

2. 減速経済下の金融政策

(1) スタグフレーションとの闘い

深刻なスタグフレーションの経験—二けたインフレ下のマイナス成長—

石油ショックに伴う混乱が続くなかで幕をあけた昭和49年（1974年）のわが国経済は、二けたの物価上昇のもとでのマイナス成長という、特異な景気後退パターンを示した。まず物価の動きをみると、卸売物価は既述のように2月まで異常な急騰を示し、同月の前年比上昇率は37.0%という高水準に達したが、その後も仮需要のはく落や最終需要の鈍化から騰勢は鈍化したものの、3月から8月までの半年間はなお年率で11.7%という高騰を示した。年初から年末までの年間上昇率は前年（29%）よりは相当下回ったものの、なお17.0%という高率を示し、年平均の上昇率では31.3%と昭和27年以来の最高を記録した。この間、消費者物価も激しい騰勢を示し、49年中の年間上昇率（全国）は21.9%、年平均の上昇率は24.5%と敗戦後の混乱期以来の暴騰を示した。

一方、景気が極度に過熱化し、インフレ心理が異常な高まりを示すなかで、わが国の経済活動は48年後半には名目的にのみ高い拡大を示し、実質では横ばい気味に推移していたが、その後産油国の原油供給削減措置の緩和等を背景に仮需要はく落し、個人消費、設備投資、財政支出などの国内最終需要も減少に転じたため、49年に入り景気は後退局面を迎え、1月～3月の実質国民総支出（季節調整済み）は前期比3.1%減（年率13%減）という大きなマイナスを記録した。その後、経済活動は多少上向き加減に転じたものの、結局49年の実質国民総支出は前年比1.2%減となり、昭和22年以降初めてわが国は経済のマイナス成長を経験することになった。

このように昭和49年はまさにスタグフレーションの名にふさわしい事態に直面した年であった。こうしたスタグフレーションの傾向はわが国のみならず欧米主要国をも覆いつくしたが、そのなかでわが国は最も激しいインフレーションの経

表 2-1 ニクソン・ショックから石油ショックに至る間の主要国の経済パフォーマンスの比較

(単位: %)

	1965年～ 1970年平均	1971年	1972年	1973年	1974年
実 質 G N P					
日 本	12.1	6.8	8.7	10.2	△ 1.8
ア メ リ カ	3.2	3.3	6.2	5.9	△ 2.1
西 ド イ ツ	4.8	3.0	3.4	5.3	0.4
フ ラ ン ス	5.6	5.3	5.7	6.0	3.9
イ ギ リ ス	2.2	2.2	3.4	5.4	0.3
イ タ リ ア	5.9	1.6	3.1	6.3	3.4
カ ナ ダ	4.8	5.8	6.0	6.9	2.8
その他先進工業国	4.7	3.2	4.7	4.2	2.7
G N P デ フ レ ー タ ー					
日 本	4.7	4.6	5.0	11.1	20.9
ア メ リ カ	4.1	4.5	3.4	5.6	10.3
西 ド イ ツ	3.4	7.9	5.9	5.9	6.6
フ ラ ン ス	4.4	5.6	6.0	7.2	9.6
イ ギ リ ス	5.0	8.9	7.7	7.4	12.6
イ タ リ ア	3.5	6.6	5.9	10.3	16.3
カ ナ ダ	4.2	3.2	4.9	8.4	13.8
その他先進工業国	4.5	7.2	7.3	7.9	9.8

(注)1. 前年比増減(△)率。

2. 「その他先進工業国」は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、スイスの8か国。

(出所) International Monetary Fund, *Annual Report*, 1975 (Washington, 1975), pp. 3-4, により作成。

験を余儀なくされた(表2-1)。

今次の景気後退局面では鉱工業生産・出荷(季節調整済み)が5四半期連続して減少し、昭和50年1月～3月期が景気後退の底になった。これは、49年夏ごろまで金融緩和期待、価格先高観などからなお在庫増存意欲の根強かった企業が秋口以降本格的な在庫調整に着手したことが大きく響いたが、このほか昭和50年に入り世界経済の沈滞化に伴い輸出が伸び悩んだことをはじめ最終需要が一段と低迷の度合いを増したことも影響した。実質国民総支出は49年10月～12月の前期比0.4%減に続き、50年1月～3月期も前期比0.7%減とマイナス幅を拡大し、同期の鉱工業生産・出荷の水準は前年に比べ2割近くも低下した。こうした大幅な減

産の動きが広がるにつれ、雇用調整も目立ち始め、総理府調査の完全失業者数は昭和40年代後半の60万～70万人台から、昭和50年に入ると100万人前後へと急増した。

昭和49年初頭から50年春にかけてのこうした厳しい景気の後退は、①石油価格の大幅引上げによるわが国交易条件の悪化を通じて実質購買力が海外（産油国など）に移転したこと（49年中のわが国の輸入原油代金支払い増加額124億ドル⁽¹⁾は当時の国民総支出のおおむね3%に相当）、②物価高騰に伴い消費者が買い急ぎから買い控えに転じたこと（このため消費性向は49年1月～3月期から10月～12月期の間に一挙に4ポイント程度も低下⁽²⁾したが、これだけで国民総支出を1%以上圧縮する要因となる）、③金融、財政の両面から総需要抑制政策が堅持されたこと、などが複合して実質総需要を大きく減退させたことによりもたらされた。さらに、この間かつてない大幅賃上げ（49年の春闘ベースアップ率32.9%、同年の夏季賞与（主要企業）前年比47%増⁽³⁾）が行われたことがわが国のスタグフレーションを激化させる大きな要因となった。こうした大幅な賃上げは、インフレ心理が経済界をはじめ国民各層に根強く残存していたことを背景に、労働側が大幅な賃上げを強く要求したのに対し、企業側も前年来のインフレ景気により収益面で一時的にかなりのゆとりが生じていたことなどから、これに安易に応じたことによるものであった。しかし、これはまず企業の製品価格への転嫁の試みを通じて物価上昇圧力を強め、次いで、総需要抑制策の効果が漸次浸透するなかで企業の収益を圧迫し、それを通じて投資活動の長期停滞を招き、ひいては景気後退の深化につながるようになったのである。また先行きの不確実性を深めたスタグフレーションのなかで、かつてのような確信のある企業行動はとりがなくなったことも、見逃しえない事実であった。こうして、49年から52年、53年までの長い調整期が始まった。

要するに、昭和49年の厳しい景気後退は、47年～48年の景気過熱の反動という短期的要因に基づく側面と、長年にわたる高度成長の過程で形成され、累積してきたもろもろの問題点が、世界的にもインフレ傾向が強まるなかで、成長制約要因として表面化ないし激化したことによるという長期的な側面を併せもつものであったといえよう。

金融引締め政策の継続

以上のように昭和49年初めから50年春ごろにかけ経済活動が停滞を続け、他方卸売物価は高騰し、国民生活に直接かわりをもつ消費者物価も49年末まで前年比2割台の上昇率を持続するといった情勢のなかで、本行は引締め継続方針を堅持した。総需要の抑制を続けることにより現実の物価（とりわけ消費者物価）の騰勢を抑えるとともに根強く残存するインフレ心理を鎮静させ、これを通じて賃金・物価の悪循環を断つことがねらいであった。不況のなかにあってもインフレーションの収束を基本としたのである。

この間、民間エコノミストのなかには、コスト・インフレーションを総需要抑制策で抑えるのは誤りで、直ちに引締めを解除すべきであるといった主張もみられ、また政党筋などで、なし崩し緩和論が台頭する場面もないではなかったが、⁽⁴⁾ 激しいインフレーションのなかでその害悪に対する世論もしだいに高まりつつあった。49年7月の参議院選挙で自由民主党が予想外に大幅な後退を余儀なくされ、それは激しいインフレーションに対する国民の不満・不安の現われであるとの受け止め方が一般化するに及んで、政府、財界など広い範囲にわたって総需要抑制堅持のコンセンサスが形成されていった。とくに財界は、極端な高率ベースアップの影響を深刻に受け始めていたこともあって、政府に対し50年度予算を思い切った緊縮型にするよう要望するとともに、多少のオーバー・キルは我慢すべきであるとの態度で引締め継続に協力的であった。ただ、7月以降引締めの効果が急速に浸透し始めたため、経営不振が深刻化したいわゆる不況業種に対するきめ細かい配慮の要望が強まるなど、スタグフレーションとの現実の闘いは決して容易なものではなかった。

政府は経済運営につき抑制基調維持の姿勢を崩さず、昭和50年度予算については一般会計歳出の規模は前年度当初予算比プラス24.5%と高い伸びを示したものの、そのうち公共事業関係費はプラス2.4%と2年連続して抑制され、また物価上昇率などを勘案すると実質的には景気中立型のものを編成した。⁽⁶⁾

なお、49年12月16日佐々木本行総裁は任期満了で退任し、翌17日森永貞一郎が第23代総裁に就任した。

第6章 変動相場制下の金融政策

- (1) 日本銀行調査局「昭和49年の金融経済の動向」(日本銀行調査局『調査月報』増刊、昭和50年6月、同行)65ページ。
- (2) 同上、34～35ページを参照。
- (3) 労働省編『労働白書』昭和50年版、大蔵省印刷局、昭和50年、296ページ。
- (4) たとえば、金森久雄「総需要抑制策の転換を提言する」(『エコノミスト』第52巻第36号、昭和49年8月27日)24～28ページ。
- (5) 昭和49年7月9日付の主要新聞は、各紙とも自由民主党の後退原因の一つとして物価問題を挙げているが、たとえば『毎日新聞』は「噴き出した“物価の恨み”」というタイトルを掲げているほか、政府が同日、選挙後の初閣議で決定した公共事業抑制措置(上半期契約を53.9%とする、前年同期54.7%)についても「物価狂乱に対する国民の怒りがはっきり表明されたため、政府もこれを深刻に受けとめ……きびしい方針を取るようになったもの」と報じている。
- (6) 大蔵省編『図説日本の財政』昭和50年度版、東洋経済新報社、昭和50年、43～52ページを参照。

(2) 低圧経済下(昭和50年～53年)の金融緩和

金融緩和へのタイミング

昭和49年(1974年)にスタグフレーションという異例の事態を経験したわが国経済は、昭和50年に入り不況色が強まる気配のなかで、物価の騰勢も鈍化傾向がはっきりしてきた(卸売物価は年初来軟調に転じた)が、なお国民の間にインフレ心理が根強く残っている状況のもとで、インフレーション再燃の回避を第一義としながら、どのようなタイミングで金融面から景気後退に対処すべきかは本行にとり極めて重要な問題であった。この金融緩和のタイミングとテンポいかに、国民経済全般に広かつ根強く浸透した国民のインフレ心理を完全に払しょくするのに成功するかどうか、したがってまたその後のわが国経済がどのようなパフォーマンスを示すかを、大きく左右するものであったからである。この点海外主要国の場合、石油危機が生じた時点における景気局面の違いやその後の引締め度合いに差があって単純に比較することには問題があるが、ほとんどの国が1974年10月～12月を中心に公定歩合の引下げを実施し、わが国より早めに景気対

策を打ち出していた（そしてイギリス、フランス、イタリアなど中途半端に早く緩和しすぎた国は後にインフレーションの再燃に悩んだ）。

わが国でも昭和49年末から50年1月～2月にかけて各方面で公定歩合引下げを要求する声が強まった。これは、このころ、それまでの消費需要の伸び悩みに加え、設備投資繰延べの動き、輸出成約の不振など最終需要の不調が一段と目立つようになり、多くの企業が減産体制を強化し、雇用調整の動きも広がるといった事態を背景に生じたもので、産業界やジャーナリズムを中心に、生産の減少がさらに生産の不振を誘発するような累積的不況を懸念する声や、不況の深刻化は政策転換の遅れによるものといった政策批判も強まった。⁽¹⁾

しかし、本行は、こうした景気情勢や外部における政策転換要請に対し、慎重な姿勢を取り続けた。当時本行が金融緩和に慎重であったのは、当面する同年春の賃上げ問題と今後のわが国経済の中期展望が絡んでいたからである。⁽²⁾すなわち、第1には本行はこの時点での金融政策の転換が同年の春闘に及ぼす影響を懸念し、春闘の帰すうを見定めたいという気持ちが強かった。今次のインフレーションの基本的要因は既述のように昭和46年以降の銀行貸出の激増に伴うマネー・サプライの著増にあったが、そうしたインフレーションの進展の過程でインフレ心理が高まり、48年および49年の春闘で大幅ベースアップが実現したことが、コスト面からその後のインフレーションをさらに根強いものにしていった。したがって、消費者物価の前年同月比上昇率が50年に入りそれまでの20%台から急速に低下し始めていた折からこの機会をとらえ、賃金、物価の悪循環を断たない限り物価安定の真の定着は期待できない、と本行は考えていたからである。⁽³⁾

第2に本行は、第1次石油危機以降わが国経済が中期的にも低成長経済に移行していかざるをえないと考えていた。前年夏から50年初めにかけて本行内部では石油危機後のわが国経済の中期的な動向に関し、①経済成長力の展望、②国際収支の展望、③金融政策の運営の在り方、の3点について研究が行われてきたが、その結論は次のようなものであった。⁽⁴⁾すなわち、昭和50年代半ばまでの経済成長路線を展望すると、成長率の上限は供給面からかなり低めに制約されざるをえない。こうした中期的な制約要因として考えられるのは、①原油輸入量、②マクロ

的資本設備と労働力の不足であり、成長率の上限は6%程度とみられる。したがって、今後の金融政策運営の課題は物価の安定とインフレマインドの払しょくであり、これによって、わが国経済を上記成長制約要因などから許容される緩やかな成長過程に接続していくことが必要である。これを実現するには1年～2年を要するとみられるが、このため今後抑制気味の政策運営を続けることが必要であり、こうした調整期間終了後も、おおむね安定したテンポでの信用（あるいはマネー・サプライ）の拡大を目指し、金融の量的コントロールを失わないよう配慮するとともに、金利機能の活用を図らねばならない（このため、金利水準はこれまでよりかなり高めに維持することが必要）、という内容のものであった。

以上のような考え方に立って、本行は金融の緩和は慎重に進め、緩和が行き過ぎないようにとくに留意し、そのため窓口指導も相当期間残し、銀行の貸出競争再燃を防止するという方針をとっており、産業界などからの強い利下げ要求のなかで金融緩和への転換を先送りした。そして本行は、卸売物価が年初来3月まで下落を続け、消費者物価の前年同月比上昇率が2月（全国）、3月（東京）とも14%前後にまで鈍化したことが明らかになり、他方春闘のベースアップ率が4月9日の鉄鋼回答（14.9%）を機に全体としてモダレートにとどまる公算が強まったことを確認してようやく公定歩合引下げの腹を固めるに至った。その結果、4月15日、本行は公定歩合をそれまでの年9%（商業手形割引歩合）という高水準から0.5%引き下げ8.5%とすることを決定し、翌16日から実施した。ただし、この公定歩合引下げが本格的な金融緩和への転換と一般に受け取られることを回避する意図から、今次の措置に関して発表した政策委員会議長談や趣旨説明文のなかで、石油問題発生後の異常事態に対処した従来の強い引締め態勢は改めるが、引締めという政策運営の基調そのものには変わりはないことを強調した。⁽⁵⁾ 本行はこうした基本方針から預金金利の引下げを見送り、準備預金準備率も据置きとした。

なお、標準金利、並手形金利など市中短期貸出金利の最高限度はこれまで市中銀行の自主申合わせにより公定歩合に追随して変更されてきたが、こうした銀行の自主申合わせに関し「独占禁止法」違反の疑いが生じたために、今次の公定歩合引下げに際してこの申合わせが廃止されることになった。⁽⁶⁾ しかし、市中短期貸出

金利が公定歩合に追随して変更されることを期待する旨本行総裁が全国銀行協会会長に表明し、さらにこれが各銀行に伝えられることを通じ、銀行の短期貸出金利が公定歩合と同幅変更される慣行は事実上引き続き維持されることになった。

4月の公定歩合引下げ後本行は6月、8月と2か月おきに連続して公定歩合を0.5%ずつ引き下げた。一見矢継ぎ早に金融緩和を進めたかのようにみられるが、この間本行の慎重な政策運営の姿勢には変わりにはなかった。6月6日に引下げを決定（7日実施、引下げ後商業手形割引歩合年8.0%）した際の政策委員会議長談では、「引き続き引締め基調の政策運営を維持していく方針である」ことが表明⁽⁷⁾され、また8月12日に引下げを決定（13日実施、引下げ後商業手形割引歩合年7.5%）した際の政策委員会議長談でも、引締めという言葉は外されたものの、なお「引き続き慎重な政策運営を図っていく」旨の方針が表明された。⁽⁸⁾

以上のような本行の慎重な公定歩合引下げ態度につき、経済界やジャーナリズム、さらには政府筋の一部などでは、引下げの都度そのタイミングが遅すぎるとか、引下げ幅が小幅すぎるといった批判がかなり多くみられ、この期間を通じて大幅の追加引下げへの要望があとを絶たぬといった状況にあっ⁽⁹⁾た。

こうしたなかで本行が本格的な緩和政策への転換を避け、小刻みな公定歩合引下げで対応したのは、これまでの石油価格をはじめとする原材料コストや人件費の上昇などからコスト・アップに苦しみ、機会さえあれば販価引上げにより収益回復を図りたいとする企業の潜在的な値上げ意欲が根強いなかであって、世上で要望されているような大胆な景気刺激策をとることは、こうした値上げ意欲の顕現化を招くおそれがあるので、慎重な緩和テンポを堅持することによって、高度成長時代にみられたような景気急回復へのイリュージョンを企業に抱かせぬよう留意し、インフレ心理の払しょくを徹底させることが何よりも重要と考えたからであ⁽¹⁰⁾った。

不況の長期化と本格緩和への転換

当時の経済動向を振り返ると、前年来の不況は昭和50年1月～3月を底とし、春ごろから緩やかながらも景気回復過程に入ったように見受けられた。これは、

第1にひとところの激しいインフレーションがしだいに収まり、こうした物価上昇率の低下が結果的に個人消費支出や財政支出、住宅投資等の実質需要を相対的に増大させる効果を持つと期待されたこと、第2にこうしたなかで流通、原材料在庫の調整が一巡して在庫投資は増勢に転じ、それまでの在庫調整と減産のスパイラル現象に一応歯止めがかかるに至ったことなどを背景とするもので、4月～6月の実質国民総支出（季節調整済み）は民間住宅投資、政府支出等の増大を中心に前期比年率で9%もの急拡大を示し、一時、景気の先行きに明るさが期待されるようになった。

しかし、同年夏ごろ以降個人消費の回復ははかばかしくなく、民間設備投資の低迷が続くなかで、在庫投資の動向は反転し、売行き不振による製品在庫の積上がりから生産調整を再び余儀なくされる動きが広がった。このように景気の回復はやや足踏み状態へと転じたが、一方本行がもっとも留意していた物価動向をみると、卸売物価は4月以降横ばい模様で推移し、8月以降再び騰勢に転じたものの、前年同月上昇率は1%前後にまで低下した。また消費者物価も騰勢が鈍化し、前年同月上昇率は逐次低下して8月には10%にまで下落した。こうして企業の潜在的値上げ意欲は依然根強いとはいえ、物価の落着き傾向はかなり定着してきたと判断されるに至った。この間、8月28日には株式会社興人の「会社更正法」適用申請という、いわゆる大口倒産が発生し、不動産業務等への進出による多角的経営の失敗という特殊な事情によるものではあったものの、産業界の景況感にいっそうの悪影響を及ぼすという出来事もあった。

こうした諸情勢のなかで本行は9月半ばに至り、8月の公定歩合引下げ後約1か月しか経過していなかったが、公定歩合を1%引き下げ、本格的な金融緩和の意思表示をする意向を固めた。しかしこの第4次引下げは、預貯金金利引下げをめぐる政府との交渉が難航したため、その実現までにはなお1か月を要した。すなわち、これまで3回の公定歩合引下げに当たっては、市中の預貯金金利は据え置かれたままであったので、1年もの定期預金金利と市中短期貸出金利（標準金利）⁽¹¹⁾がすでに同水準になっていたが、本行としては今後の公定歩合引下げに際し預貯金金利を引き下げないと、預金と貸出の金利関係の逆転など金利体系に問題

表 2-2 実質国民総支出と物価の推移

(単位: %)

	前 期 比 伸 び 率					前年比伸び率						
	昭和49年		昭和50年		昭和51年							
	10月～ 12月	1月～ 3月	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	昭和 49年	昭和 50年	昭和 51年
実 質 国 民 総 支 出	-0.4	-0.7	2.2	1.0	1.4	1.6	1.2	1.0	0.4	-1.2	2.4	5.3
	-1.0	2.2	0.8	0.3	0.9	0.6	0.8	1.6	0.7	-0.7	4.1	3.4
	-0.9	-2.0	-0.2	-0.4	-1.1	0.3	1.2	0.9	-0.1	-5.1	-5.5	0.7
	1.6	-10.6	13.2	4.2	2.1	4.9	-3.2	2.5	-5.5	-12.7	2.5	8.8
	5.5	-2.5	3.0	1.1	1.1	2.6	-0.5	-1.4	-1.1	-4.7	6.7	3.3
	-83.3	—	—	219.9	-37.0	—	—	90.0	13.6	31.3	-92.7	217.1
	4.4	-5.4	-1.1	1.7	5.3	6.7	4.0	2.2	4.6	22.3	3.7	17.5
	-2.4	-5.5	-1.5	0.5	-1.1	2.6	1.3	4.8	1.7	7.1	-9.4	5.5
	卸 売 物 価	1.0	-1.1	0.1	1.0	1.2	2.1	1.4	1.9	0.5	31.3	3.0
消 費 者 物 価 (同上、期末月前年同月比)	3.5 (22.0)	2.2 (14.7)	2.0 (13.1)	2.2 (10.3)	1.1 (7.7)	3.0 (8.6)	2.9 (9.5)	2.4 (9.7)	1.7 (10.4)	24.5	11.8	9.3

(注)1. 物価を除き季節調整済み。

2. 民間在庫投資の一点は実数が前期のプラスからマイナスへ、またはマイナスからプラスへ転じたもの(昭和50年1月～3月は純減、同4月～6月は純増、昭和51年1月～3月は純減、同4月～6月は純増)。

3. 物価の前年比は年平均、前期比は期末月の前期末月比。

(出所) 経済企画庁編『国民経済計算年報』昭和60年版、昭和60年。

日本銀行統計局『経済統計年報』同局。

総理府統計局『昭和50年基準消費者物価接統指数総覧』昭和51年。

総理府統計局『消費者物価指数年報』(昭和52年)昭和53年。

が生じ、また公定歩合引下げの実効も確保しがたいと考えていたので、預貯金金利引下げの必要を強く主張した。大蔵省はこの点につき郵政当局と折衝を重ねたが、郵政当局は、金利の引下げが必要であるとしても、郵便貯金金利は別であるとの考え方をとり続け、交渉は難航した。⁽¹²⁾

この間自由民主党政務調査会通信部会が郵便貯金金利引下げ反対の決議を行い、この問題は政治問題化したが、9月29日に政府・自由民主党の首脳者会議においてようやく郵便貯金金利引下げ問題は決着をみた。⁽¹³⁾この結果翌30日に本行政策委員会は民間の預金金利引下げについて金利調整審議会に諮問を行う一方、郵政相も、10月7日に郵便貯金金利引下げに関し、郵政審議会に諮問を行った。しかし郵政審議会では、郵便貯金金利引下げについてかなりの反対があり、さらに郵便貯金金利を民間預金金利より遅れて引き下げるべきであるとの主張が出るなど審議は難航し、引下げについて決着をみたのは第3回目の郵政審議会総会が行われた10月23日であった。⁽¹⁴⁾(銀行定期預金および郵貯の定額貯金の利率は1%引き下げられ、11月4日実施)。なおこのように預貯金金利引下げ問題が難航しているなかで、公定歩合引下げを先行させるいわゆる見切り発車論も政府部内の一部で見受けられたが、本行はあとで預貯金金利が引き下げられない場合の生ずることを懸念し、あくまで預貯金金利の決着を待つ方針を堅持した。

こうして、郵政審議会の答申が得られた10月23日、本行は公定歩合の1%引下げ(商業手形割引歩合年7.5%→6.5%)を決定し、翌24日から実施した。そして政策委員会議長談話では、「今後とも政策運営にあたっては引き続き慎重な態度を維持していく方針である」ことを述べるとともに、今次の引下げの目的が「景気の着実な回復を図る」⁽¹⁵⁾ことにいっそう配慮したものであることを明らかにし、本行は初めて景気対策を前面に押し出した。

昭和50年11月と51年1月の準備預金準備率引下げ

前述のように第4次公定歩合引下げが難航していた10月上旬に、本行は準備預金準備率引下げの検討を開始した。本行は物価の安定の確保という大枠のなかで景気の回復にいっそう配慮するという基本方針に基づき、公定歩合に加え、量的

表 2-3 準備預金準備率 (昭和50年11月16日実施)

	変 更 後		変 更 前	
	預金残高区分	預金区分 準備率 (%)	預金残高区分	預金区分 準備率 (%)
預金 (外貨預金および非居住者自由円預金を除く) の残高についての準備率	1 兆5000億円超	定期性預金 2.00 その他の預金 3.75	1 兆円超	定期性預金 2.25 その他の預金 4.25
	3000億円超	定期性預金 1.00	1000億円超	定期性預金 1.25
	1 兆5000億円以下	その他の預金 2.25	1 兆円以下	その他の預金 2.75
	3000億円以下	定期性預金 0.25 その他の預金 1.00	1000億円以下	定期性預金 0.25 その他の預金 1.50
	3000億円超	定期性預金 0.25 その他の預金 1.00	1000億円超	定期性預金 0.25 その他の預金 1.50
	500億円超	定期性預金 0.25	200億円超	定期性預金 0.25
	3000億円以下	その他の預金 1.00	1000億円以下	その他の預金 1.50
	200億円超	設 定 せ ず		
	500億円以下			
	農 林 中 央 金 庫	定期性預金 0.25 その他の預金 1.00		定期性預金 0.25 その他の預金 1.50
債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率		0.5		1.0
金銭信託 (貸付信託を含む) 元本の残高についての準備率		0.5		1.0

な金融調節手段についても緩和措置をとろうとしたもので、準備率引下げの内容は表2-3のとおり、預金残高準備率については、定期性預金に対する準備率を今次引締め期間中に引上げが行われた預金規模上・中位銀行につき0.25%の引下げ、その他の預金に対する準備率は各業態とも0.5%引下げとするものであった（全体の資金解除額は約5200億円。この準備率引下げと同時に預金残高区分を改定したため、これに伴ってランクが移動した銀行——たとえば上位→中位、中位→下位——にとっては上記下げ幅以上の引下げとなった。なお、昭和47年6月以降設定していた非居住者自由円債務の増加額に対する準備率はこれより先、昭和49年9月11日限りで廃止した）。この引下げ措置は昭和50年11月7日に決定され、11月16日から実施された。実際の決定が延びたのは、10月～11月は季節的な資金余剰期であり、11月下旬に資金不足期に入るため、この時期に合わせるという技術的理由によるものであった。

一方、景気は前述のように秋口以降やや足踏み状態に転じ、企業マインドは弱気のまま推移した。個人消費や住宅投資など家計部門の需要が、所得や雇用面の不安から伸び悩み、設備投資も先行きの不確実性から低迷を続けた。こうした民間最終需要の低調な推移に加え、これまでに政府が実施した既定予算の執行促進を中心とする不況対策の反動もあって財政支出の息切れが年後半に生じ、さらに素材関連業種などで荷もたれ感から製品在庫調整の動きが強まり、生産の増勢も鈍化した。雇用情勢は一段と悪化し、企業の倒産件数（取引停止処分件数）も10月、11月と連続して既往ピークを更新し、さらに12月7日には安宅産業株式会社の行き詰まりが明らかとなり、⁽¹⁶⁾産業界の不況感をあおることになった。もっともこの間、年初来減少傾向をたどっていた輸出がアメリカなどの景気回復に伴い後半に入りかなりの増勢に転じたこともあって、年後半の実質国民総支出（季節調整済み）は年前半に比べ年率で5.7%の拡大を示していた。それにもかかわらず当時厳しい景気停滞感が抱かれたのには、前年から2年間にわたり企業収益が大幅な悪化を続けていたことがとくに大きな影響を及ぼしていたと考えられる。⁽¹⁷⁾

こうしたなかで、本行は12月下旬に公定歩合の第5次引下げと第2次準備預金準備率引下げの検討を開始した。しかし、公定歩合の引下げについては、本行は

表 2-4 準備預金準備率（昭和51年2月1日実施）

				準 備 率
預金（外貨預金および非居住者自由円預金を除く）の残高についての準備率	銀行、長期信用銀行、外国為替銀行	1兆5000億円超	定期性預金 その他の預金	1.75%(0.25%引下げ) 3.00%(0.75%引下げ)
		3000億円超 1兆5000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.75%(0.25%引下げ) 1.75%(0.50%引下げ)
		3000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25%(据置き) 0.75%(0.25%引下げ)
	相互銀行、信用金庫	3000億円超	定期性預金 その他の預金	0.25%(据置き) 0.75%(0.25%引下げ)
		500億円超 3000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25%(据置き) 0.75%(0.25%引下げ)
	農林中央金庫		定期性預金 その他の預金	0.25%(据置き) 0.75%(0.25%引下げ)
	債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率			
金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率				0.25%(0.25%引下げ)

前回引下げ時と同様、預貯金金利の引下げが不可欠であると考えていたが、預貯金金利引下げに対する政府、政界の反対が強かったので、本行は公定歩合の引下げを見送り、準備預金準備率の引下げのみを実施することにした。そして翌昭和51年1月20日に、準備預金準備率の第2次引下げを2月1日から実施することを決定（表2-4、準備率引下げによる資金解除額約3800億円）し、森永総裁は金融界代表⁽¹⁸⁾に対し、市中貸出金利の低下にいっそう努力するよう要請した。

なお昭和50年のわが国経済は前述のように後半に景気の回復テンポが鈍化したものの、同年の実質国民総支出は前年比2.4%増と前年のマイナス成長から脱出し、一方物価は卸売物価が年間上昇率1.1%、年平均上昇率3.0%と落ち着きを示し、消費者物価も年平均上昇率は11.8%となお二けた台を示したものの、年間上昇率は7.6%と一けたに縮まってしだいに落ち着きの方向を示し、前年のスタグフレーションから相当の改善を示した。この間国際収支も大幅に改善し、経常収支の赤字幅は前年の47億ドルから6.8億ドルへと縮小した。

赤字国債の発行と昭和51年前半の一時的景気回復

昭和50年中の財政政策の運営をみると、政府は金融政策よりもやや早めに景気対策を打ち出し、同年2月、3月、6月、9月の4次にわたる不況対策措置を講じたが、第4次の不況対策実施に際しては、租税収入の不振に伴う財源難から一般行政経費・予備費の減額、建設国債の発行などに加え、後述のとおり特例債（赤字国債）の発行に踏み切った。

すなわち、第3次までの不況対策はいずれも財政支出の追加という形ではなく、既定予算の執行促進にねらいがおかれたものであったから、そのままでは当然年度下期の支出息切れが懸念されていた。他方、昭和50年度の税収は前年度の大型所得税減税の影響に加え、不況を映じ企業、家計の所得が伸び悩んだため、法人税および所得税を中心に大幅な減少が見込まれる状況にあり、すでに年度初めの4月半ばに大平蔵相は「50年度の税収が最終的にどのようなになるか……従来のように自然増収を期待することは困難であり、むしろ、自然減収が生ずる事態も考えておかなければなりません」と、大幅歳入不足の可能性を指摘したいわゆる「財政危機宣言」を行っていた。⁽²⁰⁾これを契機に5月ごろより、いわゆる赤字国債発行（あるいは建設国債原則の破棄）をめぐる論議が世上で盛んになっていったが、財界はもちろん赤字国債発行による景気刺激を積極的に要望する一方、政界も赤字国債発行を認めることが国民経済安定のため必要との見解を打ち出して⁽²¹⁾いた。また、経済官庁の首脳陣も総じて赤字国債発行について積極論を述べていた。⁽²²⁾一方、大平蔵相は7月11日の経済団体連合会との懇談で「赤字国債には頼らないようにする」と発言していたが、⁽²³⁾同月18日には、「〔50年度は〕赤字国債の発行に踏み切らざるを得ない」、赤字国債発行に当たっては、「〔発行額に〕何らかの歯止めを設けたい」と述べ、⁽²⁴⁾ついに赤字国債不可避の方針を表明するに至った。当時赤字国債反対論としては、たとえば、高橋亀吉は、「いまの不況が従来のような“普通の不況”なら赤字国債の発行も当然だが、いまの不況は構造的な要素が大きい。……低成長移行に伴う構造的な歳入不足も、安易な国債発行でうめるべきではない。……財政の積極的運用は建設国債の増発でやるべきであり、必要なら公共事業をふやし、さらに建設国債を増発してもいいと思う」と主張し

⁽²⁵⁾ ているが、こうした赤字国債消極論は、不況下で赤字国債による財政面からの景気刺激を求める声に圧倒されていった。

この間、本行も赤字国債の問題について内部で検討を行っていたが、9月中旬大要次のような考え方をまとめ、さらにその後対外的にもこうした考え方を表明した。⁽²⁶⁾ すなわち、建設国債の原則は、国債発行の重要な歯止めとなっているので、これを超える国債の発行は本来望ましいことではないが、現在の経済情勢のもとにおいて、大幅な歳出削減や増税を行ってこれに対処していくことも、経済全体に与える影響という観点からいって問題がある。したがって当面の情勢に応じた適正な財政規模を維持するため、それに必要な範囲において建設国債を上回るいわゆる赤字国債の発行が行われることは、本年度の財政事情からみてやむをえないと考える。ただし、いったん赤字国債が発行されると、今後安易にその発行が繰り返されるおそれがあるので、特別の歯止めを考慮することが必要である、という内容のものであった。⁽²⁷⁾

こうしたなかで政府は、「建設国債の原則」すなわち、国の歳出の財源には原則として国債または借入金以外の歳入を充て、公共事業費、出資金および貸付金の財源に充てる場合にのみ国会の議決を経た範囲内で国債を発行しようとする「財政法」第4条の歳出財源に関する原則を破棄し、臨時特例の措置として、一般的な財政赤字の補てんのための赤字国債（特例債）を2兆2900億円発行することに踏み切る一方、昭和50年度補正予算において公共事業費の追加補正（国・地方合計で約8000億円）を行うことなどの内容を織り込んだ本格的な第4次不況対策を打ち出すことにし、50年10月9日の閣議で補正予算を正式に決定した。⁽²⁸⁾⁽²⁹⁾

昭和51年に入ると、個人消費や設備投資など国内の民間最終需要は依然伸び悩みの状態が続けたが、総体としての経済活動は活発化し、年前半の鉱工業生産・出荷（いずれも季節調整済み）の水準は前年後半をそれぞれ約7%上回り、同期間の実質国民総支出（季節調整済み）は年率で6%拡大した。こうした経済の拡大は主として輸出の大幅増加（輸出金額は前年後半比15%増）と財政支出の増大によって支えられたもので、上記の実質国民総支出の増加のうち、経常海外余剰が42%、財政支出が19%を占めていた。

こうした経済の拡大のなかで物価は再び騰勢を強めた。卸売物価は前年後半から騰勢に転じていたが、51年に入り騰勢を強め、年初来7月までの上昇率は年率約8%に達した。これは、これまで企業収益悪化のとくに著しかった鉄鋼、化学、繊維などの素材関連業種において最終需要の立ち直りの機会をとらえ、石油危機以降累積してきた原材料コスト、人件費などの負担を販価に転嫁しようとしたことが大きく響いていた。そして総体としての企業収益は、これまでのいわゆる減量経営努力に加え、売上高の増大や販価の引上げなどにより、50年度下期には5期ぶりに増加に転じた。一方消費者物価も51年に入って騰勢がやや強まり、前年同月比上昇率はおおむね9%台で推移した。

この間のマネー・サプライ（M₂ 平均残高）の動きをみると、その前年比伸び率は昭和49年秋の10%台をボトムとしてその後しだいに上昇し、50年後半には13%～14%台に達していたが、さらに51年に入ると年央には16%台にまで上昇した。

以上のような諸情勢のなかで本行は、景気は回復過程をたどっており、一方企業金融面での緩和はすでに十分浸透し、着実な景気回復に必要な企業流動性は確保されているとの判断に立って、金融政策運営方針をそれまでの緩和促進から、締めもせず緩めもしない、いわば景気に中立的な姿勢に切り替えた。

しかし、51年後半に入ると、景気回復への動きはしだいに弱まった。その直接の原因は、前半の景気回復を支えた輸出と財政支出の二つの外生的需要が不振に転じたことである。すなわち、輸出は、海外主要国の景気足踏みに伴ってほとんど横ばい気味にまで増勢が鈍化し、財政支出は、ロッキード事件の発生による政局の混迷により予算関連法案の審議が遅延したことから、減少を示した。さらに同年春のベースアップ率が9%弱と前年（13%）をかなり下回ったことなどから家計部門の所得の増勢が鈍化したのに加え、消費を手控える傾向もみられたため、個人消費は下期に入っていっそう伸び悩んだ。同年の春闘によるベースアップ率が久方ぶりに一けた台に収まったことは、日本経済が賃金と物価のスパイラル現象を完全に断ち切りその後の経済のパフォーマンスを良好なものとした大きな理由として一般に指摘されている、いわゆる賃金の弾力性を示す典型的な例となった⁽³⁰⁾が、さしあたりは景気回復を足踏みさせる一つの要因としても作用した。一方、

企業部門も第1次石油危機以降の日本経済の将来に対するコンフィデンスが十分確立していない状況にあって、財政支出や輸出の停滞による最終需要の伸び率鈍化を眺め、再度減量経営強化によって適応を図る傾向を強めるに至り、3年ぶりに緩やかながら増勢に転じかけていた設備投資も秋以降横ばい模様となり、経済の拡大テンポは鈍化した（51年の実質国民総支出、前年比5.3%増）。大きな転換期に入った経済の動きとして景気の一進一退は不可避であったともいえよう。

昭和52年3月、4月の連続公定歩合引下げ

昭和51年後半に経済の拡大テンポがしだいに鈍化したのに伴い卸売物価やマネー・サプライの動きも秋以降落着きを示すようになったが、そうしたなかで本行は金融政策面から経済活動の回復を促進することが望ましいと考え、年末に至り公定歩合の引下げにつき検討を始めた。その際、既述のような50年12月における公定歩合引下げ見送りの経緯にもかんがみ、預貯金金利引下げ問題の成り行きが懸念されたが、本行としては公定歩合、市中貸出金利、預貯金金利の同幅連動引下げを前提とした公定歩合0.5%引下げの構想を固め、預貯金金利引下げについて大蔵省と協議した。

しかし、政府筋には、まだ消費者物価の上昇率が高い情勢のもとで、郵便貯金を含む預貯金の金利引下げは政治的に困難との意向が強かった。このため更年後、本行内では公定歩合と預貯金金利の同幅連動引下げがどうしても無理なら、他方で銀行の貸出標準金利と公定歩合との同幅連動の慣行を断ち切り、公定歩合を引き下げるほかないとの考え方が強まった。この標準金利の同幅連動の断ち切りとは、従来のように本行が公定歩合変更の都度、それと同幅の標準金利変更を金融界に要請することをやめ、各金融機関がそれぞれの事情に応じて標準金利を自主的に決定する方式を採用することであったが、この問題について大蔵側との間でなかなか意見の一致をみるに至らない間に、52年度予算に関連して野党が1兆円減税を強く要求する動きが生じ、その帰すうを見極める必要があることもあって、公定歩合問題は一時棚上げとなった。

その後も景気は足踏み状況を脱する気配に乏しいことから、本行は、52年2月

下旬に入り、折衝を再開、若干の曲折を経て結局、銀行の要求払預金とそれに対応する通常郵便貯金についてのみ0.5%引き下げる（ただし、財形貯蓄に絡んだ「郵便貯金法の一部を改正する法律」案が国会に提出されている関係から民間の預金金利引下げを先行させる）一方、公定歩合と標準金利との連動断ち切りを行うということで合意が成立し、本行は3月11日、公定歩合の0.5%引下げを決定して、翌12日から実施した⁽³¹⁾（商業手形割引歩合、年6.5%→6%）。この間3月9日に、翌年度予算における追加減税規模を3000億円とすることが与野党折衝で合意に達した旨、全閣僚懇談会で了承され、さらに、公定歩合引下げ決定と同日の11日に政府は、①公共事業等の早期執行、②市中金利の低下促進、③住宅建設の促進、④民間設備投資の促進、のいわゆる景気対策4項目を決定した。⁽³³⁾

標準金利の問題については、森永総裁は今次の公定歩合引下げ発表後の金融界代表者との会合において、従来行ってきた公定歩合との同幅連動の要請をせず、次のように述べた。⁽³⁴⁾

定期預金金利を含む預金金利の全面的引下げをはかることは困難な情勢にあり、そうした状況の下で銀行に対して標準金利、並手貸出最高金利等を公定歩合に追隨して同幅変更するようお願いするのは必ずしも適当でないように思う。従つてこの際は標準金利等の引下げについては、……各行それぞれの事情に応じて極力努力していただきたいと考えている。

なおこうした森永総裁の要請に対し、実際には各行とも実施日にはかなりのばらつきがみられたものの、公定歩合と同幅の標準金利引下げをそれぞれ行ったため、結果的には従来の連動関係が維持された形となった。これに伴い1年もの定期預金金利と標準金利の間には0.5%の逆ざやが生じた。この時以降本行は公定歩合の変更に際しこれまでのような形での標準金利の同幅追隨要請を行わないことになったが、これには将来の金利自由化を展望し、これに対応する態勢の準備という意味が込められていた。

本行はこの第5次公定歩合引下げ後わずか1か月余りしか経過していない4月18日に、公定歩合をさらに1%引き下げることを決定し、翌19日から実施した（商業手形割引歩合、年6%→5%）。

表 2-5 実質国民総支出、物価、マネー・サプライの推移

(単位: %)

	昭和 52 年						昭和 53 年				昭和 52 年	昭和 53 年
	1 月～ 3 月	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	1 月～ 3 月	4 月～ 6 月	7 月～ 9 月	10 月～ 12 月
	前 期 比 伸 び 率											
実 質 国 民 総 支 出	2.8	1.0	0.6	1.5	1.9	0.7	1.1	1.5	5.3	5.1		
民間最終消費支出	0.9	1.4	0.4	0.4	1.5	0.9	1.9	2.3	3.8	4.7		
民間設備投資	0.9	0.4	0.7	0.9	0.2	2.8	2.1	7.6	2.5	6.6		
民間住宅投資	7.7	-3.0	-2.1	6.0	6.4	-2.7	-1.6	1.5	1.7	6.6		
公 的 支 出	5.3	1.6	3.7	3.0	1.6	4.7	2.1	-0.3	7.8	10.6		
民間在庫投資	-17.6	-6.7	-40.9	-26.4	-63.1	69.0	106.4	100.7	0.3	-32.8		
輸 出 等	3.9	1.9	1.6	-1.8	5.0	-4.2	-2.3	-0.5	11.4	0.2		
輸 入 等	-1.1	1.5	2.0	-3.6	2.6	2.1	2.5	8.9	4.1	6.5		
卸 売 物 価	0.2	-0.2	-0.2	-1.3	-0.1	-0.5	-1.9	0.2	1.9	-2.5		
消 費 者 物 価	2.1	2.1	1.5	-0.9	1.8	1.1	1.7	-1.0	8.1	3.8		
(同上、期末月前年同月比)	(9.4)	(8.5)	(7.6)	(4.8)	(4.5)	(3.5)	(3.7)	(3.5)				
マネー・サ プ ラ イ	前 年 比 伸 び 率											
(M ₂ 平 均 残 高)	12.6	11.2	11.1	10.7	10.8	11.8	12.1	12.2	11.4	11.7		

(注)1. 物価、マネー・サプライを除き季節調整済み。

2. 物価の前期比は期末月の前期末月比による。

(出所) 前掲『国民経済計算年報』昭和60年版、『経済統計年報』および日本銀行保有資料。

前述のように本行がその考えを固めてから実現までに3か月のタイム・ラグを要した3月の公定歩合引下げ措置は、当初の構想と異なり市中銀行の定期性預金金利の引下げを伴わないことになったうえ、一方経済情勢は、同年に入り輸出が増勢を取り戻し、財政支出もかなりの増加に転ずる（中央・地方における予算の補正追加）といった変化はみられたものの、民間最終需要は依然伸び悩みを続け、企業の先行き景況観には明るさがうかがわれない状態が持続していたから、引下げの時点においてすでに本行は金融面からの対処策としてやや不十分という感じを抱いていた。

4月に入ってもこうした経済情勢には変化はなく、卸売物価は年初来横ばい気味に推移し、また前年6月をピーク（前年同月比伸び率16%台）としてその後増勢が鈍化しつつあったマネー・サプライ（ M_2 平均残高）は前年秋以降鈍化傾向を強め、52年2月、3月には前年比伸び率は12%台にまで低下していた。このような情勢のなかで本行は総じて弱気に傾いている企業家心理に多少とも明るさを取り戻させるため、条件さえ整えば比較的大幅な公定歩合引下げを行うのが適当との判断を固めたが、その際最大の問題は定期預金金利を引き下げうるかどうかにあった。たまたま政府側でも52年度のわが国経済を政府見通し（実質経済成長率6.7%）⁽³⁵⁾の線に沿って運営していくためには、年度初めに相当思い切った施策を打ち出さない限りその達成は困難との見方が強まっていた。こうしたなかで森永総裁の強い要請を福田首相が受け入れ、郵便貯金を含む市中定期性預金金利の引下げ方針が固まり、上記のように本行は4月18日に公定歩合引下げを決定したものである。

市中銀行の定期預金金利は1年ものおよび2年ものについては公定歩合引下げ幅と同幅の1%引下げが決定され（要求払預金は据置き）、5月6日から実施されたが、郵便貯金については郵政省側が大蔵省との折衝において民間の引下げ先行実施の線を譲らず、結局約2週間後の21日から、これまで積み残しになっていた通常貯金も含めて引下げが実施された。⁽³⁶⁾⁽³⁷⁾

一方政府は本行の公定歩合第6次引下げ実施の4月19日、予算の上期前倒し執行を図るため上期中の公共事業契約率目標を73%とすることを決定した。⁽³⁸⁾

国際収支黒字をめぐる海外の対日批判と昭和52年秋の公定歩合引下げ

この間、円相場の推移をめぐる海外からの対日批判がしだいに強くなりつつあった。既述のように、昭和51年前半にわが国の輸出は急増を示したが（輸出金額は前年後半に比べ年率で32%増）、1976年6月下旬にサンファン（プエルトリコ）で開催された首脳会議（第2回サミット）前後から、わが国当局は為替市場において国際収支の黒字化に伴って円相場が上昇するのを人為的に阻止し、それによって輸出を意図的に伸ばそうとしているのではないかとの対日批判が、アメリカを中心にしだいに高まった。こうした円安批判ないしダーティ・フロート批判は、わが国為替当局が相場の一時的乱高下をならす意味でのいわゆるスムーzing・オペレーションを除いて人為的な介入操作を行っているわけではないという事情が明らかとなるにつれ、同年秋ごろには一応静まっていった⁽³⁹⁾。しかし、わが国の貿易収支黒字幅は同年中99億ドルと前年に比べほぼ倍増し、これに伴って経常収支は4年ぶりに黒字に転じ、総合収支でも29億ドルの黒字を記録した。昭和52年に入っても貿易収支を中心に国際収支の黒字幅は一段と拡大したが、このため対日批判は51年末ごろよりしだいにわが国の経済政策や通商政策に関するより広範なかつ強い調子のものとなっていった。

こうした対日批判が高まるなかで、アメリカ、西ドイツ、日本のような国際収支面に余裕のある「強い国」が積極的な景気拡大を図り、世界経済の景気回復のための機関車としての役割を果たすべきであるとするいわゆる機関車論が、1977年初めごろから海外の論調を支配し始めた⁽⁴⁰⁾。このような考え方は、年初に訪日したアメリカ政府関係者の発言にもうかがわれ、さらに⁽⁴¹⁾OECD等の国際会議の場でも繰り返し述べられた。厳しい対日雰囲気の中で開催された1977年5月のロンドン主要国首脳会議（第3回サミット）では、参加各国がそれぞれ公表されている自国の経済成長目標や経済計画の達成をコミットすることを柱とするダウニング街首脳会議宣言を採択したが、これによりわが国は昭和52年度実質経済成長率の政府見通し6.7%を内外に公約する形となった。⁽⁴²⁾

一方、国内の経済動向をみると、景気は軽微な後退局面に入った。すなわち、春以降秋口まで輸出や財政支出は引き続き拡大したものの、その増勢は1月～3

表 2-6 国 際 収 支 の 推 移

(単位：百万ドル)

	昭和50年	昭和51年	昭和52年	昭和53年
経 常 収 支	△ 682	3,680	10,918	16,534
貿易収支	5,028	9,887	17,311	24,596
輸 出	54,734 (0.5)	66,026 (20.6)	79,333 (20.2)	95,634 (20.5)
輸 入	49,706 (△ 6.3)	56,139 (12.9)	62,022 (10.5)	71,038 (14.5)
貿易外・移転収支	△ 5,710	△ 6,207	△ 6,393	△ 8,062
長 期 資 本 収 支	△ 272	△ 984	△ 3,184	△12,389
基 礎 的 収 支	△ 954	2,696	7,734	4,145
短期資本収支・誤差脱漏	△ 1,722	228	9	1,805
総 合 収 支	△ 2,676	2,924	7,743	5,950
外 貨 準 備 増 減 (△)	△ 703	3,789	6,244	10,171
外 貨 準 備 高 (年 末)	12,815	16,604	22,848	33,019

(注) かっこ内は前年比増減(△)率(%)。

(出所) 前掲『経済統計年報』(昭和54年)昭和55年、により作成。

月期に比べると大幅に鈍化し、一方民間最終需要も総体として増勢がさらに鈍化したため、減産による在庫調整の動きも強化され、鉱工業生産および出荷（季節調整済み）はいずれも4月～6月、7月～9月ともそれぞれ前期比減少を続けた。4月～9月の実質国民総支出は年率で5.4％程度の拡大を示していたが、この間構造不況業種の赤字は累増し、景気停滞感は強まり、経済界からはもう一段の金利引下げを要望する声が高まった⁽⁴³⁾。

こうした状況のなかで政府は8月中の経済情勢の推移を見守ったうえで9月初めに総合経済対策を打ち出す方針を固めた。本行は、6次にわたる公定歩合引下げ措置によって金融はすでに相当な緩和を示しており、重ねての公定歩合引下げには慎重でなければならぬとの態度をこれまでとってきたが、上述のような内外の諸情勢、ならびに卸売物価は春以降弱含みに推移し、マネー・サプライ(M₂平均残高)の前年比伸び率は3月以降11％台へとさらに低下していることなどを併せ考慮し、第7次の公定歩合引下げを決意するに至った。

本行はこの際公定歩合を比較的大幅に引き下げるとともに、預貯金金利も同幅

表 2-7 準備預金準備率 (昭和52年10月1日実施)

	変 更 後			変 更 前		
	預金残高区分	預金区分	準備率 (%)	預金残高区分	預金区分	準備率 (%)
銀 行 長期信用銀行 外国為替銀行	2兆円超	定期性預金 その他の預金	1.625 2.50	1兆5000億円超	定期性預金 その他の預金	1.75 3.0
	5000億円超 2兆円以下	定期性預金 その他の預金	0.625 1.25	3000億円超 1兆5000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.75 1.75
	5000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.125 0.25	3000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25 0.75
	5000億円超	定期性預金 その他の預金	0.125 0.25	3000億円超	定期性預金 その他の預金	0.25 0.75
相 互 銀 行 信 用 金 庫	800億円超 5000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.125 0.25	500億円超 3000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25 0.75
	500億円超 800億円以下	設定せず		200億円超 500億円以下	設定せず	
農 林 中 央 金 庫		定期性預金 その他の預金	0.125 0.25		定期性預金 その他の預金	0.25 0.75
債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率			0.125			0.25
金銭信託 (貸付信託を含む) 元本の残高についての準備率			0.125			0.25
外貨預金等および非居住者自由円債務の 残高についての準備率	外貨預金等についての準備率		0.25			0.25
	非居住者自由円債務についての準備率		0.25			0.25

引き下げるべきであるとの考え方をとり、政府と意見調整を図ったが、政府側は消費者物価の上昇率との兼ね合いから預貯金金利、とくに郵便貯金利子の大幅引下げは困難であるとし、さらに市中貸出金利と預金金利の下げ幅に格差をつけることにより金融機関にも負担を負わすべきであるとの議論まで生じて、意見調整は難航した。

こうした経緯のなかで本行は公定歩合を0.75%、預貯金金利を0.5%それぞれ引き下げるという線で合意し、9月3日（土曜日）午後臨時政策委員会において公定歩合の第7次引下げを決定し（商業手形割引歩合、年5.0%→4.25%）5日から実施した。これに伴い市中貸出標準金利は実施日は異なるものの各行自主的にそれぞれ0.75%の引下げが行われた。また民間金融機関預金金利は9月26日から一律に0.5%引き下げられ、郵便貯金利子はこれより3日遅れの29日から原則同幅の引下げが実施された⁽⁴⁴⁾。この結果市中貸出標準金利と1年もの定期預金金利の逆ざや関係はさらに拡大した（マイナス0.5%→マイナス0.75%）。なお今回の一連の引下げ措置により、公定歩合および市中貸出標準金利、1年もの定期預金金利は前回金融緩和期のボトム（47年7月以降）と同水準にまで低下した。⁽⁴⁵⁾

また本行は公定歩合引下げ決定の際、準備預金準備率についても引下げを検討する方針である旨発表していたが、9月20日に準備率の引下げ（表2-7）を決定し、10月1日から実施した（定期性預金につき0.125%、その他預金につき0.5%、それぞれ引下げ。同時に預金残高区分を変更したため、金融機関の預金規模によっては上記引下げ幅を上回る引下げをみた向きもあった。なおこれより先、外貨金融を金融政策上できる限り円金融と同等に取り扱う趣旨から、「外貨預金等および非居住者自由円債務の残高についての準備率」を昭和52年5月24日に設定し、6月1日から実施していたが、今次の準備預金準備率引下げに際してはこれを据え置いた）。

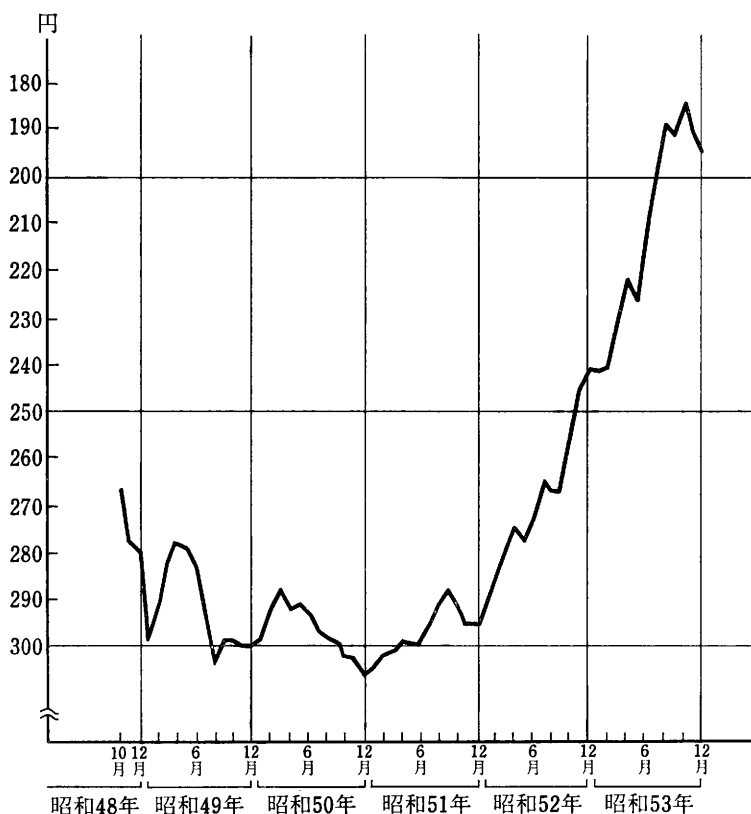
一方政府は公定歩合引下げ決定と同日の9月3日、経済対策閣僚会議において、国、地方を合わせた総額1兆1500億円（事業費ベース、債務負担行為を含む）の公共事業追加を柱とする総合経済対策を決定した。⁽⁴⁷⁾

昭和52年秋からの急速な円高と積極財政の展開

第1次石油危機によって生じた激しい物価上昇、大幅な経常収支赤字、生産の激減のいわゆるトリレンマも、前述のように昭和51年になると物価上昇率が一けた（年平均、卸売物価5.0%、消費者物価9.3%）になる一方、経常収支も黒字基調に転じるなど目立った改善を示した。生産の減退については、第1次石油危機前の水準をまだ下回っていたものの、ひところの約2割減から51年末には5%減にまで回復していた。そうした意味で、わが国経済は、エネルギー価格の高騰を契機とする経済構造の変化や資本ストックの調整などの長期的課題はなお十分に解決されてはいなかったものの、石油危機に伴うトリレンマという直接的ショックは、51年中にはほぼ解消したといえる。52年は、こうした事態の改善に伴い企業や個人のコンフィデンスが回復し、景気が本格的回復に向かうことが期待されたが、既述のように民間最終需要が依然伸び悩み、景気が軽微な後退過程に入っているなかで、さらに為替相場が変動相場制移行後初めての大幅かつ急速な円高現象を示し、これによって企業マインドは攪乱的影響を被り、経済の調整過程は一段と長期化した。

この間の円相場の動向をみると、昭和50年12月8日に306円85銭（インターバンク対米ドル直物中心相場、以下同じ）の最安値をつけた後、51年年初来貿易収支の黒字幅拡大を主因に徐々に円高傾向をたどっていたが、52年に入っても黒字幅が一段と拡大を続けたことから、円相場は波動的な上昇を示し、9月末には264円50銭に達した。しかし、この時までの円高はまだ単なる序奏に過ぎなかった。わが国の貿易収支黒字の大幅化を眺め、海外からのわが国の経済政策や通商政策に対する批判が前述のように強まっていたが、さらに52年9月下旬のIMF総会にかけて、わが国への批判はいっそう厳しくなり、円高を促す海外からの圧力が強まった。すなわち、それまでいわゆる機関車論の対象とされた、アメリカ、西ドイツ、日本の3か国のうち、アメリカは1976年（昭和51年）に引き続き1977年も景気が上昇過程をたどり、これに伴って経常収支赤字幅が目立って拡大しつつあった。また、西ドイツでは1977年の景気回復ははかばかしくなかったが、経常収支黒字幅は前年より縮小するものとみられていた。これに対しわが国の経常

図2-1 円為替相場の推移



(注) インターバンク対米ドル直物中心相場の月中平均。

(出所) 日本銀行保有資料。

収支の黒字は大幅に拡大し、西ドイツの2～3倍に達しようとの見方が一般的で、わが国のみが機関車の責任を果たしていないという印象が強まっていた。そして当時、同年の経常収支赤字が120億～130億ドルに達するものとみられていた⁽⁴⁸⁾アメリカでは、各国通貨のなかで円のみが過小評価されているので、今後日本は円高化を進める対策を講ずべきであるとの主張、いわゆる「円の選択的切上げ⁽⁴⁹⁾論」が強まっていた。

このような雰囲気の中で、1977年9月26日から30日までワシントンでIMF年次総会が開催され、勢いわが国に対する風当たりは強くなった。ウィットフェーン(H. J. Witteveen)IMF専務理事は、その総会演説において、本年前半に日本経済は拡大を示したが、それは輸出と財政支出の増加を中心とするもので、

民間国内需要や輸入の増加は満足すべきものでなかったとし、世界経済の改善を図るうえで、とくに西ドイツ、日本の内需拡大が目標以下になっているのは問題で、こうした需要拡大の遅れを是正する必要があると厳しい注文をつけた。⁽⁵⁰⁾ また、ブルメンソール (W.M. Blumenthal) アメリカ財務長官は29日の記者会見において、日本の巨額の経常収支黒字がアメリカをはじめ世界で保護主義的傾向を助長するおそれがあるので、日本政府が早急にその是正を図るよう要望したと伝えられており、⁽⁵¹⁾ IMF総会を機に対日批判はいっそう厳しさを加えた。このIMF総会や関連して開催された諸会議に蔵相とともに出席した森永総裁は、帰国後の10月5日の記者会見で対日批判の厳しかった点につき「日本の経常黒字の大きさに対する各国の関心、黒字の今後における減少に対する期待が、自分が東京で予想していた以上に強いということを印象づけられた」と述べている。⁽⁵²⁾

為替市場では、このようにわが国の貿易収支不均衡などへの海外からの批判が高まるのを眺め、とくに前述のブルメンソール財務長官の発言が、円とドイツ・マルクは米ドルに対し過小評価されているとの趣旨として理解されたことを直接の契機として、⁽⁵³⁾ 円先高観が強まり、円相場は9月30日(264円50銭)以降、急速な円高傾向をたどり、11月24日には240円にまで急騰した。この間海外から、主として本邦政府短期証券への応募と非居住者自由円勘定への預入を通じてかなりの投機的資金の流入がみられたため、これに対処して本行は11月17日に非居住者自由円債務の増加額に対し準備率(50%)を設定し、22日から実施した。一方、政府も政府短期証券の公募を11月21日発行分から停止する措置をとった。⁽⁵⁴⁾ また10月以降為替相場が大幅に上昇するなかで、相場の急激な変動に対処して東京為替市場では適宜かなりの規模の介入操作も実施された(翌53年3月末までの半年間に介入額は130億ドルに達した)。

12月に入ってからにはさすがに円高への動きは踊り場を迎えることになった。一連のドル防衛策の発表が市場の円買い圧力を一時的に抑える効果をもったためである。12月21日、カーター (J.E. Carter) アメリカ大統領はドル防衛の意思表明を行ったが、⁽⁵⁵⁾ 翌1978年1月4日には、この声明を受け、アメリカ財務省が西ドイツのブンデスバンクと新たにスワップ協定を締結したことを明らかにし、介入を

積極化する方針を示した。⁽⁵⁶⁾ さらに6日には連邦準備当局もドル相場への配慮を理由に掲げて、公定歩合を0.5%引き上げ6.5%とすることを発表した。⁽⁵⁷⁾ また、この6日に、本行とニューヨーク連邦準備銀行との間で前年暮れに委託介入の取決めが結ばれたことが公表され、⁽⁵⁸⁾ ニューヨーク連邦準備銀行がニューヨーク市場において、本行の要請に応じて日本の資金を用いて市場介入を行う道が開かれた。こうした一連の対策が奏功し、円相場はしばらくの間241円前後の落ち着いた動きを続けたが、こうした小康状態は長くは続かなかった。

昭和53年2月半ばになってヨーロッパ諸国通貨に対する米ドル相場の軟化を契機に、再び円高が始まった。わが国の国際収支の黒字幅は52年中に貿易収支が173億ドル、経常収支が109億ドル、総合収支が77億ドルといずれも前年の約2倍ないし3倍に拡大していたが、53年に入ってもわが国貿易収支の黒字とアメリカの赤字がともに依然として拡大を続けていたことを基本的背景に、円相場は急速に上昇し、4月3日には218円20銭の高値をつけた。その後も、一時的に円の反落場面がみられたものの、11月1日のアメリカのドル防衛対策の発表までは円高傾向をたどり、7月25日には200円の大台を突破し、10月31日には今日に至るまでもなお戦後最高の176円にまで上昇した。⁽⁵⁹⁾

このように昭和51年以降円相場が上昇するなかで、とくに52年秋以降の急激かつ大幅な円高の動きは、変動相場制下ではどこまで円高が進展するか不明なだけに企業の戸惑いと先行き警戒感を強めることになった。このため、企業の経営姿勢は一段と消極化し、雇用調整、金融費用圧縮、過剰設備の整理等のいわゆる減量によって企業体質を強化しようとする動きが強まった。急速な円高が始まる前の52年9月初めに本行は公定歩合を引き下げ、政府は多額の公共事業追加を柱とする総合経済対策を実施していたが、こうした情勢のもとでこれらの措置は企業マインドをさして好転させるには至らず、景気の停滞感は一段と強まった。このため、政府は12月に至り、財政面からの景気刺激に切れめを生ずることのないよう、52年度予算の第2次補正（国・地方合計で1兆600億円の公共事業追加、ただし事業費ベース、債務負担行為を含む、この結果公共事業費予算の前年度比増加率は国が20%、地方が26%）と53年度の臨時異例の大型予算を打ち出した。こ⁽⁶⁰⁾

の53年度予算は、53年度の経済見通しとして7%成長を掲げるとともに、その達成を図るため、「内需の振興のため財政が積極的な役割を果たす」との編成方針のもと、国債依存度の30%超過に踏み切る「臨時異例の財政運営」を行おうとするものであり、一般会計当初予算額は34.3兆円、前年度当初比プラス20.3%で、52年度（同プラス17.4%）をさらに上回る高い伸びとなった（とくに公共投資は同プラス31.7%）。前記の52年度予算第2次補正とこの53年度予算により、一般会計歳出の国債に対する依存度30%の歯止めが破られ、その後の国債発行額累増に弾みをつけることになった（52年度予算の第2次補正により国債依存度は34%に上昇。53年度予算は表面上32%となっていたが、これには54年5月分税込を53年度予算に取り込むという措置がとられたことが響いており、この点を調整すると、約37%の高水準に達する⁽⁶²⁾）。

昭和53年3月の公定歩合引下げと景気情勢の好転

上述のような積極財政方針はビジネス・マインドにやや明るさを与え、また実需面でも2次にわたる公共事業追加措置の影響は52年末から翌53年初めにかけて建設関連品目の市況好転という形で現われてきたが、このような財政面からの景気刺激効果を考慮しても、政府の53年度経済見通しに掲げられた7%成長のような経済情勢の好転が生ずるという見方は当時世上ではほとんど見受けられなかった（なお52年の実質国民総支出は前年比5.3%増）。

本行も経済の先行きについて慎重な見方をとっており、景気の停滞状況がなお当分続くだろうと判断していた。そして当面の問題として、これまで円相場（月平均）は51年中に3.6%、52年中に18.1%と通計2割以上も上昇してきたが、この間とくに52年10月から12月までのわずか3か月間で約10%の急上昇を示しているうえ、今後も国際収支大幅黒字のなかで円高がどこまで進むか見極めがたく、その度合いいかんによっては経済動向に及ぼす影響が定かでないこと、また当時大企業について4社に1社が赤字という企業間格差の大きい企業収益状況からみて、企業体質の累積的悪化に伴う倒産、失業の増大が避けがたいのではないかとみられること、などの諸点にとくに留意しなければならぬと考えていた。

すでに本行はこれまで7次にわたる公定歩合の引下げを行い、その水準も相当低くなっていたが、53年に入りしばらく落ち着いていた為替相場が2月半ば以降再び上昇傾向に転じたのを眺め、永大産業株式会社の行き詰まりが表面化した2月下旬初めに、本行はいずれ近くもう一段の金融緩和措置を講ずることが必要になろうと考え、公定歩合引下げの準備に入った。

3月に入り為替相場の円高傾向が急進展するなかで同月上旬本行は公定歩合の早期引下げ（引下げ幅0.75%）、預貯金金利同幅引下げの考えを固めた。郵便貯金利下げ問題は従来の経緯からみても決着までかなりの時間を要することが懸念されたが、森永総裁の村山蔵相に対する早期決着についての強い要請により、政府側の調整は比較的短時日で終わり、本行は3月15日、公定歩合を0.75%引き下げることと決定し（商業手形割引歩合、年4.25%→3.5%、昭和21年10月以降の最低水準）16日から実施した。

また、このときあわせて、本行および政府は短資流入規制の強化措置を決定、発表した。前述のように本行および政府は前年11月に短資流入規制措置を実施したが、その後も債券取得や自由円の形での海外からの資金流入が活発に続いたため、公定歩合引下げの機をとらえ、本行は非居住者自由円債務の増加額に対する準備率を100%に引き上げ、18日から実施するとともに、政府も非居住者による円建て債券（償還まで5年1か月以内のもので、円建て外債を除く）取得を原則として禁止する措置を実施した（これに伴い政府短期証券の公募を3月20日発行分から再開）。

この第8次公定歩合引下げの特色としては、本行が公定歩合変更に関する判断を行ううえで為替相場の動向がその重要性を従来より一段と強めたことが挙げられ、本行発表文にも次のようにその趣旨が織り込まれた。

こうした状況の下で、年初来小康を保ってきた為替相場が2月半ば以降再び円高傾向を強めるに至っており、これが企業家心理にかけりをもたらすと共に収益悪化等を通じ実体的にも国内経済に影響を及ぼすことが懸念される状況となっている。

日本銀行は以上のような情勢を勘案し、今後における景気の回復と国際収支の均衡化に一層寄与する趣旨から公定歩合をさらに0.75%引下げることと決定した。

なお、公定歩合引下げ後の預貯金金利改定は、民間金融機関については定期預金の0.75%引下げ、要求払預金の0.5%引下げが4月17日から実施されたが、郵便貯金については、郵政審議会での審議が難航し、4回の審議を経て、ようやく4月18日に同幅の利下げが決定され、同月25日から実施された。⁽⁶⁵⁾

なお本行は53年4月21日に、「輸入決済手形制度」を5月22日から実施することを決定した。この措置は、国際収支が大幅な黒字を続けている一方で輸入業者の資金調達に依然外貨金融に大幅に依存し、これに伴って外貨準備が累増する反面外国為替銀行の対外ポジションは改善しないといった事態を是正するため、輸入業者の資金調達の一部を円金融に移行させようとするもので、本制度の実施により外貨準備の増大をそれだけ抑制するとともに、輸入業者の金利コスト軽減を通じて輸入の促進を図ることを趣旨としていた。

具体的には、輸入金融にかかる手形のうち、輸入決済関係準商業手形、輸入運賃関係準商業手形および本邦通貨表示期限付輸入関係準商業手形を担保として本行が貸出を行おうとするもので（貸出金利は商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利子歩合）、これらの手形はすでに本行の貸付適格担保となっていたが、本制度により、本行取引先は日々の資金繰りいかににかかわらず本行への持込みが認められること、本件貸付は貸出限度枠の対象外となること、などの点で優遇扱いが認められることになった（なお輸入関係準商業手形の審査基準を緩和し、経営内容にとくに問題のない中小輸入業者について弾力的に配慮することにした）。

本制度の内容は、実質的には昭和25年から41年まで実施されてきた「輸入貿易手形制度」の内容とほとんど同じで、その限りでは制度金融が復活されたといえる（本制度の実施に伴い昭和41年1月以降取扱いを停止していた「輸入貿易手形制度」は廃止された）。もっともこれまで長い年月をかけて進めてきた制度金融整理方針が逆転したわけではない。一定の条件、形式が整えば、取引先金融機関からの依頼に応じ、いわば自動的、あるいは受動的に本行が信用供与を行う制度金融が、中央銀行の信用供与の在り方として本来望ましくないことはいうまでもなく、今次の措置も、前述のような事情のなかで、あくまで臨時異例の措置として実施したもので、本行は必要がなくなれば直ちに廃止するという考

え方をとっていた（翌昭和54年12月3日以降本制度の取扱いが停止された）。

（1）たとえば内田忠夫「財政主導型の大胆な刺激策を」（『週刊東洋経済』第3855号、昭和50年2月15日）28～30ページ、竹中一雄「小幅かつ明示的な政策転換のとき」（同上）30～33ページ、同誌第3856号（昭和50年2月22日）28～34ページ、『金融財政事情』第1216号（昭和50年2月10日）18～20ページを参照。

（2）当時の本行内部資料には今後の政策運営に関し次のような考え方が述べられている（日本銀行保有資料）。

近い時期に公定歩合の引下げなど、はつきり政策転換を示すような政策を採ることのマイナスとして考えられるのは、経済界に心理的にV字型景気回復、収益回復といったイリュージョンを与え、春闘にも悪影響を及ぼすという点と思われる。……従つて当面大切なのは、経済界に、もはや過去のような景気回復のパターンは期待できず、中期的にも低成長経済に移行していかざるをえない点を十分周知徹底させることである。

（3）日本銀行保有資料。

（4）日本銀行保有資料。

（5）前掲『調査月報』昭和50年4月号、1～2ページを参照。

（6）全国銀行協会連合会『金融』第338号（昭和50年5月）24～31ページを参照。

（7）前掲『調査月報』昭和50年6月号、1～2ページを参照。

（8）上掲『調査月報』昭和50年8月号、1～2ページを参照。

（9）昭和50年4月の公定歩合第1次引下げについて、昭和50年4月15日付『日本経済新聞』（夕刊）の「解説」は、公定歩合の引下げが一か月早く行われたとしても春闘相場にそれほど大きな影響がなかったとみるほうが妥当であるとし、「一口で言えば、『遅過ぎた引下げ』と批判するとともに「もう一段の公定歩合の引き下げが景気対策上必要となるのは時間の問題」との見方を示した。さらに経済誌や産業界、学界、エコノミストも総じて慎重過ぎる決断であるとの意見を示す向きが多かった（たとえば上記「解説」と同一紙上に掲載された「公定歩合引き下げ私はこう見る」における金森久雄の「景気は冷え過ぎ」および貝塚啓明の「慎重すぎた決断」とする意見、昭和50年4月17日付同紙の館竜一郎「公定歩合と景気政策」、『週刊東洋経済』第3869号、昭和50年4月26日、28～33ページ、昭和50年4月16日付『朝日新聞』社説「景気回復はあせらず慎重に」のなかの土光敏夫経済団体連合会会長発言などを参照）。

また6月と8月の第2次および第3次引下げについては、昭和50年6月7日付『日本経済新聞』社説「景気政策に必要な長期の視点」は、「第二次引き下げを決めた日銀の態度には、どうもすっきりしないものが残る。これは今回の決定が引き下げに慎重な日銀と大幅引き下げを主張する政府与党、産業界との妥協の産物であり、現在の景気情勢に対する政策当局の明確な認識を下敷きにしたものではなかったためである。……預金金利を据え

2. 減速経済下の金融政策

置いたまま思い切って一ポイント程度の公定歩合引き下げを図る道を、もっと徹底的にさぐるべきであった」と批判、同日付『毎日新聞』社説「問題残す公定歩合再引下げ」も4月と今回で「合わせて1%にすぎない。……この際大切なことは、中途半端なゴマ化しはやめて、はっきりと景気浮揚策を打ち出すこと、同時に、物価対策としては公共料金政策と管理価格対策に重点的に取り組むことである。財政金融面からの総需要抑制策が物価安定のキメ手である段階は、もう終わっている」と主張した。また、昭和50年8月13日付『日本経済新聞』社説「不透明な利下げの意味」は、「問題なのは今回の引き下げの効果が、心理的にも実質的にも、かなり限られたものになる可能性が大きいことである。心理的な景気浮揚効果に乏しいのは、引き下げ幅が相変らず小幅なものにとどまり、時期も遅れて新鮮味に欠けること」によるとの評価を示した。なお財界の見解については、たとえば、昭和50年8月12日付同紙（夕刊）を、政府筋については、昭和50年6月6日付同紙、昭和50年8月13日付同紙などを参照。

- (10) こうした考え方については、昭和50年6月3日の全国銀行大会における森永本行総裁のあいさつ（前掲『金融』第340号、昭和50年7月、19～22ページ）を参照。
- (11) 昭和50年8月、政策委員会において公定歩合の第3次引下げにつき審議が行われた際、武田満作委員から、今次の措置に伴い1年もの定期預金金利と市中貸出標準金利が同一水準になるが、両者の関係が逆ざやになっていた昭和46年～48年の時期が過剰流動性が発生した時期であったことに留意すべきである、もし預金金利の引下げが現在の物価情勢からみて困難であるならば、金利体系を崩してまで公定歩合の引下げを急ぐ必要はない、という理由で、反対意見が述べられた。これに対し森永議長からは、上記の両金利が同一水準になることは金利体系上許される限界かと思われるので、今後さらに公定歩合を引き下げる必要の生じた場合には、当然預金金利引下げを考えねばならぬと思っているが、預金金利の引下げが実現するまで今次の公定歩合引下げを延ばすというのは、景気情勢ともからみ不適当と考えられるとの意見が述べられ、他の任命委員も原案に賛成で、公定歩合の第3次引下げが決定された。
- (12) 日本銀行保有資料。なお昭和50年9月22日付『日本経済新聞』を参照。
- (13) 日本銀行保有資料。なお上掲紙、昭和50年9月29日付（夕刊）を参照。
- (14) 日本銀行保有資料。なお上掲紙、昭和50年10月23日付（夕刊）を参照。
- (15) 前掲『調査月報』昭和50年10月号、1～3ページ。
- (16) 本行はすでに昭和50年10月に住友銀行から、安宅産業株式会社がカナダの石油精製事業に失敗したとの報告を受けていた。
- (17) 日本銀行調査局「昭和50年の金融経済の動向」（前掲『調査月報』増刊、昭和51年6月）51～52ページを参照。
- (18) 準備率引下げに関する政策委員会議長談および本行説明（前掲『調査月報』昭和51年1月号、1～2ページ）を参照。

第6章 変動相場制下の金融政策

- (19) 上掲『調査月報』昭和50年3月号、37ページ、同年4月号、39ページ、同年7月号、50ページ、同年10月号、36ページを参照。
- (20) 『ファイナンス』第11巻第2号(昭和50年5月)2～4ページ。
- (21) 財界では、たとえば桜田武日本経営者団体連盟会長が昭和50年5月14日の同連盟総会において「安易な景気刺激策はとるべきではない」としながらも、「国民生活安定のための財政支出は増加すべきで、そのための公債発行には従来の建設公債一本のやり方を再検討する必要がある」と語ったと伝えられ(昭和50年5月15日付『日本経済新聞』)、また土光敏夫経済団体連合会会長も同月16日地方財界における講演で「公共事業の促進を図るため赤字公債を思いきって出すべきだ」との判断を示したといわれている(昭和50年5月17日付同紙)。政界では、自由民主党行財政改革特別委員会が51年度予算編成のための問題提起としてまとめた提言のなかで「歳入不足をまかなうなど特別の事情がある場合に、臨時に赤字国債の発行を認めることが国民経済安定のために必要」と述べている旨報じられている(昭和50年7月7日付同紙)。
- (22) 宮崎仁経済企画庁事務次官は昭和50年5月7日講演し、本年度も財政赤字が必至な情勢下、「増税や歳出の削減は簡単ではないので、財政の赤字を補うには国債発行を積極的に展開すべきだ」と述べたと報道されている(昭和50年5月8日付『朝日新聞』)。
- (23) 昭和50年7月11日付『朝日新聞』(夕刊)。
- (24) 昭和50年7月19日付『日本経済新聞』。
- (25) 高橋亀吉「赤字国債を考える(1)／安易な発行、疑問」(昭和50年7月18日付『毎日新聞』)。
- (26) 日本銀行保有資料。
- (27) 日本銀行保有資料。
- (28) 鈴木達郎編『国債——発行・流通の現状と将来の課題——』大蔵財務協会、昭和57年、10～14ページを参照。
- (29) 昭和50年10月9日付『日本経済新聞』(夕刊)。なお「昭和五十年年度の公債の発行の特例に関する法律」は昭和50年12月25日公布施行(法律第89号)された。
- (30) 労働省調べ、春季賃上げ率(民間平均)の推移は次のとおり(前掲『労働白書』昭和58年版、日本労働協会、昭和58年、付属統計表50～51ページ)。
- | 昭和・年 | 50 | 51 | 52 | 53 | 54 | 55 | 56 | 57 | 58 |
|---------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 賃上げ率(%) | 13.1 | 8.8 | 8.8 | 5.9 | 5.8 | 6.7 | 7.7 | 7.0 | 4.4 |
- (31) 要求払預金金利の引下げは4月4日から実施された(昭和52年3月26日大蔵省告示第18号「金融機関の金利の最高限度に関する件の一部を改正する件」)。
- (32) 昭和52年3月10日付『日本経済新聞』。
- (33) 前掲『調査月報』昭和52年4月号、37ページを参照。
- (34) 日本銀行保有資料。

2. 減速経済下の金融政策

- (35) 前掲『図説日本の財政』昭和52年度版、昭和52年、36～39ページを参照。
- (36) 昭和52年4月26日大蔵省告示第43号。本行によるガイドラインとしての預金細目金利の変更については前掲『調査月報』昭和52年5月号、39～40ページを参照。
- (37) 昭和52年5月14日、政令第146号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」を公布。
- (38) 前掲『調査月報』昭和52年5月号、38ページ。
- (39) 大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第1回大蔵省国際金融局年報』昭和52年版、金融財政事情研究会、昭和52年、68～71ページを参照。
- (40) たとえば *The New York Times*, January 4, 1977, の“The West's Slow Growth”と題する論評。
- (41) たとえば昭和52年1月に来日したアメリカのクーパー次期国務次官（当時エール大学教授）の発言（昭和52年1月12日付『日本経済新聞』）やモンデール副大統領の声明および発言（昭和52年2月2日付同紙）。
- (42) 大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第2回大蔵省国際金融局年報』昭和53年版、金融財政事情研究会、昭和53年、82ページ、286～290ページを参照。
- (43) たとえば昭和52年8月19日付『日本経済新聞』の「産業界、景気対策に“最後の注文”」、8月24日付同紙（夕刊）記事など。
- (44) 昭和52年9月13日大蔵省告示第91号。本行によるガイドラインの変更については前掲『調査月報』昭和52年10月号、30ページを参照。
- (45) 昭和52年9月22日、政令第275号「郵便貯金法施行令及び昭和五十二年五月二十一日から同年十二月三十一日までの間に預入される特定の預金者に係る定期郵便貯金の利率等に関する郵便貯金法施行令の特例を定める政令の一部を改正する政令」を公布。
- (46) 第7次公定歩合引下げの際の政策委員会議長談（前掲『調査月報』昭和52年9月号、1ページ）を参照。
- (47) 上掲『調査月報』昭和52年9月号、38～39ページを参照。
- (48) 日本銀行保有資料。なお昭和52年9月22日付『朝日新聞』（夕刊）を参照。
- (49) 前掲『第2回大蔵省国際金融局年報』83ページには次のとおり述べられている。

秋口にかけて円レートについては、①ドルの欧州通貨に対する切下りから守るためにも過小評価されている円のための切上りを求めるべきであるとのクームズ元ニューヨーク連銀副総裁の主張（8月）、②放置すれば一両年は続くと思われるアメリカ経常収支大幅赤字の改善のためには、貿易相手国の景気拡大、アメリカの有効なエネルギー政策の実施とともに、円の選択的切上げ（円はなお10%以上過小評価されることになる）が必要であるとのモルガン・ギャランティ月報（『ワールド・フィナンシャル・マーケット』9月号）など円の選択的切上げ論がアメリカを中心に行われた。
- (50) 昭和52年9月27日付『朝日新聞』を参照。
- (51) 昭和52年9月30日付『日本経済新聞』。

- (52) 日本銀行保有資料。
- (53) 前掲『第2回大蔵省国際金融局年報』83ページ。なお、このころのアメリカ政府高官筋の意図的な発言が円相場上昇の契機となることが多く、これをアメリカ側では“talk up the yen”と称していた（小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論』（歴史・政策編）日本経済新聞社、昭和58年、241ページ、なお『週刊東洋経済』第4039号、昭和52年10月29日、に掲載の鈴木秀雄・竹内一郎・馬淵秀夫（座談会）「1ドル=250円——その内幕と波紋」のなかの竹内一郎の発言、25～26ページも参照）。
- (54) 前掲『調査月報』昭和52年12月号、36ページ。
- (55) 昭和52年12月22日付『日本経済新聞』。
- (56) 前掲『調査月報』昭和53年2月号、74ページ。
- (57) 同上、71ページ。
- (58) 昭和53年1月7日付『日本経済新聞』。
- (59) 前掲『調査月報』昭和53年11月号、63～64ページを参照。
- (60) 日本銀行調査局「昭和52年の金融経済の動向」（上掲『調査月報』増刊、昭和53年7月）70ページ。
- (61) 財政調査会編『国の予算』昭和53年度、同友書房、昭和53年、28～30ページ。なお引用は昭和52年12月21日閣議決定の「昭和53年度予算編成方針」（同書所収）29ページ。
- (62) 前掲『図説日本の財政』昭和53年度版、昭和53年、46～51ページおよび昭和52年度第2次補正予算・昭和53年度予算に関する大蔵大臣の提案理由説明要旨（上掲『国の予算』昭和53年度、1142ページ、1172ページ）を参照。
- (63) 日本銀行保有資料。なお昭和52年12月1日付『日本経済新聞』を参照。
- (64) 昭和53年3月25日大蔵省告示第18号。本行によるガイドラインの変更については前掲『調査月報』昭和53年4月号、32～33ページを参照。
- (65) 昭和53年4月21日、政令第135号「郵便貯金法施行令及び昭和五十二年五月二十一日から昭和五十三年五月二十日までの間に預入される特定の預金者に係る定期郵便貯金の利率等に関する郵便貯金法施行令の特例を定める政令の一部を改正する政令」を公布。

(3) 金融政策運営の基本姿勢の変化とマネー・サプライ重視

狂乱物価の教訓

昭和46年～47年に生じた過剰流動性を背景に47年～48年にインフレーションが激しく進展し、インフレ心理の高まるなかで第1次石油危機に際会し、ついに狂乱物価といわれる事態を現出したこと、ならびにそれがまたその後の不況と停滞