

IMF 8 条国移行後の日本銀行金融政策 ：1965-1970年

——経済体質の変化と人為的低金利政策の変質——

— ノ 瀬 篤

序

戦後復興期終了後1970年に至る時期の金融引締め政策については、ほぼ5年毎に段階的な変容が見られる。そして、これを根本で規定していたのは、政府の内外資本移動規制政策の推移とこれと結び付いた外貨準備政策であった。1953-54引締めが始まり1964年引締めが終わる4度の引締めについては、すでに別稿でこのことを明らかにした⁽¹⁾。本稿では、1960年代後半の引締めについて、それが従来の引締めとは変質していること、その変質は日本経済の体質変化（国際競争力の増大と国債発行再開）を基盤としていることを明らかにしたい。この時期にも内外資本移動規制政策の在りようは金融引締めの型を規定しているが、その関連は60年代前半のように単純明快なものではなくなっている。この変化も上記の経済体質の変化に規定されている。以下ではこの点に留意して、日銀引締め政策の変容を考察する。上記別稿と同様、引締め政策の段階的な変容を見るに当たっては、引締めの延引の有無、

(1) 拙稿「IMF14条国期の日本銀行金融政策—内外資本移動規制政策の推移と人為的低金利政策の変容—」（『岡山大学経済学会雑誌』第25巻3号）

信用割当の程度，に焦点を当てる。なお，別稿の場合と同様，公定歩合の長期傾向にも簡単に言及する。

なお，60年代後半の金融引締めの変質は，コール・レートの低位安定に象徴的に表れている。そこで，末節(4)では，特にこれを解明し，当該期の金融引締めの変容を一層明確にしたい。

(1) 1967年引締め

この引締めは経常収支赤字の是正を理由とする引締めの最後の機会となった。経常収支は1967年第1四半期，第2四半期にそれぞれ1.7億ドル強の赤字を計上したが，これまで見てきた赤字と比べると軽微である。にもかかわらず政府，日銀はそれまでとはうって変わって，手を携えて9月に公定歩合を1厘引き上げた。引締め発動は経常赤字の規模から見て早手回しである。その根本的理由は，佐藤内閣（1964年11月-1972年7月）による政府の安定成長路線への転換と，これに伴う「外貨準備増し政策」への注力であろう⁽²⁾。

当時の大蔵省国際金融局短期資金課長和田謙三氏は「戦後……わが国として，国内生産能力の復旧，合理化，近代化さらに大規模化のため，資本金，原材料，の輸入と外国技術の導入を，輸出等の外貨受取と受け入れた外貨の限度一杯に行ってきたため，国際競争力が大幅に強化された反面，外貨準備が手薄になった……当面の目標としては，まず20億ドル台を回復……しかる後は，さし当り30億ドルを目指して，外貨準備を着実に積増してゆくために

(2) 「経済社会発展計画」（1967年3月閣議決定）は，昭和30年代の消費者物価上昇，過剰設備投資などに関して反省を加え，「物価安定のためには，成長の行きすぎをおさえ，安定的な成長を維持」する必要があると強調している。また当面，資本収支には赤字が見込まれるので，貿易収支で相当大幅な黒字を達成し，外貨準備を拡充する必要があると指摘している。（3，18頁）

佐藤首相は遅くとも1967年2月には，外貨準備30億ドルを目標にしていた。佐藤内閣期の外貨準備増強政策について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（以下では『財政史12』と略記）第3章第1節5参照。

許容される範囲内で安定成長政策をとってゆくという態度が望ましい⁽³⁾と述べている。

積極的な成長政策を続けた結果、資本蓄積も相当に進展し、国際競争力も大いに伸張した、もはや外貨準備を最低限ラインに押し下げてまでわき目もふらぬ成長を追求するほどの必要性はない、ということである⁽⁴⁾。

さらに1965年度からの国債発行の開始によって政府、日銀ともに引締めによる国債価格の暴落は避けねばならないという課題を負うことになり⁽⁵⁾、このため早手回し・小幅の公定歩合引上げがよしとされたという事情もあった。

さて公定歩合は9月に1厘引き上げられて1銭6厘に、年明けの1月にポンド危機に対応してさらに1厘引き上げられ、1銭7厘となった。1967年8月のコール・レート（無条件もの、以下、断わりのない限り同じ）は1銭8厘であった。公定歩合引上げ幅はコール・レートとの開差を埋めるほどのものではなかった。この点は従来と同じである。

公定歩合は前回引締め時に2厘引き上げられた後、3度にわたって3厘引き下げられていたので、引上げ直前には1銭5厘になっていた。

日銀の貸出抑制制度はどうであったか。1967年7月に貸出限度額の算定方式が都銀の資金ポジションの変化を反映するように改訂された⁽⁶⁾。抑制制度の強さを量的に知ることは困難であるが、公定歩合の2度にわたる引上げ後の

(3) 『ファイナンス』1968年6月、8頁

(4) 実際、外貨準備は1968年8月から急増しはじめ、年末残高ベースでは、1971年末まで加速度的に増加し、1972年末まで増勢を保った。（『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1975年版、249頁）

(5) 「国債発行以前は国債相場がどうなるだろうということは考えなくてもよかった……ところがこれからは公社債市場も考えなきゃならない」（対談「宇佐美総裁“政策転換”の真意を語る」『週刊東洋経済』、1967年8月26日）

また『百年史』第6巻は、60年代前半のコール・レートの低位安定の一因として、国債価格への配慮を挙げている。（232頁）

(6) 『百年史』第6巻、209頁

コール・レートの最高値が2銭1厘（1968年4月）にとどまっているところを見ると、貸出抑制制度は軽度であったことがうかがえる。窓口規制は、1967年7月から9月期の貸出増加額を対前年同期比で5%縮小すべし、という内容であった。きわめて微弱な信用割当である⁽⁷⁾。

銀行貸出約定平均金利は公定歩合引上げ直前の8月に1銭9厘9毛であったものが、引上げ後のピーク期（1968年4月）でも2銭0厘6毛程度に上昇したにすぎない⁽⁸⁾。しかし、これは従来から一貫した傾向である。短プラは公定歩合と連動して同幅だけ引き上げられた。預貯金金利は据え置かれたが⁽⁹⁾、国債と金融債の発行金利が僅かながら引上げられた（1968年2月、4月）。60年代前半の引締め時と異なった現象である⁽¹⁰⁾。発行金利の弾力化の必要性は「経済社会発展計画」（49頁）でも指摘されていた。

全体としてみると、預貯金金利は据え置かれたものの、引締めの中心は信用割当よりは金利引上げ一但し小幅の一にシフトしていると言える。

上記のように政府は積極的な成長策による外貨準備減少を避け、逆に安定成長と準備増しを望んでいた。これが早めの引締め発動の重要因であった。外資導入への姿勢はどうだったのか。たしかに政府は、池田内閣時代のように積極的に外資流入に依存して成長を追求するという姿勢は示さなかった。「経済社会発展計画」（72頁）では、「長期の安定的な外資については、海外金融情勢の変化に応じて資金調達ができるよう不断の努力が必要」だが、他方「不安定な短資の流出入」の攪乱作用には配慮が必要としていた。

しかし外貨準備額は8月当時、まだ20億ドル未満にすぎなかった。そのため、実際には、引締め過程で流入して来る短資は大蔵省に歓迎され、これによって外貨準備補強が図られたのである⁽¹¹⁾。1967年9月以降、本邦為替銀行

(7) 『百年史』第6巻、211頁

(8) 日銀統計局『昭和43年経済統計年報』55頁

(9) 同上、49-50頁

(10) 『百年史』第6巻、223頁

の対外短期負債は1968年末まで増勢を保ち、この結果、外貨準備の減少を相当に相殺した（『財政史12』210頁）。2度にわたる公定歩合引上げの意図の中に短資流入の「促進」が含まれていたか否かを明らかにする証言は見出せなかったが、1965年末から1966年秋まで採られた「円シフト対策」や、当時の外貨準備の低水準、1967年秋のポンド危機への政府の危機感などを総合すると、少なくとも第二次引上げには、積極的な短資「吸引」意図が含まれていたと考えてよい。『財政史12』によると、1967年12月の大蔵省金融局メモは、次のように述べている：「英ポンド切下げ後の国際金融情勢……激動する世界経済に対応した経済運営及び外貨準備の対策を十分前広に講じておく必要がある」（195頁）（下線は一ノ瀬）

短資については、1961年後半から、急激な流入を懸念して様々な形の規制が加えられていたが、それらは厳格なものではなく、加えて1965-1966年の「円シフト対策」で規制の緩和が行われていたのである⁽¹²⁾。この状況下での公定歩合引上げには当然、短資流入効果が想定されていたと思われる⁽¹³⁾。

引締めの実物経済面への影響であるが、在庫調整に多少の効果が見られた程度で、設備投資、個人消費には見るべき程の影響はなかった⁽¹⁴⁾。しかし、

(11) 「わが国の対外ポジションが脆弱であるということは、だから国際収支の黒字を長期的に累積して行くべきであるとの主張の前提とはなり得ても、だから為銀の短資流入を阻止すべきであると言うことに直ちには結び付かない」

（1968年末の大蔵省国際金融局資料：『財政史12』210-211頁）。

(12) 短資流入規制の推移については、『財政史12』91-99頁。山本栄治「IMF 14条国時代の内外資本移動規制」（『甲南経済学論集』第33巻第2号、1992年9月）、同「IMF 8条国時代の内外資本移動規制」（『証券経済』第184号、1993年6月）参照。

(13) もっとも、宇佐美総裁はこの頃次のように述べている：「短期外資は現在でもずい分取っていますよ。それは結局返さなければならないのです。……日銀ではユーロ・ダラーはこわいものだ……（笑）……日本経済も従来よりは抵抗力もあります……けれど、内容の悪化（総合収支は赤字なのに短資取入れで外貨準備が減らない：一ノ瀬）を続けられちゃ困る」（対談、『週刊東洋経済』1967年8月26日）。政府と日銀は同床異夢だったのかもしれない。

(14) 日銀「昭和42年度金融経済情勢の回顧」（『調査月報』1968年6月）19頁

主としてアメリカの景気回復によって、日本の経常収支は早くも1968年第2四半期に黒字を回復した⁽¹⁵⁾。国際収支の本格的な回復に至るまで、国内金利上昇による短資流入は、外貨準備を維持する上でつなぎの役を果たしたと言える。

(2) 1969年引締め

この引締めは戦後初めて、国際収支赤字の是正を目標としない引締めだった。国際収支上の赤字懸念は全く無かったが⁽¹⁶⁾、7月から9月にかけて物価の上昇、マネーサプライの増加、設備投資、個人消費など、主要景気関連指標が過熱の徴候を示したので、引締めが発動された。

この時にも政府と日銀の対立は特に無かった。前回引締め時からそうであったが、1960年代後半には、池田内閣期の「外貨準備の低水準、物価上昇などのコストを払ってでも、しゃにむに成長を追求する」という姿勢から、政府はすでに解放されていたのである。

さて公定歩合はこの時から年利表示に改められて、それまでの5.84%から6.25%へと、従来の表示では1厘強ほど引き上げられた。前回の1厘上げ以降、1度1厘下げて、ここで1厘引き上げたことになる。緩和期に引上げ幅以上の公定歩合引下げが行われなかった初めての事例である。大幅に引き下げれば、金利水準が国際水準に接近してきた状況下では、折角30億ドルを上回った外貨準備を失うことになったであろう。他方、以下で見るように、引上げについても海外短資の過剰流入を警戒せねばならない状況にあった。

引上げ直前8月のコール・レートは8.03%だった⁽¹⁷⁾。公定歩合が引き上げ

(15) 同上、24頁

(16) それだけにこの引締めには従来になく批判が多かった。通産省、貿易業界、下村治、高橋亀吉などが、批判の主力だった。「公定歩合引上げ論の周辺」『エコノミスト』1969年8月5日など

(17) 日銀統計局『昭和44年経済統計年報』60頁

られても、なお引上げ直前のコール・レートをはるかに下回っているという状況は、以前と変わっていない。信用割当を行いうる態勢は前回引締めを含めて、温存されている。この点では1957年引締め以降、変化は見られない。

しかし、実際には、信用割当についてはポジション指導が行われただけで、貸出増加額規制は発動されなかった。引上げ後のコール・レートは、ピークの12月でも8.50%に上昇したにとどまり⁽¹⁸⁾、1960年代前半や1957年引締め時とは全く様変わりの穏やかな動きを示すにとどまっている。これを見ると日銀の貸出抑制度もごく弱いものであったと推測できる。

銀行貸出約定平均金利は公定歩合引上げ直前の7.36%から12月に7.61%に上昇した程度であるが、この粘着性は従来と同じである⁽¹⁹⁾。もっとも、公定歩合、コール・レートの上昇幅が小さく、銀行貸出約定平均金利の変化幅とあまり違わなくなっている。

他方、短プラが連動したのは当然としても、この時には預貯金金利、国債発行金利も1970年3月から4月にかけて、僅かながら連動的に引き上げられた⁽²⁰⁾。「経済社会発展計画」は随所で、国債発行下においては金利機能の活用が重要であることをうたっているが、そのあらわれと見てよいだろう。長期金利が改訂されたのは、引締め発動後、国債価格の下落にもなっており、すでに存在していた流通利回りと発行利回りのかい離がますます顕在化したためである。

こうして、前回を含め、60年代後半には、引締めは信用割当よりは緩やかな金利引上げに重点を置く方式に変化するようになった。

(18) 『百年史』第6巻は、この時のコール・レートの穏やかな動きの原因について、第一には引締めが弱かったこと、第二には日銀の金融調節方式が債券売買の使用などで多様化していたこと、第三に国債価格への配慮から短期金利の大幅な変動が避けられたこと、を挙げている。(232頁)

(19) 日銀統計局『昭和44年経済統計年報』55頁

(20) 『百年史』第6巻、232、236-239頁

この引締めで、初めて金利上昇による外貨流入が政府にとって負担となった。外貨準備の増加自体は政府にとって悪材料ではなく、事実政府はこの頃でも外貨準備の積増しの必要性を繰り返し主張していたが、これが「急増」すると、それをテコに外国から円切上げ（はじめは「黒字国の責任」という一般的な形をとったが）を迫られることが問題であった⁽²¹⁾。

すでに4月に政府は外貨の急増を防ぎ、為銀の資金ポジションを改善するために為銀の円シフトを促進する措置を講じていたが、為銀はそのための円資金をコール取入れで賄ったので、コール・レートは上昇傾向を示し、加えて海外金利の上昇が年央以降やや緩んだので、秋口には円シフトは停滞した。そこで日銀は9月下旬に、為銀から国債・政保債・金融債を期限3ヶ月の売り戻し条件付きで買い取るという異例のオペを決定し、10月に実施した⁽²²⁾。これは要するに物価上昇抑制のために公定歩合を引き上げながら、急激な短資流入を防ぐために短期金利を低めに誘導しているということに他ならない。

このような日銀の配慮を念頭に置けば、この時期には、国債価格への配慮に加えて、国内金利の高騰を避けねばならない新たな事情（外貨準備の急増を避けるという）が生じていたことがわかる。

外貨準備の急増が望ましくなくなったので、政府は1969年春から、本格的に外貨の流入を規制する政策に踏み出して行くのである。その後の流入規制は円転換規制を中心に進展してゆくことになるが⁽²³⁾、要するにこれまでの

(21) R. C. エンゼル『円の抗争』（安藤博・江良真理子訳、時事通信社、1993年）（原著：R. C. Angel, *Explaining Economic Policy Failure: Japan in the 1969-1971 International Monetary Crisis*, 1991）第1章は、このあたりの事情を分かりやすく説明している。

(22) 短資協会、前掲書、53頁。もっとも、この買いオペは額が約1,000億円（1969年10月-1970年1月）ほどで、同書の言うように量的にはあまり大きくはなかった。しかし当時のコール市場資金残高に対してはこの僅々4カ月間のオペが9%ほどの比重を有していた。少額とも言い難い。

「規制を建前としつつ必要に応じて裁量的に流入を図る」という姿勢から、急激な外貨準備の増加を避けるために、外資の急流入は排除するという姿勢に転換したのである。流入規制という外形だけは復興期以降一貫して続いているが、その内実をなす精神はここで歴史的転換を遂げたと言ってよい。

引締めの実体経済への影響については、当時の日銀文書、大蔵省文書、日銀総裁あいさつ、また『百年史』第6巻のいずれも、その現れの遅さと微弱さを指摘している⁽²⁴⁾。すなわち1970年5、6月頃から在庫の増加、卸売物価の落ち着き、設備投資の弱含みなどが僅かに見て取れる程度にとどまるとしている。主要な引締め目標であったはずの消費者物価は、それでも鎮静しないままであった。

(3) 小括：1960年代後半の人為的低金利政策

この時期は経常国際収支が赤字から黒字に転じ、円が強くなり始める過渡期であった。

また長期にわたる日本の金利水準の引下げと米英の金利水準上昇とによって、前者が後者に並ぶようになってきた。従来は前者の方が高かったので、資本流入をはかるには規制を緩和し、これを抑止するには規制を強化すればよかった。また、そうするほかなかった。この時期になると、僅かな金利の上げ下げのみでも資金が流出入するようになった。この意味で「金利の時代」に入ったのである。

これらを背景に、政府の内外資本移動規制・外貨準備政策も急転換を遂げた。すなわち60年代前半の「外資積極吸引」から「短資流入歓迎」へ、さらにその「急流入の排除」への転換である。外貨準備に注目すると、60年代前

(23) 『財政史12』337-357頁

(24) 日銀『調査月報』1970年2月号13頁以下、大蔵省『第19回銀行局金融年報』1970年版、3-4頁、日銀『調査月報』1970年6月号、1頁、『百年史』第6巻、233-234頁

半の「外貨準備の最低水準を覚悟した高度成長」から「安定成長による外貨準備増し政策」へ、さらに「外貨準備急増阻止政策」への転換であった。

政府が安定成長路線に転換していたので、日銀との衝突は見られず、引締めは両者協調のもとで行なわれた。国債再発行に伴う国債価格への配慮が、早手回して緩やかな金融引締めのいま一つの背景になっていた。さらに、1969年引締めでは、従来のようなコール・レートのトピ高が起これると、短資急流入を招き、円切上げを迫られる状況になっていたので、これは防止せねばならなかった。

これらの結果、引締めは緩やかなものとなり、信用割当はきわめて微弱であった。コール・レートの上昇もごくマイルドなものにとどまり、トピ高現象は見られなくなった。こうして60年代後半は、金融引締めの中心手段が信用割当から緩やかな金利引上げにシフトした時期であった。

従来引締めでは、内外資本移動規制・外貨準備政策が金融引締めの型を規定していた。この時期の引締めでもその事情は変わらないが、規定の仕方は唯一的ではなくなっている。

1967年引締めでは「外貨準備積み増し」路線が採られたので、引締め発動は早く、従って引締めの程度も上記のように軽微であった。1968-69年引締めでは、外貨準備急増を抑止せねばならなかったのも、物価抑制のために金利を引き上げながら、他方で短資急流入を防ぐためにコール・レートの高騰を抑えようとして目立たぬ形で対為銀買いオペを行っていた。

これらの意味で外貨準備政策が金融引締めの型を規定していたことは明白である。しかし、他方では流通市場の国債価格維持も引締めのあり方を規定していたし、日本と米英の金利水準が接近してきたことも、金融引締めの型に大きな影響を与えていた。引締めの型を規定する要因が複雑化していたと言える。

(4) 1965年以降のコール・レートの低位安定について

1965年以前はコール・レート（無条件もの）の水準は概して高く、低位期でも7%をくだることはなかったし、8-9%が中心線になっていた。さらに特徴的なのは、引締め時のトッピ高であった。

しかし、1965年以降、これらに大きな変化が生じた。引締め時ですらコール・レートは8.5%を超えることがなく、中心線は7.5%程度に低下した。なぜであろうか。さしあたり相互関連を度外視すれば、次の要因を列挙できる⁽²⁵⁾。

- a 国債発行再開ともなって日銀によるレート管理が強くなった
- b 日銀の金融調節手段が多様化し、レート激変を回避できるようになった
- c 信用割当が微弱化した

これらを検討する前に、この問題の意義について一言しておきたい。1960年代後半に入って、日本経済が質的に変化したことは誰でも指摘する。一つは経常国際収支黒字の定着であり、いま一つは国債発行開始による資金循環の変化や財政主導型の需要構造への変化がそれである。しかし、金融政

(25) そのほかにも、コール市場の拡充を考慮すべきかもしれない。1955年にコール市場資金残高は都銀資産の1.5%に相当したにすぎないが、1965年までは前者は後者に対して、一本調子で増加し、この年に後者の6.5%に相当するまでになった。そして、両者ともにこの時までには、年による上下変動がなく、一方向的に増加している。都銀の資力自体、1955年から1970年の間に11.5倍の増加を示したが、これに対して企業部門の有形固定資産は同じ期間に3.73倍になっているにすぎない。（内野達郎・楠田義『国富の知識』日経文庫、1975年、77頁）その都銀資力以上の速度で成長していたのであるから、コール市場が国民経済の中でいかに急速に拡大していたかがわかる。1966年には金利の急低下でコール市場資金は激減したが、それでもなお、高度成長長期初期における対都銀資力比と比較すると、市場は非常に厚くなっている。基本的にはコール市場の拡大は金利によって規定されてきたのであって、その逆ではないだろう。しかし、金利の上昇（下降）を通じて資金は市場へ（から）流入（流出）しつつ、長期的には市場資金残高は相対的に拡大してきた。市場の大きさが金利にとって与件となる面もある。両者は相互規定的関係にあるというべきである。

策の次元になると、変質の指摘は曖昧になるし、その内容にも定説的なものはない。『百年史』第6巻の叙述は明確とは言えないが、日銀自主性の回復、引締め予防的性格の高まり、引締め目標の変化などを1960年代後半の特質として指摘していると考えてよい。これらに異論はないが、金融政策運営手法、特に日銀がそのかなめとして重視しているコール・レートへの姿勢、についてまとまった記述がみられないのはもの足りない。考察に当たっては、このような状況を念頭に置いている。

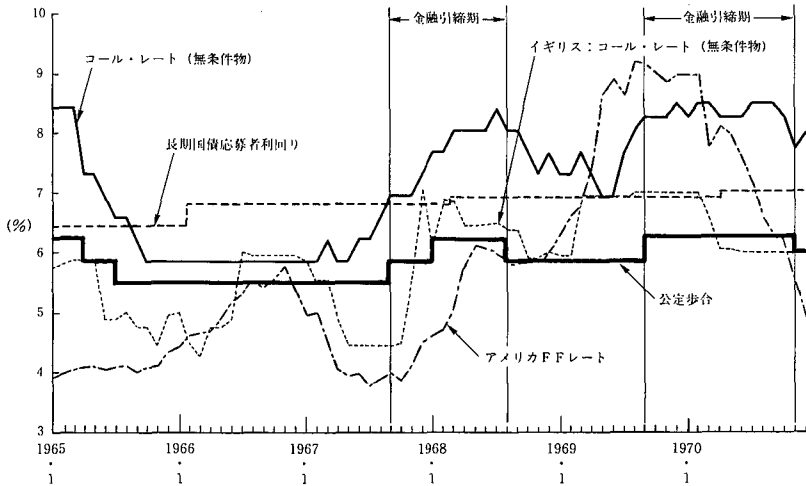
さて、まず上記の a について。この議論を最も明快に述べているのは貝塚啓明である⁽²⁶⁾。貝塚は昭和40年代に入ると国債発行に伴ってコール・レートが低位に抑制されねばならなくなったことを重視する。すなわち財政上の理由から国債発行金利は低位に抑えられるが「金融機関にとって短期的な資金の運用の収益を示すコール・レートが国債の発行金利を上回るとすれば国債の消化は困難となる」(111頁)という。このままでは運用金利としてのコール・レート(となると中小金融機関が主語となる)と国債保有利回りが比較されている形だが、含意はコール・レートが高くなると、中小金融機関が放出するコールを取り入れて国債を買う都銀としては逆ザヤになるという意味であろう。貝塚はこの結果、信用割当型の金融引締めは困難になるとしている⁽²⁷⁾。

しかし、短期金利に関する下図を見ると、コール・レートと国債応募者利回りの順ザヤは1967年8月までであって、それ以降は逆ザヤに転じている。順ザヤ期のコール・レートの低さは、当時の不況と金融緩和に伴う自然の動きにすぎず、引締め開始とともにそれが逆転したのだ、と見るべきであろう。国債価格面での都銀への顧慮は、発行一年後の日銀による無条件的買いオペによって基本的に具現されていた、と考えてよい⁽²⁸⁾。

(26) 貝塚啓明「低金利政策の歴史的推移とその評価」(『週刊東洋経済臨時増刊』1974年2月8日)

1965年以降のコール・レート水準の低下は、不況・金融緩和という循環要因にもよるが、それを除けば上記 b, c が一体となって生みだした現象と見るべきである。

コール・レートと長期国債応募者利回り：1965-70年



(出典) 『百年史』資料編, 380頁。日銀『経済統計年報』昭和42, 43, 44, 45年。短資協会『短資市場七十年史』(1966年) 352頁。日銀『外国経済統計年報』1965, 1966, 1967, 1968, 1969, 1970年。坂本尊聡編『国債』(大蔵財務協会, 1988年) 71頁。

- (27) 昭和40年代の金融政策の変容について、上記を第一とすれば、貝塚は第二に昭和46, 47年以外為収支の大幅散超と思切った金融緩和政策によってオーバー・ローンが解消し、日銀の貸出政策の有効性が失われることになったこと、この状態継続の可能性があること、を指摘している。第三に貝塚は「40年代については金利機能に別の役割が生じてきた」として、為替管理の緩和に基づく短期資本移動の出現を重視し、これを金利政策上活用するには金利の伸縮的操作が必要、としている。貝塚は40年代に入って金利機能が活用されるようになったと述べているのではない。むしろ現実には上記第一の要素によって金利機能が制約されているが、にもかかわらず、今後の金融政策の有効性確保のためには、第二、第三の要因をも考えると、金利の伸縮的操作が必要、としているのである。(貝塚, 上掲論文)
- (28) 中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社, 1976年, 第七章第二節。短資協会, 上掲書, 32頁

bについて。日銀の金融調節手段の多様化は、『百年史』第6巻や『わが国短資市場の動向』（1988年）で説明されている⁽²⁹⁾。1966年段階では日銀は1月から短資会社に対して政府短期証券の売却を行い、2月からは債券（はじめは政府保証債、後には長期国債も）の無条件オペ（買い切りオペ）を開始した。前者は市場の季節的繁閑をならすためのものであるが、後者は1966年1月から発行のはじまった普通国債の消化政策と「新金融調節方式」（1962年11月）の充実という二つの任務を担う非常に重要なものである。無条件オペは1966年と1967年を合わせると、1.26兆円強の買い入れ超過となり、都銀の日銀貸出への依存度を大いに軽減した。その分だけコール市場への取り入れ需要が減じたことになる。金融調節手段の多様化の中でも、とくにこの国債等無条件買いオペは日銀貸出への依存を減じるという意味でコール・レートの安定に貢献したといえる。

しかし、この無条件オペが日銀の通貨供給方式を根本的に変えたわけではない。下表に見られるように、1970年代にはいるまでは、日銀の対都銀貸出は絶対額においてはもちろん、都銀資力に対してもさほどは減少していない。これは第一には何よりも国債の発行額がモデラートであったこと、第二には1970年に入るまで画期的な金融緩和がなかったことによる⁽³⁰⁾。

要するに日銀金融調節手段の多様化は、この時期のコール・レートの低位安定に貢献はしたが、そのマイナーな要因であったと見るべきである。なお、金融調節手段の多様化には、上記の他にも、短期の市場平準化操作とし

(29) 短資協会、前掲書、30-31頁。『百年史』6、200-202頁

(30) 周知のように、発行後1年経過した国債は殆ど自動的に日銀に還流するメカニズムになっていた（いわゆる無条件買いオペ）。このため国債発行額がそのまま1年後の同額の日銀信用増加につながった。（もっとも、日銀は買いオペの時機や金額、あるいは各行への割当額などで裁量性を発揮することが出来たが、いま述べたような大前提がある限り、自由度は限られていた。）したがって、国債発行額がモデラートなら、オペの量も大量にはならず、日銀貸出額もさほどは減少せず、コール市場への依存度も軽減されない。

都銀総資産に対する日銀からの借入れ割合の推移 (単位：億円)

年末	日銀借入 (A)	総資産 (B)	$\frac{A}{B}$	年末	日銀借入 (A)	総資産 (B)	$\frac{A}{B}$
1951	1,652	14,469	11.4%	1963	10,847	144,161	7.5%
52	1,676	18,928	8.9	64	9,369	168,555	5.6
53	2,525	26,406	9.6	65	11,363	188,655	6.0
54	2,122	27,518	7.7	66	13,482	205,729	6.6
55	290	31,977	0.9	67	11,538	225,659	5.1
56	1,169	42,798	2.7	68	13,552	263,349	5.1
57	5,201	50,939	10.2	69	17,225	317,422	5.4
58	3,361	56,747	5.9	1970	21,237	368,889	5.8
59	2,899	65,127	4.5	71	5,386	436,517	1.2
1960	4,349	79,386	5.5	72	19,053	545,903	3.5
61	12,176	98,801	12.3	73	20,370	649,173	3.1
62	11,893	113,496	10.5	74	14,453	730,144	2.0

(出典) 日銀『昭和48年経済統計年報』, 75—76頁, 同, 昭和53年, 81—82頁

て、1969年7月からの「国債・政府保証債・利付金融債の売り戻し条件付き買いオペ」や先述の為銀からの「売り戻し条件付き国債・政府保証債・金融債買い入れ」なども含まれるが、額はさほど大きくなかった。

cについては、すでに詳しく検討した。1960年代後半の引締めでは、信用割当は従来に比べて非常に弱くなっており、これがこの時期のコール・レート低位安定をもたらした最も重要な要因とみてよい。それを「可能」にしたのは、資本蓄積の進展と国際競争力の強化による「小幅・早めの引締め」であった。それを「必要」としたのは外貨準備積増し政策、国債価格への配慮、および1969年引締めでは短資急流入への懸念であった。

国債発行については、国債消化資金としてのコールマネー金利抑制の必要という議論には説得力がなかった。同じく国債に注目するとしても、国債価格の下落に対する心配から日銀が短期金利の変動に対して従来より慎重になったこと、新金融調節方式以来の債券オペの対象に国債が加わって、その分だけ日銀貸出が相対的に減少したこと、などが信用割当を弱め、コール・レートの高騰を抑制した要因であった。

この意味で本節のはじめに掲げた a, b, c 三つの要因は相互に緊密に関

連している。直接的には信用割当が微弱であったことがコール・レートの低位安定をもたらした重要因であって、それをもたらしたのが国債流通価格への配慮、金融調節手段の多様化、であった。さらに安定成長路線への転換と国際金利水準の接近による内外資本移動への配慮が信用割当の微弱化の背景にあった、といえる。

(5) 要約および研究の含意

- ① 1953-1970年における金融引締めのうち、1959年を除く6度の引締めについて、別稿（本誌、第25巻3号）と本稿で、その段階的変容の様子を観察した。1960年代前半までについては、別稿末尾で次のように結論した。

1953-54年引締めは、復興期の統制色を強く残しており、1957年引締めは、強い信用割当による「ゲームのルール」的引締めだった。1961年と1963-64年引締めは、資本流入規制緩和を利用して発動の延引された、中程度の強度の信用割当による引締めであった。

これらに対して1960年代後半の2度の引締めは、国際競争力の強化と国債発行再開を背景とした、米英との金利水準接近下における、小幅ながら金利引上げに重点のシフトした早手回しの引締めだった。信用割当は微弱だった。発動の延引の有無、信用割当の度合の強弱、米英金利水準に対する繊細な顧慮の有無などのすべてに関して、以前の引締めと対照的で、性格が変質したと言ってよい。

段階的変容を規定してきた最大の要因は、内外資本移動規制・外貨準備政策に対する政府の姿勢であった。もっとも規定要因は、60年代後半には先述のように多元化、複雑化していた。

- ② 世に言う高度成長期の金融引締めを一括的に捉えるのではなく、その段階的変容を明らかにし、変容の最大の規定要因が政府の内外資本移動規制政策のあり方であることを明確にしたところに、本稿と上記別稿の

意義がある、と考える。戦後日本経済論とでも言うべき立場からならばともかく、戦後金融政策史の観点からは基本的論点の一つだろう。

人為的低金利政策による産業への低利資金供給問題についても、拘束預金論争とは別の観点から、人為的低金利政策の時間的側面にも注目すべきであろう。

1970年までの時期における金融引締めを一括的に「『内外資本移動遮断』下の、信用割当による、効果の顕著な引締め」と理解する従来の通説には補正が必要だろう。一括的に「ゲームのルールによる引締め」と規定することも問題であった。

引締め効果も段階的に変容している。初期には厳格な資本移動規制下で強い信用割当によって、早期に顕著な効果を表わしたが、それも次第に曖昧化している。

1960年代後半には、日本の金融政策は、経済成長率の決定的な鈍化に先だって、すでに変質を遂げていた。しかし、70年代に入ってから、国際通貨体制の変動が日銀の金融政策を別の軌道に移動させたのだった。

(付記) この研究は財団法人「日本証券奨学財団」の平成4年度研究助成金を受けて行った(研究代表者：田中生夫)。記して謝意を表したい。