

### (3) 昭和34年2月の公定歩合引下げと 予防的金融引締め政策

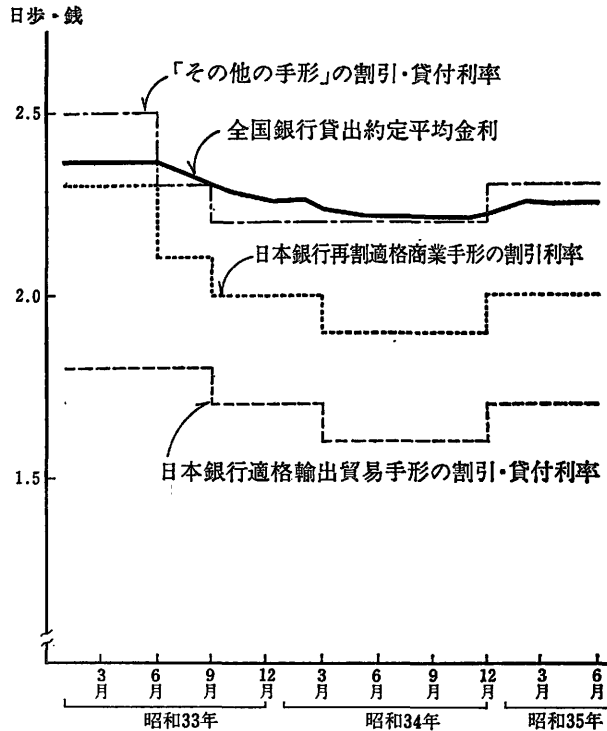
#### 昭和34年2月の公定歩合引下げ

昭和33年（1958年）6月の公定歩合引下げを契機に、金融はしだいに緩和に向かい、市中貸出金利は低下傾向をたどるようになった（図2-4）。本行貸出は国際収支の黒字、米の豊作、税収の落込み等を反映した財政資金の多額の散布超過（10月～12月3457億円、前年同期2029億円）を主因に漸減傾向を示すようになり、市中銀行の資金繰りにはゆとりがみられるようになった。全国銀行協会連合会は9月の公定歩合引下げに伴い、コール・レートに関する申合わせを9月16日から変更し、最高を日歩2銭5厘、中心を日歩2銭3厘とそれぞれ日歩1厘引き下げ<sup>(1)</sup>た。しかし実際のコール・レートはこれに先立ち早くも軟化傾向を示し、また全国銀行協会連合会の申合わせレート引下げ後も、10月中旬には無条件もの中心レートが、申合わせレートを下回る日歩2銭2厘とな<sup>(2)</sup>った。起債市場も順調に拡大し、10月～12月の起債額は1386億円と、7月～9月（1213億円）に比べても、また前年同期（971億円）と比べてもかなり増加した。

一方経済活動の動向をみると、昭和33年6月に公定歩合が引き下げられると間もなく、生産・出荷は上向きに転じ、春ごろから緩慢ながら進展をみせ始めていた生産者段階の在庫調整は、秋以降急速に進ちよくした。他方卸売物価は、昭和33年6月の公定歩合引下げ後も引き続き低下していたものの、それは生産財価格の低下によるもので、消費財価格はそのころから漸騰傾向をみせるようになった。そして同年11月以降は生産財価格も上昇に転じ、そのため卸売物価全体としても10月をボトムとして、以後漸騰を示すようになった。こうして、わが国の経済は昭和33年7月以降、下降局面から再び上昇局面に入ったのである。

この間国際収支は好調を続け、7月～9月の外国為替収支は輸入が低水準であったため約1.5億ドルの黒字となったが、10月～12月は季節的な輸出期という事情もあって、さらに黒字幅（約1.7億ドル）を拡大した（前掲表2-6）。これに伴いわが国の外貨準備高もしだいに増加したので、政府は前年7月～8月に国際

図2-4 銀行貸出金利の動き



- (注)1. 「その他の手形」とは輸出貿易手形、輸入貿易手形、日本銀行再割適格商業手形以外の手形をいう。
2. 日本銀行再割適格商業手形、日本銀行適格輸出貿易手形、「その他の手形」は全国銀行協会連合会の申合わせ金利。
3. 日本銀行再割適格商業手形、「その他の手形」は1件300万円超のもの利率によった。

(出所) 前掲『本邦経済統計』。

通貨基金から買い入れた米貨1億2500万ドルを昭和33年中、9月25日および11月28日の2回に分け半額ずつ返済(米ドルによる円貨の買戻し)<sup>(3)</sup>した。

さらに政府は12月9日の閣議で「昭和34年度経済見通しと経済運営の基本的態度」を決定したが、この中で、当時の情勢について、ようやく調整過程を脱し「再成長への展開の曙光を見出す段階に入った」と認識するとともに、昭和34年度についても物価や国際収支などの均衡条件をそこなうことなく、実質5.4%(名目6%)<sup>(4)</sup>程度の成長を期待できるとした。こうした政府見通しに対して本行は、①物価が強含みに推移する、②国際収支の黒字幅はしりすばみに縮小する、と予

#### 第4章 金融政策の復活

想し、さらに③わが国の場合は常に景気行き過ぎの危険をはらんでいるという事情も考慮して、「下期以降の動向にはとくに注意する必要がある」としながらも、当面の判断としては政府見通しをほぼ妥当なものと考えていた。したがって金融情勢は年度前半は引き続き緩和傾向を強め、その後緩和感は一服するものの、実際に基調的変化が現われるのは昭和35年に入ってからであろうと予想していた。<sup>(5)</sup>

以上のような状況のなかで、公定歩合の引下げがしだいに検討課題に上ってきた。本行は上記のように昭和34年度後半の景気情勢について必ずしも楽観していなかったし、また当時の株式市場は活況を呈し、経済界の強気ムードを示していたが、昭和34年に入ってから、国際収支の好調は続いていし、市中金利も漸次低下していた。この間わが国の金利について、①その水準が国際的にみてかなり割高であること、②長期金利と短期金利とのアンバランスがなお解消していないこと、などが問題になっていた。そこで本行は景気情勢が落ち着いている状況から判断して、公定歩合を引き下げても格別弊害はないし、それはまた前述のような、わが国金利の問題点是正に役立つだけでなく、将来金融引締め政策を必要とする際、公定歩合の大幅引上げを可能にする素地を作ることになろうと考え<sup>(7)</sup>た。以上のような考え方から、本行政策委員会は昭和34年2月18日、公定歩合を一律日歩1厘引き下げる（商業手形割引歩合、日歩2銭→1銭9厘）ことを決定し、翌19日から実施した。この公定歩合引下げに際し、本行政策委員会議長は次のような談話を発表した。<sup>(8)</sup>

わが国の経済金融情勢は、引続き総じて安定的な推移をたどり、この際公定歩合を引下げても基調に格別の変化を生じないものと見通されるに至つたので、本行は金利政策の弾力的運用を期し、金融正常化を更に一步進める趣旨から基準割引、貸付利子歩合を一律日歩1厘引下げ2月19日から実施することとした。

この公定歩合引下げにより、本行の商業手形割引歩合は日歩1銭9厘となった。これは昭和30年8月の公定歩合体系の改正以後における最低水準であった。一方市中金利について本行は、市中銀行が自主的に引き下げることを期待し、その検討を注視するという姿勢をとった。その後全国銀行協会連合会は市中貸出金利およびコール・レートについて検討を続けた結果、3月2日より市中貸出金利

の自主規制最高限度を原則として日歩1厘引き下げるとともに、後述のとおり懸案の標準金利方式を導入することにした。ただし自主規制最高限度のうち、輸入決済手形および一般手形の割引・貸付については据置きとされた。これは市中貸出金利の格差を広げることによって、貸出金利の弾力化を図ろうとしたものであった。また同時にコール・レートに関する全国銀行協会連合会の自粛申合わせレート（最高）も日歩1厘引き下げられた<sup>(9)</sup>。

この公定歩合引下げについての反響をみると、金融界にも産業界にも引下げそのものに対する反対論はみられず、むしろ実施時期が遅すぎたという批判が少なくなかった<sup>(10)</sup>。さらにこうした批判の中には、本行の今次の措置は、公定歩合の引上げはすばやく、引下げは慎重にという公定歩合政策の定石に従ったものではあるものの、本行の態度は過度に慎重であり、その結果、大幅引下げ（具体的には日歩2厘引下げ）のタイミングを失したという意見も含まれていた<sup>(11)</sup>。しかし、本行としては、一方で国際収支の天井が低く、他方景気上昇がとかく過熱に陥りやすい日本経済の現実を考えると、金融政策はどちらかといえば抑制ぎみに運営したほうがよいという考えに傾きがちにならざるをえなかった。

### 準備預金制度の発動

2月の公定歩合引下げ後、株式市場は一段と活況を呈し、物価の騰勢は強まった。生産・出荷はかなり急速なテンポで拡大し、企業の設備投資意欲は再び盛り上がりを見せた。こうした情勢の中で、3月の銀行貸出は、月中1410億円の増加と、前年同月（910億円増）を大幅に上回った。これには銀行の期末預金獲得競争に伴う預貸併進の動きがあったことや、2月の公定歩合引下げに伴う金利低下見越しから、2月の借入れ需要が3月にずれ込んだという事情が影響していた<sup>(12)</sup>。したがって3月の銀行貸出の計数は必ずしも当時の資金需要の実勢を示すものではなく、事実4月の銀行貸出は、月中168億円の減少となった（前年同月137億円増加）。しかし5月以降、銀行貸出の増勢は明らかに強まった（表2-10）。

当時、昭和34年度の日本経済をどのように展望するかは、設備投資の動向をどうみるかにかかっていたといつてよいだろう。前記「昭和34年度経済見通しと経

#### 第4章 金融政策の復活

表 2-10 全国銀行貸出の月別増減  
(単位：億円)

	昭和33年	昭和34年
1月中	△ 42	△ 216
2月中	368	501
3月中	910	1,410
4月中	137	△ 168
5月中	570	903
6月中	763	952
7月中	525	758
8月中	689	801
9月中	1,149	1,270
10月中	104	513
11月中	1,052	1,477
12月中	1,684	2,126
年間計	7,909	10,327

(注) △印は減少。

(出所) 日本銀行統計局『昭和45年経済統計年報』。

濟運営の基本的態度」において、政府は民間設備投資を1兆3500億円、前年度比4.5%減とみていた。<sup>(13)</sup> この見通しを策定したのは、昭和33年12月であったが、その後昭和34年に入ると、こうした設備投資の見通しは著しく過小であるという見方がしだいに有力となった。例えば昭和34年2月、本行統計局が集計した『主要企業の短期経済観測』によれば、昭和34年4月～6月の設備投資予測は前年同期比19%増となっていた。同じ調査による5月集計の7月～9月期の予測でも、それは17%増であった。同年2月時点における経済企画庁の調査も、昭和34年4月～9月期の設備投資は前年同期比11%増という

<sup>(14)</sup> 結果が出ていた。こうした状況のなかで本行調査局は4月10日付でまとめた調査物の中で、昭和34年度の民間設備投資は1兆7000億円、前年度比10.0%増となり、その結果、同年度の国際収支は1000万ドルの赤字（前記政府の34年度経済見通し1億6000万ドルの黒字）になろうと予想した。もっともその場合も経済成長率は7%～8%で、物価は強含みに推移するとしても、顕著な上昇を示すことはなからうと考えていた。<sup>(15)</sup> つまり、調査局の景況判断は設備投資主導により景気上昇のテンポが速まり、輸入の著増から国際収支の不均衡が表面化するという、いわば昭和31年～32年の景気上昇パターンを予想していたということになろう。

当時本行はごく近い将来景気過熱の危険があるといった強い警戒感を持っていたわけではなかったが、先行き必ずしも楽観を許さないという感じを抱きつつ、事態の推移を注視していたといえる。昭和34年6月16日に開かれた第13回全国銀行大会において、本行総裁が「最近企業の設備投資意欲や銀行の貸出態度に一部積極的な動きがうかがわれますことは、国際収支の実質的な黒字がやや減少傾向にあるのと考えあわせ、相当の注意を要するものと存じます<sup>(16)</sup>」と述べているのは、以上のような本行の景況観を示したものとみてよからう。本行の窓口指導が

## 2. 昭和30年代前半の金融政策

7月以降、やや厳しめに運営されるようになったのはこのためであった。同じ7月に発表された『昭和34年度経済白書』も景気の現状については、「三〇年当時のような数量景気が展開されている」としながらも、先行きについては「国際収支の黒字は漸次縮小の傾向にあるとみられること、および技術革新がはげしい企業間競争とむすびついて企業の投資意欲が旺盛であることに留意しなければならず」、「産業設備投資が行きすぎて安定的成長を妨げる要因とならないよう十分な配慮が必要であろう」とやや警戒的な見方を示していた<sup>(17)</sup>。

当時の物価や国際収支の状況を見ると、前年秋から騰勢に転じた卸売物価は4月以降着きを取り戻しており、国際収支もかなりの黒字を続けて、さしあたりは問題ないものとみられていた。しかし経済は引き続き急テンポで拡大しており、そのうえ産業界一般に拡大意欲も強いだけに、世上でも先行きを懸念する警戒感がかなりうかがわれ、金融面から経済活動をさらに刺激するようなことがあってはならないという観点から銀行貸出の動きが注目されていたが、前述のように5月以降、銀行貸出の増勢は前年をかなり上回るという状況が続いた。本行調査局が7月にまとめた「月例経済報告」は次のように銀行貸出の動きに対する警戒的な見方を打ち出している<sup>(18)</sup>。

これまでも銀行貸出はジリジリ増加を続けてきたが、その中心は概して中小企業ないし商社向けであり、大企業の銀行借入は比較的落ち着いていた。しかし6月の実績や、とくに7月にかけての資金需要の動きなどからみると、以上のような市中金融の基調には変化のきざしがうかがわれ、今後大企業向け貸出が増加に向かう気配にある。もつとも大企業向け貸出がふえたといつても、6月については法人税の移納や賞与払が集中して企業の資金繰りが圧迫されたことが主因であり、それはこれまでの景気上昇の結果ではあつても、企業活動がここへきて急に拡大したためではない。問題は、6月にみられたような季節要資のなくなる7月以降にも根強い借入需要が続くような気配がみられる点である。銀行の貸出意欲は引き続きかなり積極的なものがあるが、銀行がもしこれらの新たな資金需要に安易に貸し応ずるなら経済の拡大を一層刺激することとなるおそれもある。

また昭和34年7月14日付『朝日新聞』の社説は、「金融情勢の基調が六月から変わったことは重大である。日銀はこれがどう発展するかを詳細に検討しつつ、前

向きの金融政策を打出すことを考慮しなければならない」とし、「支払準備制度という新武器を持っているのであるから、事前に予防的な信用調整の手を打って、日銀に対する国民の期待に応じてほしいものである」と提言した。なおこれに先立ち、5月18日に開かれた金融機関資金審議会<sup>(19)</sup>の第1回会合の席上で土屋清委員（朝日新聞論説委員）から、景気の前途には警戒すべきものがあるので、この際低率でもよいから準備預金制度を発動したらどうかという意見がすでに述べられていた<sup>(20)</sup>。

以上のようなデリケートな景気情勢のもとで、9月以降の季節的な財政資金散超期を迎えることは、市中銀行の貸出積極化を促進するおそれが多分にあった。本行はすでに景気の行き過ぎが生じているとは考えていなかったが、そうした事態に陥ることを未然に防止するため、この際軽度の金融引締め措置をとるべきだとの判断をしだいに固めるに至った。後に詳しく述べるように昭和32年、本行の政策手段の中に新しく「準備預金制度」が加えられていたが、本行政策委員会は昭和34年9月4日、以上のような観点から、初めてこの制度を発動することを決定し、同月11日から次のような準備率を設定した<sup>(21)</sup>。

- a. 法定準備預金額の計算の基礎となる月の前前月に終る最近の営業年度の末日の終業時における預金（ただし本制度の対象となる預金に限る）の残高が200億円をこえる指定金融機関の準備率

(a) 定期性預金についての準備率	$\frac{0.5}{100}$
-------------------	-------------------

(b) その他の預金についての準備率	$\frac{1.5}{100}$
--------------------	-------------------

- b. その他の指定金融機関の準備率

(a) 定期性預金についての準備率	$\frac{0.25}{100}$
-------------------	--------------------

(b) その他の預金についての準備率	$\frac{0.75}{100}$
--------------------	--------------------

以上のように、この準備率は極めて低率のものであったが、これはわが国における最初の準備率設定であったというだけでなく、本行がこの措置を予防的な、したがって軽度の引締め措置として実施したためであった。

この準備預金制度の発動に当たり、9月4日、本行は次のような本行政策委員会議長談<sup>(22)</sup>を發表した。

最近のわが国経済金融情勢は、物価もおおむね安定的な動きを示し、国際収支も黒字基調を続ける等一応順調な推移を辿っているが、一面生産活動の顕著な上昇傾向、企業の資金需要の根強い増勢等注意すべき要因も伏在している事情にかんがみ、この際景気上昇の行き過ぎを未然に防止し、経済の安定的成長を期するとともにあわせて金融の正常化に資するため準備預金制度を発動することに決定、大蔵大臣の認可を得て9月11日から別紙〔省略〕のとおり準備率を設定する予定である。

ついてはこの機会に金融機関がその貸出につき節度を守られるとともに、産業界においても投資につき一層慎重を期せられるよう希望する。

#### 昭和34年12月の公定歩合引上げ

準備預金制度発動の前月、つまり8月のコール市場は、財政資金が大幅引揚超過（601億円）を示したのに対し本行が前述のように警戒的な態度で信用供与を行ったため繁忙化し、コール・レートは全国銀行協会連合会申合わせ限度（日歩2銭3厘）いっぱいの高値を示していた。続く9月には、財政資金は散布超過（99億円）になったものの、準備預金制度の発動によって取引先銀行の本行への預け金積み増しが必要になったため、コール市場は引き続き繁忙を呈した。この間本行は、準備預金制度の発動を決定した日の翌9月5日、本行保有手形の売却割引歩合を日歩2銭から日歩2銭1厘に引き上げた。こうした措置によって市中銀行の貸出態度にやや慎重さがみられるようになり、市中貸出金利は一部反騰を示した。

前述のように春先から落ち着きを示していた卸売物価は、夏ごろから再び上昇傾向に転じ、9月の準備預金制度発動後も、かなり強い騰勢が続いた。9月～10月の上昇（1.4％上昇）は9月26日の伊勢湾台風によって東海地方が大きな被害を受けたことによる影響もあったが、11月の上昇率（0.8％）も高かった。こうした持続的な物価上昇は、基本的にはその背後に内需・輸出の高い伸びがあるためと考えられた。国際収支は引き続き黒字を維持していたが、輸出の高い伸びに



#### 第4章 金融政策の復活

もかわらず、11月の貿易関連統計は外国為替収支の黒字幅縮小傾向をうかがわせた。<sup>(23)</sup>このような情勢から本行は、景気の行き過ぎを未然に防止するため、金融引締めをさらに若干強めた方がよいと考えるようになった。こうした観点から12月1日の政策委員会は、公定歩合を一律に日歩1厘引き上げる（商業手形割引歩合、日歩1銭9厘→2銭）ことを決定し、翌2日から実施した。本行政策委員会議長談は次のとおりであった。<sup>(24)</sup>

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き行き懸念すべき情勢にあるように窺われるので、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、本行基準割引歩合および貸付利子歩合を一律日歩1厘引き上げ、12月2日から実施することとした。

この公定歩合引き上げは一般にやや意外の感を与えた。このことは、この引き上げを報じた昭和34年12月2日付『日本経済新聞』が、その解説記事に「抜き打ち的な“警戒信号”」という見出しを付したことに現われている。<sup>(25)</sup>これは前述のように、当時なお国際収支の黒字が続いており、昭和28年～29年、昭和32年のときのような外貨危機的様相が現われていなかったことによるものであろう。もっとも景気上昇のテンポが速すぎることはしばしば指摘されていたし、現に本行の金融政策は引締めの方向で運営されていたから、もちろんこの公定歩合引き上げは全く唐突というほどのものでもなかった。それにしても、季節的に金融が締まる年末をひかえ、それほど緊迫した事情があるわけでもないのに、本行が公定歩合引き上げに踏み切ったのは早すぎるのではないかといった批判が産業界やジャーナリズムの一部にはみられた。<sup>(26)</sup>しかし大勢はこの公定歩合引き上げを支持していた。とくに金融界では産業界との接触を通じて、資金需要に対する異常な強さを感じていたから、この公定歩合引き上げを歓迎した。また新聞の社説でも12月2日付『朝日新聞』は「国際収支は依然黒字を記録しているが、物価動向が強含みであり、明年度予算の編成を前にして、前途は必ずしも楽観を許されないから」、「中央銀行が警告的意味をこめて、予防的措置を強化するのは当然である」と述べた。<sup>(27)</sup>翌12月3日付『毎日新聞』も「今回の利上げは、まったく寝耳に水で、前回

の利下げのときとは打って変わった手ぎわのよさである」とし、公定歩合変更のような措置は経済界に対する心理的効果が大きい<sup>(28)</sup>のだから、「今回は、日銀の情勢判断を明確に示したものと<sup>(28)</sup>して、その効果を大いに期待してよいと思う」と高く評価した。

その後の日本経済の推移については次章で述べるが、一言でいうならば、公定歩合引上げ後も景気の上昇が続き、上昇局面は昭和36年12月まで42か月という長期にわたった。『昭和35年度経済白書』はこのような息の長い景気上昇を実現させる基礎となった昭和34年から35年にかけての安定的な経済拡大の背景として、①生産設備能力に余裕があったこと、②労働力になお余裕があったこと、③輸入が比較的安定し、交易条件も改善されたこと、とともに④金融面から早めに調整策がとられたことを指摘した。<sup>(29)</sup>最後の金融面からの施策について白書は、本行が34年7月ごろからの抑制的な窓口指導、9月の準備預金制度の発動、12月の公定歩合引上げを打ち出し、「銀行はこのような政策に順応して貸出の抑制に努め貸出金利引上げも早目に行われた。このことが、35年度予算編成についても健全方針が明らかにされたこととあいまって、景気が行きすぎるか否かの微妙な曲り角にあたる当時において、景気を順調な上昇線に維持する上に役立つといえよう」と述べている。<sup>(30)</sup>

- (1) 前掲『金融』第140号(昭和33年11月)23ページ。
- (2) 前掲『調査月報』昭和33年10月、19ページ。
- (3) 同上、29ページおよび同『調査月報』昭和33年12月、28ページ。
- (4) 上掲『調査月報』昭和33年12月、29～30ページ。なお昭和34年度成長率の実績は名目で15.5%、実質で11.2%であった。
- (5) 日本銀行保有資料、昭和33年12月25日付「34年経済金融の見通しと金融上の問題点」。
- (6) 金利水準の国際比較を適正に行うことは実際には困難であるが、かりに主要国の公定歩合を昭和34年1月末現在でみると、次のとおりであった。

アメリカ	2.50%
イギリス	4.00
西ドイツ	2.75
フランス	4.50
日本	7.30

#### 第4章 金融政策の復活

- (7) 日本銀行保有資料。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 前掲『銀行協会20年史』282～283ページを参照。
- (10) 例えば昭和34年2月19日付『毎日新聞』社説「おそかった日銀の決断」、同『日本経済新聞』社説「引続き金利引下げに努めよ」および昭和34年2月20日付『朝日新聞』社説「金融正常化の次のステップ」。
- (11) 青葉翰於「過度の資金需要を防げ——公定歩合引下げと金利政策——」（昭和34年2月19日付『毎日新聞』）。
- (12) 前掲『調査月報』昭和34年4月、11～12ページを参照。なお当月の預貸併進の動きには4月以降、それまで免税となっていた1年もの定期預金利子に対する課税が復活することに対処して、預金切替えのための預金担保貸出が著増したという事情も加わっていた。
- (13) 日本銀行保有資料、昭和34年4月10日付「昭和34年度の経済動向」。
- (14) 同上。
- (15) 同上。
- (16) 前掲『調査月報』昭和34年6月、2ページ。
- (17) 経済企画庁『昭和34年度経済白書』至誠堂、昭和34年、32～33ページ。
- (18) 前掲『調査月報』昭和34年7月、18ページ。
- (19) 昭和34年4月13日公布施行の「大蔵省設置法の一部を改正する法律」（法律第117号）に基づいて設置された大蔵大臣の諮問機関で、従来閣議決定に基づいて設置されていた同名の審議会を改組したもの。
- (20) 日本銀行保有資料。
- (21) 日本銀行政策委員会『昭和34年報告書』7ページ。
- (22) 日本銀行保有資料。
- (23) 前掲『調査月報』昭和34年12月、27～28ページ。
- (24) 日本銀行保有資料。
- (25) 昭和34年12月2日付『日本経済新聞』社説「公定歩合引上げと日銀のあり方」も参照。
- (26) 昭和34年12月2日付『日本経済新聞』、同『毎日新聞』。
- (27) 昭和34年12月2日付『朝日新聞』社説「適切果断な公定歩合引き上げ」。
- (28) 昭和34年12月3日付『毎日新聞』社説「過熱予防は当然の措置だ」。
- (29) 前掲『昭和35年度経済白書』15～23ページ。
- (30) 同上、21ページ。