

# 1972年6月の公定歩合第6次引下げと 1973年3月の引上げ決定

——為替政策と日銀金融政策——

一ノ瀬 篤

## 目 次

序

- I 為替相場政策による国際通貨制度動揺期の時期区分
- II 1972年6月の公定歩合第6次引下げについて
- III 1973年3月の公定歩合引上げ決定について
- IV 結語

## 序

1960年代末から急速に展開した国際通貨制度の動揺は1973年2月、3月における主要国の変動相場制度への移行によって一応の結着を見た。この国際通貨制度動揺期について、72年6月の公定歩合第6次引下げ、73年3月の公定歩合引上げ決定に焦点を当て、為替政策（為替相場政策および為替管理政策）と日銀金融政策の関係を考察することが小稿の目的である。

## I 為替相場政策による国際通貨制度動揺期の時期区分

当該期を、政府の為替相場政策の観点から、いくつかの時期に区別しておきたい<sup>(1)</sup>。

第1期：60年代末からニクソン・ショックまでの時期。この時期には政府は「円切上げ防止」を為替相場政策の軸に据えていた。

第2期：ニクソン・ショックからスミソニアン合意まで。この時期には政府は「円切上げ幅の最小化」を望んでいた。

第3期：スミソニアン合意から変動相場制への移行まで。この時期の政府の意図は「円再切上げ防止」にあった。

ここで為替相場政策という概念を「のぞましい為替相場水準を実現しようとする政府の政策」と規定しておく。為替政策というのはさらに広い概念であって、上記の相場政策の他に為替管理政策を含むとすべきであろう。為替（市場）介入政策は相場政策の亜種であろう。

---

(1) 伊藤正直の近稿「フロート制移行期のわが国為替政策をめぐって」（『成城大学研究所年報』1993年第6号）における時期区分は上記と同じである。ただ、同稿の場合、「時期区分が何を基準にしているのか」という点がわかりにくいように思われる。

これと関連するが「為替政策」という概念が氏によって明示的に規定されていないので、全体の議論の骨組みを把握しようとする際に、やや困難が生じる。氏の「為替政策」はそのうちの「為替相場政策」を意味しているのかもしれない。氏は60年代終わりからニクソン・ショックまでの時期を「為替政策が事実上無いといってよい段階」と規定している。これは、「為替政策」なる概念を「為替相場政策」と理解し、かつ、この時期を固定相場制のためにそれが所与であって、この結果、相場政策を設定しようにもできない時期、と考えれば首肯できない規定ではない。この時期に「為替管理政策」が存在しなかったとは言いにくいので、おそらく氏の趣旨は上記のようなものであろう。しかし、それにしても、「旧IMF平価死守」というのは一つの立派な為替相場政策ではないだろうか。

なお、伊藤の上記近稿は大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』（東洋経済新報社、1992年）（以下、『財政史12』と略記）における浅井良夫との共同労作を下敷とした口述報告を活字化したものであり、通常の論文とは性格が異なるので、細かい注文をつけたりすることは不当である。

また上記共同労作はおそらく今後、戦後日本経済政策史研究の一つの基準となるべき、価値の高いものである。斉藤寿彦による詳細な紹介論文が上記共同労作を非常に高く評価しているのも当然である。斉藤寿彦「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（2）』（東洋経済新報社、1992年刊）をめぐって」（『地方金融史研究』第25号）

為替政策 { 為替管理政策  
 為替相場政策……為替（市場）介入政策を含む

## II 1972年6月の公定歩合第6次引下げについて

1972年6月に日銀は1970年10月の引下げ（6.25%から6.00%へ）から起算して第6次の公定歩合引下げを行った。

この引下げ（の失当性）と次節でとり上げる1973年3月の公定歩合引上げ決定（の時期の遅れ）はともに国際通貨制度動揺期における金融政策失敗の典型例として後に批判が多い。筆者は先にこの第6次引下げについて概略次のように述べた。

「少なくとも文献の上では日銀の意図と大蔵省の意図に食い違いがある。両者とも円再切上げ回避を意図していた点には食い違いがないが、日銀記述は引下げによる効果を長期効果、すなわち『金融緩和→景気いっそう拡大→経常収支黒字縮小』という効果（実物経済を経由する経常収支への効果）に力点をおいて述べているように見える。これに対して大蔵省筋の記述は長期効果と短期効果の双方を問題とし、いずれかといえば短期効果、すなわち『金利引下げ→海外短資流入抑制・国内資金流出』という資本収支への効果を重視していたように見える。この相違が単に記述上のものである可能性は十分にあるが、いずれにせよ大蔵省筋が重視している短期効果への言及が日本銀行百年史編纂委員会編纂『日本銀行百年史 第六巻』（1986年）（以下『百年史6』と略記）に見られないのは残念である。相違が、職掌の違いからくる単に記述上のものにすぎないとすれば、政府とともに日銀も（後者は受身的であったが）、多かれ少なかれ国際資本移動への信念にもとづく行動として追い打ち的引下げを行ったのであって、必ずしも巷間言われるような国内景況判断の誤りによってのみ政策の誤りが生じたのだとは言えない。いずれにせよ、日銀はこの第6次引下げの意図をより具体的に説明すべきではないか」<sup>(2)</sup>

(2) 一ノ瀬「1972年6月の公定歩合引き下げにかんする一つの疑問」（『岡山大学経済学会雑誌』第26巻1号，1994年6月）（以下では、一ノ瀬「疑問」と略記）

小稿では以上の指摘もしくは問題提起を補強しておきたい。まず、政府の為替相場政策上の意図と公定歩合引下げとの関連を再度確認しておこう。冒頭の時期区分で述べたように、この時期には為替相場にかかわる政府の政策意図は「円再切上げ阻止」というところにあり、これを実現するために政府は「景況がすでに回復しつつある現況では国内的に一層の金融緩和は必要ではない」と考えていた日銀を、国際的な観点に誘導して、第6次引下げを実現させたのである。

次に為替管理政策と第6次公定歩合引下げとの関連を見ておく。

高度成長期の第1期（1955-1960年）には、為替管理政策の裁量性は微弱であり、国際収支の赤字化は為替管理政策の緩和を経由せず、ただちに厳しい金融引締め——信用割当をとまなう——に結果した。外貨準備が余りに貧弱だったからである。しかし、高度成長の第2期（1960-1964年：池田内閣期）になると、為替管理政策の裁量性が顕著となった。1961年引締めでは、短資流入規制の緩和、1963-1964年引締めでは長期資本流入規制の緩和が巧みに利用され、これによって政府は引締め発動を延引し、外貨準備20億ドルのラインをとにかくも維持できる限度内ギリギリまで、成長政策を追求したのだった。引締めのスタイルも中程度の信用割当が主軸であった。高度成長の第3期（1964-1970年）になると、成長達成実績への自信と結び付いた外貨準備対策の変更（まず当面30億ドルの外貨準備を目指すという外貨準備積増し政策、ついで、1969年春以降はさらに外貨準備増加抑止政策へ）、欧米との金利水準の接近、折からの国債発行再開などに規定されて、引締めは早手回しとなった。公定歩合引上げ幅は僅少であったが、しかし内外金利差と国債価格への繊細な配慮をとまなうものとなっている。信用割当も微弱なものであった。

このような流れに続く70年代初頭、とくにニクソン・ショックから変動相場制度移行までの時期の為替管理政策はどうであったか。『財政史12』はこの点を次のように明らかにしている。すなわちこの時期の為替管理政策は、

スミソニアン合意までの厳しい外貨流入抑制、スミソニアン合意後年明け2月までの一時的緩和、そしてそれ以降の厳正な外資流入抑制への再転換という段階的推移をたどっているということである<sup>(3)</sup>

1972年6月の第6次引下げの時点は、政府が厳しい外貨流入抑制政策をとっていた時期ということになる。具体的には輸出前受金規制の復活（1972年2月）、在日外銀に対する円転規制の強化（同3月）、円転規制一般の強化（月中残高規制から毎日残高規制へと方式を変更、同5月）などが行われた。このように為替管理政策を強化すれば、さらに公定歩合を下げることによって短資流入抑制をはかる必要はないように見える。一ノ瀬「疑問」で明らかにした大蔵省筋の意図（公定歩合引下げによって短資流入を防ぐという）は失当のように見える。

しかし、大蔵省はすでにニクソン・ショック前後のリーズ・アンド・ラグズ等によるドルの大量流入によって為替管理政策への自信をかなり失っていたと見てよい。実際この72年2月はじめからの為替管理政策強化期以降においても、2月、3月の外資準備は為替管理政策強化にもかかわらず純増を続け、この結果、72年第1四半期の外貨準備純増額は14億2800万ドルに及んだ<sup>(4)</sup>。

たしかに、第2四半期には為銀短資が14億ドルの流出超過を示したために、外貨準備は経常収支黒字の継続（5億7400万ドル）にもかかわらず、8億1800万ドルの純減となった。しかし他方、国内では経団連、商社などから2月以降の為替管理政策強化に対する強硬な反対論が生じ、国際的にはOECDから日本の金利水準の高さ、資本移動規制、標準決済規制、景気刺激策の弱さなどが指摘されていた<sup>(5)</sup>。

---

(3) 『財政史12』 382-444頁

(4) 『財政史12』 484頁

(5) 『財政史12』 437-443頁

要するに為替管理政策一本で短資流入規制を行うには困難な状況にあったのであって、公定歩合引下げを併用すべき雰囲気は十分にととのっていたのである。

以上によって、72年6月の第6次公定歩合引下げと為替政策との関係の輪郭はほぼ明かである。為替管理政策は1950年代後半の厳格管理から60年代前半には裁量的管理へと変化していた。そして60年代後半には、第1段階としては外貨準備積増し政策と結び付いた緩やかな管理（1967年9月の金融引締め時には1965年から1966年にかけての「円シフト対策」との関連で短資流入規制が緩和されていた）、第2段階では円切上げ圧力を回避するための外貨準備急増抑制策と結び付いた本格的な短資流入規制へと推移していた。

この本格的流入規制は、以後マルク、ついで円への投機が盛んになるにつれて漸次強化され、先述のスミソニアン合意（1971年12月）後の一時的な為替管理政策の緩和措置まで継続する。そしてスミソニアン後の短い緩和期をはさんで再び厳格な流入規制期に入るのである<sup>(6)</sup>。

第6次公定歩合引下げ時の為替相場政策は上述のとおり、円再切上げ防止を旨としていた。このために厳格な為替管理政策と、これと抱き合わせる形の公定歩合引下げとが行われたのである。一ノ瀬「疑問」で明らかにしたとおり、公定歩合引下げに際しての日銀の真の意図には文献上不明な点が残るが<sup>(7)</sup>、この点はとくに日銀当局の資料および意見開示にまつはかない。

(6) なお、1972年2月以降（さかのぼれば1969年以降）の厳格な短資流入規制と1950年代末までのそれとは、姿は似ていても内容がまったく異なることは言うまでもない。後者は外貨準備不足のもとで国内金融市場の攪乱をおそれた規制であり、前者は外貨準備急増趨勢下の円再切上げ阻止のための厳格管理である。

(7) 大蔵省筋の第6次公定歩合引下げに際しての意図は、金利引下げによる短資流入の抑制と景気刺激の両者にあり、とくに前者にアクセントがあったと考えてよい。（一ノ瀬「疑問」）

### Ⅲ 1973年3月の公定歩合引上げ決定について

次に1973年3月の公定歩合引上げ決定と為替政策との関連を考察する。

上述のように、72年6月の公定歩合第6次引下げにおいては、「円再切上げ防止」という平価政策（為替相場政策）がまず先にあり、これが為替管理政策の厳格化、公定歩合引下げと結びつくと見られる。73年3月の公定歩合引上げについては、この点どうなのか。

まず、上述の問題意識（公定歩合引上げ、為替管理政策、為替相場政策という三者の関連）をしぼらく措いて、公定歩合引上げに至る事実経過、とくに、まず公定歩合引上げが73年3月まで延引された事情を、推測を含めて簡単に見ておこう。

3月末の公定歩合引上げ決定に至る経緯は複雑である。この引上げは年初来の国際収支赤字化（これは変動相場制度移行後のドル売り介入——後述——の基礎となった）を是正するための金融引締めというよりは、前年以来、急速に進展しつつあった国内インフレを抑制するための引締めであった。国内物価の上昇は前年夏ごろから急速になっており、佐々木日銀総裁は72年10月4日には金融政策の「中立的運営方針」を表明し、政府に牽制球を投げていた<sup>(8)</sup>。

しかし列島改造論や調整インフレ論に支えられた田中内閣の景気拡大姿勢は強固で、このため日銀は準備預金制度の準備率の引上げを1972年12月下旬に政府に認めさせる（内諾）のがせいーばいであった。

インフレ進展にもかかわらず、政府が拡大政策を固執し金融引締めを延引させたのには、いくつかの理由がある。第一には72年7月に発足した田中内閣が「列島改造論」を打ち出していたため、財政拡大が必要であり、日銀が引上げを提示していた時期がちょうど予算編成期に当たっていたので日銀の

---

(8)『百年史6』403頁

要請に応じにくかったこと、第二には、既述のようにこの時期には政府が「円再切上げ阻止」を金科玉条としていたので、金融引締めはそのための調整インフレ策と矛盾すると考えられたためである<sup>(9)</sup>。もとより、この二つは不可分の関係にあった。

さて、政府は、もし公定歩合引上げを含む金融引締めに転ずればどのような「弊害」があると考えていたのだろうか。

8月以降の中曽根通産相や田中総理の調整インフレ論は、主として財政拡大——列島改造論——を正当化するための議論であった。金融のいっそうの緩和を求めているわけではない。実際、物価は72年8月から明らかに異常な動きを示しており、特に卸売物価において、その傾向は顕著だった<sup>(10)</sup>。

政府もおそらく72年暮にはこの点は意識していたので、調整インフレ論といっても物価が上昇することを積極的に望ましいとしたわけではなく、「国際収支調節のためには財政による需要拡大が必要であり、そのためには多少のインフレには目をつぶらざるをえない」という趣旨にほかならない<sup>(11)</sup>。

当時の愛知蔵相はこのあたりについて、昭和48年度予算編成終了時点で次のように述べている「インフレを起こさないようにし、国際収支の黒字をできるだけ小さくするようにしながら、福祉社会を作って行きたい」<sup>(12)</sup>

政府はこの意味で、72年暮の時点ではすでに物価抑制のための金融引締めには反対ではなかったと推測できる。それゆえにこそ、日銀の準備預金制度の準備率引上げ要求（72年12月下旬に政府の内諾を得、翌1月9日に決定、

(9) 『百年史6』399-402頁

(10) 卸売物価（総平均）の対前年同期比でみると、72年8月までは下落が続いていた（前年1月より）のが、同月から0.1%、1.2%（9月）、2.4%（10月）、4.2%（11月）、5.8%（12月）と、急上昇している（『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1976年版、114頁）

(11) 『百年史6』417頁に紹介されている中曽根発言。

(12) 対談「昭和48年度予算編成を終えて」（『ファイナンス』1973年2月号、2頁）



1月16日から実施)にも応じたのである<sup>(13)</sup>

準備預金制度の準備率の引上げを認めながら、政府はなぜ公定歩合の引上げには応じなかったのか。

公定歩合引上げが物価の停滞をもたらすかもしれないということ自体を懸念したためでないことは上記から明かである。物価の停滞はインフレ急進展の中では望ましかった。公定歩合引上げによる物価停滞を経由する(あるいは経由しない)輸入需要の減少は、たしかに、72年末までの政府にとっては好ましくなかったであろう。これが政府が公定歩合引上げを延引した一つの理由であろう。しかし、物価停滞を経由するにせよ、しないにせよ、輸入需要の減少——それが仮に政策意図通りに生じるとしても——が生じるには相当の(概しては半年程度の)タイム・ラグがあるのは周知の事である。

しかるに、この頃(1972年第4四半期から翌年第1四半期)の政府が抱いていたのは、欧米からすぐにも円の再切上げを迫られるかもしれないという脅威の念であった。公定歩合引上げによる輸入需要の減少が生じるであろう6か月ほど先のことよりは、そのことを先読みした投機的資金の流入や金利差を狙った短資の急流入による外貨準備の急増、それによる外国からの円再切上げ圧力の高まりこそが政府のもっとも警戒した要因であったと考えてよい。

72年6月の公定歩合第6次引下げの際には、大蔵省筋の意図には相当の比重で「短資流入抑制・流出促進」の狙いが含まれていたらしいことは一瀬「疑問」で明らかにした。そのように推測できる大蔵省幹部の発言がいくつも見られたのである。この73年3月の公定歩合引上げに関しては、そのような発言を見いだすことはできなかった。これは事の性格上、当然である。な

---

(13) 愛知蔵相「今は総需要を抑制する時期ではまだないと見ていますが、準備率の引上げによって一つの背景を作って、きめの細かい金融政策を展開して土地や株にこれ以上向かわないようにしていきたい」(『ファイナンス』1973年2月号, 4頁)

ぜなら、いま問題としているのは「公定歩合引上げ延引の理由」である。「延引の理由」を特に大蔵省幹部が説明する必要はないわけである。

73年1月に準備率が引き上げられ、窓口規制が発動された時点で、内田忠夫（東大教授）は『エコノミスト』誌上で「金融当局が実際にとりうる引締め政策にはある限界が存在する。円再切上げを絶対に避けるという前提のもとでは、国内金利の上昇には限度が設けられなければならないからである。もし引締めが強化されて、この限度をこえて金利が上昇するならば、為替市場はかなり活発な動きをみせるだろう。金利差による外貨の裁定的な動きのほかに、円再切上げ近しという投機的な資金の動き、あるいは貿易にまつわるリーズ・アンド・ラグズの動きがみられよう。これは結果的に円再切上げを強要することになるが、そこまで追い込むだけの権限は日銀総裁にはない」<sup>(14)</sup>と、述べている。内田発言は、当時政府の置かれていた立場を非常に的確に指摘していると考えてよい。

要するに、一見不要と見える72年6月の公定歩合引下げと73年3月の公定歩合引上げ遅延とは、ともに、何よりも大蔵省の国際資本移動（流入）への警戒感を主要な源泉としていたのではないかというのが小稿の推測である（もちろん、実物経済に働きかける長期効果が問題ではなかったというのではない）。いずれについても『百年史6』にはとりたてて記述がない。金融政策のねらいは重要な問題であるだけに、事後的にはさほどの凍結期間をおかずに十分に明らかにされるよう希望したい。

さて、次には73年3月の公定歩合引上げが実現した背景を、為替相場政策、為替管理政策との関連で見ることしよう。これによって、ここまで引上げが延引された理由もいっそう明らかになる。

しかしこの問題の解明は比較的容易である。政府はインフレ抑制のために

---

(14) 『エコノミスト』1973年1月23日号

厳しい引締め政策をとろうとしても、上述のような制限があったために、とりえなかった。やや別の角度から同じ問題を見てみよう。固定相場制度のもとでは、円再切上げ阻止を金科玉条とする日本が仮に公定歩合引上げを行おうとすれば、欧米金利が日本のそれより明らかに高いことが必要である。しかし、72年6月の第6次引下げの後でも、日本の短期金利水準（とくにコール・レート）は、欧米のそれに比べて、やゝ低くはなったものの、その開きは1%未満にとどまっていたのである。一層の引上げが「危険」であったことは言うまでもない。

しかし、73年1月15日にアメリカの公定歩合は4%から5%に、さらに2月26日には5.5%に引き上げられた。また、西ドイツの公定歩合も73年1月には5.0%になっていたし、イギリスのそれに至っては、同月には8.75%であった。公定歩合引上げの条件は半ば整っていたのである。

ただ、それでもなお固定相場制度のもとでは、日本の経常収支の強さを基盤として、将来の円再切上げの際の大きな利得を見越して投機的な資金が流入して来る可能性があり、政府はなお日銀に公定歩合引上げを認めなかった。ところが2月14日、前日の日米妥協（注19、参照）を承けて日本がやむをえず変動相場制に移行したことによって、公定歩合引上げに対するこの障害も取り除かれたのである。

さらにまた、73年に入ってから、総合国際収支が急に赤字化してきた。これは貿易収支黒字幅の縮小、長期資本収支赤字の急拡大を主因とするものであった。公定歩合引上げの条件はこの上もなく整ったのである。

この時の公定歩合引上げにとって、変動相場制への移行が決定的であったという点への証言は、大蔵省筋からも日銀筋からも十分に得られる。たとえば当時大蔵省国際金融局短期資金課課長補佐であった岩崎文哉は「わが国経済の推移をみると……物価の騰勢は輸入物価の急騰もあっていぜん衰えなかった。政府は（！……一瀬）過剰流動性を吸収するため1月16日預金準備率を0.5%から1%へ引上げた。しかし国際収支の黒字拡大が懸念された

ため、変動相場制移行前は本格的な金融引締策を取ることは躊躇された」  
 「(4月、5月の)金融引締めの本格化は、変動相場制移行に伴い国際収支への影響の懸念が解消したことによるものである」と明言している<sup>(15)</sup>。

また当時日銀外国局総務課長として活躍していた太田赴は「この時点(フロート移行時：一ノ瀬)では、すでに前年秋以降、景気は予想外に堅調な足取りを示し、むしろ過熱とインフレの懸念が強まりつつあったため、日銀としてはそれまでの緩和政策を引締めの方向に転換を図りつつあった矢先だけに、フロートへの移行によってドル買い介入の義務から解放されれば、それだけドル買いにより円の流動性を追加供給するリスクはなくなると同時に、円高によりインフレ圧力を減殺する効果も期待できると考えた」と後に述べている<sup>(16)</sup>。文中、「フロートへの……」から「……同時に」までは、従来体制下での短資流入抑制の困難さ、ひいては固定相場制度下での公定歩合引上げの困難さを語っているものと思われて、興味深い。

以上を要するに、73年3月の公定歩合引上げは、政府の為替相場政策の変更、すなわち、「円再切上げ絶対阻止」から「再切上げやむなし」への変更、によって規定されていたのである。ただし、政府は「ただちに再切上げ」という政策をとることはせず、13日のドル10%切下げの発表を承けて、14日にフロートの形で市場を再開(10日に閉鎖していた)したのだった<sup>(17)</sup>。

為替管理政策の面では、先述の72年2月から5月にかけての管理強化に加

(15) 岩崎文哉「最近の国際収支の動向と国際収支対策」(『ファイナンス』1973年8月)

(16) 太田赴『国際金融 現場からの証言』(中公新書, 1991年), 44頁

(17) この点について当時の愛知蔵相は、「私は、ある朝、国民が目覚めたら、突然、ドルに対する日本円の相場が、これだけ切上げになったというようなことは経験上たいへんまずいことだと思ったものですから、2月10日の早朝に東京市場の閉鎖を決心して、開くときは変動相場制——今のいわゆるフロート——にして、しかも東京市場での大がかりな介入なしに円の実勢を見届けるということが……ベストの選択ではないかと考え、踏み切った」と述べている。(対談「最近の国際金融をめぐる」：『ファイナンス』1973年6月)

えて、10月に第3次円対策の一環として、渡航外貨の持ち出し制限緩和等の資金流出促進策、投機的外貨流入抑制のための非居住者による対内証券投資規制等、日本のドル残高を減少させる政策がとられた<sup>(18)</sup>。外資流入抑制策は一層強化されていたのである。結果的には、公定歩合を引き上げても外貨準備がなるべく増加しないように、という態勢ができていた。

以上のような為替相場政策の変更、為替管理政策の強化（但し、外資流入抑制面での強化）を前提として、73年3月の公定歩合引上げが行われたのである<sup>(19)</sup>。

#### Ⅳ 結 語

以上において、72年6月に一見無用に見える公定歩合引下げが追加的に行われ、73年3月に非常に遅滞きの形で公定歩合引上げが行われたのは、とも

(18) 『財政史12』462頁

(19) 2月および3月の、日本と欧州各国の変動相場制移行によって、日本も形の上では為替相場問題への顧慮から解放されることになった。しかし『財政史12』が明らかにしているように、政府は第一次石油危機発生までは、1973年2月13日午前の日米妥協（ボンでの細見・ボルカー会談）の線に沿って「1ドル＝257-264円」という相場、実際的にいえば「1ドル＝264円」という相場、を固守する方針を固めていた（『財政史12』471-490頁）

一つには「今後の通貨情勢の推移と為替市場の動向を見守り、円の相場の適正な水準を見出した上で適当な時期に固定相場に復帰する」ためであり、いま一つには急増した外貨を減らして国際批判をかわすためであった（愛知蔵相談話）といわれる（同上、485頁）。このために日銀は政府の意をうけて、徹底的な円買い・ドル売り介入を余儀なくされた（なお、『百年史6』の当該箇所では、この265円レートが市場の自然的需要の結果である様な記述になっている。《同、434頁》）ドル買いでなくドル売りとなったのは、1973年第1四半期以降、日本の国際収支（総合収支）が急速に赤字化したためである。

このように見れば、日本の為替相場政策は変動相場制への移行後もなお、平価固定を基本方針としており（但し第1次石油危機まで）、日銀金融政策は、水準こそ308円から264円へと大きく変わったものの、相変わらず一定の為替相場の固守を前提とせねばならなかったことがわかる。

に根本的には政府の為替相場政策（前者では円再切上げ阻止，後者では変動相場制移行という形をとった事実上の円再切上げへの屈服）のありかたによっていたという事情を明らかにした。

このような指摘は，別段，新しいものではない。『百年史6』でも，このことはほぼ明らかにされている。この点については，小稿は，公定歩合政策と為替相場政策，為替管理政策との関係という問題を明示的に提起し，史的な段階的推移という観点から論点を整理したにとどまる。小稿であらたに問題として提起したことは，引下げに際しても，引上げの延引に際しても大蔵省筋は公定歩合変更の国際資本移動への影響を重視していたと思われるのに対して，日銀のほうでは正史である『百年史6』において，そのことに言及していない点への疑問である。

なお，この時期には為替相場政策が日銀金融政策を規定していたことは，大方の認めるところであるが，それにとどまらず，実は戦後ほぼ一貫して為替政策が日銀金融政策のスタイルを規定してきたことは，ほとんどの研究者が見逃してきた<sup>(20)</sup>。

小稿は，この問題意識に基づく国際通貨制度動揺期に関する考察である。70年代に入るまでは，為替政策のうち，為替管理政策が日銀金融政策のスタイルを規定してきた。70年代に入り，国際通貨制度が根本的に動揺するようになるにつれて，為替政策のなかでも為替相場政策（平価調整〈非調整を含む〉策）が日銀金融政策を一層根本的に規定するようになったと言えよう。

---

(20) この点については，一ノ瀬篤「IMF 14条国期の日本銀行金融政策」「IMF 8条国移行後の日本銀行金融政策：1965-1970年」(『岡山大学経済学会雑誌』第25巻3号，1994年1月，第25巻4号，1994年3月)参照。