

1. 昭和30年代後半の金融政策

——国際収支制約下での景気調整——

(1) 昭和30年代後半の日本経済

景気情勢の推移

日本経済は昭和30年代後半も同年代前半に引き続き高い成長を示した。それは基本的に、技術革新を背景とした豊富な投資機会が存在し、さらに昭和30年代前半における経験によって各企業が将来についての自信を深めたという事情から、民間設備投資が総じて顕著な増加を示したことによるものであった。しかし反面、そうした旺盛な設備投資に支えられた経済の高度成長は景気の過熱現象を招き、国際収支の悪化や物価、とくに消費者物価の根強い上昇をもたらすことになり、本行は二度にわたり金融引締め政策の実施によって、これに対処しなければならなかった。

この間の推移を概観すると、まず昭和35年（1960年）の日本経済は、33年7月以降の長期にわたる景気上昇過程（いわゆる岩戸景気⁽¹⁾）のなかにあり、この年の国民総支出の前年比増加率は実質で13.3%（名目で19.8%）の高水準を示した（表1-1）。とくに注目されたのは、民間設備投資の顕著な増勢で、実質で前年比40.9%増を示した（表1-2）。これは旺盛な設備投資が続いた昭和30年代のなかでも最も高いものであり、またこれを業種別にみても、運輸・通信業を除くほとんどの部門で高い伸びがみられた。当時、政府がいわゆる「国民所得倍增計画」⁽²⁾を打ち出していたこと、貿易・為替の自由化に対応して産業界に近代化投資への意欲が高まったこと、東京オリンピック大会の開催が決定したことなどが産業界の設備投資意欲をいっそう刺激したことも見逃せないところであり、さらに当時の成長と投資をおう歌する政治的・社会的雰囲気⁽³⁾のなかで、好況の長期化を背景に、いわゆる「投資が投資を呼ぶ」⁽⁴⁾という現象がみられたことも注目してよいであろう。

表 1-1 昭和30年代後半の経済指標

昭和 年	国民総支出		物 価		鉱工業生産	マネー・サプ ライ(M ₂)	財政規模	国際収支
	名 目	実 質	卸 売	消費者				
	%	%	%	%	%	%	%	百万ドル
35	19.8	13.3	1.0	3.6	24.8	21.1	16.6	105
36	23.5	14.5	1.0	5.3	19.4	20.2	18.3	△ 952
37	10.9	7.0	-1.6	6.5	8.4	20.2	23.9	236
38	15.4	10.5	1.7	8.0	11.4	24.0	19.1	△ 161
39	18.1	13.1	0.2	4.1	15.7	15.3	8.8	△ 130
平均	17.5	11.7	0.5	5.5	15.9	20.2	17.3	△ 180

(注)1. 財政規模、国際収支を除き前年比増減(ー)率。

2. 財政規模は中央財政・一般会計の決算ベースで前年度比増加率。

3. 国際収支はIMF方式の総合収支。

4. 平均は各年の単純算術平均。

(出所) 国民総支出：経済企画庁『国民所得統計年報』昭和53年版、大蔵省印刷局、昭和53年。

マネー・サプライ：日本銀行統計局『経済統計年報』(昭和54年)同局、昭和55年。

その他：上掲『経済統計年報』(昭和43年)昭和44年。

表 1-2 実質国民総支出の項目別前年比伸び率

(単位：%)

	昭和 35年	36年	37年	38年	39年
個人消費支出	10.0	8.4	9.5	9.6	11.6
政府の財貨サー ビス経常購入	4.5	6.1	8.4	8.7	5.9
民間・総固定資本形成	37.5	30.4	5.5	8.4	21.6
(うち企業設備)	(40.9)	(36.8)	(3.4)	(5.3)	(20.0)
政府・総固定資本形成	15.3	20.9	28.4	15.2	5.6
在庫品増加	25.6	139.2	-71.8	126.7	22.8
(うち民間企業)	(28.7)	(170.3)	(-69.9)	(117.5)	(14.3)
経常海外余剰					
(輸出等)	(15.0)	(7.0)	(16.6)	(7.4)	(20.7)
(輸入等)	(24.6)	(27.5)	(0.3)	(18.0)	(14.8)
国民総支出	13.3	14.5	7.0	10.5	13.1

(出所) 前掲『国民所得統計年報』昭和53年版。

こうした旺盛な民間設備投資を背景に、昭和35年の日本経済は前述のように前年を大幅に上回る成長を実現したが、反面これに伴って物価はしだいに騰勢を強め、貿易収支の黒字幅は縮小傾向をたどった。もっとも、物価について年間平均の上昇率でみれば、消費者物価は3.6%上昇したものの、卸売物価は1.0%にとどまり、また国際収支はなお1億ドルの黒字を計上していたから、物価や国際収

1. 昭和30年代後半の金融政策

支にはそれほど問題はないという雰囲気広がっていた。また当時日本経済の供給力にはなお余裕があって、それが物価の上昇を抑え、国際収支の黒字を維持しているという見方も強かった。しかし、一方で昭和34年秋以降翌年前半にかけての予防的金融引締め政策の実施によって金融機関や企業の行動がやや慎重になっていたことが、景気の過熱化を防止していたという事実も見逃すことはできない。⁽⁵⁾

この間昭和35年5月、いわゆる「日米安全保障条約」の改定をめぐって、反対闘争が激化し、国会周辺は騒然たる状況となった。結局6月19日、新条約は自然承認の形で批准されたものの、それが発効する同月23日岸首相は退陣を表明した。こうして7月15日岸内閣は総辞職し、4日後の同月19日、池田勇人内閣が発足した。池田首相は国民所得倍增計画を一段と前面に打ち出し、国民の関心を積極的な経済政策の展開に向けさせたが、このようないわゆる高度成長政策の表明・推進が産業界の設備投資意欲をいっそう刺激したことは否定できない。こうして景気情勢はしだいに微妙な様相を呈するようになった。すなわち35年秋ごろから物価の騰勢が目につくようになり、36年に入って、その上昇率は一段と高まった。さらに国際収支も36年に入ると、急速に悪化した。

このような情勢に対処し、本行は昭和36年7月公定歩合を引き上げ、金融引締め政策に転じた。しかしその後も経済活動は拡大を続け、同年の成長率は名目で23.5%、実質で14.5%と前年をさらに上回ったが、これは高度成長期といわれた昭和30年代を通じて最も高いものであった。この間卸売物価は金融引締め政策が強化された36年秋から下降に転じ、年間平均の上昇率は前年比1.0%にとどまったものの、消費者物価は騰勢を持続して前年比5.3%の上昇となり、国際収支は9.5億ドルの大幅赤字を示した。

引締め効果が浸透し、景気が下降局面に入ったのは、翌37年1月以降のことであった。⁽⁶⁾ 卸売物価の下落傾向は同年秋まで続き、結局年間では1.6%下落した。企業の設備投資は著しく鈍化した。昭和34年以降3年にわたり設備投資ブームが続いた後だけに、これはいわば「設備投資の強成長の反動」ともいうべき現象であり、さらに長期的にみても日本経済は成長パターンが変化する「一種の転換点」にあるのではないかという見方が生じた。⁽⁷⁾ (いわゆる「転型期論」)。実際、昭和37

年の日本経済は、企業の設備投資が著しく鈍化した一方、個人消費支出、政府支出、輸出などの伸びが比較的高く、同年の成長率は実質で7.0%となった。

他方、景気変動という観点からみると、昭和37年1月から始まった下降局面は約10か月という比較的短期に終わり、同年11月には再び上昇局面に入った。しかしこの景気上昇局面においても当初、民間設備投資の盛り上がりはみられなかった。翌38年の民間設備投資（実質）の前年比伸び率は前年をやや上回ったものの、なお5.3%にとどまった。しかし、その年の個人消費支出や政府支出の伸びは、前年に引き続き高く、結局同年の実質成長率は10.5%を記録した。この景気上昇局面においてはマネー・サプライの伸びがとくに高かったが、37年秋から卸売物価は再び騰勢をたどり、消費者物価の上昇率も一段と高まった。昭和38年の国際収支は再び悪化した。そのため同年12月、本行は準備預金制度の準備率を引き上げ、金融引締め態勢に入った。

本行の金融引締め政策は、昭和39年に入って一段と強化された。しかし景気の上昇過程はその後も続いた。昭和37年中、低調であった民間設備投資は、翌38年4月～6月期から上向きに転じていたが、その後金融引締め政策が実施されてからも根強い増勢が続いた。さらに個人消費の伸長、輸出の増大が景気上昇を持続させた。しかし同年秋以降、金融引締め政策の効果は経済実体面に急速に浸透し、同年11月以降景気はようやく下降局面に入った。

高度成長をめぐる論議

日本経済の運営について、高度成長を指向すべきか、それとも安定的成長を目指すべきかという問題は、すでに昭和30年代前半においてしばしば論争のテーマとなっていたが、この問題は、同年代後半に入ってますます盛んに論じられるようになった。それは一つには昭和30年代前半の日本経済が景気の過熱化とその反動という循環過程をたどりながらも、結果的には予想以上の高い経済成長を実現したという事実を踏まえて、今後の日本経済について長期的にどのような展望を持ちうるか、という問題に関心が高まっていたこと、さらに昭和35年7月発足の池田内閣が常に高度成長を指向して積極的な経済政策を展開したので、そうした

政策姿勢について賛否両論の対立があったこと、といった事情を背景にしたものであったように思われる。

本行はこの点について常に安定的成長を目指すという立場をとっていた。昭和35年4月の本支店事務協議会における開会あいさつのなかで山際正道総裁は高度成長をめぐる見解に触れ、「如何なる場合においても、通貨価値の安定保持こそが、経済の成長とその発展の基盤であるという事実を十分に考える必要があると思う。私としては、通貨価値の安定ということは、経済の成長とか、発展とかの概念よりはさらに次元の高い概念であつて、これを同一水準で択一的に論ずること自体事の真相をわきまえざるものであるとすら考えている⁽⁸⁾」と述べている。

当時、高度成長政策を支持する側の考え方のなかには、持続的に高い経済成長を実現していくためには物価上昇を容認せざるをえないとする意見や、さらには経済の発展・成長にとって望ましい刺激を与えるための手段として物価上昇に積極的な意義を認めるべきであるとの主張すら見受けられた⁽⁹⁾が、本行としては、自由な市場体制を維持しながら、所得・資産の配分の公正を守りつつ、経済の健全な成長を図っていくためには、通貨価値の安定が不可欠の前提であると考えていた。物価の長期安定を図ることが、国民生活の安定を維持し、自由経済における企業の妥当な行動原理を律し、さらには投資の源泉である貯蓄を確保するうえで最重要の条件であったからである。

しかし、このような本行の態度は常に積極政策の推進を主張する高度成長論者からは激しい批判を浴びるとともに、一般にもしばしば消極論ないし悲観論とも評されがちであった。この場合の消極論とか悲観論という意味は必ずしも明確ではないが、当時本行は、日本経済には強い成長要因が内在しており、民間企業の活力は極めて旺盛であると考えていた。したがって景気はとかく過熱化しやすい傾向をもっているので、こうした過熱化への動きを極力抑制し、持続的な成長を図ることが重要であり、そのための要点が通貨価値の安定にあるというのが本行の考え方であった。つまり本行は日本経済の内在的な成長力についてはむしろ楽観的であり、したがって高度成長論者が主張するような積極的な政策運営の必要はないと考えていた。他方、国際収支の見通しについては、高度成長論者が概し

て楽観的であったのに対し、本行は当時のような急テンポの経済拡大のもとでは警戒的で、その面からも慎重な政策運営が必要という考え方をとっていた。

昭和30年代後半を通じ政権を維持していた池田内閣が高度成長政策への強い傾斜を示し、また経済界が概してこうした政策姿勢をおう歌するムードに包まれていたなかで、本行が安定成長指向の立場から金融政策を運営することについては厳しい制約を被らざるをえなかった。しかし、国際収支がだれの目にも悪化したと映るようになれば、景気調整措置を実施することもやむをえないものと一般に受けとめられていたから、本行としては政策運営上、国際収支の動向を注視し、それが悪化し始めた場合、できるだけ早期に是正措置に踏み切るよう努力することを通じて、わが国経済が安定的かつ持続的な成長の過程を歩むことを期待した。

当時、高度成長を実現するための政策として重視されたのは、積極的な財政政策と低金利政策であった。前者について、財政規模という面からみると、昭和30年代後半の伸びは、同年代前半に比してかなり高く、とくに昭和36年度～38年度の伸びが大きかった。ただこうした急速な財政の膨張にもかかわらず、他面高度成長を反映して税収の伸びも大きく、結果的には、昭和30年代を通じて均衡財政が維持された。

後者の低金利政策は既述のように戦後一貫してとり続けられてきたものであるが、その具体的な目的や低金利維持の態様は時期によってかなり相違している。国際的に割高な金利を是正すべきであるという観点から、できるだけ金利水準を引き下げようとする考え方は、昭和20年代後半以降経済界に広く存在していたが、30年代後半の低金利政策は所得倍増計画に象徴される高度成長政策を推進するための重要な手段の一つとして結びつけられていたところに特色があった。もっとも、低金利政策といっても、これまでの金融・資本市場の拡大、発展に伴って金利機能活用の必然性がしだいに強まり、景気の局面に対応して金利もかなり変動するようになっていたことは否定できないが、それにしても低金利指向の政府の強い政策姿勢が、本行による弾力的な金融政策の運営にとって重大な障害となり、円滑な景気調整を困難ならしめ、結果としてかなりの景気変動を生じたことは後述のとおりである。

もちろん日本経済の急速な成長の過程で、産業の近代化と国際競争力の強化が図られ、また雇用水準・所得水準の上昇を通じて、国民生活が向上するなど、その成果には著しいものがあった。昭和39年の国民総生産は650億ドルを超え、イギリス・西ドイツ・フランスなど西欧先進工業国の水準にかなり近づいた。同年の船舶建造量は全世界のトップに立ち、また粗鋼生産量はアメリカ・ソ連に次いで第3位となっていた。⁽¹⁰⁾ いまやわが国は重化学工業国としてしだいに世界の注目を浴びるようになった。1962年（昭和37年）9月1日付および同月8日付の *The Economist* が“Consider Japan”と題する日本経済特集を組んだのは、その一つの表われといってよいであろう。しかも、この間わが国の卸売物価が諸外国に比し安定していたこともあって、わが国の工業製品の国際競争力は強化された。

しかし、高度成長が以上のようなメリットと同時に多くのデメリットを伴ったことも否定できない。重化学工業の目覚ましい生産能力増大にリードされた急テンポの高度成長は、労働力需給を急速に逼迫させ、消費者物価の恒常的上昇を引き起こしただけでなく、農業面での適切な対応を困難ならしめ、農産物価格を大幅に上昇させた。またこうした高度成長に土地政策はどうも追いつけなかったから、工業用地と住宅地の価格を高騰させた。そしてこれらが相まって経済各方面にインフレ・マインドがしだいに広がっていった。さらに環境保全対策の立ち遅れから公害問題が深刻化した。

昭和30年代後半というのは、そうした高度成長のデメリットが表面化し始めた時期でもあった。さらにそうした状況を背景に、国民福祉の向上は、単に経済の量的拡大のみによって実現しうるものではなく、経済の質的側面や経済社会のアンバランス是正にも大きな関心を払うべきであるという意見が有力となった。昭和39年11月に発足した佐藤栄作内閣が高度成長の「『ひずみ』是正⁽¹²⁾」をスローガンとして掲げ、その内閣のもとで策定された経済計画のタイトルに、「社会」という表現を入れて「経済社会発展計画」としたのは、そうした意識の表われであった。⁽¹³⁾

卸売物価と消費者物価のかい離

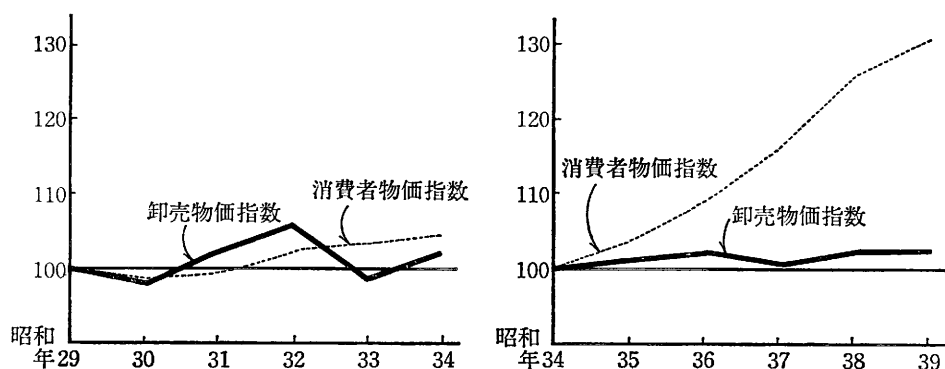
昭和30年代後半の日本経済は「新しい物価問題」を登場させた。そこには消費

者物価の大幅上昇、卸売物価の下方硬直性といった問題も含まれていたが、なかでも特徴的なことは卸売物価と消費者物価の⁽¹⁴⁾かい離現象であった。もちろん昭和30年代前半においても、両物価が常に平行的な動きをしていたわけではなく、消費者物価の動きにはやや下方硬直的な傾向もみられたが、両者のかい離幅は概して小さかった。しかし昭和30年代後半に入ると、両者のかい離が著しくなり、卸売物価がおおむね安定していたのに対し、消費者物価はかなり速いテンポの上昇が続いた。結局昭和30年代後半の5年間に、卸売物価は2.4%の上昇にとどまったのに対し、消費者物価は30.7%上昇した（図1-1）。

図1-1 昭和30年代における物価指数

（前 半）

（後 半）



（注） 昭和30年代前半は昭和29年=100、同後半は昭和34年=100。消費者物価指数は東京。

（出所） 日本銀行統計局『本邦経済統計』昭和40年報、同局、昭和41年。

以上のように卸売物価と消費者物価の動きにかい離が生じたのは、両物価指数の調査対象が異なっており、それら調査対象品目価格の相対的關係に著しい変化が生じたためであった。すなわち卸売物価指数の対象品目には、労働生産性上昇率の高い大企業製品のウェートが大きかったのに対し、消費者物価指数は、相対的に労働生産性上昇率の低い中小企業製品や農林水産業生産物の価格の動きによる影響が大きだけでなく、その調査対象には公共料金等のサービス価格が含まれていた。したがって昭和30年代後半に入って労働力需給の逼迫から賃金上昇率が高くなると、大企業製品では賃金コストの上昇を労働生産性の上昇によって吸収することができたものの、消費者物価の構成要素としてウェートの高い中小企

業製品・農林水産業生産物・サービス業関係では賃金コストの上昇を価格に転嫁せざるをえないという事情があった。こうして昭和30年代後半となって卸売物価と消費者物価の乖離が目立つようになったのである。

こうした卸売物価と消費者物価の乖離現象は、本行に一つの大きな問題を提起した。それは物価の安定という金融政策の目標を達成しようとする場合、具体的にはいかなる指標の安定を目指すべきかという問題であった。もし卸売物価の安定を目標とするならば、消費者物価の持続的上昇についてはそれを許容せざるをえない。逆に消費者物価の安定を目標とすれば、それは卸売物価が長期的には下落することを意味する。それはおそらくかなり供給圧力の強い状況を想定することになる。そこにジレンマがあった。当時一部には消費者物価の上昇は成長経済における「健全な現象」であって、これを問題視する必要はないという考え方もあった⁽¹⁵⁾。しかし本行は必ずしもそうは考えなかった。このことは昭和36年以降数年にわたり、毎年のように全国銀行大会において本行総裁が消費者物価安定の必要を説いていることから明らかである。ただこのことは、本行が物価の安定とは全面的に消費者物価の安定であると考えていたことを必ずしも意味しない。本行の大勢は、消費者物価の上昇はそれ自体一つの問題であることを認めつつも、それだからといって、消費者物価の安定を目標に総需要抑制策をとり続けることは現実には実行困難と考えていた。当時、本行調査局でも、この点についていろいろ議論が行われていたが、そこでは経済全体における通貨の購買力の変化を示すという意味で、GNPデフレーターをもって物価の指標とすべきではないかという見解が強かった⁽¹⁶⁾。この場合GNPデフレーターを安定させることは、消費者物価の若干の上昇を許容しつつ、卸売物価を若干ながら引き下げていくということを意味していた。しかし当時そうした目標を掲げることは、かなり厳しい総需要抑制策を要求することになるものであり、政策運営に関連して本行内でこの点についてコンセンサスがあったわけではない。前述のように実際には金融政策は国際収支の均衡を維持することを当面の目標としながら運営されていた。そこに通貨価値安定の現実的指標を求めていたのであるが、当時世界はわが国以上に慢性的なマイルド・インフレーションに入りつつあった。

開放体制と金融政策

昭和30年代後半は貿易・為替面の自由化進展という点でも、日本経済にとって特筆すべき時期であった。昭和35年6月、政府は「貿易・為替自由化計画大綱」を決定したが、この計画によれば同年4月現在40%の貿易自由化率を3年後に80%（石油・石炭の自由化が実現すれば90%）とする予定であり、經常取引は2年以内に原則として自由化することをめどとし、一方資本取引は国内経済の発展を⁽¹⁸⁾にらみ合わせながら順次規制を緩和することにしていった。これはわが国が貿易・為替の自由化を積極的に推進しようという基本方針を示したものとして注目されるものであった。

他方、当時の海外先進国の情勢をみると、貿易・為替の自由化はわが国に比較して格段に進ちょくしていた。すなわち海外においては、すでに昭和20年代から貿易・為替の自由化が着実に進行しており、また1958年12月から翌1959年1月にかけて、イギリス・西ドイツ・フランスなど15か国の通貨が対外交換性を回復し⁽¹⁹⁾た。さらに1961年2月には欧州経済共同体（European Economic Community, EEC）加盟6か国（西ドイツ・フランス・イタリア・ベルギー・オランダ・ルクセンブルク）のほか、イギリス・スウェーデン等4か国、計10か国が、国際通貨基金（International Monetary Fund, IMF）協定14条国（戦後の過渡期としてIMF加盟時に実施されていた為替制限を例外的に存続することが許容されている国）からIMF8条国（IMFの承認なくして、經常取引に関する為替制限や差別的通貨措置などを行うことのできない国）へ移行した。これにより従来からIMF8条国であった、アメリカ・カナダ等10か国を加えると、IMF8条国は20か国となり、主要工業国のなかで、なおIMF14条国にとどまっているのはわが国のみという状況になった。⁽²⁰⁾

以上のような情勢から、わが国においても貿易・為替の自由化に対する関心が高まり、実際にも自由化はしだいに進ちょくした。前述の貿易自由化率は、昭和36年末には70%に上昇し、さらに昭和38年8月には92%となった。⁽²¹⁾一方為替の自由化も進行した。まず外国為替相場については、昭和34年9月、為替銀行の対顧客相場の自由化措置が実施されたが、そのなかで米ドル直物相場については基準

相場（1ドル＝360円）の上下各0.5%の範囲で変動が認められるようになり、さらに昭和38年4月にはその変動幅が0.75%に拡大された。また昭和35年4月には商社持高集中制が実施され、一定の枠内で商社の外貨保有が認められたが、その後その保有枠および対象商社は漸次拡大された。さらに昭和35年7月には非居住者自由円勘定が創設され、円為替の導入が認められた。⁽²²⁾ こうした貿易・為替の自由化の進展を背景に、昭和39年4月1日、わが国はIMF 8条国に移行し、さらに同月28日には、経済協力開発機構（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）への加盟を実現した。⁽²³⁾ このOECD加盟はわが国が経常取引のみならず、資本取引についても自由化義務を負ったことを意味するものであった。

当時このIMF 8条国移行・OECD加盟はわが国経済が封鎖体制から開放体制に入ることであるといわれた。封鎖体制とは為替・貿易の管理を通じて内外の経済交流をある程度遮断しようとするものであるのに対し、開放体制とは国際収支安定の手段として、原則として貿易・為替管理といった直接的統制によることなく、「可及的に経済国境を排除して国民経済を大きな世界経済の流れのなかに組み入れ」⁽²⁴⁾ しようとするものであり、それはいわば戦後的体制からの脱却を意味するものであった。もちろんこうした日本経済の開放体制化は、IMF 8条国移行以前から徐々に進行していたものであり、8条国移行によって事態が急転回するというわけではなかったが、ただ長い間貿易・為替管理体制に守られてきた日本経済が、そうした体制から抜け出して、新しい時代に入るのだという意識は各方面で濃厚であった。当時、開放体制下における日本経済のあり方や経済政策のあり方が盛んに論じられたのは、そのためであった。

国際収支の安定策として、貿易・為替管理に依存しないということは、本行の金融政策の果たすべき役割がいっそう大きくなることを意味すると考えられた。昭和39年6月の全国銀行大会における講演のなかで、山際総裁はこの点について「きびしい国際競争場裡に乗りだし、再び貿易為替管理に退くことなく、経済の安定を維持して参ることは、むろん容易なわざではないと存ぜられます。開放経済下金融政策の責務のいよいよ重大となりましたことを痛感する次第であります

⁽²⁵⁾す」と述べている。この点をさらに具体的に考えた場合、開放体制移行後の金融政策の運営に際し、本行がとくに配慮を要する事項は内外の両面にあった。まず対内的側面では、前述のように基本的に、国際収支の均衡維持、さらにその背後にある経済の安定化の手段として、金融政策の役割が一段と大きくなるということとは当然として、これに加え、開放体制下では対外資金移動が活発化し、それが短期的には国内経済に攪乱的影響を及ぼすおそれがあるので、そうした対外資金移動に対する対策を考えなければならないのではないかという点であった。第2の対外的側面で配慮を要するのは国際協調体制への参加という点であった。第2次世界大戦後約20年を経過した当時の世界経済は、アメリカ経済の絶対的優位が崩れつつある状況にあり、各国経済の安定・不安定が相互に波及するという意味で、相互依存関係が強まっていたといえる。そうした情勢のなかで、わが国が開放体制に移行し、海外諸国との経済交流を深めることになれば、わが国も政策運営に当たって国際協調に配慮しなければならなくなるということであった。⁽²⁶⁾

もちろん、こうした対外資金移動についての対策も、金融面における国際協調も、開放体制移行によって始まったわけではない。その必要は貿易・為替自由化の進ちょくとともに高まりつつあったし、現に昭和30年代後半において多くの進展があった。その具体的な内容については後述するが、わが国の開放体制移行が、そうした問題について改めて各方面の関心を高める契機となったということができる。

高度成長下の金融

昭和30年代の高度成長は、わが国の金融にも、単なる量的拡大だけでなく、いろいろな特徴的なパターンを作り出した。まず資金循環勘定によって全体的な資金の流れをみると、昭和30年代を通じ毎年法人企業部門は大幅な資金不足（投資超過）、個人部門は大幅な資金余剰（貯蓄超過）を続け、この間公共部門は年により資金不足、あるいは資金余剰となったが、その規模はいずれも法人企業部門の不足額、あるいは個人部門の余剰額に比べて極めて小さかった。そして個人部門の貯蓄の大部分は金融機関によって吸収され、さらに金融機関によって貸出・

1. 昭和30年代後半の金融政策

有価証券投資の形（大半は貸出）で法人企業部門に供給された（こうした金融機関を通ずる資金の流れは「間接金融方式」と呼ばれた）。

このような資金循環の特色は30年代前半と後半とで大きな変化はみられないが、ここで表1-3により30年代後半の資金の流れについてみると、法人企業部門の資金不足幅は、景気循環のそれぞれピーク時である昭和36年と39年にもっとも拡大している。公共部門のうち、政府部門は恒常的に資金余剰であり、これに対し公社公団・地方公共団体部門は恒常的に資金不足となっている。前述のように昭和30年代後半においては、財政規模の拡大テンポがかなり大きかったが、それにもかかわらず政府部門が恒常的に資金余剰を示したのは、高度成長の結果、財政収入の伸びが高かったからであった。同時にこのことは高度成長のもとでオーバー・ローンが激化した有力な原因の一つでもあった。また政府部門と公社公団・地方公共団体部門の双方を含む公共部門についてみると、昭和35年～36年は資金余剰であったものが、昭和37年以降は資金不足に転じ、しかもその不足幅が年々拡大した。これは政府部門の資金余剰幅が縮小傾向をたどったのに対し、公社公団・地方公共団体部門が公共投資の拡大を反映して、資金不足幅を大きくしたためであった。

表 1-3 部 門 別 資 金 過 不 足

(単位：億円)

	昭和35年	昭和36年	昭和37年	昭和38年	昭和39年
民 間 部 門	△ 1,948	△ 6,416	597	△ 1,565	2,808
（法 人 企 業）	(△ 15,724)	(△ 23,308)	(△ 18,474)	(△ 20,512)	(△ 23,967)
（個 人）	(13,776)	(16,892)	(19,071)	(18,947)	(26,775)
公 共 部 門	709	1,509	△ 2,324	△ 3,334	△ 6,631
（中 央 政 府）	(2,314)	(4,660)	(3,123)	(2,736)	(946)
（公社公団・地方公共団体）	(△ 1,605)	(△ 3,151)	(△ 5,447)	(△ 6,070)	(△ 7,577)
海 外 部 門	△ 516	3,537	175	2,805	1,728

(注) △は資金不足を示す。

(出所) 日本銀行調査統計局『資金循環勘定応用表』昭和29年～昭和39年（暦年・年度）、昭和59年。

一方金融部門の動きについて業態別のシェアという点からみると、昭和30年代前半に引き続き都市銀行、地方銀行、公的金融機関（郵便貯金・郵便振替・簡易保険・郵便年金）のシェアが低下したのに対し、その他の金融機関、とくに中小

企業金融機関が、同年代後半に入ってシェアを高めた（表1-4）。こうしてわが国金融機構における相互銀行・信用金庫等の地位はしだいに高まり、それとともに業務内容も普通銀行に近いものになっていった。本行はすでに、昭和20年代から一部相互銀行との当座預金取引および当座勘定付替取扱いを行っていたが、その後相互銀行との取引を拡大し、さらに昭和30年代後半に入ると、信用金庫との当座預金取引を始めるようになった。これは以上のような相互銀行・信用金庫の業容の発展に即応したものであった。

表 1-4 金融機関の資力構成比(資金調達面)

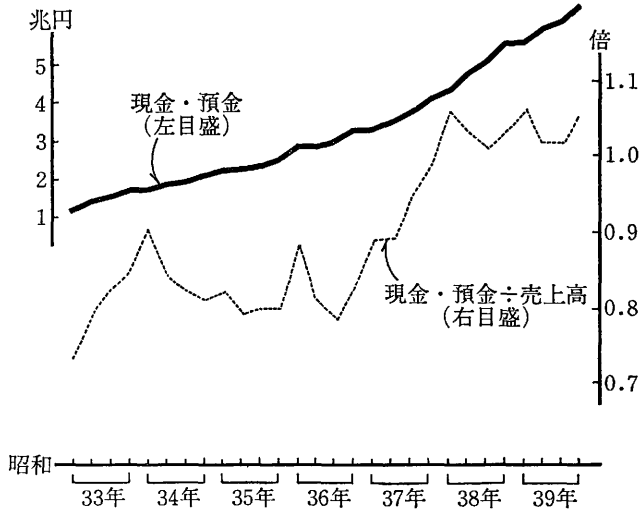
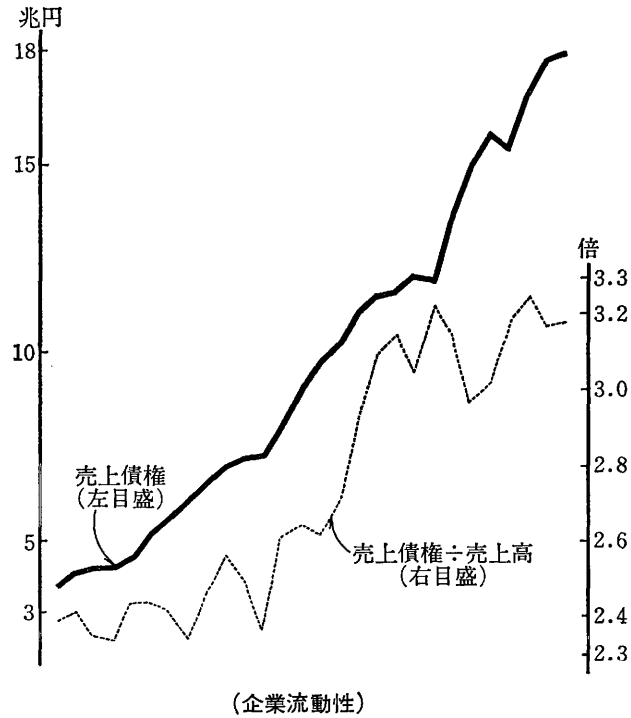
(単位: %)

	昭和 34年末	35年末	36年末	37年末	38年末	39年末
全 国 銀 行	53.8	52.7	50.5	48.7	49.4	48.1
うち都市銀行	29.0	27.8	25.7	24.2	25.6	24.6
地方銀行	17.3	17.2	17.1	17.1	16.5	16.0
長期信用銀行	6.0	6.2	6.2	6.0	5.8	5.9
信託銀行	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
中小企業金融機関	14.7	15.4	16.7	18.1	18.1	18.3
うち相互銀行	6.5	6.7	7.3	7.8	7.7	7.5
信用金庫	5.8	6.1	6.8	7.4	7.5	7.7
信用組合	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8
農林水産金融機関	6.1	6.1	6.4	6.5	6.5	7.2
信託勘定（投信を除く）	4.0	4.2	4.4	4.8	4.9	5.2
保 險	4.6	4.9	5.3	5.5	5.5	5.8
公 的 金 融 機 関	16.8	16.8	16.7	16.4	15.6	15.4
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 表 1-3と同じ。

さらに昭和30年代後半における金融問題のなかで注目されたのは、企業の資金繰り面での変化であった。まず、その第1は企業間信用⁽²⁷⁾（企業相互間の取引未決済残高）の膨張である。企業間信用はいうまでもなく、取引規模・取引慣行・金融情勢等によって変動するが、昭和30年代後半に入って、この企業間信用が著しく膨張した（図1-2）。これは昭和36年～37年の金融引締め期において大企業が大規模な設備投資を強行した結果、支払条件が悪化したこと、さらに昭和37年秋

図1-2 企業間信用と企業流動性
(企業間信用)



(注)1. 売上債権、現金・預金は四半期末残高。売上高は1か月分。

2. 売上債権は受取手形割引残高を含む。

(出所) 前掲『本邦経済統計』。

の金融引締め政策解除後は大企業がその資金調達力を利用し、販売条件を緩和して売込みを図ったことが主因であった。⁽²⁸⁾ こうした企業間信用の膨張は、後述の昭和40年不況の際の企業業績の悪化や倒産多発の有力な一因となった。また本行は企業間信用の膨張が企業経営の観点から問題を含んでいるだけでなく、実物取引が先行して企業間信用を膨張させることは、やがてこれが過大な銀行信用を誘発する結果となることを懸念した。昭和40年7月の全国銀行大会における講演のなかで、本行総裁が企業間信用の膨張に言及したのは、当時本行がこの問題に深い関心を持っていたことを示している。⁽²⁹⁾

企業の資金繰り面における第2の変化は、企業の流動性がしだいに高くなったという点であった。昭和30年代におけるわが国企業財務の状況について概括的にいえば、低い流動性水準は、高い外部負債依存（オーバー・ボローイング）とともに、しばしば指摘される特色であったが、この間企業流動性はすう勢的に上昇しており、とくに昭和37年秋の金融引締め解除後は、売上高の伸びに対し流動性（現金・預金）の増加がかなり大きかった。その背景には企業自身が経済の先行きについての不確実性に備えて、意図的に流動性資産の保有を増やしたことのほかに、前述のように公共部門が昭和37年以降資金不足に転じたという事情があったと考えられる。⁽³⁰⁾ しかも後述のように昭和40年代に入って、公共部門の資金不足幅はいっそう拡大したから、企業がこれまでよりも高い流動性水準を維持するという傾向はその後も続いた。そしてこのことは企業と金融機関との関係についても徐々に変化を生じさせるものであった。また本行の金融調節の観点からみると、企業の流動性資産は引締め圧力に対するクッションの役割を果たすものであるだけに、一面では金融引締め政策により過大な摩擦が生ずることを懸念する必要がなく、金融政策を機動的・弾力的に運営するというメリットもあったが、⁽³¹⁾ 反面場合によっては、金融の量的調整効果がなかなか企業段階に浸透しないケースが生ずることを意味した。したがって、以上のような企業流動性の上昇は、本行の金融政策のあり方についても、一つの問題を提起したものであったといえよう。

（1） この言葉には昭和31年～32年の神武景気を上回る好況という意味が含まれていた。

1. 昭和30年代後半の金融政策

- (2) 経済企画庁『昭和36年度経済白書』大蔵省印刷局、昭和36年、116～117ページ。
- (3) 政府は昭和34年11月に経済審議会に対し「国民所得倍増を目標とする長期経済計画」について諮問、同審議会は35年11月に答申、同年12月に閣議決定（経済企画庁編『国民所得倍増計画』大蔵省印刷局、昭和36年、1ページ、71～72ページ）。
- (4) 前掲『昭和36年度経済白書』295ページ。
- (5) 同上、24～25ページ。
- (6) 経済企画庁調査局『経済変動観測資料』昭和41年12月、94ページ。以下、景気転換の時点はこの資料による。
- (7) 経済企画庁『昭和37年度経済白書』大蔵省印刷局、昭和37年、36～37ページ。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 佐藤隆「経済成長と物価安定」（吉野俊彦編『経済成長と物価問題』春秋社、昭和37年、所収）3～4ページを参照。
- (10) 日本銀行統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』同局、昭和42年3月、14～15ページ、37～38ページ。
- (11) *The Economist*, Sept. 1, 1962, pp.793-819 & Sept. 8, 1962, pp.913-932. 邦訳書は河村厚訳『驚くべき日本』竹内書店、昭和38年。
- (12) 経済企画庁編『中期経済計画』大蔵省印刷局、昭和40年、10ページ。
- (13) 鹿野義夫編『経済社会発展計画の解説——40年代への挑戦——』日本経済新聞社、昭和42年、18～19ページを参照。
- (14) 鈴木淑夫「最近における新しい物価問題の登場」（前掲『経済成長と物価問題』所収）55～59ページ。
- (15) 下村治「安全運転につきお静かに」（『エコノミスト』第39年第25号、昭和36年6月20日）12～13ページ。
- (16) 全国銀行協会連合会『金融』第172号（昭和36年7月）16ページ、同第185号（昭和37年8月）13ページ、同第196号（昭和38年7月）15ページ、同第208号（昭和39年7月）16ページ、同第221号（昭和40年8月）16ページ、同第232号（昭和41年7月）16ページ。
- (17) 佐藤隆「望ましい物価安定」（前掲『経済成長と物価問題』所収）167～168ページを参照。
- (18) 経済企画庁調整局編『図説／貿易為替自由化計画』至誠堂、昭和35年、80～87ページを参照。
- (19) 日本銀行調査局『調査月報』昭和34年1月号、同行、41～42ページを参照。
- (20) 上掲『調査月報』昭和36年2月号、40ページ。
- (21) 日本銀行保有資料。
- (22) 以上為替の自由化例は同上資料による。
- (23) 昭和39年4月29日付『日本経済新聞』を参照。

- (24) 日本銀行調査局「開放体制下金融政策の諸問題」(前掲『調査月報』昭和39年1月号) 3ページ。
- (25) 前掲『金融』第208号、15ページ。
- (26) 前掲「開放体制下金融政策の諸問題」10ページを参照。
- (27) 企業間信用の残高は統計的には個別企業の売上債権(売掛金、受取手形、受取手形割引)の集計値に相当するが、実際問題としては個人企業の売上債権は推計が困難なので、ここでは法人企業の売上債権のみを対象とした。
- (28) 日本銀行調査局「わが国における企業間信用の現状と問題点」(前掲『調査月報』昭和40年4月号) 13ページ。
- (29) 前掲『金融』第221号、15ページ。
- (30) 日本銀行調査局「わが国の企業流動性と金融政策」(前掲『調査月報』昭和40年1月号) 1ページ。
- (31) 同上、1ページ。

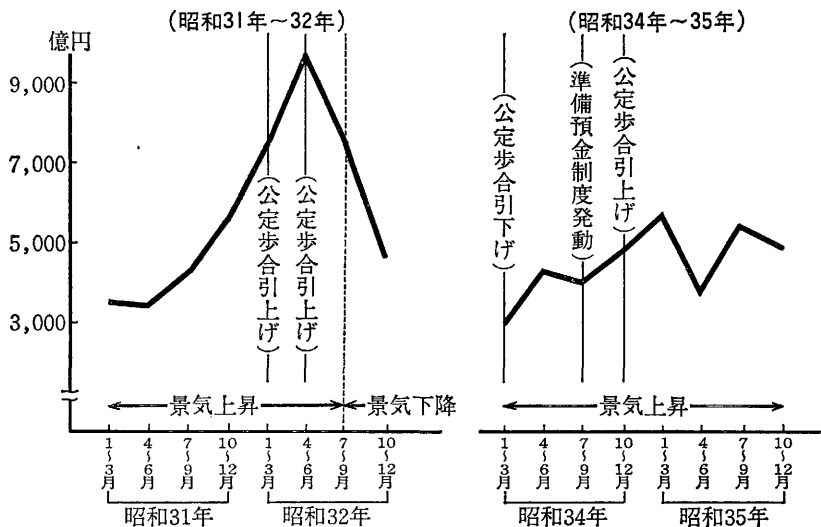
(2) 金融引締め政策実施後の経過

昭和35年8月の公定歩合引下げ

すでに前章で述べたように、本行は昭和34年(1959年)9月、準備預金制度を発動するとともに、同年12月には公定歩合の日歩1厘引上げを実施した。当時、物価および国際収支の動向に必ずしも危険信号がはっきりと現われたわけではなかったが、経済拡大のテンポが速すぎるということから、景気過熱を予防するという意味でとられた措置であった。これらの措置によって、コール市場はやや繁忙化を示し、市中貸出金利も反騰した。このような予防的金融引締め政策は、産業界の姿勢を慎重にするうえでかなり効果があった。この点は民間在庫投資の動きに比較的良好に現われており、昭和31年～32年の神武景気の場合と比べてみると、当時は民間在庫投資が急速に増大し、このため本格的引締め実施後の落込みもそれだけ大きかったが、昭和34年～35年の場合は、景気上昇の比較的初期に軽度の引締め措置がとられたため、民間在庫の積上げは比較的なだらかな形で進化した(図1-3)。また昭和34年後半、漸騰傾向を示していた卸売物価は同年12月から下落に転じ、その傾向は昭和35年半ばまで続いた。山際総裁は、35年4月開

1. 昭和30年代後半の金融政策

図1-3 金融引締め開始前後の民間在庫投資(季節調整済み)



(出所) 前掲『国民所得統計年報』昭和53年版。

催の本支店事務協議会において、「一時懸念された商品市況も落ち着き気味となり、物価も安定を維持し、国際収支もまず満足すべき状態において推移し得たように思う⁽¹⁾」と述べ、予防的金融引締め政策の効果に満足の意を表わした。しかし本行はこれによって景気の先行きに対する警戒を解いたわけではない。それは民間の設備投資意欲や資金需要に根強いものがあったからである。この点は同年6月の全国銀行大会において、山際総裁が次のように述べたことにも示されている。⁽²⁾

当面の経済情勢につきましては、……一応平静のうちにも、なお若干の問題を包蔵いたしておることは申すまでもありません。国際収支の先行きにつきましても、今後における生産の動向如何によりましては、いまだ手放しの楽観は許し得ないのであります。幸にして、このところ生産はやや落ち着きをみせはじめておりますが、設備投資の増勢や資金需要の根強さから判断いたしましても今後十分注視を要するところと考えております。

ただ、4月～6月期における景気情勢は落ち着きを加えつつあった。在庫投資が減少を示したほか、民間設備投資は依然高水準のうちにも横ばいとなり、鋳工業生産の伸びもいくぶん鈍化した。こうした状況を反映して、4月～6月期の実質

国民総支出（季節調整済み）は前期の水準を一時下回った。そのころ、わが国では貿易・為替の自由化を控えて国際競争力を強化する必要がある、そのためには金利をできるだけ引き下げるべきだという意見が高まっていたが、そこに以上のような景気の落着きがみられるようになったことから、公定歩合引下げ論が台頭するようになった。⁽³⁾

表 1-5 昭和34年～36年の経済指標

昭 和	実質国民 総 支 出	実質民間 設備投資	鉱工業 生 産	卸 売 物 価	消費者 物 価	マネー・サブ ライ(M ₁)	国 際 収 支 (経 常 収 支)
	%	%	%	%	%	%	百万ドル
34年 1～3月	0.5	3.8	5.0	1.1	-0.5	13.8	79
4～6月	4.2	8.3	7.1	0.3	0.4	19.0	22
7～9月	4.1	3.5	6.0	0.9	1.1	16.3	128
10～12月	0.0	12.1	7.1	2.0	0.9	16.5	110
35年 1～3月	7.1	15.6	6.0	-0.4	0.6	19.9	△ 67
4～6月	-0.7	-0.2	4.6	-0.4	0.9	18.5	△ 33
7～9月	3.9	11.5	4.2	0.4	2.0	20.3	94
10～12月	4.6	8.8	5.0	1.1	-0.3	20.9	118
36年 1～3月	4.4	12.9	4.5	1.3	1.8	23.7	△ 249
4～6月	2.8	5.8	4.5	1.3	0.7	27.9	△ 360
7～9月	1.9	5.9	5.1	1.3	2.2	26.5	△ 304
10～12月	4.3	2.5	3.5	-0.1	3.4	22.5	△ 172

(注)1. 国際収支、マネー・サブライを除き前期比増減(－)率。マネー・サブライは前年同期比増加率。

2. 実質国民総支出、実質民間設備投資、鉱工業生産は季節調整済み。

3. 国際収支は外国為替受払いベース。

(出所) 実質国民総支出、実質民間設備投資：前掲『国民所得統計年報』昭和53年版。

鉱工業生産、マネー・サブライ：日本銀行保有資料。

卸売物価、消費者物価、国際収支：前掲『本邦経済統計』により作成。

この間本行は経済情勢の推移を慎重に見守っていたが、夏場に入り、生産・需要の大勢は落着きを示しており、国際収支の先行き懸念もやや薄らいだとし、ここ当分景況は順調に推移しそうであるとの判断に傾いていった。⁽⁴⁾こうした状況から8月中旬になると、本行内部にも公定歩合引下げ論が強まり、結局8月23日の政策委員会において、公定歩合の一律日歩1厘引下げを決定し、翌24日から実施した。新しい公定歩合は次のとおりで、これは前述の昭和34年12月の公定歩合引上げ前の水準に戻したものであった。

イ、商業手形割引歩合……日歩1銭9厘

- ロ、輸出貿易手形割引歩合……日歩 1 銭 4 厘
- ハ、輸出貿易手形を担保とする貸付利子歩合……日歩 1 銭 5 厘以上
- ニ、輸入貿易手形を担保とする貸付利子歩合……日歩 1 銭 9 厘以上
- ホ、国債または特に指定する地方債、社債その他の債券を担保とする貸付利子歩合……日歩 2 銭以上
- ヘ、その他のものを担保とする貸付利子歩合……日歩 2 銭 1 厘以上
- ト、当座貸越利子歩合……日歩 2 銭 2 厘

この公定歩合引下げに当たって本行が若干危ぐした点は、資金需要がなおかなり根強く、金融機関の貸出が引き続き増勢を示していることであった。もっともこれについては、経済の拡大をさらに促進するという性格だけではなく、景気上昇が続いた結果という面がある⁽⁵⁾とみていたが、以上のような状況から窓口指導については、公定歩合引下げ後もこれを続けることにした。また全国銀行協会連合会はこの公定歩合引下げに伴い、銀行貸出金利の自主規制限度を一律日歩 1 厘引き下げ(標準金利、日本銀行再割引適格商業手形 1 件 300 万円超、日歩 1 銭 9 厘)、同月 29 日から実施したが、これも昭和 34 年 12 月の引上げ以前に戻したものであった。⁽⁶⁾

この公定歩合引下げは、一般に好感をもって迎えられた。その理由として、①貿易の自由化に備えて、金利水準の国際的割高を是正すべきである、②景気に対する警戒感が薄らいだ以上、公定歩合を引上げ前の水準に戻すのは当然である、といった点があげられていた。⁽⁷⁾ただ当時は金利政策をめぐる、デリケートな雰囲気があったことも見逃すことはできない。この公定歩合引下げの約 1 か月前に、池田内閣が発足していたが、池田首相は就任以来、積極政策を打ち出し、その一環として低金利政策の推進に熱心であった。たとえば 8 月 21 日付『毎日新聞』は、箱根で静養中の同首相が前日の財界人との懇談会の席上、「日本経済の当面する最大の問題は国際的に割高な金利をどう引下げるかである」と強調したということトップ記事で報じている。したがってこの公定歩合引下げが、そうした新内閣の政策ビジョンと結びつけた見方をされたのも、ある程度やむをえない面もあった。9 月 10 日付『東洋経済新報』社論が、この公定歩合引下げについて「昨年一二月〔12 月〕における引き上げの修正と理解されるよりも、ついに金利

水準引き下げのスタートが切られた、これからいよいよ金利は下がっていくだろう、という印象を与えている」と述べるとともに、人為的な金利引下げを行うには順序もあるし、限度もあるとし「漸進的に」と注文をつけたのは、以上のよう⁽⁸⁾な背景があったからであろう。

昭和36年1月の公定歩合引下げ

景気の先行きについては、昭和35年夏ごろ、財界の一部に、同年後半には供給過剰傾向が表面化し、景気は停滞色を強めるだろうという見方があった。⁽⁹⁾しかし実際の経済動向をみると、4月～6月期に足踏み状態をみせたものの、その後再び活発な拡大傾向をたどるようになった。同年10月の本行本支店事務協議会において、山際総裁は公定歩合引下げ後の情勢について「大勢として引続き順調な推移を示しており、目先き特に懸念を要する問題は生じていないように思う」としながらも、物価・国際収支・設備投資の動きには十分留意しなければならないと述べた。⁽¹⁰⁾物価については、前年12月以降下がり続けていた卸売物価が、8月以降反騰に転じていたし、また消費者物価の騰勢も若干高まっていた。国際収支面では、昭和35年に入って赤字を続けていた経常収支(外国為替受払いベース、以下同じ)が、同年7月以降黒字に転じたものの、これについては例年下期は季節的に輸出が増える時期であることを考慮しなければならなかった。さらに設備投資についても、池田内閣は昭和38年度まで実質成長率9%を持続させることを目標に今後政策運営を行う旨の積極政策方針を9月に打ち出していたが、これが企業家心理に微妙な影響を与えつつあった。山際総裁が物価・国際収支・設備投資の動きに留意すべきだとした背景は以上のようなものであった。

そのころ新聞には金利引下げに関する記事が散見されるようになっていた。⁽¹²⁾前記の本支店事務協議会開催前の10月19日に行われた定例記者会見において、「一般論として金利引下げは望ましいのではないか」との質問に対し、山際総裁は次のように答えた。⁽¹³⁾

各国より高いという実情をも考えて一般論としては金利引下げは望ましい。しかし金利は人為的に無理な引下げを行うべきものではない。環境整備に努める必要がある。

この談話は金利引下げに関する一般論を述べたにすぎなかったが、以後の総裁記者会見では金利引下げ問題に対する質問がかなりの比重を占めるようになった。これはいうまでもなく、政府の低金利政策推進への強い姿勢を背景に金利引下げへの予想や期待が高まりつつあった当時の雰囲気を示すものとみることができよう。

ところで、同年秋口から年末にかけての景況には、かなり微妙なものがあつた。卸売物価は騰勢を続けており、鉱工業生産の伸びも高まっていた。もっとも当時の卸売物価の上昇傾向は木材など一部商品の値上がりによるものであり、全般的にはむしろ弱含みのものが多かった。他方逆に10月～12月期の消費者物価は7月～9月期に比し低下したが、これも一部品目（食料品）の値下がりによるもので、必ずしも全般的な動きを示すものではなかった。国際収支は7月以降、経常収支の黒字が続いていたが、7月～12月でみると、その黒字幅は前年を下回っていた。さらに設備投資についても、秋口ごろから再び動意がみられるようになっていた。本行調査局が12月に作成した、主要産業の設備投資動向に関する調査⁽¹⁴⁾によれば、この間多くの業種で需要見通しの増額改定、長期計画の繰上げなどが行われていた。そしてその動機について、この調査は池田内閣の積極政策との関連について触れ、「直接新政策の影響とみられるものは少い」が、「将来の長期需要見通しについて確信を強めたり（将来性に問題のある業種を別としてほぼ全般的）、これを機に模様眺め気分であった計画の実施に踏切る（鉄鋼、自動車、冷蔵庫、石油精製など）といった形では、政策環境の変化は広汎に影響している」と述べていた。

前記のように昭和35年秋口以降金利水準引下げへの期待や要請がしだいに強まるなかで、本行も経済情勢が許せば、公定歩合、市中貸出金利を引き下げたいと考えるようになっていた。ただその場合、預金金利を引き下げうる環境が整備されることが前提であるとし、その点との関連で、郵便貯金金利をいっしょに引き下げうるか（当時は郵便貯金金利の改定には「郵便貯金法」の改正を要した）、また年度末に期限切れとなる利子課税特別措置が延長されるかどうか、などの問題につきその推移を見守っていた（しかし後述のように結果的にはこのことが公

定歩合引下げの適切なタイミングを失わせることになった)。この間経済情勢は上記のように秋口以降しだいに微妙な変化を示していたが、年明け後金利水準引下げに向けての具体的な動きが一段と活発となり、公定歩合、市中貸出金利、郵便貯金金利を含む預貯金金利を引き下げることが、もはや既定の事実のような雰囲気となった。当時の新聞報道も、年末ごろからこうした一連の金利引下げをどのような順序で実行するかということだけを問題としていた。

こうした状況のなかで政策委員会は、昭和36年1月25日、公定歩合を一律に日歩1厘引き下げることと決定し（商業手形割引歩合、日歩1銭9厘→1銭8厘）、翌26日から実施した。公定歩合引下げに関する政策委員会議長談は以下のとおりであった。⁽¹⁵⁾

わが国経済は最近順調な推移を辿っているものと認められるので、この際本行は基準割引歩合および貸付利子歩合を一律日歩1厘引下げ、1月26日から実施することとした。

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。

当時の景況はかなり微妙な段階にはあったが、一応「順調な推移」とみることもできるような状況にあり、本行は「この際公定歩合の引下げを行つても、この面からとくに景気の行き過ぎを招き、経済の安定的基調を崩すおそれはない」と⁽¹⁶⁾の見方に傾いていたといえる。しかし前述のような経済情勢のなかで積極的に金融を緩和し、需要を刺激しようとする必要はなく、本行ももちろんそうした意図は持っていなかった。それにもかかわらず、ここで公定歩合の引下げに踏み切ったのは、一方で当時の金利水準引下げの要請にこたえとともに、他方で、公定歩合引下げが可能となきにできるだけ下げおけば、必要な場合には引き上げやすくなるという配慮が働いた結果であった。

この公定歩合引下げについては各方面に賛否両論の対立があったが、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。まず民間設備投資は前年秋口ごろから動意を示していたが、昭和36年に入って、その動きは一段と活発

1. 昭和30年代後半の金融政策

化した。雇用の増大や賃金の上昇から、個人消費も急速に拡大していた。こうした情勢から卸売物価も消費者物価も騰勢を強めた。さらに国際収支面では、前年12月まで黒字であった経常収支が年明け後赤字に転じ、1月～3月の赤字は2.5億ドル（前年同期の赤字は0.7億ドル）となった。しかもこの公定歩合引下げに伴う市中貸出金利の引下げ（一律日歩1厘引下げ、標準金利、日本銀行再割引適格商業手形1件300万円超、日歩1銭8厘）は1月30日から実施されたものの、⁽¹⁷⁾預貯金金利や長期金利の引下げは後述のようにさらに2か月遅れて4月1日の実施となり、その間経済情勢は一段と危険水域に近づきつつあった。山際総裁も昭和36年4月の本支店事務協議会の開会の辞のなかで、「金利水準の全般に亘る引下げの一巡に時間を要した関係上、その進行中に前述の如き実体的問題が表面に現われはじめ、結果的にみればややタイミングを逸した感があつたことはまことに遺憾であつた」⁽¹⁸⁾と述べている。

しかしこのタイミングの悪さは、必ずしも預貯金金利や長期金利の引下げが遅れたことだけにあるのではなく、1月の公定歩合引下げそのものがすでに適切なタイミングを失っていたとみるべきであろう。前述のように、強まる金利引下げの要請に対し下げうるときに下げておくことが、今後金利政策を弾力的に運営するための環境づくりであるという公定歩合引下げの理由について、秋口にくらべ変化をとげつつあった当時の経済情勢のもとで行内の意見が必ずしも一致していたかどうかは疑問であり、「この昭和三十六年の一月の金利引下げと四月の預金金利引下げについては、日本銀行内部の意見と、池田総理との仲にはさまった山際総裁の苦悩は、深刻であつた」⁽¹⁹⁾との指摘もなされている。そして後述のように、本行は預金金利・長期金利引下げ後わずか3か月にして再び公定歩合を引き上げざるをえないことになった。

なお昭和38年に入り経済審議会からの依頼に基づき、6月14日に総合部会財政金融分科会において沢田悌本行総務部長は所得倍増計画後の金融政策について説明を行ったが、そのなかで昭和36年1月の公定歩合引下げ問題に関し、「郵便貯金法」の改正がすむまで預金金利、長期金利の引下げを待たざるをえず、このため公定歩合と短期貸出金利の引下げが当初の計画より遅れたうえ、預金金利、長期

金利の引下げはさらに遅れ、政策運営のタイミングを失した、今から反省すると「金利政策は、その時々的情勢に即して機動的に行なわれるべきであつて、予めスケジュールを樹てたり、あるいは一たん方針をきめたら情勢の変化に拘らず遂行するといったことは厳に避けるべきだと思われる」と述べている⁽²⁰⁾。

国債利回りの引上げと預貯金等金利の引下げ

金利のあり方をめぐって一方に低金利を求める声があり、他方に金利による資金需給調整機能を高めるべきであるという意見があったことはすでに述べた。本行は基本的に後者の立場をとっていたが、昭和35年に池田内閣が発足したころから、低金利に対する要請は一段と強くなった。そうした低金利への要請は、一つには積極的な経済成長政策の一環をなすものであり、同時に国際的に割高な金利水準を放置しておいては、わが国の産業は貿易自由化に耐ええないという意見を背景としたものであった。また金利水準の引下げが必要であるという考え方のなかにも、それを実施するためには、金利が自然に下がるような環境を作ることが先決であるという意見と、政府や本行が積極的に金利低下を誘導すべきであるという意見が対立していた。このようにいろいろなニュアンスの考え方があったが、一般に低金利政策と呼ばれたのは、後者の考え方、つまり政策的に金利引下げを実行しようという考え方（この考え方は「人為的低金利政策」ともいわれた）であったといえよう。こうした低金利政策も、いかなる状況でも金利の引上げをいっさい認めないという考え方ではなかったから、金利機能の活用を全く否定したとはいえないが、具体的な金利をめぐる政策の運用に当たっては、しばしば金利機能活用論と鋭く対立し、金利機能の活用を大幅に制約した。

昭和35年度は償還期到来の国債が例年になく多かったので（表1-6）、その借替条件をどうするかということが大きな問題となった。昭和34年度当時の国債の発行条件は、応募者利回りにして年6.324%（期間7年、クーボン・レート5.5%、発行価格96円）であったが、大蔵省は借替えに当たって、この条件を据え置きたいとした。しかし本行は、この発行条件は他の諸金利との均衡上低きに過ぎ、しかもこれが政府短期証券、社債等の金利改定にとって一つの壁になっているので、

1. 昭和30年代後半の金融政策

今後、金利の弾力化を推進する観点からも、この借替えの機会をとらえて国債の発行条件を改定（応募者利回りの引上げ）すべきだと考えた。上述の国債応募者利回り年6.324%というのは、当時の普通銀行の預金コスト（昭和34年下期6.719%）を下回るものであったから、市中銀行側も国債の発行条件を実情に即して改定すべきであるとしていた。しかしこの国債発行条件改定をめぐる話し合いは難航し、昭和35年度第1回の借替

期日である6月1日には時間切れの形で、従来同様の条件で借替えが行われた。この件に関する本行・市中銀行と大蔵省との話し合いはその後も続けられたが、8月に入ってようやく関係者の話し合いがつき、発行価格を96円から95円

50銭に引き下げる ことになり、9月1日借替え分から実

施した。期間、クーポン・レートは従来のままであったから、この発行価格引下げにより、応募者利回りは年6.432%に上昇した。本行としてはこの程度の引上げでは、十分ではないと考えていたが、少なくとも一歩前進と評価して、この話し合いに決着をつけたものであった。⁽²¹⁾

次いで、昭和36年1月の公定歩合引下げに際しては、預貯金金利および長期金利の引下げが大きな問題となった。この公定歩合引下げならびにこれに伴う市中貸出金利引下げが決定される以前から、それらが実行された場合には預貯金金利や長期金利についても引下げを行うべきであるという点については、関係者間ではほとんど異論のない考え方となっていたが、その引下げ幅については、各種貯蓄形態間のバランス論があって、各方面の意見が微妙に食い違っていた。また実施時期についても、既述のように郵便貯金金利の引下げが法律改正を要するた

表 1-6 年度別償還期到来国債金額

(単位：億円)

償 還 期	総 額	所有者別内訳		
		日 本 銀 行	市中金 融機関	その他
昭和				
34年度	102	81	17	4
35年度	629	373	226	29
(35年6月1日)	(10)	(9)	(1)	(0)
(9月1日)	(271)	(68)	(182)	(20)
(10月1日)	(269)	(237)	(27)	(4)
(12月1日)	(11)	(9)	(1)	(0)
(36年3月1日)	(66)	(47)	(17)	(2)
36年度	319	288	29	1
37年度	248	204	42	2
38年度	390	332	53	3
39年度	606	494	109	1

(注) かっこ内は償還期日別内訳。なお内訳の合計と年度計とは計数に若干差異がある。

(出所) 日本銀行保有資料。

め、早急な実施には無理があり、これら金利の引下げ（表1-7）が実施されたのは、公定歩合引下げ後約3か月経過してからであった。⁽²³⁾なおこのときの経験にかんがみ郵便貯金の利率を機動的に変更できるようにするため、昭和38年7月12日に法律第139号「郵便貯金法の一部を改正する法律」が公布され（8月10日施行）、今後は郵政大臣が国民大衆のための貯蓄制度であるという郵便貯金の本質に配慮するとともに、あわせて一般の金融機関の預金利率との関係を考慮し、郵政審議会に諮問のうえ、政令で郵便貯金の利率を定めることに改められた。

表 1-7 預貯金・長期主要金利一覧(昭和36年4月改正)

			利 率 等		引下げ幅	実 施 日
銀行 預金	定期預金	3か月もの	年	4.0 %	0.3 %	} 4月1日
		6か月もの	”	5.0 %	0.5 %	
	1年もの	”	5.5 %	0.5 %		
	定期積金	”	3.9 %	0.1 %		
	普通預金	日歩	6厘	1厘		
郵便貯金	定額貯金	1年以下	年	4.2 %	0.3 %	} 4月1日
		2年超	”	5.5 %	0.5 %	
	積立貯金 通常貯金	”	4.08 %	0.12 %		
		”	3.6 %	0.36 %		
金銭信託・貸付信託	指定金銭信託 (合同運用口)	1年超	年	5.5 %	0.5 %	} 4月1日
		2年以上	”	6.3 %	0.5 %	
		5年以上	”	7.07 %	0.43 %	
	貸付信託	2年もの	”	6.5 %	0.5 %	} 4月募集分から
5年もの		”	7.37 %	0.43 %		
長期貸出	興長銀 電力など一流向け 貸付信託分 電力向け	年	8.7 %	0.425%	4月1日	
		日歩	2銭3厘9毛	1厘1毛	4月21日	
公社債	政府保証、公社・公団債（7年）		年	7.096%	0.217%	} 4月起債分から
	利付金融債（5年）		”	7.3 %	0.31 %	
	地方債（7年）		”	7.354%	0.366%	
	事業債（電力など超一流）（7年）		”	7.408%	0.423%	
	割引金融債（1年）		”	6.224%	0.419%	
					5月	”

(注)1. 指定金銭信託および貸付信託は予定配当率。

2. 公社債は応募者利回り。

(出所) 昭和36年3月31日付『官報』（第10282号、号外第14号）および前掲『調査月報』昭和36年4月号、30～32ページにより作成。

こうして昭和36年1月の公定歩合引下げは、広範な市中金利引下げを伴ったが、郵便貯金金利を含む預貯金金利が引き下げられたのは、第2次世界大戦後初めてのことであった。前回の公定歩合引下げ時に『東洋経済新報』が「ついに金利水準引き下げのスタートが切られた」と述べたことは前述したが、今回は新聞もこれを「低金利政策がスタートした⁽²⁴⁾」と評した。戦後わが国では一貫して低金利への指向が強く、このため昭和30年代初めに本行が試みた金利機能活用への努力もその大幅な前進が阻まれたことは既述のとおりである。したがって、ここで低金利政策がスタートしたという表現は適切でないが、所得倍增計画に象徴される当時の積極経済政策を具体的背景とする低金利政策が、この公定歩合引下げを契機に進められたことは確かであり、その意味で一つの新しい局面を迎えたということができる。

同時に、以上の一連の金利引下げをめぐる動きのなかから、いくつかの問題が表面化したことにも注目しておかなければならない。その第1は銀行預金金利と郵便貯金金利の調整が問題となったことである。郵政省側は、郵便貯金金利引下げについての大蔵省との話合いのなかで、金利引下げを小幅にとどめるか、ないしは引下げの影響を緩和するための代替措置が必要であると主張したといわれる。結局両者の話合いにより、郵便貯金金利の引下げ幅は銀行預金の場合とほぼ同程度にするが、その代わり郵便貯金のなかに、新しく定期預金（期間1年）を設けることになった⁽²⁵⁾（定期預金（「定期郵便貯金」）の新設は昭和36年10月実施）。

第2には公社債利回りの引下げ幅をめぐるでも、市中銀行と証券界との間に意見の対立があった。すなわち証券界は、公社債利回りと預金金利を関連させて考えることに反対し、公社債利回りの引下げを小幅にとどめようとした。これに対し市中銀行側は、昭和36年1月に発足した公社債投資信託が極めて好調な伸びを示していた（1月～3月間に1100億円の資金を吸収）という事情もあり、いまや公社債は大衆の貯蓄対象の一つになりつつあるという観点から、その利回りを銀行預金金利と切り離すことはできないとした⁽²⁶⁾。結局表1-7のように両者の話合いに決着がついたのは3月末ぎりぎりの段階であった。

当時はほとんどの金利が事実上は規制下におかれていたから、いずれかの金利

を改定しようとするれば、各種貯蓄形態の利回りについてのバランス調整が不可避となる場合が多かったが、どのようなバランスに調整するか、その決め方いかんは各業界に及ぼす影響が大きかっただけに、こうしたバランス調整はその後もしばしば困難な事態に巻き込まれた。その結果、金利の改定がタイミングを失し、あるいは改定幅が不十分な結果になり、あるいは各種金利間の適切なバランスが失われ、金利機能が円滑にワークしがたい事態をもたらしがちになったが、こうした状況が金融政策の円滑な運営にとって制約要因となったことはいうまでもない。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 前掲『金融』第160号（昭和35年7月）16ページ。
- (3) たとえば昭和35年6月14日付『日本経済新聞』社説「金利政策への考え方」。
- (4) 前掲『調査月報』昭和35年9月号、18ページを参照。
- (5) 日本銀行保有資料。
- (6) 前掲『金融』第163号（昭和35年10月）49ページ。
- (7) 昭和35年8月24日付『日本経済新聞』。
- (8) 『東洋経済新報』第2961号（昭和35年9月10日）社論「低金利策は漸進的に」19ページ。
- (9) 昭和35年7月27日付『毎日新聞』。
- (10) 日本銀行保有資料。
- (11) 昭和35年9月6日付および7日付『毎日新聞』を参照。
- (12) たとえば昭和35年10月6日付『毎日新聞』、同月15日付および17日付『日本経済新聞』。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 日本銀行保有資料、昭和35年12月30日付「主要産業における最近の設備投資動向」。
- (15) 日本銀行保有資料。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) 前掲『金融』第168号（昭和36年3月）77～78ページ。
- (18) 日本銀行保有資料。
- (19) 吉野俊彦『歴代日本銀行総裁論』毎日新聞社、昭和51年、298ページ。
- (20) 日本銀行保有資料。なおここで言及している「予めスケジュールを樹て」て金利を引き下げていこうという考え方については、下村治『日本経済は成長する』弘文堂、昭和38年、70～74ページを参照。
- (21) 昭和35年9月1日大蔵省告示第184号「五分半利国庫債券（第三十五回）の額面金額の種類、発行価格、償還期限、利率及び利子支払期日を定める件」。
- (22) 日本銀行保有資料。

1. 昭和30年代後半の金融政策

- (23) 「郵便貯金法の一部を改正する法律」は昭和36年3月31日公布（法律第51号、施行翌4月1日）され、これに伴い「臨時金利調整法の規定に基づき、金融機関の金利の最高限度に関する告示の一部を改正する件」（昭和36年大蔵省告示第87号）も同日に告示された。
- (24) 昭和36年1月26日付『日本経済新聞』。
- (25) 昭和36年1月24日付および同月25日付『日本経済新聞』。
- (26) 銀行協会20年史編纂室『銀行協会20年史』全国銀行協会連合会・東京銀行協会、昭和40年、287～288ページ。

（3）昭和36年7月以降の金融引締め政策

景気の過熱化

昭和36年（1961年）に入ると、物価の上昇や国際収支の逆調が目立つようになった。まず卸売物価についてみると、すでに昭和35年秋口から上昇傾向がみられるようになり、それは主として木材の値上がりに始まったが、年が改まると、繊維や雑品の値上がりが目立ち、さらに3月～4月には鉄鋼相場が急騰した（表1-8）。このように昭和36年に入って値上りを示す品目が増えてきたことは、総合的な需要の強さを示すものであった。

一方昭和35年秋まで漸騰傾向をたどっていた消費者物価は、その後野菜の値下がりなどによって一時反落したものの、更年後は公共料金やサービス料金の上昇も加わって、しだいにすう勢的な上昇傾向を強めてきた。その原因に、中小企業やサービス業における労働生産性の上昇を上回る賃金上昇があったということはすでに述べたが、その背景には、好況の長期化によって労働力需給が引き締まり、賃金が一段と上昇したという事情があった。しかも昭和36年に入ってから消費者物価上昇の原因には、前述の卸売物価上昇による影響も加わるようになっていた。⁽¹⁾

国際収支の面では、昭和36年に入って経常収支（外国為替受払いベース）が毎月かなり大幅な赤字を出すようになった。その原因には輸出の停滞もあったが、それ以上に大きな原因は輸入の急増であった（図1-4）。昭和36年前半における輸入急増の中心は、鉄鋼原材料・繊維原料・機械類などであったが、ここでとくに