

- (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

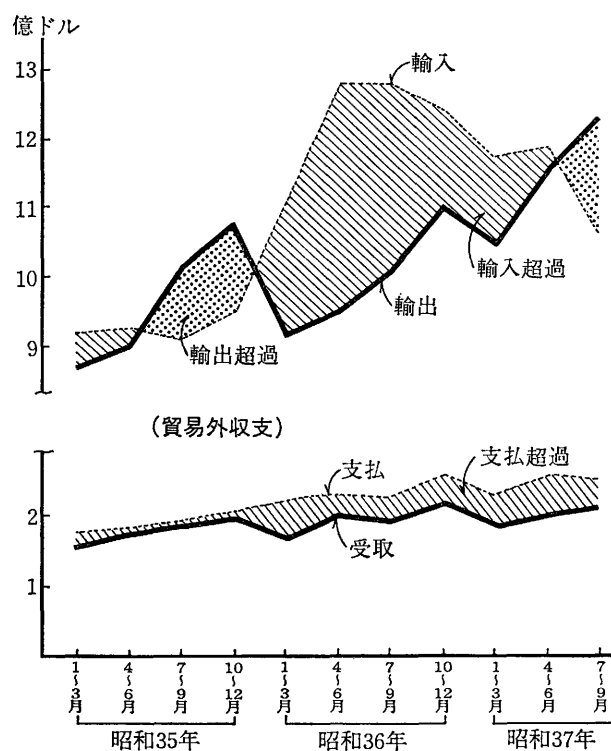
昭和36年（1961年）に入ると、物価の上昇や国際収支の逆調が目立つようになった。まず卸売物価についてみると、すでに昭和35年秋口から上昇傾向がみられるようになり、それは主として木材の値上がりに始まったが、年が改まると、繊維や雑品の値上がりが目立ち、さらに3月～4月には鉄鋼相場が急騰した（表1-8）。このように昭和36年に入って値上りを示す品目が増えてきたことは、総合的な需要の強さを示すものであった。

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

注目されるのは、工業原材料輸入が急増したにもかかわらず、メーカーの輸入原材料在庫はほとんど増えなかったということである。これは当時の生産拡大のテンポがいかに速かったかを示すものといえよう。⁽²⁾ 一方輸出停滞は、主として海外需要の弱さに起因するものであったが、わが国の内需が強く、そのため輸出圧力を減退させていたことも見逃すことはできない。この点は、たとえば鉄鋼（普通鋼鋼材）の国内向け出荷が増大した反面、輸出が減少するといった現象に現われていた。⁽³⁾ このように、当時の国際収支の悪化は速すぎる経済拡大が招いたものであった。もっとも昭和36年1月～4月は資本収支の黒字が比較的大きかったため、わが国の外貨準備はむしろ増加していたが、その後は減少に転じ、しかもしだいにそのテンポを速めた。

図1-4 国際収支(経常収支)の推移
(貿易収支)



(出所) 前掲『昭和37年度経済白書』43ページおよび前掲『本邦経済統計』。

1. 昭和30年代後半の金融政策

表1-8 卸売物価の品目別変動

(単位: %)

	昭和 35 年			昭和 36 年			
	4月～6月	7月～9月	10月～12月	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
食 料 品	1.0	1.3	-0.6	0.5	0.3	0	1.1
織 維 品	-2.2	0.7	0.5	1.0	1.4	0.5	-5.8
(うち織物)	(-2.7)	(1.1)	(-0.1)	(-0.5)	(1.2)	(0.8)	(-4.0)
燃 料	-1.4	0.4	1.1	0.3	-0.8	2.5	3.2
(うち石炭)	(-2.6)	(-0.5)	(0.1)	(0.2)	(-2.7)	(0.3)	(0.2)
金 属	-1.2	-1.9	-1.6	-0.5	2.1	-1.1	-0.9
(うち鉄鋼)	(-1.3)	(-2.2)	(-0.6)	(0)	(2.3)	(-1.6)	(-0.8)
(非 鉄)	(-0.9)	(-0.6)	(-4.7)	(-1.9)	(1.5)	(0.5)	(-1.2)
機 械	0	-0.1	-0.3	-0.5	0.4	0.5	-0.1
建 築 材 料	-1.3	1.7	8.3	5.0	4.4	5.3	0.9
(うち木材)	(-1.3)	(2.6)	(11.5)	(6.7)	(4.6)	(7.2)	(0.7)
化 学 製 品	0.6	-0.7	-0.4	0	0.8	-0.9	-0.7
雑 品	-0.1	-1.4	-0.2	1.3	1.2	0.4	0.6
総 平 均	-0.4	0.4	1.1	1.3	1.3	1.3	-0.1

(注) 3か月平均の前期比騰落(-)率。

(出所) 前掲『本邦経済統計』昭和36年報、昭和37年。

以上のように昭和36年に入ってから物価の上昇や国際収支の悪化は、いずれも基本的には内需の拡大テンポの速さに起因するものであったが、内需のうちとくに伸びが高かったのは、民間設備投資であった。民間設備投資（実質）は昭和35年7月～12月に前期比35.2%増（季節調整済み・年率）という高い伸びを示していたが、昭和36年1月～6月には前期比46.5%（同）と一段と驚異的な伸びを示した。また個人所得の増大を反映して消費支出も旺盛であった。こうして、昭和36年1月～6月の実質国民総支出の増加率（季節調整済み・年率）は17.1%となり、昭和35年の13.8%（同）⁽⁴⁾を大きく上回った。

表 1-9 全国銀行貸出残高の推移

（単位：億円）

昭 和	全国銀行貸出残高	うち 都市銀行貸出残高
35年 3月末	70,742 (18.1)	41,409 (16.9)
6月末	73,257 (19.0)	42,861 (17.7)
9月末	77,371 (20.1)	45,089 (18.8)
12月末	83,028 (21.2)	48,240 (19.8)
36年 3月末	86,228 (21.9)	49,918 (20.5)
6月末	90,121 (23.0)	52,470 (22.4)
9月末	95,038 (22.8)	55,285 (22.6)
12月末	100,809 (21.4)	58,637 (21.6)

（注）1. 含み貸出調整済みの計数。

2. かっこ内は前年同月末比増加率（%）。

（出所） 日本銀行保有資料。

こうした高度成長のなかで、銀行信用が急速に膨張したことはいうまでもない。全国銀行貸出残高は昭和35年中大幅な増加を示していたが、36年の前年比伸び率はさらに一段と高まった（表1-9）。この間、好況を反映した税収の伸びのほかに、昭和36年5月以降、国際収支（総合収

支）が赤字に転じたという事情も加わって財政資金の対民間引揚超過額が増大し（昭和36年1月～6月3598億円、前年同期2306億円）、また銀行券の増勢も強まった。このため、市中銀行の資金ポジションが悪化し、本行貸出が急増した（昭和36年1月～6月2877億円増、前年同期1117億円増）が、4月以降本行窓口指導が強化されたこともあって、金融はしだいに逼迫に向かった。

金融引締め政策実施までの経緯

以上のように昭和36年に入ってから景気はしだいに過熱の様相をみせるようになったが、各種経済指標のなかで、まず注目されたのは、国際収支の動きであった。当時、海外とくにアメリカが前年から景気後退の局面にあり、そのため、わが国

のアメリカ向け輸出は停滞し、昭和35年10月～12月期にはすでに前年に比し1割以上落ち込んでいた⁽⁵⁾。しかもアメリカは国際収支が3年続きの大幅赤字となったことから、ドル防衛政策を打ち出していた。わが国にとって最も重要な輸出市場であるアメリカがこのような状況にあったから、輸出の先行きが懸念されるようになったのは当然であった。山際総裁が昭和36年最初の記者会見（1月4日）において、世界経済の動向に注目を要すると述べ、そうしたなかで経済の拡大をはかるためには、輸出競争力を培養すべきことを強調したのは、⁽⁶⁾ 以上のような情勢を背景にしていた。また2月1日付『毎日新聞』の「経済展望」欄も、「輸出の先行きは楽観できないと思う」と解説した。しかし問題は輸出だけではなく、前述のように昭和36年年初来の経常収支逆調の主因は、むしろ輸入の高水準にあった。ただ1月～3月期は季節的な輸入期であることに加え、輸入の高水準もメーカーの在庫補充が一巡すれば落ち着くだろうという見方があり、他方輸出についてもアメリカ経済が近く上向くだろうという観測もあって、国際収支に対する警戒感は当時それほど強いものではなかった。1月30日の閣議で決定された、昭和36年度経済見通しにおいては、同年度の経常収支を1000万ドルの黒字、総合収支を2億ドルの黒字と見込んでいた⁽⁷⁾。また2月25日付『日本経済新聞』社説も、国際収支に対する過度の警戒感をいしめた。

しかしその後1月に続き、2月の経常収支も大幅な赤字となったことが明らかになると、国際収支の先行きに対する警戒感はしだいに高まった。3月末、政府は昭和36年度上期外貨予算を決定したが、その際、この前提となる上期の国際収支見通しを経常収支で9000万ドルの赤字、総合収支で3000万ドルの黒字とした。これは前述の昭和36年度経済見通しにおける国際収支見通しの実現が、かなり困難なことを意味するものであった⁽⁸⁾。他方本行も3月下旬発表の月例報告において、「経常収支の実勢がかなり悪化してきたことは否定できない」と述べるとともに、「現在のような経済の基調が続く限り、輸入が根強い増勢を示すことは避けられない」とし、当面の中心問題は「輸出の停滞傾向が目立ち、そうした輸入を賄いきれなくなってきた」ところにあると指摘した⁽⁹⁾。この報告は国際収支悪化の原因が、速すぎる経済拡大テンポにあることを、率直に認めていた。また当時

調査局は、①ビジネス・マインドが強気になりつつあること、②銀行の貸出態度が積極化し、企業流動性も高まる方向にあること等の状況に注目し、景気の先行きに懸念を深めていた。⁽¹⁰⁾

以上のような経済情勢のなかで、政府の積極的姿勢は変わらなかった。4月1日に政府原案のとおり成立した昭和36年度予算は減税、公共投資、社会保障を3大支柱とし、経済成長を需要喚起によって達成しようとするねらいを強く打ち出したもので、その規模は、一般会計予算で1兆9528億円、前年度当初予算比24.4%増という大型予算であった。しかも当時、15か月予算とも称されていたように、昭和35年12月に成立した昭和35年度第1次補正予算および昭和36年2月に成立した昭和35年度第2次補正予算のなかに、事実上昭和36年度予算の一部とみるべきものがかなり含まれており、したがって昭和36年度予算の実質的な規模は、前述の表面計数をさらに上回るものであった。また財政投融资計画は7292億円、前年度当初計画比22.7%増と、これも高い伸びであった。これら一般会計、財政投融资計画のなかで注目されたのは、高度経済成長の基盤強化という観点から、道路整備に重点が置かれていたことで、これを前年度当初との比較でみると、一般会計歳出のなかの道路整備費が57%増、財政投融资計画のなかでは日本道路公団への融資が29%増、首都高速道路公団への融資が59%増であった。⁽¹¹⁾このように昭和36年度予算（財政投融资計画をも含め）はその規模からみても、またその内容からみても、かなり景気刺激的なものであった。

こうした情勢に対応し、本行の政策運営態度にはしだいに慎重さが加わっていた。まず営業局では、4月からの窓口指導を強化し、市中貸出の増勢を抑えることにした。また4月24日から開かれた本支店事務協議会において、山際総裁は景気情勢について極めて警戒的な見方を示した。⁽¹²⁾国際収支は5月以降経常収支の赤字幅が一段と拡大し、総合収支も赤字に転じた。そのころになると、本行内部では、もはや金融引締め政策の実施は当然とする雰囲気が濃くなったように思われる。当時の調査局などの作業は、金融引締め政策を実施することを前提として、どの程度の引締め措置が必要であるか、またその場合の効果と摩擦現象はどうか、といった問題に焦点が移っていた。そしてその作業の結論は、もはや予防

的な引締め政策で済む段階ではなく、他方中小企業の不況抵抗力が強まっていることもあり、金融引締めに伴う摩擦現象をそれほど心配する必要はなからうということであつた。⁽¹³⁾ 6月に開かれた全国銀行大会における山際総裁の講演も、物価と国際収支に問題が出てきたとし、「極く最近における金融経済の動きをみますと、2年有半にわたる概ね順調な発展にも、漸く変調が兆してきたといわざるを得ないように思うのであります⁽¹⁴⁾」と述べている。

以上のような判断については当時、異論も少なくなかった。たとえば「日本経済は、特別な抑制措置を講じなくとも、安全な成長軌道を逸脱するような気配を示してはいない」と論じ、国際収支については、昭和36年度上期は赤字が生じるとしても、同年度下期以降は再び黒字を回復し、同年度の総合収支は結局黒字になると予想し、また物価についても、その基調を決定する総需要と総供給との関係から考えて、昭和36年度下期以降は軟調に転ずるだろう、とする主張が見受け⁽¹⁵⁾られた。

しかし現実の国際収支の悪化は、予想以上に厳しいものであったから、以上のような見方は必ずしも世論の大勢とはならなかった。すでに『週刊東洋経済』は昭和36年4月8日号の社論で、国際収支の赤字傾向に関連して「強気一点張り」の政府の政策運営に反省を求めた⁽¹⁶⁾し、また5月13日号の社論は国際収支や物価などについての政府の見通しは甘すぎるとし、「さしあたり公定歩合を一厘くらい引き上げて景気の前途に注意信号を掲げるべきであろう⁽¹⁷⁾」としていた。このような提案は直ちに具体化したわけではないが、その後政府の景気情勢判断も微妙に変化していったことは否定できない。6月に入って、大蔵省と本行が共同して、都市銀行等9行を通じて主要企業150社の設備投資動向についての特別調査を実施⁽¹⁸⁾したのは、その表われの一つともみられよう。また6月21日から7月7日までの期間、本行内でIMFの対日年次協議が開かれたが、その際IMF側は「日本経済の現状は設備投資を主因として明らかに需要超過の状態であり、この結果輸入の増大を通じて国際収支は悪化して」おり、したがってその改善は「金融、財政政策による需要調節を通じて行われるべきである⁽¹⁹⁾」という見解を述べた。

国際収支は経常収支が6月も大幅な赤字を示し（4月～6月の赤字3.6億ド

ル)、外貨準備高(月末ベース)は4月をピークにその後減少を続けていたが、7月に行われた本行内部での国際収支見通し作業によれば、昭和36年度下期にも国際収支の赤字は続き、年度間では経常収支で8億ドル程度、総合収支で3億ドル以上の赤字になるだろうという結論になった⁽²⁰⁾。これは年初に決定された昭和36年度経済計画での黒字見通しと著しく異なることはもちろん、年央の前記IMF年次協議の際、政府が非公式に改定した見通しに比べても、赤字幅はより大きくなることを予想したものであった⁽²¹⁾。一方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⁽²²⁾。

このように情勢が悪化傾向をたどっていた7月5日、前述の大蔵省・本行共同の設備投資に関する特別調査の結果に基づき、大蔵省・日本銀行・市中銀行の3者申し合わせの形で、産業界に対し設備投資の1割以上繰延べの要請が行われた⁽²³⁾が、産業界からはこれに反発する声が上がった。すなわち7月10日、札幌を訪れていた石坂泰三経済団体連合会会長は記者会見において、「いまの経済情勢からいって、設備投資をスローダウンさせなければならないという政府の考えは理解できる」が、「設備投資を押えるのなら公定歩合を引き上げるのが常道」であり、前述のような設備投資の繰延べ要請は「根本的に間違っている」⁽²⁴⁾と述べたのである。この発言は確かに、政府や本行のやり方に対する批判であったが、本行はかなり以前から公定歩合引上げの必要を認識しながら、政府との意見調整に手間取る状況にあったから、この石坂発言は本行にとって、むしろ支援発言というべきものであった。公定歩合引上げの機はようやく熟しつつあったといえよう。

金融引締め政策の実施とその効果

昭和36年7月21日、本行政策委員会は公定歩合を日歩1厘引き上げ(ただし輸出貿易手形については輸出優遇の趣旨から日歩1厘引下げ)、翌22日から実施することを決定した。新しい公定歩合は次のとおりであった。

イ、商業手形割引歩合……日歩1銭9厘(1厘引上げ)

ロ、輸出貿易手形割引歩合……日歩1銭2厘(1厘引下げ)

ハ、輸出貿易手形を担保とする貸付利子歩合……日歩1銭3厘以上（1厘引下げ）

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（1厘引上げ）

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（1厘引上げ）

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（1厘引上げ）

ト、当座貸越利子歩合……日歩2銭2厘（1厘引上げ）

またこの公定歩合引上げに関する新聞発表文は以下のとおりであった。⁽²⁵⁾

最近におけるわが国経済情勢、なかんずく国際収支の推移、設備投資を中心とする国内需要の動向にかんがみ、経済の健全かつ安定的な成長の持続をはかるため、本行は輸出貿易手形を除く基準割引、貸付利子歩合を日歩1厘引上げ、輸出貿易手形の割引、貸付利子歩合を日歩1厘引下げ、7月22日から実施することとした。

各界においては本措置の趣旨を十分理解され、設備投資の抑制ならびに輸出の振興に一層協力されることを切に希望する。

この公定歩合引上げに対する各界の反応は、当時国際収支の悪化が進行していたときだけに、「大勢としてやむなし」⁽²⁶⁾というものであった。7月22日付『朝日新聞』社説はこの措置を妥当とし、「高度成長政策を正しい軌道に乗せるために、今回の引き上げ措置は当然であり、経済界はそれを素直に受けとって、行き過ぎの是正に極力努めるべきである」と述べた。しかし同じ日の『毎日新聞』社説や『読売新聞』社説のように、この措置を当然としながら「むしろタイミングとしては遅すぎ」⁽²⁷⁾るし、引上げ幅についても、現在の情勢は「二厘の引き上げか、……一厘と支払い準備率の引き上げという主張が出るほど深刻である」⁽²⁸⁾との批判があったことは見逃すことができない。事実この公定歩合引上げ直後から、再引上げのうわさが出ているが、これは当時すでに公定歩合の1厘引上げ程度では、事態の改善にとって不十分であるという見方があったことを裏書きしている。⁽²⁹⁾

この公定歩合引上げにより、7月中旬まで強調を続けてきた株式市況は急落

表 1-10 東京コール実勢レートの推移

(単位：日歩・銭)

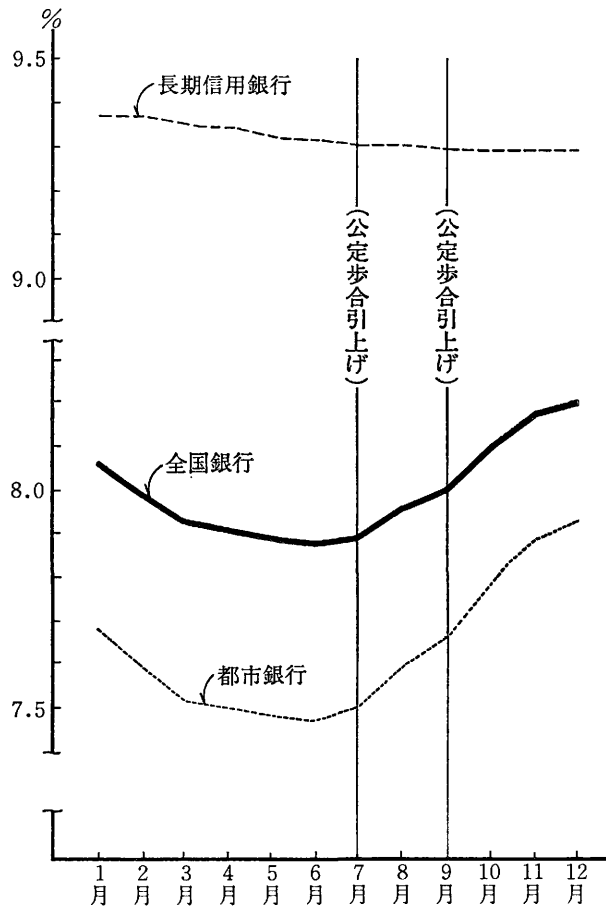
	昭 和 36 年			昭 和 37 年		
	翌日もの	無条件もの	月越もの	翌日もの	無条件もの	月越もの
1月	2.3	2.5	2.6	2.6	2.8	3.6
2月	2.3	2.6	3.0	2.6	2.8	3.8
3月	2.7	3.5~5.0	4.5~6.5	2.6~3.1	2.8~3.3	4.0~4.5
4月	2.3	2.5	2.9	2.6	2.8	3.5
5月	2.4	2.6	3.4	2.6	2.8	3.8
6月	2.4	2.6	3.4	2.6~2.8	2.8~3.0	4.0~4.3
7月	2.5	2.7	3.6	2.6	2.8	3.8
8月	3.0	3.2	3.8	2.8	3.0	3.8
9月	3.0	3.2	4.0	2.8	3.0	3.8
10月	2.7~3.0	2.9~3.2	4.8	2.6	2.8	3.5~3.0
11月	3.6	3.8	5.3	2.4	2.5	2.7
12月	3.6	3.8	5.6	2.5	2.6	3.1

(出所) 日本銀行保有資料。

し、その後も軟調裏に推移した。また全国銀行協会連合会は銀行貸出金利の自主規制限度を、輸出貿易手形を除き日歩1厘引き上げ（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）、7月26日から実施した（輸出貿易手形は日歩1厘⁽³⁰⁾引下げ）。コール・レートには自粛最高限度が設けられていた（出し手レート最高日歩2銭3厘）が、実際のレートはそれを上回る形で上昇した（表1-10）。しかし預貯金金利や長期貸出金利の引上げは行われなかったし、公社債の発行条件も改定されなかった。全国銀行貸出約定平均金利は6月をボトムにその後上昇に転じたが、このうち長期信用銀行分だけを抽出すると、長期貸出金利の引上げが行われなかったこと（したがって4月の引下げの影響がしだいに表われてきたこと）が響いて、その貸出約定平均金利は公定歩合引上げ後も若干ながら下がり続けた（図1-5）。長期金利の引上げが行われなかったのは、4月に引下げが行われたばかりという事情もからんでいたであろうが、7月の公定歩合引上げの重要なねらいが設備投資の抑制にあったことを考えると、大きな問題点であったことは否定できない。

公定歩合引上げ後、本行ではこの金融引締め政策の性格や問題点について検討しているが、その分析によれば、当時の状況は、①思惑的な在庫増しがみられ

図1-5 昭和36年中の全国銀行貸出約定平均金利(年利)



(出所) 前掲『本邦経済統計』昭和36年報、昭和37年。

ないこと、②企業金融に比較的余裕があることなどから、金融引締め政策の効果が浸透しにくい環境にあること、さらにまた国際収支の面でも、①輸入の増大はおおむね生産の拡大に見合ったものであること、②輸出面では昭和33年以降国際比価がかなり悪化していること、③貿易外収支が構造的に赤字に転化しつつあることなどから、その均衡回復は必ずしも容易なものではないことが指摘されている。⁽³¹⁾ また8月に出された本行『調査月報』でも「公定歩合引上げにより、銀行の引締め態度もしだいに本格化しはじめて」いるが、「全般的にみれば、企業は依然として強気の態度を持しており、設備投資についてもスロー・ダウンをはかる気

配はまだみられない⁽³²⁾」という判断が示されていた。

こうした状況から本行内部では、8月中旬、早くも公定歩合の再引上げによって、金融引締め政策を強化すべきであるという意見が固まってきた。8月末には、大蔵省も基本的にはこうした見解に同意したが、昭和37年度予算編成のための経済見通し作業や、昭和36年度下期外国為替予算編成のための国際収支見通し作業の関係から、その実施については、9月半ば以降を望んだ⁽³³⁾。当時、山際総裁はウィーンで開催予定のIMF総会に出席のため、9月8日から出張することになっていた。したがって本行は前述の金融引締め政策強化案について、総裁の出発前にその結論を得たいとしていたが、結局その結論が得られないまま、総裁は日本を後にせざるをえなかった。本行と政府との意見調整はその後も続けられ、同月中旬に入ってようやく結論を得たので、山際総裁は9月25日、予定を繰り上げて帰国⁽³⁴⁾し、28日の政策委員会において本行は次のような金融引締め政策の強化を決定した⁽³⁵⁾。

イ、公定歩合引上げ（9月29日実施）

輸出貿易手形割引歩合および同手形を担保とする貸付利子歩合（いずれも据置き）を除き、基準割引・貸付利子歩合をそれぞれ日歩1厘引き上げる（商業手形割引歩合、日歩1銭9厘→2銭）。

ロ、高率適用制度強化（9月29日実施）

最低歩合適用限度額を超える貸付に対して適用する高率は、従来最低歩合の3厘高1本となっていたのを、第1次高率および第2次高率の2本建てに改め、それぞれ最低歩合の4厘高、6厘高とする。

ハ、準備預金制度準備率の引上げ（10月1日実施）

従来の準備率は指定金融機関の預金残高により2区分に分けて定めていたが、これを3区分に改め、下記のように、預金残高200億円を超える金融機関に対する準備率を引き上げる（カッコ内は旧準備率）。

指定金融機関の区分	定期預金	その他の預金
預金残高1000億円超	1%	3%
預金残高1000億円以下 200億円超	0.75%	2.25%
	$\left. \begin{array}{l} 1\% \\ 0.75\% \end{array} \right\} (0.5\%)$ $\left. \begin{array}{l} 3\% \\ 2.25\% \end{array} \right\} (1.5\%)$	

預金残高 200 億円以下 0.25% (0.25%) 0.75% (0.75%)

この金融引締め政策強化に関する新聞発表文は以下のとおりであった。⁽³⁶⁾

本行は去る7月公定歩合の引上げを行ったが、その後における経済情勢の推移にかんがみ、金融引締めを一段と強化する必要を認めたので、輸出貿易手形を除く基準割引、貸付利子歩合を日歩1厘引上げ、9月29日から実施することとし、同時に準備預金制度の準備率を別紙〔省略〕のとおり引上げることに決定、大蔵大臣の認可を得て10月1日から実施することとした。また高率適用制度についてもこれを強化することとしている。

ついては、金融機関としても、この際融資の抑制に一層努力されることを要望するとともに、産業界においても投資の調整に特段の考慮を払われるよう切に希望する。

なお、中小企業関係の金融については、各金融機関において、この際その円滑化に一段の配慮を加えられるよう期待する次第である。

この金融引締め政策の強化に際し、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厘にとどめる代わりに、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。⁽³⁷⁾

これらの措置を決定した政策委員会での論議では、任命委員の全員が、当時の経済・金融情勢のもとでは公定歩合の日歩2厘引上げがもっとも適当であるとの意見であったが、金融引締めの強化は緊急の課題で遷延が許されないので、政府との意見調整の状況にかんがみ、次善の策として前記のように決定されたものであった。⁽³⁸⁾ なおその際一部の委員から、高率の2本建て化は、昭和30年の高率適用制度の正常化措置からの逆戻りであるから、できる限り早期に是正すべきであるとの意見が述べられたが、山際総裁もこれらの措置が決定された直後の記者会見において、今次の高率適用制度の強化は現状が例外的な異常な事態にあるためのやむをえぬ措置であり、できるだけ早く正常な姿に復したいと述べた。⁽³⁹⁾

公定歩合の引上げに伴い、これにスライドする形で、10月7日から銀行貸出金利の自主規制限度も引き上げられた⁽⁴⁰⁾（輸出貿易手形の据置きを除き日歩1厘引上げ、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2銭）が、預貯金金利や長期金利の引上げは7月の公定歩合引上げ時に続き今回も見送られることになった。今次の金融引締めの主たる目的が民間設備投資の抑制にあることからいえば、長期金利の引上げは当然実施されるべき措置であったが、前記のような低金利政策の基本線維持への政府の強い姿勢によってまたも実現をみるに至らなかったのは遺憾であった。

以上のように金融引締めの強化措置は必ずしも十分な形では展開されなかったが、政府も金融引締めに対応し国際収支改善策を実施した。まず政府は輸入抑制の趣旨から、9月18日以降の輸入承認申請分から輸入担保率を引き上げ（一部据置き）、その担保を現金に限定する（担保率据置きの物資を除く）とともに、それを外国為替銀行から本行に再預託させることにした⁽⁴¹⁾。また9月26日、国際収支改善対策を閣議決定したが、そのなかには輸出振興策、消費の抑制と国産品愛用の推進、投資抑制策と並んで、財政面における施策として官庁営繕工事の10%繰延べおよび財政投融资、公共事業費などの一部繰延べなどが含まれていた⁽⁴²⁾。

こうした各面からの需要抑制策のなかで中心的役割を果たしたのは本行の金融引締め政策で、その影響はしだいに表面化した。株価はすでに第1次公定歩合引上げ前の7月18日をピークに急落を示しており、銀行貸出も7月からその増勢は漸次鈍化し、貸出残高の前年比伸び率は9月以降低下傾向に転じた。そうしたなかで鉱工業生産の根強い増勢は改まらなかったが、これに伴って企業間信用は膨張するとともに、企業金融はしだいに引締まりの度合いを強めた。その影響はまず流通面に現われ、販売業者の在庫手控えによって、その在庫は9月をピークに減少傾向をたどり、卸売物価も10月以降落勢に転じた。もっとも消費者物価は依然激しい騰勢が続いていたし、また季節的に輸出期であるにもかかわらず経常収支の赤字幅は依然大きかった。

その結果昭和36年4月末に20億ドルを超えていたわが国の外貨準備高は、同年11月末には15億ドルを割るに至った（表1-11）。このような状況から、本行はア

1. 昭和30年代後半の金融政策

メリカ市中銀行3行から米ドル資金を借り入れることにし、11月24日その借入れ契約（借入限度総額約2億ドル）に調印した。この借入れは同月29日から翌37年2月26日まで4回にわたり全額実行された（昭和38年2月21日返済完了）。外貨準備を補てんするために、通常のルートであるIMFからの借入れをさしあたり避けて、本行によるアメリカ市中銀行からの借入れがま

表 1-11 外貨準備高の推移
(単位：百万ドル)

月末	昭和36年	昭和37年
1	1,885	1,510
2	1,937	1,514
3	1,997	1,561
4	2,035	1,559
5	1,966	1,586
6	1,912	1,623
7	1,837	1,635
8	1,721	1,648
9	1,610	1,720
10	1,506	1,805
11	1,489	1,793
12	1,486	1,841

ず行われたのは、異例のケースであったといえよう。このほか昭和37年2月～8月にはワシントン輸出入銀行保証のもとに、本行がアメリカ市中銀行7行から約1億2500万ドルの農産物等借款を受け入れ（昭和38年7月2日返済完了）、また同年1月には政府がIMFとの間で3億500万ドルのスタンドバイ・クレジットの取決めを行った。ただしこのスタンドバイ・クレジット取決めは結局実行されなかった。わが国の外貨準備高は昭和37年に入って漸増傾向に転じたが、このうち1月～2月分については以上のような本行の対市中

(43)
銀行借入れによるものであった。

(出所) 前掲『本邦経済統計』。

一方景気の動きをみると、昭和37年に入って、1月～3月期には商品市況の下げ渋りがみられ、これに関連して産業界に一種の安ど感が生まれるなど、いわゆる景気調整の「中だるみ」を生じたが、その後景気調整は着実に進行した。⁽⁴⁴⁾ 鉱工業生産は横ばいながら、なお高い水準を維持していたものの、メーカーの製品在庫が急増したため、先行きに対する警戒感が高まり、やがて生産調整の動きが広がった。こうして原材料仕入れは手控えられ、商品市況が一段と軟化した（表1-12）。こうした状況は当然輸入の伸びを鈍化させるとともに、輸出の伸びを高めた。もっとも輸出の増大は単に国内需要の停滞による輸出圧力によるものだけでなく、海外、とくにアメリカ経済の立ち直りによるところも大きかった。こうして経常収支の赤字幅はしだいに縮小し、昭和37年7月以降は再び黒字に転じた。他方企業の設備投資は沈静化し、銀行券の増勢も鈍化した。こうした情勢について、昭和37年7月の全国銀行大会における講演のなかで、山際総裁は次のように

⁽⁴⁵⁾
述べた。

かかる情勢に対処致しまして、昨年央ば以降金融引き締めを強化したのでありますが、最近その影響は、かなり広汎に亘つて浸透をみております。商品市況は軟調の度合を深めており、生産や設備投資を調整する動きも、強まりつつあるように見受けられるのであります。またこれを背景としまして、国際収支面においても、一頃に比べますれば、かなりの程度まで改善の傾向が窺われるようになりました。このような動きを、今後一層本格的な歩みとして固めて参ることが、当面の課題であることは申すまでもありません。

表 1-12 昭和37年中の経済指標

昭和 年・月	卸売物価 指 数	鉱工業 生産指数	在 庫 指 数		機 械 受注額	銀 行 券 平均発行高
			素原材料	生産者製品		
36.12	100.8	74.3	117.5	138.4	% -13.2	% +21.1
37. 3	100.2	75.6	116.4	163.2	-27.4	+18.7
6	98.7	75.0	119.1	167.2	-44.8	+16.9
9	98.7	74.8	115.5	161.6	-46.3	+13.9
12	99.4	74.3	112.4	156.9	-24.8	+15.3

(注)1. 卸売物価指数、在庫指数は昭和35年=100、鉱工業生産指数(季節調整済み)は昭和40年=100。

2. 機械受注額は当該月を最終月とする四半期(たとえば3月は1月~3月)の前年同期比。

3. 銀行券平均発行高は当該月の前年同月比。

(出所) 前掲『本邦経済統計』、ただし鉱工業生産指数は日本銀行保有資料。

後述のように同年10月に金融引締め政策は解除され、景気は再び上昇局面に入るが、改めて昭和36年~37年の推移を振り返ってみると、この間における本行の景気情勢判断はおおむね的確であったように思われるものの、金融引締め政策の発動という点では、後手に回った感が強く、結果的に物価の高騰と国際収支の大幅逆調を招くことになった。山際総裁も、上記7月の全国銀行大会講演のなかで、この点を反省し、そうした事態を「未然に防止しえなかつたことは、金融政策の衝に当るものとして深く遺憾に存する⁽⁴⁶⁾」と述べている。

(1) 前掲「最近における新しい物価問題の登場」62ページを参照。

(2) 前掲『調査月報』昭和36年8月号、20ページ。

(3) 前掲『昭和37年度経済白書』43ページ。

1. 昭和30年代後半の金融政策

- (4) 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、による。
- (5) 前掲『調査月報』昭和36年3月号、22ページ。
- (6) 昭和36年1月5日付『毎日新聞』。
- (7) 経済企画庁編『現代日本経済の展開——経済企画庁30年史——』同庁、昭和51年、704ページおよび日本銀行保有資料。
- (8) 昭和36年3月31日付『日本経済新聞』。
- (9) 日本銀行保有資料、昭和36年3月27日付「金融経済概観（月例報告）」。
- (10) 日本銀行保有資料、昭和36年3月28日付「景気の見通しについて」。
- (11) 日本銀行保有資料、昭和36年2月6日付「36年度予算案について」。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) 日本銀行保有資料、昭和36年6月9日付「当面の金融引締めについて」。
- (14) 前掲『金融』第172号、15ページ。
- (15) 前掲「安全運転につきお静かに」6～18ページ。
- (16) 『週刊東洋経済』第2992号（昭和36年4月8日）社論「強気一点張りは反省する段階」13～14ページ。
- (17) 上掲誌、第2997号（昭和36年5月13日）社論「景気調整の信号を掲げよ」19～20ページ。
- (18) 銀行局金融年報編集委員会編『第11回銀行局金融年報』昭和37年版、金融財政事情研究会、昭和37年、25ページ。
- (19) 日本銀行保有資料。
- (20) 日本銀行保有資料。
- (21) この改定見通しでは、経常収支で5.2億～6.4億ドルの赤字、総合収支で1.5億～2.7億ドルの赤字となっていた（日本銀行保有資料による）。なお昭和36年度の実績は、経常収支で10億ドルの赤字、総合収支で4.4億ドルの赤字と上記見通しよりさらに大きく悪化した。
- (22) 表面計数は次のとおりである。

昭和35年6月中	1262億円
36年6月中	1617
- (23) 前掲『第11回銀行局金融年報』25ページ。
- (24) 昭和36年7月11日付『日本経済新聞』。
- (25) 日本銀行保有資料。
- (26) 昭和36年7月22日付『日本経済新聞』。
- (27) 昭和36年7月22日付『毎日新聞』。
- (28) 昭和36年7月22日付『読売新聞』。
- (29) 昭和36年7月22日付『朝日新聞』。
- (30) 前掲『金融』第174号（昭和36年9月）57～58ページ。

第5章 高度成長下の金融政策

- (31) 日本銀行保有資料、昭和36年8月17日付「金融引締めとその浸透過程における問題点」。
- (32) 前掲『調査月報』昭和36年8月号、13ページ。
- (33) 日本銀行保有資料。
- (34) 山際総裁のIMF総会出席前後の事情については、呉文二『日本の金融界』東洋経済新報社、昭和56年、86～88ページを参照。
- (35) 前掲『調査月報』昭和36年10月号、29ページ。
- (36) 日本銀行保有資料。
- (37) 前掲『日本の金融界』88～89ページを参照。
- (38) 一部の委員は原案に反対の意見を変えず、多数決でこの決定が行われた。
- (39) 昭和36年9月29日付『朝日新聞』。
- (40) 前掲『金融』第176号（昭和36年11月）79～80ページ。
- (41) 前掲『調査月報』昭和36年10月号、30ページ。
- (42) 同上、30ページ。
- (43) 日本銀行保有資料。

なお、これら本行が受けた借款はそれぞれ3行借款、7行借款と呼ばれた。その借入銀行名は下記のとおりであった。

3行借款

The Chase Manhattan Bank

The First National City Bank of New York

Bank of America National Trust and Savings Association

7行借款

上記3行のほか次の4行。

Chemical Bank of New York Trust Company

Manufacturers Hanover Trust Company

Irving Trust Company

Morgan Guaranty Trust Company of New York

- (44) 前掲『調査月報』昭和37年3月号、11ページ。
- (45) 前掲『金融』第185号、13ページ。
- (46) 同上、13ページ。

(4) 金融引締め政策の解除と低金利政策の推進

金融引締め政策の解除

昭和37年（1962年）春ごろから生産調整、設備投資の抑制など景気調整の動きはしだいに軌道に乗りはじめ、これに伴って国際収支も好転し、7月以降経常収支は黒字に転じたが、そのころからしだいに、金融引締め政策の解除が話題になるようになった。たとえば8月8日の本行総裁の記者会見では、「金融引締めの緩和はまだ期待できないか」という質問が出された。これに対し山際総裁は、景気調整が自律的に進行する段階にはまだ入っていないとの判断を述べたが、その後も景気の落ち着きは一段と進んだ。9月の本行月例報告は、なお「生産調整が必ずしも十分には進んでいない」⁽²⁾としていたが、翌10月の報告では、①国際収支の好調が続いていること、②生産の大勢はゆるやかな減勢傾向にあること、③商品市況も低迷を続けていることなどを指摘するとともに、さらに「採算の悪化、株価の著しい低落などもあり、設備計画の再修正など、企業の動きには慎重さが加わりつつある」⁽³⁾と述べていた。

他方本行外部では、秋口に入って、多くの企業は「窒息寸前の窮状にあえいでいる」から直ちに金融引締め政策を手直しすることが必要であり、そのタイミングを失すれば、景気の悪化が「加速度化する危険が多分にある」という意見も見受けられた。⁽⁴⁾確かに企業金融は、それまで金融機関による資金供給の抑制が続いてきたため、これに対する企業自身の資金繰り対策も窮屈さを加え春ごろ以降引締まりの度合いは一段と強まっていた。また資金需要の内容も、企業活動を一段と進めるための、いわゆる前向きのものから、滞貨資金にその中心が移っていた。⁽⁵⁾しかし当時本行は、上述のような不況が深刻化するだろうという見方にはくみしていなかった。⁽⁶⁾

この間、わが国の外貨準備高は、昭和37年に入って漸増傾向をたどっていた。同年前半はなお経常収支の赤字が続いていたが、ユーロ・グララーの取入れなどによる資本収支の黒字がそれを上回ったからである。9月末の外貨準備高は1年1か月ぶりに17億ドル台に乗り、前年8月末の水準をほぼ回復した（前掲表1-11）。

こうした状況から政府は10月8日以降、輸入保証金制度の一部緩和（輸入担保率の引下げ）⁽⁷⁾を実施した。

本行の窓口指導も、金融引締め政策の基本を崩さないという線を守りながらも、しだいに状況の変化に弾力的に対応するという態度に変わっていった。すなわち昭和37年夏ごろまでは、かなり厳しい窓口指導が実施されていたが、その後市中銀行の融資態度もかなり慎重化したと判断されるようになったため、窓口指導の運営もやや緩和され、9月中の貸出については、ほぼ前年同月なみの増加が認められた⁽⁸⁾。またコール・レートの動きをみても、昭和37年中のピークは3月で、その後は大勢としては軟化傾向をたどった（前掲表1-10）。こうして金融引締め政策解除の気運はしだいに醸成された。昭和37年10月22日、恒例の本支店事務協議会の開会あいさつのなかで、山際総裁が「本行としての基本的考え方につきましては、諸般の情勢は、無論注意深く周到に見守つていかねばなりませんけれども、適当な機会をとらえて出来るだけ早く従前の引締め状態を順次、順序良く平常化いたしまして金融界をなるべくすみやかに平常な状態に戻し、そして景気変動の波を出来るだけ小さくすると同時に政策運営の上において弾力性、機動性⁽⁹⁾を鋭敏に保持するよう努力すべきものと考えているのであります」と述べたのは、近い将来金融引締め政策の解除を行うことを示唆したものであった。

なおこのあいさつのなかで、同総裁は高度成長政策下において生じた景気変動の過程を振り返り、企業の経営計画に関し企業家の態度に自主性・自己責任の感覚が薄れ、また金融機関・証券業者の側においても当局がこれをつぶすことはないという考え方から経営者の意識の底に安易感の生じたことが、経済全体における投資の行過ぎを招く要因となったと述べていたことは注目されよう。

その後間もない10月26日、本行は輸出貿易手形の割引・貸付利子歩合を除く公定歩合の日歩1厘引下げ（商業手形割引歩合、日歩2銭→1銭9厘）および表1-13のとおり準備預金制度の準備率引下げを決定し、公定歩合は翌27日から、準備率引下げは11月1日から実施した。また全国銀行協会連合会はこの公定歩合引下げに伴い、輸出貿易手形を除く銀行貸出金利の自主規制限度を1厘引き下げ⁽¹⁰⁾（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）、10月

31日から実施した。これらの措置は、いずれも前年9月の金融引締め政策強化以前の水準に戻したものであった。なお本行は、この公定歩合および準備預金制度準備率の引下げと同時に、高率適用制度を廃止し、新たに貸出限度額適用制度を実施するとともに、今後の金融調節にあたって、債券売買を弾力的に活用する方針（いわゆる「新金融調節方式」）を決定したが、この件については次節で詳しく述べることにする。

表 1-13 新準備率（昭和37年11月1日実施）

預 金 残 高	準 備 率	
	定期性預金	その他の預金
1000億円超	0.5 % (1.0 %)	1.5 % (3.0 %)
200 億円超1000億円以下	0.5 % (0.75%)	1.5 % (2.25%)
200 億円以下	0.25% (据置き)	0.75% (据置き)

(注) かっこ内は旧準備率。

(出所) 日本銀行保有資料。

公定歩合引下げを決定した当時の景気情勢について、本行は深刻な下降局面とはみていなかったし、事実その後の動きをみれば、日本経済は軽い調整を経験しただけで、間もなく再び景気上昇局面に入った。しかし当時の経済界にはかなり不況感が広がっていた。石炭・綿紡・鉄鋼・紙パルプなどに設備過剰感が強く、不況は長期化するだろうとみられていたし、また株式市況が不振を続けていたことも当時の不況心理を強めていたように思われる（もっとも当時の株式市況の不振は、景況の反映というよりは、証券界内部の問題に起因するところが大きかったが、この点も後に述べることにする）。したがって公定歩合引下げ直後の反応は、この決定が遅すぎたとか、日歩1厘という下げ幅は小幅すぎるといった批判が少なくなかった⁽¹¹⁾。同時に、近く公定歩合の再引下げが行われるだろうという観測もあった⁽¹²⁾。

公定歩合引下げ後株価は下落傾向を改めず、また10月の鉱工業生産は大勢として弱含み横ばい、商品市況は鉄鋼を中心に低迷が続いた。一方景気の落着きを背景とする国際収支の好調は10月も続き、同月末の外貨準備高は18億ドルを超えた。金融面では財政資金が多額の対民間支払超過となり、そのため金融市場の緩

和は進んだが、企業金融の緩和はそれほど進まなかつた⁽¹³⁾。こうした状況から本行は公定歩合をさらに日歩1厘引き下げ引締め措置を解除しても、とくに景気を刺激することはなかろうと判断するようになった。当時、大蔵省も本行と同様、いわゆる景気刺激策はとるべきでないと考えており、日歩1厘引下げ程度が妥当と⁽¹⁴⁾していた。こうして本行は11月26日、輸出貿易手形関係を除き、各基準割引・貸付利子歩合を日歩1厘引き下げること（商業手形割引歩合、日歩1銭9厘→1銭8厘）を決定し、翌27日から実施した。これに伴い市中銀行の貸出金利の最高限度も輸出貿易手形を除き日歩1厘引き下げられ（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）、11月30日から実施された⁽¹⁵⁾。なおこれによって、昭和36年7月以降の金融引締め政策は、完全に解除されたかたちとなった。政府も12月13日から輸入保証金制度を改正し、輸入担保率を引き下げるとともに、現金の本行再預託制を廃止した⁽¹⁶⁾。

昭和38年3月、4月の公定歩合引下げ

昭和38年に入ると、景気はしだいに明るさを取り戻すようになった。それはまず商品市況の全般的底入れ傾向に現われていた。その背景には、高率の操業短縮や海外商品市況の漸騰といった事情もあり、必ずしも実需の着実な回復を伴っていたわけではないが、同時に昭和38年度予算の政府原案がかなり大型化（一般会計予算2兆8500億円、対前年度当初予算比17.4%増⁽¹⁷⁾）したことが、先行きの需要増大を期待させていた。さらに株式市況が1月半ば以降、回復基調をたどったこと、企業金融の緩和も相当進んだこと等が当時の景況感を明るくしていたと考えられる。反面、消費者物価の高騰、企業間信用の高水準といった問題が未解決のまま残されており、さらに再び輸入の増大、輸出の鈍化の傾向もみられた。

そのころ政府・産業界には、わが国の金利水準は国際的に割高で、これがわが国産業にとって、対外競争上不利な要因となっているので、できるだけそうした金利の割高を是正すべきであるという声が高まっていた。そうした考え方は昭和38年1月23日の国会における施政方針演説において池田首相が、金利の国際水準へのさや寄せを図る方針である旨を述べ⁽¹⁸⁾、次いで財政演説のなかで田中角栄蔵相

が「わが国の金利水準は、諸外国の金利水準に比較して割高であり、その引き下げは、かねてより要請せられているのでありますが、特に、今後、わが国経済の国際競争力を強化するためにも、国際金利水準に可能な限りさや寄せしていく必要があります⁽¹⁹⁾」と述べているところにも明確に示されていた。また同年3月4日に大蔵省が山際本行総裁、宇佐美全国銀行協会連合会会長など金融各界代表11名を招いて開催した第1回金融懇談会⁽²⁰⁾の席上においても、池田首相は国際競争力強化のために公定歩合など金利引下げが必要であることを強調し、また田中蔵相も国内金利水準を国際金利水準にさや寄せすることが金利政策の大前提であると述べている⁽²¹⁾。一方、その直後の3月8日付『日本経済新聞』社説も低金利政策の早期実施を主張した。

池田内閣の成立以来とくに強力に推進されてきた低金利政策に対し、本行ではそれが金利政策の弾力的運営や金利機能の活用を妨げるという見地から、それに反発する空気が強かった。また低金利政策推進の理由として主張される、わが国の金利水準の国際的割高という点についても無条件で認めていたわけではなかった。たとえば山際総裁は前記の1月23日の国会での施政方針演説等が行われた直後の記者会見において、公定歩合やコール・レートは確かに割高であるが、企業の負担している金利の開きはそれほど大きくないと反論し、商品のコスト面で国際競争上金利の引下げが緊急の課題となっているような状況ではなく、コストの引下げについては企業の資本構成、物価、賃金事情など全般にわたって考慮する必要があると述べていた⁽²²⁾。

この間景気は回復過程をたどっていたが、2月ごろの本行調査局の景気見通しは、「景気は春から夏へかけて一高一低の局面が続きつつ、漸次強含みとなつていく公算が強い」が、現在設備投資は落ち着いた状況にあり、少なくとも昭和38年度上期中に「景気が本格的に立直る可能性はかなり小さい」と判断し、国際収支については、経常収支は再び赤字基調に転ずるものの、当面輸入は前年比1割程度の増加であるのに対し、輸出は高水準を続けるであろうから、同年度上期中の経常収支の赤字幅は1億ドル程度にとどまるだろうと予想した。もっとも同年度下期は海外環境いかんにもよるが、経常収支の赤字幅は2.0億～2.5億ドルに拡

大することになろうとしていた。⁽²³⁾

こうした情勢判断を背景に、前述のように金利引下げへの政治的要請が強まるなかで、山際総裁の発言も微妙な変化を示し、たとえば2月28日の衆議院大蔵委員会、3月8日の参議院予算委員会および大蔵委員会に参考人として出席し、所見を述べた際、⁽²⁴⁾金利引下げ問題に関し含みのある発言を行っていたが、本行は3月19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1銭8厘→1銭7厘）ことを決定し、翌20日から実施した。また同時に貸出限度額適用制度における高率も日歩3厘高から、日歩1厘高に引き下げられた。公定歩合引下げが実施された3月20日付の新聞には、池田首相は公定歩合日歩2厘引下げへの強い意向を有しており、ごく近い将来、4月中にも、公定歩合の日歩1厘再引下げが行われることになろうとの観測記事が見受けられたが、⁽²⁵⁾3月の公定歩合引下げからちょうど1か月後の4月19日に本行は輸出貿易手形割引・貸付利子歩合を除き、公定歩合をさらに日歩1厘引き下げ、翌20日から実施することを決定した。これによって商業手形割引歩合は日歩1銭6厘（年利5.84%）となったが、これを公定歩合体系が正常化された昭和30年8月10日の水準に比べると日歩4厘（年利1.46%）、昭和30年代で商業手形割引歩合が最も高かった昭和32年5月8日から翌33年6月17日までの水準と比較すると、日歩7厘（年利2.56%）低下したことになる。

3月および4月の公定歩合変更の際における本行の趣旨説明の内容はいずれも類似したものであったので、ここでは以下、4月の引下げ分（政策委員会議長談）⁽²⁶⁾のみを掲げる。

本行は、先月公定歩合を1厘引下げたが、その後も経済の基調に格別の変化はないと認められるので、この際金利政策を弾力的に運営するとともに、金利体系の是正を推進し、金融正常化を一段と推し進める趣旨から、公定歩合を日歩1厘引下げ、明20日から実施することとした。

金融界、産業界におかれても、今回の措置の趣旨を了解せられ、引続き慎重な経営態度を持続し、経済の安定的成長に努められるよう要望する次第である。

この公定歩合引下げを決めた4月19日は、たまたま昭和38年春の本支店事務協

議会の初日に当たっていた。その開会の辞のなかで、山際総裁は、3月の公定歩合引下げの趣旨をかなり具体的に説明した。その内容は4月の公定歩合引下げにも共通するものであり、かつそれは上掲の政策委員会議長談の内容を補足するものと考えられるので、以下その部分を引用しておこう。⁽²⁷⁾

景気の現況はいわゆる底固めの段階、即ち次第に回復の兆しが各方面に醸成されつつある段階にあるのでありまして、ここで特に本行の公定歩合操作によつて景気を刺激しなければならないという必要は全然ないのであります。国際収支が漸く均衡を保っている状況からみても、かかる方針で景気を積極的に刺激することは到底妥当とは考えられないのであります。ただ我国のように成長性の強い経済におきましては、今後における公定歩合操作の機動性を高めるという見地から、金利は下げるべきときには極力下げておくことが必要であります。かような金利操作の弾力的運営という点をまず第一に着眼したわけであります。同時に金利水準ことに短期金利の引下げを通じて金利体系の正常化をはかることもその当時考えたことの一つであります。このことは、金利機能に資すると同時に今後資本市場の育成にも役立つものと考えてるのであります。これを要するに金融正常化を一段と推し進めるという判断のもとに行つたものであります。

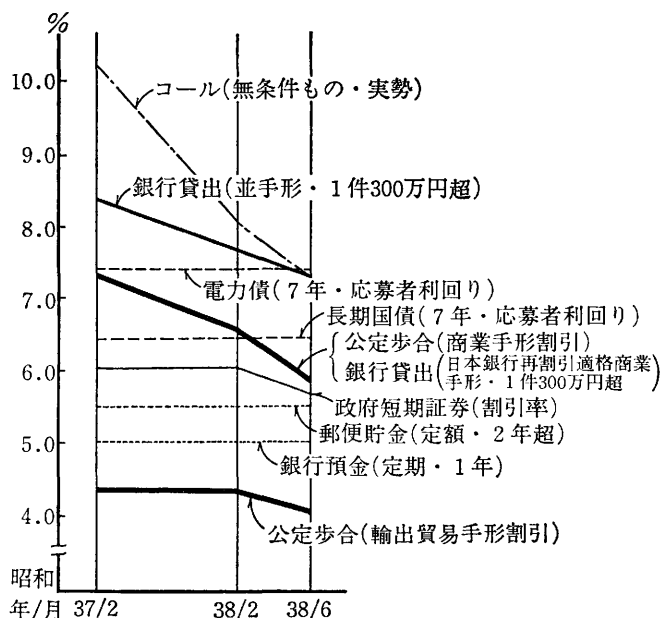
昭和38年3月および同年4月に行われた公定歩合引下げに共通していた点は、これらの引下げが短期的な観点からの景気調整策として行われたものではないということであった。それは前年10月および11月の公定歩合の引下げが、経済の調整過程の進展に伴う金融引締め政策の解除という意味を持っていたの と 対 比 し て、著しく異なった特色であったということが出来る。前述した山際総裁の説明にあるように、今後公定歩合引上げの必要が生じた場合に公定歩合政策を弾力的に活用するための条件整備であり、また金利体系の是正を通じて今後金利機能がより円滑にワークするための環境整備としての意味を持つことも確かであろうが、同時にこれらの引下げが、政府の低金利政策推進の要請と強いかわりをもつものであったことは否定できない。

これら2回にわたる公定歩合の引下げに伴い、市中貸出金利の自主規制最高限度もそれぞれ1厘ずつ引き下げられ（ただし4月の公定歩合引下げの際には並手形は据え置かれ、この結果プライム・レートとの開きが拡大）、コール・レートも

下がった⁽²⁸⁾。他方この間、預貯金金利や公社債金利は据え置かれたから、各種金利間の格差は若干縮小した(図1-6)。これによって短期金利の割高ないしは長期金利の割安がある程度是正された形になったが、それは本行が公定歩合を引き下げたねらいでもあった。昭和38年に起債市場はかなり拡大した。それは主として地方銀行・相互銀行等の債券消化が進んだことによるもので、そこには短期金利、とくにコール・レートの低下が影響していたことはいうまでもない。ただ問題は、重要な政策課題の一つであった資本市場の育成・強化にとって短期金利の割高を避けることは必要であったにしても、一時的なものであっては意味がなかった。低金利政策の推進が早期に景気の過熱を招き、金融引締め政策の実施を不可避としたのでは、資本市場の育成・強化も図ることができない。残念ながら、実際には後述のようにその後わずか半年あまりしかたたぬ昭和38年12月から再び金融引締め政策が実施されることになり、コール・レートも急騰した。

なお今次の2回の公定歩合引下げに関連して二、三の点を付記すると、第1に、既述のように4月の引下げ時には輸出貿易手形の割引・貸付利子歩合が据え置か

図1-6 各種金利水準の変化(年利)



(出所) 前掲『本邦経済統計』および日本銀行保有資料により作成。

れたが、これは次の事情によるものであった。これまで輸出貿易手形の割引・貸付利子歩合については輸出産業の競争力維持という観点から最大限の優遇を行い、海外金利水準の動向にとくに配慮して定めており、公定歩合水準の変更には必ずしも連動しない関係にあった。たまたま昭和37年から38年にかけて海外金利がおおむね低い時期にあった関係から、当時輸出貿易手形の金利が海外金利に比しやや割高になっていたので、3月の公定歩合引下げの際には、それを是正する見地から、輸出貿易手形の金利も同幅引き下げたが、この措置により4月には再引下げの必要はない状況になっていた⁽²⁹⁾（これに伴い4月の場合には輸出貿易手形関係の市中貸出金利自主規制最高限度も据え置かれた）。第2に、3月の公定歩合引下げの際、預金金利については資本蓄積を促進するという観点から据え置かれたが、今後再度公定歩合を引き下げる場合には預金金利の引下げを伴わざるをえないだろうという考えが強かった。これはいうまでもなく公定歩合、市中貸出金利のみを引き下げていった場合、銀行の利ざや縮小から、銀行経営に問題が生じるおそれがあったからであるが、その後の検討の結果、貸出金利の低下に伴う収益の減少は、資金量の増大と経営の合理化によってかなり吸収しうると判断されたため、4月の公定歩合引下げの際にも預金金利は据え置かれた。第3に、3月の公定歩合引下げの際、大蔵省は政府短期証券利回りを引き下げたいとの意向をもち、本行に事務的に内々打診してきたが、本行の反対により改定を一応見送った。しかし4月の公定歩合引下げの際、改定問題が再び表面化した。本行は政府短期証券の市中公募が名目化していた当時の状況を改めるには政府短期証券の利回りを市中で売れる水準に引き上げるべきであり、少なくとも当面据え置くべきであると主張したが、その後の話合いの結果、政府短期証券の発行割引歩合は⁽³⁰⁾6月24日発行分から日歩1厘引き下げられ、それまでの日歩1銭6厘5毛から日歩1銭5厘5毛に改められることになった。この政府短期証券発行割引歩合の変更は、昭和33年9月以来、4年9か月ぶりのことであった⁽³¹⁾。

なおこの間相互銀行、信用金庫の資金量がかなり大きくなっていったが、そうした事態に対処して預金残高が200億円超の相互銀行、信用金庫に準備預金制度を適用することになり、本行はその準備率を定期性預金について0.25%、その他の

預金について0.75%（預金残高 200 億円以下の銀行と同率）と定め、これを昭和38年4月1日から実施した。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 同上資料。
- (4) 高橋亀吉「金融手直しの時機を失うな」（昭和37年9月11日付『日本経済新聞』）。
- (5) 日本銀行調査局「昭和37年度金融情勢の回顧」（前掲『調査月報』昭和38年4月号）13～16ページ。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 前掲『調査月報』昭和37年10月号、23ページを参照。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 同上資料。
- (10) 前掲『金融』第189号（昭和37年12月）54～55ページ。
- (11) 昭和37年10月27日付の『日本経済新聞』、『朝日新聞』、『毎日新聞』各紙上の各界反響。
- (12) たとえば昭和37年10月27日付『毎日新聞』。
- (13) 前掲『調査月報』昭和37年11月号、11～12ページ。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 前掲『金融』第190号（昭和38年1月）64～65ページ。
- (16) 前掲『調査月報』昭和38年1月号、27ページおよび日本銀行保有資料。
- (17) 大蔵省編『図説日本の財政』昭和38年度版、東洋経済新報社、昭和38年、132ページ。
- (18) 昭和38年1月23日付『日本経済新聞』。
- (19) 大蔵省印刷局編『大蔵大臣財政演説集』同局、昭和47年、857ページ。
- (20) 政府首脳と金融界代表とが懇談会形式で自由に意見を交換し合い、金融行政の円滑化を図る趣旨で開催したもの（銀行局金融年報編集委員会編『第12回銀行局金融年報』昭和38年版、金融財政事情研究会、昭和38年、57ページ）。
- (21) 昭和38年3月4日付『日本経済新聞』。
- (22) 上掲紙、昭和38年1月24日付。
- (23) 日本銀行保有資料。
- (24) 『第四十三回国会衆議院大蔵委員会議録』第12号、昭和38年2月28日、『第四十三回国会参議院予算委員会議録』第9号、昭和38年3月8日、および『第四十三回国会参議院大蔵委員会議録』第15号、昭和38年3月8日、を参照。
- (25) 昭和38年3月20日付『日本経済新聞』。
- (26) 日本銀行保有資料。
- (27) 日本銀行保有資料。

1. 昭和30年代後半の金融政策

(28) 前掲『金融』第194号(昭和38年5月)68～69ページ、同第195号(昭和38年6月)87～88ページを参照。なおこの2回の引下げにより標準金利(日本銀行再割引適格商業手形1件300万円超の場合)は日歩1銭8厘→1銭7厘→1銭6厘となった。

(29) 3月の公定歩合引下げに際して、輸出貿易手形の金利も引き下げた結果、業者負担ベースの金利はほぼ海外先進国なみの水準となった(日本銀行保有資料)。

諸外国の短期輸出金融金利(昭和38年3月末現在)

アメリカ	4.5% (プライム・レート)
イギリス	5%
フランス	4%～5%
日本	{ 輸出貿易手形自主規制金利 4.745% 外国為替資金貸付 約3%

(30) 日本銀行保有資料。

(31) 前掲『調査月報』昭和38年7月号、35ページ。

(5) 昭和38年12月以降の金融引締め政策

景気の上昇と国際収支の悪化

本行は前述のように昭和38年(1963年)3月と4月に相次いで公定歩合を引き下げたが、さらに5月から市中銀行の自主性を尊重する意味で、窓口指導⁽¹⁾(市中銀行貸出増加額規制)を廃止した。これに対し翌6月10日に開かれた第17回全国銀行大会では、井上薫全国銀行協会連合会会長が、そのあいさつのなかで「銀行界としては、堅実な貸出態度を堅持して、資産の健全性の保持、流動性の向上に努めるとともに、経営の合理化に一段の努力をはらう」旨の所信⁽²⁾を表明し、一方本行山際総裁はこれを受けた形で次のように述べた。⁽³⁾

先刻井上会長から、銀行経営のあり方について銀行界のご決意が披露されたのでありますが、私はそれが実際に実を結ぶことを信じ、かつ衷心より念願するものであります。これは単に銀行経営の問題に止まるものではないのでありまして、やがて、企業金融や企業活動の上に節度をもたらすこととも相成るのであります。そうであつてはじめて、ようやく進みはじめた金融正常化も期待通りの効果を挙げ、景気の推移のなかに生かされてくるものと思うのであります。新らしい金融調節の方式といい、また

最近における窓口規制の取り止めといい、いずれも、銀行の新らしいあり方に対する私どもの信頼を基礎とするものであります。各位におかれては、このような日本銀行の信頼に応えられ、またそれによつて、金融機関としての社会的信認を一層高められるよう、お願いしたいのであります。

ところが現実にはそのころから、都市銀行間で業容拡大を目指した激しい貸出競争が生じ、またその他の金融機関の貸出も増勢を強め、その結果マネー・サプライの伸びは一段と高くなった。既述のように、前年秋ごろから企業の手元流動性を高めようとする動きが顕著となり、マネー・サプライ (M_2) の前年同月比伸び率は昭和37年6月～7月の17%前後から同年12月には20%台へと高まっていたが、38年春以降増勢はさらに強まり、6月～7月には25%台にまで上昇した。この間預金通貨の増勢はとくに顕著で、その前年同月比伸び率は37年6月～7月の13%前後から38年6月～7月には33%～35%へと急上昇した(表1-14)。新金融調節方式に関連して後述するように、オーソドックスな金融政策のあり方として窓口指導に対する依存をできるだけ早くやめるようにすべきだという意見がそれま

表 1-14 銀行貸出、マネー・サプライの増加状況

(単位: %)

	昭 和 37 年				昭 和 38 年			
	全国銀行 貸出残高	マネー・サプライ残高			全国銀行 貸出残高	マネー・サプライ残高		
		M_1	うち 預金通貨	M_2		M_1	うち 預金通貨	M_2
1月	21.2	19.4	19.3	19.4	18.6	19.2	20.8	21.0
2月	21.3	16.9	16.5	18.1	18.8	21.5	24.0	22.1
3月	20.6	15.9	15.4	17.1	19.6	27.6	30.8	24.6
4月	20.4	13.2	12.9	16.0	19.0	24.2	26.4	23.1
5月	19.8	15.0	14.5	17.4	19.5	26.0	29.3	23.6
6月	19.2	13.4	12.7	16.8	20.2	30.4	34.6	25.6
7月	18.8	13.7	13.2	17.2	20.8	28.6	33.2	25.1
8月	18.4	14.5	14.3	17.7	21.3	28.2	32.2	24.8
9月	18.1	17.1	17.7	19.2	21.9	27.7	32.3	24.6
10月	18.2	16.6	17.5	19.2	21.9	28.4	32.4	24.8
11月	18.3	17.9	18.7	19.9	21.9	27.3	30.6	24.3
12月	18.6	18.1	19.7	20.2	21.9	26.5	30.4	24.0

(注) 各月末残高の前年同月比増加率。

(出所) 日本銀行保有資料。

で本行内で主張されていたが、現実には窓口指導をやめた直後に激しい貸出競争が生じたことは、改めて窓口指導をやめることの困難さを認識させる結果となった。⁽⁴⁾

一方景況は春以降、一段と明るさを加えていた。まず市況がしだいに堅調に転じ、そうした状況のなかで、操業短縮も緩和に向かい、その動きは夏ごろからますます顕著になった。⁽⁵⁾ 鉱工業生産はかなりのテンポで増勢をたどり（表1-15）、実質国民総支出は、民間在庫投資と個人消費の増加を中心に年初来年率で1割を上回る高いテンポの拡大を続けていた。民間設備投資はさすがに秋口まで横ばい気味に推移していたが、先行指標である機械受注額は5月以降大幅な増勢を示し始めていた。年初来赤字に転じていた経常国際収支はこうした経済の拡大に伴いその後もかなり大幅な赤字を続け、昭和38年度上期中に2.8億ドルの赤字を示した。もっともこの間資本の流入超にカバーされて、総合収支ではなお黒字基調を維持していた。しかし当時アメリカは、長びく国際収支の不均衡に対処してドル防衛策を打ち出し、その具体策として1963年（昭和38年）7月、公定歩合を引き上げる（3.0%→3.5%）とともに、金利平衡税を創設して資本の対外流出を抑制する方針を明らかにした⁽⁶⁾（法律の成立後そ及して発動するものとされていたため、法案の発表後資本流出にかなりの影響を及ぼした）。こうした状況から、しばらくの間、わが国への長期資本の流入も減少を避けられないだろうとみられるようになり、そのため国際収支の先行きについて、いっそう警戒感が高まった。⁽⁷⁾

表 1-15 昭和38年中の経済指標

昭和 年・月	卸売物価 指 数	鉱 工 業 生産指数	機 械 受注額	国 際 収 支	
				経 常	総 合
37.12	99.4	74.3	% -24.8	百万ドル 169	百万ドル 121
38. 3	100.5	77.7	-18.0	△ 138	22
6	101.2	81.8	+18.6	△ 155	39
9	101.5	86.6	+24.1	△ 127	4
12	102.0	90.6	+48.0	△ 153	△ 28

(注)1. 卸売物価指数は昭和35年=100、鉱工業生産指数（季節調整済み）は昭和40年=100。

2. 機械受注額（民需）は当該月を最終月とする四半期（たとえば3月は1月～3月）の前年同期比。

3. 国際収支（外国為替受払いベース）は上記と同様四半期中の収支じり。

（出所） 前掲『本邦経済統計』、ただし鉱工業生産指数は日本銀行保有資料。

また物価面においても、卸売物価は年初来比較的ゆるやかな上昇傾向をたどり、年央以降秋口まで前年同月比上昇率は2%台で推移していたが、消費者物価は年初来顕著な騰勢を示し、年央から秋口にかけて前年同月比上昇率は7%~9%という高水準に達した。同年夏来日したシカゴ大学のミルトン・フリードマン(M. Friedman)教授は、わが国ではマネー・サプライの増加が半年程度のタイム・ラグを置いて物価の上昇をもたらす関係にあることを指摘し、前年来のマネー・サプライの急増に警告を発して⁽⁸⁾、一般の注目を浴びたが、同年秋に本行調査局が作成した昭和38年度の経済見通しでは、実質成長率が8%弱に達するとともに、卸売物価および消費者物価の平均上昇率はそれぞれ3%弱および8%強になろうと予測していた(同年1月に閣議で決定された政府の経済見通しでは成長率⁽⁹⁾(実質)は6.1%、卸売物価および消費者物価上昇率はそれぞれ0%および2.8%であった)。⁽¹⁰⁾

金融引締め政策の実施

以上のような情勢のなかで、本行は38年夏ごろから、市中銀行の貸出競争が行き過ぎることのないよう注意すべきであり、そのためにはこれ以上金融緩和を進めるべきではないと考えるようになった。そして具体的には、都市銀行についての貸出限度額の余裕が若干縮まるように金融調節方針を定めたが⁽¹¹⁾、7月~8月中の財政資金対民間収支が、予想を上回る引揚げ超過となった(1000億円の引揚げ超過予想に対し、実績は2936億円の引揚げ超過)ため、本行貸出は急増し(1381億円増)、都市銀行の貸出限度額余裕も予想以上に縮小した。さらに9月以降は財政資金の散布超過期に入るので、貸出限度額余裕が再び拡大することのないよう、債券売却操作に加えて貸出限度額を9月に400億円縮小し、さらに10月にも250億円縮小した(後述の新金融調節方式の項参照)。

昭和38年11月、本行は恒例の本支店事務協議会を開いたが、当時、本行の情勢判断は前述のように先行きについて警戒的であった。すなわち、これまでの景気過熱期のように大企業の旺盛な設備投資にリードされるといった現象とはやや異なっているものの、国民総支出の各項目はいずれも堅調で、経済活動は高いテン

ボで拡大を続けており、そうしたなかで設備投資自体もしだいに増勢が強まりつつあると判断し、国際収支は年度下期中に経常収支で4億ドル程度の赤字を示すことになろうと予測していた。山際総裁も会議の冒頭あいさつのなかで、「どうもわれわれとしては、全体として経済拡大のテンポがやや速すぎるのではないかという印象を実はひそかに持つておる訳であります⁽¹²⁾」と述べている。これはかなりえん曲な表現であるが、当時本行内にはできるだけ早く公定歩合を引き上げるべきだとする声が高まっており、山際総裁も内心ではそうした声に同調しながら、積極政策をあくまで推進しようとする政府側の反発から最終的決断を下しかねていたようである⁽¹³⁾。ちょうど同じころIMFの対日年次協議が行われていた。政府は当時すでに、翌39年4月にIMF8条国に移行する方針を決めていたから、この年次協議では、わが国の8条国移行体制が十分できているかどうか、中心的検討課題であったが、11月22日に行われた中間講評のなかでIMF側は、「8条国移行後の日本経済に望みたいことは、インフレなき経済成長である。このために日本の財政・金融・賃金政策等を適切に運用しながら、再び為替制限にたよったりすることなく、国際収支の均衡を維持し、経済成長と生活水準の向上をはかるべきである⁽¹⁴⁾」と強調した。

その後12月に入り、同月6日の記者会見において、山際総裁は「生産水準上昇のテンポが速過ぎ」とし、その背景に「採算上拡張した設備の稼動を維持するために生産を上げている面も」あり、しかも金融がそれを支えていると指摘するとともに、現在の需要水準は国際収支の均衡保持と両立しないものなので、「金融面でのブレーキをかけて行く必要がある⁽¹⁵⁾」と明言した。同総裁は「金融面でのブレーキ」とは具体的に何かということについて言明することを避けたが、それから4日後の同月10日、本行は準備預金制度準備率を一部引き上げ、16日から実施することを決定した。その内容は表1-16のように定期性預金以外の預金に対する準備率を2倍に引き上げるというものであった。

以上の準備率引上げに関する政策委員会議長談は次のとおりであった。⁽¹⁶⁾

今回日本銀行は準備預金の準備率を引上げ、大蔵大臣の認可を得て来る16日から実施することとした。

表 1-16 新準備率（昭和38年12月16日実施）

指定金融機関の種類と預金残高による区分	準備率(%)		
	定期性預金	その他の預金	
		新	旧
銀行、長期信用銀行、外国為替銀行			
1000億円超	0.5（据置き）	3.0	1.5
200億円超1000億円以下	0.5（"）	3.0	1.5
200億円以下	0.25（"）	1.5	0.75
相互銀行、信用金庫			
1000億円超	0.25（"）	1.5	0.75
200億円超1000億円以下	0.25（"）	1.5	0.75

（出所） 日本銀行保有資料。

これ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もつ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来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つたためである。

来るべき年は、国際通貨基金八条国移行を中心とする経済自由化の年であり、金融の在り方については最も慎重なる態度を必要とする。各金融機関が大局的見地に立ち、中小企業等に対しては十分に配慮を加えつつ、節度ある貸出態度をとられることを切に期待する。

こうして本行は金融引締めの態度を明確にした。ただ引締めの方法として公定歩合の引上げを行わず、準備率引上げという形をとったことについては、当時本店から各地支店長にあてた書面⁽¹⁷⁾のなかで「当面の情勢からすれば、この際公定歩合の引上げを行なうべきである、との考え方も十分理由のあるところと思われますが、当面の生産の伸びが高いのは、実需の強さもさることながら、金融機関の貸出に支えられている面が相当あると認められますので、まず差当りは準備率の引上げによつて引締めの方向を明らかにし、いましばらく模様をみよう判断したからであります」と説明されているが、公定歩合引上げについて政府との意見調整が円滑に進まなかったためであることはいうまでもない。同じ書面のなかで「これによつて公定歩合引上げを見送つたわけではなく、事態が必要とする場合

には、いつでも公定歩合の引上げを考慮する積りであります」と述べていたのは、そのような事情を暗に示すものであったといえよう。

この準備率引上げに対する反響をみると、当時の国際収支悪化の状況に対して、金融引締め政策をとるのはやむをえないという点ではほぼ一致していたが、ただその場合の政策措置として準備率を引き上げるべきか、それとも公定歩合を引き上げるべきかという点では意見が分かれていた。前者は概して産業界に多く、これに対し後者は金融界に多い意見であった。⁽¹⁸⁾

準備率が引き上げられた年末の時点においては、年明け後公定歩合も引き上げられるだろうとの観測が一般に広がっていたが、翌39年1月7日、田中蔵相は閣議後の記者会見や、同じ日の全国銀行協会連合会昼食会の席上、現状のもとでは金融をさらに急激に引き締めることは適当でないと述べ、公定歩合の引上げに対して反対と受けとれる発言⁽²⁰⁾を行い、公定歩合問題がやや遠のいたとの印象を一般に与えた。この蔵相発言は、池田内閣の積極経済政策、低金利政策の基本線からのものだけではなく、後述のように当時証券不況が深刻化していたことや、同月下旬から国会で予算審議が始まることなどの諸事情がからんでいたものと思われる。しかし前月の準備率の引上げ後も、産業界の生産・投資態度には格別の変化がみられず、他方国際収支は輸入の大幅な増加を主因にますます悪化する傾向がみられていた。そこで本行としてはどうしても金融引締め強化策が必要との判断から、公定歩合の引上げと市中貸出増加額に対する規制措置を同時に実施することを検討したが、前者については政府との調整が難航し、なかなか実施に踏み切れないまま、1月10日、とりあえず後者のみを実施することを決定した。

この市中貸出増加額に対する規制措置（「貸出増加額規制」と呼ばれた）は、昭和38年4月まで実施された窓口指導と同様、本行が各市中銀行に対し、貸出増加を抑制する見地から、個別に一定期間の貸出増加許容限度を指示し、それを遵守するよう協力を求めるものであった。この措置の実施により、本行はわずか半年あまり前に金融政策運営上の一つの改革措置として廃止したばかりの窓口指導を再び復活することになった。また窓口指導に関する従来の経験によれば、公定歩合を引き上げ、引締め方針を明示してこそ、窓口指導はその効果を円滑にあげう

るものであったが、上記のような事情からやむをえず単独の実施を余儀なくされたのであった。今次の窓口指導（貸出増加額規制）は後述のようにその具体的規制方式においていろいろ新しい考え方が盛られていたが、とくに注目されるのは、従来の窓口指導が1か月単位の規制であったのに対し、それが3か月単位の規制という方式をとったことである。そして本行はこの規制方式に基づく都市銀行13行に対する昭和39年1月～3月分の規制額を2333億円と決定した。これは前年同期の実績に対比して、1割減に当たるものであった（表1-17）。

表 1-17 貸出増加額規制とその実績
（都市銀行・13行分）

（単位：億円）

規 制 期 間	規 制 額 (A)	増 加 実 績 (B)	差 額 (B-A)
昭和39年 1月～3月	2,333(-10)	2,459(- 4.8)	126
4月～6月	2,284(-12)	2,393(- 7.7)	109
7月～9月	2,976(-22)	3,125(-18.1)	149
10月～12月	3,759(-22)	4,399(- 8.3)	640
40年 1月～3月	2,453(-)	2,456(- 0.1)	3
4月～9月	6,290(+14)		

(注)1. 後述のように、昭和40年4月以降は規制期間を6か月単位に改めたが、40年6月に貸出増加額規制が廃止された。

2. かっこ内はA・Bいずれも、前年同期の貸出増加実績に対する比率(%)。

(出所) 日本銀行保有資料。

一方では、経済の現状はいわゆる過熱の状態ではないので、性急に引締めを強化するのみではかえって混乱を招くことになるとし、国際収支改善のためには貿易外の構造的赤字の縮小や安定的外資の取入れに積極的に努力すべきであるとの意見もみられたが、他方では、国際収支や物価の動向など経済情勢に関する政府の判断は甘すぎるとし、経済の拡大を抑制するための金融引締め政策に加え、政府は財政の在り方を謙虚に反省するとともに構造的対策に真剣に取り組むべきであるとの主張がなされていた。⁽²¹⁾ 本行はもちろん、これらの構造対策の必要は認めていたが、これまでの銀行信用の膨張によって、企業の手元流動性が高水準になっている関係もあり、企業の生産意欲が依然として根強く、経済が高いテンポの拡大を続けていることが国際収支悪化の最大の原因になっていると考えていた。⁽²²⁾

ちなみに昭和39年1月～3月期の貿易収支の赤字は2.8億ドル（前年同期比3.7倍）、経常収支の赤字は3.9億ドル（前年同期比2.8倍）であった（38年10月～12月期の赤字は貿易収支0.4億ドル、経常収支1.5億ドル）。

こうした情勢のなかで3月に至り、ようやく政府との意見調整がまとまり、同月17日、本行は輸出貿易手形の割引・貸付利子歩合を除き、公定歩合を日歩2厘引き上げ（商業手形割引歩合、日歩1銭6厘→1銭8厘）、翌18日から実施することを決定した。新聞発表文は次のとおりである。⁽²³⁾

本行は基準割引・貸付利子歩合を輸出貿易手形関係金利を除き日歩2厘引き上げ、3月18日から実施することと決定した。

今回の引上げは、IMF8条国移行等開放体制に入るに当って、わが国経済の調整を図り、国際収支の基調を強固ならしめ円の交換可能通貨としての地位を確保するとともに、経済の一層順調なる発展を期するに出でたものである。

金融機関をはじめ一般経済界におかれてもわが国が当面する事態に鑑み、特に中小企業等に十分配慮を加えつつ所期の目的達成に協力されんことを要望する次第である。

この新聞発表文においては、公定歩合引上げの理由として、国際収支の悪化、物価の上昇、その背後にある経済の行き過ぎた拡大など具体的な事項にはいっさい触れず、IMF8条国への移行などの新事態に備えるためという抽象的な説明しか行われていない点が注目されるが、これは高度成長政策推進の立場から経済動向に関し楽観的見解を固執する政府との意見調整が難航したことによるものであった。

今次の公定歩合引上げについては、一般にこれを当然とし、あるいはやむをえないとする受けとめ方が多かった。一挙に日歩2厘引き上げたことについても、強い政策態度を示すうえで効果的であるとする評価が少なくなかった。ただ当時は証券市場が低迷状態を続けており、また倒産も比較的多かったから、この公定歩合引上げがそうした現象にどう影響するかが懸念されていた。もっとも証券市場では、以前から近く公定歩合が引き上げられるだろうという見方が広がっており、それが市況に対する圧迫材料となっていただけに、17日の公定歩合引上げの決定自体はそうした心理的圧迫要因を除去したという面もあり、株価に対する影

響はそれほど大きくなかった。

ここで各紙の社説の論調をみると、最も好意的な社説を掲げたのは『朝日新聞』で、「手際のよい公定歩合操作であり、わが国の八条国移行を前にして適切な措置と思われる⁽²⁴⁾」と述べた。『毎日新聞』も、この引上げを当然の措置としながら「われわれは、かねてから国際収支の逆調に対応して、政府および日銀に対し金融の引締め強化を求めてきた。にもかかわらず、今日まで引き延ばしたことは、経済情勢に対する当局の見通しの甘さからであり、その点は非難されてもやむをえない⁽²⁵⁾」と公定歩合引上げのタイミングの遅れを批判した。さらに『日本経済新聞』の社説は、この措置に対する全面的な批判であった。すなわち同紙は、この措置を「ぎごちない、かつ、手ぎわのわるいもの」とし、「そうなったことの原因は、いろいろあろう。しかし、政府の反対があったからというようなことは、かりにそれが事実であるとしても、日銀として言いわけにすることはできない」と強い調子で本行の態度を批判し、「最初の日程表通りいけば、日歩一厘上げですんだところを、もたもたしたばかりに、日歩二厘上げとせざるをえなかったのではないか⁽²⁶⁾」とまで述べた。

この『日本経済新聞』社説は、池田内閣の高度成長政策のもとで苦しい政策選択を迫られてきた本行の立場をくんでいないともいえるが、公定歩合の引上げが遅すぎたことも明らかな事実であった。昭和32年～35年の金融制度調査会における中央銀行制度論議のなかで、中央銀行の独立性は自らかちとるべきものであるとの考え方があったが、この社説はそうした見地に立ったものと受け取ることができる。

なお政府は本行の公定歩合引上げにあわせて、3月18日の輸入申請分から輸入担保率を引き上げるとともに、輸入保証金を現金に限定し、またそれを為替銀行を通じて本行に再預託させることにした。⁽²⁷⁾

金融引締め政策の影響

昭和38年12月は、財政資金の散布超過にもかかわらず、季節的な金融繁忙期であるのに加え前述の準備預金制度準備率の引上げがあったため、金融の逼迫化が

1. 昭和30年代後半の金融政策

みられ、コール・レートも通月強調を示した。昭和39年に入り、市中貸出増加額規制が実施されたことによって、銀行貸出が抑制された結果、マネー・サプライ(M₂)の増勢は鈍化し始めた(表1-18)。1月のコール・レートは季節的に軟化したものの、2月には再び強調を示し、とくに月末には無条件もの2銭8厘(前月末比7厘高)、月越もの2銭9厘(前月末比3厘高)と高騰した⁽²⁸⁾。しかし、こうした金融逼迫にもかかわらず、市中銀行貸出の約定平均金利は上昇しなかった。結局この銀行貸出約定平均金利が上昇を示すようになったのは、3月の公定歩合引上げ、これに続く銀行貸出自主規制金利の引上げ⁽²⁹⁾(輸出貿易手形関係を除き日歩2厘引上げ、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、3月23日実施)以降のことであった。3月の公定歩合引上げによって、コール市場は一段と繁忙化し、月末レートは無条件もので3銭2厘、月越もので3銭3厘といずれも前月末比、日歩4厘上昇した⁽³⁰⁾。

表 1-18 昭和39年中の経済指標

昭和 年・月	卸売物価 指 数	鉱工業 生産指数	機 械 受 注 額	国 際 収 支		マネー・サブ ライ(M ₂)
				経 常	総 合	
			%	百万ドル	百万ドル	%
38.12	102.0	90.6	+48.0	△153	△28	+24.0
39.3	101.4	92.8	+40.7	△389	△62	+20.6
6	100.8	96.6	+28.2	△222	△59	+17.9
9	101.4	99.2	+26.0	98	2	+16.9
12	101.5	100.3	+3.4	154	40	+15.3

(注)1. 卸売物価指数は昭和35年=100、鉱工業生産指数(季節調整済み)は昭和40年=100。

2. 機械受注額(民需)は当該月を最終月とする四半期(たとえば3月は1月～3月)の前年同期比。

3. 国際収支(外国為替受払いベース)は上記と同様四半期中の収支じり。

4. マネー・サプライは当該月の前年同月比。

(出所) 前掲『本邦経済統計』、ただし鉱工業生産指数およびマネー・サプライは日本銀行保有資料。

以上のように3月の公定歩合引上げ後、金融引締め現象は一段と強まったが、さらに貸出増加額規制は4月～6月、7月～9月と期を追って強化され、これに伴ってマネー・サプライの前年同月比伸び率は前年12月の24%台から9月には16%台へと大幅に低下した。しかしこの間経済実体面に対する金融引締め政策の影響は比較的弱く、鉱工業生産の根強い増勢が続いた。このように景気調整のテン

ボはゆるかったが、夏ごろから国際収支の好転がみられるようになった。その原因は輸入の落着きよりは、むしろ輸出の大幅な増大にあったといつてよい。このような輸出の増大は主として海外経済の好況によるものであったが、このほか、過去の設備投資によってわが国の輸出競争力が高まったことなども響いていた。⁽³¹⁾

こうしたなかで秋口になると、さすがに金融引締め政策の効果はしだいに浸透をみせるようになった。まず企業金融が逼迫の度を加え、それまで強気だったビジネス・マインドも慎重になった。企業の業績は悪化し、倒産も増加した。10月～12月期には、流通在庫・原材料在庫の圧縮が続き、反面生産者製品在庫は増大し、また設備投資も沈静した。

以上のような状況から本行は同年12月16日から、まず準備預金制度準備率を引き下げて、前年12月の引上げ（前掲表1-16）以前の水準に戻すとともに、40年1月には、後述のように公定歩合を日歩1厘引き下げた。この準備率引下げ直後の12月17日、山際総裁は辞任し、その後任の第21代総裁には、三菱銀行頭取、宇佐美洵が就任した。これより早く池田首相も病に倒れ、そのため11月9日池田内閣は総辞職し、佐藤栄作内閣が発足した。これまで述べてきたように、池田内閣のスローガンであった高度成長政策と本行の安定成長指向の路線はしばしば対立し、本行は金融政策の運営を円滑に進めることができず、妥協を余儀なくされたが、そうした政策運営の衝に当たってきた池田首相と山際総裁の両者が昭和30年代末、金融引締め政策がその功を奏しつつある状況を眺めながら、相次いで辞任したことは、一時期の終わりを象徴する出来事ともいえよう。

（1） 当時「窓口指導」とか「窓口規制」といわれていたものは本行が金融政策上の観点から各市中銀行の貸出増加額について個別的にその許容限度を指示することによって、全体として市中貸出が過大にならないようにする方式を指しており、両者を厳密に区別して使っていたわけではない。ただ「窓口指導」という用語は、以上のような市中貸出増加額に対する規制のほかに、取引先としての市中銀行の資金繰りに対する本行の個別的アドバイスを含むものとして用いられることもあり、こうした意味での「窓口指導」は市中貸出増加額に対する規制が行われていないときでも、定例的に実施されていた。

（2） 前掲『金融』第196号、8ページ。

（3） 同上、17ページ。

1. 昭和30年代後半の金融政策

- (4) 外山茂・呉文二（対談）「“通貨の番人” 日本銀行の内憂外患30年」（『週刊 東洋経済』（臨時増刊「金融と銀行」52年1集）第3987号、昭和52年2月10日）22～23ページを参照。
- (5) 前掲『調査月報』昭和38年7月号、28～30ページ。
- (6) 同上、37～38ページ。金利平衡税というのは、アメリカの法人・個人が外国人の発行する株式、証券、債務証券等を外国人より取得する場合、その取得価額に課税するもの（上掲『調査月報』昭和38年8月号、53～54ページを参照）。
- (7) 上掲『調査月報』昭和38年10月号、21ページ。
- (8) たとえばM.フリードマン・大来佐武郎（対談）「日本経済はインフレへの道」（『経済往来』昭和38年8月号）58～72ページを参照。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 昭和38年1月18日付『日本経済新聞』を参照。
- (11) 日本銀行保有資料。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) 前掲『日本の金融界』90ページを参照。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 日本銀行保有資料。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) 日本銀行保有資料。
- (18) 昭和38年12月11日付『日本経済新聞』および同日付『朝日新聞』。
- (19) たとえば『ダイヤモンド』第52巻第3号（昭和39年1月13日）17ページ。
- (20) 昭和39年1月7日および翌8日付『日本経済新聞』ならびに同月8日付『毎日新聞』。
- (21) 昭和39年1月17日付『日本経済新聞』社説「金融引き締めは万能ではない」。
- (22) 昭和39年1月22日付『朝日新聞』社説「経済情勢の見方が甘い」。
- (23) 日本銀行保有資料。
- (24) 昭和39年3月18日付『朝日新聞』社説「適切な公定歩合二厘引上げ」。
- (25) 昭和39年3月18日付『毎日新聞』社説「公定歩合引上げは当然」。
- (26) 昭和39年3月18日付『日本経済新聞』社説「すっきりせぬ公定歩合の引き上げ」。
- (27) 前掲『調査月報』昭和39年3月号、31～32ページを参照。
- (28) 同上、18ページ。
- (29) 前掲『金融』第206号（昭和39年5月）37～38ページを参照。
- (30) 前掲『調査月報』昭和39年4月号、19ページ。
- (31) 日本銀行調査局「昭和39年度経済金融情勢の回顧」（上掲『調査月報』昭和40年4月号）5～6ページ。