

## 4. 昭和40年代前半の金融政策

——安定を求めての予防的金融引締め——

### (1) 昭和40年の不況

#### 金融引締め政策の解除

すでに述べたように、わが国の国際収支は昭和39年(1964年)後半には好転し、同年12月には準備預金制度の準備率の引下げが実施されたが、これに引き続き、昭和40年に入って早々、公定歩合も引き下げられた。すなわち本行は、準備率の引下げ後も、国際収支が引き続き改善を示し、経済活動も落ち着いているとして、1月8日、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を除き、公定歩合を日歩1厘引き下げることと決定し、翌9日から実施した(商業手形割引歩合、日歩1銭8厘→1銭7厘)。なおこれより先、本行は同年1月～3月における市中銀行の貸出増加額に対する規制の度合いを緩和し、規制額は前年同期なみとなっていた。公定歩合の引下げに伴い、市中銀行の自主規制貸出金利が1月12日から同じく日歩1厘引き下げられ、またコール・レートも低下した<sup>(1)</sup>。

景気は昭和39年11月から下降局面に入っていたが、この間企業の業績悪化が目立つようになった。たとえば本行統計局の「主要企業経営分析調査」(表4-1)によれば、昭和39年度上期分は前期に比し増収ながら、減益となった(もっとも昭和39年4月から「法人税法」が改正され、固定資産の耐用年数短縮等の措置が実施されたため、減価償却費が増加したという特殊要因も響いていた)。とくにそれまで成長産業とみられていた合成繊維や弱電の業績が悪かったことは、当時の産業界にとって心理的な圧迫要因となった<sup>(2)</sup>。昭和39年度下期分も引き続き増収減益となり、しかも減益幅は拡大した。これまで昭和30年代の景気下降局面において企業収益は、その第1期目はいずれも増益であったから、今回のように最初から減益に転じたのは30年代に入って以降初めてのことであった。それは資本コストと賃金コストのすう勢的上昇を基本的背景としていた。また後述のように昭和40

#### 4. 昭和40年代前半の金融政策

表 4-1 主要企業の損益計算

(単位：億円)

	昭和38年 度 上 期	昭和38年 度 下 期	昭和39年 度 上 期	昭和39年 度 下 期	昭和40年 度 上 期	昭和40年 度 下 期
調 査 社 数	525 社	525 社	525 社	521 社	520 社	520 社
純 売 上 高	97,307	109,365	116,735	122,705	125,502	129,580
営 業 外 収 益	1,929	2,058	2,257	2,456	2,610	2,723
収 入 計	99,236	111,423	118,992	125,161	128,112	132,303
売 上 原 価	82,792	92,985	99,572	105,158	107,785	111,587
販 売 費、一 般 管 理 費	8,064	8,928	9,667	10,026	10,361	10,501
営 業 外 費 用	4,478	4,914	5,311	5,714	5,997	6,236
支 出 計	95,334	106,827	114,550	120,898	124,143	128,324
当 期 純 利 益	3,902	4,596	4,442	4,264	3,970	3,979

(注) 日本銀行調べ「主要企業経営分析調査」による。

(出所) 日本銀行統計局『本邦経済統計』同局。

年度上期も減益となり、3期連続減益を示したことも初めての事例であった。この間売上高は増加を続けたが、これは損益分岐点稼働率の上昇（高水準の設備投資の累積や人件費の上昇による）から、稼働率をできるだけ高めるため無理な押込み販売を行ったことによる面も大きく、これがまた販売条件の悪化を通じて企業収益を圧迫する結果にもなっていた。

一方、企業の整理倒産も多かった。企業の整理倒産は昭和38年秋以降、増加傾向を示すようになり、その後の金融引締め期に多発するようになっていたが、引締めが解除された昭和40年に入っても件数はほとんど減少しなかった（表4-2）。しかも前年12月には日本特殊鋼株式会社、サンウェーブ工業株式会社といった大型倒産が発生して

表 4-2 全国企業倒産状況

昭 和	倒産件数	うち 負 債 金 額 1 億 円 以 上	負債金額
38年 4月～6月	415	91	億円 509
7月～9月	429	94	344
10月～12月	562	155	572
39年 1月～3月	711	210	988
4月～6月	909	184	865
7月～9月	1,029	215	846
10月～12月	1,563	353	1,932
40年 1月～3月	1,430	300	1,870
4月～6月	1,560	322	1,210

(注) 東京商工興信所調べ、負債金額1000万円以上。

(出所) 日本銀行保有資料。

いたが、さらに40年に入って3月6日には、特殊鋼業界の代表的メーカーの一つであった山陽特殊製鋼株式会社の行き詰まりが表面化し、世間を驚かせた。この事件は当時、戦後最大の倒産といわれ、またこれまでに同社は本邦銀行の支払保証により海外の銀行から借入れを行っていたが、この日、本行総裁は特別記者会見を行い、関係業界に対し同社再建への協力を要望するとともに、「金融機関も出来る限り再建に協力して各方面に影響が波及することのない様に配慮して欲しい」と述べた。<sup>(3)</sup>

以上のような企業業績悪化に加え、大型倒産の発生や株式市場の不振が当時の産業界の雰囲気をついそう暗くしていた。反面この間国際収支の改善は一段と進み、昭和40年1月～3月には輸入期であるにもかかわらず経常収支（外国為替受払いベース、以下同じ）で0.2億ドルの黒字（前年同期3.9億ドルの赤字）、総合収支で0.5億ドルの黒字（前年同期0.6億ドルの赤字）を計上し、外貨準備高も昭和40年に入って20億ドルを超えるようになった。

このような状況のなかで、本行は3月中旬、4月以降の金融調節について次のような方針を決定した。<sup>(4)</sup>

イ、債券売買については、原則として金融市場の資金過不足に見合うように行うこととし、かつなるべく機動的に行うよう努める。

ロ、貸出限度額は約2000億円削減する。

ハ、貸出増加額規制については規制の期間を従来の3か月単位から6か月単位に改める。

以上のうち、ロ、の貸出限度額の削減は、既述のように前年秋以降における証券向け貸出の増加等から、貸出限度余裕があまりにも大幅に増加したためにとられた、いわば技術的調整措置であった。そしてイ、の債券売買操作方針の趣旨は、今後は限度余裕の推移をあまり厳密に考えず、適宜売買操作を実施するというもので、4月～6月については資金過不足に対し甘めの操作を実施することにした。また資金需給見込みが狂った場合にもそれに即応した形で売買操作を行うよう、操作の事務手続に要する期間を従来の2週間程度から1週間程度に短縮することにした。

ハ、の都市銀行13行に対する貸出増加額規制については、当時資金需要が総じて落ち着き、市中銀行の融資態度もかなり慎重になっていたので、同制度を廃止して市中銀行の自主性にゆだねるのが本来望ましいと考えられたが、既述のように昭和38年春に窓口指導が廃止されたところから激しい業容拡大競争が生じ、経済活動の行き過ぎに拍車をかけた経験にかんがみ、当面市中銀行の貸出になんらかのめどを与えることが適当と判断したものであった。もっとも従来と全く同じ方式を続けるのではなく、同制度に多少の弾力性と自主性を加えるという見地から、3か月単位の規制を6か月単位の規制に改めることにした。そして昭和40年4月～9月の6か月間の規制額は6290億円と決定したが、これは規制対象13行から聴取した貸出増加見込み額をほとんどそのまま認めたものであり、前年同期の実績と比較すれば、14%増となるものであった（前掲表1-17）。

さらに4月2日、本行は輸出貿易手形の割引歩合および同手形を担保とする貸付利子歩合を除き、公定歩合を日歩1厘引き下げることと決定し、翌3日から実施した（商業手形割引歩合、日歩1銭7厘→1銭6厘）。この公定歩合引下げに関する政策委員会議長談は、年初来国際収支の好調持続に加え、生産の調整、投資の慎重化など経済活動全般が落ち着きを示していることを公定歩合引下げ決定の理由として指摘した後、「今後のわが国経済の安定した成長のためには、商品需給の均衡回復、企業経営の健全化など、経済基盤の強化をはかっていくことが必要であり、各界自己責任の原則に立脚し、企業にあっては堅実な経営態度を、また金融機関においては慎重な融資態度を堅持せられるよう要望したい」と述べていた。<sup>(5)</sup> 今次の公定歩合引下げは、前年来の金融引締め措置を解除する趣旨のもので、これによって前述の企業倒産などに関連して生じていた行き過ぎた不況感がふっしょくされることも期待していたが、当時の経済情勢の判断としては、景気は徐々に自律的回復過程に入るものとみており、金融面からとくに景気のでこ入れを必要とするような情勢ではないと考えていた。<sup>(6)</sup> 他方政府も4月1日以降、輸入担保率を引き下げて、ほぼ昭和39年3月引上げ前の水準に戻すとともに、現金担保の本行への再預託を廃止した。<sup>(7)</sup>

### 不況現象の進行と金融緩和政策

しかしその後も景況は低迷し、経済界の不況感はいっそう強まっていった。鉱工業生産（季節調整済み）は4月、5月と2か月連続して前月を下回ったが、出荷もまた不振であったから、在庫調整は足踏みの状態となり、軟弱な商品市況が続いた。その背景には設備投資、個人消費その他内需全般の不振があった（表4-3）が、さらに当時の企業業績の悪化や、大型倒産の発生がビジネス・マインドを萎縮させていた。こうした状況は後述のように昭和30年代における高度成長の反動という性格を強くもっていたということができよう。本行は4月の公定歩合引下げ後引き続き金融緩和政策を進め、本行一般貸出が漸減するよう債券売買操作を行い、コール・レートは急速に低下した（図4-1）。他方、前述のような景気情勢を反映して、企業の資金需要は弱く、昭和40年1月～6月期の全国銀行貸出増加額は8077億円と、金融引締め期に当たる前年同期の増加額（8610億円）をも下回り、貸出金利もしだいに低下した。

表 4-3 昭和40年の実質国民総支出の四半期別対前期比伸び率

（単位：％）

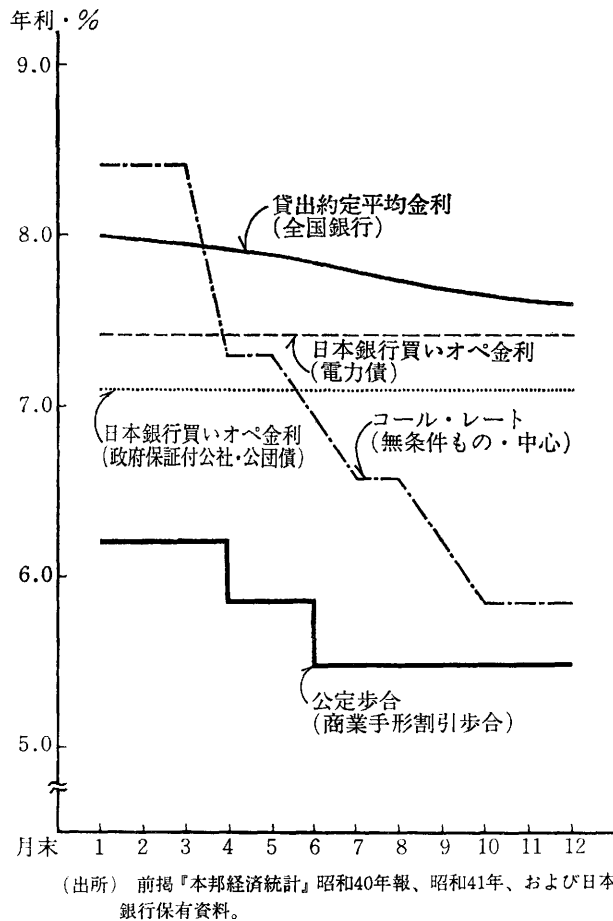
	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
個人消費支出	0.5	0.6	2.9	0.6
政府の財貨サービス 経 常 購 入	2.1	0.7	2.3	1.5
国内総固定資本形成	- 0.1	- 2.1	1.2	2.6
（うち民 間）	（- 1.4）	（- 2.9）	（ 0.3）	（- 1.5）
（ 政 府）	（ 3.5）	（- 0.2）	（ 3.7）	（ 12.3）
在 庫 品 増 加	-48.4	193.0	- 3.4	-31.1
経 常 海 外 余 剰				
（輸 出 等）	（ 5.9）	（ 4.1）	（ 2.3）	（- 3.0）
（輸 入 等）	（ 2.7）	（ 2.5）	（- 0.1）	（ 1.3）
国 民 総 支 出	- 0.0	1.7	2.4	0.1

（注）季節調整済み。

（出所）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、331ページ。

こうした状況のなかで、5月下旬、山一証券問題が表面化した。前述のように、この問題は証券界独自の問題という性格が強く、必ずしも当時の景況を反映したものではなかったが、経済界の不安心理を著しく高めたことは否定できない。この事件を契機に各方面に、早急に公定歩合をさらに引き下げるべきだとす

図4-1 昭和40年中の金利低下



(8) 意見が高まった。しかし6月当初の段階では、本行は公定歩合引下げについて消極的であった。当時、国際収支面（外国為替受払いベース）において経常収支はようやく黒字基調に転じつつあったとはいえ、なお収支均衡に近い状況にあり、総合収支は4月、5月とも小幅の赤字を示していた。そうした状況のなかで山一証券問題が海外の日本経済に対する評価に微妙な影を落とし、資本の対外流出傾向がみられたため（6月の資本収支は1.3億ドルの赤字）、政策運営上対外信用維持を第一にすべきであり、したがって本行としてはオーソドックスな金融政策運営が必要であると考えたことと、経済情勢判断において、本行は景気が漸次自律的な回復過程に入るのではないかと期待していたことがその理由であった。(9)

しかしその後企業収益の悪化が著しいという見方が強まり、不況感はますます広がっていた。こうした情勢に対し、政府内にも早急に景気刺激策をとるべきだとする声が高まり、6月18日の経済政策会議<sup>(10)</sup>において公共事業の早期施行の促進等の措置をとることを決定した<sup>(11)</sup>。他方前述のように、そのころ株式投資信託の解約が増加し、本行の資金援助を必要とする情勢になっていた。しかしそうした資金援助も、株式市場や景気についての不安感が消滅しない限り、その効果を發揮しえないと考えられた。結局、本行は以上のような諸情勢を考慮して6月25日、公定歩合を日歩1厘引き下げること<sup>(12)</sup>を決定し、翌26日から実施した（商業手形割引歩合、日歩1銭6厘→1銭5厘）。ただし輸出貿易手形および輸入貿易手形関係の金利は据え置いた。また本行はこの公定歩合引下げの決定と同時に、市中銀行に対する窓口指導（貸出増加額規制）も廃止することを決定した。

この公定歩合引下げに関し、当初通商産業省を中心に、政府筋には輸出振興の見地から、輸出貿易手形関係金利の引下げを求める意見がかなり強かった。しかし当時、輸出貿易手形関係金利はすでに十分国際金利水準なみに優遇されていたから、本行はそれをこれ以上優遇する必要はないし、またかりにその優遇度を強めた場合には国際的批判を誘発しかねないと考えて、前述のように輸入貿易手形金利とともに、その金利の据置きを決定した<sup>(12)</sup>。

この公定歩合引下げについては、「下げ幅が小さい」とか、「下げ時期が遅れた」といった批判<sup>(13)</sup>があり、また他方では「新しい在庫投資や設備投資意欲を盛りあげていく実際の効果は薄いと思われる」という評価もあつたが<sup>(14)</sup>、前述のような景気情勢を反映して、公定歩合の引下げそのものに反対する意見はみられず、この引下げは財政支出の促進と並んで、「景気対策の一步前進」<sup>(15)</sup>であると評価された。

ところで、この公定歩合引下げについてとくに注目されたのは、これによって市中貸出金利が実際にどの程度低下するかということであつた（市中銀行の自主規制貸出金利は、公定歩合の第2次および第3次引下げに伴い、4月8日、6月30日からそれぞれ日歩1厘引き下げられ、第1次分と合わせ、3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→日歩1銭5厘）。昭和40年に入って全国銀行貸出約定平均金利はしだいに低下していたが、

その低下は比較的小幅であった。ちなみに昭和39年3月の公定歩合の日歩2厘（年率0.73%——以下年率の表示は省略）引上げの際には、全国銀行貸出約定平均金利が3月～5月の3か月間で0.27%上昇したのに対し、昭和40年1月～6月の6か月間では公定歩合が3次の合計で日歩3厘（1.095%）引き下げられたにもかかわらず、全国銀行貸出約定平均金利は0.16%の低下にとどまっていた<sup>(16)</sup>（ちなみに昭和37年10月から38年3月の6か月間に公定歩合が日歩3厘引き下げられたが、このときの全国銀行貸出約定平均金利は0.32%の低下をみている）。他方当時の産業界は前述のように収益の不振に苦しんでいたから、以上のような銀行貸出金利の下げ渋りにかなり反発し、第3次の公定歩合引下げが市中貸出金利の実質的低下を伴うことを期待していた<sup>(17)</sup>。当時市中銀行側には金利自由化への意識が高まるなかで、付利についての自主性を回復しつつあったこと、またそうした状況を背景に企業の業績悪化に対応して、選別的付利を行ったこと等の事情があり、それが銀行貸出金利の低下幅を小さくした原因であったと考えられる。さらに6月の第3次公定歩合引下げに際して預金金利を据え置いたことは、金融機関側に利鞘縮小を招くことについての不満を残すとともに、一般にも貸出金利の低下はあまり期待できないだろうという観測を生んだ<sup>(18)</sup>。

この公定歩合引下げ決定から約2週間を経過した7月8日、本行は準備預金制度の準備率引下げを決定したが、これは「金融の緩和をはかり、併せて貸出金利の一層の低下を進める」<sup>(19)</sup>ことをねらったものであった。新しい準備率は表4-4のとおりで、7月16日から実施された。

前述のように、この準備率引下げは市中貸出金利の低下を促進させようというねらいを持っていたが、その後も金融緩和が続いたこともあって、市中貸出金利の低下は促進され、全国銀行貸出約定平均金利は昭和40年7月～12月間に0.22%低下した。これは前6か月間の低下幅（0.16%）を上回るものであったが、貸出約定平均金利はこの間同年10月には、昭和22年「臨時金利調整法」施行以来の最低水準（7.66%）を記録し、その後も低下を続けた。

なお40年年初以降3次にわたる公定歩合の引下げに伴いコール・レートが急速に低下した結果、本行の買いオペレーション金利が6月以降コール・レートより



表 4-4 新準備率（昭和40年7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	新	旧
銀行、長期信用銀行、外国為替銀行				
1000億円超	0.5	0.5	1.0	1.5
200億円超、1000億円以下	0.25	0.5	0.5	1.5
200億円以下	0.25	0.25	0.5	0.75
相互銀行、信用金庫				
1000億円超	0.25	0.25	0.5	0.75
200億円超、1000億円以下	0.25	0.25	0.5	0.75

（出所） 日本銀行保有資料。

かなり割高となり、市中金融機関側から本行の買いオペレーションを辞退する例がみられるようになったため、債券売買の方針を再検討せざるをえなくなったことは既述のとおりである。

他方政府は7月27日の経済政策会議において、財政面からの景気刺激策をさらに推進することを決定したが、同時に大幅減税と長期国債の発行を実施する方針を明らかにした。<sup>(20)</sup> 実際に国債が発行されたのは昭和41年1月であるが、これは長年、国債不発行主義を続けてきたわが国財政の大きな転換を意味するものであっただけでなく、金融面にも少なからぬ影響を及ぼしたもので、この問題については項を改めて詳しく述べることにしよう。

### 昭和40年不況の性格

昭和40年は当時、「戦後最大の不況」の年といわれることが多かった。確かに昭和40年の実質成長率は5.1％で、昭和30年代の実質成長率（暦年ベース、年率9.6％）のほぼ半分であった。しかしこの期間中にも昭和33年のように成長率が5％台の年もあったし、また今次の景気下降局面は昭和39年11月から40年10月までの12か月間で、これもそれまでの景気下降局面に比べて、とくに長かったわけでもない。したがって昭和40年の経済をマクロ・ベースでみる限りそれほど深刻な不況とはみられない。

ただ当時の企業業績は確かに悪かった。企業収益は昭和40年9月期まで3期連

続して減益決算となり、しかもその減益幅は逐期拡大していた。その結果、総資本に対する収益率は過去の不況時を下回る低水準に落ち込んだ。その原因は販売価格の低下とコスト圧力の増大にあり、さらにその背景には過大な設備能力の存在があった。前述のようにコスト圧力の増大が損益分岐点稼働率を高め、それが鉱工業生産を比較的高めに維持するとともに、他方で販売価格を低下させる結果になったともいえる。さらにコスト圧力増大については、設備投資のための借入金や企業間信用の増大に伴う金融コストの増加が賃金コストの横ばい<sup>(21)</sup>ないし上昇、原材料コストの下方硬直性などとともにその大きな要因を占めていた。つまり昭和40年における企業業績悪化の主たる原因は、設備過大にあったといえることができる。

こうした設備過大の状況を作り出したのは、昭和30年代後半において高水準の設備投資が続いたためであった。昭和40年の民間設備投資は実質で前年比マイナス6.4%となったが、これは当時の設備過大の状況からいって当然であり、また昭和30年代後半に国民総支出に占める設備投資の比率が高水準を続けてきたことの反動でもあった。その意味で昭和40年不況は中期的循環としての設備投資循環を背景とするものであった<sup>(22)</sup>といえることができる。

さらに、すでにみたように、昭和39年から40年にかけて企業倒産が増大し、そのなかには昭和30年代にはなかったような大型倒産が含まれていたこと、また山一証券問題が表面化し、これが信用秩序をゆるがしかねない事件として一般に衝撃を与えたことが、心理的に不況感をいっそう大きくしていた。とくに山一証券問題を契機に、昭和40年不況を昭和2年の金融恐慌と対比<sup>(23)</sup>するような雰囲気を生じたことは、当時の不況を実態以上に深刻なものと感じさせる結果となったように思われる。

昭和30年代における日本経済の高度成長は全く予想以上のものがあり、とくに設備投資比率の高さはまさに驚くべきものがあったが、同時にそれはいずれ設備過剰という状況を生むだろうとも考えられた。昭和37年度『経済白書』において主張されたいわゆる「転型期論」は、設備投資の不均等的拡大による成長期が終わり、消費や財政などによって支えられる均衡成長への転換を予言し、その転換

過程での成長率の低下や調整の困難を警告したものであった。この白書は「設備投資の強成長の結果生れた能力の増大からくる需給ギャップの拡大と企業経営の圧迫とは、この調整期間を通じてとくに強まるとみざるをえない<sup>(24)</sup>」と述べていたが、「転型期論」がとくに注目されたのは、今後の日本経済はそれまでの「需要超過基調」から「供給超過基調」に移るだろうということも示唆しているとみられたからであった。もっともこうした見方は、その後昭和39年の民間設備投資の盛り上がり（実質、前年比20.0%増）によって、いったん裏切られたようにみえたが、昭和40年不況によって再びその正しさが立証されたと受けとめられていた。<sup>(25)</sup>

当時、本行の日本経済に対する見方もまた同様であった。このことは昭和40年7月の全国銀行大会において宇佐美総裁が次のように述べているところに示されている。<sup>(26)</sup>

設備投資につきましては、今後、なお合理化投資などの必要もあり、かなりの水準に達しましょうが、外国からの技術導入も大方一巡した模様であり、また投資財関連部門の設備能力もかなり大きい現状から致しますれば、ここしばらくはこれまでほどの大幅な増加は予想されないのであります。したがって、今後の成長は、従来の設備投資によつて主としてささえられた姿から、設備投資のほか消費、財政支出、輸出など各種需要によつて支えられるものへ変化して参ると存ぜられるのであります。

本行は昭和30年代から高度成長政策に対して批判的な立場をとり、とくに同年代後半に入って、消費者物価の上昇にみられるような、いわゆる高度成長のひずみが大きくなってきたことに対して非常に警戒的であったから、昭和40年不況を契機に日本経済の成長が鈍化することは、高度成長から安定成長に向かうことを意味するものとみていた。しかし実際には景気は昭和40年11月から上昇過程に入り、昭和41年の実質成長率は9.8%とほぼ昭和30年代の平均成長率に達しただけでなく、翌42年からは10%を超える成長が4年も続くという、昭和30年代を上回る高度成長となった。もちろんそれは単なる日本経済の量的拡大を意味するものではなく、重要な質的な変化を伴うものであったが、これらの点については昭和41年以降の叙述のなかで改めてみていくことにしよう。

（1） 全国銀行協会連合会『金融』第215号（昭和40年2月）55～56ページを参照。

#### 4. 昭和40年代前半の金融政策

- (2) 日本銀行調査局「昭和39年度経済金融情勢の回顧」(日本銀行調査局『調査月報』昭和40年4月号、同行)7ページ。
- (3) 日本銀行保有資料。
- (4) 日本銀行保有資料。
- (5) 日本銀行保有資料。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 前掲『調査月報』昭和40年4月号、42ページ。
- (8) たとえば『週刊東洋経済』第3227号(昭和40年6月5日)社説「速かに金利の引き下げを図れ」4～5ページおよび同第3229号(昭和40年6月19日)社説「金利引き下げ策に勇断を望む」6～7ページを参照。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 昭和40年6月3日の佐藤内閣改造後、政府与党首脳間で経済に関する基本的方向と重要問題について意見を交換するために設けられたもの(昭和40年6月4日付『日本経済新聞』を参照)。
- (11) 上掲紙、昭和40年6月18日付。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) 昭和40年6月26日付『日本経済新聞』社説「低金利政策の推進に勇気を持て」。
- (14) 昭和40年6月26日付『毎日新聞』社説「公定歩合引下げの意義」。
- (15) 昭和40年6月26日付『朝日新聞』社説「公定歩合引下げの効果」。
- (16) もっとも第3次公定歩合引下げに伴う全国銀行協会連合会の自主申合わせ金利の引下げは、6月30日の実施であるから、その影響はほとんど織り込まれていない。
- (17) 昭和40年6月25日付『日本経済新聞』。
- (18) 昭和40年6月26日付『日本経済新聞』。
- (19) 日本銀行保有資料、昭和40年7月8日の準備預金制度の準備率引下げに関する政策委員会議長談。
- (20) 昭和40年7月27日付『日本経済新聞』(夕刊)。
- (21) 日本銀行調査局「最近における企業収益力の動向について」(前掲『調査月報』昭和41年4月号)1～19ページを参照。
- (22) 篠原三代平「戦後の経済成長」(篠原三代平編『経済成長』(「現代経済」3)筑摩書房、昭和45年、所収)46～50ページを参照。
- (23) たとえば『エコノミスト』第43巻第28号(昭和40年6月29日)は「不況は底入れしたか——昭和恐慌と現局面との対比——」のタイトルで座談会記事を掲載したし、また『週刊東洋経済』第3233号(昭和40年7月10日)および同第3234号(昭和40年7月17日)は、特集記事「昭和金融恐慌に学ぶもの」(上)(下)を掲載した。
- (24) 経済企画庁『昭和37年度経済白書』大蔵省印刷局、昭和37年、40ページ。

(25) 篠原三代平『日本経済論』（「日本経済大系」1）青林書院新社、昭和40年、182～187ページ。

(26) 前掲『金融』第221号（昭和40年8月）17ページ。

## (2) 長期国債の発行

### 長期国債発行方針決定に至る経過

昭和40年度予算は景気に中立的なものとするという方針のもとに編成された。一般会計の規模は3兆6581億円、対前年度当初予算比は12.4%増で、この予算の伸び率は昭和30年代後半のそれに比べると低位に属するものであった。<sup>(1)</sup> もっともこのような伸びに収まったのは、経済情勢判断との関係からだけではなく、政府の財源難という事情がからんでいた。すなわち、一般会計の財源は、税の自然増収の伸び率鈍化、減税の実施、前年度剰余金受入れ額の減少等によってかなり窮屈な状況にあり、政府としてはその面からも一般会計の伸びをある程度抑えざるをえないという事情にあった。反面、昭和40年度財政投融资計画は、一般会計の財源難のしわよせをうけるという形で、前年度比20.9%増（金額1兆6206億円）とかなり大型なものとなっていた。

昭和40年（1965年）年初、景気はすでに下降局面に入っていたから、一部に財政面からの需要刺激策を検討すべきであるという声が出始めていたが、政府は昭和40年度の予算編成について前述のように比較的慎重な方針をとっており、また長期国債の発行についても、かなり早い段階からそれを行わないとしていた。<sup>(2)</sup> <sup>(3)</sup>その後新年度に入って間もなく、歳出面で昭和39年度義務的経費の精算分（350億～400億円）、国際通貨基金（IMF）・国際復興開発銀行（International Bank for Reconstruction and Development, IBRD、いわゆる世界銀行）に対する増資払い込み（215億円）等、1500億～2000億円にのぼる増額補正要因が見込まれるようになったが、他方歳入面では逆に景気後退の結果、税収の不振が著しく、歳入欠陥を生じるおそれが強まった。<sup>(4)</sup> そこで政府は人件費・社会保障関係費等義務的経費を除くすべての項目について、一律1割相当額（約1000億円）の支出を留保

#### 4. 昭和40年代前半の金融政策

することにし、6月8日、大蔵省から各省に通達した。<sup>(5)</sup>

しかしそのころ、経済界には急速に不況ムードが広まっており、そのため政府は、上述の予算の1割留保を通達した10日後の6月18日には、逆に財政面からの景気対策が必要であると判断して、次のような措置を決定した。<sup>(6)</sup>

イ、公共事業の早期施行の促進。

ロ、財政投融資計画に基づく融資および事業の早期実施の促進。

ハ、外航船舶の建造促進。

ニ、中小企業の投資促進のため政府関係中小金融3機関（国民金融公庫、中小企業金融公庫、商工組合中央金庫）貸出の早期実施。

さらに7月27日には景気の早期回復をはかる趣旨から、次のような財政措置が追加された。<sup>(7)</sup>

イ、6月決定の予算1割留保措置のうち、公共事業費等施設費についてはこれを解除する。

ロ、財政投融資の対象機関の事業を年度間2100億円程度拡充する。

ハ、先に決定された財政および財政投融資の繰上げ支出計画の実行を促進する。

ニ、政府関係中小金融3機関の基準金利を年0.3%引き下げる。

ホ、輸出については延払い輸出の促進、保険制度の改善、輸出金融の拡大等積極的施策を行う。

ヘ、長期財政経済政策の一環として、長期減税構想を推進するとともに、社会資本の充実を図ることにし、これらと関連して公債発行を準備する。

以上のなかでとくに注目されるのは、政府が長期国債発行の方針を初めて明示したことであった。もっともそれは長期的な政策の一環として、国債発行の準備をするということであって、必ずしも昭和40年度における国債発行を具体的に明示したものではなかったが、後述のように以後事態は長期国債の発行に向かって急速に展開した。

#### 市中公募原則の確立

その後7月から8月上旬にかけての国会論議の過程で、政府の国債発行方針は

いっそう具体的なものとなった。すなわち佐藤栄作首相は8月2日の衆議院本会議において、本格的な国債発行は昭和41年度または42年度からになるうが、昭和40年度においても歳入減が見込まれるので、借入金について検討していることを表明した。<sup>(8)</sup> また8月6日の衆議院大蔵委員会で、福田赳夫蔵相は、昭和40年度の財源不足が予想以上に大きなものになる可能性がある<sup>(9)</sup>と述べるとともに、その対策として日本銀行からの借入金か、国債発行のいずれかに依存せざるをえないことを明らかにした。

それまでわが国財政は、長い間、長期国債発行に依存することなく運営されていたし、また昭和40年1月に策定されたばかりの「中期経済計画」(計画期間、昭和39年度～43年度)においても、「新たな長期内国債については……この計画期間中に発行することは適当でないと考えられる」<sup>(10)</sup>としていた状況であったから、大蔵省でも国債発行のための事務的な準備が整えられていたわけではないし、もちろん本行でもそれについての対応策が固まっていたわけではない。そこで8月3日、第1回の大蔵省と本行の首脳会談(大蔵次官・本行副総裁以下)が開かれ、大蔵省側から、昭和40年度および41年度の財源不足見込み額が示されるとともに、意見の交換が行われた。<sup>(11)</sup>

政府の財源調達については、国債発行と借入れの方法がありうるが、当時この問題に対する本行の考え方の大筋は、①事後的な歳入不足を補てんするための昭和40年度の場合と、財源調達のための昭和41年度以降の場合とは一応区別して考える、②しかし昭和40年度の場合でも本行が直接的な財源調達先になることは、昭和41年度以降における「悪しき前例」になるおそれがあるので、絶対に避けるべきである、③したがって昭和40年度の歳入補てんは資金運用部あるいは市中からの調達によるべきであり、市中調達ということになれば、その方法は国債発行以外には考えられない、<sup>(12)</sup>ということであった。

8月5日の衆議院予算委員会において国債発行問題がとり上げられた際、参考人として出席を求められた佐々木本行副総裁は国債の本行引受けについて、これを全面的に否定するような発言はしなかった。<sup>(13)</sup> 当時大蔵省には、この点について確定した方針があったわけではなかったが、底流には一部日本銀行引受けとする

のもやむをえないとする空気がかなり根強かったし、他方本行の態度もこの段階ではまだ決定されていなかったのもので、佐々木副総裁の発言も含みをもったものになったと思われる。

しかし昭和7年以降本行引受けによって国債が発行されるようになったことが、金融政策の適切な運営を困難ならしめて通貨価値の安定を妨げ、やがては激しいインフレーションをもたらし、本行からセントラル・バンキングの機能を奪うに至ったことは既述のとおりであり、この点は本行の100年にわたる長い歴史のなかでも、とくに痛恨極まりない、苦渋に満ちた経験であった。もちろん、当時わが国は満州（中国東北部）においてすでに大規模な軍事行動を開始しており、昭和10年代における全面的な戦時体制化へのいわば過渡期ともいえる特殊な諸条件のもとにあったことは事実である。しかし戦後の新しい民主主義政治・経済・社会体制のもとにおいても、これまでの実際の経済・金融の推移をふりかえると、もし中央銀行が国債引受けを通じていわば機械的に、安易に対政府信用を供与する仕組みが整えられるならば、通貨価値の安定を目的とする金融政策の円滑な運営が著しく困難になる可能性が極めて高いことは明らかであり、この点では事情は戦前の経験と基本的になんら変わりはない。こうした観点から本行は、中央銀行引受けによる国債発行を原則として禁止している現行財政法<sup>(14)</sup>の精神を堅持すべきであると考え、8月中旬には以下のような基本的態度を決定した。

イ、昭和40年度の歳入不足補てんについては、今回限りのやむをえない措置であることを明確にするために、特別立法で処理する。

ロ、その場合の資金調達<sup>(15)</sup>は資金運用部と市中から行うことにし、本行信用には依存しない。この方針は昭和41年度以降についても堅持する。

ハ、昭和40年度分については、できるだけ資金運用部負担を大きくすることにし、そのために資金運用部保有金融債の本行買入れもやむをえない。

ニ、資金調達の方式としては、長期国債の発行によることにし、その発行条件については、期間は7年、応募者利回りは最低限7%とする。

ホ、市中消化はシンジケート団引受け方式とし、証券業者を通ずる個人消化促進も考慮する。



8月13日の記者会見において、宇佐美本行総裁が国債発行方式について、原則論として「市中消化が望ましく、日銀の直接引き受けには反対である」と述べた<sup>(15)</sup>のは、以上のような本行内の検討結果を踏まえたものであった。しかし一方、大蔵省ではその後、当面国債の市中消化は無理であり、また全額を資金運用部で引き受ける余裕もないから、結局一部資金運用部引受け、残額を日本銀行引受けという方式をとらざるをえないという考え方が強くなっていた<sup>(16)</sup>。この間市中銀行は、市中公募による国債発行には消極的であった。他方証券業界は市中公募に賛成であったが、昭和40年度分については日本銀行引受けでもよいという態度であった<sup>(17)</sup>。また新聞社説のなかにも、景気情勢から考えて、昭和40年度国債は日本銀行引受けで発行すべきだとする意見があった<sup>(18)</sup>。もちろん反対に日本銀行引受け方式は避けるべきだとする意見もあった<sup>(19)</sup>が、以上からもわかるように、当時市中公募によるべきであるという本行の考え方が全面的に支持されていたというわけではなかった。

そこで本行は、大蔵省のみならず各方面に対し、市中消化原則の考え方について理解を求める努力を開始した。その間8月19日から財政制度審議会が、また9月15日からは金融制度調査会が、それぞれ国債発行問題について審議を行っていた。両会とも当初の空気は市中公募原則に全面的に賛成というわけではなかったが、財政制度審議会、金融制度調査会の双方に委員として参加していた佐々木副総裁は、前記の本行の基本方針に基づき、委員会での審議のなかで市中消化原則確立の必要を力説した<sup>(21)</sup>。昭和40年10月11日の金融制度調査会において、佐々木副総裁は国債発行と金融政策の関係について説明したが、その要旨は次のようなものであった<sup>(22)</sup>。

イ、国債の日本銀行引受けと市中消化とでは、その後の金融調節の難易に差異が生じる。すなわち前者の場合は、日本銀行引受け国債の売りオペレーションが主として問題になるが、実際問題として、現在のようなオーバー・ローンのもとでは、日本銀行の意図するだけの規模で実行しうかどうかの保証はない。これに対し後者の場合は主として市中消化国債の買いオペレーションが問題となるが、これについては日本銀行が物価・国際収支の動向等を考慮して、適当

と認められる額の買入れを主導的に実行することができる。

ロ、国債の発行については、財政面における慎重な配慮がまず必要であるが、それに加え、国債の発行自体についても歯止めがぜひとも必要と考えられる。市中消化がよいか、日本銀行引受けでもよいか、理論的には割り切れないが、われわれの置かれている環境からすれば、市中消化の建て前を崩すべきではない。

ハ、市中消化を行うについて、最も重要な点は適正な発行条件を付することであるが、逆に適正な条件は市中消化という市場メカニズムを通すことによって、はじめて見いだしうるものである。合理的な条件で発行されれば、市中で十分消化しうるのは、国鉄の特別利用債の例をみればよく分かる。<sup>(23)</sup>

ニ、経済成長に伴って必要とされる通貨の供給形態を、日本銀行のバランス・シートからみれば、金・外貨または債券の買入れおよび貸出の三つがあり、従来は主として貸出によっていたわけであるが、今後は債券買入れも重要な通貨供給ルートとなろう。その場合オペレーションが円滑に実施されるためには、国債の適正な市場価格が形成されていることが望ましく、その意味で、この際公社債市場の育成をいっそう促進することが適当と考えられる。

結局財政制度審議会は11月1日「財政運営の基本的方向について」および「歳出の合理化について」の中間報告<sup>(24)</sup>を行い、次いで金融制度調査会が11月8日「国債発行に伴う金融制度のあり方」につき大蔵大臣に答申したが、双方とも国債発行にあたっては市中公募原則を守るべきであるとし、本行の主張を支持した。また証券取引審議会が、11月11日付で大蔵大臣に対して行った「公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題について」の報告<sup>(25)</sup>も同様であった。<sup>(26)</sup>

この間大蔵省内でも日本銀行引受け論はしだいに後退し、9月末までには市中公募および資金運用部引受けによって国債を発行するという方針が固まった。また市中公募にあたって大口消化先となる市中銀行側は、前述のように当初、市中公募に消極的であったが、全国銀行協会連合会の岩佐凱実会長（富士銀行頭取）がIMF総会から帰国直後の10月11日、「国際信用という面からも市中消化にすべきである」と強調したのを契機に、急速に市中公募方式支持の態度に傾いた。<sup>(27)</sup>

全国銀行協会連合会は翌12日の理事会において、「国債発行に関する意見」<sup>(28)</sup>をまとめ、11月2日、これを大蔵大臣、本行総裁、金融制度調査会会長はじめ関係各方面に提出したが、国債発行方式については、次のように市中消化を支持する内容となっていた。

本年度の赤字補填については、取敢えず日銀借入金或は日銀の直接引受による国債発行が摩擦の少ない方法という考え方もあるが、これは財政資金調達の安易な方法として将来に悪例を残すこととなるし、又日本経済の健全性について、諸外国に懸念を持たせるおそれがある。

結局、広い視野から見て本年度の財源補填は来年度以降と同様国債の民間消化によることが望ましいと考えられる。

福田蔵相も10月12日、政府の方針として、①40年度不足財源対策は国債発行によって行う、②その発行方法は市中消化と資金運用部引受けの2本建てとする旨を表明し、ここに市中公募原則はようやく確立されることになった。その後、財政制度審議会および金融制度調査会が、この原則を支持する報告ないし答申を行ったことはすでに述べたとおりである。

### 国債発行のための準備作業

以上のように本行は当初の方針どおり、市中公募原則を確立することができたが、実際に国債を発行するためには、そのほかにも技術的な問題を含め、なお検討しなければならない問題が多かった。そこで本行は9月下旬ごろから、関係部局が国債発行の具体的条件・手続き等について検討を開始した。そうした検討結果は役員の下承を経て大蔵省にも提示され、それを土台にして同省との意見調整が行われた。結局、本行案は大筋として大蔵省の下承が得られ、10月下旬には両者の合意が成立した。その大綱は次のようなものであった。<sup>(30)</sup>

#### イ、市中消化額

- ① 本年度の財源不足分については国庫内で極力やり繰りし、とくに資金運用部による消化に努め、国債の市中消化額をできるだけ少額（1000億円以下）に抑える。

- ② 本行は、資金運用部の国債消化に必要な場合は資金運用部保有の金融債買入れを行う。

ロ、発行の時期・頻度

- ① 発行は毎月行うものとし、金融市場の状況により多少の傾斜をつける。  
② 本年度分については1月～3月中毎月発行する。

ハ、発行条件その他

- ① 発行額、時期および発行条件等の決定については、大蔵省・日本銀行のほか引受者側の意向も十分反映される場を作る。  
② 発行条件については政保債利回りにできる限り近いことが必要と考える。  
③ 引受けシンジケート団の結成について早急に準備を進める。

なお、上記のイ、②の本行による資金運用部保有金融債の買入れ方針は、前述のように同年8月に決定した国債発行に関する本行の基本的態度のなかですでに打ち出されていた。その趣旨は、国債の発行に先立ち、まず国債の市中消化原則を円滑に確立するためには、当面の昭和40年度分の発行国債につき市中金融機関の引受け額をできるだけ少額にとどめることが望ましく、したがって資金運用部による多額の引受けが不可避となるが、年度後半に入って同部の資金運用計画を大幅に変更することは事実上困難であるので、本行としては同年度限りの異例の措置としてこの買入れ方針を定めたものであった。このように、この措置は国債の市中消化という大原則を長期にわたって確保するための、やむをえない一時の便法として打ち出されたものであるが、この買入れが実質上国債の本行引受けという側面をもっていたことも事実であり、その点で問題のあったことは否定できない。

その後本行と大蔵省は発行金額、金利、発行価格、期間、手数料、引受けシンジケート団の構成等について検討を重ねた。また11月に入ると40年度国債のみならず、41年度国債発行についての検討も並行的に行われた。

この間、前述の本行と大蔵省との合意に基づき、国債の発行額・時期・発行条件等について引受者側の意向も反映される場として「国債発行等懇談会」を組織する作業が進められた。こうした場を作ることについては、前述の金融制度調査

会の答申においても、「国債発行についての基本的諸事項につき関係者間で事前<sup>(31)</sup>に意見の調整を行なう等の配慮がなされるべきであろう」と述べられていた。結局11月18日福田蔵相は次のメンバーを招いて第1回国債発行等懇談会を開催し、年度内国債の発行規模等について懇談を行った<sup>(32)</sup>。

日本銀行総裁	宇佐美 洵
全国銀行協会連合会会長	岩 佐 凱 実
財政制度審議会会長	小 林 中
金融制度調査会会長	山 際 正 道
証券取引審議会会長	堀 越 禎 三
日本証券業協会連合会会長	福 田 千 里
金融機関資金審議会会長	中 山 伊知郎

この第1回国債発行等懇談会において、昭和40年度国債発行額を約2600億円（額面ベース、以下とくに断らないかぎり同じ）とすることが了承された。なお上記国債発行等懇談会のメンバーについては第2回目から中山素平日本興業銀行頭取が追加された。

次に国債募集引受けシンジケート団（以下、国債引受けシ団またはシ団という）をどのように組織化するかが大きな問題となった。当時、シ団構成メンバーの範囲をどうするかについて二つの対立する意見があり、前述の金融制度調査会の答申と証券取引審議会の意見書も、そうした意見を反映する形で二分した。すなわち前者は、国債消化を広く国民的基盤のうえで行うべきであるという観点から、国債引受けシ団メンバーを政保債のシ団メンバー（都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行、証券会社）より拡大すべきであるとしたのに対し、後者の見解では、シ団は本来アンダーライターによって構成されるべきものであるとして、その範囲の拡大に消極的であった<sup>(33)</sup>。ただ当時の債券市場の状況では、個人や機関投資家の消化に大きく期待することは無理で、大量の国債を円滑に発行するためには大部分を金融機関消化に依存しなければならないことは明らかであったし、他方各種金融機関もシ団加入を希望していたということもあり、結局政保債シ団メンバーのほかに、相互銀行・信用金庫・農林中央金庫・生命保険会社を

加えて国債引受けシ団を構成することになった。ただしシ団参加の各行・庫、各社がすべてシ団メンバーとなるのは事務的に煩わしいので、そのメンバーは各界の代表にしぼることにし、最終的に以下の30名がシ団メンバーとなることになった<sup>(34)</sup>。

富士銀行、第一銀行、三井銀行、三菱銀行、協和銀行、日本勧業銀行、三和銀行、住友銀行、大和銀行、東海銀行、北海道拓殖銀行、神戸銀行、東京銀行、日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本不動産銀行、静岡銀行、埼玉銀行、横浜銀行、北陸銀行、足利銀行、東洋信託銀行、東京相互銀行、全国信用金庫連合会、農林中央金庫、朝日生命保険、野村証券、日興証券、山一証券、大和証券、

さらに以上のなかから次の10名がシ団世話人となり、以後シ団との交渉は、この世話人団（シ団世話人会）を相手に行われることになった。<sup>(35)</sup>

- ① 全国銀行協会連合会会長銀行（代表世話人）
- ② 全国銀行協会連合会副会長銀行
- ③ 全国地方銀行協会会長銀行
- ④ 政保債引受けシ団幹事（日本興業銀行）
- ⑤ 信託協会会長銀行
- ⑥ 全国相互銀行協会会長相互銀行
- ⑦ 全国信用金庫連合会
- ⑧ 農林中央金庫
- ⑨ 生命保険協会会長会社
- ⑩ 証券代表（4社が毎月輪番交代）

以上のようにシ団の組織が固まったところで次に問題となったのは、第1に引受け国債の募集（一般応募者に対する販売）を証券会社のみに限定するかどうかという問題であり、第2には引受けシェアをどうするかという問題であった。前者は「証券取引法」第65条問題<sup>(36)</sup>として、その後長く銀行と証券の対立点となったものであり、当時デリケートな問題であったが、結局、シ団としてはとりあえず証券会社に窓口販売を担当させることになった。また第2の引受けシェアについ

ては資金量を重視した配分方式をとり、次のように決定された。<sup>(37)</sup>

都市銀行、長期信用銀行	51.5%
地 方 銀 行	20.5
信 託 銀 行	3.6
相 互 銀 行	3.6
信 用 金 庫	3.6
農林中央金庫	3.6
生命保険会社	3.6
証 券 会 社	10.0

シ団世話人会は第1回が12月10日、第2回が同月17日に開かれ、シ団側と大蔵省・本行との間でシ団内の引受けシェア等について話し合いが行われたほか、発行条件・手続き等についての交渉が行われた。この2回の世話人会は専務・常務クラスのもので、発行条件等について最終結論を得なかったが、12月20日の第3回は頭取クラスにより開かれ（大蔵次官、本行副総裁出席）、ここで次のような発行条件が最終的に了承されるとともに、翌年1月の発行額を700億円とすることが確認された。<sup>(38)</sup>

表 面 金 利	6.5%
期 間	7 年
発 行 価 格	98円60銭
応募者利回り	6.795%
募集引受料	50銭

こうして国債発行の準備はようやく整ったが、当時は昭和40年度補正予算案および国債発行のための根拠法案がまだ国会で審議中であったので、シ団側との契約文書の作成・調印は補正予算および根拠法の成立をまって行われることになった。

### 長期国債の発行と消化

昭和40年12月27日、昭和40年度一般会計補正予算、特別会計補正予算、政府関

係機関補正予算がそれぞれ成立した。このうち一般会計補正予算についてみると、歳出面では公務員給与の引上げ（353億円）、義務的経費精算（426億円）、食糧管理特別会計への繰入れ（209億円）等、計1412億円を計上したほか、他方既定経費の削減が761億円あったので、結局実質的には651億円の追加となった。これに対し歳入面では日本銀行納付金（317億円）、前年度剰余金（187億円）等651億円を追加計上したものの、他方租税および印紙収入について歳入欠陥2590億円を見込んだので、結局この分が赤字国債発行により補てんされることになっていた。<sup>(39)</sup>

またこの赤字国債を発行するための根拠となる「昭和四十年における財政処理の特別措置に関する法律」は昭和41年1月18日成立し、翌19日公布（法律第4号）、施行された。この法律により、政府は「財政法」第4条第1項の規定にかかわらず、昭和40年度の一般会計補正予算において見込まれる租税および印紙収入の減少を補うため、同予算をもって国会の議決を経た金額の範囲内で国債を発行することができることになった（第2条第1項）。

以上のような経過の後、上記法律が施行された19日には、前述したシ団側との交渉結果に基づき、募集引受け契約の締結、調印が行われ、直ちに1月発行分700億円の募集が開始された。この募集期間は1月19日から25日まで、代金払込みは28日で、前述の引受けシェアによって配分された。証券会社の引受けシェアは10%であったから、1月分の引受け額は70億円であったが、これは個人層を中心に順調に消化された。引き続き2月は国債発行額が少なく250億円であったが、前月の個人消化が比較的順調であったことや、個人消化の額は毎月の金融市場の資金過不足とはあまり関係がないことから、証券会社の引受けシェアを引き上げて16%（金額で40億円）とした。さらに3月は、市中引受け分150億円のほか、資金運用部引受け分として900億円が発行された。また市中引受け分のうち、証券会社の引受けシェアは19.3%（金額29億円）に引き上げられた。結局、昭和40年度における実際の国債発行額は総計2000億円にとどまったが、うち市中引受け分は1100億円であった。さらにそのなかで証券会社引受けシェアは、当初予定をやや上回る12.6%となり、その結果、証券会社以外の引受けシェアはその分だけ軽減された（表4-5）。



表 4-5 長期国債引受け状況

(単位：億円)

	昭和40年度	昭和41年度	昭和42年度
都 市 銀 行	444( 40.3)	2,731( 40.5)	2,591( 41.8)
長 期 信 用 銀 行	106( 9.6)	653( 9.7)	620( 10.0)
地 方 銀 行	219( 19.9)	1,347( 20.0)	1,278( 20.6)
信 託 銀 行	38( 3.5)	237( 3.5)	224( 3.6)
相 互 銀 行	38( 3.5)	237( 3.5)	224( 3.6)
全国信用金庫連合会	38( 3.5)	237( 3.5)	224( 3.6)
農 林 中 央 金 庫	38( 3.5)	237( 3.5)	224( 3.6)
生 命 保 険 会 社	38( 3.5)	237( 3.5)	224( 3.6)
証 券 会 社	139( 12.6)	836( 12.4)	590( 9.5)
小 計	1,100(100.0)	6,750(100.0)	6,200(100.0)
資 金 運 用 部	900	—	1,000
合 計	2,000	6,750	7,200

(注) 1. 額面ベース。

2. かっこ内は構成比(%)。

(出所) 大蔵省理財局『国債統計年報』。

昭和41年度予算は昭和41年4月2日に成立したが、同年度一般会計歳入に計上された公債金収入は7300億円であった。前述のように、昭和40年度国債が特別措置法に基づく歳入補てん国債(赤字国債)であったのに対し、昭和41年度国債の場合は「財政法」第4条第1項<sup>(40)</sup>ただし書きによる、いわゆる建設国債として発行されることになった。ただし発行方式・発行条件・シ団の構成および引受けシェア等はすべて昭和40年度国債と同様ということでスタートすることになった。また毎月の発行額については、その時々資金需給の繁閑に応じて格差をつけることにした。ただし証券会社を取り扱う一般募集分についてはその性格上、月々の変動があまり大きいのは好ましくないという観点から毎月60億～80億円の発行が行われた。結局、昭和41年度国債については、その後、歳入面で自然増収が相当多額に達することが明らかになったため、シ団引受け予定分を減額するとともに、資金運用部の引受け予定額(300億円)についても、これをとりやめること<sup>(41)</sup>にしたため、発行総額は6750億円となった。

後述のように、日本経済は昭和40年不況を脱すると、再び高い成長を続けるようになった。しかしその間にも、長期国債の発行はかなり高い水準で続いた。す

#### 4. 昭和40年代前半の金融政策

なわち昭和41年度～42年度における一般会計の国債発行額は、6000億～7000億円で歳入全体に占める比率も10%をか

なり上回っていた。昭和43年度～45年度においては国債発行額が漸減し、昭和45年度には歳入全体に占める比率も4.1%まで低下した（表4-6）。しかし昭和40年の不況を契機に始まった一般会計の国債依存は、その後景気が回復してからも継

続し、昭和40年代前半の高度成長のなかでも解消しなかった。この点は

財政運営が安易な道を選んだという批判を免れないであろう。

この間、国債の発行条件は2度改定された。その1回目は昭和43年2月からのもので、表面金利、償還期限等是不変のまま、発行価格を50銭引き下げて98円10銭とした。その結果、応募者利回りは6.902%に上昇した<sup>(42)</sup>。2回目は昭和45年4月からのもので、この場合も発行価格の50銭引下げ（97円60銭）のみが行われ、応募者利回りは7.011%となった<sup>(43)</sup>。これらはともに金融情勢の変化に伴うものであったが、当初要望されたように、発行条件が常に適正であるよう市場の情勢に応じて弾力的に変更されたとはいいい難い状況にあった。

#### 国債発行の意義とその影響

太平洋戦争後の昭和22年3月に制定された「財政法」は歳入補てん国債（赤字国債）の発行を禁止する（第4条）とともに、日本銀行引受けによる国債発行についても原則的にこれを禁止した（第5条）。事実、一般会計の長期内国債の発行は、昭和22年2月を最後にその後行われていなかったから、昭和41年1月の国債発行は実に19年ぶりのことであった。もっとも「財政法」の制定がそのまま財政の健全化につながったわけではない。しかし昭和24年のドッジ・ライン以降は均衡財政を維持するという考え方が強くなり、少なくとも一般会計における国債

表 4-6 一般会計歳入(決算)に占める国債収入

(単位：億円)

昭和 年度	国 債		一般会計 歳入計 (B)	A B
	発行額	収入金 (A)		
40	2,000	1,972	37,731	% 5.2
41	6,750	6,656	45,521	14.6
42	7,200	7,094	52,994	13.4
43	4,710	4,621	60,599	7.6
44	4,206	4,126	71,093	5.8
45	3,557	3,472	84,592	4.1

(出所) 大蔵省主計局調査課編『財政統計』昭和47年度、大蔵省印刷局、昭和47年、および前掲『国債統計年報』昭和45年度、により作成。

発行は、交付国債と借換債を除き行われなかった。したがって昭和41年以降の国債発行は、戦後における財政政策の大きな転換を意味するものであったといえる。また後述のように、それは本行の金融政策運営にとっても深刻な影響を及ぼす可能性をもつものであった。

もっともドッジ・ライン以降堅持されてきたといわれる国債不発行主義の実態については、いろいろ問題があった。まず第1に、ここでいう国債不発行主義というのは、あくまで一般会計の歳入となる長期国債発行についてであって、それ以外の短期国債（政府短期証券）、外国債、交付国債、借換国債等は、国債不発行主義の対象外と考えられてきたからである。国債不発行主義の財政運営のもとにおいても、これまでいろいろな形で国債が発行され、政府債務残高は漸増を続けていた。第2に、政府債務残高の増加はそれほど大きくないとしても、準国債ともいうべき、地方債や公社・公団・公庫債はこの間にも急増していた（表4-7）。したがって国債不発行主義といっても、それは「きわめて限られた意味での」国債不発行であり、その点からいえば、昭和40年を境として財政のあり方が基本的に変ったわけではないという見方も成り立ちうる。しかし昭和30年代の高度成長政策下で、国債不発行主義が「財政の膨張にたいし、いわゆる歯止めの役を果たした」ことも否定することができない。<sup>(44)</sup>その意味で、昭和40年度の国債発行は、わが国財政にとって質的な変化をもたらしたものであり、やはり画期的なことであった。

同時に、それは単に財政運営のあり方が変化したというにとどまらず、わが国の金融構造や本行の金融政策運営といった観点からみても、少なからぬ影響を持つものであった。昭和40年度の国債発行に際し、本行は将来にわたって国債発行が過度な信用膨張につながることをないようにという観点から、本行引受け方式をあくまで避ける方針を堅持した。しかし問題はそれで終わったわけではない。昭和40年度国債の発行に際しては、前述のようにシ団引受け方式による市中公募体制を作ったが、長期国債の発行が長く継続するとなれば、今後金融情勢が変化しても、そうした市中公募体制を維持しうるかということが問題となる。長く市中公募体制を維持するためには、シ団そのもののあり方のほか、国債の発行条件

#### 4. 昭和40年代前半の金融政策

表 4-7 政府債務残高の推移

(単位：億円)

昭和 年度末	政府債務 残 高				参 考	
		内国債	外国債	政府短期証券	地方債	公社・公団・公庫債
30	10,572	4,258	888	4,551	508	658
31	10,002	4,093	844	4,099	927	1,035
32	9,703	4,058	807	3,631	1,184	1,380
33	10,755	4,001	869	4,673	1,367	1,964
34	12,530	4,598	817	5,783	1,573	2,591
35	13,403	4,468	741	6,796	1,946	3,811
36	12,229	4,364	563	5,812	2,213	5,577
37	12,807	4,136	482	6,672	2,528	7,832
38	11,846	4,245	464	5,516	3,186	10,886
39	13,492	4,332	608	6,555	4,091	14,299

(注) 1. 政府債務残高はうち書きのもののほか借入金および一時借入金を加えたもの。

2. 参考欄の計数は年末残高。

(出所) 前掲『本邦経済統計』昭和40年報。

を弾力的に変更しうるか、国債に流動性を付与しうるかといった問題が残されていた。また国債発行は財政資金調達の手段という意味で、財政固有の問題としての性格が強いが、金融面でも大きなかわりをもっていた。すなわち、国債の市中消化といっても、それが家計や企業部門によってではなく、金融部門で引き受けられる場合には、市中信用の過度の膨張につながりやすいし、またそうした信用膨張を避けようとするれば、いわゆるクラウディング・アウトを生ずことになる。さらに発行後の国債は金融市場にとって重要な金融資産としての性格をもっていた。したがって国債の存在はその発行時点のみならず、その後も長く金融的側面とかかわりを持つ性格のものであった。昭和40年代に入って、わが国においても国債管理政策に対する関心が急速に高まったのは、以上のような国債のあり方を財政と金融の接点としてとらえる意識の表われとみることができる。

継続的な国債発行を円滑に行いながら、しかも適切な金融調節を実施していくという観点から、まず問題となったのは公社債流通市場の整備であった。戦後にわが国公社債流通市場の整備は著しく遅延しており、昭和31年には公社債

の一部銘柄が証券取引所に上場されたこともあったが、昭和37年4月には受益者引受けの電信電話債券を除いて、公社債の取引所取引が中止され、以後公社債流通市場は事実上存在しないと同様の状況にあった。しかしそうした状況のもとでは、国債の適切な発行条件を見いだすことも困難であるし、また保有国債の売却も事実上できないということになる。さらに需給の実勢を反映して、国債価格が弾力的に変動することは、国債発行に対して有効な歯止めの一つとなりうると考えられた。したがって本行は公社債流通市場が整備されることが望ましいと考えていたし、それはまた当時一般に、ほとんど異論のない認識であったといえよう。<sup>(46)</sup> 当時は金融緩和期で、公社債の市場取引を再開するのに比較的恵まれた環境でもあったので、東京証券取引所および大阪証券取引所では、昭和41年2月7日から政保債・地方債・金融債・社債等を上場（東京は30銘柄、大阪は25銘柄）し、昭和37年以来ほぼ4年ぶりに公社債の取引所取引を再開した。<sup>(47)</sup> また41年10月1日から、同年1月以降に発行された長期国債（六分半利国庫債券）も東京・大阪両証券取引所に上場された。<sup>(48)</sup>

証券取引所上場後における国債取引状況をみると、まず10月中の東京・大阪両

表 4-8 長期国債売買状況（東京市場）

昭和 年	東京証券取引所			店頭取引 売 買 高
	売 買 高	売買代金	平均利回り	
	百万円	百万円	%	百万円
41	1,124	1,107	6.86	14,907
42	6,396	6,284	6.91	139,137
43	9,270	9,076	7.03	216,900
44	9,908	9,697	7.09	281,280
45	13,681	13,374	7.19	371,133

（出所）東京証券取引所『東京証券取引所資料集』統計編、同所、昭和55年。

証券取引所における売買高は10億円弱であったが、11月、12月には3億円台に減少した。しかし昭和42年に入ると売買高は月中5億～10億円程度の規模となり、傾向的にみれば取引所取引のみならず店頭取引もしだいに増加した（表4-8）。

次いで、本行の債券売買操作の対象に国債を加えるという問題が検討された。前述のように昭和37年12月以降、本行は債券売買操作を弾力的に活用する方針をとりながら、昭和40年の金融緩和のなかで、その実施は困難になっていた。そのため本行は、金融調節の方式についてなんらかの修正を迫られていたが、新しく長期国債を継続的に発行するという事態を迎えて、長期国債を金融調節のなかに

どのように組み込むかが検討の課題となった。その結果、債券売買操作について、従来の政保債・金融債・電力債の売戻し条件付買入れという方式を長期国債の無条件買入れ（買切り）を中心とする方式に改めることになった。ただ本行が発行後間もない国債を買い入れるということは、市中消化の原則からいって適当ではないという考え方から、発行後1年以内の国債は買入れの対象から除外することにした。したがって昭和41年中は国債買入れ操作は行わず、その間は政保債の無条件買入れを実施していたが、昭和42年2月以降、長期国債が債券買入れの対象となり、やがて債券売買操作は主として長期国債によって行われるようになった。

さらに昭和41年以降の国債発行下では、わが国の資金循環のパターンにも変化が生じることが予想された。もちろん国債を発行したのは一般会計においてであり、したがって国債発行が必ずしも政府部門ないし公共部門全体の動きを示しているものではない。しかし当時鈴木武雄（武蔵大学教授）が指摘したように昭和41年が「均衡財政から国債を抱いた財政へ」の転換点<sup>(49)</sup>であるとすれば、それは公共部門の資金不足の拡大を意味するものであり、そのことは同時に企業部門の資金不足幅の相対的縮小、個人部門の資金余剰幅の相対的拡大を伴うことを予想させた。さらにそうした変化は、わが国金融構造の特色といわれたオーバー・ローンやオーバー・ボローイングにも影響するものであったから、国債発行の金融的影響には見逃しえない重要な側面が含まれていた。もっとも実際には前述のように、日本経済は昭和40年代前半も高い成長を続け、国債発行高も昭和43年度以降漸減したので、結果的には資金循環のパターンにもしばらくの間それほど顕著な変化は生じなかった。

- (1) 財政調査会編『国の予算』昭和40年度、同友書房、昭和40年、13～14ページ、21～22ページを参照。
- (2) 昭和40年1月9日付『日本経済新聞』社説「金融緩和措置をさらに進めよ」。
- (3) 昭和39年7月31日の閣議における田中蔵相の発言（前掲『国の予算』昭和40年度、所収）14ページ。
- (4) 日本銀行保有資料。
- (5) 日本銀行保有資料。

## 第5章 高度成長下の金融政策

- (6) 昭和40年6月18日付『日本経済新聞』(夕刊)。
- (7) 上掲紙、昭和40年7月27日付(夕刊)。
- (8) 上掲紙、昭和40年8月3日付。
- (9) 上掲紙、昭和40年8月7日付。
- (10) 経済企画庁編『中期経済計画』大蔵省印刷局、昭和40年、22ページ。
- (11) 日本銀行保有資料。
- (12) 同上資料。
- (13) 『第四十九回国会衆議院予算委員会議録』第3号、昭和40年8月5日、22～23ページを参照。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 昭和40年8月14日付『日本経済新聞』。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) 同上資料。
- (18) 昭和40年8月29日付『日本経済新聞』社説「本年度の公債は日銀引き受けて」。
- (19) 『週刊東洋経済』第3241号(昭和40年8月14日)社説「公債は日銀引き受けを避けるべし」6～7ページ。
- (20) 国の予算、決算および会計の制度に関する重要な事項について調査審議するため大蔵省の付属機関として昭和25年に設置されたが、37年に改組され、さらに40年に改組の際民間人委員のみで構成されるようになった(「財政法」附則第8条および大蔵省百年史編集室『大蔵省百年史』下巻、大蔵財務協会、昭和44年、234ページ、311ページ)。
- (21) 日本銀行保有資料。
- (22) 同上資料。
- (23) 日本国有鉄道が工事資金等財源確保のため昭和40年度以降発行したもので、発行条件は当時の市場実勢に即して決められていた。
- (24) 大蔵省大臣官房文書課編『財政新時代』同省、昭和41年、271～294ページ。
- (25) 金融制度研究会編『金融制度調査会答申集』(「金融制度調査会資料」別巻)金融財政事情研究会、昭和45年、230～234ページ。
- (26) 大蔵省証券局年報編集委員会編『第4回大蔵省証券局年報』昭和41年版、金融財政事情研究会、昭和41年、118～119ページ。
- (27) 昭和40年10月12日付『日本経済新聞』。
- (28) 前掲『金融』第225号(昭和40年12月)52～54ページ。なお引用は53ページ。
- (29) 昭和40年10月12日付『日本経済新聞』(夕刊)。
- (30) 日本銀行保有資料。
- (31) 前掲『金融制度調査会答申集』231ページ。
- (32) 銀行局金融年報編集委員会編『第15回銀行局金融年報』昭和41年版、金融財政事情研究

会、昭和41年、17ページ。

(33) 同上、18ページ。

(34) 日本銀行保有資料。

(35) 同上資料。

(36) 「証券取引法」第65条は、証券業と銀行業等を分離するという考え方に立って、銀行・信託会社・その他政令で定める金融機関の証券業務を禁止した規定であるが、この規定は国債・地方債・政保債については適用しないと定めている。しかし実際には大蔵省の行政指導によって、これら金融機関は国債・地方債・政保債についても証券業務を行わなかったが、同時にこれら金融機関はそうした業務を認めるべきだとして証券界と鋭く対立していた。これが「証券取引法」第65条問題といわれていたものである。

(37) 日本銀行保有資料。

(38) 日本銀行保有資料。なお募集引受料50銭は大蔵省がシ団に一括して支払うものであるが、国債の取扱い経費は銀行等と証券会社とは異なるので、シ団内の配分は前者48銭、後者68銭とされた。

(39) 前掲『調査月報』昭和41年2月号、26ページ。

(40) 「財政法」第4条第1項は次のとおり。

国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。

(41) 前掲『調査月報』昭和42年5月号、41ページ。

(42) 上掲『調査月報』昭和43年3月号、32ページ。

(43) 上掲『調査月報』昭和45年5月号、41ページ。

(44) 鈴木武雄『日本公債論』金融財政事情研究会、昭和51年、58～59ページを参照。

(45) 東京証券取引所『東京証券取引所20年史』同所、昭和49年、268ページ。

(46) たとえば、金融制度調査会の昭和40年11月8日付「『国債発行にともなう金融制度のあり方』に関する答申」（前掲『金融制度調査会答申集』所収）232～233ページ。

(47) 前掲『東京証券取引所20年史』418ページ。

(48) 同上、419ページ。

(49) 前掲『日本公債論』100ページ。