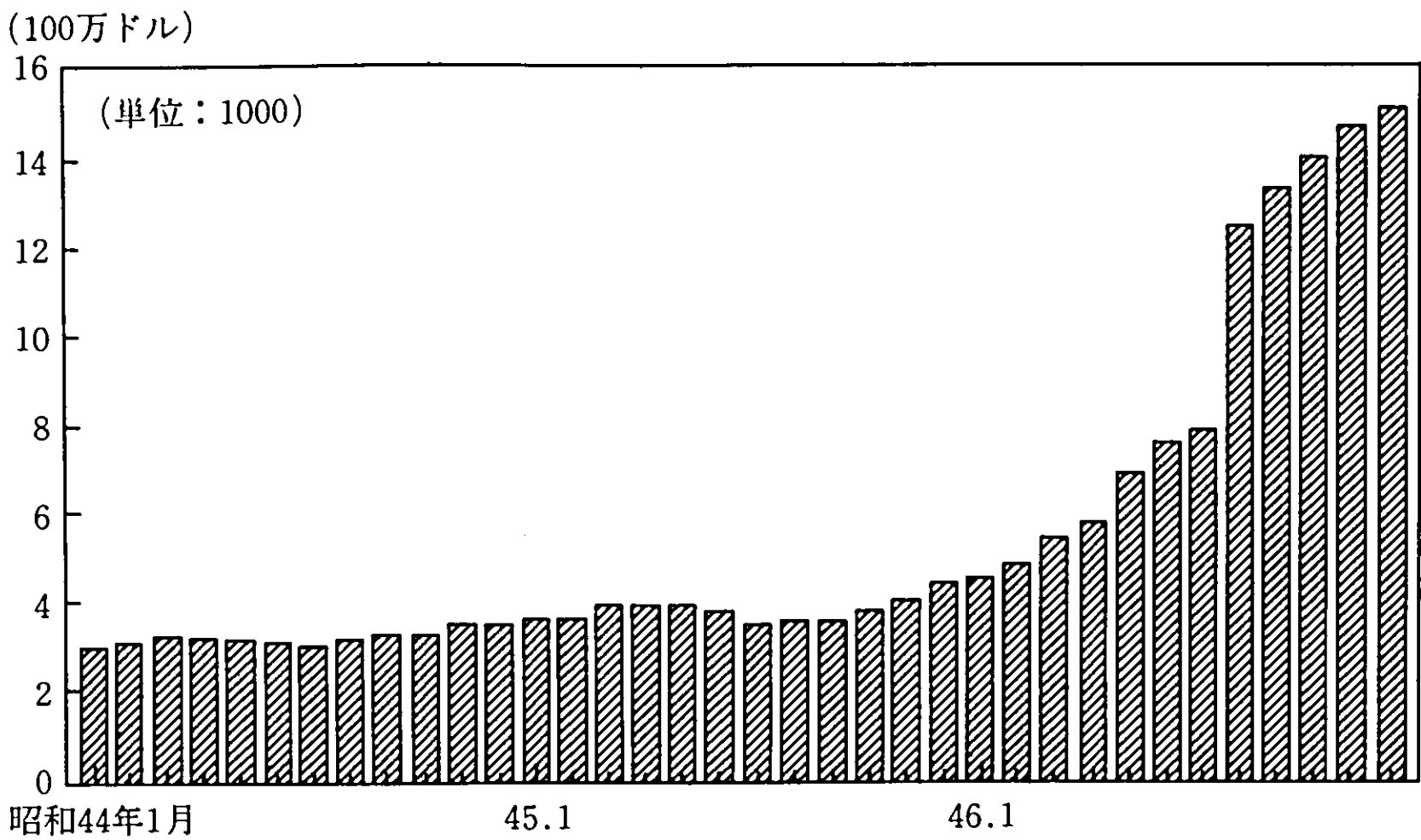
1 「円対策」の実施

日本の国際収支大幅黒字は昭和46年に入ってから継続し，その結果外貨準備高が45年末の44億ドルから46年5月末の69億ドルへと急増した(図10-4を参照)。このような状況に対し，アメリカを始めとする諸外国が日本の経済政策運営に批判を加えはじめた。日本の政策当局にとって，為替レートの調整はいわば「最悪の手段」であったから，為替レート変更を回避して対外不均衡を是正する方策が模索された。

総合的対外政策の決定(昭和46年6月) 日本政府は6月4日に関係閣僚会議を開き，輸入自由化の促進や特惠関税の実施などを柱とする8項目の総合的対外経済政策を決定した。決定された政策措置は以下の通りである。

- (1) 輸入自由化の促進：(a)46年9月末に残存する40品目の輸入制限を，年内または年度内を目途に自由化を進める。(b)即時自由化が困難な品目につ

図 10-4 外貨準備残高の推移(昭和44～46年)



いては、輸入割当枠を拡大する。

- (2) 特惠関税の早期実施：46年8月を目途とする。
- (3) 関税引下げの推進：(a)国民生活に重要な消費物資について関税率を引き下げる。(b)国際ラウンドの一環として、関税引下げを積極的に働きかける。
- (4) 資本自由化の促進：(a)対内直接投資の自由化、(b)対外投資の自由化と拡充。¹⁾
- (5) 非関税障壁の整理：自動輸入割当制、輸入自動承認制などの非関税障壁を再検討すること。
- (6) 経済協力の推進。
- (7) 秩序ある輸出：(a)輸出振興の税制を停止、または廃止する。(b)日銀による輸出優遇金利の再検討。(c)輸出入銀行融資に関して、重点を輸出金融から輸入・投資金融へ重点を移す。²⁾ (d)重要資源の輸入前払いを促進するための措置を検討する。
- (8) 財政金融政策の機動的な運営。

対外不均衡の是正を目的とする以上の8項目の経済政策は、この年の7月10日に「円レートの小刻み調整」(後述)を提案した為替政策研究会(36名の近代経済学者から構成される)から手厳しく批判されたように、理論的には問題の多い対策である。貿易や資本の自由化、非関税障壁の見直しは、国際収支の状況のいかに関係なく積極的に推進すべきである。また、対策に含まれている多くの経済構造に係わる手段は、それが国際収支の大幅黒字の削減に有効であるかどうか疑わしかった。³⁾

円投機抑制策(昭和46年5月) ヨーロッパにおける通貨不安は昭和46(1971)年に入ってから依然続いており、とくに5月には、マルク切上げを思惑としたマルク買い投機が急増し、同月5日にはヨーロッパ各地の外国為替市場が閉鎖された。この過程で円買い投機も活発化し、5月10日に西ドイツが変動相場制度を採用するに及んでさらに円買いの動きは激しくなった。

通常、円投機の主なルートとしては、(a)日本の銀行や外国銀行の非居住者自由円預金による投機、(b)株式、公社債など証券投資による投機、(c)輸出入代金の決済にかかわるリーズ・アンド・ラグズによる投機が考えられる。しかし、為銀、外銀の円転換は日銀によって規制されているため、ルート(a)を通じる投

機はほとんどなくなっている。⁴⁾

そこで、大蔵省は上の投機ルートのうち、(b)、(c)を抑制する目的で、46年5月17日に次のような規制措置を実施した。(1)5月15日までに約定したもので4日以内に決済するもの以外の非上場公社債および公社債投信受益証券の非居住者による取得を規制する。⁵⁾ (2)日本の為銀が現地貸付を行うために現地で調達したドル資金については、各行別に与えられた上限額を超えてはならない。また、現地借入保証は5月15日の残高を超えてはならない。(3)日本企業の海外支店(現地法人を含む)が非居住者から借入れをする場合の本社の保証は、真に必要な場合を除き禁止する。

円切上げを断固拒否し、現行レートを維持する政策が成功するためには、高度に発達した国際資金市場間を急速に移動する資金(それは投機の目的をもつ場合も、リスク回避の目的をもつ場合もある)の移動を適切に管理できなければならない。日本の金融当局は資本の流出入に対する規制を強化することによって、円切上げを見越した投機資金の攻撃に十分に対抗できるという自信をもっていたようである。⁶⁾

景気総合対策、および第4次公定歩合引下げ(昭和46年7月) 6月に決定された総合的対外経済政策の一環として、7月27日に政府は財政投融资等の追加、長期金利引下げ、公共事業等の施行促進を内容とする景気総合対策を決定した。また、日本銀行は7月28日から公定歩合を0.25%引き下げ5.25%とした。日本の政策当局は明らかに、国内景気の拡大によって国際収支黒字を解消しようとしていた。

この当時の日本の政策担当者が追求しなければならなかった主要な政策目標は、(1)国内の景気を不振状態から建て直すことと、(2)国際収支の大幅黒字を削減すること、の二つであった。これらの政策目標が相互に独立であれば(つまり一方の目標の達成が、もう一方の目標を達成するというのでなければ)、少なくとも二つの独立した政策手段が必要である。専門家の多くは、国際収支の均衡回復に為替レート変更という手段を、また国内景気の建直しには有効需要拡大政策をそれぞれ充てるべきであると考えた。しかし、政策当局の頭の中には、為替レートの調整を政策手段とみなす考えがまったくなかったもので、二つの目標を有効需要拡大という一つの手段で追求せざるをえなかったのである。⁷⁾

〔注〕

- 1) 大蔵省は46年7月1日から対外直接投資、および対外不動産投資を自由化した。従来、対外直接投資は100万ドルまでは自動認可、それを超える金額の案件は個別審査であったが、これが原則的に自由となった。
- 2) 日銀はこの総合的対外経済政策を受けて、46年8月10日に輸出関係金利の引上げと輸出金融制度の一部改正を実施した(『日本銀行百年史』第6巻、昭和61年、311ページ)。
- 3) 一部の政策担当者は、8項目の総合的対外経済政策が日本の為替レート調整回避の姿勢をあまりに強くうちだしすぎていて、海外から(とくにアメリカから)の円切上げを求める圧力を強めてしまうという懸念をもったようである。例として次の文を引用しておこう(鳩山威一郎「ドルショックへの対応」、安藤博による聞取り)。
 安藤 ……日本は、それまでに、例えば大臣の国会答弁でも円レート堅持ですけども、円レート堅持の方針を対外的には非常に強く出していたのではないでしょう。か。
 鳩山 かもしれない。だから、「八項目」とかいうのは逆作用しているかもしれないね。「八項目」に熱心であのときは本当に困ったんです。今から言えば、やはりちょっと見当違い。碁で言えばそっぽに打ったという……。
- 4) 第9章第5節1を参照。外銀の円転規制は従来月末残高に対する規制だけであったが、46年5月末からは、日本の為銀と同様に、月中平均残高のベースでも規制されることになった。
- 5) 非上場公社債が規制の対象となった理由は、外人投資家は市場性などの観点から、主に出合いの付きやすい非上場債券、それも1年未満の金融債を投機の対象としたからである。政府短期証券に対する非居住者の投資は、すでに46年3月15日に禁止された(『金融』昭和46年7月、80ページ)。
- 6) 次の鳩山の発言を参照されたい(鳩山威一郎「ドルショックへの対応」、安藤博による聞取り)。
 360円レートを守るのは容易なことじゃないぞ、ということくらいは専門家であればわかったと思いますよ、みんな。ただ、為替管理をうまくやっている、だからレートは守れるぞ、それは西独と違うんだ。西独は投機資金が入りうる制度だが、日本は投機資金は入ってこないから大丈夫だと。
 しかし、この自信は確固たる基盤に立脚していたわけではないことが、46年8月の一連の事態によって露呈されたのである。
- 7) 個々の経済政策目標に対して、それぞれの目標追求に比較優位をもつ政策手段を割り当てるべきであるとする「政策割当て問題」が、この当時活発に議論された。たとえば、マクロ経済の専門家である建元正弘教授は円切上げを国際収支不均衡の是正に、国内物価問題に輸入(とくに消費財輸入)の自由化を、そして国内のデフレに財政赤字を割り当てるべきであると主張した(「円切上げ：産業界への影響」、『日本経済新聞』昭和46年5月17日)。

2 為替レート調整の意味

平価維持の政策方針 日本の国際収支黒字基調が継続しはじめると、円レートの調整に対する関心が内外において高まった。ブレトン・ウッズ体制のもとでも、国際収支が「基礎的不均衡」にあると認識される場合には、為替レートの変更が許されているからである。また、こうした平価変更に乗じて投機的な利益の獲得を目指す資本移動が活発化したり、為替変動のリスクに晒されている経済主体がリスクのヘッジを目的として行う資金移動が国際通貨危機の表舞台に登場し、各国の政策当局者に難題を投げかけてきたのである。政策担当者の間でも、昭和45年頃から為替レート切上げの可能性と、その効果に関する検討が内密にではあるが始まっていたようである。大蔵省国際金融局において44年末頃から進められていた「アルファ作業」というプランも、そうした検討の一つにすぎない。¹⁾

しかし、45年から46年半ばに至る時期を通じて、日本の政策当局は現行平価を断固維持するという方針を一貫して変えようとはしなかった。たとえば、45年3月の参議院予算委員会において佐々木日銀総裁は、現在円が強いのは嚴重な為替管理に守られているからであり、必ずしも円の真の強さは示されていないとし、現状では円の切上げは「問題とするべきでもなく、時期でもない」と述べた。²⁾ また、46年5月中旬に開催された経団連総会で来賓として挨拶した佐藤総理大臣は、現行の円レートを堅持すると述べるとともに、「第四次資本自由化は国際社会の要請にこたえられるよう極力充実した内容のものにしたい」と産業界の協力を求めた。³⁾ さらに、46年5月下旬に開催された全国信用金庫大会で福田大蔵大臣は「日本は過去(昭和5年)に金解禁で苦い経験をしているし、西独のマルク切上げは成功したとはいえないので円の切上げは行なわない」と言明している。⁴⁾

財界の円切上げ反対論 こうした政策当局の方針の背後には、民間企業の円切上げに対する根強い反対論が存在していたことは明らかである。日本経済の急速な成長は工業製品を中心とする輸出に根本的に支えられているという認識は財界人ばかりではなく、多くの人々によって共通に抱かれている通念であっ

た。そして、為替レートの切上げが輸出産業に深刻な打撃を与え、日本経済を低迷状態へ陥れるであろうと広く信じられていたのである。以下では、円切上げ反対論の例を二、三紹介しよう。

昭和45年3月、ブリュッセルで開催されたBIAC(OECDの民間諮問委員会)において日本委員会(会長石坂泰三)が円価値の現状を説明したが、この説明の中で日本委員会の代表は、「為替平価の変更が及ぼす影響はこれまでの経済理論通りにならないのが世界的な現実である。資金の移動が昔より自由になっていること、世界的にインフレ傾向が強まっていることを考えると、一国の平価変更がその国の経済政策の目的にそった効果を生み出すかどうかは疑問である。特にインフレ対策としての平価切り上げは西ドイツでも実効をあげにくい状態である。日本の産業界では、円切り上げによる輸出価格の上昇と、これによる輸出鈍化を心配している」などを主張し、円切上げは時期尚早であり、当面は資本の自由化、対外援助など黒字国としての責任を果たすことが大切だと主張した。⁵⁾

昭和46年6月に開催された日米財界人会議において日本側代表は、日本の輸入自由化の進捗状況を説明し、円切上げについては「日本は資本・貿易の自由化の度合いがまだ低く、為替管理下にある現状では円の本当の評価はわからないとして円切上げには反対の態度を」とった。⁶⁾

日本経済調査協議会は財界をバックにした研究機関であるが、45年7月に発表した「国際通貨および国際金融問題」という研究報告の中で円切上げ慎重論を展開している。この報告書では、国際収支黒字の継続に対応して日本は社会資本の充実、公害対策、福祉の向上など経済の質的改善に努め、貿易・為替の自由化、関税率の引下げ、海外投資の拡充、海外経済援助の増大などの課題に真剣に取り組むべきであるとしている。また、円レートの調整は、国内経済運営の見地からも必要となるかもしれないとしながらも、現行円平価を変更すべきか否かについては早急な結論を下すべき時期にはないと慎重な姿勢を示した。⁷⁾

円レートの小刻み調整案 この当時、学界においては為替レートの調整の有効性についてほとんど共通の認識が存在していたといえよう。⁸⁾しかし、その共通の認識を実行可能な政策的提言にとりまとめたものとして、近代経済学の

学者グループ36名によって提案された「円レートの小刻み調整案」は為替レート切上げをタブー視する論調が強かった当時としては、注目に値するものである。

この提案は、国際収支の黒字継続が、(1)実物資源が日本から外国に移転していること、(2)固定為替レートによる黒字累積は赤字国からのインフレ輸入を意味すること、(3)日本の外貨準備急増は国際通貨不安を激化させること、等の点で国民経済に大きな損害を与えるものであることを指摘し、外貨準備累積を速やかに停止させるべきであると主張した。次いで、政府によって決定された8項目の総合的対外経済政策を、本来国際収支の状況いかに関係なく実施されるべき事柄、日本が単独で実施できないもの、国際収支対策として効果に疑問があるもの、国民経済に好ましくない副作用を伴うものが多いとして鋭く批判している。そして、1回限りの円レート切上げではなく、3カ月ないし5カ月に1回のテンポで、1回の平価変更幅を1%以内とするように、国際収支黒字が解消するまで小刻みに為替レートを調整しつづける方式を提案したのである。⁹⁾

今日振り返ってみると、この小刻み調整案は、経済政策手段として為替レートを取り込むことによって国内経済の均衡と国際収支均衡という二つの政策目標を同時に追求する態勢を可能にするという意味で合理的な対応策であったと思われる。しかし、残念ながら当時の政策当局はこの時点にあっても円レート切上げをタブー視しており、理論的に筋の通ったこの提言に注意を払おうとしなかったのである。

これまでの説明から分かるように、当時の政策当局は、日本の国際収支黒字が厳格な為替管理、内外資本移動に対する規制に支えられていると判断していた。したがって、対外不均衡を是正するためには、まず為替取引や資本移動を自由化すべきだと彼らは考えたのである。つまり、国内均衡と国際収支均衡という、既存の規制体系や固定為替相場のもとで必ずしも整合しないこの政策目標を追求するために総需要管理政策に加えて各種の規制を自由化するという「構造政策」をもう一つの政策手段として追加しようとしたわけである。しかし、そもそもこれらの構造政策が差し迫った国際収支不均衡の拡大を是正するうえでどこまで有効か疑わしかった。また、固定為替相場制度を維持しつつ為

替取引や資本取引を自由化することは非常に危険であったはずである。なぜならば、ブレトン・ウッズ体制のもとでは一方向的な為替レート調整の期待が生み出されやすく、それゆえに自由な資本移動のもとでは急激な投機資金の流入を招くからである。西ドイツやイギリスにおける為替市場の混乱は、まさにそのような原因で生じたのである。資本移動に対する規制を差し当たり維持したうえで、漸次的に為替レートを調整するという方式のほうが、金融市場の安定性を保ちつつ対外不均衡を是正する方法としては合理的であったであろう。

〔注〕

- 1) 昭和46年6月に政府が総合的対外経済政策8項目を決定したことはすでに説明した。しかし、大蔵省内部においてもこの「円対策」の有効性に疑問をもつ向きもあったようである。大蔵省内部では円切上げを想定した「アルファ作業」も進められた。林大造「“アルファ(円切上げ)作業”始末記」(『金融財政事情』, 昭和49年6月24日)を参照。
鳩山威一郎は、大蔵省首脳が円レートを維持するために日本経済を開放する政策を推進しようとしたことを説明している。また、すでに西ドイツが昭和44年10月に平価切上げを実施したが、その結果が政策当局にとって思わしいものでなかったという判断が有力であったようである。「それで、切上げをすると大変な問題が起こる。それは西独の大蔵大臣が福田さんと会っていろいろ話をしているのです。まだ今日に至るまで西独の切上げのときの問題が解決しないで残ってる。切上げによる損失が方々の業界で出て、これにはうんざりです。日本の場合には造船とかプラント輸出、ドル建て債権が減価しちゃうことになって、これはえらいことになりますよ。」「一番大きなのはそれだったのではないのでしょうか、切上げによる損失。」(鳩山威一郎「ドルショックへの対応」, 安藤博による聞き取り)。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 316ページ。
- 3) 『日本経済新聞』昭和46年5月18日。
- 4) 『金融』昭和46年7月, 77ページ。
- 5) 『金融』昭和45年5月, 71ページ。
- 6) 『金融』昭和46年8月, 73ページ。
- 7) 日本経済調査協議会「国際通貨および国際金融問題」(昭和45年7月30日)。
- 8) ただし、いわゆるマルクス経済学をここでは除外しておく。
- 9) この方式も為替レート変更を目当てにした投機的な資本移動にさらされることは、提案者自身が認めていた。投機に対する防止策としては、現行程度の為替管理の継続を認め、必要によっては一種の利子平衡税を設けることも考えられるとした。

3 国際収支大幅黒字のもとでの日本銀行の金融調節

固定為替相場制度のもとでの国際収支の黒字は、国内の通貨供給量を増加させるといわれる。しかし、両者のつながりは、少なくとも短期的には決して必然的なものではない。金融当局は、国際収支黒字がもたらす外貨流入の買支えの効果を相殺して、通貨供給量を安定的に維持することができる。昭和46年の日本銀行のオペレーションはまさにそのような性格のものであった。

ハイパワード・マネーの調整 表10-8が示すように、8月15日に生じたニクソン・ショック前後の投機資金の流入によって、昭和46年の外為資金特別会計を通じた財政資金の散布額は4兆4000億円という未曾有の額に達した。しかし、これに対して日本銀行は1兆9000億円程度日銀信用を回収することによって、ハイパワード・マネーの急激な増加を抑えたのである。この観点から見れば、日銀の金融政策は、少なくとも46年末に至るまでの期間においてなんらか

表 10-8 ハイパワード・マネー増加額(使途と源泉) (単位: 10億円)

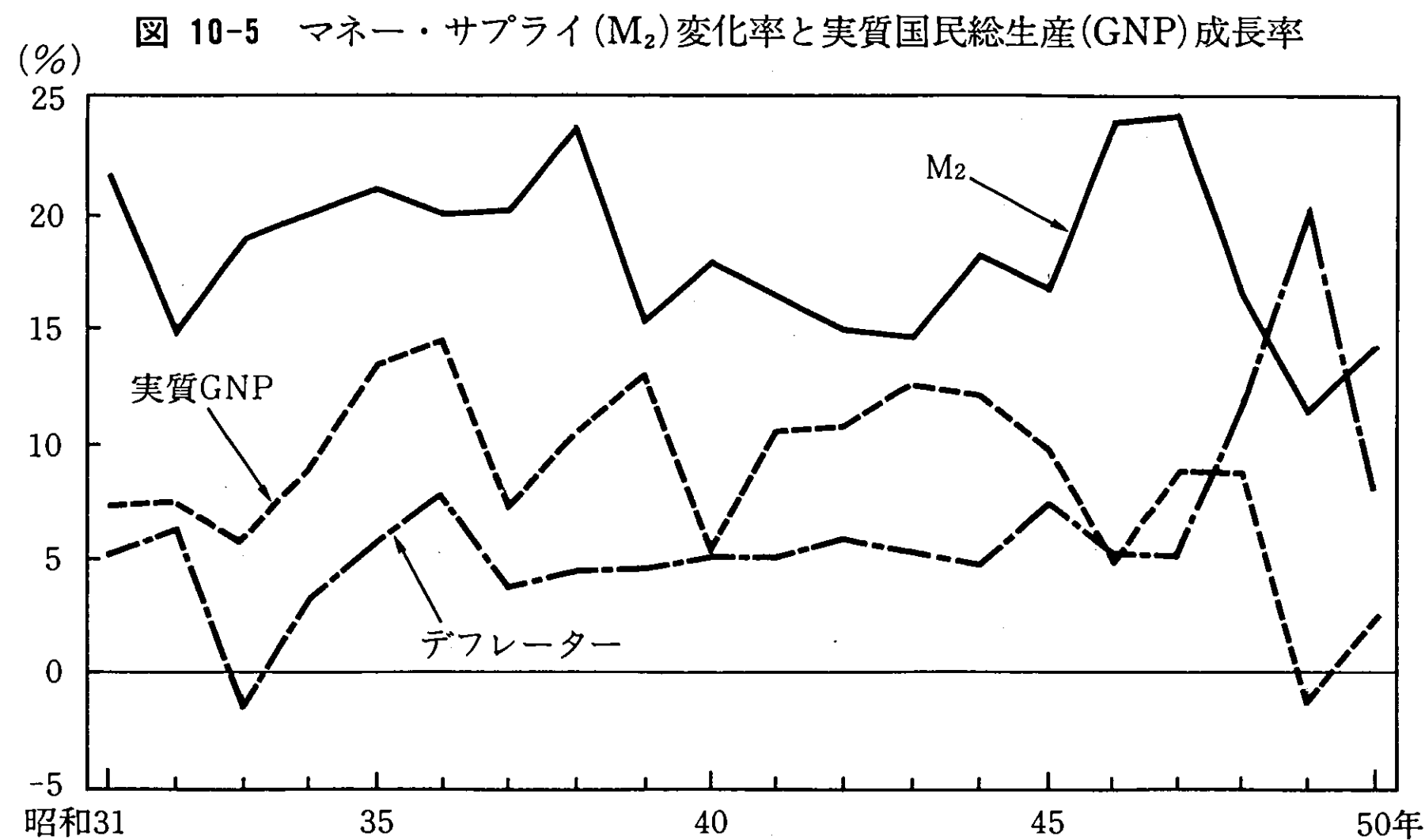
暦 年	使 途		増加額 合 計	源		泉		
	銀行券	準 備 預 金		財 政 資 金		日 銀 信 用		
				合 計 (外為資金)		貸出し	債券売買	その他
昭和37年	266	-118	148	146 (92)	1	100	-98	
38	312	68	380	184 (73)	-130	417	-91	
39	241	5	246	544 (-32)	-45	-51	-201	
40	265	-26	239	258 (23)	517	-464	-73	
41	350	2	352	-108 (-37)	114	446	-100	
42	498	44	542	-103 (-42)	-226	1,027	-155	
43	630	25	655	221 (301)	48	465	-79	
44	769	59	828	-57 (349)	379	507	0	
45	745	81	826	-487 (447)	412	924	-23	
46	852	-4	848	2,393 (4,400)	-1,673	-247	375	
47	1,903	78	1,981	-110 (1,740)	1,441	781	-131	
48	1,788	1,267	3,056	-2,322 (-1,884)	147	5,573	-342	

(注) 債券売買の項目には「債券売買」、「政府短期証券売買」、「買戻条件付き売却手形」(40~41年)、「外貨手形売買」(42年以降)、「債券短期買入」(44~46年)、「売出手形」(46年以降)、「買入手形」(47年以降)が含まれている。
(出所) 日本銀行『経済統計年報』。この表は「資金需給実績」とよばれる表の項目を配列しなおしたものである。

の異常を感じさせるものではなかった。

明らかに異常なのは、昭和47年そして48年のハイパワード・マネー増加額である。47年のそれは2兆円近くの水準に達し、46年の増加額の実に2.3倍となったのである。47年の外為資金特別会計からの資金散布額は1兆7000億円強であり、非常に大きかったが、46年に比較すれば半分以下である。要するに、固定為替相場制度のもとで生じた大幅な国際収支赤字が金融緩和に直結したわけではない。後述のように47年のハイパワード・マネー増加は、円の再切上げを防止するために日銀によって作り出されたものであり、急激な金融緩和の基盤を形成することになったのである。¹⁾

マネー・サプライの調整 図10-5はマネー・サプライ(M₂)変化率の推移を示している。昭和46年にハイパワード・マネーは急増しなかった点を上に指摘したが、マネー・サプライのほうは、46年には早くも20%を超えるテンポで増加しはじめている。マネー・サプライのこの急増は、金融緩和とともに民間銀行の貸出供給が急激に増加したことを反映している。46年は実質GNP成長率の低下によって民間部門の現金需要が相対的に低下し、銀行貸出の増加は銀行の定期性預金の増加によって吸収された。マネー・サプライ構成のこの変化は一定のマネー・サプライ残高(あるいはその増加率)を支えるハイパワード・マ



ネー残高(あるいはその増加率)を減少させることが知られている。そこで、46年にはハイパワード・マネー増加率は高くなかったにもかかわらず、マネー・サプライが急増したのである。

しかし、46年に限って見れば、このマネー・サプライ急増は、過去の日銀の金融調整のあり方に照らして判断するとそれほど異常とはいえない。46年の実質GNP成長率の落込みはかなり急激であったから、その程度の金融緩和はおそらく許容範囲内にあったといえるであろう(図10-5を参照)。やはり問題となるのは47年に入ってから金融緩和である。その点に立ち入る前に、46年に日銀が中心となって導入した新しいシステムについて簡単に説明しておこう。

手形売買市場発足(昭和46年5月) 昭和37年11月以降、日本銀行は「新金融調節方式」のもとで債券オペレーションを通じて成長通貨(ハイパワード・マネー)の供給を図ってきた。しかし、表10-8からも分かるように、財政資金などを通じるハイパワード・マネー供給額の増減は次第に大幅なものとなってきたため、日銀信用の調整によってハイパワード・マネー供給額を安定したテンポで増加させることは難しい作業となってきたのである。

たとえば昭和45年には財政資金は4870億円の揚げ超を記録した。しかし、この時期の実体経済に対応した適切なハイパワード・マネー供給額は8000億円強であったから、日銀は合計1兆3000億円を超える資金を日銀信用を通じて追加供給しなければならなかった。一方、翌年の46年にはニクソン・ショックをきっかけとして外為資金特別会計が多額の外貨を買い支えなければならなかったため、財政資金は2兆4000億円近い散布超過となった。このため日銀は1兆9000億円以上の資金を日銀貸出の引揚げ、債券売りオペレーション等を通じて吸収し、ハイパワード・マネー供給額の急増を抑止した。このように、財政資金の大幅な変動に対応して日本銀行としては日銀信用を大幅に変動させなければならなかった。そして、そのために適当なオペレーションの対象を求めなければならなかったのである。

以上のような状況への対応策として、優良手形を日銀のオペレーションの対象とするために、日本銀行は46年5月20日に手形売買市場を発足させた。手形を対象としたオペレーションを実施するためには、手形売買の値付け市場が必要だったのである。この市場では、従来はコール資金市場において取引されて

いた比較的満期の長い資金(割引期間が2カ月以上3カ月までのもの)が取引された。日銀はこの市場を通じて「手形オペレーション」を実施することになる。²⁾ なお、手形売買市場発足当初は「取引の混乱を防ぎ、あるいは月越えもののコール・レートの影響を抑える等の見地から」市場慣行として手形の転売を一切行わないことが取り決められた。しかし、48年3月から、日銀、短資業者がコール市場の正常化、手形売買市場の本格的育成のために手形の転売を認めることにした。

売出手形制度の創設(昭和46年8月) 日本銀行は昭和46年8月19日に外為会計の大幅な資金散布超過によるハイパワード・マネーの急増を抑制するために、1700億円の日銀振出手形を売却した。従来、民間部門に過剰なハイパワード・マネーが存在すると判断される場合には、日銀は政府短期証券の売りオペか日銀貸出の回収によって対応してきた。しかし、財政揚げ超で日銀の政府短期証券保有額が少なくなっていること、日銀貸出のうち金融調節に用いられる一般貸出が底をついていたこと等のために、従来のような方式で「過剰流動性」に対応することができなかった。³⁾ このために、売出手形の売却という方式が採用されたのである。売却先は日銀取引先短資業者および取引先金融機関、手形期間は3カ月以内、市場金利を勘案して金利条件を設定した。なお、この措置は、日銀法第27条に基づいて大蔵大臣の許可が必要であった。

〔注〕

- 1) 急激な金融緩和の原因については、次の第11章で詳しく考察する。
- 2) ただし、46年中には財政資金の多額の散布超過があったため、日銀の手形オペレーションは実施されなかった。手形オペレーションが実施されるのは47年第3四半期以降である(『日本銀行百年史』第6巻、昭和61年、386-89ページ)。
- 3) 日銀貸出は商業手形割引、債券担保貸付、手形担保貸付の三つからなる一般貸付と貿易関係貸出とで構成されている。46年10月15日以降、都市銀行に対する貸出しは、期限未到来の商業手形割引約70億円を残して一般貸出がゼロになったのである。

第4節 ニクソン・ショックと金融政策

昭和46(1971)年に入ってもアメリカの国際収支赤字を背景とした国際金融市場の不安定な状態は続いた。ヨーロッパではIMF体制見直しの機運も高まり、そのことが有力通貨、とりわけ西ドイツ・マルクに対する平価切上げを見越した投機を誘発した。¹⁾ たとえば、5月4日にはフランクフルト市場に10億ドルを超える短期資金が流入し、5日には市場開始から1時間弱で10億ドルの資金が流入するという有様であった。この日にはオランダ、スイスでも投機的資金の流入に見舞われた。このためヨーロッパ各地の外国為替市場は閉鎖された。

この混乱に対応して、西ドイツは5月10日から外国為替市場を再開するに際して、暫定的に変動相場制度を採用したのである。またオランダも西ドイツにならって変動相場制度を採用し、スイス、オーストリアはそれぞれ平価を切り上げた。

その後7月に入るとフランス・フランおよび金に対する投機が生じ、ニューヨークとロンドンにおいてはフランは事実上変動相場制に入った。これらの投機的な動きは、多くの国の通貨がドルに対して切り上げられるであろうという思惑に基づいていることはいうまでもない。このような状況のもとで、いずれアメリカがなんらかの対策を打ち出すであろうという期待が強まっていたが、8月15日、ニクソンがドル防衛策を柱とする経済緊急対策を発表した。

緊急政策の概要は、(1)雇用促進のための財政措置、(2)インフレ抑制のための物価・賃金凍結指令、(3)ドルの金交換の一時停止、10%の輸入課徴金、10%の対外援助削減、などを含むドル防衛策から成っていた。アメリカのドル防衛策そのものは予想されていたにもかかわらず、この緊急対策は日本の政策当局に大きな衝撃であった。このため、ニクソン・ショックとよばれたこのショック後の日本の経済政策は今日の視点から見るとかなり混乱したものとなった。

〔注〕

- 1) 4月26日に西ドイツのシラー経済相は、EC蔵相・経済相会議でEC諸国全体の為替レートを弾力化すべきであると主張した。この発言がマルク買い投機を誘発したので

ある。

1 外国為替市場の動き等

外為市場の閉鎖 ニクソンの経済緊急対策が発表されるや、ヨーロッパ諸国は外為市場を閉鎖したのに対し、日本では、8月17日の緊急閣議で、(1)固定為替相場制度を維持するとともに現行円レートを堅持すること、(2)6月に決定された8項目円対策を完全に実施することが確認され、金融当局は外為市場を2週間開きつづけた。日本では外為市場の閉鎖は未経験であり、それが貿易取引を大きく混乱させるのではないかと懸念されたためである。同時に金融当局は為替管理に自信をもっており、管理強化によって投機圧力を容易にしのげるのではないかと楽観的にみていたことも指摘できる。¹⁾しかし実際には、表10-9が示すように8月16～27日の間に金融当局は40億ドル近いドルを買い支えることになったのである。

為銀のヘッジング ドル売りの大半は純粋にドル売り投機によるものではなく、輸出業者等のドル受取りのリーズ、外国為替銀行のヘッジングによるものであった。日本銀行は昭和46年5月のマルク投機の経験を踏まえて、輸出前受

表 10-9 昭和46年8月16～27日間
の直物対市場売買状況

月 日	直物対市場売買額 (100万ドル)
昭和46年8月16日	598
17	693
18	284
19	618
20	155
21	348
23	12
24	-75
25	-422
26	499
27	1,185

(注) マイナスはドル買い超を示す。
(出所) 衆議院大蔵委員会への大蔵省提出資料
(昭和46年12月17日)。

金の大量流入を防止するため、本邦為銀に対し現地貸付、現地借入保証の自粛を要請した(8月23日)。また、大蔵省は為銀の外銀借入、ユーロ・マネー取入れ等の外貨債務残高について規制を導入した(8月19日)。

しかし、「大手商社、企業の現地における資金調達力が予想以上に向上しており、本邦為銀の現地貸付が抑制されても外国銀行から容易に借入れを行うことができた。……この点は当局の誤算であった」。²⁾このことは、企業金融の国際化が当局の予想以上に進んでいたことを意味している。

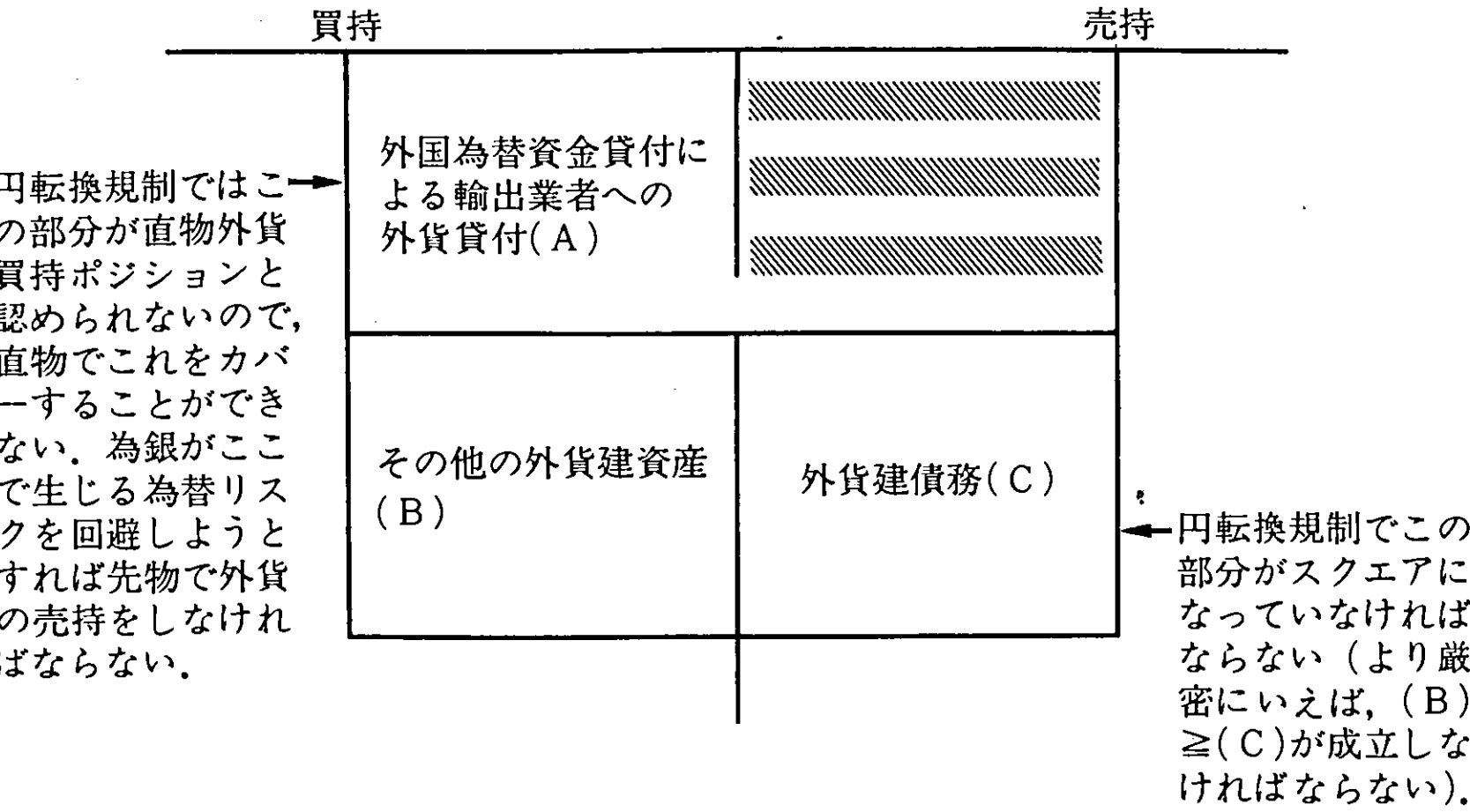
為替のヘッジングは外国為替資金貸付制度と円転換規制の非常に奇妙な取合せと密接に関連している。外国為替資金貸付の制度は輸出に低利の円資金融資を行うことを目的とした制度で、基本的には外国為替銀行が輸出業者に外貨建ての貸付けを供給する一方、その貸付けを見合いに日本銀行が円資金を供給するというものであった。³⁾

為銀の立場からみれば円資金を借り入れて外貨建貸付を供給するわけであるから、ここには直物外貨の買持ポジションが発生する。このポジションを解消するもっとも手っ取り早い方法は、為銀が外貨建ての借入れを行うことである。ところが、日銀は外貨借入による為銀のヘッジングを「二重金融」と称して好ましくないと考え、昭和43年2月6日から始まった円転換規制のもとで、外国為替資金貸付に伴って発生した直物外貨買持の分を直物ポジションの算定から除外するというルールを採用した。このため、為銀は直物ベースで外貨買持ポジションを強制されることになったのである(図10-6を参照)。

為銀はこの強制された直物外貨買持ポジションの解消を望む場合、先物で外貨を売持する以外にないのである。しかし、たとえば昭和46年5月以降のように外貨(ドル)の先物が、強い円切上げ期待のもとで大幅にディスカウントされた状態が続けば、先物外貨売持は多大のコストを伴うことになる。そこで、為銀はそのような先物カバーをつけずに多額の直物外貨買持ポジションを保持しつづけた。⁴⁾

46年8月16日から27日までに外為市場で売られたドル(総額38億9500万ドル)の中には、為銀が以上のような経緯で保持してきた直物外貨買持ポジションを解消するためのヘッジングがかなり含まれていた。為銀はこのヘッジングを外銀からのドル借入によって行った。大蔵省の資料によると為銀の外銀からの借

図 10-6 外国為替資金貸付と円転換規制のもとでの為銀の外貨ポジション



(注) この図は外国為替銀行の直物外貨ポジションだけを取り出してバランス・シート形式で表現したものである。「外国為替資金貸付による輸出業者への外貨貸付」の部分は為銀の日銀からの円資金借入が対応している。

入残高は7月末から8月18日までの間に11億ドル程度増加したのである。

ただし、円転換規制を順守するためには、このようなヘッジングに対応して為銀は8月の月末には直物外貨買持ポジションを増やさなければならない。これは為銀に、円切上げが強く予想されている状況のもとではいかにも不合理な選択を強いることになる。日銀はこれに対応して8月19日以降外為資金貸付の期限前返済を積極的に容認することとした。期限前返済を行うことによって為銀にとっては円転換規制上の直物外貨買持ポジションが自動的に増加し、それだけ外貨借入によるヘッジングが容易となるのである。昭和46年を通じて日銀の外国為替資金貸付残高は減少を続け、47年2月には残高がゼロとなった。日銀は翌3月29日にこの制度を停止し、ついで47年9月30日にこれを廃止した。⁵⁾

変動相場への移行(昭和46年8月28日)と為替管理強化 日本銀行は、ニクソン声明が発表された8月16日以降27日までの間に総額40億ドルを超す平衡操作買いを行った。とくに27日の東京外国為替市場においては12億ドルを上回るドル売りが殺到したといわれる。また、8月17日から27日までのドル売り総額は約39億ドルにも上った。日本の外貨準備は8月中だけで46億ドル近く増加し、

8月末には125億1400万ドルに達した(図10-4を参照)が、このおよそ85%が17日から27日までの期間に集中したのである。

後に大蔵省が国会に提出した資料によると、8月後半のドル売りの主役は主要為銀14行であった。それらの銀行は8月17日から27日までの期間に34億9000万ドルのドルを売却したのである。また、そのドル資金の主要な源泉は大手商社の扱った輸出前受金の流入であった。同じ大蔵省の資料によると、8月17日以降月末までの輸出前受金流入は約14億ドルであり、その内の9億ドル弱が大

表 10-10 主要銀行別ドル売りおよび輸出前受金流入状況 (単位: 100万ドル)

(1)直物対市場売超額(8月16~27日)			
東京銀行	692	神戸銀行	75
三菱銀行	492	協和銀行	61
富士銀行	394	興業銀行	29
住友銀行	364	拓殖銀行	15
三井銀行	352	埼玉銀行	15
第一勧業銀行	341	小計	3,490
三和銀行	315	その他	405
東海銀行	233		
大和銀行	112	合計	3,895

(2)輸出前受金の流入状況(8月17~31日, 1件5万ドル以上)			
銀行別		商社別	
東京銀行	267	三井物産	331
三井銀行	221	丸紅飯田	142
富士銀行	194	日商岩井	85
住友銀行	151	住友商事	64
三和銀行	128	伊藤忠商事	61
第一勧業銀行	77	三菱商事	59
東海銀行	62	日綿実業	53
三菱銀行	57	トーマン	42
大和銀行	24	安宅産業	30
神戸銀行	22	兼松江商	17
協和銀行	11	小計	884
興業銀行	10	その他	518
拓殖銀行	8		
埼玉銀行	5		
小計	1,238		
その他共計	1,402	合計	1,402

(出所) 大蔵省が衆議院予算委員会へ提出した資料(昭和46年10月30日)。

手商社によるものであった。これらの統計が表 10-10 に示されている。

大蔵省・日銀は 8 月 28 日、これ以上の平衡買いの継続を不可能と判断し、為替レート変動幅の制限を暫定的に停止することを決定した。この結果、同日の円レートは 5 % 前後切り上げられた 1 ドル = 342.20 ~ 341.30 円前後で取引された。⁶⁾ 同時に、金融当局は多量の資金流入に対処するため為替管理の強化を実施した。すなわち、規制強化は概略次の内容のものであった。

- (1) 日本企業が輸出前受金の形で受け取ったドルを東京外国為替市場で円に換えることを 9 月 1 日から許可制とし、事実上禁止した。
- (2) 外国為替銀行の円転換規制枠を 8 月末の水準に抑制する。
- (3) 外国為替銀行の自由円預金残高を 8 月末の水準に抑制する。

さらに、大蔵省は 46 年 9 月 1 日に証券会社経由の外国人による投機資金流入を抑制するため、大手証券会社 6 社の外貨特別勘定残高を 8 月末日の水準に凍結させることとした。為替管理に関する規制措置は従来行政指導、あるいは日銀の指導として行われてきたが、大蔵省は 8 月 31 日の措置によって輸出前受金規制を制度化したのに続き、9 月 6 日には外為銀行に対する円転規制,⁷⁾ 対外債務残高規制、自由円残高規制を制度化するため、貿易外取引の管理に関する省令の一部を改正しただちに施行した。

〔注〕

- 1) 「ヨーロッパ諸国はニクソン声明直後、一斉に為替市場を閉鎖したのに対し、東京市場については、(1)ヨーロッパ諸国と異なり、わが国の場合には輸出入取引の 9 割前後がドル建てで行なわれているので、市場を長期にわたり閉鎖すれば、対外取引が停滞し経済全体に著しい支障をきたすと予想される。(2)わが国の場合はかなり行き届いた為替管理が存在するので、ヨーロッパ市場と異なり、いわゆるホットマネーの大量な流入は阻止しうる等の判断に基づき、市場を開き続けることが決定された。」(『銀行局金融年報』昭和 46 年版、14-15 ページ)

大蔵省関係者の話では、46 年 8 月時点で鳩山大蔵次官が外為市場閉鎖の考えをもっていた。しかし、担当部局である国際金融局は市場閉鎖に反対であった(相沢英之「三重苦」への直面と財政拡大路線、安藤博による聞き取り)。

- 2) 『日本銀行百年史』第 6 巻(昭和 61 年)、321 ページ。
- 3) 外国為替資金貸付制度とその問題点についての詳しい説明は、前掲、『日本銀行百年史』第 6 巻、328-30 ページを参照。
- 4) 昭和 40 年 12 月から実施された外国為替手形買取制度は、このような困難を解消するためのものであったが、その規模は非常に小さかったので、効果的ではなかった。大

蔵省の資料では 46 年 7 月末において為銀が保有していた直物総合外貨ポジションは 10 億 1400 万ドルの買持であった。

- 5) 昭和 47 年当時、輸出優遇のための外国為替資金貸付制度の対象となった輸出前貸手形の主な利用者は中小企業であった。そこでこの制度を廃止することが中小企業に大きな打撃を及ぼすことがないように、日本銀行は輸出前貸手形、期限付輸出手形を工業手形や輸入貿易手形と同じ「準商業手形」として扱うことにした。この「準商業手形」とは、公定歩合による日銀貸出の適格担保にできるというステイタスである。さらに、中小企業関係の輸出前貸手形、期限付輸出手形は日銀の窓口において優遇されることも決まった(『銀行局金融年報』昭和 48 年版、29-31 ページ)。

- 6) 『金融』昭和 46 年 9 月、67 ページ。

- 7) 具体的には月末残高、および月中平残の規制を毎日の残高規制に強化した。

2 ニクソン・ショックと国内経済政策

悲観的な観測の強まり 国内経済がデフレ状況にとどまっている時期にニクソン・ショックは起こった。とくに声明に盛り込まれていた 10 % の輸入課徴金と変動相場制移行によって実現されざるをえない円切上げは日本経済に対し深刻なデフレ効果を発揮するであろうと一般的に判断された。とくに政策当局は円レートの事実上の切上げによるデフレ効果に対して強い危機意識をもった。この点は、変動相場制度への移行に際して発表された大蔵大臣談話(8 月 27 日)において表明されている。そこには、「今回の措置と米国の輸入課徴金の賦課などに伴う輸出の減退、内需の停滞を補い、国内需要を喚起し、国民生活の向上と社会資本の整備を一層推進するため、公債政策を活用して次期国会に補正予算を提出するほか、財政投融资計画の追加を行ない、さらに、金融面、税制面においても積極的な施策を講ずる所存である」と述べられている。¹⁾

専門家の間でも、日本経済の先行きに関する悲観的な見方が強まった。たとえば通産省が 8 月 20 日に取りまとめて発表した「米国の輸入課徴金制度の採用によるわが国対米輸出への影響について」では、日本の対米輸出は昭和 46(1971)年に 13.2 億ドル、47 年に 16.8 億ドル減少し、間接的な効果を含めると日本の輸出は 46 年 18.9 億ドル、47 年 23.9 億ドル減少すると予測されている。²⁾

また民間の研究機関等の予測では、円切上げ効果は輸入課徴金の効果よりも一層デフレ的であり、日本の実質経済成長率は 5 ~ 7 % 程度に低下するとされ

た。その結果として輸出の減退よりも、先行きに悲観的な見通しが強まったための設備投資抑制、在庫投資手控えが国内経済のデフレ傾向を強めた。³⁾

財界の「早期切上げ論」 昭和46年8月28日の変動相場制への移行は、財界関係者には大きなショックであった。とくに彼らは、変動相場制度においては輸出成約が困難になるのではないかと強く懸念した。そのため、経団連、経済同友会などの財界団体は平価調整(つまり円切上げ)はやむをえないという判断に至った。彼らにとっては、できるかぎり小幅な円切上げを実施して、速やかに「不安定な」変動相場制度から固定相場制度へ復帰することが望ましかったのである。⁴⁾

日本開発銀行の設備投資計画調査 昭和46年度中に各種機関が実施した設備投資計画に関する調査でも、ニクソン・ショックとその後の円切上げがもたらすデフレ効果に関するペシミズムがはっきり現れていた。ここでは日本開発銀行による産業別の設備投資計画調査から、そのペシミズムの推移を読み取ってみよう。

開発銀行は例年、2月と8月の2回、1000社以上に上る資本金10億円以上の有力企業を対象として、その年度および次年度の投資計画を調査している。たとえば有力企業の47年度の投資計画は、46年8月1日、47年2月1日、同年8月1日、そして48年2月1日の4回にわたって調査されることになる。当然47年度末に近づくほど、計画の調査値は実績値に近くなる。しかし、その間に調査対象となった企業や産業の将来に関する思惑がどのように変化したかを、大まかにではあれ捉えることができよう。表10-11は、上記の4時点において調査された設備投資計画を47年度のものを中心としてまとめている。

この表によると、非製造業を除く多くの産業分野の46、47年度設備投資計画が、すでにニクソン・ショックが生じる以前(46年8月1日の時点)において、それ以前の4年間の設備投資実績伸び率の平均値を大きく下回っていた。これは、45年半ば以降の景気下降を反映している。

ニクソン・ショックとスミソニアン協定に基づく円切上げが実施された直後の47年2月1日の調査によると、47年度の設備投資計画(2)はさらに大きく下方修正された。ただし、非製造業分野の計画は(1)とほとんど変化していない。これは円切上げが交易財産業を多く含んでいる製造業にとくに強く打撃を与える

という(理論的に妥当な)見通しが生み出されたことを示唆している。

その後、47年8月1日(3)、48年2月1日(4)と時間が進むにつれて、47年度の投資計画はわずかながら上方修正された。つまり、47年度初頭の時点で円切上げのデフレ効果についての非常に悲観的な予測がもたらされ、その後悲観的な判断が次第に修正されたのである。

48年度の投資計画については、47年8月1日(3)の時点では非常に弱気な計画が見込まれていた。とくに製造業に関してはそういえる。しかし、48年2月1日(4)になると計画は大幅に上方修正され、多くの産業分野で楽観主義が復活しつつあることをうかがえるのである。

中小企業向け緊急対策 政府は9月23日の閣議で緊急中小企業救済策を決定したが、アメリカの輸入課徴金と変動相場制度移行が輸出依存度の高い中小企業に強い打撃を与えつつあるという認識に立脚するものであった。さらに、この閣議決定を受けて12月16日には「国際経済上の調整措置の実施に伴う中小企

表 10-11 日本開発銀行による設備投資計画調査(対前年度増加率、%)

	42～45 年 実績平均	支 払 べ ー ス 計 画 額							
		46年度計画		47年度計画				48年度計画	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)
全 産 業	28.8	17.6	13.4	1.6	-4.2	-2.6	-3.6	0.5	10.8
製 造 業	35.4	10.9	7.2	-6.7	-14.0	-13.6	-12.6	-8.2	8.2
食 料 品	16.9	13.7	10.3	-2.1	18.5	26.1	21.0	-19.1	12.8
織 維	36.6	3.5	-0.6	-14.3	-32.7	-24.9	-21.7	-13.6	3.8
紙 パ ル プ	21.8	23.2	21.3	-3.8	-18.8	-21.9	-13.2	-19.7	-5.7
化 学	36.7	2.6	-4.7	-16.7	-24.8	-31.9	-32.0	-9.7	2.8
石 油 精 製	35.6	42.1	39.9	16.8	16.6	26.3	7.0	-4.3	12.9
鉄 鋼	46.4	21.9	22.9	-2.7	-21.7	-22.3	-16.2	1.8	-19.6
非 鉄 金 属	28.7	10.0	5.3	-17.8	-27.3	-28.0	-22.7	-15.8	10.9
電 機 機 械	47.2	15.9	-29.0	-11.8	-18.4	-11.7	-16.4	4.3	36.9
自 動 車	32.2*	-7.0	-9.6	-18.6	-0.1	2.2	0.9	-4.9	31.4
造 船	n.a.	89.0	115.4	40.1	15.1	22.3	28.3	-17.0	-10.4
非 製 造 業	20.0	31.3	25.6	13.1	12.4	11.7	9.1	7.5	13.6
建 設 土 木	24.4	33.4	13.4	-0.9	21.1	28.8	21.0	-8.0	15.2
電 力	19.7	31.7	29.8	11.4	15.0	13.6	12.8	15.2	19.4
運 輸	22.9	34.3	25.8	22.6	8.5	7.1	-0.9	-0.9	-4.8

(注) (1)調査時点：昭和46年8月1日、(2)調査時点：47年2月1日、(3)調査時点：47年8月1日、(4)調査時点：48年2月1日。

*は輸送用機械。

(出所) 日本開発銀行設備投資研究所「経営指標ハンドブック」。

業に対する臨時措置に関する法律」が公布された(昭和46年法律第124号)。法律の骨子は、(1)中小企業近代化資金助成法(設備近代化資金の償還期間を5年から7年へ延長する)と中小企業信用保険法に特例を設ける、(2)事業転換を助成するための課税の特例を設ける、(3)就職斡旋を強化する、などからなっている。

昭和46年度補正予算、財投追加等 昭和46年10月12日、政府はアメリカの輸入課徴金、変動相場制への移行に伴って予想される一層の景気後退に対応するため、46年度一般会計予算補正案、財政投融资計画の追加(第3次)、税制改正要綱、46年度地方債計画の第3次改訂を決定した。

一般会計補正予算に関しては、公共事業費を2320億円強追加する等を織り込んでおり、この結果46年度一般会計歳入歳出予算総額はおよそ9兆6590億円、対前年度比17.6%となった。また、この大型補正予算の財源として46年度中に7900億円の国債増発が国債発行等懇談会において決定された。このため、46年度の国債発行額は当初計画の4300億円と合わせて1兆2200億円となった。

〔注〕

- 1) 財界の悲観的な見通しは経団連が10月12日に発表した「平価調整対策に関する意見」に代表されている。この意見は「円切上げが今後の景気動向、企業経営に与える影響の大きさに鑑み、円切上げ対策について政府の方針を固め、経済界の不安感と無用の混乱を防ぐべきである」と主張し、「円切上げは、それがなくとも長期低迷の色濃い景気を一層悪化させ、本格的な構造不況を招来する惧れがある。景気の先行きに対する不安から民間の設備投資意欲は極度に沈静化しており、当面の景気立て直しのためには、減税と公共投資の併用による思い切った景気テコ入れ措置が必要である」と要求している(『経済団体連合会三十年史』(昭和53年)、577-79ページ)。
- 2) 通産省「米国の輸入課徴金制度の採用によるわが国対米輸出への影響について」(昭和46年8月20日)。
- 3) 「金融」昭和46年10月、68-69ページ。
- 4) たとえば昭和46年9月18日の水田蔵相の声明に対する財界の反応(『日本経済新聞』昭和46年9月18日)。

3 「過剰流動性」へ

日本はこのニクソン・ショック以前から、円切上げ要請の圧力にさらされており、いかにこの要求をかわすかが当時の最も重要な政策課題であった。円切上げが輸出に全面的に依存している多くの日本企業の経営に深刻な打撃を与え、

ようやく回復の兆しが見えはじめた国内景気を再びデフレ状態に引きずり込むものと懸念されたためである。

昭和46年12月17日に締結されたスミソニアン協定に基づいて12月19日に円は1ドル360円から308円へ切り上げられたが、この切上げ幅は日本国内においては予想外に大幅であると受けとめられた。このため、国内経済を刺激する政策が従来に増して強く求められることとなった。金融当局の政策は積極的な金融緩和政策と資本流入の防止を目的とする為替管理の若干の緩和へ向かった。

昭和46年年末から47年初頭にかけてとられた為替管理緩和措置は日本の政策当局が46年12月の円切上げによって日本経済が再び国際収支赤字、資本流出に悩まされることになるであろうと予想していたことを示唆している。しかし、円切上げの国際収支に及ぼす効果に関するこの予想は明らかに誤っていた。たとえば、47年1月には輸出前受金受入れ規制の廃止を受けて、輸出前受金がただちに大量に流入した。¹⁾ 結局、大蔵省は47年2～3月に再び資本流入規制を

表 10-12 経済企画庁の昭和46年度経済見通しの改訂(対前年度伸び率、%)

	1月時点の見通し	10月時点の改訂見通し	実績
国民総生産(名目)	15.1%	10%前後	10.2%
同 (実質)	10.1%	5.5%前後	5.3
個人消費支出	15.8%	14.5%前後	
民間住宅建設	24.3%	12%前後	
民間設備投資	12.6%	ほぼ横ばい	
民間在庫投資	3.4%	-55%程度	
政府支出	15.4%	19%前後	
鉱工業生産	11.8%	3.5%前後	
卸売物価	1.0%	-0.4%程度	
消費者物価	5.5%	5.5%程度	
国際収支(億ドル)			
経常収支	21.5億ドル	39億ドル程度	58.0億ドル
貿易収支	46.5億ドル	61億ドル程度	77.9億ドル
輸出	228.0億ドル	224億ドル程度	236億ドル
輸入	181.5億ドル	163億ドル程度	158億ドル
基礎的収支	4.5億ドル	25億ドル程度	

(出所) 経済企画庁「46年度経済についての現時点における暫定試算」(昭和46年10月12日閣議報告)。ただし実績は、経済企画庁「国民所得統計年報」、および日本銀行「経済統計年報」による。

強化せざるをえなかったのである。具体的には(1)輸出前受けの再規制, (2)在外銀の円転換規制強化, であった。

昭和46年10月に閣議了承された経済企画庁の昭和46年度経済見通しも, 深刻なデフレの進行を予想している。46年1月の時点で出された見通しと比較するとその点が明らかになる(表10-12を参照)。実質国民総生産成長率は円切上げが実施される以前の段階で予想された水準を大きく下回り, 半減するであろうと予想されたのである。しかもこの予想は開発銀行の設備投資見通しと同様に, 決して過度にペシミスティックだったわけではない。実際, 実現した実質GNPの成長率は5%強にとどまったのである。

昭和46年後半の時点において, 政策当局が一層景気拡大政策を追求すべしという判断に至ったとしても, そのこと自体は不自然ではない。しかし, あくまでも再度の円切上げを回避しようとしたとすれば, それは状況の把握を誤ったことになる。その過ちが, 47年以降の「過剰流動性」をもたらすことになった。この点の考察が次の章の主題である。

〔注〕

- 1) 47年1月6日以降, 商社の輸出前受資金の流入を主因として, 巨額のドル売りが行われた。日銀はその大部分を平衡買いして円レートの上昇を防いだといわれる。

第11章 狂乱物価と第1次石油危機

「金融政策」編は、昭和48年度までの期間を視野に入れることになっている。そして、この章は展望の最後として昭和46年から49年初頭までの波乱に富んだ期間を考察する。この期間には円の切上げが実施され、スミソニアン体制のもとに固定為替相場制度が復活した。しかしこの固定為替相場制度は短命で、昭和48年2月には実にあっさりと崩壊してしまう。この間日本では、極端な金融緩和政策が、円再切上げ阻止を目的として実施され、結局急速なインフレーションを惹起することになった。また、石油輸出国機構(OPEC)が原油価格の大幅な引上げを敢行し、全面的に原油輸入に依存している日本経済に非常に深刻な打撃を与えることになった。このように、変動目まぐるしい状況に対して、日本の金融当局はどのように対処し、どのような政策を講じたのか。この章では、この視点から金融政策の推移を考察する。

第1節 スミソニアン体制と金融緩和推進

1 金融緩和促進

円切上げ 日本政府は昭和46年8月15日の「ニクソン声明」以後も、かたくなに固定為替レートを維持しつつ外国為替市場を開きつづけたが、ついに8月28日に為替レート変動幅の制限を停止し、変動相場制へ移行した。直物為替レート(インターバンク)は前日の8月27日に1ドル=356.37円をつけたが、翌28日には一挙に341.30円へ上昇し、その後これから説明するスミソニアン体制が合意される12月18日まで、じりじりと上昇を続け最終的には320.60円まで増価した。この間およそ12.3%の円の切上げがあったことになる。¹⁾

昭和46年12月18日、ワシントンで開催された10カ国蔵相会議においてドル切下げ(金の対ドル価格の引上げ)を含む多国間通貨調整に関する合意が成立した。その主な内容は、(1)金価格を1オンス35ドルから38ドルへ引き上げるとともに主要国為替レートを調整する、(2)暫定的に、為替レート変動幅を従来の上下1%から上下2.25%へ拡大する、(3)アメリカは10%輸入課徴金および設備投資税額控除措置の関連条項をただちに撤廃する、(4)長期的な国際通貨制度のあり方についてIMF体制の枠内で検討する、等である。

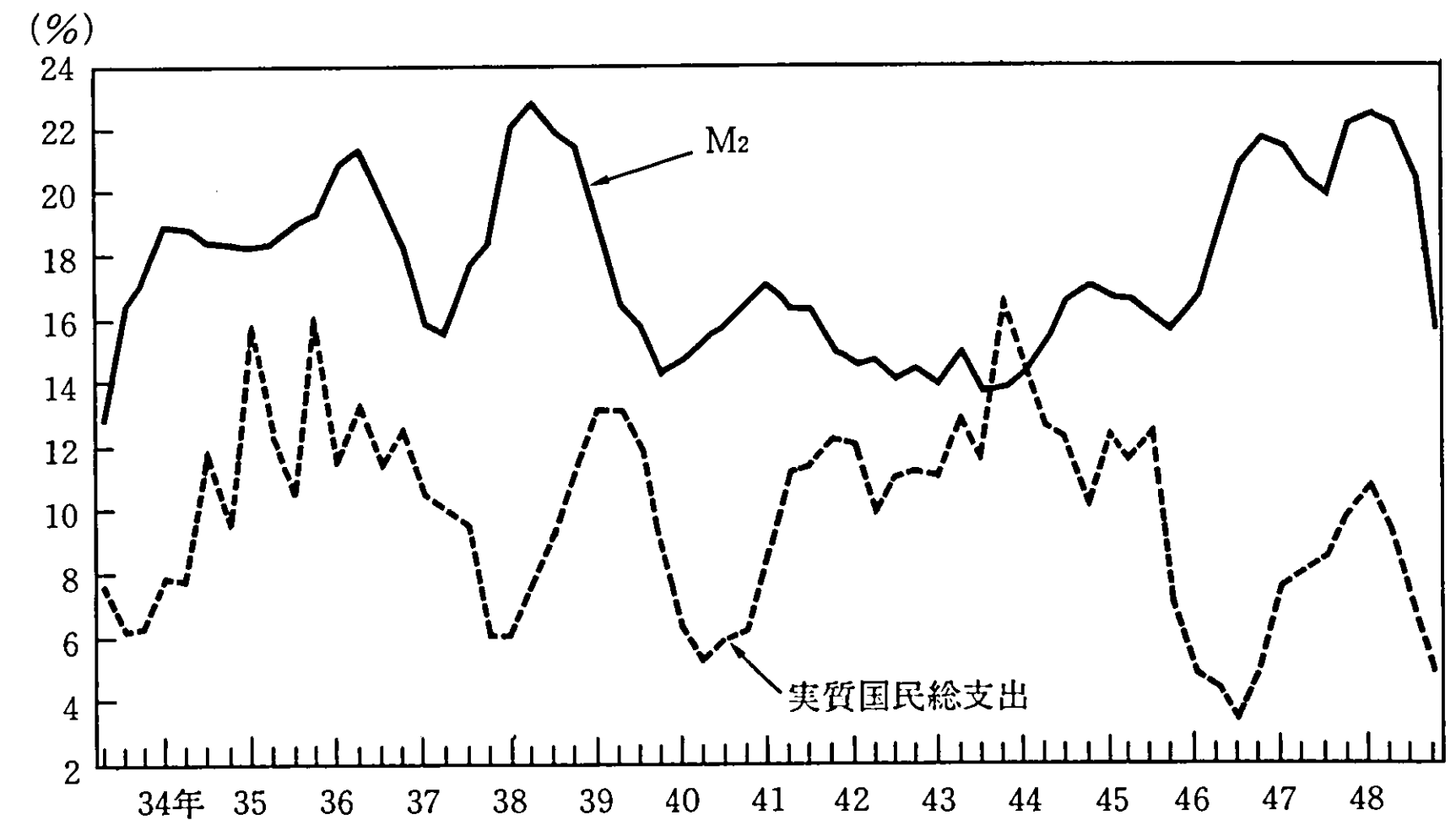
この合意によって、46年8月以来事実上停止状態にあった固定為替相場制度への復帰が実現したのである。この体制は合意が形成された会場の名前にちなんでスミソニアン体制とよばれたが、この体制のもとで日本の円は1ドル308円に決定された(同年12月20日より実施)。これは旧来の1ドル360円という為替レートに比べて16.88%の円切上げであったが、この切上げ幅は日本の関係者にとっては予想外に大幅なものであった。²⁾

日本の金融当局は、スミソニアン合意後に円レートが一挙に1ドル=308円に上昇することを防ぐために、新しい体制の下で円レートの下限となる1ドル=314.93円を若干上回る水準で積極的に外為市場へ介入し、均衡レートを徐々に上昇させる方針をとった。³⁾

公定歩合の第5次引下げ スミソニアン体制が発足した直後の12月28日、公定歩合を0.5%引き下げ4.75%とすることが決定された。この公定歩合水準は昭和24年以前を別にすると戦後最低の水準である。しかも46年第3四半期には、 M_2 で定義されたマネー・サプライ増加率は38年第4四半期以来7年半ぶりに20%の水準を回復した。したがって、少なくとも表面的には金融緩和がすでに大いに進んでいる状況にあった(図11-1を参照)。

しかしこの当時、日本の政策当局は、8月末以降の円レート上昇がもたらすデフレ効果を払拭するためにも、また経済に不安定性をもちこむ再度の円切上げを回避するためにも、さらに一段の金融緩和、金利引下げを望ましいと考えていたのである。そして、そのためには預貯金金利引下げが必要であると判断していた。相次ぐ金利引下げの過程で預金金利だけが引き下げられないという状況は金融機関の資金コストを相対的に高くし、金融機関の経営を圧迫することによって、金利の低下、金融緩和の進展を妨げているという認識があったの

図 11-1 実質国民総支出(GNE)とマネー・サプライ M_2
(対前年同期比)(年・四半期)



である。⁴⁾

民間金融機関の預金金利を引き下げる場合には、それと密接な競合関係にある郵便貯金の金利の取扱いが当然問題となる。しかし、郵政省は預貯金金利引下げに強く反対した。46年12月28日の公定歩合0.5%引下げは、預貯金金利引下げの目途がつかない段階での「見切り発車」であった。⁵⁾

しかし、すでに述べたようにマネー・サプライの急増は始まっており、民間金融機関の貸出行動も46年夏以降(資金ポジションの改善や、コール・レートの低下によって)著しく積極的となっていたから、金融緩和が不十分であるという判断が妥当であったか否かは微妙である(表11-1を参照)。46年末から47年にかけて鉱工業生産指数の伸びは依然低迷していたが、金融緩和の実体経済への効果は、遅れをもって現れると考えるべきだからである。しかし、金融政策効果が実体経済に浸透するまでにかかなり長いラグが存在することは、これ以前の日本においては問題とされなかったことかもしれない。この点はこの後詳しく考察する。

郵貯金利引下げ交渉 また、預貯金金利引下げをめぐる交渉の過程で、郵政省の側から、(1)郵便振替の取扱い範囲を電気、ガス、水道などの公共料金から

表 11-1 主要経済指標(昭和46～49年)(対前年同期比, %)

年・四半期	実質国民 総支出	鉱工業 生産指数	物価指数		全銀貸出 残高	国際収支(100万ドル)	
			消費者	卸売		貿易収支	経常収支
昭和46年 I	4.5	8.7	5.6	-0.1	18.6	1,055	434
II	4.6	2.9	6.3	-0.7	20.7	1,748	1,262
III	3.5	4.1	7.7	-0.6	22.5	2,489	2,100
IV	4.8	4.3	5.5	-1.3	24.2	2,495	2,001
昭和47年 I	7.5	2.8	4.6	-0.7	24.1	1,688	958
II	8.0	6.2	4.8	-0.5	23.2	1,984	1,212
III	8.4	7.1	5.0	0.3	24.5	2,637	2,084
IV	9.8	12.5	4.7	4.1	25.6	2,662	2,370
昭和48年 I	10.7	17.5	7.1	9.3	25.3	1,050	494
II	9.5	19.0	10.5	12.5	24.1	593	-416
III	7.1	18.1	12.9	17.3	20.9	1,005	101
IV	4.8	16.2	16.4	23.9	16.6	1,040	-315
昭和49年 I	-2.2	4.3	24.5	35.5	14.9	-1,849	-3,288
II	-1.9	-1.0	23.9	35.4	13.7	-848	-2,404
III	-0.3	-6.6	24.8	32.5	11.8	1,517	-134
IV	-1.0	-14.3	24.6	23.6	10.8	2,616	1,133

拡大する、(2)現行の預貯金金利水準の下で不利な取扱いを受けている預金者を保護するという名目のもとに「郵便貯金貸付制度」を導入するという提案が出された。⁶⁾ 民間金融機関はこの案に対して反対したが、大蔵省も郵便貯金貸付制度が財政投融资の一元的運用を阻害する等の理由で強く反対した。また日本銀行も、郵便局による貸出しは、単に民間金融機関の経営を圧迫するばかりでなく、日銀の金融調節に対しても無視しえない影響を及ぼすとして反対した。

大蔵省は、郵政省側の貸付制度構想に対抗するため、民間金融機関による「庶民ローン」を促進する方針を固め、民間金融機関に対し小口資金貸出制度を検討するよう要求した。このように、景気浮揚策としての預貯金金利引下げをめぐる議論は思わぬ方向へ発展することになったのである。

為替管理の緩和と再強化 日本の金融当局は、ニクソン・ショックの直後、日本への短期資金流入を抑制することを目的としていくつかの為替管理強化策を打ち出した。⁷⁾ しかし金融当局は、スミソニアン合意による円の切上げによって、むしろ短期資金の流出を懸念し、昭和46年5月から8月末に採用された為替管理規制を46年末から47年初頭にかけて撤廃、ないし緩和する措置をとっ

た。

すなわち、46年12月21日に、(1)円転換規制を日々の残高規制から月中平均残高規制に戻す、(2)外国為替銀行の対外債務残高規制を撤廃する、(3)外国為替銀行の支店、子会社による現地貸し、現地借入保証に対する規制を撤廃する、等の措置がとられたのである。また、47年1月6日には、(4)非居住者自由円預金残高規制、(5)証券会社の証券円特別勘定の残高規制、(6)海外短期資金取入れ規制、(7)輸出前受金規制が、それぞれ撤廃された。⁸⁾

この規制緩和は、資本が日本から海外へ流出することを懸念してとられた措置であったが、実際には規制緩和後、ただちに巨額のドル売りが発生した。すなわち、47年1月6、7日の両日、商社の輸出前受金の流入を主因とした短期資金流入が数億ドルの規模で生じたのである。このため、金融当局は2月25日に外貨流入、外貨準備増加を抑制するために、再び輸出前受けを規制するとともに、在日外国銀行の円転換規制を強化することにした。⁹⁾

若干の改善措置 このような外国為替市場の動きのなかで、活発化する取引を支えるための改善措置や規制の緩和が図られた。前者は、ドル・コール市場の創設であり、後者は「外貨集中制度」の廃止であった。

大蔵省は昭和47年4月17日、為替管理自由化の一環として、日本の外国為替銀行18行、在日外国銀行23行に対して、ドル建てのコール取引を認可した。この結果、日本の銀行はドルの余裕資金を国内においても運用できるようになった。さらに、海外市場に直接アクセスしにくい銀行も、国内市場においてドル建短期資金を調達できるようになったのである。

日本では長年にわたって、外国為替管理令に基づいて、輸出などで獲得した外貨を強制的に為替管理当局へ集中する一方、輸入などで必要な外貨は「優先度に応じて」払い出す制度、つまり、「外貨集中制度」(正式には「外国為替等集中規制」とよばれる)がとられてきた。しかし、47年5月にこの外貨集中制度は廃止された。この制度の廃止により、居住者外貨預金勘定の創設、非居住者外貨預金勘定の創設が認められることになった。¹⁰⁾

準備預金制度の活用 金融制度調査会は昭和46年12月16日に「準備預金制度の活用に関する答申」を発表した。この答申では、「内外均衡達成のための金融政策手段の整備」の一貫として準備預金制度の活用が強調されているが、と

くに短期資金の流入に対処するため、非居住者円勘定に対して相対的に高い準備率を適用し短期資金流入を抑制することが適当であるとしている点が注目された。¹¹⁾

この答申を受けて、「準備預金制度に関する法律」(昭和32年5月27日法律第135号)が改正され、47年5月1日に公布・施行された(昭和47年法律第23号)。この改正に基づいて、日本銀行は47年6月1日から非居住者自由円預金の増加額にかかる準備率を25%に設定した。ただし従来、自由円預金残高に対して課せられていた準備率は廃止された。

ポンド危機への対応 イギリス経済は昭和46(1971)年には停滞状態にあったが、貿易収支が改善し、アメリカからの短期資金の流入があるなどの条件により、国際収支面では比較的安定した状況にあった。しかし、スミソニアン体制の下でポンドを8.57%切り上げたこと、47年に入って炭坑ストや賃金引上げ要求の高まりなどで生産活動水準の低下がみられ、貿易収支が再び悪化し、ポンド切下げの思惑が強まった。¹²⁾ 6月になると、ポンド売りの圧力が急激に高まり、ついに6月23日イギリス政府はポンドの変動相場制度への移行を決定した。

この決定を受けてヨーロッパ諸国は一時的に外国為替市場を閉鎖するとともに、為替管理の強化に乗り出した。日本政府も6月24日から28日まで外国為替市場を閉鎖し、市場再開後は、(1)非居住者自由円預金に対する準備率を25%から50%へ引き上げる、(2)証券特別勘定を外貨建てと円建てに区分し、証券投資の形での外貨の円転換を規制する、(3)輸出、前受金取入限度額を1件1万ドルから5000ドルに引き下げる、などの為替管理強化を打ち出した。¹³⁾

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、図1-1(333ページ)を参照。
- 2) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、359ページ。国内では、円切上げ幅はせいぜい5～10%程度と予測されていたのである(『金融』昭和47年1月、78ページ)。
- 3) 『金融』昭和47年2月、76ページ。
- 4) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、358-59ページ。
- 5) 「上述のような情勢のなかで公定歩合引下げに踏切ったのは、郵便貯金金利引下げ問題によって、本来機動的に運営されるべき金融政策がせいちょうされてはならない、という考え方によるものであった。……本行としては、ニクソン・ショック以降の企業マインドの消極化、景気停滞下での円切上げの決定などにかんがみ、金融緩和基調を維持しつつ、市中貸出金利の低下を一段と促進し、為替レート調整直後の経済に明る

さを与え、経済活動の回復を促すこと、経済界の新しい事態への順応をよりいっそう円滑にすることが大切との政策判断を優先させたのである」(前掲、『日本銀行百年史』第6巻、360ページ)。

- 6) 昭和47年2月9日の自由民主党通信部会の席上、広瀬郵政大臣が、これらの制度に関する説明を行った(『金融』昭和47年4月、92-93ページ)。
- 7) 第10章第4節第1項を参照。
- 8) 大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度』第12巻「国際金融・対外関係事項(2)」参照。
- 9) 従来、在日外国銀行の円転換は、3カ月単位で規制されてきたが、それを日々の残高ベースで規制することにしたのである。
- 10) 外国為替公認銀行に対して実施されてきた為替持高規制、円転換規制は外国為替等集中規則を根拠にするものであった。この規則の廃止により、これらの規制は再構成されて外貨証券の取引規制として「貿易外取引の管理に関する省令」(昭和38年1月16日大蔵令1号)に組み込まれて、存続することになった。
- 11) 金融制度調査会「準備預金制度の活用に関する答申」(昭和46年12月16日)。
- 12) イギリスの貿易収支は昭和46(1971)年第3四半期、第4四半期とそれぞれ1億7600万ポンド、7400万ポンドの黒字を示したが、47年第1四半期には1億1800万ポンドの赤字へ転落した。
- 13) 大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度』第12巻「国際金融・対外関係事項(2)」参照。

2 政府の円対策(昭和46年10月～47年10月)

昭和46年10月12日の第1次円対策以来、47年5月23日、47年10月20日と3次にわたる円対策が講じられた。これらの対策の主眼は、いうまでもなく円切上げを防止することであった。そのための主要な政策方針は、ひとつは国内経済拡張政策であり、もうひとつは輸入促進、資本輸出促進などを目的とする構造的政策であった。

第10章第4節に説明したように、政府は46年6月4日に国際収支黒字の是正策として総合的対外政策8項目を決定した。このような是正策やその後の為替レート切上げの実施にもかかわらず、47年半ばに至っても国際収支の黒字基調に変化がなかった。このため円の再切上げを求める海外の要求が次第に強まってきた。政府は再び円切上げを回避するための政策措置の決定に迫られていた。とくにOECD閣僚会議に向けてなんらかの具体的政策のプラン策定が必要であった。その結果、47年5月23日にとりまとめられたのが円対策7項目である。

その概略は次の通りである。(1)財政金融政策の機動的展開(47年度予算の公共事業等の繰上げ施行, および金利引下げ), (2)輸入促進対策(輸入割当枠の拡大, 割当方法の改善, 輸入品の流通機構の合理化), (3)輸出入取引秩序の確立(輸出入取引秩序の確立に関する輸出業界の自主的努力を補完するため, 現行法令の機動的運用をはかる等), (4)資本輸出対策(居住者による外国非上場証券の取得自由化, 国際機関や外国政府などによる円建債券発行を円滑にするための努力), (5)外貨活用対策(為銀に外貨を預託することによって為銀の対外債務借入を抑制する等), (6)経済協力の推進, (7)立法措置(上記の諸対策のうち, 法改正を要するものは早急に立法措置を講ずる)。¹⁾

この7項目のうち, (1)を除けば46年6月の8項目と同様に「構造対策」であり, それらが日本の貿易収支や国際収支に及ぼす効果は曖昧なものにすぎない。重要な点は国内景気を積極的に拡大する財政金融政策(1)が真っ先に掲げられたことである。

47年7月に開催された日米通商協議, さらに8月のハワイにおける日米首脳会談において, 両国間の貿易不均衡是正が話し合われたが, 日本の対米貿易黒字を35億ドルから20億ドル台へ削減するために, アメリカ側の要求に相当大幅な譲歩がなされた。この譲歩も, 円再切上げを絶対に回避するという日本政府の基本方針に基づくものであった。²⁾

第6次公定歩合引下げ(昭和47年6月) 日本銀行は47年6月24日に公定歩合をさらに0.5%引き下げたが, これも上記の円対策7項目に即した措置であった。ただし金融当局の考えでは, 一層の金融緩和効果を得るためには預貯金金利の引下げが絶対に必要であった。³⁾ このためすでに46年末から懸案となっていた郵便貯金金利引下げ問題が再び取り上げられることとなった。

今回も郵政省側が金利引下げに強い難色を示したのである。郵政省側の金利引下げ反対の理由は, 消費者物価上昇による「預金の目減り」に対する国民の批判があった。また, 郵政省は預貯金金利引下げを承認するかぎり, すでに紹介した「郵便貯金貸付制度」を認めさせたいという思惑もあったに違いない。このため, 大蔵省, 郵政省の間で1カ月以上にわたる交渉が展開された。結局, 金利引下げの見返りとして, 47年2月頃から郵政省側で熱心に計画が進められてきた郵貯貯金者に対する貸付制度創設が認められた。⁴⁾ この結果, 47年6月

24日に第6次公定歩合引下げが(預貯金金利の引下げを前提として)実施されたわけである。

さらに, 予定どおり7月17日には預金金利の引下げが実施され(1年, 1年半の定期預金金利は0.5%, その他の預金金利は0.25%引き下げられた), また8月1日から郵便貯金の金利が同様の幅で引き下げられた。預貯金金利の引下げが実施されたのは, 昭和36年以来11年ぶりのことであった。

長期金利の全面的引下げ 預貯金金利の引下げをめぐる交渉に決着がついたため, 昭和47年7月から8月にかけて, 長期金利の引下げが実施され, 金融緩和が着々と推進されることになった。長期金利引下げは46年9月以来3度目であるが, 長期貸出(最優遇)金利は戦後初めて8%の水準を割り込んで, 7.7%へ低下した(この低水準は, 翌48年の5月まで続いた)。ここからも, 47年夏の時点において金融緩和がいかに強く推し進められつつあったかが分かる。表11-2は45年以来の長期金利の推移である。

郵貯の障害 ところで, 日本銀行関係者は47年6月の公定歩合引下げに関して, 郵政省側の抵抗によって金利引下げのタイミングが遅れたとしている。しかし, 昭和47年に入ってからの本格的な金融緩和自体が適切であるかどうか大いに疑わしい。公定歩合引下げのタイミングなどの微妙な問題よりも, もっと根本的な問題, つまり日銀が円切上げ回避のための拡張政策に全面的に肩入れ

表 11-2 長 期 金 利 の 推 移 (%)

	政府金融 機関貸出	民間金融 長期貸出	国 債	政 保 債	A格事業債	利付金融債 (5年)
昭和45年3月	8.2	8.2	6.902	7.139	8.046	7.638
4		8.5	7.011	7.434		
9	8.5					
46年9月	8.2	8.2	6.978	7.236	7.730	7.300
47年1月			7.189*		7.508	
4	8.0	8.0	7.034*	7.053	7.358	7.100
7			6.717*	6.868*	7.171*	
8	7.7	7.7				6.800
9					6.984*	
48年4月					7.272*	
5	8.0	8.0	6.966*	7.139*	7.518*	7.100

(注) *は満期10年のもの。無印は満期7年。
(出所) 日本銀行「経済統計年報」。

していたという問題の方が重要である。もちろん、47年の6月の段階においては一層の金利引下げを求める声は財界等においても非常に強かった。

実際、『日本銀行百年史』によれば、47年春頃には、すでに日銀の内部に金融緩和の行き過ぎを警戒する議論もあった。⁵⁾しかし政府首脳は円再切上げを回避するための景気拡大政策を強く望んでおり、日銀の首脳部もこれに同調したのである。

また47年初頭以来、日銀は都銀に対し過度の貸出しを抑制するよう道徳的説得を試みたが、その実効は上がらなかったともいわれる。「すでに(47年)年初来本行の窓口では取引先指導の一環として都市銀行に対し行き過ぎた銀行貸出の抑制につき指導を始めていたが、金融緩和基調の維持が政策運営の基本方針とされている状況のもとでは、こうした指導の効果にはおのずから限界があり、1月～3月、4月～6月とも表面上の貸出計数は増勢が若干鈍化したものの、実際にはこの間含み貸出が生じたため、これを勘案すれば、実質的には貸出は顕著な増勢を維持した。」⁶⁾

輸出金融優遇制度の廃止(昭和47年9月) 日本の政策当局は第二次世界大戦直後から輸出振興策の一環として、輸出金融優遇策を採用してきた。昭和30年の輸出前貸手形制度の発足、それが35年に輸出貿易手形制度へ改正、という過程で輸出金融に対する日本銀行の肩入れは次第に強まったのである。しかし、40年代になってから、日本の国際収支の黒字基調が続くにつれて、金融面からの輸出促進策に対する批判も高まった。

すでに45年10月からの金利引下げ局面において日銀の輸出関係金利は据え置かれたため、輸出関係金利と商業手形割引歩合との格差は解消されていたが、ついに47年9月19日、日銀は輸出前貸手形制度および期限付輸出手形制度を廃止した。

財政支出の拡大と第3次円対策 政府は国内需要を拡大して国際収支の改善を図り、再度の円切上げを回避する目的で昭和47年10月27日に、47年度補正予算など強力な財政支出政策を決定した。補正予算案の追加規模は6512億円、財政投融资の追加額は5030億円とされ事業ベースで補正予算の規模は1兆5000億に達した。この結果47年度一般会計歳入歳出予算総額は12兆1190億円(対前年度当初予算比29%増)、それに伴う国債発行額は2兆3100億円の規模に達した。

この積極的な財政支出拡大政策は、「日本列島改造論」を引っ提げて政権の座についた田中角栄の考え方を強く反映している。公共事業を中心として政府支出拡大に対する一般の期待も高まった。地価上昇がこの時期にテンポを速めるのも決して偶然ではない(後掲図11-4を参照)。

さらに同じ10月27日、対外経済政策推進関係閣僚懇談会は第3次円対策5項目を決定した。この5項目は、(1)輸入の拡大(残存輸入制限品目の自由化促進、関税率の一律引下げ、特惠関税制度の改善、輸入割当枠の拡大、輸入金融の拡充等)、(2)輸出の適正化(海外市場開拓準備金制度、輸出貨物用原材料戻税制度などの輸出促進制度の廃止など)、(3)資本自由化など資本流出促進、(4)経済協力の拡充、(5)福祉対策の充実、の五つであった。⁷⁾この時期には、国内景気はかなり回復しつつあり、鉱工業生産指数の上昇、卸売物価の上昇などの気配が見られた。したがって、さすがに第3次円対策には国内需要の喚起策は含まれていない。いずれにしても、円対策なるものは市場構造や貿易構造に手を入れるという目的をもった具体性を欠く政策であり、直面している国際収支黒字に対する政策としては的外れという印象を与えざるをえない。

調整インフレ論の台頭 国内の景気は、昭和47年半ばからかなり急速に回復する兆しを見せていたが、依然として国際収支の大幅黒字は続いている(表11-1を参照)。このため、海外でも日本に対して円レート再引上げを求める要求が強まった。日本の政策当局は、円切上げを断固回避すべしという判断を変えていなかったから、そのような要求への対応に苦慮することになった。上記の円対策は、ある意味では日本の政策当局がとった海外向けのジェスチャーとみなせなくもない。このような状況のなかで、47年8月9日に中曽根通産大臣が「円再切上げを防ぐためインフレ政策を採用することもやむをえない」とする調整インフレ論を展開した。⁸⁾これは、中曽根通産大臣が電気・一般機械業界との懇話会の席上述べた談話である。9月にIMF総会が予定されたが、そこにおいて高まるであろう円再切上げに対する牽制の意味もあったに違いない。

もっとも、日本銀行は少なくとも表向きは調整インフレ論に与しなかった。8月23日の時点で佐々木日銀総裁は、記者会見のなかで、田中内閣の提唱する「列島改造論」に伴う、予算の大型化に警戒する態度を示すとともに、「“絶対にレートは変えない”という考え方はとらない」と述べた。しかし、「さりと

て昨年12月に切上げたばかりの円レートに、また手をつけなければならない段階ではないことは言うまでもない」とも付け加えている。⁹⁾ この時点でも、国内向けの金融政策と対外均衡回復のための為替レート調整というポリシー・ミックスに関する日本銀行の腹は決まっていなかったようである。

さらに9月30日、中国への訪問を終えて帰国したばかりの田中総理大臣が記者会見の中で、円再切上げを回避することは政治的責任であるとして、現行円レートを断固維持する積りであることを明らかにした。つまり、「円切上げには中小企業などはとても対応できぬという体制が現状であり、国内政策を行なうべきだ。これまでは積極的な政策をとれば物価が上がるからいけないということで、国内政策が中途半端だった。住宅、都市、公害、水、土地対策など、やらねばならないことがたくさんある。投資をしても物価が上がらない方法があるはずだ。国内対策をやらぬまま、いろいろな問題を他動的に受けることになっても困る。これは政治の責任だ」。¹⁰⁾ かくして、財政面からの経済拡張政策に一層拍車がかかったのである。

〔注〕

- 1) 経済企画庁『経済白書』昭和48年版、参考資料、26-27ページ。
- 2) 黒字対策として当時の政策当局が考えた措置は、今日振り返ってみると非常に問題が多い、ずさんなものであったと思われる。財政支出を国際収支不均衡の是正のため用いた結果は次のようなものであった。
したがって、そのときには外国から買えるものならみんな買え。田中・ニクソン会談は47年の夏にハワイで行なった。その後に箱根会談があった。そこで具体案を出す。我々も何かないかとずいぶん検討したけれども、買うものは農産物を除くと飛行機あるいはウランの濃縮、それぐらいしかない。それから、各省も飛行機なんか買いたいやつはみんな買えと、海上保安庁とかは飛行機を買いつけた。それから在外公館・公邸で買えそうなものは片っ端から買えと。たしか42億円とか外務省につけたりして、とにかく為替収支の黒字対策。
(相沢英之「“三重苦”への直面と財政拡大路線」、安藤博による聞取り)。
- 3) 「本行は第6次公定歩合引下げ問題に関し次のような基本方針で臨んだ。まず引下げにあたっては、郵便貯金関係の動きが固まってから、市中の預金金利と公定歩合に手をつけるという手順を踏む。……当時市中貸出標準金利と1年もの定期預金金利との関係が銀行にとって0.75%の逆鞘になっており、貸出金利のもう一段下げを図るためには預金金利引下げが不可欠であり、しかもそのためには郵便貯金金利引下げが絶対的な前提と考えられていたからである。」(『日本銀行百年史』第6巻、昭和61年、381-82ページ)

- 4) 6月16日に郵便貯金の貯金者に対する貸付制度の導入を内容とする「郵便貯金法の一部を改正する法律」が国会を通過(昭和47年6月23日法律第98号)したあと、郵政審議会において郵便貯金金利引下げを認める答申案がまとめられ、その後に引下げ幅をめぐって大蔵対郵政の交渉が6月22日まで続いた。当初、日銀および大蔵省は一律0.5%の引下げを主張したのに対し、郵政省側は0.1%程度の非常に小幅な引下げを主張したのである。結局、定期性預貯金については0.5%、流動性預金については0.25%の引下げで両者の間に妥協が成立した(『金融』昭和47年8月、53-55ページ)。この間の状況については、前掲、『日本銀行百年史』第6巻、381-85ページを参照。
- 5) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、379-80ページ。
- 6) 前掲、『日本銀行百年史』第6巻、380-81ページ。
- 7) 経済企画庁『経済白書』昭和48年版、参考資料、27ページ。
- 8) 『日本経済新聞』昭和47年8月10日。
- 9) 『日本経済新聞』昭和47年8月24日。
- 10) 『日本経済新聞』昭和47年10月1日。

第2節 金融緩和の進展と「過剰流動性」

1 金融緩和の進展

景気回復のプロセス 昭和47年以降日本経済は回復のパターンをたどりはじめていたが、その構造は従来のものとやや異なっていた。すなわち、従来の景気回復は輸出、製造業設備投資、在庫投資等に主導されたのに対し、今回の回復では財政支出、中小企業を中心とする非製造業設備投資、住宅投資、そして個人消費が主導の役割を担った。表11-3は国民総支出(実質)の主な構成要素の伸び率を示しているが、42年から45年までの「いざなぎ景気」時代に比較して、民間企業設備投資の大きな落込みが目立つ。それに対して、政府支出は46

表 11-3 国民総支出の主要な構成要素の変化率 (%)

年・四半期	実質国民 総支出	民間企業 設備投資	民間 総投資*	民間最終 消費支出	政府支出
昭和42～45年平均	11.8	24.5	27.2	9.2	7.4
昭和46年 I	4.9	4.5	0.8	6.1	8.7
II	4.4	-0.9	-9.9	6.3	13.5
III	3.4	-4.9	-11.4	3.8	8.9
IV	4.9	-6.5	-9.3	6.6	7.0
昭和47年 I	7.5	-3.6	-4.1	7.3	17.1
II	8.0	0.0	-2.5	8.7	12.8
III	8.4	3.2	2.8	9.9	11.1
IV	9.8	10.3	7.8	10.8	10.5
昭和48年 I	10.7	10.6	11.9	11.4	10.1
II	9.5	12.7	27.8	8.6	9.1
III	7.1	18.5	16.9	8.5	6.2
IV	4.8	16.8	6.3	8.6	2.7
昭和49年 I	-2.2	6.4	15.6	-0.9	-14.1
II	-1.9	-0.8	-2.7	1.5	-5.6
III	-0.3	-10.2	-5.3	1.2	-3.8
IV	-1.0	-14.1	-11.6	-2.6	4.0

(注) *は設備投資、住宅投資および在庫投資の合計。

(出所) 経済企画庁「国民所得統計年報」。

年前半と47年から48年初頭にかけて、従来に比べて大きな伸び率を見せた。47年末以降の物価上昇の過程において、政府支出の演じた役割は大きくないとする見方が有力ではあるが、¹⁾ 少なくとも、国内需要が急激に高まる初期の段階では、企業の設備投資よりも政府支出のほうが強い影響力を発揮したように見える。

非製造業の相対的な拡大 非製造業部門の設備投資がむしろ主導的な役割を演じた点については、前章の表10-11に示された設備投資計画の調査からもうかがえる。²⁾

こうした産業間の投資額の差異は、第1に昭和46年後半に実施された為替レート切上げ、および今後の再切上げの可能性に対する民間部門の予測(あるいは懸念)を反映したものと考えられる。為替レートの切上げは輸入財、輸出財といういわゆる交易財価格を相対的に引き下げる効果を発揮した。このことは、交易財産業から非交易財産業、つまり建設、サービスなど非製造業部門に生産の比重が移ることを促す効果をもっていた。また、近い将来再び円切上げが実施されるかもしれないという予想も強かった。したがって、製造業部門では設備投資を差し控える傾向が強まって当然である。

他方、比較的多くの非交易財部門をかかえている非製造業部門、とりわけ建設、不動産、サービスなどの業種においては、かなり急速な設備投資の拡大が見られたのである(表11-4を参照)。

また前節にみたように、昭和46～47年に公共事業を中心とする財政支出の急増がみられたわけであるが、このことも非製造業部門の拡大を促す原因となった。公共事業に対する支出増加は、相対的に非製造業部門、とくに建設業やサービス業における需要増加に結びついたからである。

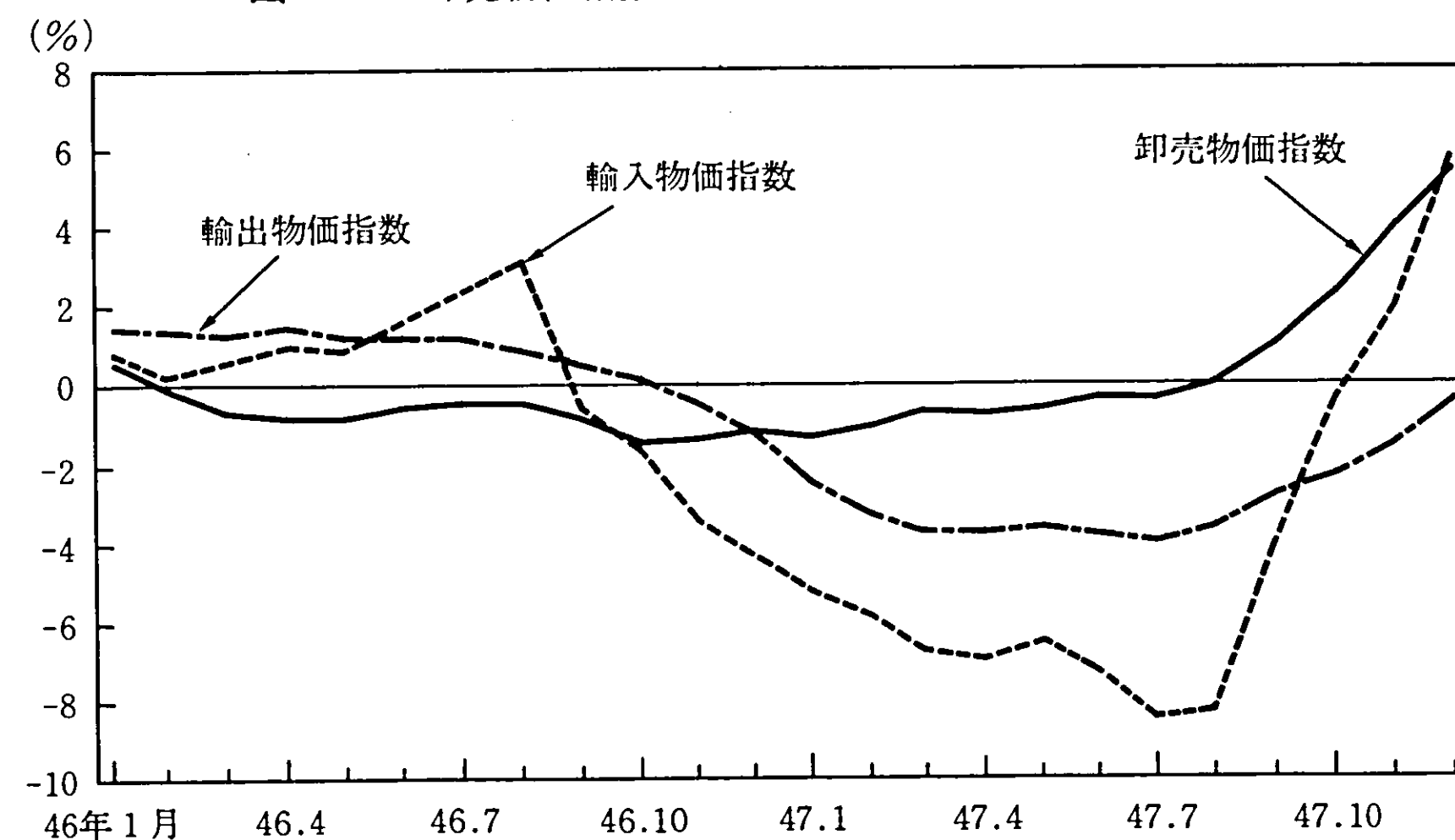
為替レート切上げの物価への効果 上では、昭和46年後半の為替レート切上げが日本の産業構造に及ぼした影響について簡単に考察した。次に、円切上げの物価への効果について見てみよう。図11-2は輸出入物価指数と卸売物価指数を比較しているが、46年から47年後半にかけて輸出入物価はかなり大きく下落している。47年に入って海外景気上昇による需要増や天候不順等によって国際商品市況が高騰したにもかかわらず、このような下落が見られたことは円レートの切上げの効果が現れているとみなせるであろう。³⁾

表 11-4 設備投資の推移(対前年同期比, %)

	42年度	43年度	44年度	45年度	46年度	47年度	48年度
製造業計	80.1	21.9	22.4	17.2	-8.4	-14.6	33.3
食料品	23.3	20.3	13.2	10.7	22.1	19.3	2.6
繊維	62.7	26.6	19.7	37.5	-20.6	-28.8	78.7
木材木製品	324.5	-57.8	121.2	66.4	-22.8	-45.1	-10.9
紙・パルプ	12.0	32.4	22.2	20.7	-7.2	-17.2	35.3
出版・印刷	87.0	53.3	21.4	-7.1	-0.8	6.5	45.1
化学	87.6	16.7	24.1	18.3	-12.3	-35.1	35.1
石油精製	84.3	57.4	-3.8	4.4	10.7	-4.0	-22.7
ゴム	94.5	48.1	30.4	9.8	-30.3	-2.8	84.3
窯業・土石	6.3	49.0	-18.4	43.4	-14.4	13.4	71.5
鉄鋼	127.8	0.0	28.3	29.6	-4.3	-23.4	0.4
非鉄金属	35.4	44.5	41.3	-6.4	-29.0	-0.9	45.5
金属製品	50.0	35.3	40.6	40.9	-12.5	-6.8	52.5
一般機械	80.8	51.5	46.5	11.5	-31.7	-13.3	69.7
電気機械	90.0	34.0	59.1	5.5	-34.3	-3.6	86.5
輸送機械	96.6	26.8	0.2	5.2	22.8	-7.7	37.9
精密機械	67.6	13.7	95.5	19.2	-24.7	12.0	27.3
その他製造業	58.3	30.6	50.3	13.9	-18.1	34.5	50.5
非製造業計	17.0	20.3	24.6	18.1	19.9	5.0	34.3
水産業	57.3	-34.7	-42.6	151.3	-14.6	47.7	7.7
鉱業	-1.5	-23.7	39.7	48.8	-46.5	-84.0	760.0
建設業	17.0	4.3	47.0	29.1	13.8	21.5	11.5
卸売・小売	61.2	24.0	46.8	-5.5	-4.0	8.9	16.0
電気	3.4	21.7	27.4	26.2	23.8	10.3	53.6
ガス	25.2	25.4	5.1	22.9	22.9	11.1	20.2
不動産	14.5	20.6	76.8	70.1	16.8	10.4	102.9
海運	20.9	8.7	8.3	16.6	59.5	-15.9	-16.3
運輸	20.9	40.8	12.7	17.0	7.0	-3.4	41.9
倉庫	38.1	38.0	29.4	52.0	-9.3	2.8	41.4
サービス	67.5	4.2	72.3	-9.0	4.5	26.4	-32.8
合計	53.2	21.4	23.1	17.5	0.9	-6.9	33.7

(出所) 日本開発銀行設備投資研究所「経営指標ハンドブック」。

図 11-2 卸売物価指数と輸出入物価指数(対前年同月比)



このように為替レート引上げは、海外物価の上昇(外貨建ての交易財価格の上昇)が国内の交易財価格に波及してくるのを遮断するうえで有効である。昭和47年の日本がそうであったように、海外で物価上昇が進行する中で国内景気を刺激し、かつ国際収支黒字を縮小する必要がある場合に、為替レート水準を維持しようとするれば、当然交易財価格はほぼ海外物価と同じテンポで上昇する。しかも、非交易財価格は交易財価格よりも急上昇しなければならないであろう。なぜならば、国際収支の黒字幅を縮小するためには、日本の国内において非交易財の価格が交易財価格との比較で相対的に上昇することによって、国内生産は交易財から非交易財へ、また需要は非交易財から交易財へ切り替えられなければならないからである。物価水準は交易財価格と非交易財価格の加重平均であるから、以上のことは、為替レートを固定したまましておくことが、海外の物価上昇率よりも高いインフレ率を甘受しなければならないことを意味している。日本の政策当局は、為替レート切上げが、海外インフレの非常に有効な遮断手段であることに速やかに気がつくべきであった。

金融緩和の「ケインズの」波及プロセス J.M. ケインズが『一般理論』において展開したマクロ経済モデルによれば、⁴⁾ 金融緩和のプロセスは次のような経路をへて実物部門へインパクトを与える。金融緩和はまずマネー・サプラ

イ(増加率)を増加させる。このマネー・サプライ増加は、財サービス需要を直接増加させるのではなく、金融資産や実物資産の市場において資産需要を高める。なぜならば、マネー・サプライは民間部門の資産の重要な構成要素であり、したがってマネー・サプライの変化は人々のポートフォリオの再調整を促すのである。とくに、株式や実物資産に対する需要を増加させ、株式や実物資産(とりわけ土地)の価格を急上昇させる。

株式や実物資産の価格上昇は投資に対する資本の供給価格(資本コスト)を引き下げる。そこで、次のプロセスとして企業の設備投資が積極化する。さらに、資産価格の全般的な上昇が資産効果を通じて、民間部門の消費需要を増加させる。これらの支出需要の増加は、もし実物部門の生産能力に余裕がある場合には、実質生産の水準を高める。もし、生産能力が限界に達するならば、財サービス市場の需給が逼迫し、物価上昇が始まる。

株価・地価の急騰 昭和46年から48年にかけての日本のマクロ経済の過程は、おおよそ以上のようなケインズ的なマクロ経済過程がまさに働いたと見ることができよう。46年から47年にかけて、金融の急激な緩和にもかかわらず、実質生産の水準は大きくは回復せず、その代わり、株式価格を中心として資産価格の顕著な上昇が見られた。

旧東証修正平均株価は、昭和44年から46年初頭にかけて、2000円台を上下する動きに終始していたが、マネー・サプライの急増が始まる46年3月頃から急速に上昇しはじめ、46年末には2500円強、47年6月には3600円台、そして47年末には4900円を上回る水準に達した。つまり46年初めからの約2年間で平均株価は2.5倍に急騰したのである(図11-3を参照)。コール・レートの急テンポの低下とならんで、このような証券価格の急上昇は、著しい金融緩和の兆候とみなすべきであった。⁵⁾

土地価格は昭和44年頃から徐々にその伸び率を上昇させはじめていたが、47年から明らかにそのテンポを高めた。公共事業の拡大、金融緩和の進展、そして田中内閣の基本政策とされた「列島改造論」が土地価格上昇に対する期待を一層高め47年から48年にかけて地価の急騰が現出したのである(図11-4を参照)。

しかし金融当局は、株式市場など資産市場の「異常な」活況には警戒の目を向けたものの、それが金融緩和政策の手直しにむすびつくには至らなかったの

図 11-3 東証平均株価(昭和44年第1四半期～50年第4四半期)

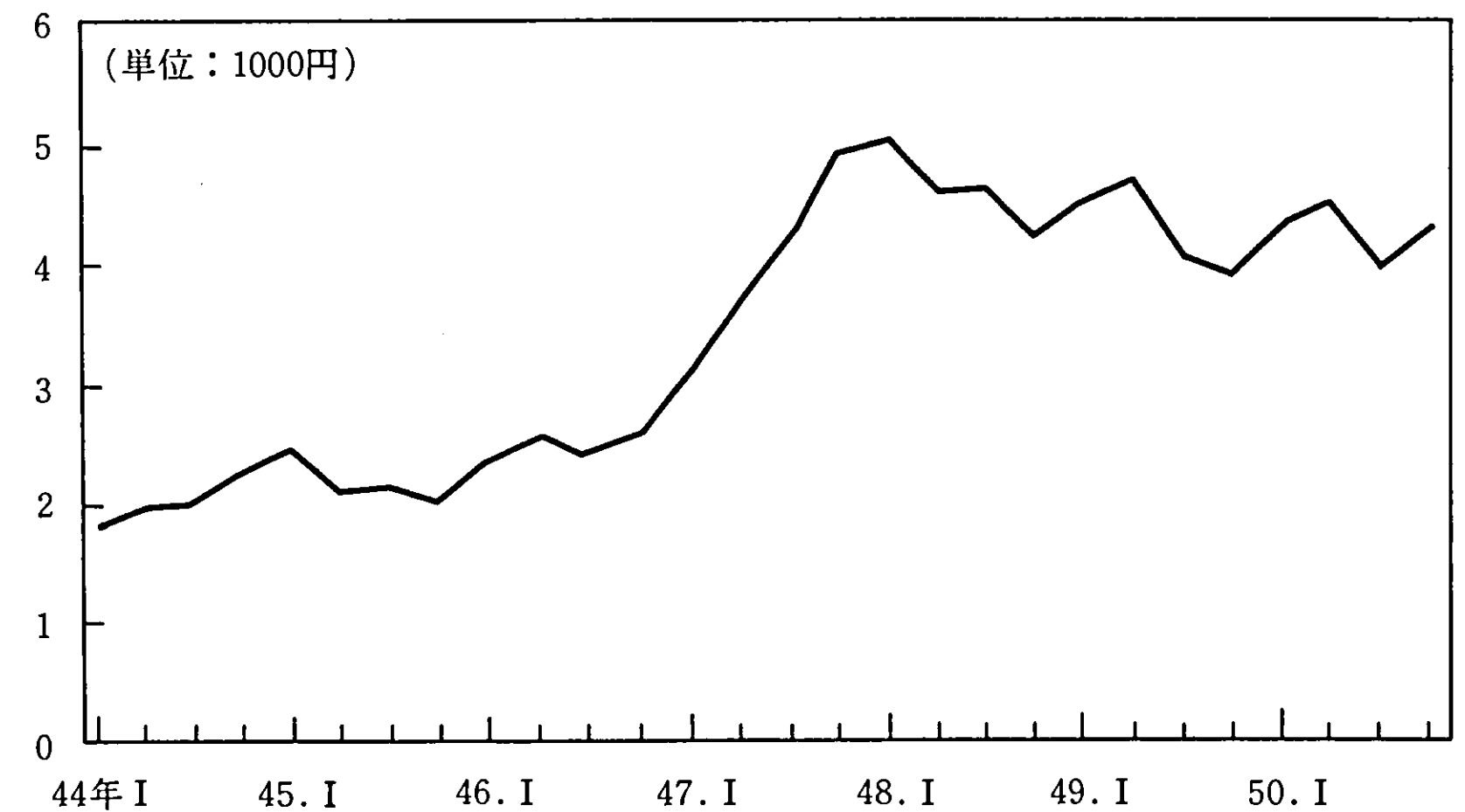
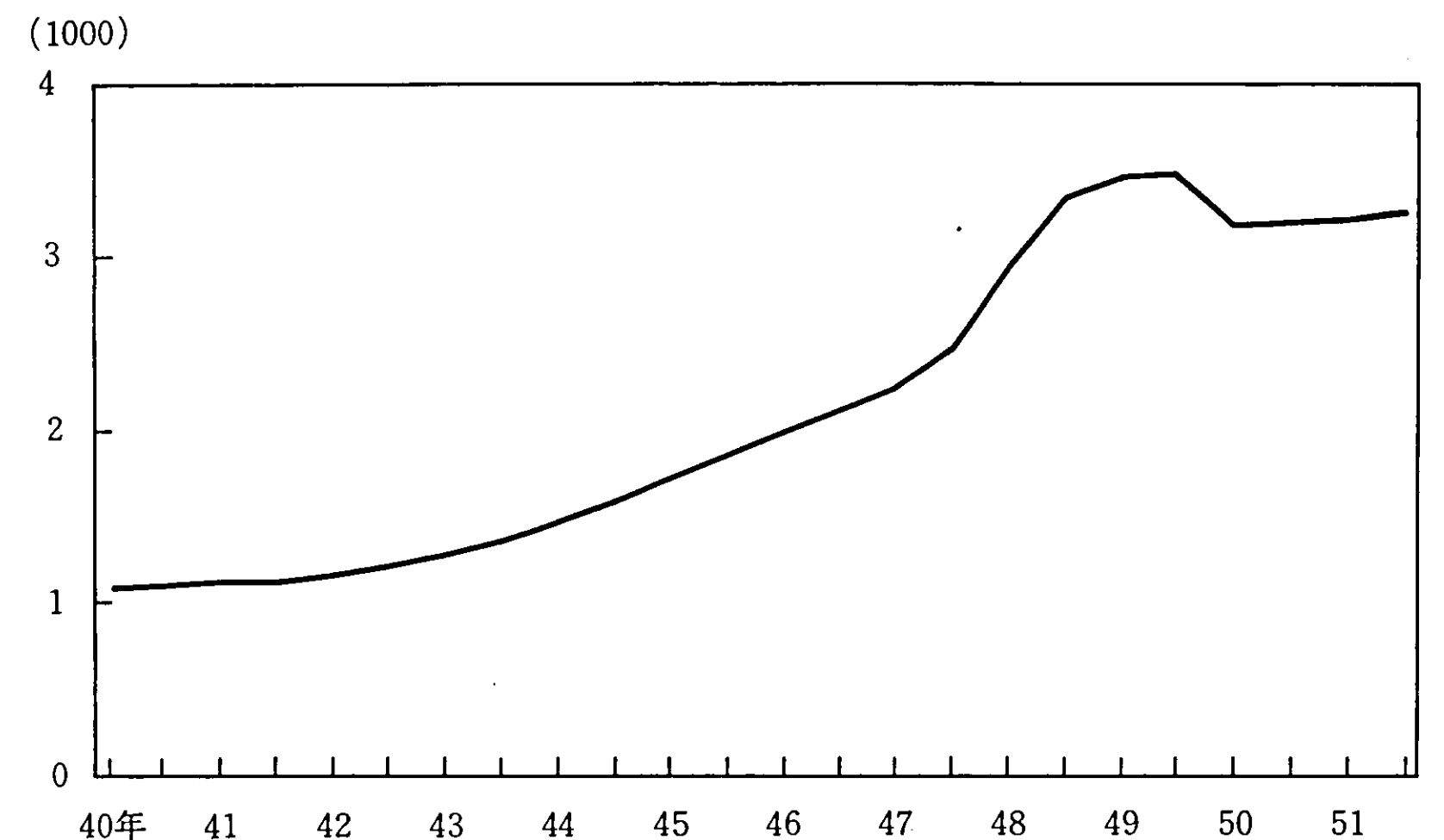


図 11-4 市街地価格指数(6大都市)(昭和30年3月基準指数)



である。たとえば47年3月2日、大蔵省は株式市場における信用取引規制を強化するため、(1)信用取引保証金の所要率を30%から60%へ引き上げる、(2)代用有価証券の担保掛け目を70%から60%へ引き下げる、という措置をとった。これは、46年末以降、株価が高騰し、売買高、信用取引取組残高が異常に増加してきたことを警戒した措置であった。

また日本銀行は、銀行の株式取得を抑制するために、47年第2四半期に株式取得額が各行の当初計画内に収まるよう指導し、さらに第3四半期からは市場経由の株式購入額に各行ごとの枠を設定するなどの抑制措置を始めたのである。⁶⁾

設備投資の停滞 従来の日本では、景気停滞時の金融緩和政策が比較的速やかに民間企業の設備投資を促し、この設備投資の盛上りを梃として景気回復が実現された。しかし昭和46年から47年の金融緩和期には、このシナリオは妥当しなかった。表11-3からも分かるように、民間企業の設備投資はようやく47年末に増加しはじめたが、それでも増加率そのものは40年代前半の平均値を大きく下回るものにすぎなかった。このことは、鉱工業生産指数の変化率についてもいえる。

47年後半になると、実物財市場において需要が増大し、やがて物価上昇につながるのであるが、最初の段階では民間最終消費と政府支出の伸びが大きいのである。消費支出の急増は46年初頭から始まったマネー・サプライ急増、それに伴う資産価格の高騰と関係があるだろう。つまり、金融緩和政策がいわゆる資産効果を発揮して国内総需要拡大をもたらしたのである。以上のような、従来とはやや経緯を異にする景気回復過程は政策当局の判断を混乱させたり、誤らせることになったとも考えられる。

〔注〕

- 1) 小宮隆太郎「昭和四十八、九年インフレーションの原因」(『経済学論集』42巻1号, 昭和51年4月)。
- 2) 昭和47年5月に通産省が産業構造審議会資金部会に提出した「昭和47年度設備投資計画」によると、設備投資計画は46年度実績見込みに比較して5.7%減となっており、2年連続の減少が見込まれている。
- 3) ロイター商品指数は47年末までに年率40.1%という急上昇を示した(日本銀行調査局「物価の急騰とその安定」,『調査月報』増刊号, 昭和48年8月30日,『わが国と欧米諸国の物価・インフレーション』, 日本信用調査, 28ページ所収)。
- 4) John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (Macmillan, 1936), 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(昭和58年, 東洋経済新報社)。
- 5) 昭和47年5月に総合政策研究会が発表した提言「新段階における景気, および円問題対策」は「外国為替特別会計より散布超過の形で放出された資金は, (1)流入した外貨が還流しないこと, (2)日銀貸出の回収が限度に達していること, (3)日銀の売りオペ

レーションが手持ち国債の不足のために実行困難であること, 等の諸事情により, その多くの部分が民間に滞留している。しかし企業は設備投資の意欲に乏しいので, ダブつく資金を銀行に返そうとするが, 銀行はその返済を喜ばず, 銀行は銀行で貸出先を見つけるのに苦勞している。この結果, 事業法人, および金融機関の手許における資金の流動性が極めて高く, それが株式, および不動産投資を盛んにし, 経済の実態と遊離した株高, 土地, 住宅政策に逆行する地価高騰を招いている」と指摘し, 「金融の超緩慢現象」に警告を発した。しかし, 一方でこの提言は, 公定歩合と貸出金利の一層の引下げを要求している。この要求は, 金融の超緩慢現象に対する警告と全く矛盾するものである(『金融』昭和47年7月, 53-57ページ)。47年半ばの時期には, すでに金利はきわめて低い水準に低下していたにもかかわらず, 関係者の間では一層の金利引下げが依然として強く要求されていたのである。たとえば, 産業問題研究会が47年6月に発表した提言「産業資金と外貨問題について」も, 「資金需要の実勢に即して, 金利の思い切った低水準化が必要である」と主張している。

6) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 403ページ。

2 金融緩和はどのような意味で「異常」であったか

昭和46年から47年にかけての金融緩和は, マネー・サプライ急増をもたらした。48年の秋に第1次石油危機が勃発して原油価格が急騰したため, 物価上昇のプロセスは多少複雑な様相を見せたが, 48年から49年にかけての急激な物価上昇の根本的な原因がマネー・サプライ急増に象徴される金融緩和にあったことは明らかである。48年10月6日の中東戦争勃発を契機とする原油価格上昇以前に, 日本国内の物価上昇は始まっていたのである。

したがって, 今日振り返ってみれば, 46年から47年にかけての金融緩和は明らかに異常であって, 48~49年のインフレーションの責めは金融政策当局に負わせるべきであるという主張の妥当性は否定すべくもない。¹⁾しかし, 政策の失敗を「後智恵(hindsight)」で裁くことは容易ではあっても生産的ではない。もし, 政策当局の「愚かさ」の程度を推し量ろうとするのであれば, そしてなんらかの教訓を学び取ろうとするのであれば, むしろ当時政策当局が利用可能であった各種の情報を利用した場合, あのような金融緩和政策を是認できるかどうかという基準に立脚すべきであろう。かりに, 昭和45年以前にわれわれが利用できたはずの情報に従って判断しても, 46年以降の金融緩和が「過度」のものと判断される場合には, われわれは過去の経験から学ばないという意味で愚かな政策担当者に経済運営の舵とりを委ねていたことになる。しかし, 過去の経験に照してみた場合, 当時の金融緩和政策のスタンスが是認できるのであれば, 経済はなんらかの重要な構造的な変化を経験し

たのであり、その結果として生じたインフレーションは不幸なできごとではあったとしても、政策担当者の愚行の所産と一方的に決めつけることはできない。

ここでは、次のような単純な方法で、46、47年当時の金融政策の妥当性を評価する。まず、昭和45年までの統計を用いて金融政策の反応関数を推計する。具体的には、マネー・サプライ(M_2)を金融政策の手段を示す変数とみなし、その変化を金融政策の目標となりうるいくつかのマクロ経済変数(実質生産活動水準の変化、物価変化率、外貨準備の増加率)の過去の系列で説明する式を計測する。この計測式を用いて、いわゆる外挿によって46年から48年のマネー・サプライ変化率を予測する。マネー・サプライのこの予測系列は、かりに金融政策当局が過去に示したと同じ反応を示した場合に実現されたはずのマネー・サプライ増加率とみなせる。これを、実際に観察されたマネー・サプライ増加率と比較してみる。もし、実際のマネー・サプライが予測された系列を有意に上回っていれば、この当時の金融緩和政策は異常なテンポで推し進められたと判断できる。しかし、マネー・サプライ増加率が予測系列と大きく違わないのであれば、金融当局の政策スタンスは異常ではなかったと判断すべきなのである。

マネー・サプライの反応関数 ここでは、非常に単純な三つの形のマネー・サプライ反応関数を仮定する。第1のものは、マネー・サプライ増加率 $M(t)$ がそれ自身の過去の数値と鉱工業生産指数変化率 $Y(t)$ の過去の値とで決定されるというものである。ただし、ラグは4四半期とした。すなわち、第1のマネー・サプライ反応関数は次のように表現される。ただし、 $u(t)$ は攪乱項である。

$$(1) \quad M(t) = \text{定数項} + a_1 M(t-1) + a_2 M(t-2) + a_3 M(t-3) + a_4 M(t-4) \\ + b_1 Y(t-1) + b_2 Y(t-2) + b_3 Y(t-3) + b_4 Y(t-4) \\ + u(t)$$

2番目の反応関数は、マネー・サプライ増加率がそれ自身および鉱工業生産指数変化率の過去の値に加えて、卸売物価指数 $P(t)$ の過去の値にも依存するというものである。

$$(2) \quad M(t) = \text{定数項} + a_1 M(t-1) + a_2 M(t-2) + a_3 M(t-3) + a_4 M(t-4) \\ + b_1 Y(t-1) + b_2 Y(t-2) + b_3 Y(t-3) + b_4 Y(t-4) \\ + c_1 P(t-1) + c_2 P(t-2) + c_3 P(t-3) + c_4 P(t-4) + u(t)$$

最後の反応関数として仮定されるのは、マネー・サプライ増加率、鉱工業生産指数変化率および外貨準備残高変化率 $F(t)$ の過去の系列に依存するという形式である。すなわち、

$$(3) \quad M(t) = \text{定数項} + a_1 M(t-1) + a_2 M(t-2) + a_3 M(t-3) + a_4 M(t-4) \\ + b_1 Y(t-1) + b_2 Y(t-2) + b_3 Y(t-3) + b_4 Y(t-4) \\ + d_1 F(t-1) + d_2 F(t-2) + d_3 F(t-3) + d_4 F(t-4) \\ + u(t)$$

$$+ d_1 F(t-1) + d_2 F(t-2) + d_3 F(t-3) + d_4 F(t-4) \\ + u(t)$$

これら三つのマネー・サプライ反応関数を(a)昭和33年第2四半期～45年第4四半期、(b)40年第1四半期～45年第4四半期、の二つの標本期間について計測し、それらの結果に基づいて、46年第1四半期～48年第4四半期のマネー・サプライ増加率を外挿法にしたがってシミュレートする。²⁾

上のように(a)、(b)二つの標本期間について計測するのは、かなり激しい変動がみられた昭和30年代の統計を利用する場合と利用しない場合とで、シミュレーションの結果にどのような相違が生ずるかを見るためである。表11-5は上の(1)～(3)の反応関数を計測した結果を要約したものである。

表11-5の計測結果は、一応もっともらしいものである。どの結果も、マネー・サプライ増加率が強い正の系列相関をもつことを示している。しかし標本期間に昭和30年代を含めない(b)の場合には、その系列相関の程度は低くなることが分かる。また、鉱工業生産指数の変化率の上昇(つまり実質生産活動水準の拡大)は有意にマネー・サプライ増加率を引き下げる。外貨準備高の増加率の上昇は反対に有意にマネー・サプライ増加率を引き上げた。この結果は、金融政策のスタンスが国際収支の推移に強く規定されてきたことを明瞭に示している。しかも昭和30年代の統計を除いても結果は全く変わらない。卸売物価上昇率に関する結果は、やや不明瞭である。昭和30年代を標本期間へ含めた計測では、卸売物価上昇率の上昇はマネー・サプライを有意に引き下げる方向に働いた。しかし昭和40年以降だけを標本期間とすると、

表 11-5 マネー・サプライ反応関数の計測結果(計数の和と F 値)

	$\Sigma M(t-i)$	$\Sigma Y(t-i)$	$\Sigma P(t-i)$	$\Sigma F(t-i)$	R^2
(1) 標本期間 (a)	0.819 (60.99)	-0.0002 (3.24)			0.857
標本期間 (b)	0.620 (10.85)	-0.0004 (2.23)			0.725
(2) 標本期間 (a)	0.844 (67.45)	-0.0001 (3.05)	-0.0021 (3.31)		0.883
標本期間 (b)	0.392 (3.61)	-0.0006 (2.27)	0.0027 (0.70)		0.702
(3) 標本期間 (a)	0.860 (57.56)	-0.0002 (4.62)		0.0182 (4.78)	0.895
標本期間 (b)	0.132 (2.16)	-0.0012 (10.80)		0.0416 (7.96)	0.904

(注) 標本期間は(a)が昭和33年第2四半期～45年第4四半期、(b)が40年第1四半期～45年第4四半期。各数値は計数の和、また()内の数値は該当の説明変数の計数がすべてゼロであるという仮説に関する F 統計量である。

物価上昇率は説明力を失うのである。

シミュレーションの結果 図11-5と図11-6はそれぞれ反応関数(1)および(3)の結果に基づいて、46年第1四半期以降のマネー・サプライ増加率を予測した結果をグラフにしたものである。

図11-5によれば、標本期間に30年代を含めるか否かでシミュレーションの結果が多少異なっていることが分かるであろう。30年代の標本を含んだシミュレーションの場合には、46年から47年半ばにかけてのマネー・サプライの急増の実績値を十分正確にフォローしている。つまり、この期間のマネー・サプライの変化は、過去の経験に照らして考えてみれば決して「異常」ではないのである。強いて言えば、47年後半から48年初めにかけてのマネー・サプライ急増が問題であり、過去の経験に照らしても異常に高い。

しかし、昭和40年以降だけを標本とする場合のシミュレーションでは、すでに46年のマネー・サプライ増加率が異常に高いことになる。47年半ばから48年にかけて、現実のマネー・サプライ増加率の異常さは一層際立ってくる。

要するに、46年から48年にかけてのマネー・サプライ急増は、昭和30年代の経験に照らして判断するならば、さほど異常ではない。しかし、30年代は金融的にはかなり波乱に満ちた時期であった。マネー・サプライ急増に示される金融の極端な緩和が一時的にせよ、マクロ経済を大きく変動させた。40年代には、マネー・サプライ増加率が非常に安定しており、それが実物経済の安定的な成長、つまり「いざな

図 11-5 マネー・サプライ増加率(実績値とシミュレーション)

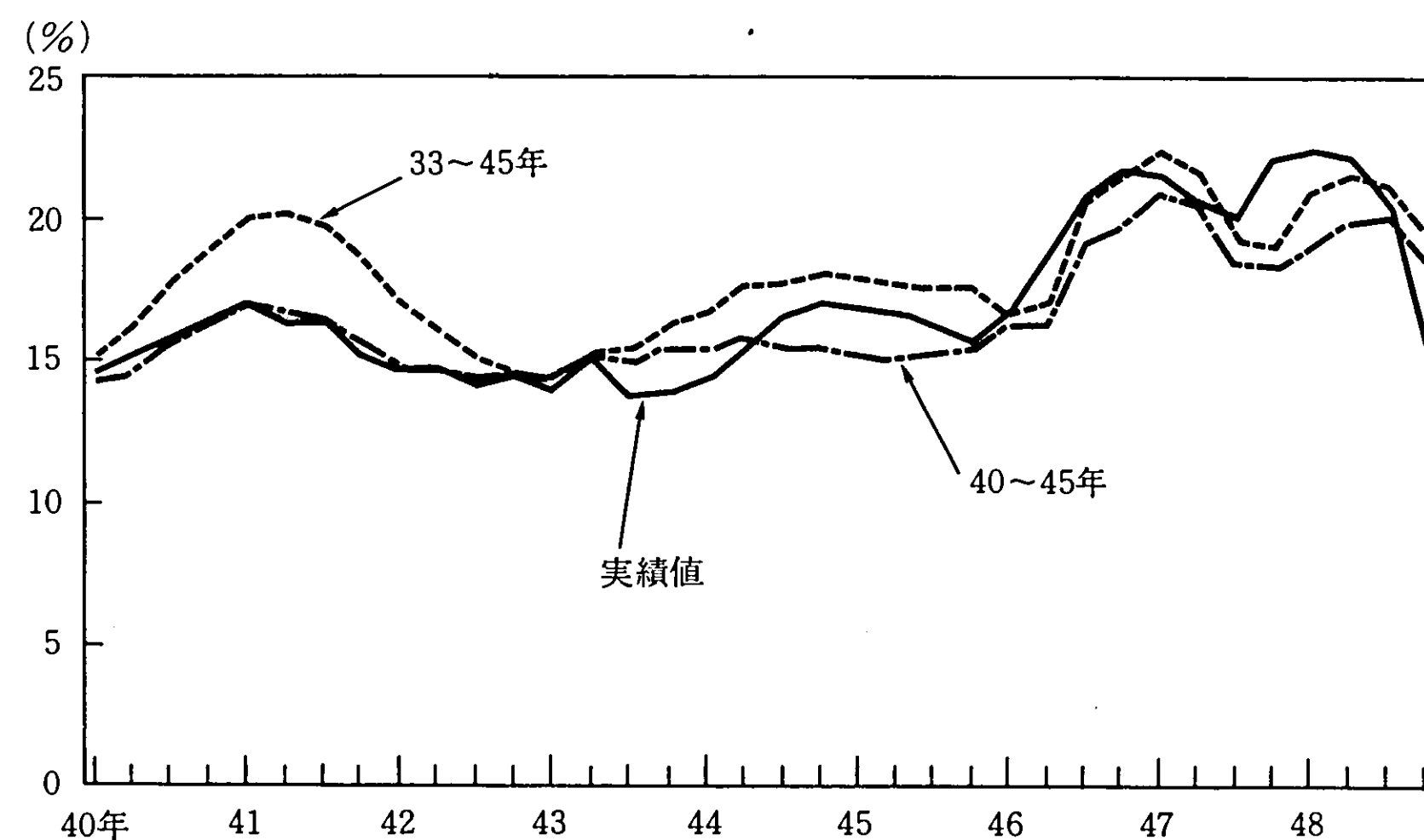
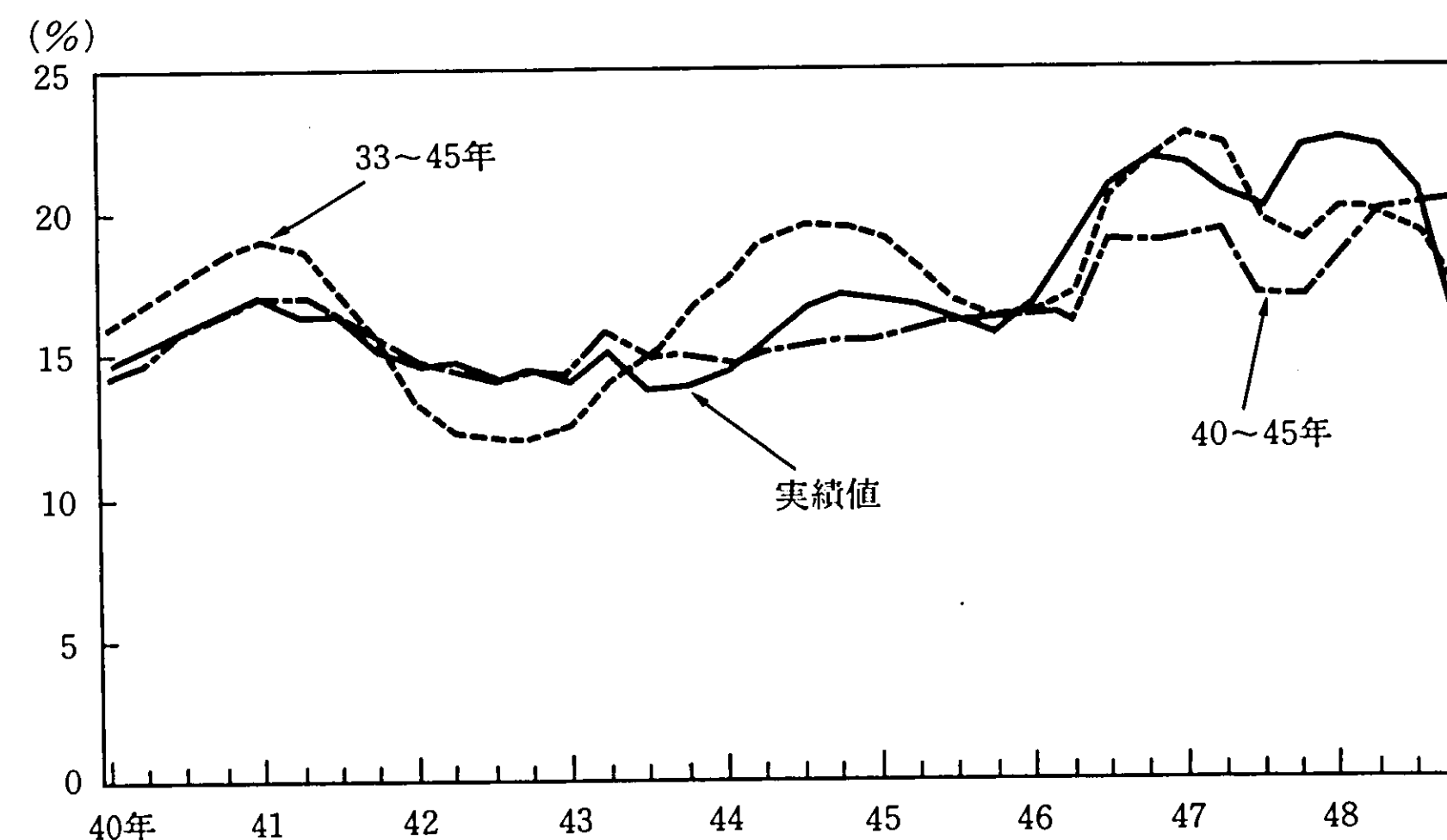


図 11-6 マネー・サプライ増加率(実績値とシミュレーション)



ぎ景気」とよばれる息の長い好況と結びついたのである。³⁾ 昭和46年以降、とりわけ47年半ば以降、継続する国際収支黒字に対応して30年代の金融政策スタンスが復活して、急激なインフレーションをもたらしたとみることができる。

〔注〕

- 1) 昭和48～49年のインフレ過程に関する包括的な分析は、小宮隆太郎「昭和四十八、九年インフレーションの原因」(『経済学論集』42巻1号、昭和51年4月)で行われている。
- 2) 標本期間の出発時点を昭和33年第2四半期に設定する理由は、外貨準備残高の統計の入手可能性による。
- 3) 昭和30年代の標本に基づいて判断すると、昭和40年代前半のマネー・サプライ増加率はもっと高く、然るべきであったことになる(図11-5を参照)。マネー・サプライ増加率を30年代に比較して相対的に低めに抑えたことが、結果的に安定した成長につながったと判断できよう。結果的にという意味は、40年代前半に日銀がマネー・サプライを金融政策の運営目標として意識したわけではなかったということである。

第3節 「狂乱物価」と金融政策

昭和46年から47年にかけて日本銀行が採用した金融政策は結果的にマネー・サプライの急増をもたらすと同時に、株式や土地に対する需要を急増させた。これらの需要拡大はインフレ進行がもたらしたヘッジ需要というよりも、金融緩和がもたらした資産需要増加の結果であった。すでに述べたように、47年までの物価上昇はそれほど急激ではなかったが、株式や土地に対する投資はすでに本格的となっていたのである。日銀はこのような事態に対して「道徳的説得」を基本とする政策によって対処しはじめた。

1 大蔵省・日本銀行の「道徳的説得」

株価対策 大蔵省は株式価格の急騰、取引高の膨張に対応し、昭和47年11月16日に4大証券から株式出来高急増の背景について事情聴取を行った。さらに12月1日には、(1)時価発行株の親引け比率を50%以下とする、(2)時価発行の際のディスカウント率を10%以内(現行15%以内)とする、(3)信用取引の規制措置として証券会社の自己融資残高を11月末の水準に据え置く、(4)投資信託の設定枠拡大を延期する、(5)証券会社の株式保有限度額を46年9月末の純資産額基準に据え置く、という規制措置を打ち出した。¹⁾

47年第2四半期以降、日本銀行は各銀行の株式購入に枠を設定し、時価発行増資に対する応募抑制を指導した。また、迫り来る景気過熱を危惧して、日銀は47年第4四半期に都市銀行に対し貸出抑制の内面指導を行った。具体的な規制措置の内容は次のとおりである。

(1)金融機関は時価発行増資決定時のその企業に対する株式保有比率を上回って時価発行株を引き受けないこと、(2)これまで株式を保有していない企業の時価発行株を引き受ける場合は日銀と事前に相談する、(3)上記の基準は原則として47年12月1日から実施するが、すでに上記基準を上回って引き受けることが決定済みのものも日銀に報告し、協議する。日銀のこの措置は、金融機関によ

る大量の時価発行株引受けが過度の信用膨張をもたらし、その資金がさらに株式投機、土地投機に向かっているという判断に基づくものであった。しかし、日銀の資料によれば、その効果はあまりなかった。²⁾

同様の措置は、さらに48年1月に入ってからもとられた。すなわち大蔵省は1月9日、4大証券の社長に対し、「インフレ・ムード」を強めるような営業態度を自粛するよう要請するとともに、信用取引規制を強化した。また、日銀は同じ1月9日に民間金融機関団体の代表に対し、土地関連融資の抑制とともに時価発行増資の引受け自粛、株式買入れ関係融資の自粛を要請した。³⁾

大蔵省の自粛要請を受けて、4大証券は48年2月13日に、時価発行増資・転換社債に関する新発行基準を決定した。この基準によると、「具体的な資金の使途を確認するために、発行会社に、設備資金借入返済、投融資等の計画、資金調達計画および資金繰り状況の提出を求め、その緊急性、重要性を勘案し発行を調整する」等となっている。⁴⁾

土地投機対策 表11-6は昭和46年以降の全国銀行の貸出残高と不動産業向け貸出残高の伸び率を示している。この時期には、急速な貸出残高の増加があったわけであるが、とりわけ不動産業向け貸出が急増したことが分かる。いうまでもなく、この貸出増加が地価高騰の基盤となったのである。

大蔵省も47年4月から6月にかけて都市銀行や信託銀行を中心として土地関連融資に関する事情聴取を実施し、不動産業、建設業、私鉄、百貨店など土地

表 11-6 全国銀行の総貸出と不動産向け貸出の増加状況
(単位：1000億円，%)

	総貸出額残高		不動産業向け貸出残高	
	残 高	対前年同月比	残 高	対前年同月比
昭和46年 3 月	462.5	18.7%	21.4	29.3%
6	485.4	20.6	22.6	30.8
9	514.1	22.5	25.5	38.6
12	550.3	24.1	29.6	50.6
47年 3 月	574.2	24.2	34.3	60.8
6	598.1	23.2	38.1	68.9
9	639.7	24.4	44.5	74.8
12	690.5	25.5	51.5	73.8
48年 3 月	719.4	25.3	57.0	66.4

(出所) 日本銀行「統計月報」。

関連事業への融資が融資全体の伸び率(46年7月～47年6月間で23.8%)の2倍以上の率(49.2%)で増加していることを確認している。⁵⁾

このような状況に対応して、47年11月17日、大蔵省は全国銀行協会連合会など民間金融団体を通じて、投機的な土地取得を助長する恐れのある融資は、ただちに停止するようという主旨の「金融機関の土地取得関連融資について」の銀行局長通達を出した(昭和47年蔵銀第4075号)。大蔵省は47年12月からはさらに当該通達の実効を期するため3カ月ごとに土地関連融資の詳細な実態調査を実施し、「投機的な」土地取得への融資が明らかになれば、融資銀行に対して融資の引上げなどの厳重警告を発することとし、また、悪質な融資の事実があれば今後の店舗の新設許可に当たり罰則的な取扱いがありうるとした。⁶⁾

田中内閣の表看板である「列島改造計画」は地価高騰に部分的な責任がある。なぜなら、この計画は、土地に対する社会的な需要を増大させ、今後地価が急速に上昇するであろうという強い期待を生み出したからである。したがって、列島改造計画を推進するためには、地価高騰になんらかの手を打たなければならない。そこで48年1月26日、政府は土地投機の抑制と宅地供給促進を目的とした「土地対策について」を決定した。この要綱は、「企業による土地取得に対する過大な融資を抑制するため、金融機関に対する指導を強力に推進する」という項目を含んでいた。⁷⁾

昭和48年1月30日、大蔵省はさらに通達「金融機関の土地取得関連融資について(昭和47年蔵銀第247号)」を出した。それによると、(1)土地関連の融資は業種のいかににかかわらず融資全体の中で均衡のとれた妥当な水準とする、⁸⁾ (2)土地関連融資の増加率を総貸出増加率以下に抑制する、(3)四半期ごとの融資実績および計画表を提出すること、(4)ただし、公的な宅地開発機関などへの融資および個人向け住宅金融は融資抑制の対象から除外する、となっている。この通達には、異例の大蔵大臣談話が併せて発表されていること、実態的に困難であると考えられている融資資金の用途確認について、その確認のための努力を大蔵大臣談話などにおいて要望するなど過去に例をみない通達となった。⁹⁾ これは、大蔵省の並々ならない危機意識を反映したものと受け取ることができるが、同時にこの種の道徳的な説得が必ずしも有効に機能してこなかったことを示唆している。48年3月24日には、大蔵省は全国銀行など金融機関に対して、金融

機関の出資する不動産会社向け融資を制限するなどの規制を強化した。これは、金融機関が出資先の不動産会社を通じて大量の土地取得を行っているなどの批判が高まったためにとられた措置である。¹⁰⁾

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報』昭和48年版、36-37ページ。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、402-3ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報』昭和48年版、37ページ。日銀は、都市銀行、長期信用銀行、および信託銀行が市場経由で取得する株式価額に枠を設定することとし、差し当たり48年第1四半期の枠を月当たり160億円と決めて各行へ通告した。
- 4) 『野村証券株式会社50年史』(昭和51年)、734-35ページ。
- 5) 『金融』昭和48年1月、56ページ。これは、金融緩和と田中内閣発足以来の列島改造ブームとの相乗効果によるものと考えられる。
- 6) 『銀行局金融年報』昭和48年版、9-11ページ。
- 7) 経済企画庁物価局物価政策課「最近における物価安定政策(最新版)」(昭和50年)、252-55ページ。
- 8) 昭和47年11月の通達では「投機的な土地取得」が問題とされたのに対し、今回は「業種にかかわらず、土地取得に対する融資」を問題としている。
- 9) 「当局が、金融機関に対し、個別の融資についての量的抑制を求めたことは昭和21年の金融緊急措置令以来27年ぶりのことで、きわめて異例なことであるが、これは、地価安定が現下の最需要課題のひとつであったことから行われたものにほかならない」(『銀行局金融年報』昭和48年版、10ページ)。
- 10) 『銀行局金融年報』昭和48年版、11ページ。

2 中立的政策から引締め政策へ

日本の物価は、昭和47年第4四半期には卸売物価を中心として上昇率を高める気配を見せはじめた(図11-2を参照)日本銀行はこの状況に対処するために、都市銀行に対して貸出増加額の伸び率(対前年同期比)を半分程度に引き下げることを目途に内面指導を試みた。「しかし、金融緩和基調の維持を金融政策の基本としているなかで、このような量的抑制を求めるやり方に対しては、市中金融機関の反発も強く」¹⁾ 指導の効果はあがらなかったといわれる。

準備率引上げと道徳的説得 さらに、日本銀行は48年1月には本格的な金融引締め政策の発動を望んだが、政府は予算案審議中の公定歩合変更に強く反対した。このため日銀としては、準備率引上げ(1月16日実施)と窓口指導のある

程度の強化によってお茶を濁さざるをえなかった。もっとも、この準備率引き上げのマグニチュードは決してばかにならないものであった。なぜならば、この引き上げによって銀行は従来に比較して50%程度余分の準備を保有しなければならなくなったからである。²⁾ 48年冒頭には、ハイパワード・マネー供給残高も大幅に増加したが、その大半が準備率の引き上げによって吸収されたのである。

また、日銀は金融引締め政策への決定を下したのちに、民間金融機関に対して(1)手許流動性の高い企業に対する貸出を極力抑制すること、(2)金融機関自身による株式購入の自粛、および株式購入資金に関連する融資の自粛、(3)土地関連融資の自粛、などを要請した。³⁾

日銀政策委員会議長の談話においては「最近、景気の上昇は次第に速まってきたが、この間卸売物価がかなりの騰貴を示しているほか、物価、株価の高騰も目立っている。こうした情勢に鑑み、その背後にある流動性過剰の状態を是正し、併せて景気の過熱を未然に防止するため、日本銀行は預金準備率を……引き上げ……」と述べられている。ここには金融引締めという強いニュアンスは、あまり感じられない。

日銀はさらに3月に預金準備率の再引き上げを実施した。今回の準備率引き上げによって、およそ3500億円の準備増しが必要となると推定された。⁴⁾

商社向け融資に対する日本銀行の規制措置 日本銀行はかねてから都市銀行各行に対し、取引先商社の資金繰りや銀行融資の実態に関する報告を求め調査していたが、10大商社の手許流動性は昭和47年12月末の時点において約2兆6000億円、金融機関の10大商社に対する貸出残高が5兆円にも達していることが判明した。このため、48年2月7日、日銀は都銀各行に対し48年第1四半期の10大商社向け貸出増加額を前年同期の半分以下にとどめるよう指示した(表11-7)。大商社向け融資に対する日銀の規制(窓口指導)は、この後49年の第4四半期まで続けられた。

さらに日銀は買取手形について、商社など特定の企業22社が振出した手形に買取限度額を設定した。この措置によって、土地、株式投機の中心的な存在とみなされていた大手商社、建設会社等に対する融資を抑制することを目指したと考えられる。これら企業は三井物産をはじめとする商社11社、三菱電機などメーカー8社、清水建設など建設会社3社である。⁵⁾ この手形買取限度額は48

表 11-7 10大商社向け貸出に関する増加額規制 (単位: 億円)

暦年・四半期	都 市 銀 行		長期信用銀行		信 託 銀 行	
	規制枠	実 績	規制枠	実 績	規制枠	実 績
昭和47年IV		1,882		492		464
48年 I	860	859	250	248	320	318
II	665	662	165	165	225	224
III	665	548	150	130	225	220
IV	665	568	127	109	190	187
49年 I	515	486	93	92	145	140
II	515	514	93	69	145	142

(出所) 「銀行局金融年報」昭和49年版, 12ページ。

年第2四半期以降にも継続された。

本格的な金融引締めが必要となっている時期に、日銀がとった政策は金融市場全体にかかわる政策というよりも、むしろ特定の金融仲介ルートに強く引締めを働きかける選別的引締めの色彩が濃厚であった。金融市場が発達し、各種の市場間の連結が密接になればなるほど、このような選別的手段の効果は低減する。昭和48年の時点は、最早そのような状況が現れていたのではないかと思われる。昭和48年第2四半期まで、銀行貸出残高の増加率は非常に高い水準にとどまりつづけたのである(表11-1を参照)。

(注)

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年), 402-3ページ。
- 2) 昭和48年1～3月の貸出増加額を都銀に対しては前年同期比12.7%に、長信銀、信託に対しても同様の指示を与えた。また、今回の準備率引き上げによって増加する所要準備増加額は約3000億円と見積もられた。
- 3) 『金融』昭和48年2月, 56-57ページ。
- 4) 『銀行局金融年報』昭和48年版, 14ページ。
- 5) 日銀は47年6月から手形売買市場の通じるオペレーションを実施したが、その結果47年末のピーク時には買取手形残高は約1兆円に達し、しかもその約6割が今回の限度額の対象となった22社を支払人とする手形であったといわれる(『金融』昭和48年3月, 80-81ページ)。

3 スミソニアン体制の崩壊、変動相場制へ

昭和48年1月に47(1972)年のアメリカの貿易収支赤字が64億ドルという大幅

なものであることが判明しドル不安が再燃した。この結果、マルクおよび円に対する投機的な資金流入が活発化した。2月にはドル・レートはスミソニアン体制のもとでの下限である1ドル=301.10円にはりつき、日本銀行によるドル買支えが行われたのである。

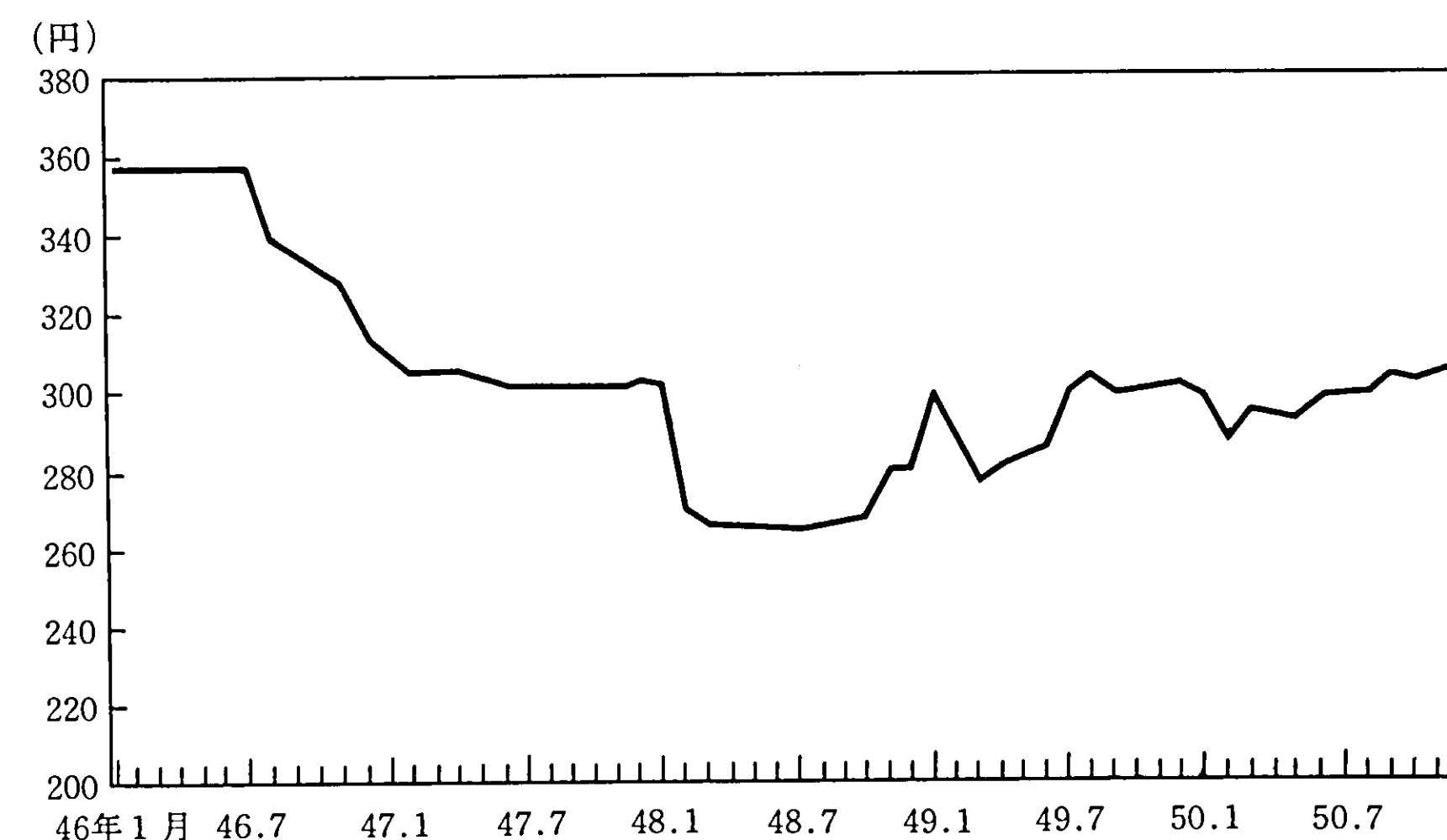
変動相場制度へ移行 日本の金融当局は2月10日～13日の間ヨーロッパ諸国の出方を見守るために、外国為替管理令第3条に基づいて外国為替市場を閉鎖した。2月13日にアメリカがSDRに対して10%のドル切下げを決定したことを受けて、日本の金融当局は14日、変動相場制へ移行したうえで為替市場を再開した。再開後の外国為替市場においてもドル売りは活発であり、直ちにドルは1ドル=270.80円にまで下落した。

変動相場制への移行に伴う円レートの上昇に対処するため、中小企業融資対策および、外国為替銀行への外貨預託が実施された。後者は外国為替特別会計が為替先物予約に見合う額の外貨を年率8.875%、期間4カ月で為銀に預託し、為銀は指定された業種、産地の中小企業に円滑に先物為替を供給するというものである。¹⁾

再度の混乱 さらに3月1日にヨーロッパでドル売り投機が再燃し各国の外国為替市場が閉鎖されたのをきっかけとして、東京外国為替市場も再び3月2日～16日間閉鎖されることとなった。この市場閉鎖によって、とくに中小企業は深刻な打撃を被るものと予想されたために、3月14日、緊急措置として、(1)政府系3中小金融機関を通じて、2000億円程度の緊急融資を実施する、(2)設備近代化資金の他前回のドル・ショック緊急融資分については返済を1年間猶予する、(3)中小企業信用保険制度の特例措置を講ずる等の対策が閣議決定された。²⁾

その後、円レートは昭和48年10月に石油危機が勃発するまでは、4月に一時的に1ドル250円台を超える円高が生じた以外、ほぼ260円台で安定していた(図11-7を参照)。円レートを日米のGNPデフレーターで実質化した実質為替レートでみても、大幅な変化は見られない。³⁾しかし、国際収支は48年第2四半期頃から急速に悪化しはじめた。経常収支は48年第2四半期に、43年第1四半期以来久方振りに四半期ベースの赤字を記録した。国内におけるアブソープションの急拡大が、この結果をもたらしたとみるべきである。

図 11-7 円レートの推移(インターバンク米ドル直物終値)



〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和48年版、25-29ページ。これは実質的に、46年8月変動相場制移行後に実施された措置と同様の措置である。
- 2) 『銀行局金融年報』昭和48年版、26ページ。
- 3) 小宮隆太郎「石油危機と日本経済のマクロ的展開」(小宮隆太郎『現代日本経済—マクロ的展開と国際経済関係』昭和63年、東京大学出版会、90ページ)。

4 本格的な金融引締め開始

公定歩合を5.0%へ引上げ(昭和48年4月) すでに説明したように、日本銀行は本格的な総需要抑制策へ進むために、昭和48年3月16日に1月に続いて預金準備率の引上げを行った。この際の政策委員会議長(日銀総裁)の談話は「金融機関貸出を一層抑制し、総需要を適切に調整するため……」と述べており、総需要管理政策の発動を強く印象付けるものであった。日銀の公式見解によると「総需要抑制を図る」ための本格的な金融引締め政策がようやく発動されたわけである。¹⁾同時に48年第2四半期について、都銀ばかりでなく、長期信用銀行、信託銀行、そして地方銀行全行を対象とするより強化された窓口指導が実施された。

次いで3月末日に公定歩合を0.75%引き上げることが決定され、4月2日から実施された。この引上げ幅は戦後最高の幅であり、本格的な引締め発動のタイミングが遅れたという日銀当局の焦りがそこに反映されている。確かに、この公定歩合引上げを本格的な金融引締め政策の発動とみなせるのであれば、引締め政策はいかにも遅きに失したということになろう。ところが、2月の変動相場制への移行が実質的にはかなり大幅な円切上げを意味していたので、財界の一部などでは中小企業への影響などをも勘案してオーバーキルを懸念する声さえあったのである。²⁾

財政支出の弾力的運営 4月11日、国民福祉の向上、社会資本の充実を目指した48年度「積極大型予算」が成立した。これはインフレ状態が進行するさなかに決定された予算としては、異例な規模の予算であった。日本銀行はこの48年度予算について、「48年度中におけるインフレーションの激しい進展に伴い、事後的には実質財政支出の規模は前年度とほぼ同水準にとどまったが、当初この予算の性格が著しく景気刺激的であったことは明らかである」と批判的な評価を下している。³⁾

一方、政府は5月に入って総需要抑制政策の必要性が急速に高まってきたことを考慮して、5月8日公共事業施行の年度内繰延べを内容とする予算運営方針を決めた。これによると、合計6兆9801億円に上る公共事業関係費の上期契約率を59.6%に抑制することにした。さらに6月29日の物価対策閣僚会議において、「インフレ・マインド」を財政面からも抑制するという名目のもとに、公共事業をさらに年度下期に繰り延べることが決定された。⁴⁾

また、過剰流動性を吸収するための措置として、48年度中に計画されている2兆3400億円の国債発行を上期に集中することも決定された。この決定によって、額面ベースの国債市中引受額は4月に3500億円、5月に3000億円とされ、前年度同月比35%強の増加となった。ただし、このような措置はいかにも小手先という感じである。もし、金融的な引締めを一層強化したいのであれば、日銀の資金供給を直接抑えればよかったはずである。

たてつづけの公定歩合引上げ 昭和48年4月2日に公定歩合が引き上げられてから第1次石油危機(後述)が勃発するまでの半年間の間に、公定歩合はさらに3回引き上げられ、その水準は48年年初の4.25%から同年8月29日の7.00%

へ一挙に引き上げられた。また預金準備率も48年1月16日の引上げに続いて、同年9月1日までにやはり3回引き上げられた(表11-8)。このような、たてつづけの公定歩合引上げと引締め措置の発動は第二次大戦後には全く例を見なかったものであるが、インフレの急速な進展と政策当局の狼狽ぶりを如実に示すものである。

まず48年5月30日、公定歩合は5.00%から5.5%へ引き上げられた。また同時に預金準備率を6月16日から引き上げることが決定された。とくに公定歩合の引上げと準備率引上げが組み合わされている点に、金融引締めに対する日本銀行の強い姿勢が現れている。

昭和48年7月2日にさらに公定歩合は6.0%へ引き上げられた。しかし、佐々木日銀総裁は今回の引締め措置を十分とは考えていない趣旨の見解を記者会見において示し、さらに公定歩合引上げがありうることを示唆した。⁵⁾ また、48年第3四半期の窓口指導の対象に外銀を加えるなどの引締め強化策をも打ち出した。異例のことであるが、48年7月末にすでに枠が与えられていた48年第3四半期の窓口指導が見直され、貸出増加額枠を24.2%減から約40.0%減へと大幅な減額修正を試みた。これに加えて8月から、窓口指導を四半期単位ではなく、月単位に切り換え、さらに貸出平残ベースの規制枠を厳しく圧縮することで、一層厳しく民間銀行の貸出供給行動をコントロールすることにした。⁶⁾

表 11-8 公定歩合引上げおよび預金準備率引上げの経緯 (%)

実施年月日	公 定 歩 合	預 金 準 備 率	
		定期性預金	そ の 他
昭和47年12月末現在	4.25	0.50	1.60
48年1月16日		1.00 (+0.50)	2.00 (+0.40)
3月16日		1.50 (+0.50)	3.00 (+1.00)
4月2日	5.00 (+0.75)		
5月30日	5.50 (+0.50)		
6月16日		1.75 (+0.25)	3.25 (+0.25)
7月2日	6.00 (+0.50)		
8月29日	7.00 (+1.00)		
9月1日		2.00 (+0.25)	3.75 (+0.50)
12月22日	9.00 (+2.00)		
49年1月1日		2.25 (+0.25)	4.25 (+0.50)

(注) ()内は引上げ幅。また預金準備率は預金残高1兆円超の全国銀行を対象とする準備率。

6月中旬、卸売物価が前年同月比で13.5%、消費者物価(東京都区部)も11.5%と記録的な上昇を示すなどインフレの急速な高まりが明らかになっており、以上の引締め措置の中に日本銀行の焦りが感じられる。

さらに48年8月29日、日銀は公定歩合を1.0%引き上げ7.00%とした。1%の上げ幅は、戦後最高の上げ幅であった。また、公定歩合に合わせて9月1日から預金準備率の引上げ(48年1月以来4回目)も実施された。

都銀と手形の相対オペ実施 金融市場において大幅な資金不足が生じ、都市銀行向けの日本銀行貸出はクレジット・ライン(9000億円)いっぱいとなり、しかも都市銀行の手許に残っている国債、政府保証債等の買入適格対象はわずかとなってしまった。さらに手形割引市場の買いオペ適格手形も払底してしまった。そこで日銀は48年8月から、都銀14行を対象に手形を直接売買する方式を導入することにした。⁷⁾

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、410-11ページ。
- 2) 『金融』昭和48年5月、55ページ。
- 3) この48年度予算に対する批判は、小宮隆太郎の「編成時には「大型予算」と考えられていたものが、財政以外の「原因」に基づいて急速に進行しつつあったインフレの大波の波間にかくれてしまった」(小宮隆太郎「昭和四十八、九年インフレーションの要因」、『経済学論集』42巻1号、昭和51年4月、43ページ)という評価を意識したものである。本稿執筆者はこの時期のインフレーションの根本原因が過剰な金融緩和にあるという小宮の見解に基本的には賛成である。しかし、48年度当初の段階では、大型予算が決定されたという事実が、人々の景気拡大やインフレの進展に対する予想を一層強め、インフレーションを促進する効果があったのではないと思われる。
- 4) 「当面の物価安定対策のその後の実施状況について」(昭和48年6月29日)(経済企画庁物価局物価政策課「最近における物価安定政策(最新版)」、昭和50年、133ページ)。
- 5) 『日本経済新聞』昭和48年7月1日。
- 6) しかし、窓口指導の「尻抜け」になる含み貸出は、この時期にも多額に上ったとみられる。ある報告では、48年6月末の含み貸出は1兆円程度に達したとされている(『金融』昭和48年9月、55ページ)。
- 7) 市場を通じて日銀が手形オペを実施する場合、日銀の内規は対象の手形を発行後2月末を越えたものに限定していた。相対の手形オペの場合にはこの内規が適用されないため、日銀にとってオペ対象が2～3兆円程度増加するという効果が期待できるのである(『金融』昭和48年9月、55ページ)。

5 狂乱物価への行政的対応

昭和47年から48年にかけて、日本の政策当局は物価上昇に対して警戒はしていたとはいえ、楽観的な見通しをもっていたように思われる。日本銀行総裁は、47年7月には「これ以上さらに〔金融を〕ゆるめるようなことはしない」と一応経済の過熱に対する警戒を示したが、¹⁾しかし、実際にはマネー・サプライ増加率はその後も高い水準にとどまったし、コール・レート(無条件物)も47年11月に4.25%の底に達した後、48年第1四半期までは非常に低い水準にとどまっていたのである。

したがって、48年春頃から物価上昇が深刻な様相を呈しはじめると、政策当局は思惑違いに戸惑い、マクロ的な引締め政策に加えて、緊急的な規制策を打ち出して、遅ればせながら状況の改善を図ろうとした。すでに紹介した株価対策、地価対策はそれらの対策の一環である。ここでは、それ以外に試みられた主な対策を考察する。

「投機防止法案」(昭和48年3月) 昭和48年2月中旬以降、商品市場において大豆、羊毛、生糸、綿糸などの生活関連輸入品を中心として価格騰貴が始まった。これは、金融緩和状態継続が物価上昇期待を醸生し、金融資産に換えて実物の商品を保有しようとする投機の機運が高まったことを示している。商品相場の急騰にともない生活関連必需品の価格も急上昇した。このため政府も2月末から商品投機の抑制に乗り出した。最初は物価統制令の適用、暴利取締り法の特別立法といった法的規制が議論されたが、当面は商品取引所や商社に対する指導強化、過剰流動性対策、低生産性部門や流通機構の合理化という行政措置をとることとし、その補完的措置として投機防止法案を制定することになった。

「生活関連物資等の買占め及び売惜しみに対する緊急措置に関する法律」(昭和48年7月6日法律第48号)という名称のこの法律の中には、「生活関連物資の不当な買い占めや売り惜しみによる物価の騰勢を抑えるため、食料や繊維などの国民生活との関連が高い物資を政令で特別の調査を要する特定物資として指定する」等の規定が盛り込まれていた。²⁾ 商品投機に対する行政的な抑制策と

しては、通産・農林両省が生糸に対する投機を抑えるために、横浜、神戸の生糸取引所と、東京、大阪、名古屋の繊維取引所における立合いを当分の間停止させる措置をとった。³⁾

大蔵省の経済安定法案 昭和48年6月、大蔵省は「経済安定法案(経済安定に資するための財政金融に関する特別措置法案)」をとりまとめた。この法案は西ドイツの経済安定法を参考にしたものであり、物価安定、景気調整、国際収支均衡のための財政金融政策を多様化し、機動的に運営できるような条件を作り出すことを目的としており、48年の4月頃から大蔵省を中心として検討が進められたのである。

この法案の骨子は、(1)景気調整のための特別国債、(2)景気調整のための法人税課税の特例、(3)生活関連物資の価格安定のための関税の軽減または免除、(4)輸入の促進または抑制のための関税率の一律引下げまたは引上げ、(5)輸出調整税の創設、(6)準備預金制度の特例からなっている。

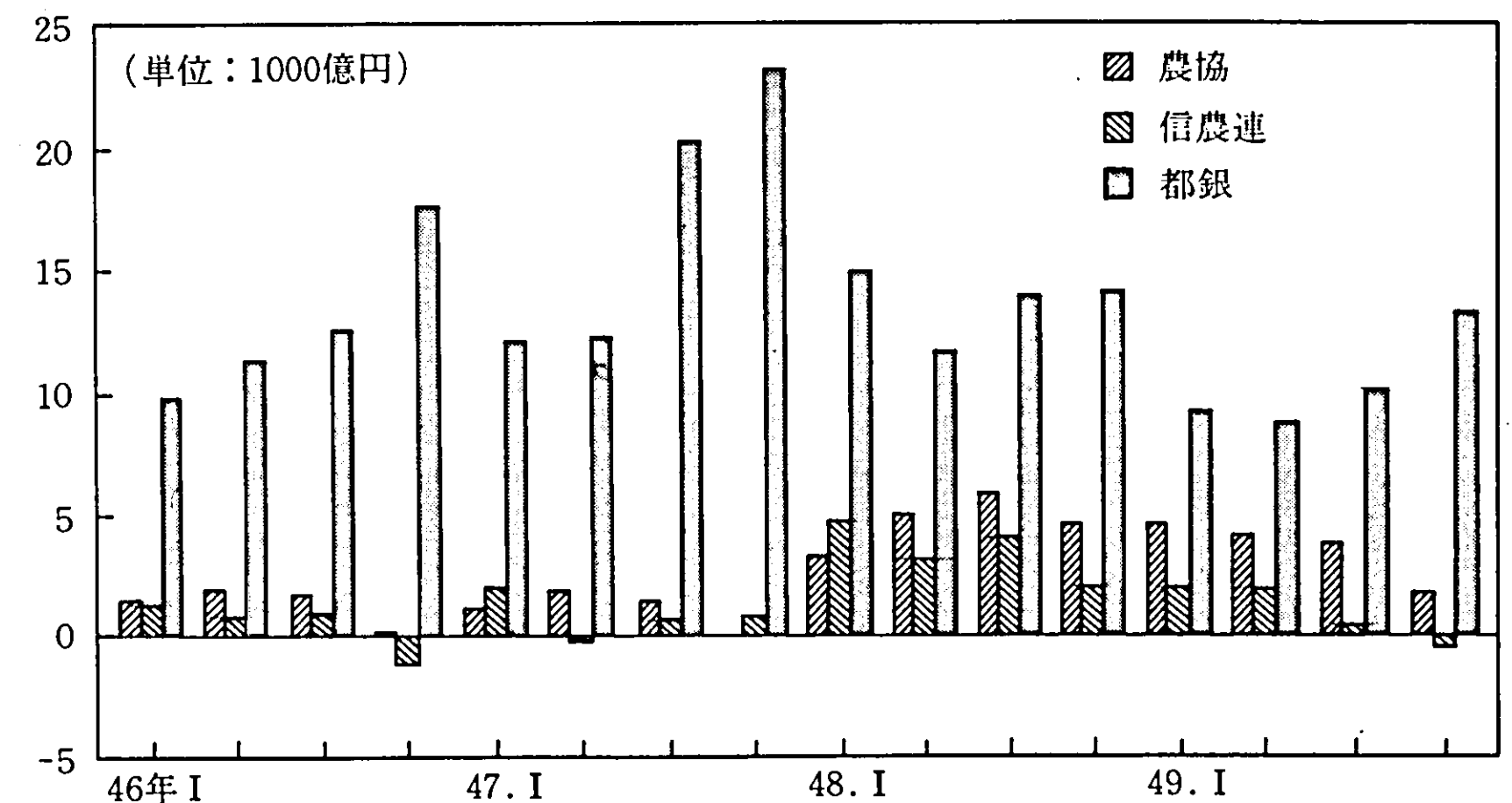
この法案はケインズ主義的な裁量的経済政策運営を目指すものと理解することもできよう。大蔵省は「既存の原理原則にとらわれることなく、自由な発想の下で新たな政策手段が検討された」⁴⁾ことを評価しているが、当然のことながら、この法案に対しては、現行の単年度主義の建前と矛盾する、行政権限が大蔵省に集中しすぎる、等の批判も少なくなく、6月7日に大蔵省が法案を発表したものの、結局国会提出は断念された。

農協系貸出の抑制 昭和48年に窓口指導を中心として日本銀行の金融引締めが進められると、農業協同組合や信用農業協同組合連合会(信農連)の貸出しが著しく増加しはじめた(図11-8 および表11-9を参照)。地価高騰によって多額の土地代金が農協に流入する一方、全国銀行を始め多くの金融機関が窓口指導のために貸出供給を厳しく抑えられたためである。金融引締め政策の強化によって厳しい制約を受けることになった銀行が貸出企業に対して銀行保証をつけて農協、信農連からの融資を斡旋する事例が多くみられた。⁵⁾

このため、48年5月12日、大蔵、農林両省は信農連の貸出しを抑制するため担当課長連名の通達を出した。具体的には、信農連の48年第2四半期の貸出増加額を同年第1四半期の3分の2程度に抑制するというものであった。⁶⁾

さらに大蔵・農林両省は48年9月22日、および12月18日にも農業協同組合の

図 11-8 農業協同組合、信用農業協同組合連合会、および都市銀行の貸出増加額(対前期比)



一般産業向け貸出の行き過ぎを抑制するための通達を都道府県知事および農信連会長に出した。すなわち、(1)個人向け貸出の体裁をとりながら実質的には一般産業に対する貸出しとなっているものを厳に抑制すること、(2)貯金と定期積金の合計が50億円以上の大規模農協は1件当たり1億円以上の大口融資先を報告すること、などである。また、同年10月には、大蔵省は個別銀行に対して保証の自粛を指導した。⁷⁾

中期預金の創設と政府短期証券の公募拡大 昭和46年2月に満期1年半の定期預金が導入されたが、その後も一部の銀行は資金調達手段の多様化のために、より満期の長い中期預金の創設を金融当局に求めていた。国内経済の過熱が進むにつれて、個人の手許にある過剰流動性を吸収するためにも有利な貯蓄手段の提供が必要という認識が高まった。その結果、48年6月末に日本銀行政策委員会が期間2年、利率年6.50%の中期預金の創設を決定した。この決定に対応して、臨時金利調整法の金融機関の預金金利最高限度が年6.0%から6.5%へ引き上げられた。

さらに大蔵省は民間部門が保有する過剰流動性の吸収策として、政府短期証券の期間多様化(従来は2カ月物だけであったが、3カ月物、6カ月物が付け加えられた)、少額証券の新設等の措置をとり、応募者範囲の拡大を図った。これ

表 11-9 (A)信用農業協同組合連合会貸出残高(金融機関貸付を除く)

	金額(1000億円)	前年同月比(%)	(同左, 全国銀行)
昭和47年12月	16.6	12.6	25.6
48年1月	16.8	14.6	25.4
2	18.1	20.1	25.4
3	21.0	32.9	25.3
4	22.3	41.8	25.3

(出所) 『金融』昭和48年7月, 61ページ。

(B)農協系統3段階の貯金, 貸出しの増加額

(1) 農 業 協 同 組 合

	貯 金		貸 出 金	
昭和46年	11,776億円	28.1%	4,316億円	-23.0%
47	21,208	80.1	5,562	28.9
48	19,765	-6.8	17,959	222.9

(2) 信用農業協同組合連合会

	貯 金		貸 出 金	
昭和46年	7,732億円	77.4%	1,914億円	-47.4%
47	14,671	89.7	5,204	171.9
48	826	-94.4	10,142	94.9

(3) 農 林 中 央 金 庫

	貯 金		貸 出 金	
昭和46年	6,251億円	630.0%	1,496億円	29.4%
47	4,152	-33.6	1,593	6.5
48	531	-87.2	1,786	12.1

(出所) 日本銀行『経済統計年報』。

は、従来政府短期証券の応募者は、金融機関、保険会社、日銀との取引関係にある証券会社、短資業者に限定されていたのを、個人や一般の法人も証券会社を通じて応募できるようにしたのである。しかし、政府短期証券の応募者利回りは、2カ月物5.425%、3カ月物5.574%、6カ月物5.917%であり、この当時のコール・レート(無条件物)がすでに6.50%を上回っていたことを考えると、あまりにも低すぎる利率であった。

国債発行に関しても同様の措置がとられた。つまり、48年度下期には政府手取りベースで8700億円の国債発行が計画されていたが、国債発行世話人会は8

月末に、その内の1000億円を9月に繰り上げて発行することにしたのである。この措置も、市中の余剰資金を吸収する目的で採用されたのである。

物価安定緊急対策(昭和48年8月31日) 昭和48年8月にはいっても物価上昇の勢いは弱まらない。8月中旬の卸売物価上昇率(前年同月比)は17.2%、東京都区部の消費者物価指数上昇率は12.9%と過去20年間に経験されたことのない異常な高騰となった。そこで政府は8月31日に物価安定を最優先とする対策を検討し、次の5項目の緊急対策を決定した。⁸⁾

- (1) 財政執行の繰延べ(この結果繰延べ概算額は7000億円になる。地方財政においても公共事業関係経費を3000億円繰延べすることにした)。
- (2) 金融の引締め(第4次公定歩合引上げの追認、併せて個人部門の余剰資金を吸収する観点から貯蓄奨励があげられている)。
- (3) 民間設備投資および建設投資の抑制(通産省はこの決定に伴い電力、鉄鋼等所管6業種の48年度設備投資計画を当初計画の3.8%(1020億円)削減するよう行政指導すると発表。⁹⁾ 建設投資については、建設投資調整協議会(経済企画庁調整局長・物価局長、大蔵省銀行局長、農林省食品流通局長、通産省産業政策局長、運輸省大臣官房審議官、建設省住宅局長、自治省財政局長によって構成される)が認めない建築については建築主に対して工事施行の延期、または規模の縮小を勧告する)。
- (4) 消費者信用の調整(自動車等の割賦販売等の頭金の割合を引き上げ、支払期間の短縮等条件を調整する)。
- (5) 個別物資対策の強化(とくに中小需要者向けの供給を確保するため、小形棒鋼など各種鋼材、塩化ビニール電線等について斡旋相談所を開設するなどして実態に応じた需給調整を行う。投機防止法に基づく特定物資に灯油を加える)。

以上例示的に説明したさまざまな行政的な介入は、オーソドックスな金融引締め政策と平行して採用されたものである。そのために、それらの措置が物価上昇抑制にどの程度効果的であったかを評価することは容易ではない。しかしこれらの緊急措置は、一般的な物価上昇に対する政策としてはどの程度効果的か、少なくとも理論的には疑わしいものがほとんどである。たとえば商品に対する投機を抑止しようとする政策自体は、インフレーションに対する根本的な対策となりえないことは明らかであろう。しかし、政策当局がそのような(場

当りのとも思える)措置をとることは、国民に対し政府が懸命にインフレ対策に努力していることを印象づけるためには、しばしば効果的なのである。このことは、次の節で扱うスタグフレーション下の経済政策にも、同じように当てはまることからである。

〔注〕

- 1) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、402ページ。
- 2) 経済企画庁物価局物価政策課「最近における物価政策(最新版)」(昭和50年)、316-23ページ。
- 3) 『金融』昭和48年4月、74-75ページ。
- 4) 『銀行局金融年報』昭和49年版、25ページ。
- 5) 『銀行局金融年報』昭和49年版、14ページ。
- 6) とくに、一般産業向け、とりわけ商社、不動産業向けの新規貸出を抑制することとした(『金融』昭和48年7月、60-61ページ)。
- 7) この規制は翌49年の7月まで続けられた。
- 8) 経済企画庁物価局「物価政策関連資料」昭和49年版、462-73ページ。
- 9) 産業構造審議会の産業資金部会で総需要抑制政策にあわせて設備投資額を大幅に調整するのは初めてのことでとされている。

第4節 第1次石油危機

日本経済は昭和48年冒頭から過熱状態に見舞われ、それに対応して急テンポで金融引締め政策がとられたことはすでに説明した。しかし、インフレの抑制は容易には成功しなかった。しかも厳しい金融引締めが進行するさなかの48年10月、第4次中東戦争が勃発し、それを契機として石油輸出国機構(OPEC)が原油価格の公示価格を70%、市場価格を40%引き上げ、さらにアラブ石油輸出機構(OAPEC)が石油生産削減の措置を打ち出した。

石油危機は政策当局にとって非常に困難な状況を作り出したことは明らかである。この当時日本経済は原材料としての原油輸入に全面的に依拠していた。したがって、石油危機は日本経済の総供給曲線を縮小させ、卸売物価を引き上げて(少なくとも一時的に)インフレを加速する効果をもっていた。供給側の逼迫は、人々の物不足感をあおり、各種耐久商品に対する投機行動(買いだめ、売り惜しみ)を助長した。同時に、日本経済にとっては石油価格の上昇は悪化の兆しを示していた貿易収支を一層悪化させるとともに、ちょうど賃金率の引上げと同じようにマクロの総供給曲線を縮小させ、経済にデフレ効果を及ぼすものでもあった。これはまさにスタグフレーションとよぶにふさわしい状況である。

このスタグフレーションに対して金融当局がとった政策は、第1に金融引締めの徹底であり、第2に資本流出規制強化と流入規制緩和の組合せであった。しかし、同時にマクロ的な引締め政策だけではなく、選別的な引締め策や不況対策、あるいは価格凍結策等がとられた。これらの「構造的」な対策は、原油価格急騰がもたらすショックをどの程度緩和できるかは、あまり定かではない。しかし、緊急事態に対して政策当局が懸命の努力をしていることを国民に印象づけるうえでは、そのような一見具体性をもった対策のほうがマクロ的引締め政策よりも効果的である。また、原油価格高騰によって必要となった価格体系の急激な調整の過程で生じがちな「経済的不公正」、とくに情報優位にある一部の経済主体が大きな利益を享受するという状態を是正するうえで、選別的な

引締めや市場への介入は、ある程度の効果を発揮するとも考えられる。以下では、石油危機以降に展開されたマクロ的な引締め政策と個別的な構造対策の両面を概観する。

1 金融引締め政策の徹底

第5次公定歩合引上げなど引締め強化 日本銀行は昭和48年12月22日に公定歩合を2.0%引き上げ9.0%とした。これは48年4月2日以来5回目の引上げであり、9.0%という公定歩合の水準は未曾有の高金利である。また同時に準備率の引上げが決定され、49年1月1日から実施された。48年1月16日以来5回にわたる準備率引上げの結果、48年末の時点で約1兆2700億円のハイパワード・マネーが準備預金に吸収されたと推計されている。¹⁾ 大まかな計算では、48年中のハイパワード・マネー供給増加額は3兆円強であった(第10章の表10-8を参照)。この増加額は当時の日本経済にとっては桁外れの大きさであるが、その4割は預金準備率の引上げで凍結されたことになる。これは非常に強力な引締め効果を発揮した。コール・レート無条件物中心の月中平均値は48年1月には4.962%ときわめて低い水準にあったが、着実に上昇し48年12月には10.471%に達したのである。

昭和48年第1四半期から開始された日銀の窓口指導も厳しさを増した。その経緯は都市銀行に対する貸出増加額の査定の推移を示した表11-10から読み取ることができよう。とりわけ48年第2四半期からは、日銀取引先の相互銀行(相互銀行72行中68行)に対しても窓口指導が実施されたこと、さらに信用金庫に対しては一層非公式に指導の行われたことが注目される。これまでも再三指摘したように、窓口指導の対象とならない金融機関の貸出増加が窓口指導の引締め効果を減殺することを防止しようとしたためである。

原油価格上昇に対応して行われた金融引締め強化は、日本経済に強いデフレ効果をもたらし、49年の実質成長率は第二次大戦後はじめてマイナスを記録した。しかし、一方では、徹底した金融引締め政策が人々のインフレ心理を速やかに払拭し、昭和50年代の相対的に安定した経済成長の出発点を作り出したという評価もありうる。とくに、47年から48年にかけての極端な金融緩和状態と

表 11-10 都市銀行に対する窓口指導(貸出増加額規制)の経緯 (単位: 億円, %)

年・四半期	査定(前年実績比)	実 績
昭和48年 I	13,200(+12.7)	13,297
II	10,000(-16.1)	9,963
III	14,300(-24.4) [12,550(-34.0)]*	12,547
IV	13,000(-41.0)	13,040
49年 I	8,700(-34.6) [8,400(-37.0)]**	8,639
II	8,400(-15.7)	8,400
III	9,800(-21.9)#	
IV	12,700(-2.6)#	

(注) * 規制強化(含み貸出を枠内へ繰り入れる)によって貸出増加限度枠が圧縮された。
** 10大商社向け貸出増加額抑制などを中心に、期中に限度枠が圧縮された。
農林系統金融機関が都銀などの保証を受けて行う企業向け貸出しの期中増加額はゼロに抑制。

それに続く狂乱物価の経験を通じて、日銀はマネー・サプライ・コントロールの重要性を学んだ。²⁾ 50年以降マネー・サプライ増加率は徐々に引き下げられたが、極端な変動を避ける注意深いコントロールが続けられたのである。日本経済の安定的な成長とこのマネー・サプライ・コントロールは密接に結びついていると思われる。

なお、引締めは財政政策の側面からも実施された。政府は49年4月12日、および7月9日に財政支出の執行抑制を決定し、さらに49年8月30日には49年度財政執行の繰延べを決定したのである。

公定歩合の引上げ幅について 48年12月の公定歩合引上げ幅をめぐる、日本銀行と大蔵省の間で論争があった。すなわち、日銀は財政面における思いきった総需要抑制策を前提に1.5%以上の大幅な引上げを要求した。一方、大蔵省は財政規模の縮小を至上命令と考えており、公定歩合の大幅引上げは国債金利の上昇、資金運用部預託金利の上昇をもたらし、かえって財政規模を拡大させるとして小幅引上げを主張したのである。結局12月の卸売物価が6%前後の大幅上昇となるという見通しが明らかとなって、公定歩合の大幅引上げが決定された。

金利引上げ問題と預貯金金利の引上げ 昭和48年4月以来公定歩合、短期プ

ライム・レートは5回にわたって大幅に引き上げられた。しかし長期プライムの引上げ幅は小さなものにすぎなかったため長短金利は極端に接近するか逆転するものもみられた。このため、49年9月公定歩合の引上げを伴うことなしに、長期金利の引き上げが決定された。

すでに全織同盟(全国繊維産業労働組合同盟)を中心として、郵便貯金の目減り補償を国に要求する訴えが49年3月に提起されていたが、インフレによる目減りの影響を受けて49年春以来個人預貯金の伸びが目立って鈍化した。大蔵省などでは少額貯蓄非課税制度(マル優)の適用預金に限って、年率1~2%の金利を付加することが検討されたが、³⁾ 結局49年9月24日、公定歩合の引上げを伴わずに預貯金金利の(小幅な)引上げが実施された。大幅な預貯金金利引上げは、公定歩合引上げにつながるが、この時期にはこれ以上の金融引締めは回避すべきという考えが強くなってきたためである。

選別融資の実施 昭和49年の春闘は、過去のインフレーションによって醸成されたインフレ期待に支えられ32.9%のベースアップを生み出したが、これはかつてない大幅な賃金引上げであった。⁴⁾ このように急速な物価上昇が進行し、インフレ期待が強い状況で、マクロ経済の供給側にデフレ的インパクトが加えられたとき、政策当局はいかなる手を打つべきか。当時の日本の政策当局が直面したのはこの問題である。彼らが採用した政策は、一つには全般的な金融引締めの強化であったが、それ以上に重視されたのが一部の企業や業種に抱えられていた余剰資金を吸収するための選別融資規制措置であった。

後に説明するように、48年11月16日に政府は「石油緊急対策要綱」とよばれる緊急施策を打ち出した。この「要綱」を一層強化するために、同年12月に「当面の緊急対策について」が閣議決定されたが、その中に「選別融資の実施等所要の措置を講ずる……」と述べられていた。⁵⁾ これに基づいて大蔵省は「当面の経済情勢に対処するための金融機関の融資のあり方について」と題する選別融資の実施に関する銀行局長通達を出した(48年12月25日蔵銀第4279号)。この通達の中では、融資に当たって優先的に扱われるべきものと抑制的に取り扱われるべきものがそれぞれ列記されていたが、規制措置としては抽象的なものであった。

銀行局長通達では次のものが優先的に融資されるべきものとなっていた。⁶⁾

- (1) 国民生活安定緊急措置法の規定に基づき特に生産等を促進すべき物資として指定されたものの生産等に必要な資金。なお、当該指定等については、当局から通知することとする。
- (2) 医療、教育、住宅等国民生活の基盤として不可欠なものに必要な資金。
- (3) 石油又は電力の節減により顕著な影響を被ることとなった中小企業が、その経営の維持のために緊急に必要とする資金。

ただし、この選別融資規制は、大口融資規制が大蔵省によって通達された49年12月25日に廃止された。

中小企業向け緊急融資 昭和49年1月21日から25日にかけて、石油危機に伴う原材料の入手難や取引先企業の倒産等により中小企業の経営難が予想されたので、都市銀行を始めとする民間金融機関は中小企業特別融資枠(総額3200億円)を設定した。融資対象企業は中小企業基本法に規定された企業であること、貸付金利はプライム・レートを大幅に下回ること、原則として信用保証協会の保証を必要とし、使途は運転資金に限ること等が定められた。

さらに49年5月20日には金融引締めによって経営環境の悪化に見舞われている中小企業の救済対策として、政府系金融3機関の49年度第1四半期(4~6月)貸出枠を5500億円から7010億円へ増額することが決定された。

金融引締め浸透の不均等 金融引締め効果が出るにしたがって、業種別には石油、鉄鋼、自動車、造船等なお資金繰りにゆとりを残しているものがみられるなど、今回の金融引締めの特徴とされる引締め効果の不均等が目立つようになってきた。昭和49年の2月頃には、日本銀行、大蔵省は現在の時点で必要なのは全体的な金融引締めではなく「金融引締めの浸透に伴う“資金偏在”の解消、一部の業種、企業にある余剰資金の吸収といった個別的重点措置であるという点で」認識が一致していた。⁷⁾ このため、6次の公定歩合引上げは見送られた。大蔵省は企業段階における資金偏在の実態を調べ、併せて金融機関の融資行動について調査するため「選別融資等金融の実態に関する重点的調査」を実施する方針を決定した。

また、資金偏在の重要性に対する認識に基づいて、日銀は49年2月に窓口指導の強化手直しを行った。この手直しでは、単に貸出増加額を当初計画よりもさらに減額するばかりでなく、10大商社向け貸出、百貨店、スーパーを中心と

する卸・小売業への貸出しをより重点的に減額する等、選別の色彩が濃厚であった。⁸⁾

大蔵省も同年2月28日、日銀の規制措置に対応して選別融資規制を強化した。すなわち、(1)過度に在庫積増しを図っている企業に対する新規融資の停止、既往融資分については計画的回収を図る。とくに、卸・小売等流通段階の企業に対する融資は必要最小限にとどめる。(2)すでに設定済みの手形割引枠内の融資等についても、ともすれば受動的に貸し応じてきた態度を改め厳格に審査し、必要最小限の融資にとどめる、(3)土地関連融資については、既往分についても、この際あらためてその土地保有目的、保有状況等について審査し、不適切と認められるものについては、手形の書換え、約定の更新に応じない等計画的に回収を図る等の措置を講ずる、というものである。⁹⁾

〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和49年版、9ページ。実際、48年中の準備預金増加額はほぼ1兆2700億円である。第10章の表10-8を参照されたい。
- 2) 日本銀行調査局「日本におけるマネー・サプライの重要性について」(『調査月報』昭和50年7月)。
- 3) 『銀行局金融年報』昭和50年版、16ページ。
- 4) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、440ページ。
- 5) 『銀行局金融年報』昭和49年版、56ページ。
- 6) 『銀行局金融年報』昭和49年版、59-60ページ。
- 7) 『金融』昭和49年4月、88ページ。
- 8) 10大商社に対する貸出増加額規制は49年第4四半期まで続けられた。50年第1四半期以降は後述の大口融資規制が同じ機能を発揮するということで商社向けの規制は撤廃された。
- 9) 大蔵省の選別融資規制強化については『銀行局金融年報』昭和49年版、61-62ページを参照。

2 石油危機対策

「石油緊急対策要綱」 昭和48年11月16日、政府は石油危機の勃発に対処するための「石油緊急対策要綱」を決定した。この対策要綱にのっとり石油、電力の節約について、具体的な行政指導が実施されたのである。対策要綱には総需要抑制政策も含まれていたが、一方で挙国一致で緊急事態に立ち向かうべしと

表 11-11 石油緊急対策の推移(昭和48年10月～49年8月)

年・月	政府の石油対策	金融界の石油対策
48年10月	1日、灯油価格凍結の行政指導〔6日、第4次中東戦争勃発〕 〔16日、OPEC原油価格大幅引上げ〕 〔17日、OAPEC原油生産削減決定〕	
11月	16日、「石油緊急対策要綱」決定 20日、第1次石油・電力消費規制	16日、「要綱」で総需要抑制強化を決定
12月	〔9日、OAPEC原油生産を一層削減〕 21日、石油緊急2法成立 22日、「緊急事態宣言」、「当面の緊急対策について」決定	22日、「緊急対策」で総需要抑制策を強化 第5次公定歩合引上げ 25日、大蔵省、選別融資実施の通達
49年1月	11日、「当面の石油及び電力の使用 節減対策について」決定 16日、第2次石油・電力消費規制	16日、全銀協「銀行店舗の看板照明等の自粛措置について」決定 21日、都銀、石油危機による中小企業救済特別融資決定
2月	5日、公取委、石油業界にヤミ協定破棄を勧告 15日、石油業界、公取委勧告応諾 22日、公取委、石油業界を独禁法違反で告発 26日、「当面の石油・電力使用節減対策について」決定	22日、大蔵省、金融機関特別調査実施方針決定 28日、大蔵省、選別融資規制強化を通達
3月	1日、第3次石油・電力消費規制 5日、政府系中小金融機関、中小企業緊急融資決定 16日、「石油価格の改訂と物価安定対策の強化について」を決定	16日、政府、「物価安定対策強化」で総需要抑制策堅持を決定
4月	3日、東京電力、中部電力、電力料金大幅値上げ申請	
5月	1日、第4次石油・電力消費規制 21日、9電力の電力料金値上げ認可 第1次価格凍結解除	
6月	1日、第5次石油・電力消費規制 〔15日、OPEC公示価格を9月まで据え置くことを決定〕	
7月	9日、政府、7～9月期公共事業契約抑制	
8月	9日、第2次価格凍結解除 23日、第3次価格凍結解除 30日、「緊急事態宣言」解除	

(出所) 『金融』昭和49年10月、47-48ページ。

いう精神論(必ずしも日本において無意味とはいわないが)も強調された。たとえば、官公庁は無論、産業界、一般国民等に対して室内温度の適正化、広告用・装飾用照明の自粛、不要不急のマイカー自粛、高速道路における高速運転の自粛、不要不急の旅行の自粛、週休2日制の普及促進などである。¹⁾

物価安定のための凍結指導 さらに政府は昭和49年3月に「石油価格の改訂と物価安定対策の強化について」という石油危機対策を決定した。この対策では、石油製品価格を平均62%引き上げることと認めるとともに、この価格引上げが他の物価の上昇へ結びつかないようにするため、(1)基礎物資・生活関連物資53品目について、その価格を凍結し値上げは事前了承を必要とすること、(2)総合商社、スーパー等の流通業者に対して生活関連物資148品目の価格凍結を指導する、(3)公共料金を極力抑制すること、(4)総需要抑制政策を堅持する等が盛り込まれた。²⁾

ただし、これらの凍結措置は早くも8月9日の閣議で大幅に解除されてしまった。解除の理由は、総需要抑制策が浸透しつつある過程で、凍結措置が価格下支えの役割を果たす等逆にその弊害が目立ってきたためといわれる。このように、49年以降のインフレ収束の過程で直接的な価格凍結対策が演じた役割は大きくなかったのである。表11-11は48年11月から49年8月までに決定された石油緊急対策とそれに関連する事項の経過を示している。

〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和49年版、54-56ページ。
- 2) 経済企画庁物価局物価政策課「最近における物価政策」(昭和50年10月)、316-27ページ。

3 資本移動規制および為替管理をめぐる動き

国内景気の過熱により昭和48年3月以降、日本の総合収支は10月まで8カ月連続で赤字を続けた。このため、外貨準備は2月末の196億6700万ドルから10月末の140億4900万ドルへと大幅に減少し、為替市場ではむしろドル高の傾向がうかがえるようになった。とりわけ、49年7月下旬から8月にかけてドル・レートが急上昇したのである(図11-7を参照)。

管理・規制の緩和 この状況に対応して金融当局は為替管理、資本移動規制を緩和して日本への資本流入を促そうとした。まず48年11月初旬に、大蔵省による為替管理の一部緩和が行われた。すなわち、(1)円建外債発行代り金の持出し強制撤廃、(2)非居住者の本邦証券の取得制限撤廃、(3)輸出代金関係の規制緩和、(4)為替予約関係の規制緩和、などの措置がとられたのである。

しかし、48年10月以降の原油価格上昇によって、日本の貿易収支は大幅に悪化すると予想されるに至った。実際、日本の貿易収支、経常収支は確かに悪化したのである。この結果、48年10月以降49年初頭にかけて、円レートは急激に下落した。¹⁾ 政策当局はこの状況に対処するために、資本流出を抑制し、流入を促進する規制の再編成を行った。

48年12月1日には大蔵省は非居住者の本邦債券(短期債を除く)の取得制限を撤廃し、さらに12月17日に為替管理を一部手直しして、円転規制の緩和(為銀が受け入れる非居住者自由円預金を円転換規制の枠外とする)、46年6月以降中断していた本邦企業による外債発行許可を再開、海外渡航費に対する規制の一部復活等を行った。

翌49年1月7日には、輸出前受金の規制を緩和する一方、居住者による短期外貨証券取得を禁止し、外貨預金を規制した。これは日本から海外への資本流出を制約する目的をもっていた。さらに49年7月30日、ドル資金の流入を促し、ドル・レート上昇の圧力を緩和するため輸出前受金の円転換に関する規制が一層緩和された。

同時に、資本流入を促進する自由化措置もとられた。たとえば49年8月26日、大蔵省は非居住者による政府短期証券および短期の本邦債券の取得を自由化した。また日本銀行は49年9月11日に、非居住者自由円債務に対する準備預金制度準備率を廃止し、民間銀行に対して非居住者から預金を集める誘因を与えようとした。さらに大蔵省は49年11月、発行代り金を国内で使用することを目的とした外債発行を解禁した。このような為替管理・資本移動規制の緩和・自由化は、この後も若干の紆余曲折を経ながらも続けられ1980年初頭の本格的自由化に結びつくのである。

ドル投機に対する日本銀行の制裁 石油危機前後のアメリカの国際収支は、一転して立ち直りの気配を見せていた。そのためアメリカ・ドルの為替相場が

上昇し、フランス・フランは EC 共同フロートから離脱せざるをえない状況に追い込まれた。日本の円相場も、昭和48年10月以来軟化しており、円売り投機が殺到する心配が出てきた。このため、大蔵省は49年1月21日、22日の2日間東京外国為替市場を閉鎖した。

東京外国為替市場が再開された1月23日、日本銀行のドル売り介入点引上げを見越したドル買いが膨れ上がり、それに対して通貨当局が1ドル=300円の水準を維持するため積極的に売り応じた。このため直物出来高は46年8月27日(12億5000万ドル)に次ぐ7億4200万ドルに達したといわれる。²⁾

大蔵省、日銀は、厳しい金融引締め下にこのようなドル買いのために円資金が大量に放出されたことを重視して1月24日、ドル買いの多かった為替銀行3行(東京銀行、第一勧業銀行、住友銀行)に対して、ドル買いの実態の事情聴取を行うと同時に、3行に対する日銀貸出金600億円を回収した。この措置は、為銀のポジションを悪化させることによって、為銀がドル買いの多かった企業に対する貸出金を回収せざるをえなくし、実質的にその企業に制裁を加えるために採られたものといわれる。³⁾ また大蔵省も居住者外貨預金勘定の残高規制を強化してドル買い投機の熱を冷却しようと努めた。⁴⁾

為銀のユーロ・ダラー取入れに対する規制およびドル高対策 昭和49年6月中旬ごろからユーロ市場は非常に不安定な状況に陥った。その最も大きな理由は、西ドイツの銀行バンクハウス・ヘルシュタットがユーロ市場における多額の負債を抱えて倒産したことであった。このために、銀行に対する信用の動揺が生じ、中小銀行やコンソーシアム・バンクなど従来、ユーロ市場における資金調達に大きく依存していた金融機関が深刻な資金調達難に陥った。

こうした不安定な状況にあって、日本の銀行に対する信認は著しく低下し、ユーロ市場における借入金利にジャパン・レートとよばれるプレミアムが付加された。49年7月にはいるとジャパン・レートは2%高にまで上昇した。大蔵省・日本銀行は外国為替銀行に対する外貨預託を増加したり、日銀の輸入資金貸付金の回収を停止するなどの措置をとると同時に、市場金利以上でのユーロ取入れ自粛するなどを為銀に要請した。⁵⁾

このような自粛要請がどれほどの意味があったのかは不明確である。この時期には、為銀は外貨建ての貸付けなどの資産を支えるつなぎとして、ユーロ借

入れに依存する以外に方法がなかったと思われる。いずれにしても、49年7月下旬にはユーロ市場の状況は改善され、ジャパン・レートもたかだか0.25%程度に落ち着いたのである。

49年10月下旬から11月にかけて0.5%ポイント前後のジャパン・レートが再発した。これに対しても大蔵省は為銀に対して自粛の通達を出した。

〔注〕

- 1) 円レートの下落は外人投資家の対内証券投資の引上げを伴っており、その結果証券市場において価格下落を引き起こした。日本の投資家たちも、金融逼迫の影響をも被った結果、証券投資を差し控え、証券会社の債券などの在庫が急増した。「証券不況」の再来を懸念した日銀は49年1月に、3000億円に上る国債買切りオペレーションを証券会社向けに実施した。
- 2) 『金融』昭和49年3月、72-73ページ。
- 3) 実際には、為銀は日銀の準備預金を取り崩して借入金の返済に充て、それを補填するために短期資金市場から資金を調達したり、企業から貸出金を回収して本措置に対応したとみられる(『金融』昭和49年3月、73ページ)。
- 4) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、435ページ。
- 5) 『金融』昭和49年8月、50-51ページ。

4 企業批判の高まり

資本主義経済においても、私的企業はひたすら利潤を追求すればよいというものではないという考えは先進諸国において根強い通念となっており、日本もその例外ではない。企業はなんらかの「社会的責任」を負っており、たとえ公的な規制が明示的に存在しないとしても、その責任を全うしなければならないというわけである。この通念にしたがえば、政策当局の失敗によって急激な物価上昇が生じて、それに乗じて投機的利益を挙げることが、企業に期待されている「社会的責任」にもとることである。

このように私的企業に対して社会的責任やモラルを求める世論は、とりわけ昭和48~49年の日本のように経済的混乱の渦中にある社会において強まる傾向がある。政策当局にとっても、民間企業の不行跡を指摘し批判することは、一面で市場経済における不公正、不効率な取引を排除する上で有益であるし、ある程度は自分たちのマクロ政策運営上の責任を覆い隠したり回避するために具

合のよい方法でもある。

実際、政策当局は価格凍結などの統制的な手段とならんで、企業に対する批判、非難という手段も講じたのである。前項で紹介した外国為替銀行の為替投機に対する日本銀行の懲罰的な処置は、その一例である。しかし最も注目されたのは、公正取引委員会の活動であった。

公正取引委員会の活動 昭和49年2月5日、公正取引委員会は、(1)石油元売り12社が47年11月以降、48年10月まで計5回にわたって石油製品価格の引上げを協定し、それを実施した、(2)同じ石油元売り11社が48年4月以降3回にわたり、ガソリンの販売数量の制限を協定した、(3)石油連盟加盟精製24社が生産数量制限、シェア固定を目的として原油処理量を協定した、という三つの協定が独占禁止法第3条(私的独占または不当な取引制限)および第8条(禁止行為、届出義務違反)に違反するとして、石油連盟、元売り12社に対して協定を破棄するよう勧告、さらに2月19日に告発した。¹⁾ 公正取引委員会は、同年2月25日にアルミ業界に対してもヤミカルテル協定の破棄を勧告した。

独占禁止法改正案 公正取引委員会(高橋俊英委員長)はこの機会に独占禁止法を改正して、もっと実効力のある独占・寡占対策を打ち出したいと考えた。昭和49年9月18日に公正取引委員会は「独占禁止法改正試案」を発表した。この試案の中は独占状態にある企業の分割、商品などの原価公表規定、課徴金制度等のほかに、会社の株式保有制限および金融機関の持ち株制限の項目を含んでいた。つまり金融機関が保有できる国内の会社(金融機関以外の大規模な事業会社、資本金100億円または総資産2000億円以上を目途とする)の発行済み株式総数の割合を10%から5%へ引き下げるというものである。²⁾

すでに第7章第1節において説明したように、昭和40年代に入って対内直接投資自由化の進展を見越した株式の相互保有、株主安定化工作が有力企業間で強められ、いわゆる「企業系列」の強化が進められていた。公正取引委員会はこのような動きが、日本の経済の寡占状態を悪化させるのではないかと憂慮した。そこで、公正取引委員会は、石油危機の過程で露呈した企業の不行跡に対する社会的批判の高まりを利用する形で、独占禁止法の強化にのり出したのである。³⁾

企業批判 当時の企業批判の雰囲気は、49年2月下旬および4月上旬の衆議

院予算委員会、参議院予算委員会における物価集中審議にもうかがえる。これらの委員会には関係業界の代表が参考人として委員会に呼ばれた。大手商社が関係した灯油、木材等の便乗値上げ、大手商社の国内流通市場占有率の上昇、石油会社の便乗値上げ、洗剤、紙、アルミ、電気製品の値上げなどが審議の対象とされた。さらに、各党は石油危機に便乗した値上げ、売り惜しみ等の不当利益に対する特別課税構想―「超過利得税構想」―をまとめた。この超過利得税は昭和49年3月30日に「会社臨時特別税法」(昭和49年法律第11号)として公布・施行された。

昭和49年4月16日には、「反社会的な行動」をとった企業に対する政府関係金融機関の融資基準「政府関係金融機関の融資のあり方について」が閣議で了承された。これは当時の福田大蔵大臣が衆議院大蔵委員会で「反社会的な行為をするような企業は政府関係金融機関の融資を受ける資格はない」と発言したのを受けたものである。⁴⁾

大口融資規制 また昭和49年11月14日には金融制度調査会が「大口融資規制に関する答申」を発表した。⁵⁾ 大口融資規制の問題は、銀行の健全経営との関連で古くから議論されてきた。比較的最近でも、昭和38年5月9日に発表された金融制度調査会の「オーバー・ローンの是正に関する答申」で、銀行の安定的な融資活動との関連で大口融資規制が取り上げられた。⁶⁾

しかしあらためて石油危機直後のこの時期に大口融資規制が問題とされた理由は、銀行経営の健全性の問題ではなく、銀行と企業との結びつきに対する社会的な批判の高揚と関係している。つまりこの答申は、銀行の特定企業に対する融資集中が買い占め・売り惜しみにつながり、物価騰貴に拍車をかけたという社会的な批判に応えたという側面をもっていたのである。

この答申に基づいて大蔵省は49年12月25日に「銀行の大口融資規制について」(銀行課長発)通達を出し、1債務者に対する貸出金の合計額を、普通銀行については自己資本の20%、長期信用銀行および信託銀行については自己資本の30%、外国為替銀行については自己資本の40%以下に規制することにした。⁷⁾

これらの反企業のムードは、一方ではインフレーション、石油危機をきっかけとする企業の寡占的行動に触発されたことは明らかである。同時にインフレ

ーションの昂進、石油危機による投機的な行動に対する人々の感情的な反発を政治家たち、そして適切なマクロ的政策をとることができなかった官僚たちが利用することによって一層かき立てられた。しかし、達観してみると、これらの措置はこの当時のスタグフレーションの進行過程に根本的な影響を与えることはなかったと思われる。

〔注〕

- 1) 石油連盟が主張したように、原油処理量制限は通産省の行政指導による面が強い。したがって、公正取引委員会のこの摘発は通産省の行政指導に対する間接的な批判でもあった。
- 2) 公取委の試算では、保有株式制限が強化された場合、株式保有制限の対象企業は49年5月末時点で168社、規制基準を超えて株式を保有している企業は49社である。
- 3) 昭和52年6月3日に、独占禁止法の一部改正が公布される。
- 4) 「政府関係金融機関の融資のあり方について」(『金融』昭和49年6月、52-53ページ)。
- 5) 金融制度調査会「大口融資規制に関する答申」(昭和49年11月14日)(『銀行局金融年報』昭和50年版、408-10ページ)。
- 6) 金融制度調査会「オーバー・ローンの是正に関する答申」(昭和38年5月9日)。
- 7) 昭和55年3月末までにこの規制が達成されることという経過措置を設けた。

昭和財政史—昭和27～48年度
第9巻 金融(1)

1991年3月29日 発行

編者 大蔵省財政史室
発行者 中島資皓
発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1 東洋経済新報社
電話 編集03(3246)5661・販売03(3246)5467 振替 東京3-6518
印刷・製本 東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を
禁じます。これらの許諾については小社までご照会ください。
©1991〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替えいたします。
Printed in Japan ISBN 4-492-81409-4