

- (25) この数字は9月3日、4日の最初のG10代理会議においてアメリカのボルカー財務次官が各国代表に示したもの。
- (26) この当時アメリカの財務長官はコナリー(J. Connally)であったが、アメリカがこのまま強硬姿勢を続けると経済・外交政策上好ましくない影響が生じることを懸念したキッシンジャー(H. Kissinger)大統領特別補佐官とバーンズ(A. Burns)連邦準備制度理事会議長がその旨をニクソン大統領に進言、これを契機にアメリカの政策が方向転換したといわれる。詳しくは R. Solomon, *op. cit.*, p. 201, を参照。
- (27) 日本銀行保有資料。
- (28) 同上資料。
- (29) 昭和46年12月20日付『日本経済新聞』。
- (30) 同上。
- (31) 日本銀行政策委員会『昭和47年年次報告書』昭和48年、15～20ページを参照。

(3) 世界的なフロート制移行

スミソニアン体制の弱点

スミソニアン合意が成立した当時、国際通貨体制は再びブレトン・ウッズ体制のようなドルを中心とした固定相場制に戻るものと世界一般に信じられていた。スミソニアン合意が通貨のリアラインメント(realignment)と称されたこと自体こうした事情を如実に物語っていたといえよう。スミソニアン合意について、通貨別調整幅など個別具体的点には疑念をもち向きはあっても、合意の志向する固定相場制復帰が困難なことを指摘し、世界は遠からずしてフロート制への移行を余儀なくされようとの洞察を示すものは少なかった。

こうした事情はわが国内でも官民、学界を問わずおおむね同様であった。⁽²⁾そして前述のような国民各層にわたる円切上げアレルギーのなかで、政府はスミソニアン合意後、円再切上げ絶対回避という方針を掲げ、経済政策運営のスタンスは急テンポでの拡大均衡論の方向へと傾斜し、為替市場ではしばしば大量の介入により、為替相場の安定を図ろうとした。しかしアメリカを中心に世界経済がインフレーション的な拡大を続けるなかで、わが国の貿易収支黒字額は円切上げ前の前年よりむしろ増加して国際収支の不均衡は是正されず、当局の為替市場での買

入れ総額は昭和48年（1973年）2月までに75億ドルの巨額に達するに至った。そのうえ国内経済面では後述のように急激な経済の拡大から各面で需給関係が逼迫し、昭和47年夏ごろから卸売物価は急騰し始め、上記のような経済運営方針は転換を迫られるに至った。そうしたなかで48年2月わが国はアメリカならびに西ヨーロッパ主要国から円の再切上げを強く要請され、フロートに移行するが、翌3月には世界の主要国がフロート体制に移行し、スミソニアン体制はわずか1年余りで崩壊することになった。

このようにスミソニアン体制が極めて短期の間にもろくも崩壊した要因は当初から体制のなかに内包されていたといえよう。既述のようにブレトン・ウッズ体制にもともと内在していた欠陥（とくに円滑な通貨調整メカニズムの欠如）についてなんら解決が図られなかったから、アメリカを中心に国際収支赤字国は経済政策運営上強い国際収支節度を維持せず、インフレーション的な経済の拡大を続け、他方日本などの黒字国は自国通貨の弾力的な切上げに拒否反応を示し、固定平価制度が維持されるために必要な基盤は整わなかった。

そのうえスミソニアン体制は新たに二つの弱点を持ち込んだ。一つは、アメリカがニクソン声明によって一時的に停止したドルの金への交換性を回復するコミットメントを行わなかったことである。もう一つは、戦後一度も変更されなかった金価格の引上げが行われたことである。これら二つの要因は各国投機家に強い投機動機を提供し、スミソニアン体制の命取りとなったのである。

すなわち、金価格の引上げ（ドルの切下げ）は一度行われると、二度目、三度目の引上げに対する投機的期待を喚起することになる。とくに従来外貨準備の大半をドルで保有してきた産油国をはじめとする中後進国は、ドルを売却して金ないしマルクや円などの強い通貨へ乗り換える動きを示す可能性が大きい。これに対し強い通貨国当局は自国通貨を売りドルを買うことによってスミソニアン・レートを維持しようとしても、金価値保証のついていないドルの買込みにはおのずから限度が生じざるをえない。こうしたスミソニアン体制の抱えていた弱点を見抜き、47年の年明け早々から投機筋の攻撃がかけられ、その後幾度か大規模な投機が繰り返されるなかでスミソニアン体制は崩壊したのである。

以下、スミソニアン合意から全面フロート移行までの足取りを簡単にたどってみよう。

世界的フロート制移行への歩み

スミソニアン合意直後弱含みに推移した各国の対米ドル為替相場は、翌1972年（昭和47年）の1月、2月になると、アメリカの財政赤字が空前の規模に達するとの見通しが発表されたことなどを契機に、円、西ドイツ・マルク、オランダ・ギルダー、ベルギー・フランを中心に先高観が強まり再び波乱含みの動きに転じた。このうち円相場は、輸出前受金が1月6日の規制解除直後から大量に流入した（1月、2月の2か月で13億ドル⁽³⁾）ことなどを主因に、1月下旬には308円台（対米ドル、インターバンク直物、以下同じ）、2月下旬には一時的ながら301円90銭へと急騰した。この間、当局は多額のドル買い介入を実施する一方、2月25日に輸出前受金規制を復活し、3月1日には在日外国銀行に対し円転規制を強化し、さらに5月8日には前年12月に月中平均残高ベースに緩和した円転規制を再強化して毎日残高ベースで行うことにするなど円相場の鎮静に努めた（なお5月8日以降為銀に対する外貨預金勘定の開設が自由化されたのに伴い、コルレス契約を認められていない本邦為銀に対しても円転規制を適用）。他方、ヨーロッパでも各国が相次いで公定歩合の引下げを行ったほか、2月下旬から3月上旬にかけ西ドイツが現金預託（Bar-depot）⁽⁴⁾制度を導入、スイスが非居住者預金に対するネガティブ・インタレスト賦課に踏み切るなど短資流入規制措置を実施した。こうした諸対策がとられるなかで、年初来波乱含みのうちに推移してきた国際通貨情勢は一応小康を取り戻した。それとともに、円相場も3月下旬に304円台を回復、その後6月までおおむね304円～305円台の水準で平静な動きを続けた。

この間、ECは4月24日から域内為替変動幅縮小取決めを実施に移した。この措置は、スミソニアン合意では為替変動幅が従来の平価上下1%から新レート上下2.25%のワイドバンドに改められていたが、これでは為替相場の動きが不安定すぎるとして、ECの域内通貨相互間に限りこのワイドバンドを新レート上下1.125%のナローバンドに圧縮する、というものであった。同時に介入通貨

としては、ECのナローバンド内に収めるための介入には域内相手国通貨を用いる（買い支えを受けた国は自国通貨を買い支えた国に対し翌月末に介入相当分を決済する）⁽⁵⁾ことにし、金交換性の付与されていないドルによる介入はEC最強（ないし最弱）通貨が対米ドルワイドバンドを維持する場合に限ることにされた。

こうして国際通貨情勢はしばらく平静裏に推移していたが、6月半ばに至り再び波乱場面を迎えた。英ポンドが激しい売り投機に見舞われ、域内通貨当局による必死のポンド買い介入にもかかわらず、結局6月23日にフロートに追い込まれたのである。⁽⁶⁾もともとイギリス国内にはスミソニアン・レートは英ポンドがフランス・フランなどに比べ割高に設定されすぎたという不満がくすぶっていたが、こうした事態を迎える直接の契機となったのは、当時野党の労働党において影の大蔵大臣と目されていたヒーリー（D. Healey）が、夏までの間にポンドの切下げは不可避であると発言したことであるとされている。しかし、この英ポンドのフロート移行は単なる一国通貨の問題にとどまらなかった。それは、スミソニアン合意の一角が崩れたことを意味するものと受け取られ、市場ではポンド以外の通貨もフロートに移行するのではないかとの思惑が発生、これはさらにEC共同フロート移行のルーマーに拡大し、大量のドル売り、欧州通貨・円買いの投機が生じた。

こうした状況に対処するため、わが国ならびにヨーロッパ各国はいったん為替市場を閉鎖した（時差の関係等からヨーロッパは6月23日～27日、わが国は6月24日～28日の間それぞれ閉鎖）。しかし、市場再開後も米ドルから欧州通貨、日本円への乗換えの激震が続き、結局、英ポンドがフロートに移行した6月23日から7月14日までの間に主要国全体で総額60億ドルを超える巨額のドル売りが行われた。⁽⁹⁾この間、スミソニアン・レートの維持はもっぱらアメリカ以外の主要国の負担において行われ、アメリカは終始ビナイン・ネグレクトのスタンスをとり続けた。このことがまた通貨投機の振幅をいっそう強めるもとになり、スミソニアン体制は崩壊の瀬戸際に立たされるに至った。

このような事態の急速な進展を眺め、7月18日にアメリカ財務省はようやく、

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

ニューヨーク連邦準備銀行が各国中央銀行とのスワップ取決めを発動し、限定的なドル買い介入操作を行うことに同意した。⁽¹⁰⁾これはニクソン声明以来とだえていたアメリカ当局のドル平価維持のコミットメントが部分的とはいえ1年ぶりに復活したことを意味した。そしてこのアメリカの措置を契機に各国為替市場は漸次小康状態を取り戻し、その後、アメリカの貿易収支が改善の兆しを示したほかアメリカの金利が上昇傾向をたどったことなどを背景に、国際通貨情勢はおよそ半年ばかり波乱含みのうちにも一応平静に推移した。

この間、円相場は債券不安とともに騰勢を強め、市場閉鎖直前（6月23日）には302円15銭まで上昇した。市場再開（6月29日）後は、閉鎖期間中の輸出手形の持込み急ぎや対日証券投資資金の流入増などから、再開当日の29日に一挙にワイドーバンドのほぼ天井である301円10銭まで急騰、その後年末近くまではほぼ一貫して天井圏にこう着した状態のまま推移した。一方先物相場（3か月先）は市場再開当日300円台を割り込んだ後、時の経過とともにさらにじりじりと騰勢を強め、11月には290円台まで上昇した。こうした状況に対処するため、大蔵省と本行の協議により、6月29日には証券会社名義特別勘定を円貨勘定と外貨勘定の2本建てとし、実需の裏付けのない投機的資金の円貨勘定への流入を防止する措置が講じられ、10月6日にはさらに円貨勘定への滞留期間を1か月に制限する等の措置が実施された。このほか中長期現地貨の個別許可制、輸出船舶の用船契約に関する規制等、相次いで為替管理の強化措置がとられた。国際通貨情勢が平静さを保つなかで、こうした海外短資流入規制措置などの効果も加わって、年末近くになると円相場はそれまで半年近く続けた301円10銭から302円台へと軟化する場面もみられるようになった。

なお昭和47年中のわが国の国際収支の状況をみると、貿易収支および経常収支の黒字幅はそれぞれ90億ドル、66億ドルと前年（同78億ドル、58億ドル）を10億ドル前後上回り、黒字減らし対策により長期資本収支が45億ドルの赤字（前年同11億ドル）を示したものの、総合収支はなお47億ドルの黒字を示し（前年同77億ドル）、外貨準備高は年間31億ドル増加して、184億ドルに達した。

国際通貨情勢は上述のように一時平静を取り戻していたが、昭和48年の年明け

とともに様相は一変した。1973年1月22日にそれまでスイスへの資金流出が跡を絶たないことに悩んでいたイタリアが二重為替相場制を採用したことから波乱が生じ始めた。これを契機にリラからスイス・フランへの資金シフトがむしろ一段と強まり、これに対処してスイスは暫定的にフロートへ移行した。⁽¹¹⁾ 2月初め *The New York Times* にアメリカのシュルツ (G.P. Shultz) 財務長官が西ドイツのシュミット (H. Schmidt) 蔵相にフロート移行を勧奨したことが報道されるに及び、ドル売りは激化した。⁽¹²⁾ 当初西ドイツを中心に行われていたドル売りはほどなく円にも波及した。わが国当局は大量のドル買い介入を実施したものの、全般的な通貨投機に鎮静化の兆しは現われなかった。こうした状況のもとで本行と大蔵省は連日緊密な連絡を保ちながら内外情勢の推移を注視し、対応策を打ち合わせていたが、2月10日(土曜日)に愛知蔵相の裁断のもと、わが国は他国に先駆けて東京為替市場の閉鎖に踏み切った。国際通貨の面でわが国が主導的な行動をとった初めてのケースであった。ニクソン・ショックの経験に学んだものといえよう。このように果断に為替市場の閉鎖に踏み切った背景には、前年来スミソニアン合意に基づく1ドル=308円の固定相場を維持するためしばしば為替市場に対する大量の介入操作を繰り返すなかで、前年秋ごろ以降、このレートを維持することは困難であり、フロートに移行せざるをえないという感触が本行関係者の間にしだいに強まっていたという事情が大きなかかわりをもっていた。

この後、国際通貨情勢は翌月へかけて激動を示した。まず週明けの2月12日(月曜日)にヨーロッパ各国は為替市場をいっせいに閉鎖したが、その後同日アメリカは10%の金価格再引上げ(ドル再切下げ)を発表した。⁽¹⁴⁾ これは、前週後半以降アメリカのボルカー財務次官が東京をはじめヨーロッパ各国を秘密裏に歴訪するなどにより、アメリカはドルの金平価切下げ、ヨーロッパ諸国は金平価維持、日本は円の金平価切上げ(アメリカの切下げ率とほぼ同幅)を行うというアメリカ案を中心に主要国間で事態の短期收拾のための交渉が重ねられていたが、日本時間で2月13日(火曜日)に関係国間の合意が成立したもので、わが国はたまたま予算案が国会審議中で平価変更が困難であるなどの事情からフロートに移

行することになった。2月14日に各国とも為替市場を再開した（ロンドンのみ13日）が、わが国では市場再開に先立ち、愛知蔵相は2月13日に「明十四日より外国為替市場を再開するとともに、当分の間、外国為替の売買相場についての変動幅の制限を停止する……。……政府としては、……。できるだけ早い機会に固定相場に復帰したいと考えている」との談話を明らかにした。⁽¹⁶⁾ 円はフロート移行後も引き続き騰勢が根強く一時的ながら263円台まで上昇する場面もみられた。一方、ヨーロッパ諸国は西ドイツ・マルク、フランス・フラン、オランダ・ギルダー、ベルギー・フラン等が従来の金平価を維持し、したがって米ドルに対しては11.11%切り上げたうえで固定相場制を継続、イタリア・リラは新たにフロートに移行、英ポンド、スイス・フランはフロートを継続、といったかたちで市場再開を行った。⁽¹⁷⁾

しかし、ドルの再切下げが行われたことは結果的に投機筋の予想どおりに事態が展開したとの印象を与えたことになり、月末接近につれて再びドル売りが増大した。そして3月に入ると、月初早々EC共同フロート移行ルーマーの再燃、アメリカ議会筋のドル再々切下げ発言等不安材料が重なり事態は一気に深刻化した。こうした状況に直面し、わが国ならびにヨーロッパ主要国は3月2日いっせいに市場再閉鎖に踏み切った。⁽¹⁸⁾ なお、金市況（ロンドン金市場、午後の fixing price）は、スミソニアン合意以降40ドル（1トロイ・オンス当たり）の水準からじりじりと値を上げてきたが、今次の通貨不安に際しては1か月間に一挙に20ドルも急騰し、市場再閉鎖直前には86ドル近くの水準に達した。

為替市場再閉鎖後、各国は事態収拾のため直ちに協議に入った。まずEC諸国は通貨評議会、蔵相会議等を連日開きグループ全体としての立場を模索した。同時にEC9か国のほかアメリカ、日本、カナダ、スウェーデン、スイスの参加する拡大10か国蔵相・中央銀行総裁会議（以下拡大G10会議と略称）も開催され、全体としての解決の方向が討議された。こうしたなかで、ECは3月11日夜に、西ドイツ・マルクを3%切り上げつつ域内国通貨相互間では固定レート（固定レートの上下1.125%のナロー・マージン）を維持する一方、それ以外の通貨（米ドル、日本円等）に対してはフロートする、といういわゆる共同フロート制の採

用という大枠について合意した⁽¹⁹⁾。ただし、イギリス、イタリア、アイルランドは共同フロートに参加せず、とりあえず西ドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、デンマークの6か国で始めることになった（域外のスウェーデン、ノルウェーも後日参加）。

一方、これまでフロートしてきた日本、スイス、イギリス、イタリアはそのままフロート制を続けることを確認した。こうして、主要国はすべて米ドルに対しフロートすることになり、スミソニアン体制は崩壊した。この結果残された問題は、フロートをいかに運営していくか、すなわち市場の需給にレートの決定を完全にゆだねるいわゆるクリーン・フロートを原則とするか、あるいは必要と判断されるときは適宜中央銀行が介入することを認めるかという点にしばられた。これについては3月16日再度開かれた拡大G10会議において、①秩序維持のため公的当局が適宜市場介入を行うこと、②介入資金確保のためスワップ網を拡大すること、等の点で原則的な合意に達し一応の決着をみた。⁽²⁰⁾そしてこの後3月19日（月曜日）各国いっせいに為替市場を再開した。

表 1-9 昭和47年1月～48年10月の円相場

（単位：円）

昭和 年・月中	月 中 平 均 対米ドル相場	昭和 年・月中	月 中 平 均 対米ドル相場
(46.12.21)	(314.65)	47.12	301.23
47. 1	312.23	48. 1	301.96
2	304.98	2	279.10
3	302.44	3	265.26
4	303.56	4	265.52
5	304.44	5	264.73
6	303.68	6	264.70
7	301.11	7	264.41
8	301.10	8	265.11
9	301.10	9	265.49
10	301.10	10	266.33
11	301.10		

（注）1. インターバンク米ドル直物の中心レートによる。

2. 昭和46年12月21日は、スミソニアン合意成立し東京市場が再開した日の相場を参考までに掲げた。

3. 昭和48年2月14日から円相場はフロート移行。

（出所）日本銀行保有資料。

こうして、1月下旬以来の国際通貨不安はようやく収束したが、それは主要国がすべて米ドルに対しフロートするという形でしか実現しなかった。ここに第2次世界大戦後30年近く続いたブレトン・ウッズ固定平価体制は名実ともに終わりを告げ、世界は全面フロートの時代を迎えることになった。

この間、本行は2週間余り続いた市場閉鎖期間中、日々為銀等を通じ市中における外

国為替取引の状況把握に努め、市場閉鎖の長期化に伴う不測の事態発生の防止に努力した。幸いにもこうした異例の長期にわたる閉鎖期間を通じ為替を中心とする外国為替取引は、トラベラーズ・チェック、キャッシュの買取り等旅行者の両替取引がほぼ平常通り行われたのをはじめ、貿易業者関連の取引も仮仕切りの方法でおおむね円滑に進められるなど、総じて大きなトラブルは発生しなかった。一方、円相場は月初 268 円となったあと、市場再開直後 264 円10銭で始まり一時 263 円20銭まで上伸する場面もみられたものの、その後月末接近につれ、市場閉鎖前活発に行われたリーズ・アンド・ラグズの解きほぐしが行われたこともあって、相場は漸次安定化に向かい、265 円83銭の水準で 3 月を越月した。円相場はその後も比較的安定した足取りを続け昭和48年秋第 1 次石油危機が発生する直前までおおむね264円～266円台で推移した（表 1-9）。

本行の円対策

スミソニアン合意の成立からフロート移行までの間において実施された既述のような為替市場への介入や為替管理の強化など、いわば短期的、対症療法的措置のほかに、本行は国際収支黒字幅圧縮ないしは外貨準備高の増大抑制のため一般的金融緩和政策とともに次のような諸施策を実施した。

イ、輸出入金融関連

- ① 外国為替公認銀行に対する輸入資金貸付の貸付金額決定の基準となる移行比率を従来の30%から50%に引上げ（昭和47年 4 月 1 日から実施）。
- ② 外国為替資金貸付および外国為替手形買取りの取扱い停止（同年 3 月29日以降）。

既述のように外国為替資金貸付は昭和47年 2 月末に残高がゼロとなったため、この機をとらえ翌 3 月に取扱いを停止したが、これに伴い外国為替手形買取制度もその取扱いを停止した。

- ③ 輸出前貸手形制度および期限付輸出手形制度の廃止（同年10月 2 日以降）。
- これらの措置により輸出金融の優遇制度は全廃されることになったが、制度の廃止に伴い中小企業等にショックが生じないようにするため、従来輸出

金融優遇制度の対象となっていた手形をそのまま商業手形に準ずる手形（輸出関係準商業手形）として担保適格にし、これを担保とする貸出については従来同様弾力的に貸し応ずることにした。

ロ、非居住者自由円勘定の増加額に対して準備預金制度の準備率を賦課（昭和47年6月1日以降、準備率は当初25%、同年7月1日以降50%に引上げ）、従来の同勘定にかかる預金残高についての準備率を廃止（同年5月31日限り）。

海外短資流入を抑制する観点から自由円勘定に準備率を設定する場合、そのねらいは主として自由円の新規受入れコストを引き上げることにより流入増加を抑制する点にあり、必ずしも積極的にその残高の減少を図る必要性は乏しいことと、増加額基準の準備率であれば極めて高率の禁止的準備率を課すること

表 1-10 政府の主要円対策（昭和47年中）

5月23日決定 対外経済緊急対策 （第2次円対策）	10月20日決定 対外経済政策の推進 （第3次円対策）	8月18日決定 外貨貸し制度の創設
① 財政金融政策の機動的な展開（公共事業等の繰上げ実施、預貯金金利を中心に各種金利の引下げ） ② 輸入促進対策（輸入割当枠の拡大、流通機構の合理化） ③ 輸取出引秩序の維持 ④ 資本輸出対策（居住者による外国非上場証券取得の自由化等） ⑤ 外貨の活用対策（為銀に対する外貨預託を通じ対外債務の取入れを抑制、輸出入銀行による輸入金融・海外投資金融を拡充し、アンタイド・バンクローンを実現するための法改正） ⑥ 経済協力の推進 ⑦ 緊急立法措置（①～⑥のうち法改正が必要なものについては速やかに立法措置をとる）	① 輸入の拡大（残存輸入制限品目の自由化の計画的推進、関税の一律引下げ、特惠関税制度の改善、輸入割当枠の拡大、輸入金融の拡充等） ② 輸出の適正化 ③ 資本の自由化 ④ 経済協力の拡充（経済協力の質的改善、輸出入銀行による海外投資金融の拡充等） ⑤ 福祉対策の充実	大蔵省は海外投資を強力に促進するため、日本輸出入銀行等政府関係機関および為銀が海外投資を行おうとする居住者に貸し付ける資金の一部について外貨による貸付を認めることにした。 ○ 外貨資金の貸付対象は海外投資資金、特定の重要物資の輸入前払資金等。 ○ 許可基準は政府関係機関または為銀の審査を経たもので、しかも貸し付けられた外貨は必ず国外に持ち出されること等。

（出所） 日本銀行保有資料。

も實際上可能であるため、こうした改正が行われた。

ハ、世界銀行に対する1000億円の円資金貸付（昭和47年3月24日契約締結）。

なお、上記の期間中政府は第2次・第3次円対策を閣議で決定した（表1-10）ほか、大蔵省はこうした円対策の一環として市中外貨預託の拡充を図るとともに外貨貸し制度の創設に踏み切った。

- （1）たとえば“The Dirty Fixing”, *The Economist*, Dec. 25, 1971, pp. 10-12, は、スミソニアン合意において英ポンドが西ドイツ・マルクやスイス・フランよりも対米ドル切上げ率が高い（ニクソン声明直前の8月13日現在のレート水準を基準とした場合）ことの不合理性を批判し、1973年ごろまでの間に西ドイツ・マルクの切上げ等をめぐる通貨危機が再発しようと予言している。
- （2）たとえば「円切上げに直面する日本経済への提言」と題するシンポジウム（『季刊現代経済』第2号、昭和46年9月、10～37ページ）において——同シンポジウムの開かれた時期は円の暫定的フロート移行前であるが——こうした意見が述べられている。
- （3）日本銀行保有資料。
- （4）企業等非銀行部門の対外直接借入れの規制を目的とするもので、企業等が海外から借り入れた資金の一定割合を強制的に中央銀行に預託させる制度（前掲『調査月報』昭和47年3月号、64～65ページ）。
- （5）前掲『調査月報』昭和47年5月号、67～68ページ、前掲『変動相場制10年——海図なき航海』71～73ページを参照。
- （6）上掲『調査月報』昭和47年7月号、47～55ページ、71ページを参照。
- （7）たとえば“The Dirty Fixing”, *The Economist*, Dec. 25, 1971, pp. 10-12.
- （8）前掲『変動相場制10年——海図なき航海』75ページ。
- （9）“Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations”, *Federal Reserve Bulletin*, Sep. 1972, p. 758.
- （10）C. A. Coombs, *op. cit.*, p. 226.
- （11）前掲『調査月報』昭和48年2月号、64ページを参照。
- （12）同上、64～65ページを参照。
- （13）*The New York Times*, Feb. 4, 1973.
- （14）前掲『調査月報』昭和48年3月号、66～68ページを参照。
- （15）この交渉の経緯の一部については、細見卓の覚書に基づき『エコノミスト』が発表した「円がフロートした日の舞台裏——『ある財務官の覚書』から」（『エコノミスト』第61巻第7号、昭和58年2月22日、45～55ページ）を参照。
- （16）外国為替貿易研究会『季刊外国為替』第50号（1973年1月～3月）、昭和48年6月、54

ページを参照。

(17) 前掲『調査月報』昭和48年3月号、45ページ、63ページを参照。

(18) 上掲『調査月報』昭和48年4月号、52ページを参照。

(19) 昭和48年3月12日付『日本経済新聞』（夕刊）を参照。

(20) 上掲紙、昭和48年3月17日付を参照。

(4) 昭和46年～47年の金融政策

ニクソン・ショック当時の国内金融経済情勢

ニクソン・ショック直前における国内経済はそれまでのほぼ1年にわたる景気後退のあとようやく底入れの兆しを示しつつあった。この間の事情を振り返ってみると、前年秋口から始まった景気後退は、在庫調整と設備ストック調整が重なり合うという特徴を示していた。すなわち昭和41年（1966年）初めから45年秋口ごろまで約5年間にわたり、製造業を中心に設備投資の大幅な増勢が持続した結果、その産出効果の顕現化とともにしだいに設備過剰感が広がり、45年度上期を境にストック調整の過程が始まったが、その際これまで長年にわたる高度成長のひずみが人手不足問題、あるいは公害・資源問題という形で表面化し、経済界に今後の進路をめぐる気迷い感が強まっていたこともこうした調整を手間取らせる要因として働いた。一方、在庫投資についてみると、昭和44年秋の金融引締め開始時点における在庫水準は従来の引締め開始時と比べ相対的に低位にあったが、このことがかえって企業の強気な生産態度を持続させることになり、引締め開始後在庫増しの動きがむしろ強まるような局面もみられ、在庫取崩しは45年秋までずれ込むことになった。このため在庫調整のタイミングが製造業の設備ストック調整と重なり、景気後退の深度をそれだけ大きくした。

こうした状況に対処して、本行は45年10月、公定歩合を引き下げて前年9月以来の引締めに解除したのに続き、46年に入ってから、1月19日、5月7日および7月27日に公定歩合をそれぞれ0.25%ずつ引き下げることを決定（実施日はそれぞれ1月20日、5月8日、7月28日）するとともに窓口指導についても手直し

を行い、金利、量の両面で金融緩和を進めた。このような金融緩和の促進は、すでに述べたように当時国際的に金利の低下傾向が続いており、いわゆる円対策の観点からこうした海外の動きをも考慮に入れたものであったが（1月の引下げ時には並手形担保貸付利子歩合のみ0.5%引き下げたが、これは輸入面における外貨金融へのシフト防止を図ったもの）、その基本的趣旨は国内景気情勢への対処にあった。もっとも国内景気情勢への対処といってもいわゆる景気てこ入れ策ではなく、景気調整の過程を円滑にし、安定成長への移行をスムーズにするという考え方に基づくものであった。⁽¹⁾ 本行は当時長期的観点から今後の日本経済の成長パターンは従来の民間設備投資主導型から社会投資志向型へ変わるべきであり、金融緩和の進め方もこうした方向に即したものであるべきと考えていた。⁽²⁾

この間、財政面では46年に入ってすぐに昭和45年度財政投融资計画の第2次、第3次追加が矢継ぎ早に決定された。⁽³⁾ また、46年度財政についてはかなりの予算大型化（一般会計の前年度当初予算比伸び率18.4%）が図られたほか、その内容では公共投資の伸びが高く、政保債等発行について総額7139億円にのぼる弾力条項も設定された。⁽⁴⁾ さらに、政府は6月の財政投融资の第1次追加に引き続き7月には財政投融资の第2次追加および長期金利の引下げを骨子とする景気総合対策を発表し、景気回復に向けて積極的に取り組むスタンスを示した。⁽⁵⁾

こうした金融緩和、財政支出拡大を背景に、46年夏ごろには国内経済は、鋳工業生産、出荷が6月以降増加基調に転じ、製品在庫率も低下傾向を示すなど景気底入れの局面にさしかかっていた。在庫調整はおおむね一巡し、非製造業の設備投資も高水準の伸びを示していたが、ただなにぶん大企業を中心とする製造業設備投資がまだ設備投資循環の下降局面を脱却しておらず弱含みの推移を続けていたため、景気回復の力は総じて微弱なものにとどまっていた。

ニクソン・ショックがわが国を襲ったのはこうした情勢のもとにおいてであった。ニクソン大統領の新経済政策に盛り込まれていた10%の輸入課徴金賦課、金交換の一時停止措置に伴う外国為替市場の混乱、およびわが国フロート移行後における円レートの実質的切上げ等は産業界に大きな衝撃をもたらした。ようやく明るさを取り戻しかけていた企業マインドは再び冷却化の方向に向かった。輸出

の先行き悲観とその国内経済へのデフレ・インパクト懸念の強まりを背景に経済活動は萎縮し、在庫再調整や設備投資計画の減額修正の動きが随所でみられるに至った。6月～7月ごろにいったん底入れ感の広がった商品市況も再び軟弱な地合いに転じた。こうして景気は回復の腰を折られ、いわゆる二段調整の局面を迎えるに至った。

この第2波の景気調整過程で特徴的なことは、8月のニクソン声明が実体的要因よりもむしろ企業マインドといった心理面への衝撃を通じて経済に大きな影響

表 1-11 昭和46年度経済見通しと実績
(単位: %)

	政府当初 見 通 し	実 績
民間設備投資	12.6	△ 3.7
民間在庫投資	3.4	△ 39.4
輸 出 等	15.9	14.2
実 質 G N P	10.1	5.3

(注) 前年度実績比増減(△)率。

(出所) 日本銀行統計局『経済統計年報』(昭和45年)同局、昭和46年、および経済企画庁編『国民経済計算年報』昭和60年版、昭和60年。

を及ぼしたという点である。ちなみに、昭和46年度経済について政府の当初経済見通しと実績とを比較してみると、円レートの変動や輸入課徴金の賦課によって当初最も大きな影響を受けると懸念されていた輸出は、一時的に商談の停滞等がみられたものの、既述のような輸出業界のフロートへの積極的対応や当局による中小輸出企業対策の実施等もあって、結果的にはさして落ち込まず、むしろ先

行きを悲観視した企業の設備、在庫投資手控えのほうが実質成長率の低下により大きく響いたことがわかる(表1-11)。

スミソニアン合意直後の公定歩合引下げ

こうした情勢を背景に昭和46年秋ごろから一般に公定歩合の再引下げを求める声がにわかに高まった。本行もニクソン・ショックの影響の度合い、経済情勢の推移などを見定めつつ内々引下げの可能性につき検討を進めていたが、今次の引下げについては預金金利引下げ問題や、主要先進国間で進められていた多角的通貨調整交渉の帰すうを見極める必要もあり、慎重な態度で臨んでいた。

昭和45年秋以降これまでの4次にわたる公定歩合引下げに際しては、消費者物価が強含みに推移していたことなどへの配慮もあって、預金金利に手をつけなかったが、そのため市中貸出の標準金利(第5次公定歩合引下げ前、年5.5%)と1

年もの定期預金金利（同5.75%）が逆転するなど金利体系上にひずみが生じていた。こうしたことから、大蔵省と第5次引下げの話し合いを始めてから、本行はもし公定歩合を引き下げの場合にはその一環として預金金利引下げが必要である旨一貫して主張した。ニクソン・ショック後における輸出前受金の大量流入もあって金融の量的緩和は十分浸透しており、この面から景気回復が妨げられているとはみられず、したがってさらに公定歩合を引き下げるとすればその主目的は市中貸出金利の低下促進にあり、そのためには預金金利の引下げが不可欠と考えられたからである。

こうした預金金利の引下げを円滑に行うには当然これに見合った郵便貯金金利の引下げが前提となるが、水田蔵相をはじめ大蔵省側は、昭和36年1月の公定歩合引下げ時における既述のような経緯もあり、この郵便貯金金利引下げはなかなか困難であると判断し、当初は預金金利の引下げにかなり消極的であった。しかし、蔵相はスミソニアン合意により円切上げが決定され、ワシントンから帰国した後、預金金利引下げ推進の意向を明確に示すようになった。

本行は前述のように経済情勢の推移を見守っていたが、景気の二段調整の動きが濃化し、さらにスミソニアン合意による円の切上げ幅が当時国内で予想された以上の大幅なものであったとして、経済の先行きについて悲観的な受止め方が一般に強かったことなどから、佐々木総裁がワシントンから帰国後の21日に、①公定歩合0.5%引下げ、②市中貸出自主規制金利同幅引下げ、③預金金利については要求払預金のほか、できれば3か月もの、6か月もの定期預金金利を含めて0.25%引下げ、④郵便貯金金利は民間預金金利に見合う範囲で引下げ、を骨子とした具体案を固め、これを早急に決定・実施することを本行の意向として大蔵省に伝えた。大蔵省はこれを受けて早速3か月もの、6か月もの定期預金を含めて利下げを行う方針のもとに、これに見合う郵便貯金金利の引下げについて郵政省、自由民主党などの説得に乗り出したが、郵政省は、①庶民の貯蓄への影響、②財政投融资原資への影響の2点を理由に強硬に利下げに反対し、大臣どうしの折衝も奏功せず、なかなか具体的なめどがつくに至らなかった。⁽⁶⁾ こうして本行は、郵政省が同調してくるまで公定歩合の引下げを待つか、郵便貯金金利の引下

げがいずれ行われるであろうことを前提に公定歩合引下げを先行させるかの二者択一を迫られることになったのである。

結局、本行は46年12月28日、公定歩合を0.5%引き下げ翌29日から実施することを決定した。この引下げ幅は45年10月以降4次にわたる引下げのいずれもが0.25%の小幅であったのに対し、これを上回るものであったが、これに伴って公定歩合（商業手形割引歩合）の水準は4.75%と公定歩合体系の正常化が図られた昭和30年以降の最低水準となった。上述のような情勢のなかで公定歩合引下げに踏み切ったのは、郵便貯金金利引下げ問題によって、本来機動的に運営されるべき金融政策がせいじゅうされてはならない、という考え方によるものであった。郵便貯金金利については、今後も引き続き大蔵省を通じて利下げを促していくが、いつどの程度の範囲で利下げが行われるのか、あるいは全く見込みがないのか、ほとんどめどが立っておらず、文字どおりのいわゆる見切り発車であった。本行としては、ニクソン・ショック以降の企業マインドの消極化、景気停滞下での円切上げの決定などにかんがみ、金融緩和基調を維持しつつ、市中貸出金利の低下を一段と促進し、為替レート調整直後の経済に明るさを与え、経済活動の回復を促すこと、経済界の新しい事態への順応をよりいっそう円滑にすることが大切との政策判断を優先させたのである。⁽⁷⁾

しかし、郵政省はその後郵便貯金金利を引き下げず、大蔵省も公定歩合の引下げが実現すると預金金利引下げへの関心は薄れていった。既述のように昭和38年に「郵便貯金法」の一部改正により貯金金利の変更手続きが改められ、郵便貯金金利を弾力的に変更する仕組みが整えられていたが、実際には事態はほとんど変化しなかったわけである。今次の公定歩合引下げに伴い市中貸出自主規制金利は昭和47年1月から同幅引き下げられたので、前記の貸出標準金利と1年もの定期預金金利との格差はそれまでの0.25%から0.75%へと拡大した。こうした郵便貯金金利下げ渋りの問題は、このあと47年6月第6次公定歩合引下げを実施する際にも大きな問題となったほか、その後繰り返し生じ、本行の金融政策運営に対し大きな制約として覆いかぶさってくることになる。

なお、今次の公定歩合引下げに際し、本行は「商業手形に準ずる手形」(以下準

商業手形という)を新設し、これを担保とする貸付に商業手形割引歩合並みの金利を適用することにした。商業手形の概念は国により時代により多岐にわたっており、広狭さまざまな解釈がありうるが、本行ではこれまで伝統的にそれを概して範囲の狭い厳格なものとしてとらえ、実際の再割引手形の選定を行い、一般貸出のなかでこれを優遇してきた。しかし、市中における金融取引の実態としては、必ずしも商業手形だけが優遇されているわけではなく、たとえば原材料等の購入のために振り出された工業手形も優良なものは商業手形と同様に扱われる傾向がみられていた。本行は2年前の昭和44年9月に既述のような理由で商業手形割引歩合と国債等を担保とする貸付利子歩合とを一本化する措置を実施していたが、上記のような市中の実情にかんがみ、この際原材料等の購入代金決済のため振り出された複名手形およびこれに準ずる単名手形のうち、一定の要件を満たすものに限っては準商業手形として優遇金利適用の対象に加えることにしたものである。本措置の実施にあたっては、それが本行優遇金利の適用対象範囲を拡大するものである関係上、一見緩和効果をもたらすかのように受け取られかねないので、金融緩和の時期に焦点を合わせ実施の時期を探っていたが、46年夏以降本行貸出残高が急速な落込みを示すなど環境が整ってきた機会に、かねてからの懸案⁽⁹⁾を実行に移すことにした。

こうした準商業手形新設とも関連し、本行は全国銀行協会連合会に対し、市中貸出自主規制金利のうち、標準金利の表示につき「日本銀行再割引適格商業手形等」という文言を削除するよう申し入れた。これは本行貸出が商業手形割引も含め大幅に減少した状況のもとで、商業手形の本行持込みを前提とするような印象を与える標準金利の表示方法は不適當であるとの理由によるものであった。こうした本行の申入れを受け全国銀行協会連合会では直ちに文言改訂の検討に入り、年明けとともに標準金利の表示を従来の「日本銀行再割引適格商業手形等信用度の高い手形の割引および貸付」から「信用度の特に高い手形の割引および貸付」⁽¹⁰⁾に改めた。

この間、財政面では、円の暫定的フロート移行後大型補正予算が計上され公共事業費の追加と所得税の年内減税が実施された。また、予算執行過程でも景気へ

の種々の配慮が行われた。ちなみに、名目国民総支出に占める公的総支出のウェートをみると、45年度は15.6%であったのに対し46年度は17.0%と上昇した。しかし、こうした積極的な財政政策の展開に伴い、7900億円にのぼる国債の追加増発が計画され、年度間の国債発行額の実績は約1兆1900億円と当初規模（4300億円）の3倍弱に膨張するに至った。

金融機関貸出の著伸とマネー・サプライの急増

昭和46年12月の公定歩合引下げは当時の沈滞したビジネス・マインドに明るさを与え、経済活動の回復を促進しようとするものであったが、その限りではやむをえない、不可避的な政策的対応であったといえよう。しかしこうした政策的対応の最大の理由であったビジネス・マインドの沈滞は、円切上げの経済に及ぼすデフレ的影響をあまりにも過大視したことに基づくものであったから、現実輸出が懸念されていたような大きな影響を受けず、やがては再び増勢に転ずるのを認識しうる段階に達すれば、ビジネス・マインドは急激に変化する可能性を内包するものであった。

またビジネス・マインドの沈滞は主として輸出産業ならびにその基盤を形成する関連各種製造業にみられた現象であり、他方では次のような動きもあったことは見落としてはならない。すなわち、非製造業部門では46年を通じてレジャー・

表 1-12 マネー・サプライの増加とその要因

昭和 年	年間増加額 (億円)		年末残高増加率 (%)			M ₂ の増加要因 (百分比・%)			
	M ₁	準通貨	M ₁	M ₂	うち 準通貨	対外資産	政府向け 信用	地方公共団 体向け信用	民間向け 信用
40	15,830	22,889	18.2	18.0	17.9	3.5	9.4	2.8	84.3
41	14,288	26,995	13.9	16.3	17.9	2.2	15.2	1.8	80.8
42	16,526	29,224	14.1	15.5	16.4	△ 3.7	15.1	1.3	87.3
43	17,862	32,699	13.4	14.8	15.8	6.4	12.1	3.0	78.5
44	31,275	41,185	20.6	18.5	17.2	9.3	5.8	1.8	83.1
45	30,770	47,605	16.8	16.9	16.9	5.9	1.9	2.1	90.1
46	63,336	68,273	29.7	24.3	20.8	18.1	△ 2.6	2.2	82.3
47	68,330	98,093	24.7	24.7	24.7	7.5	3.6	2.5	86.4

(出所) 日本銀行調査局「昭和47年の金融経済の動向」(前掲『調査月報』増刊、昭和48年8月)53ページ。

観光関係の大規模開発が各地で活発に進められ、これと並行して大規模な先行的土地投資ないし投機的な土地購入が盛行していた。さらにまた、問題の製造業部門についてみても、当時大規模な臨海工業地域の開発計画の推進が全国的に活発化し、いくつかの後進地域において計画が相次いで具体化しつつあり、こうした動きとの関連でも広大な先行的土地投資や投機思惑的土地購入の動きが顕著になっていた。これら開発予定地域では中央の製造業大企業の立地計画がある程度までは裏付けとなっており、こうした点からは製造業大企業のビジネス・マインドも目先については弱気でも、基本的にはかなり強気であることがうかがわれていた（非金融法人企業部門の46年中の土地購入額はネットで2兆6127億⁽¹¹⁾円、前年比72%増と顕著な増加を示し、地価上昇率でデフレートしても前年比5割弱の増加となる）。

景気調整が2波にわたって生じた昭和46年においても、以上のように、翌47年夏田中内閣によって打ち出されたいわゆる列島改造構想の先駆けとみられるような現象がすでに現われ始めていたが、この間金融面では実質経済成長率の低下とは裏腹にマネー・サプライの増勢が強まり、流動性は相当なテンポで上昇していた。すなわち、マネー・サプライ（ M_2 平均残高）は46年春までは比較的落ち着いた動きを示していたが、その後増勢を強め、前年比増加率は46年1月～3月の17%台から月を追って加速し、6月には19%台、9月には22%台、12月には24%⁽¹²⁾台へと著伸した。

こうしたマネー・サプライ大幅増加の最大の要因は金融機関の民間向け信用供与であった。表1-12にみられるように、年末残高でみたマネー・サプライ（ M_2 ）の増加率は、昭和40年代に入ってから15%～18%程度で推移していたのが、46年以降24%台へと大幅に上昇しているが、その増加要因をみると、民間向け信用の寄与度が8割以上に達している。ただ、この間ニクソン・ショック時を中心とする巨額の外貨流入がマネー・サプライの増加に及ぼした影響も見逃してはならない。マネー・サプライ増加の直接的要因としての外貨流入（対外資産増加）の寄与度が46年に18%とそれまでの年より大幅に増大したのみならず、こうした外貨流入による金融機関の資金ポジション改善が、後述のようにその後の金融機関の

民間向け信用拡大を促進する役割を果たしたからである。

主要金融機関（全国銀行、相互銀行、信用金庫）の貸出は銀行を中心に46年中増加額ベースで前年比47%、残高ベースで22%の著伸を示したが、それは以下のような事情によるものであった。

引締め政策が解除された45年秋ごろの市中金融は、同年前半までの旺盛な設備投資に関連する支払い資金需要や後ろ向きの滞貨・減産関係の資金需要がかさんだため、かなりの逼迫状態にあったが、46年に入ると徐々に引緩みを示し始めた。引締め期から持ち越された設備資金需要はなお尾を引き、また一部では後ろ向き需資も続いたものの、総体として在庫調整の進ちょくから滞貨資金を含む一般の運転資金需要が漸次沈静に向かったためである。

この間金融機関の貸出（表1-13）は著伸を示すが、46年中ごろまでは大企業、とくに製造業向けの貸出伸長が目立っていた。また、金融機関の業態別にはこうした大企業製造業と取引関係の密接な都市銀行、長期信用銀行、および信託銀行の貸出増加が顕著であった。一方、中小企業向け貸出は極めて落ち着いた動きを示していた。しかし、このような金融機関貸出の内容や性格は46年夏ごろを境に一変した。すなわち、そのころまでの銀行貸出の大幅増加は上述のように引締め期からの積み残し需資の整理が大半であり、銀行としてもいやおうなしに貸し応ずるという面が強かったのに対し、46年夏以降の貸出著増は、企業の資金需要が停滞期に入るなかで銀行が積極的に貸し進んだ結果であった。

こうした銀行の貸出態度の積極化は、46年夏ごろから市中金融が本格的な緩和局面に入ったことを背景にしていた。市中金融の大幅な緩和は基本的にはこれまでの相次ぐ金融緩和政策の効果が浸透してきたためにほかならないが、直接的な契機としては8月のニクソン・ショック時を中心に巨額のドル資金が流入し、買い介入による外国為替資金からの円資金の異常な対民間大幅払い超を通じて金融市場の資金余剰が著増したことが挙げられる。ちなみに、46年後半の金融市場の資金需給実績（表1-14）をみると、まず銀行券の発行額は1兆1988億円に達し、引締めが解除された45年10月から46年前半にかけての3四半期間の実績（7790億円）をかなり上回る資金不足要因となり、また、一般財政と国債発行額

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

表 1-13 主 要 金 融 機 関 貸 出 増 加 状 況

○ 業種別貸出

(単位: %)

		昭和45年10月 ～46年 6 月	昭和46年 7 月 ～47年 6 月	昭和47年 7 月 ～同年12月
製 造 業 向 け		47.8	△ 12.5	4.4
	大 企 業	75.2	△ 26.8	△ 33.5
	中小企業	△ 6.3	27.9	64.5
非 製 造 業 向 け		35.0	78.6	53.7
	大 企 業	66.2	61.9	24.2
	中小企業	0.7	105.5	88.3
小 計 (企 業 向 け)		40.8	35.5	35.2
	大 企 業	70.8	15.9	0.7
	中小企業	△ 1.9	76.1	80.3
個 人 向 け		0.1	74.3	174.4
地 方 公 共 団 体 向 け		284.2	88.7	40.0
合 計		38.4	38.5	48.1

○ 金融機関業態別の貸出

都 市 銀 行	66.6	37.3	44.7
地 方 銀 行	27.4	30.3	59.7
長 期 信 用 銀 行	76.5	37.8	21.0
信 託 銀 行	61.1	41.0	23.6
相 互 銀 行	7.5	49.9	60.6
信 用 金 庫	△ 26.6	47.9	75.4
合 計	38.4	38.5	48.1

(注)1. 貸出増加額の前
年同期比増減(△)
率。

2. 相互銀行、信用
金庫の企業向け貸
出はすべて中小企
業向けとみなし
た。

3. 「業種別貸出」
と「企業向け貸出
の資金使途別」は
当座貸越を除く。
4. 金融機関業態別
の貸出の信託銀行
は、信託銀行の銀
行勘定と全国銀行
信託勘定を合算し
たもの。

(出所) 前掲「昭和47年
の金融経済の動
向」35ページ。

○ 企業向け貸出の資金使途別

規模別	大企業	設備資金	60.7	23.6	△ 37.4
		運転資金	77.0	11.5	24.9
	中小企業	設備資金	△ 10.1	142.4	91.3
		運転資金	1.1	56.8	77.0
業種別	製造業	設備資金	48.5	4.9	△ 40.3
		運転資金	47.4	△ 22.1	29.7
	非製造業	設備資金	26.7	101.8	34.6
		運転資金	38.9	69.2	61.7
小計			40.8	35.5	35.2

表 1-14 資金需給実績の推移

(単位: 億円)

		昭和45年10月 ～46年 6 月	昭和46年 7 月 ～同年12月	昭和47年	
				1 月～ 6 月	7 月～12月
銀 行 券		7,790	11,988	△ 3,581	22,611
財 政 資 金	計	11,589	22,300	△ 7,979	6,880
	一 般 財 政	1,915	1,565	△ 1,955	△ 736
	純 一 般	607	△ 842	603	△ 4,570
	食 糧 管 理	1,317	3,390	△ 3,697	4,885
	国 債	△ 7,564	△ 9,160	△ 7,871	△ 7,935
	新 規 長 期 国 債	△ 2,637	△ 5,431	△ 9,060	△ 8,883
	外 国 為 替 資 金	17,238	29,896	1,846	15,551
そ の 他		1,288	2,420	△ 535	△ 777
資 金 過(△) 不 足		△ 5,087	△12,732	4,933	16,508
準 備 預 金		△ 729	142	△ 1,154	372
日 本 銀 行 信 用	計	△ 4,358	△12,874	6,087	16,136
	貸 出	△ 2,712	△14,434	6,309	8,104
	オ ペ レ ー シ ョ ン	△ 1,761	1,996	496	8,032
	債 券 売 買	4,864	△ 504	△ 401	△ 1,230
	債 券 短 期 買 入	△ 1,925	—	—	—
	買 入 手 形	—	—	897	6,262
	政 府 短 期 証 券 売 買	△ 4,700	5,500	—	—
	売 出 手 形	—	△ 3,000	—	3,000
(参考)	外 貨 手 形 売 買	115	△ 436	△ 718	—
	日 本 銀 行 貸 出 残 高 (期 末)	21,242	6,808	13,117	21,221
(参考)	都 市 銀 行 の 資 金 ポ ジ シ ョ ン	10	△15,315	6,913	13,446

(注)1. △は、銀行券は還収超、財政は揚げ超、準備預金は積み増し、貸出は回収、オペレーションは売却、外貨手形売買は売却、都市銀行の資金ポジションは好転を、それぞれ示す。

2. 債券短期買入は売戻条件付。

3. 資金ポジション(マネー・ポジション) = (コール・マネー + 売渡手形 + 借入金) - (コール・ローン + 買入手形 + 金融機関貸付金 + 銀行引受手形中余資運用分)。

4. 原本の一部誤りは補正済み。

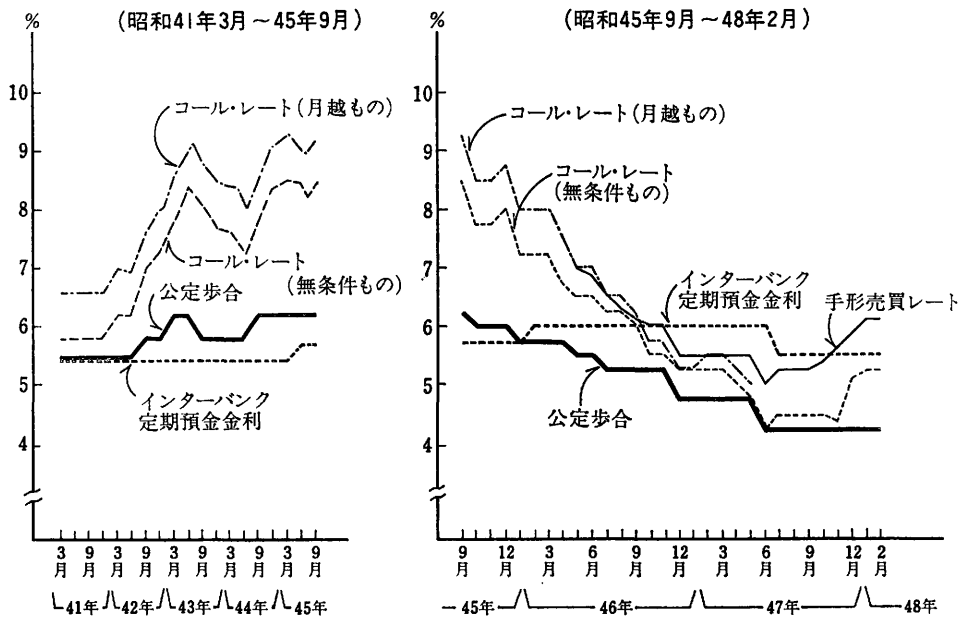
(出所) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」30ページおよび日本銀行保有資料により作成。

を合算したのも7595億円の引揚げ超過となり、これも前3四半期(5649億円の引揚げ超過)を上回る資金不足要因となっていた。しかし、この間外国為替資金特別会計が2兆9896億円の散布超過(前3四半期同1兆7238億円)を示したため、

全体としては1兆2732億円の資金余剰となり、引締め解除後それまでの3四半期(5087億円の余剰)に比べ余剰幅は2倍以上に拡大した。

このような金融市場における資金需給動向のもとで市中金融機関の資金ポジションは軒並み好転したが、とくに都市銀行の場合、大手商社、輸出関連メーカーとの取引関係が密接なだけに、ニクソン・ショック時の多額の輸出前受金流入により著しい資金ポジションの改善がもたらされた。この結果、都市銀行の本行借入金の返済は急速に進むことになり、年末には昭和31年以来のいわゆるオーバー・ローン現象は事実上解消した。一方、年初来急速な低下傾向をたどっていたコール・レートは7月～10月ごろを境に前回緩和期のボトムを割り、さらにその後も翌年中ごろまで低下を続けた(図1-2)。

図1-2 短期金融市場金利の動き



- (注) 1. コール・レートは出し手レート。
 2. 手形売買レートは買手表面レート。
 (出所) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」40ページ。

こうした資金ポジションの改善とコール・レートの急速な低下に伴う貸出限界採算の好転は銀行の貸出態度を46年夏以降著しく積極化させる要因となった。⁽¹³⁾さらに、同年後半、企業の資金需要が減退し、またニクソン・ショックにより日本

経済の先行きに対する不透明感が強まるなかで、金融機関の資金運用難懸念が高まり、これが各行のシェア維持意識と結びついて、激しい貸出競争を生み出したことも指摘されよう。

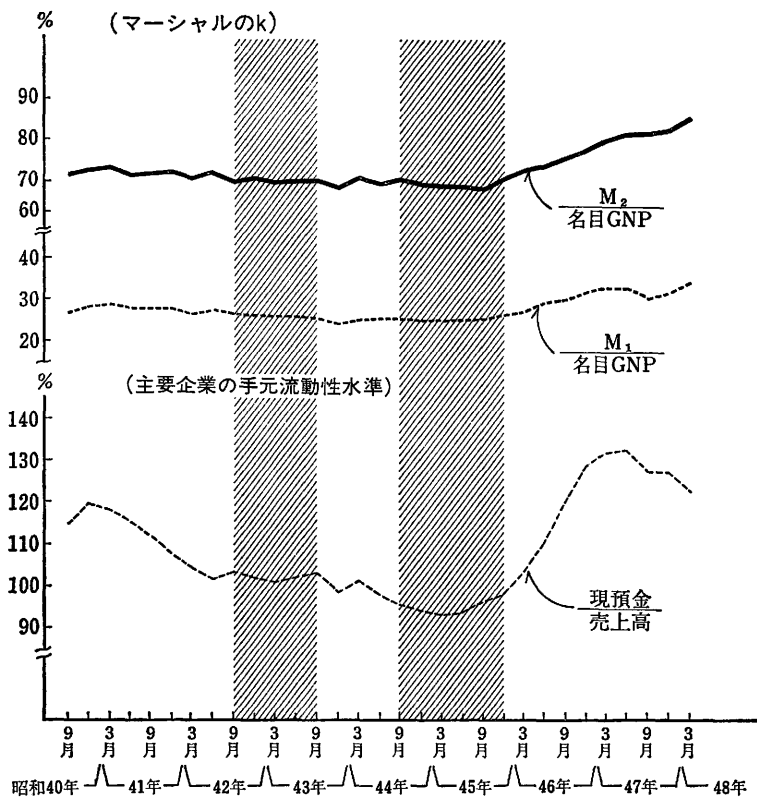
以上のような情勢のなかで実施された昭和46年12月の公定歩合の第5次引下げは、当然のことながらそれまでの金融動向をいっそう促進する結果をもたらした。金融機関貸出は高いテンポの増加を続け、マネー・サプライ（ M_2 平均残高）の前年比伸び率は47年1月～3月は25%台、4月～6月は26%台へとさらに加速した。

前述のように昭和46年後半以降金融機関の貸出態度が積極化するなかで、貸出内容も大きく変化した。すなわち、大企業製造業の需資が沈滞化したのを眺め、都市銀行は中小・中堅企業向け貸出と事業者ローン・住宅ローンなど個人向け貸出を中心に融資の条件を緩和し、積極的な拡大を図ったが、他方、地方銀行、相互銀行、信用金庫なども貸出先細りの懸念や都市銀行に対する融資基盤防衛の配慮もあって、中小企業向けを中心に融資積極化の方針を強めた。ちなみに、前掲の表1-13により46年7月以降の貸出内容をみると、それまで著伸を示していた大企業向けの伸びが大きく鈍化し、代わって中小企業向け貸出と個人向け貸出が様変わりの伸長を示している。大企業については、非製造業向けが着実な伸びを続けた反面、製造業向けは前年水準を下回る増加に落ち込むなど停滞が目立つ一方、中小企業については製造業向けも前年を上回る貸出増加を示し始めたが、なんといっても、この時期の貸出増加の中心は非製造業向けであり、前年の2倍近い増加額を示している。また、全体としての非製造業のうち、とくに貸出増加が目立った業種は、建設、卸小売、不動産、運輸通信サービスの各業種であり、これに個人向け貸出を加えると、46年10月から47年9月に至る貸出増加額（全国銀行、相互銀行、信用金庫の合計）の実に72%にも達した。

この間、企業の手元流動性は昭和46年夏ごろからその後約1年間にわたって累積的に水準を高めた。これまで企業の手元流動性は総じて比較的低水準にあったため、金融機関借入れをはじめとする外部調達資金はそのまま設備投資、在庫投資などといった実物投資に充当されるのが通常であったが、今次の金融緩和期に

においても、46年中ごろまでは大企業製造業を中心に既往の設備投資関係の決済資金調達に追われており、いわば従来と同じパターンが続いていたとみることができよう。しかし、既述のように46年夏には、設備資金需要が一服した大企業製造業に巨額の輸出前受金等が流入した一方、そのころ以降中小企業に対しては都市銀行等が積極的に貸し進んだ。折から景気の二段調整が進むなかで、企業マインドは冷え込み、設備・在庫に対する正常な企業投資意欲が回復するまでにはなお時間の経過が必要と思われる状況にあったから、企業部門に供給された資金はかなりの部分が実物投資に直結しない、いわばゆとりとしてそのまま内部にとどまった。このため企業が保有する預金残高の水準は取引額の規模に比して急速に高まり、また、マネー・サプライ対GNP比率も同様に上昇傾向を強めた。これら

図1-3 マーシャルのkおよび主要企業の手元流動性水準



(注) 季節調整済み。

(出所) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」34ページによる。

の比率は46年半ば、ないし秋以降前回金融緩和期のピークを上回ったが、その後さらに47年夏ごろまで上昇を続け、異常な高水準に達したのである（図1-3）。

このように手元流動性が高まる過程で、企業間信用の解きほぐしが大きく進む一方、収益率の相対的に高い金融資産への資金シフトが活発化した。その一つの現われが企業保有の定期性預金の著増である。すなわち、法人預金の内訳をみると、46年後半から47年前半にかけて、要求払預金の伸び率が鈍化し、代わって定期性預金の伸び率が高まった（表1-15）。この定期性預金へのシフトは、46年7月の第4次公定歩合引下げ以降、貸出の標準金利が1年以上の定期預金金利を下回ったことなどによっても促進された。もう一つの現われは、企業の短期債保有の増加である。本行統計局の「主要企業短期経済観測」によると、主要企業513社の保有短期債残高は46年7月～9月期に一举に4143億円増加（前期末残高比51.1%増）し、その後も着実な増勢をたどっている（このなかには、後の現先取引⁽¹⁴⁾の先駆けともいえる売戻し条件付債券の購入も含まれている）。

しかし、高水準に達した企業の手元流動性がより高い収益率を求めてシフトした対象は必ずしも以上のような確定利子率を付された金融資産にとどまらなかった。その典型的なものが土地および株式購入の動きであった。前述のように非金融法人企業部門の土地購入額は46年中に前年を72%上回る激増を示したが、47年は3兆7045億円と46年をさらに42%上回った（地価上昇率でデフレートしても2割以上増加）。一方、株式の場合はニクソン・ショック時大暴落を記録し、その後も一高一低圏内にとどまっていた市況が、スミソニアン合意成立ごろから急速に上向きとなり、さらに47年に入ると年間を通じてほぼ一貫した騰勢を続け（NSB225種修正平均47年2月最高3000円台、8月同4000円台、12月同5000円台各乗せ）、ついには過熱の様相を呈するに至った。こうした株式市況の動きには、融資先に対する取引基盤強化をねらいとした都市銀行等による株式購入や株主安定化工作の動き等種々の要因が絡んでいたし、また、47年夏以降の株価高騰は景気上昇の本格化に伴う企業業績の回復を映じた業績相場の色彩が濃い。しかし、46年末から47年半ばにかけての株価連騰現象は、企業が余分な手元流動性や銀行借入れを動員して株式購入の動きを強めたことが大きく影響していたように思われる。

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

表 1-15 一般預金（全国銀行、相互銀行、信用金庫）の預金者別変動要因

(単位: %)

	昭和46年				昭和47年				昭和48年
	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末
一般法人預金による分	2.8 (58.3)	4.3 (68.3)	4.1 (66.1)	2.6 (52.0)	3.8 (62.3)	2.5 (49.0)	2.1 (38.9)	3.9 (57.4)	2.6 (47.4)
要求 払	1.3 (27.1)	2.7 (42.9)	1.9 (30.6)	0.8 (16.0)	1.8 (29.5)	0.1 (2.0)	1.5 (27.8)	1.8 (26.5)	1.7 (31.4)
定期 性	1.4 (29.2)	1.6 (25.4)	2.2 (35.5)	1.8 (36.0)	1.9 (31.1)	2.4 (47.1)	0.6 (11.1)	2.1 (30.9)	0.9 (16.9)
個人預金による分	2.0 (41.7)	2.0 (31.7)	2.1 (33.9)	2.3 (46.0)	2.3 (37.7)	2.6 (51.0)	3.3 (61.1)	3.0 (44.1)	2.9 (53.1)
要求 払	0.5 (10.4)	0.6 (9.5)	0.7 (11.3)	0.7 (14.0)	0.5 (8.2)	0.6 (11.8)	1.1 (20.4)	0.8 (11.8)	1.1 (20.9)
定期 性	1.5 (31.3)	1.5 (23.8)	1.4 (22.6)	1.6 (32.0)	1.8 (29.5)	2.1 (41.1)	2.2 (40.7)	2.2 (32.4)	1.8 (32.7)
一 般 預 金 計	4.8 (100.0)	6.3 (100.0)	6.2 (100.0)	5.0 (100.0)	6.1 (100.0)	5.1 (100.0)	5.4 (100.0)	6.8 (100.0)	5.5 (100.0)
要求 払	1.9 (39.6)	3.2 (50.8)	2.6 (41.9)	1.6 (32.0)	2.4 (39.3)	0.7 (13.7)	2.6 (48.1)	2.6 (38.2)	2.9 (52.3)
定期 性	2.9 (60.4)	3.1 (49.2)	3.6 (58.1)	3.4 (68.0)	3.8 (62.3)	4.5 (88.2)	2.8 (51.9)	4.3 (63.2)	2.7 (49.6)

(注)1. 前四半期末比増加率。季節調整済み。

2. かっこ内は寄与率 (%)。

3. 四捨五入の関係で細目の和は必ずしも合計に一致しない。

(出所) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」65ページ、ただし一部計数を補正した。

こうした土地、株式購入の動きは二重の意味で注目すべき現象であった。一つはそれがインフレ心理の芽生えを意味していたという点である。株式にしても土地にしても収益率が不確定で普通の企業にとっては本来リスクが高く手が出しにくい投資対象である。事実、昭和41年から46年にかけて株価は年平均12%、地価は同13%の上昇を示していたが、この間一般の企業はあまり積極的な態度を示さなかった。それがここへきて変化がみられるようになったのは、そうした価格上昇が今後とも続くという見方が強まったことを物語っている。これに手元がだぶつき気味なほど潤沢になり、ないし低利で豊富な資金の借入れが随時可能という事情が結びついて投資が活発化したものといえよう。今一つはこうした値上がり益をねらう動きは、それがいったん成功すると次の思惑買いを誘う、いわば投機が投機を呼ぶという形でインフレ心理の加速を招く傾向が強いことである。

企業による株式、土地購入の動きに関連して見逃せない点は、こうした投資に対し銀行が必要な資金を企業に貸し出しても、生産活動に伴う需資とは異なり賃金等を通ずる現金リークが少なく、これらの貸し出した資金は土地代金や株式売却代金として銀行部門に還流してくるため、全体として銀行信用の拡張を容易にするという側面を持っていたことである。前述のように金融機関貸出が急増傾向を続けるなかで、多くの業態では46年12月ごろ以降毎月の貸出増加額のうち不動産関係貸出が3割～5割以上もの高い比率を示すようになったのはそうした現われであったといえよう（法人企業の年間における土地購入額と市中借入金増加額を対比すると、46年は21%、47年は24%⁽¹⁵⁾）。なおこうした企業による土地、株式の購入を通じて企業部門の流動性が個人部門へ移転したことはいうまでもない。

国際収支の黒字持続と昭和47年6月の公定歩合引下げ

ニクソン・ショックにより景気に二段調整が生じたため、景気停滞は予想以上に長引いたが、それでも昭和47年年初ごろから経済指標には底固い動きがみられるようになった。円切上げという戦後初めての経験から企業心理は総じて依然低迷した状態を続けており、また卸売物価は下げ止まりの気配を示しつつもなお弱含みの推移を続けていたが、他方鉱工業生産は更年後着実な増勢をみせ、47年1

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

表 1-16 景気上昇局面におけるグループ別国民総支出増加寄与度

(単位: %)

	前々回			前回			今回		
	昭和37年度		昭和38年度	昭和40年度		昭和41年度	昭和46年度		昭和47年度
	下期	上期		下期	上期		下期	上期	
個人消費支出	4.06	4.90	5.65	3.71	5.15	3.47	3.99	5.97	4.78
民間住宅投資	(149.8)	(72.5)	(64.9)	(134.9)	(75.0)	(55.8)	(195.6)	(94.8)	(65.2)
非製造業設備投資									
財政支出									
製造業設備投資	△ 0.29	0.56	2.18	△ 0.10	1.75	1.91	△ 0.91	0.47	2.82
輸出等	(△ 10.7)	(8.3)	(25.1)	(△ 3.6)	(25.5)	(30.7)	(△ 44.6)	(7.5)	(38.5)
民間在庫投資	△ 0.73	2.72	2.01	△ 0.53	0.72	1.92	△ 0.76	0.62	1.08
	(△ 26.9)	(40.2)	(23.1)	(△ 19.3)	(10.5)	(30.9)	(△ 37.3)	(9.8)	(14.7)
国民総支出	2.71	6.76	8.70	2.75	6.87	6.22	2.04	6.30	7.33
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)

(注)1. 季節調整済み前期比増加率、実質ベース。△印はマイナスを示す。

2. かっこ内は寄与率を示す。

3. 輸入を除く外にあるため、寄与度および寄与率の合計は国民総支出全体とは一致しない。

(出所) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」71ページにより作成。

月～3月中 年率約8%の拡大（季節調整済み）を示した（46年10月～12月中同1.2%増）ほか、出荷の増勢は同13%にも達した（当時の統計では生産は同15%増、出荷は同21%増）。労働関係指標も2、3月ごろから一般有効求人倍率の上昇、所定外労働時間の増加等改善の方向に向かう兆しをみせていた。そして実質国民総支出（季節調整済み）は46年10月～12月に前期比ほぼ横ばいないし小幅の増加を示したあと、47年1月～3月には年率で10%を上回る拡大をとげ（新SNAベースでは16.5%、当時の統計でも11.5%）、従来の高度成長時代の成長率に復したのである。ちなみに、経済企画庁の景気動向指標によると、総合指数は46年12月にボトムを示しており、仮にこれを景気の谷とすれば、円切上げ後の二段目の調整過程も半年を経ないで回復に転じたことになる。

こうした経済活動の回復を支えた主な要因は、積極的な財政政策の展開を背景とした財政支出の増加、および金融緩和を反映した中小企業を中心とする非製造業設備投資、住宅投資であった。この間個人消費も底固い動きを示し、回復の下支えとなった。これは、従来の景気回復が輸出、製造業設備投資、ないし在庫投資に主導されたものであったのと比べ、ユニークな回復パターンであったといえよう（表1-16）。

このような景気回復過程において財政支出が大きな役割を果たしたことはいうまでもなく、すでに46年度当初予算の段階から大型化が図られ、その後第1次円対策との関連で弾力条項も発動されていたが、さらに円の暫定的フロート移行後予算の大型補正が行われたことなどは既述のとおりである（47年1月～3月の実質公的総支出は前期比年率で4割を上回る高い伸びを示した）。

財政支出以外の回復要因については金融緩和の進展が大きなかかわりをもっていた。既述のように昭和46年後半以降都市銀行をはじめとする市中金融機関は、中小企業および個人部門の需資掘り起こしに力を注ぎ、これまで銀行信用を十分には受けられない傾向にあった中小・非製造業の投資計画に資金を豊富に供与するとともに住宅ローンの拡大を図ったが、これらが非製造業設備投資および住宅投資の拡大を促進する重要な要因となった。また輸出前受金の流入や金融機関の積極的な貸出姿勢を背景に大企業を中心に企業部門の手元流動性が大幅に上昇

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

し、これらの余裕資金が土地・株式等既存資産の購入に大量にあてられたが、これら資産の購入代金の個人部門への流入が、個人消費立ち直りの一つの要因になったことも否定できない。

今次の景気回復過程を昭和38年および昭和41年における過去2回の同一局面と比較すると、表1-17にみられるように、当初は経済の拡大テンポがやや低かったこと、国民総支出の伸びに比べ生産の伸びがかなり低かったことなどの諸点が見いだされるが、これは今回経済の拡大を支えた諸要因が従来の製造業設備投資や輸出に比べて乗数効果や加速度効果が小さいこと、また生産誘発係数が相対的に低い⁽¹⁶⁾うえ個人消費支出におけるサービス・レジャー支出のウェイト増大など、いわゆる「物ばなれ」の傾向も生じたことなどが影響したものと考えられる。

表 1-17 景気回復局面における実質国民総支出、鉱工業生産等の四半期別推移
(単位: %)

		景気の 「谷」	景気回復局面			
			1 期 目	2 期 目	3 期 目	4 期 目
今 回	実質国民総支出	1.4	3.0	0.8	3.5	3.3
	鉱工業生産	0.3	1.9	2.3	2.8	4.9
	鉱工業出荷	0.6	3.1	1.7	2.9	4.9
	鉱工業在庫	1.7	△ 1.4	△ 0.4	△ 0.4	△ 1.5
前 回	実質国民総支出	0.1	3.1	3.4	3.1	2.3
	鉱工業生産	1.9	3.0	5.6	4.5	5.9
	鉱工業出荷	1.5	3.6	5.2	4.4	5.5
	鉱工業在庫	0.3	2.3	0.3	0.3	0.9
前 々 回	実質国民総支出	0.6	3.0	3.6	3.4	4.2
	鉱工業生産	△ 0.8	4.2	5.6	5.3	5.1
	鉱工業出荷	1.6	2.4	4.3	4.9	4.6
	鉱工業在庫	1.3	△ 2.1	△ 0.9	2.2	3.0

(注)1. 季節調整済み、前期(四半期)比増減(△)率。

2. 景気の「谷」は、今回昭和46年10月～12月、前回昭和40年10月～12月、前々回昭和37年10月～12月。

3. 1期は1四半期をさす。たとえば今回の1期目は昭和47年1月～3月。

(出所) 実質国民総支出：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、329～336ページ。

その他：通商産業大臣官房調査統計部編『昭和55年基準／鉱工業指数総覧』昭和57年版、大蔵省印刷局、昭和58年、55ページ。

今次の回復過程にみられるもう一つの特色は業種・企業規模などによって著しい格差を示したことである。業種別にみると、鉄鋼、石油化学等40年代の高度成

長をリードした業種が不振であった一方、窯業などの建設関連、自動車、食料品などの消費関連業種が好調を示した。また企業規模別には、中小企業の生産が着実な上昇を続けた反面、大企業は輸出比率が高いことなどから回復テンポがやや弱かった。さらに製造業と非製造業に分ければ、製造業の不振に対して非製造業が比較的好調である点が目立った。

以上のような特色は当時の経済政策運営に対して少なからぬ影響を及ぼした。過去の同一局面に比べて比較的緩慢な生産の回復テンポや、これまでの高度成長をけん引してきた鉄鋼・石油化学等に代わる新たなリーディング・インダストリーの欠如、製造業稼働率の低迷などは企業心理に過大な悲観的影響を与え、総体としての経済活動が着実に回復の道をたどっていたにもかかわらず、企業心理は製造業大企業中心にコンフィデンス喪失の状態を続けた。こうした経済実体面と心理面のかい離は、政策当局の適切な情勢判断を妨げ、行き過ぎた経済拡大政策をとらせることになる一つの要因として作用したと思われる。

昭和47年前半における国内経済情勢はおおむね以上のとおりであったが、この間国際収支面ではいわゆるJカーブ効果もあって当初の大方の予想に反し、47年1月～6月の貿易収支（季節調整済み）の黒字は44億ドルと46年7月～12月と同水準を維持し、前年同期の黒字幅を10億ドルも上回った。この期間中における輸出、輸入の動きを切上げ直前の46年10月～12月に比べてみると、ともに金額ベースでプラス2%台（季節調整済み、四半期ベース前期比伸び率平均）の伸びを示したが、輸出の場合、この伸びは全面的に輸出価格の引上げによるもので、数量はごく小幅の減少、これに対し輸入の伸びはほとんど数量増加によるものであった（47年年央に海運ストがあったが、その影響を差し引いても、輸出数量はごく小幅の増加にとどまったものと推計される）。わが国の場合、輸入の大半が価格弾性値の低い原材料で占められていることを勘案すると、円切上げの数量効果は主として輸出に限られ、輸入数量の増加は生産の拡大を反映したものであったといえよう（なお当時の輸出規模は輸入規模の約1.5倍に達していたから、輸出が増加を続ける限り、貿易収支黒字幅を前年と同額にとどめるためだけでも、輸入の伸び率を輸出の伸び率の1.5倍にしなければならない関係にあった）。

スミソニアン合意による円の切上げ後昭和47年に入ってから経済情勢や国際収支は以上のような推移を示したが、この間政府は円切上げの経済に及ぼすデフレ効果への配慮や、円再切上げの絶対回避という観点から、経済政策運営上積極的拡大を強く指向するスタンスをとり続けた。

まず年初1月28日に閣議決定された「昭和47年度の経済見通しと経済運営の基本的態度⁽¹⁷⁾」をみると、対外均衡の達成と国民福祉の向上の2大目標を軸に、①47年度中に経済活動を確固たる安定成長の軌道に乗せるため、公債政策を活用した積極的かつ機動的な財政金融政策の運用を図る、②国民福祉の向上を目指して公共投資の拡充、民間住宅建設の促進、公害防止対策の強化等社会開発の強力な展開を図る、③輸入自由化、関税引下げ等による輸入の促進、秩序ある輸出の推進、為替管理の自由化、経済協力の拡充等対外経済政策を積極的に推進する、などとなっている。さらに47年1月通常国会における施政方針演説で佐藤首相は経済運営に関連し以下⁽¹⁸⁾のとおり述べている。

景気停滞の長期化によって、輸出圧力が高まり、輸入の伸び悩みが続き、せっかくの通貨調整にもかかわらず、国際収支の均衡回復がおくれたり、国内の産業調整が円滑に進まず社会的緊張が高まる事態を招くことは避けなければなりません。このため、積極的な財政規模の拡大など、政府の総力をあげて景気の回復に取り組んでまいります。このような政策を通じて、おそくとも四十七年度後半には経済を順調な安定成長の軌道に乗せたいと思います。……

この際特に重要なことは、景気回復のための財政政策の展開が、同時に、豊かな社会建設への資源配分に通ずることです。国民福祉充実への重点的な資源配分は、景気回復のための単なる手段ではなく、今後の財政金融政策の指向すべき目標であります。言いかえるならば、現在の景気浮揚政策は、設備投資主導型の超高度成長への復帰を意図するものではなく、この機会に高度福祉国家建設への軌道を設定するものであることをここに強調したいのであります。

以上のような拡大均衡指向型の経済運営姿勢に基づき、昭和47年度予算は規模の著しい大型化が図られた。一般会計は前年度当初予算比プラス21.8%と所得倍增計画が推進されていた昭和36年度・37年度以来の高い伸びを示すとともに、財政投融资計画もプラス31.6%と記録的な伸び率を示した。内容の面では公共事業

関係費が前年度比プラス29%と重点配分されるなど景気刺激効果を高めるような配慮⁽¹⁹⁾が加えられた。

政府のこうした積極姿勢に対して当時の世論の大勢はこれを支持していた。たとえば、昭和47年1月6日付『朝日新聞』は社説で47年度予算（大蔵省原案）を取り上げ「現在の景気後退が、数年にわたる高設備投資の結果としての供給過剰と、円切上げショックによるものであり、少なくとも来年度〔引用者注：47年度〕前半は沈滞が続くとみられている以上、大幅な建設国債の発行によって大型積極予算を組むことには異論がないと思われる」と大型予算に同意を示した。有力紙、有力エコノミストのなかにはこれでもまだ不足であり、大型補正等の追加措置⁽²⁰⁾が必要になろうと指摘する向きも多く見受けられた。

この間、本行の佐々木総裁は47年1月5日の年頭記者会見で、大蔵省原案に言及し、47年度予算案は思い切った大型予算案になったが、経済の停滞を打開するためには「必要、やむを得ない措置である」と述べ、格別異論ない旨表明した。⁽²¹⁾

国際収支不均衡の是正に関し、当時の内外における常識として、通貨調整の効果を評価するにはある程度の時間の経過が必要であるという考え方が一般的であった。⁽²²⁾とくにわが国の場合、スミソニアン合意において予想以上に大幅な円切上げが行われ財界の不満もまださめやらぬという状態にあったこともあり、政府をはじめとして円再切上げをタブー視する風潮が強かった。そうした雰囲気の中かで本行も円再切上げはしないという前提に立って金融政策の運営を考えていた。円再切上げを避けようとするれば、黒字不均衡の解消は景気浮揚による拡大均衡以外には道はなかった。本行が前年12月の公定歩合引下げ後、47年1月～3月の金融政策運営方針としていっそうの金融緩和基調維持を掲げたのもこうした観点に基づくものであった。

年明け後貿易収支が大幅な黒字を続け、外貨準備が2月末には160億ドルを突破するなどの状況の中かで、3月以降国の内外で円再切上げを行うべきであるとの主張やそうなる可能性があるとの見方などが見受けられるようになった。⁽²³⁾これに伴い財界などから再切上げ防止のための、黒字減らし・外貨準備減らし策を実施すべきであるとの要望が相次いで出され、政府でもこれに呼応するかたちで4

月半ばごろ以降金利の全般的引下げ、「第二外為会計」⁽²⁴⁾構想等からなる第2次円対策取りまとめの動きが急速に浮上してきた。そして大蔵省からは本行に対し公定歩合の引下げに関し内々要請が行われた。

こうした円対策、景気対策実施を求める声は政府、財界のみにとどまらなかった。たとえば、総合政策研究会が5月17日に発表した「新段階における景気、および円問題対策」と題する提言⁽²⁵⁾は、景気の現局面を高成長後の過剰生産不況、かつ円的大幅切上げに伴う調整不況ととらえ、景気対策と円問題対策を一本化した新しい不況対策が必要であることを強調した。そして不況と円再切上げ不安の悪循環を断ち切るため、具体的に、①預貯金金利を含む全般的な金利引下げを軸とする新しい金融政策、②大幅減税（3000億円）の実施と強力な土地対策に裏打ちされた財政政策、③輸出課徴金、輸入自由化、蓄積外貨の有効活用等を早期実施するよう求めるというものであった。あたかもこのあと間もなく決定される政府の円対策を先取りするような内容であった。

このように円再切上げを避けるための具体策についての論議が大きく表面化する以前の3月ごろ、本行内部では関係部局の間で今後生ずる可能性のある公定歩合引下げ問題について検討が行われたが、その際多数の考え方は次のようなものであった。⁽²⁶⁾

景気は緩やかながら回復の方向に向かっており、国内経済の観点からはこれ以上の対策は不要である。したがって、もしいっそうの金融緩和による景気浮揚の促進が必要とすれば、それはもっぱら黒字不均衡解消のためということになるが、その場合、①鉄鋼、合繊などの輸出産業には膨大な供給余力があり、こうした輸出圧力を大きく軽減しうほどの経済拡大を政策的に実現することが可能であろうか、②このまま公共投資主導型の景気刺激策をとっていく限り、国際収支面に効果があらわれるより先に賃金、サービス価格の上昇を中心とする強い消費者物価の上昇が生ずるのではないか、など問題が多い。一方、金融の量的緩和は十分すぎるほど浸透しており、これ以上マネー・サプライをふやしても、実体的な景気回復につながるよりは、土地・株式等資産取引の異常な活発化や金融機関の貸出内容の悪化を進める面により大きく作用するおそれが強い。金利の引下げ

も現状のもとでは、それによって設備投資が刺激されるかどうか疑わしい。対外均衡達成のための景気回復促進という目標一本やりで政策運営を進めるには問題はあまりにも多い、というものであった。

こうしたなかで、4月上旬に開かれた本支店事務協議会の席上、佐々木総裁はこの点に関し極めて含みのある発言を行っていた。⁽²⁷⁾すなわち、わが国の黒字対策としては、「根本的には早期に景気を立直らせることにより、……黒字を減らすということが本筋と思われる」と、本行が拡大均衡の立場にあることを確認するとともに当面の金融政策の運営について「国際収支の問題その他いろいろな点を考えつつ景気の上昇を図ることが当面の急務であるということからして、本行の金融政策は基調としては現在の緩和状態を維持していくということではいけないと考えている」と述べ、さらに金利の国際比較につき、単純な横並び論議は避けねばならぬが、債券の金利などをみると、「最近では西独に比べ日本の〔金利の〕割高が目につき、これにより結局は外国が日本で起債するのに金利高が邪魔になるということも事実である。こういう点を考えると、金利は国際的な視野からいえばもつと低いのが望ましい」との考え方を示した。そして物価への影響については、現在「卸売物価は安定しているけれども、消費者物価は依然として高い上昇率を示している。ところが卸売物価が或る程度上がらないと恐らく景気は回復しない。その或る程度が問題であるが、一体物価のどの辺を睨んで金利政策を運んでいくか、ここに……難しい問題がある」と述べていた。

もっとも佐々木総裁は以上のように今後の金利引下げについてかなり弾力的な考え方を示した反面、マネー・サプライ、銀行貸出の動向に関し「どうも〔昨年〕暮頃から銀行間の競争が目立つてきて、年明け後も……銀行貸出が相当大幅に増えている。いまの経済情勢からして実質的な経済活動にこれだけの資金の供給が必要であるかどうかいささか疑わしく、例えば土地とか株とかそういうものに……カネがついているということも相当あるのではないだろうか」と警戒的な見方を示し、「私共としては、現在の緩和期をとらえて都市銀行を中心に極力資金ポジションの改善に心掛けて貰いたいと強く感ずる次第である」と述べていた。⁽²⁸⁾

すでに年初来本行の窓口では取引先指導の一環として都市銀行に対し行き過ぎ

た銀行貸出の抑制につき指導を始めていたが、金融緩和基調の維持が政策運営の基本方針とされている状況のもとでは、こうした指導の効果にはおのずから限界があり、1月～3月、4月～6月とも表面上の貸出計数は増勢が若干鈍化したものの、実際にはこの間含み貸出が生じたため、これを勘案すれば、実質的には貸出は顕著な増勢を持続した。

一方、前述のように4月半ばごろ以降公定歩合を含む金利の全般的引下げを中心とする第2次円対策の策定が政府部内で進められるなかで、その不可欠の一環として郵便貯金金利の引下げについてもその実現を図るための調整が進められていた。この点については閣内有力者が佐藤首相の了解を得て郵政相の説得工作を行ったとも伝えられた。また当時この問題とは別個に郵政省がもくろんでいた郵便貯金小口貸付案が、議員立法の形で実現の公算が強くなっていたが、従来これに反対であった大蔵省は、同法案の阻止はもはや困難と判断し、郵便貯金金利の引下げ等を条件に折り合いをつけようとの態度に変わってきたという事情もあった。

こうしたなかで本行は大蔵省との話し合いを進めていたが、5月10日、佐々木本行総裁は定例記者会見の席上で「預金金利が下れば、公定歩合を放つておく訳にはいくまい」と発言し、第6次公定歩合引下げ問題は一挙に現実の日程に上るに至った。佐々木総裁は従来公式には否定的な発言を重ねていたもので、この発言は一見唐突であり、マスコミ等も意表を突かれた形で、翌5月11日は「日銀総裁、態度急変」といった見出しをつけるなど各紙ともこれを大きく取り扱った。佐々木総裁が10日にこのような発言を行った背景には、その前日佐藤首相から、円切上げ後経済情勢はまだ沈滞しているので、公定歩合を下げてほしい旨の要請を受けたという事情があった。なお上記の記者会見後水田蔵相からも、郵便貯金の問題については首相に念を押してあるので公定歩合を下げてほしい旨重ねて要請を受けた。

本行は第6次公定歩合引下げ問題に関し次のような基本方針で臨んだ。まず引下げにあたっては、郵便貯金関係の動きが固まってから、市中の預金金利と公定歩合に手をつけるという手順を踏む。これは、既述のように当時市中貸出標準金

利と1年もの定期預金金利との関係が銀行にとって0.75%の逆鞘になっており、貸出金利のもう一段下げを図るためには預金金利引下げが不可欠であり、しかもそのためには郵便貯金金利引下げが絶対的な前提と考えられていたからである。なお、金利引下げの範囲としては短期金利のみならず長期金利も含めた金利体系全般とする。これは全般的な金利水準低下を促進することをねらった第2次円対策との整合性に配慮したものであった。

次に公定歩合の引下げ幅は預貯金金利の下げ幅にもよるが一応0.5%をめどとする。また引下げの趣旨は、直接的には企業の金利負担、社会的投資コスト（住宅等国民福祉関連）の軽減、間接的にはそれを通ずる景気の回復促進を図り、これらを通じて国際収支の均衡化を図ることを目的とする。なお、海外金利は反騰傾向にあるので、今次引下げの要因としては考えない、というものであった。

こうして本行が公定歩合引下げの具体的準備を進める一方、政府は既述のように5月23日、預貯金金利を中心とした各種金利の引下げ、輸出抑制、輸入促進、外貨の有効活用等全部で7項目からなる「対外経済緊急対策」を閣議決定した（前掲表1-10）。この対策は前年6月に決定されたいわゆる「8項目円対策」に続く第2次円対策であったが、今度の場合その主眼が金利引下げにあることはだれの目にも明らかであった。

こうした第2次円対策の決定を受けて5月26日、水田蔵相は閣議において預貯金金利の一律0.5%引下げを期待するとして、郵便貯金関連の利下げを正式に要請し、佐藤首相もこれを了承、広瀬郵政相に協力方指示した。⁽³⁵⁾なお、これに先立ち、蔵相は5月25日本行政策委員会に預金金利引下げを発議しているが、これは郵政相に正式に郵便貯金金利の引下げを要請する以上、民間でも預金金利引下げが進展しているという事実が必要であるとの趣旨からであった。⁽³⁶⁾政策委員会は翌26日に金利調整審議会に預金金利引下げ問題を諮問し、これをうけた金利調整審議会は5月29日、郵便貯金金利の同幅引下げを前提に一律0.5%の利下げを内容とする答申案を決定した。

しかし、同日開かれた郵政審議会は確たる方向を打ち出さないままに散会し

た。郵政審議会はその後6月2日に開かれた第2回審議会でも特別委員会の設置を決めただけで終わった。そしてそれから特別委員会などで何度か質疑応答を主とする審議を重ねた後、郵便貯金の預金者に対する貸付制度の創設を内容とする「郵便貯金法の一部を改正する法律」案が6月16日国会を通過したのを見定めたうえで、ようやく郵便貯金金利引下げを是とする答申案を6月20日に取りまとめた。そのうえ郵政省側は民間側より小幅の引下げを主張して譲らず、まず6月20日蔵相、郵政相のほか経済企画庁長官、官房長官、自由民主党政務調査会長も含めた五者会談を行い、次いで翌21日郵政相、経済企画庁長官、官房長官の三者会談を行うなど、幾つかの調整工作を経て、結局定額郵便貯金の1年半以上は0.5%、それより短いものは0.25%各引下げ、通常郵便貯金は0.24%引下げ、積立郵便貯金は据置き、という線で大蔵、郵政両省が合意に達したのは6月22日であった。⁽³⁸⁾

このように郵政省側が貯金金利の引下げについてとくにこのとき頑強に抵抗したのは、消費者物価が高いテンボの騰勢が続いていたことと、上記郵便貯金預金者貸付制度の成否がこの問題にかかっていたからであった。郵便貯金法改正法律案の審議にあたって、野党の逋信委員は郵便貯金金利を引き下げると郵便貯金預金者貸付制度の実現は阻止するという態度を表明していたほか、与党委員も多くは利下げに消極的であった。そのため、郵政当局は法案が通るまでなんとしても利下げ審議を引き延ばそうとしたのである。⁽³⁹⁾ それにしても、閣議において蔵相の正式要請を受け、首相の指示があったにもかかわらず、このように1か月近くにもわたって利下げが行われないということは、佐藤内閣の末期で首相の指導性が低下していたことによる面が大きかったとはいえ、金融政策の円滑な運営に対して大きな問題を投げかけるものであった。

この間、公定歩合があたかも棚ざらしの状態に置かれていることをもって、新聞のなかには金融政策の自主性喪失としてこれを非難する論調が出たほか、大蔵省の一部では公定歩合見切り発車論も台頭した。⁽⁴⁰⁾ しかし、このときは本行内は公定歩合を引き下げるとすれば預金金利も引き下げるべきであるという考えで統一されていた。本行の考え方は、仮に今見切り発車をすれば、本行が郵便貯金金利引

下げ実現の可能性についてなんらかの心証をえたと受け取られ、前記の郵便貯金法改正法律案審議に悪影響を及ぼすことによってかえって郵政省側を硬化させることになるか、あるいは本行が郵便貯金金利引下げを全くあきらめたと受け取られ、完全積残し発車になるかいずれになる可能性が強いが、そのいずれにしても好ましくない、⁽⁴¹⁾というものであった。佐々木総裁は6月7日の定例記者会見で、公定歩合引下げが棚ざらしになっていることについてうんぬんする声があるがどう思うか、との質問に対し、「よいことではないが、やむをえない。公定歩合が本当に金利としてワークする形で動かすことが大切で、棚ざらしになるとか時期を失すとかいうことで、公定歩合に傷をつけてはいけ⁽⁴²⁾ない」と答えている。なお、この件に関し本行は総務部長名で各支店長に書信を送り、「本行としてはまことにつらい処ではありますが、今後如何に批判が強くなつてこようとも動きにくい立場にある訳で、当面はじつと情勢を見守つていく以外方法がないと考えております⁽⁴³⁾」として、本行の立場、考え方を外部に十分説明するよう要請した。

以上のようにして、ともかくも大蔵、郵政両省の妥協が成立すると、その翌日の6月23日、金利調整審議会は郵便貯金金利の引下げ幅に関する情勢変化（当初は一律0.5%引下げを想定していた）をうけて再審議を行い、1年以上の定期預金は0.5%、その他の預金は0.25%の引下げが適当との新たな答申を決定した。一方郵政審議会も同日、郵便貯金金利引下げの答申を正式に決定した。同時に本行は臨時政策委員会を開催して公定歩合を0.5%引き下げ（商業手形割引歩合年4.75%→4.25%）翌24日から実施することを決定し、ここにおいてようやく一件が落着いた。このあとほどなくして、国債の発行条件をはじめ一連の長期金利の改定⁽⁴⁴⁾も行われた（なお既述のように昭和45年春、預貯金金利は9年ぶりに改定されているが、引下げについてのみみれば、今次の引下げは昭和36年春以来11年ぶりのことであった）。

こうして本行が公定歩合の第6次引下げを決意してから約1か月半経過し、この間景気は回復への動きを一段と明らかにしていた。この公定歩合引下げ後、当然のことながら金融機関の貸出は顕著な増勢を続け、マネー・サプライの伸び率はさらに加速し、流動性過剰の傾向を一段と強めた。これに伴って卸売物価は同

年夏以降急激な騰勢に転じ、わが国経済は激しいインフレーションに見舞われるに至った。こうしたその後の経過からみて、今次の公定歩合引下げについては、ニクソン・ショック後ないしはスミソニアン合意後の政策運営ならびに47年夏以降における政策転換の遅れを含めて、強い批判⁽⁴⁵⁾を被っている。

国内経済の観点からみる限り、すでに47年春ごろにはさらに景気刺激措置を積極的にとる必要のない段階にまで経済は着実な回復過程をたどっていた。実質国民総支出は前述のように1月～3月期に高い伸びを示しただけではなく、1月～6月を通じてみても年率で10%台の拡大を示し、高度成長期なみのテンポに復していた。この点製造業大企業を中心とするビジネス・マインドの低迷が経済動向のマクロ的判断の面で景気回復力を過小評価させる傾きのあったことは否定できない。

しかしより大きな問題は国際収支との関連であった。貿易収支黒字幅が前年よりも拡大する傾向を示すなかで、円再切上げを避けようとするれば、基本的には経済の拡大をいっそう促進する以外には道はなかったが、そうした方向への政策の選択を支える重要な背景の一つとなったのは、当時卸売物価が2月以降上昇傾向に転じたものの、その騰勢は年率で1%～2%程度と表面上は比較的落ち着いた動きを示していたことであった。

しかし既述のように前年来のマネー・サプライの大幅増加に伴い土地その他の既存資産への投機的支出が拡大し、インフレ・マインドがしだいに強まっていた。一方国内経済の拡大テンポはすでに高い水準に達し、需給関係も大きく変わりつつあった。さらにまた、海外経済はインフレーション傾向を強めていた。問題はこうした内外の諸条件のなかで、経済の拡大テンポをさらに高めようとして、金融をいっそう緩和し、マネー・サプライの増加を許容した場合、経済にどのようなインパクトを与えるかについての判断であった。もとより本行はこの時点でいわゆる調整インフレ論にくみしたわけではないが、上記のような諸条件下での公定歩合引下げがもたらすであろうインフレ的影響についての見方が甘かったこと、さらに通貨価値の安定を最大の使命とする中央銀行としてこの問題への取組み方が適切でなかったことは遺憾ながら否定できない。

本行金融調節手段の多様化

以上のように昭和46年から47年にかけて金融が空前の大緩和を示すなかで、本行の金融調節手段についても多くの改廃が行われた。このうち、輸出入金融に関する改正、準商業手形の新設等についてはすでに述べたので、①手形オペレーションの実施、②売出手形制度の創設、③準備預金制度の拡充・強化の3点について以下に述べることにする。

イ、手形オペレーションの実施

本行では既述のようにオペレーションの主な対象物件として何を利用するかにつき従来から検討を繰り返していた。成長通貨の供給や資金需給の大きな変動を調節するうえでは、一応長期国債によるオペレーションで対応しえたが、より短期の資金需給上の波を弾力的にならそうとする場合、頻繁に利用できる適当な対象物件がなかった。もちろん昭和30年代の初めからその実現を強く希望していた政府短期証券の公募入札制がすでに実施されているか、あるいは少なくとも、確定レートでの発行であっても、その発行条件が常に市場の実勢に即して定められるという慣行が確立していれば、これに伴って当然政府短期証券市場が成立・発展し、本行は同市場を対象とするオペレーションによって日常の金融調節を円滑に行いうるわけであるが、既述のように大蔵省側の反対により年来の悲願はいまだ実現するには至っていなかった。昭和42年秋以降短資業者を対象とする政府短期証券の二重レートによる売却操作がようやく始められたが、オペレーションとしての本来のあるべき姿には程遠い実情にあった。

こうした状況のなかで本行は、昭和46年に入り、2～3か月の貸借市場として手形売買市場が発達すれば、そこを通じて手形オペレーションを実施できると考え、短資業者を中心とする市場関係者の間で同市場創設についての気運が盛り上がるのをまって同市場の創設に同意を示した。その結果、5月下旬から資金需給が季節的に引き締まる6月～8月ごろまでの余資運用の場として、手形売買市場が5月20日に発足した⁽⁴⁶⁾。売買の対象となる手形は、優良商業手形、優良工業手形、貿易手形、優良単名手形、およびこれらの手形を担保として資金不足金融機関が振り出した自己あて・自己引受けの為替手形（実際に売買の対象となったのは後

者の為替手形であった)で、手形の期日が市場で割り引かれる月の翌々月以降のもので、かつ割引期間は2か月以上3か月までとされた。また当初手形売買レートは、月越もののコールの出し手レートの0.25%高を中心とし、上下0.25%程度の幅のなかで建て値が決まることを目安とすることになった。これらの建て値は原則として短資会社が市場の実勢に即して自主的に決め、短資会社の売り買いのレート差は0.125%とされた。

本行はその円滑な発達を促すため、営業局を通じ陰に陽に市場の拡充に努めた。ただ、46年中はニクソン・ショックに伴う巨額の短資流入により金融市場が予想に反して資金余剰となったこともあり、本行による手形買いオペは行われなかった。その後、47年に入り、金融緩和が一段と進むにつれ、コール・レートの先安感が強まり、割高かつ比較的長期の月越もののコール・ローンに対する需要が減退し、出合い残高も急減してくると、この機に、コール市場を翌日ものと無条件ものを中心とする1か月以内の短期貸借市場に純化しようという気運が市場関係者の間に高まった。その結果、コール市場における月越ものの取引は昭和47年6月1日以降廃止されたが、これに伴いこれまでコール・ローンの担保となっていた売買適格手形は手形売買市場に向けられ、同市場の規模は47年夏ごろにはコール市場と肩を並べるほどにまで拡大した。こうしてわが国の短期金融市場はコール市場と手形売買市場によって構成されることになり、コール市場の純化が図られるとともに金融機関の第2線準備資産も、極めて流動性の高いごく短期の支払い準備であるコール・ローンと2～3か月の短期運用である買入手形とに分かれ、その性格および金利体系が明確化した。

本行ではこうした手形市場の発達を踏まえつつ、47年6月～8月の金融市場では前年同期ほど外国為替資金からの対民間円資金散超額が多額に上らず季節的資金不足が表面化することになったのを機に、6月に手形売買市場に流通する手形を対象として、短資業者を通じ、初めての買いオペレーションを実施した。こうして手形オペレーションは、主として季節的な資金不足期における資金供給手段として導入されたが、その趣旨はあくまで本行の金融調節手段の強化、多様化を図るということにあった(事実、この手形オペレーションはその後の金融調節手

段として大きなウェートを占めるようになった)から、買入だけでなく、必要に応じて売却を行うことも最初から運営方針のなかに含めて考えられていた。⁽⁴⁷⁾オペレーションの対象となる手形の要件、売買方法等は以下のとおりであるが、対象手形は、手形市場で流通している手形のうち、一定の要件を備えた企業振出手形と、それを担保とする金融機関振出手形の両方を認めることにした。なお、企業振出手形の買入れについては、商業手形の再割引との関係が問題になったが、本行としてはこの点に関し、確かに両者は法律的には同じ性質を有しているものの、金融調節の立場からいえば、再割引は本行が取引先から借入れの申込みを受けて行う信用供与(貸出)の一形態であるのに対し、手形買入れは本行のイニシアチブによって行うオペレーションの一種であり、両者の性格は全く違うものであるとの考え方をとっている。

① 売買先

(イ) 市場売買の場合

本行の当座預金取引先である短資業者。

(ロ) 相対売買の場合

銀行、長期信用銀行、外国為替銀行、本行の当座預金取引先である相互銀行および信用金庫、全国信用金庫連合会、農林中央金庫、その他本行の当座預金取引先であって本行が必要と認めるもの。

② 売買手形の要件

(イ) 支払人の信用が十分な手形であって、満期日が本行買入れ日から3か月以内に到来するもの。

(ロ) 金融機関以外のものが振り出した手形のうち支払人の信用が十分と認められるものを担保として、手形売買市場参加の本行当座預金取引先が振り出した自己あて、自己引受けの為替手形であって、満期日が本行買入れ日から3か月以内に到来するもの。

③ 売買の方法

割引の方式(片落ち)によることにし、原則として買戻し・売戻し条件は付さない。

④ 適用金利

手形売買市場の中心金利を基準として決定する。

ロ、売出手形制度の創設

昭和46年8月のニクソン・ショックに際し、本行は金融緩和促進の基調を維持しつつも、急激な短資流入によって金融市場に攪乱的な影響が及ぶことを回避するため、新しく同月19日から売出手形制度を発足させ、余剰資金の機動的な吸収に力を注いだ。

本制度はかつて金融制度調査会でも検討され、昭和35年9月の日本銀行制度に関する答申のなかでその創設を適当とする旨が述べられており、その後40年に再び日本銀行法の改正が検討された際にも最終案に同制度の創設が記されていたが、ここへきて急きょ創設が決定されたのは、ニクソン・ショックに伴って金融市場に発生した巨額の資金余剰に対処するうえで、オペレーションの対象物件が従来の政府短期証券等だけでは十分でないと判断されるに至ったからである。本行ではこの制度の創設につき、国際収支黒字幅の拡大を背景とした外国為替資金からの円資金の対民間払い超増が金融市場に影響を及ぼし始めた46年春ごろより検討を進めていた。ただ、現行「日本銀行法」では本行の手形振出は認められておらず、本制度を実施するには規定外の業務として同法第27条ただし書きによる大蔵大臣の認可が必要であったが、そのための大蔵省との折衝にかなり時間を要し、8月に入ってようやく実施の運びに至った。その際、問題となったのは主として、①現在金融緩和を進めているなかで、本制度を実施することはコール・レートの下支え要因とならないか、②本行が銀行券以外の債務を創出することは問題ではないか、の2点であった。このうち、前者の問題については本行が、金融市場の余剰資金はなんらかの形で必ず本行へ還流するものであり、売出手形制度はその過程を円滑にするにすぎず、本制度がコール・レートの下支えになるか否かは全くその運用方針いかんによる、と説明することにより比較的容易に解決した。これに対し、後者の問題については、本行としては上述のように金融制度調査会の答申などでも必要性が認められており、債務の創出という点については、いわば踏み切りの問題と考えていたが、交渉過程でこの点の詰めが難航した。本

行はさらに、売出手形は転売を認めないため、第二の銀行券のような形で転々流通することはない旨を説明し、結局ニクソン・ショックという特別の事態に対する特別の措置という趣旨から6か月の期限付きで認可されることになった⁽⁴⁹⁾（その後、この認可は6か月ごとに更新され、わが国がフロートに移行した48年2月以降は1年に延長されたが、52年3月に至ってこの認可期限は取り外された）。本制度の実施要領は次のとおり⁽⁵⁰⁾。

- 売 出 し 先……本行取引先である短資業者および金融機関のうち本行が適当と認める先。
- 手 形 の 形 式……本行を振出人、受取人および支払人（引受人）とする為替手形。
- 手 形 期 間……3か月以内。
- 金 利……市場レート等を勘案して定める。
- 条 件 等……必要に応じ買戻し条件を付する。売出し先に対しては転売を認めない扱いとする。
- 売出しの限度……銀行券に対する発行保証充当物件の余裕額を限度とする。

なお本制度の運用に際し当面短資業者向け売却を中心とし（短資業者はこの手形をコール担保に使用）、手形期間は原則1か月、金利はコール・レート（月越ものまたは無条件もの）を基準として定めることにした。また、手形売買市場向けの売却については、本行内部の検討過程で、本行が必要に応じて同市場に介入しようようにするため売却を考えるべきだとする意見と、売出手形は金融調節のため振り出す特殊な性格のものなので同市場に流通させるのは不相当との意見に分かれたが、結局当時手形売買市場は発足して間もないこともあり、当面売却は行わないことにした。

ハ、準備預金制度の拡充・強化

昭和47年5月1日、準備預金制度の拡充強化を図るため、「準備預金制度に関する法律の一部を改正する法律」（法律第23号）および「準備預金制度に関する法律施行令の一部を改正する政令」（政令第121号）が公布施行された。改正の内容は主として次の4点であった。

- ① 新たに生命保険会社を本制度の対象とする。
- ② 対象債務として従来の円預金のほか、新たに金融債・信託元本・居住者外貨預金・非居住者関係債務等を加える。
- ③ 準備預金の計算方法として従来の残高に準備率を乗ずる方法に加え、増加額を基準として準備率を適用しうることとする。
- ④ 準備率の最高限度を10%から20%（ただし居住者外貨預金、非居住者関係債務については100%）に引き上げる。

この準備預金制度の改正は金融政策運営上重要な意義をもつものであったが、当面実際上の効果としては自由円勘定に対する増加額基準の新設等に限られていた。それは金融緩和策を進めている折から、一般円預金については新法令に基づく準備率をその水準、対象とも従来と全く同様な内容で設定された一方、新たに対象債務となった金融債・信託元本、あるいは外貨建債務についてもそれぞれ金融情勢に対する配慮、ないし為替管理との関連等の問題から準備率設定が見送られたからである。この間、新たに法律上対象に加えられた生命保険会社についても、その性格の特殊性にかんがみ実際の運用にあたっては慎重を期するというこ

とで政令の段階で適用先としての指定から外された。なお、自由円勘定に対する準備率については、すでに述べたように海外短資の流入抑制をねらいとし47年6月、増加額基準準備率を25%と定め（これに伴い従来の自由円預金に対する残高基準の準備率を廃止）、さらに7月には英ポンドの変動相場制移行に対処してこれを50%に引き上げた。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 前掲『調査月報』昭和46年2月号、48ページおよび同昭和46年3月号、37ページを参照。
- (4) 上掲『調査月報』昭和46年1月号、44～46ページを参照。
- (5) 上掲『調査月報』昭和46年7月号、39ページおよび同昭和46年8月号、43～44ページ。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 日本銀行保有資料。
- (8) 全国銀行協会連合会『金融』第299号（昭和47年2月）61～62ページを参照。
- (9) 日本銀行保有資料。

- (10) 前掲『金融』第299号、61ページ。
- (11) 経済企画庁編『国民経済計算年報』昭和60年版、昭和60年、92ページ。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) この時期における銀行貸出積極化の要因の影響を数量的に実証することは技術的にかなりの困難を伴うが、日本銀行調査局では簡単な回帰分析の手法により都市銀行、地方銀行別に貸出増加を資金ポジション要因とコール・レート低下に伴う貸出限界採算の好転要因等に分解することを試みている。これによると、都市銀行、地方銀行とも46年夏以降の貸出著伸はこの二つの要因によりかなりよく説明されている。都市銀行の場合、47年に入ってからこれらの要因で必ずしも説明しきれない貸出伸長がみられるが、これは本文で後述する資金運用難懸念と絡んだ銀行相互間の競争意識の高まり、あるいは個人向け貸出指向の強まり等回帰式に取り入れられていない要因と関連して生じたものと理解することができよう（日本銀行調査局「昭和47年の金融経済の動向」前掲『調査月報』増刊、昭和48年8月、42～43ページを参照）。
- (14) 同上、65ページ。
- (15) 前掲『国民経済計算年報』昭和60年版、92ページによる。
- (16) 昭和40年基準の産業連関表を利用して下記グループ別の生産誘発度（各グループの1単位の投入によって誘発される生産の単位）を試算すると次のとおり、第Ⅰグループが最も低く、第Ⅱグループが最も高い（前掲「昭和47年の金融経済の動向」73ページ）。
- | | |
|-------------------------|--------|
| 第Ⅰグループ（消費、財政、住宅、非製造業設備） | 1.7795 |
| 第Ⅱグループ（製造業設備、輸出） | 2.2360 |
| 第Ⅲグループ（在庫） | 1.8468 |
| GNP 計 | 1.8921 |
- (17) 『ファイナンス』第7巻第11号（昭和47年2月）76～78ページを参照。
- (18) 『第六十八回国会衆議院会議録』第3号(2)、昭和47年1月29日、6ページ。
- (19) 大蔵省編『図説日本の財政』昭和47年度版、東洋経済新報社、昭和47年、71～80ページを参照。
- (20) たとえば昭和47年1月6日付『日本経済新聞』の社説「意欲なお足りぬ予算大蔵原案」、内田忠夫「“大型予算” 過大な期待は禁物」（昭和47年1月13日付同紙）、下村治「円再切り上げを回避する道」（『週刊東洋経済』第3655号、昭和47年3月18日、26～28ページ）等を参照。
- (21) 昭和47年1月6日付『日本経済新聞』を参照。
- (22) たとえば水田蔵相は、昭和47年1月26日、日本記者クラブにおける講演で「国際通貨調整の効果については、各国ともまだ評価できないようだ。そして二年ぐらいたたないと効果はわからないというのが、各国の考え方だ。わが国も二年たつと切上げの効果が出るだろうが、当分は輸出がふえ、ドルはたまるだろう。米国の国際収支もすぐにはよくなり

1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

ず、赤字は依然続くと思う。一時的な現象として当然のことで、各国はこれを気にしないで、経済の拡大策をとるだろう。従って、ここしばらくは相当の経済変動があっても、通貨の再調整はありえない」との見解を表明した（昭和47年1月27日付『朝日新聞』）。

(23) たとえば、在日米国商工会議所のバーディ会頭らは昭和47年3月の日米経済協議会日本側運営委員との会談の席上、「円は二〇——二五%切上げられるべきだ。米国は今後、日本を甘やかす気はない」と発言（昭和47年3月17日付『毎日新聞』）、次いで4月、アメリカ輸出入銀行のカーンズ総裁が円切上げに賛成する趣旨の発言を行った（もっともこの発言についてアメリカ財務省はカーンズ総裁の個人的見解にすぎないと論評、昭和47年4月25日付『日本経済新聞』および同月27日付同紙）。さらに、5月、*The Economist*, May 6, 1972, は“The ever-rising yen”と題する特集記事を組み、円再切上げの可能性を警告した。この間、国内でも財界はもとよりマスコミも円再切上げの可能性を指摘する声が高まった（たとえば昭和47年3月16日付『朝日新聞』『毎日新聞』、翌17日付『日本経済新聞』が報道する岩佐富士銀行会長、堀越経団連副会長らの発言、あるいは同年4月3日付『毎日新聞』の「展望」など）。

(24) 「第二外為会計」構想とは一言でいえば外貨の有効活用を図るため、外貨準備の一部を現在の外国為替資金特別会計から、新たに別会計として創設する第二外為会計に移し、これを外国為替銀行や政府機関を通じて民間に貸し出し、海外援助、資源開発など現行外為会計では認められない長期の外貨貸付に運用しようとするもので、実際には、大蔵省・通商産業省間の折衝など曲折を経て、結局輸出入銀行等による外貨貸し制度新設という当初構想から大幅に後退した形で収束した（『金融財政事情』第1083号、昭和47年5月1日、32～33ページ、同第1084号、同年5月8日、10ページ、前掲『調査月報』昭和47年9月号、60ページ等を参照）。

(25) 提言の概要は『金融財政事情』第1087号（昭和47年5月29日）11ページ、前掲『金融』第304号（昭和47年7月）54～57ページ等を参照。

(26) 日本銀行保有資料。

(27) 日本銀行保有資料。

(28) 同上資料。

(29) 日本銀行保有資料。

(30) 昭和47年5月11日付『毎日新聞』。

(31) 昭和47年5月11日、本行総務部長より各支店長あて総裁発言の真意および内部検討の様態を簡単に説明したメモを送付しているが、内部でも一部ではやや唐突の感をもって受け止められたようである。

(32) 土屋清・吉野俊彦対談「日銀一〇〇年に想う——過去から何を学ぶべきか——」（土屋清『突破口はここだ』山手書房、昭和58年、所収）232～233ページを参照。

(33) 同上、233ページ。

第6章 変動相場制下の金融政策

- (34) 日本銀行保有資料。
- (35) 『ファイナンス』第8巻第4号(昭和47年7月)95ページを参照。
- (36) 日本銀行保有資料。
- (37) 昭和47年6月23日公布、法律第98号(昭和48年1月1日施行)。
- (38) 日本銀行保有資料。
- (39) こうした利下げの経緯については前掲『体験的金融政策論』26～28ページ。
- (40) たとえば昭和47年5月31日付『日本経済新聞』の社説「金融政策の展開に主導性を失うな」、『金融財政事情』第1089号(昭和47年6月12日)の「難航する公定歩合の第六次引下げ」10ページを参照。
- (41) 日本銀行保有資料。
- (42) 同上資料。
- (43) 同上資料。
- (44) 国債、政保債、地方債、事業債は7月債から、金融債は8月債から、貸付信託・金銭信託は昭和47年7月21日以降募集または受託分からそれぞれ実施。主な条件改定例をみれば次のとおり(前掲『調査月報』昭和47年7月号、44～45ページを参照)。

	応募者利回り(%)	表面利率(%)	発行価格(円)
国債	7.034→6.717	7.0 →6.5	99.80→ 98.70
政保債	7.053→6.868	7.0 →6.7	99.75→ 99.00
事業債A格	10年 7.171	7.0	99.00
	7年 7.358→7.053	7.25→7.0	99.50→ 99.75
利付金融債(5年)	7.10 →6.80	7.10→6.80	100.00→100.00

政保債・地方債の償還期限も7年から10年に延長。

- (45) この問題を取り扱った文献は数多く、またそれらの論点もまちまちであるが、たとえば、次のものが挙げられる。
- ① 前掲『体験的金融政策論』20～44ページ。
 - ② 後藤新一「財政金融政策の歴史的教訓——繰り返された日銀の政策ミス——」(『エコノミスト』第51巻第44号、昭和48年10月23日)52～55ページ。
 - ③ 飯田経夫「完全雇用偏重・インフレ悪軽視の罪」(上掲誌、第51巻第48号、昭和48年11月17日)35～36ページ。
 - ④ 守屋友一「望まれる金融政策運営の適確性」(『金融ジャーナル』第14巻第9号、昭和48年8月)31～33ページ。
 - ⑤ 小宮隆太郎「昭和四十八、九年インフレーションの原因」(東京大学経済学会『経済学論集』第42巻第1号、昭和51年4月)2～40ページ。
- (46) 手形売買市場の取引実施要領は前掲『調査月報』昭和46年6月号、35ページを参照。
- (47) 日本銀行保有資料。

(48) 前掲『調査月報』昭和47年7月号、44ページ。

(49) 日本銀行保有資料。

(50) 前掲『調査月報』昭和46年9月号、40ページ。

(5) 金融引締めへの転換

昭和47年度後半の景気・物価情勢

昭和47年（1972年）年初から回復過程に入ったわが国の景気は年央ごろ以降急速な上昇傾向をたどり、経済はいっそう高いテンポの拡大を続けた。鉱工業生産（季節調整済み）の動きをみると、47年1月～6月に前期比3.2%の伸びを示したあと、7月～12月には同6.5%と大きく伸び率を高めた（また7月～12月中でも7月～9月の前3か月比プラス2.8%、10月～12月の同プラス4.9%と伸び率はしり上がりに加速）。この間、鉱工業出荷（季節調整済み）もおおむね生産を上回る増勢を続け、このため生産者製品在庫（同）はしだいに減少傾向を示すようになった。とくに乗用車、トラクター、機械・自動車部品、セメント・同二次製品などでは増産体制が後手にまわり、いわゆる意図せざる製品在庫の減少が目立った。また、生産増加に伴い原材料消費が急増したため、国産原材料についても手当てが遅れるものが出て（鉄くず、鋼材、石こう等）、同在庫率も急速な低下を示した。生産、出荷等とならんで労働力需給の面でも引締め傾向が明らかになった。一般有効求人倍率は47年1月～3月1.02倍、4月～6月1.08倍であったものが、7月～9月期1.20倍、10月～12月期1.36倍と急上昇した。常用雇用（全産業、季節調整済み）も47年前半には減少を示したが、7月～9月期以降増加に転じ、10月～12月期にはさらに伸び率が高まった⁽¹⁾。

以上のような動きから経済全体の需給ギャップは急速に縮小し、昭和47年前半にみられた業種間の明暗の差などの現象はしだいに解消の方向に向かった。それほどばかりか、セメント、条鋼類、コンクリート・パイル等建設関連業種では供給力の不足がみられるようになった。

このような経済動向の顕著な変化をもたらした要因としては、まず第1に企業