

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

(1) 昭和55年夏以降の金融緩和

金融緩和への慎重な転換

第2次石油危機に対応して実施した厳しい金融引締め政策をどのようなタイミングとテンポで緩和していくかは、第1次石油危機後の場合と同様、重要な問題であった。

昭和55年（1980年）3月の公定歩合1.75%の大幅引上げ後2か月目の5月以降卸売物価は前述のような素原材料品価格の軟化から目だって落着きを取り戻したが、7月に入り本行は卸売物価の先行きにつき、累積的なコスト・アップの影響から完成品の価格はなお根強い上昇が予想され、また石油価格の動向や国際商品市況の面などで、なお不安定材料が残っているものの、国内需給が緩和していることでもあり、国際緊張の再燃がなければ年内は総体としての卸売物価は落ち着いた動きを続けるだろうとの比較的明るい見通しを抱くに至った。消費者物価の先行きについても、4月までの卸売物価高騰の影響の波及をどの程度抑えられるかにつきなお不安が残っていたものの、おおむね秋口からは騰勢鈍化に向かう可能性が大きいとみられるようになった。⁽¹⁾

他方、景気動向に関しては、住宅建設・公共投資の頭打ち、ゆるやかな在庫調整の持続に加え、個人消費も物価上昇に伴う購買力の低下から増勢は鈍化しているものの、先行き消費者物価が落着きを取り戻せば消費マインドの著しい冷え込みは生じないとみられること、他方設備投資は中長期的観点からのものを含め引き続きかなり広範な業種で増加傾向にあり、また輸出は機械類を中心に今後も相当な伸びを持続する見通しで、総体としての経済活動は1月～3月の急拡大の反動もあって拡大テンポ自体はスローダウンしているものの、なお底固い基調を持

続している⁽²⁾と判断された。

本行は、ある程度の景気のスローダウンは原油価格引上げに伴う調整の局面として甘受すべきであり、また物価安定がすべての経済運営の基本であると考えていたから、こうした経済情勢に対応する政策判断として、これまでの緊急対策としての厳しい引締めは、今後いくぶん改めるにしても、それによってインフレ心理の再燃や為替相場の円安化につながるようなことがあってはならず、このため、金融緩和の進め方は慎重でなければならない、かつ総需要管理の大枠を改めないもの⁽³⁾とすべきであるとの考え方を固めた。

当時経常国際収支は4月～6月まで前述のように大幅な赤字を続けており、本行としては、内外金利差に敏感となっていた外国為替市場において金利引下げが円安化要因にならないよう慎重な配慮を要する状況にあったが、一方経済界や政界でこのころから公定歩合引下げ論議がしだいに目だつようになったことが材料⁽⁴⁾となり、7月下旬に為替市場は相場が一時円安に転ずる不安定な情勢となった。

このため、本行は情勢の推移を注視していたが、7月25日にアメリカ連邦準備当局が公定歩合を従来の11%から10%へ引き下げる旨発表したことなどから、為替市場は8月に入って落ち着きを取り戻すに至った。この間政府、与党を中心に公定歩合の大幅引下げを含む財政、金融両面からの総合的景気刺激策実施についての要望が高まってきたが、本行は当面の政策運営に関する前述のような考え方から、為替情勢の落ち着いているときに為替面に悪影響を生じない程度の幅で機動的に引下げを実施すべきであるとし、8月半ばに至り、できるだけ早期に0.75%引下げの意向を固め、8月19日、公定歩合を従来の年9%（商業手形割引歩合）から年8.25%へ0.75%引き下げる旨決定、翌20日から実施した。

なお、以上のような経緯と本行の基本的スタンスから、このときの政策委員会議長談話では、公定歩合引下げの趣旨につき、積極的に景気対策とはうたわず、「物価情勢の変化等を考慮し、景気の動向にも配慮して、……」と、トーン・ダウンした表現を用い、さらに「日本銀行としては物価の安定傾向を一層定着させ経済の安定的発展への道をひらくため、引続き景気の動向を慎重に注視しつつ、総需要の適切な管理に資するよう金融政策を運営していく考えである⁽⁷⁾」と述べた。

また、今次の公定歩合引下げに際しては、預貯金金利は据え置かれた。

本措置発表後、為替市場では事前の予想よりも小幅な公定歩合引下げであったとの反応⁽⁸⁾などから円相場が反発し、これを契機に7月下旬ごろにみられた市場の円安感が消え、さらにその後わが国の物価が落ち着きを続け、また経常国際収支が急速な改善傾向へ転じたのに伴い、こうしたいわゆるファンダメンタルズの良さを材料とした本格的な円高基調につながっていった。

一方、政府は9月5日、経済対策閣僚会議において、当面第3四半期における公共事業の契約目標額を対前年同期比30%増程度とすることを中心とする8項目の「総合経済対策」⁽⁹⁾を決定し発表した。

景気のかげり現象

すでに述べたように後から振り返ると、第2次石油危機によって国内経済にもたらされたデフレ的な影響の度合いは第1次石油危機の場合と比較しかなり軽微にとどまったといえるが、さすがに55年夏ごろから、いわゆる景気のかげり現象⁽¹⁰⁾が徐々に広まりつつあることが看取された。在庫調整の進展により生産水準が若干低下したほか、最終需要面でも同年の春闘のベースアップ率が民間平均6.7%程度と消費者物価上昇率を下回り、実質所得が伸び悩んだことを基本的背景に個人消費は春以降増勢が鈍化し始めていたが、その後冷夏による季節商品の売れ行き不振なども加わって伸び悩み傾向はいっそう強まっていった。住宅投資はすでに前年秋ごろから減少傾向にあったが、これまでの土地・住宅価格急騰と個人所得の伸び悩みから住宅取得能力が低下したことを主因に、夏以降減勢を強めた。また、こうした個人関連需要の減退は、これと関連の深い中小企業の業況悪化を招き、その結果中小企業の設備投資についても非製造業を中心に55年後半以降抑制の動きが強まっていった⁽¹¹⁾。

もっとも、大企業の設備投資は、この間拡大を続け、輸出もかなりの増勢を持続したために、経済の拡大テンポは55年春までの年率5%強からスローダウンしたものの、なおならして4%程度の拡大を続けた。そうした意味で、第1次石油危機後のような急速な経済の収縮ではなく、まさしく景気のかげり現象とい

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

表 4-1 国際収支関連指標

| 昭和 | 経常収支 | 貿易収支 | ノンオイル 収支 | 原油輸入額 | | 交易条件 指数 |
|-----------|----------|---------|-------------|-------------|----------------|------------|
| | | | | 原油価格 騰貴率 | 原油数量 増減(－)率 | |
| | 百万ドル | 百万ドル | 百万ドル | 百万ドル | % | % |
| 53年 | 16,534 | 24,596 | 48,029 | 23,433 | -2.6 | 113.2 |
| 54年 | △ 8,754 | 1,845 | 35,316 | 33,471 | 3.9 | 96.1 |
| 55年 | △ 10,746 | 2,125 | 54,888 | 52,763 | -9.5 | 76.9 |
| 55年 1月～3月 | △ 4,975 | △ 1,758 | 10,642 | 12,400 | -6.9 | 76.0 |
| 4月～6月 | △ 4,109 | △ 876 | 12,891 | 13,767 | 3.5 | 75.8 |
| 7月～9月 | △ 1,849 | 1,421 | 14,436 | 13,015 | -8.5 | 77.4 |
| 10月～12月 | △ 224 | 2,927 | 16,628 | 13,701 | 1.3 | 79.0 |

(注)1. 貿易収支、ノンオイル収支、原油輸入額、原油数量は季節調整済み。

2. 原油価格騰貴率、原油数量増減率は前期比。

3. 交易条件指数は昭和50年＝100。

(出所) 日本銀行調査統計局「昭和55年の金融および経済の動向」(日本銀行『調査月報』昭和56年5月号、同行)7ページ。

うべきものであった。

企業収益についても、55年度下期には減益に転じたが、第1次石油危機後にくらべると収益水準自体はなお余裕含みであった。⁽¹²⁾こうした企業の収益基盤の底固さは、企業の長期にわたる減量努力や合理化効果に支えられたものであったが、これに加え同年春のモデレートな賃上げが減産下の固定費圧力緩和に寄与したことも大きい。

一方、55年前半に約91億ドルの大幅赤字を計上していた経常国際収支（貿易収支季節調整済み）も、前述のように年後半に入り急速な改善を示し（表4-1）、年末ごろからおおむね均衡圏内に達するに至った。

物価については、卸売物価は引き続き落ち着きを続けていたが、10月に入り、これまでのコスト上昇の完成品価格への波及は年内には一巡するとの見込みが強まり、一方、懸念されていた消費者物価も、これまでの卸売物価上昇の影響の波及がピークに達すると考えられる9月の指数で、前年比8%台にとどまる見込みとなり、ホームメイド・インフレーションの可能性がほぼ確実に回避されつつあることが明らかになってきた。

この間、9月下旬にイラン・イラク両国が「全面戦争」⁽¹³⁾に入り、その後戦争が長期化したことから国際石油情勢は若干悪化したが、為替市場ではわが国物価の安定傾向と経常国際収支の急速な改善という、いわゆるファンダメンタルズの良さが認識され、円相場は総じて円高傾向を続けた。

以上のような、物価、景気、為替情勢を踏まえ、55年10月半ばに至り、本行は公定歩合の1%引下げ、および準備預金準備率の引下げの方針を固めた。その後、預貯金金利の引下げ幅について、郵便貯金をめぐり政府部内で意見調整が難航したが、これまでの公定歩合引上げ時における預金金利の変更の経緯なども考慮され、結局、1年もの以上の定期預金金利の引下げ幅を0.75%とすることで合意が成立し、⁽¹⁴⁾11月5日、本行は、公定歩合を年1%引き下げることと決定し（商業手形割引歩合、年8.25%→7.25%）、翌6日から実施した。

今次の公定歩合引下げに当たっての本行の基本姿勢は前回と同様で、政策委員会議長談では今後の政策運営方針について次のように述べている。⁽¹⁵⁾

表 4-2 準備預金準備率 (昭和55年11月16日実施)

| | | 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 | 銀行 長期信用銀行 外国為替銀行 | 2兆5000億円超 | 定期性預金 | 1.75% (0.25%引下げ) |
| | | | 譲渡性預金 | 1.75% (0.25%引下げ) |
| | | | その他の預金 | 3.25% (0.5 %引下げ) |
| | | 8000億円超 2兆5000億円以下 | 定期性預金 | 0.75% (0.25%引下げ) |
| | | | 譲渡性預金 | 0.75% (0.25%引下げ) |
| | | | その他の預金 | 2.0 % (0.25%引下げ) |
| | | 8000億円以下 | 定期性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | 譲渡性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | その他の預金 | 1.0 % (0.25%引下げ) |
| | 相互銀行 信用金庫 | 8000億円超 | 定期性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | 譲渡性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | その他の預金 | 1.0 % (0.25%引下げ) |
| | | 1200億円超 8000億円以下 | 定期性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | 譲渡性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | その他の預金 | 1.0 % (0.25%引下げ) |
| | 農林中央金庫 | | 定期性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | 譲渡性預金 | 0.25% (据置き) |
| | | | その他の預金 | 1.0 % (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 | | | | |
| 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 | | | |
| | 非居住者自由円債務についての準備率 | | | |

第6章 変動相場制下の金融政策

日本銀行としては、わが国経済の安定的な成長を図るため、総需要を適正な水準に維持しつつ、物価の鎮静傾向を定着させることが肝要と考えており、こうした見地から引続き物価、為替相場および景気などの動向を十分注視しながら、金融政策を適切に運営していく方針である。

また公定歩合の引下げと同時に準備預金準備率についても表4-2のとおり引下げを決定、16日から実施した（これによる資金解放額4900億円）。なお預貯金金利は前記のほか、3か月および6か月もの定期預金は年1%、要求払預金は0.5%それぞれ引き下げられることになり、また郵便貯金もほぼ同様の引下げが決定され、いずれも12月1日から実施された。⁽¹⁶⁾

55年8月と11月の2度にわたる公定歩合引下げと相前後して、本行の金融機関貸出に対する窓口指導も漸次緩和され、第2次公定歩合引下げ後の55年末に策定された56年1月～3月の窓口指導においては、過度の貸出競争を生じさせることのないよう留意しつつも、各業態にわたっておおむね資金需要の実勢に見合った貸出の増加を認める方針で臨むことになり、一部のおう盛な貸出意欲を示している先を除き、ほぼ希望どおりの貸出を認めるという弾力的な方針を打ち出した。⁽¹⁷⁾

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 同上資料。
- (3) 同上資料。
- (4) 昭和55年7月18日付『毎日新聞』、昭和55年7月21日付『日本経済新聞』（夕刊）、昭和55年7月23日付『読売新聞』（夕刊）などを参照。
- (5) 日本銀行『調査月報』昭和55年8月号、同行、70ページ。
- (6) 昭和55年8月7日付『日本経済新聞』、昭和55年8月15日付同紙（夕刊）などを参照。
- (7) 前掲『調査月報』昭和55年8月号、1ページ。
- (8) 大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第5回大蔵省国際金融局年報』昭和56年版、金融財政事情研究会、昭和56年、84ページ。
- (9) 昭和55年9月5日付『日本経済新聞』（夕刊）を参照。
- (10) 労働省編『労働白書』昭和58年版、日本労働協会、昭和58年、付属統計表51ページ。
- (11) 日本銀行調査統計局「昭和55年の金融および経済の動向」（前掲『調査月報』昭和56年5月号）8ページを参照。
- (12) 日本銀行調査統計局『企業短期経済観測調査』（56年5月）の結果について」（上掲『調査月報』昭和56年6月号）80ページを参照。

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

- (13) 昭和55年9月23日付『日本経済新聞』を参照。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 前掲『調査月報』昭和55年11月号、1ページ。
- (16) 昭和55年11月25日公布政令第303号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和55年11月15日大蔵省告示第114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」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和55年12月号を参照。
- (17) 日本銀行保有資料。

(2) 内外ジレンマのなかの金融緩和

内外資金移動の活発化と為替相場変動

昭和55年（1980年）夏以降、金融政策の運営は緩和の方向に向かったが、このころから、第1次石油危機後の金融緩和期にはそれほど意識されなかった諸問題が浮かび上がってきた。

その一つは、昭和50年代半ば前後から、内外資金移動と外国為替取引が活発化し、金融・為替取引における海外市場と国内市場の一体化が一段と進んできた結果、内外金利差が為替市場における円と米ドルとの需給関係、ひいては円の対米ドル相場に及ぼす影響がかなり強まってきたとみられることである。

昭和50年代後半に内外資金移動が著しく活発化した状況を見ると、まず非居住者の短期性資金移動については、現先取引が昭和54年5月に解禁されて以降急増（54年末から57年末までに残高は7.4倍、総残高に占めるシェア、54年中3.4％から57年中14.0％へ上昇）したほか、非居住者円預金も55年3月に海外公的機関保有預金の金利が自由化されて以来、これら機関の預金を中心に顕著な増加を示している（54年末から57年末までに残高は2.9倍）。

一方、居住者による短期の対外取引については、「外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律」（昭和54年12月18日公布法律第65号、55年12月1日施行、事実上の同法全面改正、「外資に関する法律」（昭和25年法律第163号）を廃止し本法へ統合、この改正により対外取引原則自由化へ移行）制定を契機に資金運用面では居住者外貨預金が大幅に増加（54年末から57年末までに残高は5.5倍）

し、資金調達面でも短期インパクト・ローンが国内コールとの金利裁定をねらった証券会社のインパクト・ローン取入れの活発化等から急増(同、61.0倍)した。

次に非居住者の長期性資金移動については、資金運用面では国内債券市場での運用残高が54年2月の本邦債券取得規制の全廃以降、海外公的機関等による国債保有の増加を中心として倍増し、つれて売買取引に占める外人シェアも拡大(54年中3.9%→57年中6.7%)した。また株式市場においても54年から57年の間に非居住者の売買総額は3.3倍に増加し、売買取引中の外人シェアも顕著に拡大(54年中2.9%→57年中8.9%)した。資金調達面においては、海外公的機関等によるわが国での円建て起債(円建て外債)が増加(残高、54年末1.6兆円→57年末2.9兆円)した。

一方、居住者による長期の対外取引についても、資金運用面ではとくに対外証券投資残高が生命・損害保険会社の資産運用多角化をねらった海外債券取得増等から著増(54年末3.9兆円→56年末6.6兆円)し、資金調達面では、新「外国為替及び外国貿易管理法」への移行により規制の緩和された外債(とくに転換社債)発行と中・長期インパクト・ローンの増加が目だった。

さらに、こうした内外資金移動の活発化とほぼ並行して、円の主として対米ド

表 4-3 わが国外国為替市場出来高推移

(単位:百万ドル)

| 昭和 年 | 直 物 | 先 物 | スワップ | 合 計 |
|---------|---------|--------|---------|-----------|
| 48 | 20,194 | 18,175 | 8,558 | 46,927 |
| 49 | 18,891 | 24,305 | 16,115 | 59,311 |
| 50 | 22,919 | 25,960 | 24,551 | 73,430 |
| 51 | 34,974 | 28,616 | 34,923 | 98,513 |
| 52 | 62,305 | 24,611 | 60,362 | 147,278 |
| 53 | 117,890 | 34,767 | 128,886 | 281,543 |
| 54 | 172,211 | 51,754 | 221,043 | 445,008 |
| 55 | 211,844 | 66,782 | 300,593 | 579,219 |
| 56 | 296,432 | 77,696 | 527,948 | 902,076 |
| 57 | 365,260 | 63,283 | 785,034 | 1,213,577 |

(出所) 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、360ページおよび同『第7回大蔵省国際金融局年報』昭和58年版、昭和58年、316ページにより作成。

ル為替取引が著しく増大することになった。円を対価とする外国為替取引はニューヨークやロンドンなどの海外市場でも取引額が増加しているといわれているが、わが国の為替市場での外国為替の取引出来高だけでも表4-3に示すように昭和53年～54年ごろから著しく増大した。しかもこうした為替取引の顕著な増加と歩調を一にして、円相場の変動幅が53年ごろより拡大したことも大きな特色とな

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

表 4-4 円相場の最大変動率

| 昭 和 | 月間最大変動率 | | 年間最大変動率 | |
|-----------------|---------|-------|---------|-------|
| | 最大変動幅 | | 最大変動幅 | |
| | % | 円 銭 | % | 円 銭 |
| 49年 | 3.06 | 8.95 | 11.09 | 32.40 |
| 50年 | 1.62 | 4.81 | 7.45 | 22.10 |
| 51年 | 1.44 | 4.28 | 6.83 | 20.25 |
| 52年 | 2.62 | 7.03 | 20.50 | 55.05 |
| 53年 | 5.70 | 12.00 | 21.84 | 67.00 |
| 54年 | 4.73 | 10.36 | 26.10 | 57.20 |
| 55年 | 5.38 | 12.20 | 26.93 | 61.05 |
| 56年 | 4.81 | 10.60 | 22.08 | 48.70 |
| 57年 | 6.41 | 15.97 | 24.41 | 60.80 |
| 52～57年 の 平 均 | 4.94 | 11.36 | 25.31 | 58.30 |

(注)1. 最大変動幅＝最高値－最安値

2. 最大変動率＝最大変動幅÷中心相場平均

(出所) 日本銀行保有資料。

っている（表 4-4）。

すでに、昭和53年3月の円高騰局面における公定歩合引下げや55年3月の円安局面における公定歩合引上げなどに際し、為替相場との関連がとくに重要な考慮の対象になったことは前述したとおりであるが、以上のような金融・為替取引における内外市場のいっそうの一体化に伴い、内外金利差の内外通貨建て資産の需給ひいては外国為替相場に及ぼす影響が目だって強まる様相を帯び、金融政策の運営に一段と重要な影響を及ぼすようになってきた。⁽²⁾

そして、こうした資金移動の活発化を促進した要因としては、まず上述のように法律の改正による為替管理の原則自由化への移行とその直前における資本取引の実質自由化の進展が直接的な契機になったといえるが、同時にこれと並行して、53年以来のコール、手形市場の自由化への歩み、54年5月の金利自由なCD市場の創設、既述のような現先市場の傾向的拡大と54年5月の同取引の非居住者への解放等により、50年代半ばには金利自由の短期金融市場がわが国でもかなり整備され、さらに国債の大量発行に伴う国債流通市場の拡大も加わって自由金利の短・長期市場が整備・発展をみたことが内外資本移動を活発化させた第2の要

因と考えられる。

さらに、第3の要因として、55年秋口ごろから内外金利差が著しく拡大したため、内外通貨建て資産への運用を選択する投資家にとって内外金利差は大きな投資決定要因にならざるをえない状況になってきたことが指摘される。内外金利差を名目金利でとらえるか、インフレ率を差し引いた実質金利でとらえるべきか、短期金利と長期金利のいずれで比較すべきかなどの理論的問題はあるが、短期名目金利差で当時の内外金利差を大まかにみると55年秋口以降海外金利が国内短期金融市場の金利に比べ有利となり、同年末から56年初めにかけ、その程度が著しく強まった。すなわち、アメリカ連邦準備当局が1979年（昭和54年）10月に銀行準備指標を重視する新金融調節方式を導入して以来、アメリカの金利は乱高下を示しながらも1980年4月にプライム・レートが20%という史上空前の高水準に達し、その後5月から8月にかけ同国景気の後退から一時かなりの低下を示したものの、秋口以降再びインフレ懸念が強まり、同国の金利は高騰した。この間、わが国の金利は、昭和55年8月までは高水準であったが、同月以降の金融緩和に伴い低下方向をたどったため、折からのアメリカの金利再騰と相まって内外金利差は急速に拡大した。

もっとも、この間、昭和55年夏から56年1月ごろまでは、わが国の物価安定と経常国際収支の改善傾向が一段と強まり、外国為替市場において、こうしたわが国経済のパフォーマンスの良好さが強く認識されていたため、こうした内外金利差の拡大は為替市場でいまだ十分に意識されないまま、円高基調が続き、インターバンク米ドル直物相場は、56年1月6日には199円60銭（終値）と54年2月以来約2年ぶりに200円の大台を割り込んだ。しかし、この時をピークに、さすがに、このころから為替市場にも変動がみられるようになり、その後為替相場はしだいに円安傾向をたどるようになった。すなわち、米ドルについて、1月中旬のイラン人質問題の解決とレーガン大統領の就任、それ以降におけるレーガン新政権の「“強い米国”の再生」の姿勢が為替市場で好感を受け、これにポーランド政情の不安定化も加わって、2月からヨーロッパ通貨が米ドルに対し軟化し、円相場もこれにつられた形で軟化し始めた。

こうした状況のなかで、国内経済の拡大テンポの鈍化に対応して公定歩合の引下げをはじめとする一段の金融緩和を行うと、円安傾向に拍車をかけるおそれが強かった。経常国際収支の基調が黒字拡大の方向に転じつつある状況のもとでいっそうの円安をもたらすことは、国内経済にもろもろの悪影響を及ぼす懸念があるだけではなく、海外からの円安批判を招くおそれもあった。

後述の本行公定歩合の第3次引下げ直前の1981年3月上旬、ヨーロッパ諸国ではアメリカの高金利に対応し、為替相場対策として西ドイツを中心に短期金利水準が上昇しており、当時B I Sの月例会議に出席していた本行代表は、同行幹部から「日本の円の強さは、もとよりパフォーマンスの良さに起因しているが、日米の金利差が10%近くなり、日欧のそれが4～5%ということに市場が気が付き始めると、円が売られる公算も出てこよう。その意味では、この際は市場の寝た子を起すきっかけを作るようなことはあまり賢明なことではないかもしれない」⁽⁵⁾との感想を述べられたが、本行の金融政策運営をめぐる海外環境は金利面において本行に慎重かつ機敏な対応を不可欠とさせる状況にあり、スケジュール的な政策運営ではなく、文字通り機動的な運営をこの上なく必要とされる状態にあった。本行はある意味で内外のジレンマのなかに立たされていたといえよう。

長期金利の高止まり

金融政策の運営上生じたもう一つの問題は、内外金利差とは性質の異なる問題であるが、公定歩合の変更と国債および金融債の発行条件、長期プライム・レート等の各種長期金利変更との関連の問題である。

国債発行残高の急速な膨張は、前述のように、金融引締め期にさまざまな問題を引き起こしたが、他方、56年以降の金融緩和局面においても、各種の長期金利が高まるという現象を生むことになった。すなわち、国債流通市場利回りが国債発行残高の膨張を基本的背景として高止まりし、さらに時に応じ、たとえばアメリカの長期金利の上昇や、わが国政府の昭和59年度までに赤字国債から脱却する方針の破棄といったような市況悪化要因が加わると、金融緩和期でも逆に流通利回りが上昇することになった。そして他方では国債、利付金融債、政保債、公募

地方債、事業債等の発行条件がかなり密接な関係を保って関係者間の話し合いにより決定されるという慣行が続き、かつ長期プライム・レートは利付金融債表面利率の0.9%高とするという長期信用銀行の慣行があるため、国債発行条件を流通利回りに応じて引き上げようとする、いわゆる「四畳半金利」体系を形成している長期金利全体の引上げを図る必要が生じるという状況が現出した。⁽⁶⁾こうした現象は、基本的には市場原理に基づいて機能する国債流通市場金利と、これまで長らく維持されてきた規制金利体系が併存しているという問題に起因するものであるが、55年後半から56年に入り、とくに3月の第3次公定歩合引下げにより金融緩和方針がより明白になっていくにつれ、問題が表面化していった。その際の本行の姿勢は、今後とも長期金利の決定・変更に当たっては、「市場実勢尊重の精神が貫かれるよう、引続き粘り強く働きかけていく」⁽⁷⁾というものであり、各種長期金利が市場原理に基づいてそれぞれの資金の需給状況を反映して決定されることが望ましいとの考え方をとったが、その後も長期金利体系の問題の解決は将来の課題として残された。

昭和56年3月の公定歩合引下げと基準外貸付方式の導入

昭和55年11月に公定歩合の第2次引下げを実施してから以降物価は着き様の相を一段と強め、卸売物価は緩やかな下落傾向をたどるとともに、消費者物価の前年比上昇率もそれまでの8%台から7%台へと低下し、56年2月には6%台へと一段の低下が見込まれるに至った。この間個人消費など最終需要の伸び悩みから在庫調整が長引き、経済の拡大テンポはさらに鈍化したが、こうした状況のなかで不況業種、中小企業などを中心に経済界では金利負担の軽減を求める声が強くなり、政府および与党などでは景気対策のため公定歩合の大幅引下げを含む総合経済対策を早期に実施すべきであるとの論議が高まってきた。⁽⁸⁾

このような情勢のもとで本行は56年2月に入り、景気の現状は金融面から積極的な景気刺激を行わなければ景気が底割れするというような状況ではないものの、物価の着きに歩調を合わせて公定歩合、預貯金金利の引下げを行って金利水準全般の引下げを促進し、景気への配慮を加えることが金融政策の弾力的運営

という観点からみて望ましいとの考え方を強めるに至った。⁽⁹⁾

こうした方向での政策運営の具体的内容について本行は検討を行うとともに大蔵省とも事務ベースで意見調整を始めたが、前記のような金融政策運営をめぐる内外金融環境の基調変化という問題が具体的措置についての検討に複雑な影響を及ぼした。一方では、内外金利差が拡大している状況下での公定歩合引下げであり、わが国金利の低下によっていつなんどき金利差に基づく資本の流出と円相場の動揺が生じるかもしれないといった危険があり、こうした観点から公定歩合引下げ幅をどう考えるべきか、あるいは別途なんらかの備えを用意すべきかという問題があった。⁽¹⁰⁾

他方、とくに大蔵省では、公定歩合引下げに伴い長期金利水準が下がる見通しがあれば、景気刺激効果が薄くなるだけでなく、郵便貯金金利引下げのための事前交渉に当たっても説得力が弱くなるが、国債市場利回りの高止まりにより発行条件がすでに市場利回りを下回っている状況下、国債の発行条件の一段の引下げを含む長期金利全般の引下げは困難であるとの意識が強く、預貯金金利と長期金利との取扱いが難しい問題になった。

長期金利の問題については前述のような立場から本行は、長期金利と短期金利を同時に動かすという考え方では金利政策の機動性が著しく損なわれること、ならびに短期金利を下げればいずれ長期債市場にも影響が波及し、その段階で長期金利引下げの機会が生じようとの考え方を主張した。⁽¹¹⁾ また預貯金金利については、当時、先に述べた国債引受け負担の問題などから金融機関収益はかなりの悪化を示していたので、公定歩合引下げ幅よりも小幅の預貯金金利引下げを行うと、仮に市中貸出標準金利が公定歩合と同幅だけ下がっても、結局、実際の総合的な貸出金利の目だった低下は期待し難い状況にあった。このため、本行としては公定歩合引下げの実効を確保するためには、金融機関の資金コストの大宗を占める預貯金金利を十分に引き下げることが必要であるとの観点から、今回は預貯金金利と公定歩合の同幅連動引下げがどうしても必要であると考えており、大蔵省側も当初この点については同様の考え方をとっていた。⁽¹²⁾

しかし、3月に入り大蔵省と郵政省の話し合いが始められたが、後述のとおり56

年1月に設置されたいわゆる郵貯懇で郵便貯金問題等の検討が始まっていた状況のもとで、郵便貯金金利引下げをめぐる政府部内における事前交渉は複雑かつ難しいものとなった。郵政省は、公定歩合の引下げが決まってからでなくては郵便貯金金利の引下げ幅について議論できない、郵便貯金金利を引き下げの場合にも公定歩合と同幅の引下げには応じられない、という強い姿勢を変えなかった模様で、結局交渉の最終段階に至り、本行が公定歩合を年1%引き下げの場合に郵便貯金（定期・定額貯金）金利を年0.75%引き下げるとの線が出て、大蔵省はこれ以上の交渉の進展は望めないで、これを受け入れてほしい旨要請してきた。

本行としては前述のように今回は同幅引下げが必要と考えていたこと、また当時の金融・経済情勢のなかで預貯金金利の適切な引下げ幅はいくらかという観点からではなく、ただ公定歩合より小幅の引下げでなければ応じられないという論理は承服できないこと、などから交渉の続行を要請することも考慮したが、反面交渉が振出しに戻り、今後交渉が長期化して公定歩合操作の適切なタイミングを失することになっては問題がいっそう大きいと判断し、不本意ながらこれを受け入れることにした。⁽¹³⁾

こうして本行は昭和56年3月17日に、公定歩合を年1%引き下げ（商業手形割引歩合年7.25%→6.25%）、翌18日から実施するとともに、準備預金準備率の引下げ（定期性預金につき0.125%、その他の預金につき0.75%それぞれ引き下げ⁽¹⁴⁾、資金解放額約6500億円、4月1日実施⁽¹⁵⁾）を併せ行うことを決定した。

今次の公定歩合引下げに伴い、預貯金金利は定期性預金につき年0.75%、要求払預金につき年0.5%それぞれ引き下げられることとなり、4月13日から実施された。⁽¹⁶⁾一方、市中貸出標準金利については公定歩合引下げ後、各行は逐次それぞれ自主的に引下げを決定したが、いずれも預金金利引下げと同幅の年0.75%引き下げられ⁽¹⁷⁾、公定歩合との格差はそれまでの0.25%から0.5%に拡大した。

公定歩合引下げに関する政策委員会議長談では、そのなかで「日本銀行は今回の措置が経済活動に好ましい影響を及ぼすことを期待するとともに、今後とも物価の安定が経済の持続的発展の基礎であるとの認識の下に金融政策を適切に運営していく方針である」と述べ⁽¹⁸⁾、前2回の引下げ時よりは景気への配慮を強めたこ

とを示したが、同時に発表した本行の趣旨説明文のなかでは次のように本行の基本的考え方を示している。⁽¹⁹⁾

しかし、今後の経済運営に当っては、原油価格の大幅引上げに伴い産油国への大量の所得移転が生じ、先進国全体の経済成長が鈍化していることを十分認識する必要がある。わが国経済もこうした世界全体の動きの埒外ではあり得ず、かつてのような高い経済成長を望むことは難しい。今後わが国は、このような厳しい経済環境への適応をさらに進めていかなければならない。すでに企業経営の面では体質改善、強化の努力が払われてきており、また最近では個人家計部門の冷静地道な対応が経済安定の大きな要因となってきたが、今後も経済各界においてこうした努力が続けられるよう期待したい。

本行は3月17日に公定歩合の引下げなどを決定すると同時に、「今後、金融市場の適切な運営上、とくに必要が生じた場合の金融調節手段として、基準貸付利子歩合とは別に定める利子歩合による貸付方式を導入する方針を決定した」旨発表した。⁽²⁰⁾ このいわゆる基準外貸付方式は、前川総裁の強い意向で導入されたものであり、前述したように内外金利差が大きく、いつ金利差に基づく短期資金の流出入が生じるか分からない状況下、なんらかの備えを持つことが緊要であるという判断に基づくものであった。この基準外貸付は、たとえば内外金利差のため短期資金移動が生じ外国為替市場に影響が及んでいるが、公定歩合自体の変更に踏み切ることは適当でないような事態のもとで、短期かつ臨時的に発動を意図するもので、短期金融市場金利誘導の強力な手段となるほか金融調節に当たっての本行の姿勢を内外に表明する効果を期待したものであった。⁽²¹⁾ この貸付方式においては、金利はあらかじめ設定されておらず、発動に際し、政策委員会が金利の決定を行うものであるが、一時的例外的なものであるだけに、預金金利等の関係を考慮する必要はなく、弾力的、機動的な決定、変更が可能となるものであった。⁽²²⁾ なお、この基準外貸付方式は、今日までのところ、発動されることなく推移している。⁽²³⁾

本行が以上のような諸措置を決定した同じ3月17日に、政府は経済対策閣僚会議において公共事業等の執行促進、中小企業対策の円滑な推進などを含む総合経済対策を決定した。⁽²⁴⁾

第6章 変動相場制下の金融政策

- (1) 以下の内外資金移動の状況に関しては、日本銀行調査統計局「内外資金移動の活発化と国内金融市場への影響について」（前掲『調査月報』昭和58年9月号）2～5ページを参照。
- (2) 日本銀行金融研究所『金融研究』第2巻第4号（金融研究会／為替相場変動のメカニズム）、同所、昭和58年12月、を参照。
- (3) 前掲『調査月報』昭和54年11月号、69～70ページを参照。
- (4) 昭和56年1月21日付『毎日新聞』などを参照。
- (5) 日本銀行保有資料。
- (6) 日本銀行保有資料。なおこの点については鈴木達郎編『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、68～70ページを参照。
- (7) 日本銀行保有資料。
- (8) たとえば昭和56年1月末に東京都内ホテルで行われた景気討論会における安倍自由民主党政務調査会長の発言（昭和56年2月1日付『日本経済新聞』）、同年2月の月例経済報告閣僚会議における河本経済企画庁長官の発言および閣議後の田中通商産業相の発言（昭和56年2月13日付同紙、夕刊）など。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 同上資料。
- (11) 同上資料。
- (12) 同上資料。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 預金の残高についての準備率以外の準備率の変更は次のとおり。

| | |
|----------------------------|--|
| 債券の残高についての準備率 | 0.125%引下げ |
| 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%引下げ |
| 外貨預金等の残高についての準備率 | |
| 非居住者外貨債務 | 据置き |
| 居住者外貨預金 | <div style="display: inline-block; vertical-align: middle;"> <div style="display: inline-block; vertical-align: middle; font-size: 2em;">{</div> <div style="display: inline-block; vertical-align: middle;"> <div>定期性預金</div> <div>その他の預金</div> </div> </div> |
| 定期性預金 | 0.125%引下げ |
| その他の預金 | 0.75 %引下げ |
| 非居住者円勘定にかかる債務の残高についての準備率 | 据置き |

なお、これより先、従来指定勘定であった非居住者自由円勘定にかかる債務についての準備率は昭和55年11月30日限り廃止され、これに代えて12月1日以降、上記非居住者円勘定にかかる債務の残高についての準備率が同水準（0.25%）に設定された（「外国為替及び外国貿易管理法」の改正および「非居住者自由円勘定に関する政令」等の廃止に伴う改正）。また外貨預金等についての準備預金制度の準備率については、昭和56年2月1日以降上記のとおり新たに内訳勘定区分が設けられるとともに、居住者外貨預金についての準備率が

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

引き上げられた（準備率、非居住者外貨債務0.25%、居住者外貨預金の定期性0.5%、その他1.25%）が、この措置は「外国為替及び外国貿易管理法」改正を機会に居住者の円預金と外貨預金をできるだけ同等に取り扱う趣旨から実施されたものである。

- (15) 本行政策委員会がこの公定歩合引下げを決定した際、小倉武一委員は表決に参加しなかった。同委員がそうした行動をとったのは、預貯金金利0.75%の引下げ見込みを前提にして公定歩合を1%引き下げることは理由に乏しく、引下げ幅の点で賛成できない、しかし、ここに至るまでの本行執行部の努力については十分承知し、また信頼しているので、原案に対しあえて反対はせず、棄権したい、これは政策委員会なり日本銀行に対するものではなく、対外的な意思表示と考えている、最近、政治が関与しすぎるように思われるのは遺憾である、との所見に基づくものであった。そして原案に賛成した他の任命委員も全員が小倉委員の指摘した問題点については同感である旨の意見が表明された。

政策委員会議長として同日の記者会見に臨んだ前川総裁は、質問に答えて、1人の委員が表決に参加しなかった事実を明らかにするとともに、「今回の一連の金利引下げについては、色々いきさつがあつた訳だが、その経緯、結果について、委員の間に色々意見があり、『必ずしも不満がない訳ではない』との意見もあつた。いずれにせよ今後、金利の決定が各分野の実情に合つた冷静な判断に基づいて行なわれることが望ましいという意見が強く出され、それに対応して今後も議長において善処して欲しいとの意向があつた」（日本銀行保有資料）と説明した。そして自己の所感として、現在の状態では、制度や慣行の問題、あるいは金利体系の問題といった点から、金融政策の運営を必ずしも十分に機動的には行えないような制約があることも事実であるが、そういう制約のもとで客観的な判断に基づいて機動的に金融政策を実行していくことはこれからもますます必要になるものと考えている、と述べた。

なお、これより4日前の3月13日、参議院予算委員会に参考人として出席した前川総裁は、日本社会党竹田四郎議員から、日本銀行の専管事項である公定歩合政策について「どうも最近公定歩合を早く下げろとか何とかという自民党あるいは閣内の閣僚の勝手な発言、こういうものが非常にあると思うんです。こういうことがむしろ私は公定歩合の決定時期をおくらしたり、混乱したり、あるいは公定歩合、金利政策の中立性や、……機動性、こういうものが大いに失われている」と思うがどうか、との質問に対し、公定歩合操作は機動的に行うべきものであると述べるとともに、「とかくいろいろの論議が新聞紙上その他に行われるわけでございますけれども、引き下げがあるであろうということが報ぜられますと、どうしても借り控えが起こるということが通例でございます。また金融政策、ことに公定歩合の問題は、ある意味で意外性があることがその効果が非常にあるということでございまして、余り早くから論議されることは私も金融政策を預かる者としたしましては、時に不都合な場合があるということでございます」と答えた。次いで竹田議員からの同様の質問に対し、鈴木首相は以下のように答えた（この項の質疑応答は『第九

第6章 変動相場制下の金融政策

十四回国会参議院予算委員会会議録』第8号、昭和56年3月13日、36ページによる)。

いま日銀総裁からもお話がございましたように、この公定歩合の問題は日銀の政策委員会にあるわけでございまして、自民党の三役であるとかそういうところに何らの権限がないことは事実でございます。ただ国民は、新聞にそういうことが報道されるといかにもそれが何らかの力を持っているようなぐあいに錯覚を起こす、これがいろいろ混乱を起こすわけでございまして、私はそういう意味で厳にそういうことのないように、経済閣僚会議に三役も出席いたしますので、そういう機会にこのことを強く注意をするようにお願いをしておるわけでございます。今後も厳重に注意いたします。

- (16) 昭和56年4月7日公布政令第119号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和56年3月30日大蔵省告示第37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」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和56年4月号、30～32ページを参照。
- (17) 前掲『調査月報』昭和56年4月号、33ページ。
- (18) 上掲『調査月報』昭和56年3月号、1ページ。
- (19) 同上、3ページ。
- (20) 日本銀行保有資料。
- (21) 同上資料。
- (22) 同上資料。
- (23) 当時西ドイツでは、この本行の基準外貸付制度と同種の制度である特別ロンバート貸付(Sonderlombarkredit)制度をすでに実施していた。それは、通常のロンバート貸付(Lombarkredit——債券担保貸付)と異なり、必要などきにだけ導入される臨時的な性格の濃い貸付制度で、その実行・停止ならびに貸付レートの設定・変更は極めて機動的に行いうる仕組みになっている(本部役員会は、特別ロンバート・レートにつき中央銀行理事会から一定限度内の引上げ権限を与えられており、毎日でも変更しうる)。特別ロンバート貸付制度は1973年(昭和48年)11月に初めて導入され、翌1974年7月まで断続的に実施されたが、7年後の1981年2月から翌1982年5月まで再び導入された。後者の場合は、当時のアメリカの高金利のもと、マルク為替相場の安定化を図るため市場金利を相当高めに誘導する手段として同制度が活用された(再導入時の特別ロンバート・レートはロンバート・レートの3%高に設定)。
- (24) 前掲『調査月報』昭和56年4月号、32～33ページを参照。

(3) 世界的不況と対外摩擦

世界的なスタグフレーションの深刻化

第2次石油危機後の世界経済の動向をみると、第2次石油危機がわが国経済に及ぼした影響は第1次石油危機の場合よりも比較的軽微であったのに対し、世界経済が被った影響はむしろ第2次の方が大きいともいえる状況にあり、世界経済は総体として深刻なスタグフレーションに悩むことになった。

まず、物価動向をみると、日本と西ドイツを除く多くの主要国が1979年（昭和54年）に二けたの消費者物価上昇に見舞われ、さらに1980年に入るとインフレ心理はいっそう広範化し、物価の騰勢が一段と強まった。1980年夏ごろ以降、各国の景気後退や石油価格上昇の影響一巡から物価の騰勢はわずかに鈍る気配を示し始めたものの、各国の厳しい引締め政策にもかかわらず、ひとたび燃え上がったインフレ心理はそう容易には収まらなかった。日本と西ドイツなど一部の国を除き騰勢鈍化は徐々にしか進まず、アメリカ、イギリス、フランスなど1981年にも3年連続二けたの消費者物価上昇に苦しむ国が多く、さらに1982年に入ってもまだフランスなど一部の国では物価上昇率が一けたに低下するには至らなかった。第1次石油危機に際しては、物価上昇率が二けたに達したのはアメリカの場合、1974年だけであり、フランスも1974年、1975年の2年だけであったから、一部の国を除けば、第2次石油危機の場合のほうがインフレーションは激しくかつ長期化したといえよう。

こうした主要国の長期にわたる激しいインフレーションは、経済活動に及ぼすデフレ効果をいっそう強めることになった。アメリカ経済は1980年前半に急角度の景気後退に見舞われた後、同年後半にはいったん緩やかな回復に転じたとみられたものの、1981年春ごろから、個人消費、住宅投資等家計支出の鈍化、輸出の伸び悩みを主因に停滞ぎみに推移し、同年末にかけては在庫調整の本格化とともに一段と景気後退色を濃化していった。また、ヨーロッパ諸国では、1980年後半には西ドイツ、イタリアなど多くの国がマイナス成長に陥り、景気後退色が強まった。その後1981年末から1982年初めにかけて、一時輸出好伸に支えられた在庫

調整の進ちょくにより底入れ気配がみられたものの、1982年春先以降頼みとする輸出の減退傾向が明確となり、これが新たな在庫調整を誘発したことから、夏場以降ヨーロッパ諸国の景気は再び停滞色を強めることになった。⁽¹⁾ 欧米主要国のこうした景気後退を映じ非産油発展途上国でも、多くの国が輸出の不振からとくに1981年後半以降景気の停滞傾向を強めた。

このように世界景気の後退は長期化の様相を示したが、これは先進国の景気後退と発展途上国の景気停滞が相互に輸出減退を通じ相乗的に需要減退をもたらした結果によるもので、インフレーションのデフレ効果は全世界に広がっていった。そうしたなかでアメリカを起点として先進諸国に波及した高金利は、インフレ心理の根強い残存、財政赤字の拡大といった諸条件による影響を受け、1982年に入り物価上昇率により鈍化がみられ始めるようになっても、容易に改まらず、このため1981年から1982年にかけて実質金利はかつてない高水準に達した。こうした世界的な実質金利高は、各国において設備投資や住宅投資を中心とする国内最終需要を減退させる要因として働くとともに長期かつ大幅な在庫調整を引き起こすことになった。

第2次石油危機後における世界景気の停滞長期化は、第1次石油危機発生後3年目にはOECD諸国全体でかなり本格的な景気回復を示したのと著しい対照を示している。また、こうした世界景気の長期停滞から、欧米諸国の失業率は1981年中に急速に上昇、その後、戦後最悪の雇用情勢をもたらすに至ったが、同時に企業倒産の増勢も強まっていった。

発展途上国の債務累積問題

また、第2次石油危機とその後の世界不況の長期化は、発展途上国の対外債務累積問題を生み、国際金融不安を引き起こすことになった。

第1次石油危機後にも国際金融面での混乱がみられたが、それは1974年5月中旬のアメリカのフランクリン・ナショナル銀行 (Franklin National Bank) の経営悪化の表面化⁽²⁾、および6月末の西ドイツのヘルシュタット銀行 (Bankhaus Herstatt) の破たん⁽³⁾を契機に生じたものであった。両行のいずれも、為替相場フ

ロート移行後の外国為替取引において投機に失敗し、巨額の損失を招いたことが主な原因であったが、両行の破たんはユーロ市場取引に混乱をもたらし、当時なお世界的な知名度も低く、かつ原油値上げに伴い輸入金融面での外貨資金手当て所要額が急増していた本邦外国為替銀行のユーロ市場における調達に対しては、市場の一般的な取入れ金利よりも高い上乗せ金利（いわゆるジャパン・プレミアム）が要求され、これが昭和49年半ばには一時2%前後にも達するという問題を生むことになった。⁽⁴⁾ こうした状況に対処し、同年7月、本行はユーロ市場におけるジャパン・プレミアムによる調達を自粛するよう本邦為替銀行に要請する一方、外貨運用面の抑制指導を強化することによって、事態の改善を図るといった経緯があった。⁽⁵⁾

このように、第1次石油危機後の国際金融不安は、オイル・マネーのリサイクルリングを担う銀行の金融仲介機能が一部銀行の経営破たんから一時不円滑になったことによって生じたが、一方、第2次石油危機後の場合は最終的借り手である大口債務国が債務累積から予定どおりの返済ができなくなるという形で、1982年半ばごろより国際金融不安が発生した。すなわち、第2次石油危機後の世界経済の停滞が長期化するなかで、発展途上国は一次産品価格の低迷もあって輸出が伸び悩む一方、高金利に伴う利子負担の増大などから、対外債務が累積していった。その背後には多年にわたる先進国銀行側における貸し進みや、発展途上国側におけるインフレーションの進行という事情もあった。この発展途上国の対外債務累積問題は、当初東ヨーロッパ諸国についていわれていたが、1982年夏、メキシコの外貨資金繰り悪化が表面化、さらにその後ブラジル、アルゼンチンなどの中南米諸国も同様の状態に陥り、デフォルトの発生や民間融資の急速な縮小など国際金融の混乱が懸念されるに至った。⁽⁶⁾

しかし、こうした国際金融不安に対し、IMF、BISなどの国際機関、アメリカをはじめとする各国通貨当局は緊密な連絡をとりつつ、民間金融機関を含めた協力体制を敷き迅速に対応したことから、国際金融市場の混乱は未然に防止された。すなわち、IMFは、これらの国に対しまとまった額の信用供与を行うことにし、同時に、①借入国に経済調整計画の樹立や国際収支の節度維持を求める

一方、②民間銀行の融資が縮小するのを回避するために民間銀行の協力を強く要請した。⁽⁷⁾一方、IMFからの資金引出しには時日を要するため、それまでのつなぎとして、BISが本行を含む各国中央銀行などの協力を得て、こうした債務累積国に緊急貸付を実行し、また民間の銀行も同様のつなぎ融資を行った。⁽⁸⁾こうしたIMF、BIS、各国通貨当局などの一致した協力により、国際金融危機は回避され、さらにその後もIMFとの協議を経つつ債務累積国の再建計画が進展することになった。またIMF自体の資金力を強化するために、1983年1月にパリで開かれた10か国蔵相・中央銀行総裁会議ではIMF一般借入れ取決めコミット額を約64億SDRから170億SDRへ増額すること（ならびにスイスを正式メンバーに加えること、国際金融制度の安定性が脅かされるような事態においては本取決め参加国以外の国に対するIMF融資に際しても発動できるよう取決めを改めることなど）が合意され、次いで同年2月、ワシントンにおけるIMF暫定委員会では、前記一般借入れ取決めの拡大・改組と47%の第8次増資が合意された。⁽⁹⁾

対外摩擦の激化とわが国景気の二段調整

昭和56年3月の第3次公定歩合引下げ以降わが国経済はゆるやかな拡大傾向を続け物価はおおむね安定基調を持続した（卸売物価は夏ごろまで反騰したが、前年比1%高前後の水準で推移し、消費者物価の前年比上昇率は春先の6%台から年央以降は4%台に低下した）。

この間、第3次公定歩合引下げ時に心配されていた内外金利差の拡大を基本的背景とする円安化傾向が、その後現実に進展した。すなわち、4月中旬ごろになると、アメリカのマネー・サプライの増加を眺めて同国金利の先高感が強まり、さらに5月4日にはアメリカの各連邦準備銀行が公定歩合の13%から史上最高の14%への引上げを発表したため、市場金利も高騰し、⁽¹⁰⁾5月下旬から8月末にかけて20%を超える高水準を続けることになった。これに伴って日米金利差は、短期市場金利で12%程度にも達し、これを主因に円相場は軟化を続けた。インターバンク米ドル直物中心相場は3月末の211円から5月14日には220円台を超え、8月

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

初めにはついに55年5月初め以来の240円台にまで円安化することになった。こうした56年2月来の円相場の下落は、この間のわが国物価の落着きと、経常国際収支の黒字幅拡大（貿易収支季節調整後の経常収支黒字は1月～3月の0.4億ドルから4月～6月11億ドル、7月～9月22億ドルへと急増）のなかで生じたものであり、過去に例をみない展開となった（表4-5）。

表4-5 国際収支の推移

（単位：億ドル）

| 昭和・年 | 貿易収支 | 経常収支 | 長期資本 収支 | 短期資本 収支 ならびに 誤差脱漏 | 総合収支 | （参 考） | |
|------|------|------|------------|----------------------------|------|-------------------------|-------------------------|
| | | | | | | 輸 出 の 前 年 比 増 加 率 | 輸 入 の 前 年 比 増 加 率 |
| 55 | 68 | △ 70 | 44 | 23 | △ 4 | % 28.4 | % 19.2 |
| 56 | 204 | 59 | △148 | 11 | △ 79 | 10.9 | 0.8 |
| 57 | 201 | 91 | △119 | 8 | △ 20 | - 9.1 | -10.4 |

（注）－は前年比減少。

（出所）日本銀行調査統計局『経済統計年報』（昭和58年）同行、昭和59年。

世界的な同時不況が深刻化するなかで、このように、わが国経常国際収支の黒字幅が拡大する一方で円安化が進展したため、欧米諸国からの円安批判、さらには貿易不均衡の是正と市場開放を求めるいわゆる「貿易摩擦問題」が表面化することになった。1980年後半にも、アメリカ自動車メーカーのビッグ・スリーの一つクライスラー社の経営危機表面化に関連し、アメリカ向け自動車を中心にわが国輸出を問題にする気運が強まりつつあったが、わが国経常収支の黒字幅が拡大し始めた昭和56年春以降、欧米諸国からの円安や貿易不均衡に関する批判が本格化するに至った。たとえば、5月半ばに開催された OECD の第3作業部会では、主要国の金融・財政当局がそれぞれの金融・財政政策の運営につき説明し、討議を行ったが、OECD 事務局の幹部が、わが国側出席者に対し「今日の日本の輸出競争力からして、円はなぜもっと appreciate しないのか、このままでは貿易の面で日本が再び世界市場を席捲してしまうのではないかと、暗に円安誘導が行われているのではないかと懸念を表明した。⁽¹¹⁾

その後こうした対日批判は、しだいに正式の外交交渉上の要求となり、その内

容も広範かつ強いものとなっていった。56年12月のマクドナルド (D. R. Macdonald) USTR (アメリカ通商代表部) 次席代表を中心とする日米貿易小委員会や、アメリカ下院歳入委員会貿易小委員会による第3次ジョーンズ・レポート、さらにはマンスフィールド (M. J. Mansfield) 駐日アメリカ大使による鈴木首相への書簡 (57年1月) などにおいて、各種分野でのわが国の市場開放要求が繰り返し行われた⁽¹²⁾。また、57年1月末から2月初めには、アメリカ議会において、同国における取扱いよりも外国が不公正な扱いをしている場合その分野について対抗措置をとることを旨とする、いわゆる各種の相互主義法案が提出された⁽¹³⁾。一方、EC諸国からの各種要求も強く、56年12月のEC外相理事会の声明で対日要求リストを公表⁽¹⁴⁾、さらに57年3月には日本とEC間の貿易不均衡が拡大し、ECがガットのもとで受ける利益が日本により阻害され、ガットの目的達成が妨げられているとし、円安問題のほかたとえばわが国の行政と企業の関係をも問題とする、いわばわが国の経済体質にかかわるような広範な問題についてまでガットの条項に基づき協議の申入れを行うなど⁽¹⁵⁾、貿易摩擦問題は先鋭化するに至った。

こうしたなかで、政府も、昭和56年10月の稲山経済団体連合会会長を団長とする政府派遣訪欧経済使節団の帰国などを契機に、貿易黒字対策をどう打ち出すが一つの大きな課題となっていった。このため、11月初めごろから一部で黒字対策との絡みで内需振興を目的とした金利の引下げ論が唱えられるようになった⁽¹⁶⁾。

一方、先に述べた世界同時不況の深刻化・長期化は、第2次石油危機の影響が比較的軽微にとどまっていたわが国経済に対しても、56年秋口より悪影響を及ぼし始め、いわゆる景気の二段調整を引き起こすことになった。すなわち、わが国経済は春以降年率4%程度のゆるやかな拡大を続けており、この間、家計支出関連部門およびこれと関係の深い中小企業部門向けの需要はなお一進一退の域を脱しうるまでには至らなかったが、長引いていた在庫調整が秋口にかけて一部業種を除いてほぼ終了し、この面から経済拡大テンポの高まりが期待される局面に入っていた。そうしたところへ、それまで顕著な増勢持続によって景気を下支えしてきた輸出が世界不況深刻化の影響から秋口ごろ以降減少傾向に転じたため、財政支出の上期前倒しの反動減と相まって総需要の拡大を抑えることになり、これ

表 4-6 実質国民総支出、物価、マネー・サプライの推移

(単位：%)

| 実質国民総支出 | 昭和56年 | | | | 昭和57年 | | | | 昭和56年 | 昭和57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 | 前年比伸び率 | 前年比伸び率 |
| | 前 期 比 伸 び 率 | | | | | | | | | |
| 民間最終消費支出 | - 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.6 | 0.7 | 1.5 | 0.8 | 4.3 |
| 民間設備投資 | 1.9 | 1.0 | 0.5 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 0.8 | - 0.1 | 5.6 | 3.7 |
| 民間住宅投資 | 2.4 | 2.7 | - 2.0 | - 3.9 | - 0.7 | 1.5 | 2.4 | 4.4 | - 2.4 | - 0.7 |
| 公的支出 | 2.6 | - 1.6 | 2.0 | - 0.5 | - 0.1 | 1.7 | - 0.2 | - 1.2 | 4.3 | 0.8 |
| 民間在庫投資 | 43.0 | -25.5 | -51.6 | 121.8 | 18.3 | -15.1 | - 3.7 | -48.7 | - 2.0 | 0.7 |
| 輸出等 | 3.5 | 6.6 | 3.8 | - 0.6 | 0.8 | - 0.3 | 0.4 | - 0.5 | 15.9 | 3.5 |
| 輸入等 | 4.3 | 3.4 | 2.1 | 2.4 | 1.0 | - 1.3 | 0.3 | - 4.6 | 5.5 | 2.6 |
| 卸売物価 | - 0.5 | 1.5 | 1.0 | - 0.7 | 1.1 | 0 | 1.3 | - 1.4 | 1.4 | 1.8 |
| 消費者物価 (同上、期末月前年同月比) | 1.7 (6.0) | 1.7 (4.9) | 0.8 (4.0) | 0.4 (4.7) | - 0.1 (2.8) | 1.1 (2.2) | 1.8 (3.2) | - 1.0 (1.8) | 4.9 | 2.7 |
| マネー・サプライ (M ₂ +CD 平均残高) | 前 年 比 伸 び 率 | | | | | | | | | |
| | 7.6 | 7.9 | 9.6 | 10.6 | 10.6 | 9.2 | 9.0 | 8.1 | | |

(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) 経済企画庁編『国民経済計算年報』昭和60年版、昭和60年、日本銀行調査統計局『経済統計年報』同行および日本銀行調査統計局『物価指数年報』(昭和57年) 同行、昭和58年。

を契機に経済は再び在庫調整局面に入り、10月～12月の実質国民総支出は前期比横ばい気味となった。⁽¹⁷⁾ その後も輸出不振が予想以上に深刻かつ長期化するにつれ、その影響は輸出に直接関連した加工業種からしだいに素材業種にまで広がり、多くの産業で厳しい減産が続いた結果、企業収益の下振れや、雇用、賃金の伸び悩みが生じ、個人消費やそれまで景気を下支えしてきた大企業設備投資などの国内民間最終需要にまでその影響が波及していくことになった⁽¹⁸⁾（表4-6）。

昭和56年12月の公定歩合引下げ

以上のような経済情勢のなかで、本行は56年11月に入り、公定歩合の再引下げについて検討を始めたが、もっとも大きな問題は為替相場の動向であった。秋口以降アメリカの金利が低下傾向を示したことから、円相場も徐々に回復し、10月中の平均相場は231円37銭と夏ごろよりは若干戻したものの、年初ごろ（1月中平均202円）にくらべると依然大幅の円安になっていたから、海外からの円安批判が強い状況下、なんとか円高方向での為替相場の安定を見極めてから金利引下げ措置を実施すべきであると考えていた。⁽¹⁹⁾

そうしたなかで、11月2日からアメリカの公定歩合が史上最高の14%から13%に引き下げられ⁽²⁰⁾、さらに同月中旬には高率適用措置も撤廃されたが⁽²¹⁾、この間アメリカの市場金利は大幅な低下を示し、円為替相場は上昇した（11月中平均円相場、223円74銭、11月末214円30銭）。

さらに、12月4日には再度アメリカの公定歩合引下げ（13%→12%）が実施され⁽²²⁾、内外金利差が縮小しつつあったが、12月上旬に開かれたB I Sにおける中央銀行総裁会議に出席した前川総裁が主要国中央銀行総裁との会談を終えて帰国した直後、昭和56年12月10日に本行は公定歩合を0.75%引き下げることと決定し（商業手形割引歩合、年6.25%→5.5%）、翌11日から実施した。この第4次引下げにより公定歩合の水準は第2次石油危機時の9%から通計3.5%引き下げられたことになったが、当時欧米主要国公定歩合のなかで最低であったスイスの公定歩合（6%）を下回り、主要国中最低となった。

今次の公定歩合引下げに際してみられた手続き上の特色は、従来においては、

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

公定歩合変更前に預貯金金利引下げに関し、政府側との間で事前の話し合いが行われ、ほぼ了解が成立したところで、公定歩合の変更を決定するという進め方をとっていたのに対し、今回は公定歩合変更後に預貯金金利の実質的な審議や協議が進められることになったことである。また、預金金利がこうした決定プロセスをたどることになったため、市中貸出標準金利についても公定歩合引下げ後の諸金利の動き方をみてから決定される形になった。

こうした実質的な手順の変化はいわゆる預貯金金利の一元的決定について進展があったことを踏まえたものであった。すなわち、詳しくは後述するが、56年1月に首相の諮問機関として発足したいわゆる郵貯懇が同年8月に報告書を首相に提出し、郵便貯金の金利も、そのときどきの金融政策の方向に応じ、民間預金金利と同時にかつ均衡のとれた形で、機動的、弾力的に決定、変更されることが必要であるとの答申を行った。さらにこの答申に基づき9月30日に、郵政、大蔵、内閣官房の3閣僚が、預貯金金利決定の在り方に関し、「民間金融機関の預金金利が決定、変更される場合には、郵便貯金金利について、郵政、大蔵両省は十分な意思疎通を図り、整合性を重んじて機動的に対処するものとする」との合意を行い、10月2日に閣議報告を行ったという事情があった。⁽²³⁾

今次の預貯金金利引下げは、こうした郵貯懇答申および3閣僚合意後初めてのものであり、それだけに本行としては、預貯金金利はまず金利調整審議会の審議を経て本行政策委員会で民間金融機関の預金金利の引下げが決定され、これを受けて郵政審議会への諮問が行われ、その答申を受け郵便貯金金利の同様の引下げについての「郵便貯金法施行令」改正の閣議決定が速やかに行われるという、本則どおりの手続きが進められることを期待したものであった。結局民間金融機関の預金金利については、昭和57年1月18日から一律0.5%引き下げることが、56年12月18日の金利調整審議会の答申を経て、同日の本行政策委員会において決定され⁽²⁴⁾、他方郵政審議会では12月18日と24日の2度の審議を経て民間同様の引下げが答申され、57年1月8日の閣議において、民間金融機関の預金金利引下げと同時の1月18日から実施と決定され⁽²⁵⁾、まず順調な滑り出しとなった。

なお前述のように、市中貸出標準金利は公定歩合引下げ後の諸金利の動き方を

みてから決定することになり、貸出標準金利の引下げが実施されたのは、公定歩合引下げ実施後10日を経た56年12月21日であった（⁽²⁶⁾預貯金金利引下げを伴った公定歩合引下げと貸出標準金利引下げ実施日との開きは、これまで昭和50年代においては3日～5日であった）。

今次の公定歩合引下げに関する政策委員会議長談では本行の基本姿勢につき「日本銀行は、今回の措置がこれまでの金融緩和の効果と相まって経済活動全般に好ましい影響を及ぼすことを期待するとともに、今後とも物価の安定を基礎とした経済の持続的発展を図るため、為替相場、マネーサプライの動向等を十分注視しつつ金融政策を適切に運営していく方針である」と述べたが、さらに、当時世上において今次の金融緩和期には前回緩和期のボトムとほぼ同水準にまで金利水準が今後引き下げられようとの漠然とした期待が見受けられることにつき、本行はその基本的考え方⁽²⁸⁾を、公定歩合引下げに関する趣旨説明文のなかで次のように述べた。⁽²⁹⁾

わが国経済がおかれた内外の諸条件には引続き厳しいものがある。

先進主要国の経済が第2次石油危機後の困難から脱却し切れず停滞基調が続けている環境のもとでは、わが国のみ独り高い経済成長を望むことは難しい。

日本銀行は昨年8月以来4回にわたり公定歩合を引下げ金融緩和を進めてきたが、今後の政策運営については、選択の幅は狭い。財政再建は国民的課題であり、財政面からの景気支援に多くを期待することは出来ないが、同時に金融政策についても海外のインフレーションや金利の動向、国内的には低成長を余儀なくしている諸条件など各種の制約のなかで運営していかななくてはならない。

昭和57年春から秋の短期市場金利の高め誘導

昭和56年12月の第4次公定歩合引下げ後も、海外からの円安批判あるいは円安警戒感、折りにふれ、わが国に対し繰り返し表明された。今次の公定歩合引下げが発表された際、ちょうど開催されていたOECD第3作業部会では、この公定歩合引下げと円相場問題が、一つの中心議題のような形で臨時にとり上げられ、本行側出席者に対し、公定歩合引下げが円安、ひいては経常国際収支黒字幅のい

っそうの拡大につながるのではないかと、いった本行の措置を非難するかのとき⁽³⁰⁾厳しい質問が各国や OECD 事務局から相次いだ。

さらに、昭和57年に入ると、欧米各国や国際金融機関の財政・金融政策関係者は本行に対し円安を促すような金利引下げは極力回避すべきであり、金融緩和と財政再建下の緊縮財政というわが国の採用しているポリシー・ミックスは貿易摩擦を増幅させるものであるから、むしろ金融を引締めぎみとする一方、財政再建のテンポを緩める逆のポリシー・ミックスを採用すべきであるという趣旨の批判を表明するようになった。⁽³¹⁾これに対し、本行は各種の国際会議の場などを通じ公式・非公式に反論し、この問題は国際的な政策論争の様相を帯びた。本行側は、わが国としては円高基調となることを強く望んでいるが、金融政策の運営に関しては、わが国の景気回復が緩慢である背景に中小企業や構造的な不況業種の停滞等の問題があり、金利引上げは困難かつ非現実的であること、また内外金利差が大きいのはむしろ海外金利が不当に高いことによるものであると反論した。また、財政政策との関連についても、財政赤字の拡大は結局長期的には金融政策の運営を困難化するものであり、また企業投資にも悪影響を及ぼすことになるもので、⁽³²⁾国民経済の健全な発展にとって長期的には弊害をもたらすことなどを主張した。

しかし、海外からのわが国金利引下げに対する警戒感あるいは反対論は強く、57年11月下旬に開催されたIMFによる対日年次協議では、協議後の講評で「円相場は……米ドルに対しては依然円安状態にある。こうした中で、米国金利の低下がさらに続くことが確実となり、円高傾向が定着するまでは、国内金利を引下げないことが強く望まれる。世界経済の最近の動向や保護主義の圧力を考慮すると、金融緩和には慎重でなければならないと考える」と、強い注文をつけるという状況にあった。⁽³³⁾

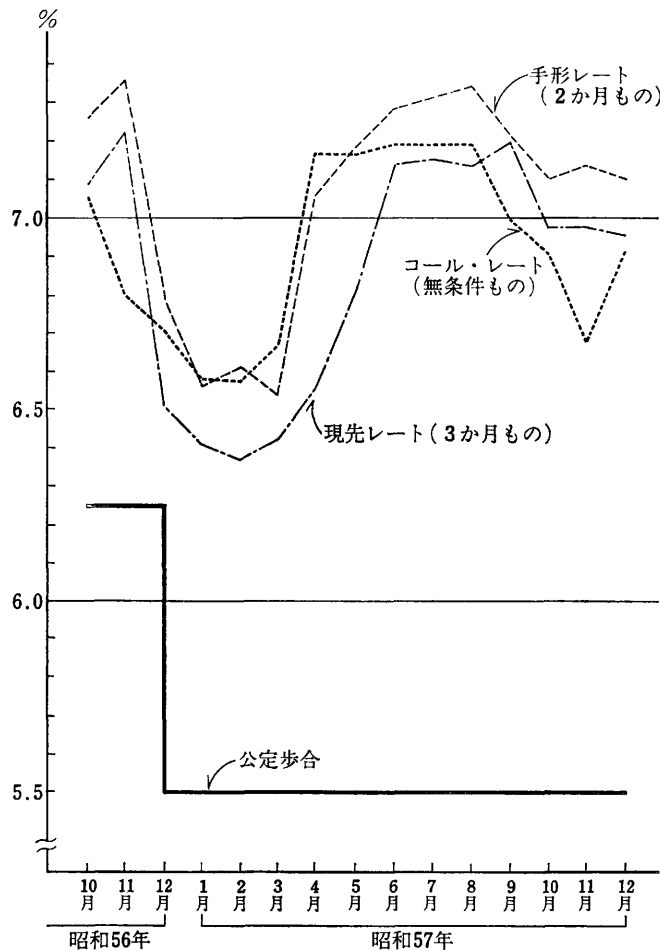
一方、この間、円相場は円安基調を続けていた。56年12月11日の本行の公定歩合引下げ実施直後の13日、ポーランドで戒厳令が施行され、ヨーロッパ通貨の対米ドル相場が軟化したのを一つの契機に円は再び軟化し始め、その後57年4月までは、米ドル金利の動向に極めて神経質ないわゆる金利相場のなかで続落をたどり、4月6日にはついに248円90銭まで円安になった。なお、これより先、2月

8日にアメリカ議会に提出されたレーガン大統領予算教書の内容からアメリカの⁽³⁴⁾大幅財政赤字が長期間続くとの見方が強まり、これが今後も同国の長期金利高水準持続との市場観測を生んで、米ドル相場上昇に拍車をかけた。

こうした状況のもとで、本行は、57年3月半ばごろから秋口まで海外高金利とそれを主因とする円安の進行に対処して短期金融市場における資金需給の調節をやや引締めぎみに運営し、短期市場金利の上方誘導を図った。これがいわゆる「短期市場金利の高め誘導」と呼ばれるものである。この措置が実施されたのは、57年3月半ばごろの金融市場で季節的な資金余剰期を控え短期金利先安感が著しく強まり、これが債券市場にも影響を及ぼして債券流通利回りも急落する状況にあったため、金利先安感の行き過ぎが内外金利差の拡大予想を通じて円安をさらに加速する事態を回避する必要があるという本行の判断によるものであった。⁽³⁵⁾この短期市場金利の高め誘導により、図4-1に示すように短期市場金利は金融緩和期としてはやや高めに推移した。コール・手形売買レートは56年12月の公定歩合引下げ後6%台になっていたが、57年3月ごろから上昇に転じ、ピーク時（57年8月）にはコール・レート（無条件もの、出し手レート）7.4375%、手形売買レート（2か月もの、買い手レート）7.375%の水準に達し、春先以降1%程度の上昇を示した。

この短期市場金利の高め誘導については、学界の一部で、「金融政策を、国内の物価・景気の安定にではなく、円安対策という為替レート操作に割り当てたものであり、不適切な『政策割当』であったといわざるをえない」という批判がある。⁽³⁶⁾もっとも、このときの本行の短期市場金利の高め誘導についての考え方は、国内の物価・景気の安定と円安防止をそれぞれ別個の目標として、後者に金融政策を割り当てたというよりは、円安の行き過ぎ防止が国内経済にとっても好ましい効果を及ぼすことを期待したものであり、さらにその際、直接的には市場における金利先安感の行き過ぎを回避するという多分に心理的效果をねらったものであった。円安は当時のわが国経済にとって大きなマイナス要因になるとの本行の認識は次のような諸点に基づくものであった。第1に、円安は物価上昇要因であり、国内需給が緩んでいてホームメイド・インフレーションに波及しなくても輸

図 4-1 短期市場金利の推移



- (注) 1. 公定歩合は商業手形割引歩合。
 2. コール・レートは出し手レート、中心レートの月中単純平均。
 3. 手形レートは買い手レート、月中単純平均。
 4. 現先レートは平均。
 (出所) 前掲『経済統計年報』。

入物価の上昇は不可避である、また、交易条件の悪化、つまりわが国の輸出価格が輸入価格にくらべ相対的に下落するという形で、産油国の原油値上げのときと同様の海外への所得移転が生じ、国内経済へのデフレ的影響を及ぼすことになる、第2に、円安が企業収益に及ぼす効果についてみても、円安は輸入依存度の高い素材産業の収益にはマイナスに働く一方、輸出比率の高い加工業種にはプラスに作用するが、前者については現在構造的な不況業種が多いので、いっそう景況

感を暗くする一方、後者については収益好転をもたらしても、予想外の円安差益によってたとえば設備投資の積極化を図るといった基調的な経営積極化への寄与は期待しがたく、産業全体としてもマイナスの効果を及ぼす公算が強い、第3に、過去においてはみられた円安による輸出数量増という総需要増大効果は、海外不況の長期化や多品目にわたる輸出規制等から多くを期待しえない状況にある、第4に、既述のような海外からの円安への強い不満があり、これは無視できるほど簡単な問題ではない、といった諸点であった。⁽³⁷⁾

本行の短期市場金利の高め誘導実施後、円安のテンポは鈍化したが、前述したように、夏以降メキシコ、アルゼンチン、ボリビア等の中南米諸国を中心に対外債務返済の繰延べに追い込まれる先が相次ぎ、⁽³⁸⁾いわゆる国際金融不安が表面化するに至り、世界的なドル選好が強まったため、アメリカの金利低下にもかかわらず、再び円安テンポが加速されていった。こうした状況のもとにおいて、この高め誘導が、同措置がなかった場合にくらべどの程度円安を防止しえたかを客観的に把握することは、もともと同措置が金利先安感を防止するという多分に心理的効果を直接のねらいとしたものだけに、極めて評価困難なものであり、一部で主張されているように「なんら効果がなかった」⁽³⁹⁾と断定することは困難であろう。反面、この措置が、当時の海外情勢のもとでの国内の短期金融市場金利水準の在り方についての本行の考え方が市場に浸透したという効果はあげたものの、高め誘導による円安への対処には限界があった⁽⁴⁰⁾ことも否定できない。

しかし、いずれにせよ、昭和57年に浮き彫りにされた金融政策の直面したより基本的な問題は、財政政策が財政再建の推進という重要な国民的課題のもとで、景気政策として果たしうる機能に制約が加えられているなかで、変動相場制が経常国際収支均衡化の機能を十分に果たすことができず、経常収支大幅黒字下の円安と景気停滞持続といういわば内外ジレンマが現出し、金融政策の運営を強く制約したことであろう。またこのほかにも既述のように、国債発行残高の巨額化に加え、従来政府が目標としてきた59年度赤字国債依存脱却が困難となり、先行き当分の間国債の大量発行が続かざるをえまいとの予想が強まったこともあり、57年には、長期金利高止まり現象が一段と明白になり、金融政策の効果をかなり制

約するに至ったという問題も生じた。⁽⁴¹⁾

国際通貨制度の改正

国際通貨制度について一言すると、前述のように1973年2月～3月に主要国通貨が変動相場制に移行し、この結果第2次世界大戦後四半世紀にわたって存続した固定平価制度、いわゆるブレトン・ウッズ体制は完全に崩壊するに至ったが、これより先1972年7月のIMF総務会決議に基づき設立された国際通貨制度改革および関連事項に関する委員会（いわゆる20か国委員会、C-20）は、動揺する国際通貨制度再建のため、①国際収支の調整過程、②介入と決済、③国際流動性のコントロールと海外にあるドル残高の流動化を防止する方法、④発展途上国への実物資産の移転、など多岐にわたる問題についてそのあるべき姿の検討を開始し⁽⁴²⁾た。そして、2年間の検討の後、1974年6月、同委員会は為替相場制度については、安定的な、しかし調整可能な平価制度を為替相場制度の基礎とし、IMFの承認のもとに平価の変更を行うが、特別の場合、一定の条件のもとに変動相場制度の採用を認めることにする趣旨を織り込んだ「通貨制度改革概要」を発表し⁽⁴³⁾た。しかし、前年10月以降の第1次石油危機の発生とその後の世界的インフレーションの高進、世界的な景気後退、国際金融市場の混乱といった事態は、もはや恒久的な国際通貨制度のグランド・デザインを構築することを不可能にし、むしろ世界経済の混乱への対処、オイル・マネーのリサイクル問題といった当面の諸問題や、主要国の変動相場制移行という先行している現実の事態に対し固定平価制度を規定しているIMF協定をどう改正していくかといった現実の諸問題が緊要な課題となってい⁽⁴⁴⁾った。そして、その後アメリカとフランスの間で、いわゆる「神学論争」あるいは「哲学論争」と呼ばれる、IMF改正協定に為替相場制度をどのように規定するかをめぐる論争が行われた。フランスは改正協定に、将来の固定相場制度への復帰を明記すべきであると主張する一方、アメリカは固定相場制にするか変動相場制にするかは各国の自由に任せるべきであるとし、両者の主張が対立した。この問題については1975年11月のランブイエ主要先進6か国首脳会議（第1回サミット）で両国の歩み寄りが図られ、翌1976年1月のジャマイ

かで開催されたIMF暫定委員会で、その他の事項も含め協定改正内容についての実質的な最終合意に達した。こうして決着をみたIMF改正協定における国際通貨制度に関する規定の要点としては、金の公定価格を廃止する一方、SDRを国際通貨制度の主要準備資産とすることを目的に各国が協力することにし、為替相場制度については、各国に選択する権利を認めることになった。⁽⁴⁶⁾ IMF改正協定は、その後各国の批准手続を経て1978年4月1日に発効し、ここに変動相場制が正式に国際的に公認されるに至った。⁽⁴⁷⁾ また、わが国は、これに先立つ昭和51年5月に「国際通貨基金協定第二次改正」案の国会承認を受け、翌6月閣議において受諾を決定、同月18日批准書を寄託するとともに、この間必要な国内法の改正措置を講じた。⁽⁴⁸⁾

- (1) 日本銀行調査局「海外経済の回顧と展望」(前掲『調査月報』昭和56年1月号)2ページ、日本銀行調査統計局「海外経済の回顧と展望」(同、昭和56年12月号)4ページ、同局「海外経済の回顧と展望」(同、昭和57年12月号)2～5ページを参照。
- (2) 上掲『調査月報』昭和49年6月号、46ページを参照。
- (3) 上掲『調査月報』昭和49年7月号、64ページを参照。
- (4) 日本銀行保有資料。
- (5) 同上資料。
- (6) 日本銀行調査統計局「海外経済の回顧と展望」(前掲『調査月報』昭和57年12月号)11～13ページ、26～29ページを参照。
- (7) 日本銀行保有資料。1982年9月4日のIMF総務会暫定委員会コミュニケ(前掲『調査月報』昭和57年10月号、54ページ)を参照。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 日本銀行保有資料。大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第8回大蔵省国際金融局年報』昭和59年版、金融財政事情研究会、昭和59年、33～34ページ、39～40ページ。なお増資については当初610億SDRから900億SDRに拡大を予定していたが実際には892億SDR(増資率46%)にとどまった。
- (10) 前掲『調査月報』昭和56年5月号、76ページ。
- (11) 日本銀行保有資料。
- (12) 大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第6回大蔵省国際金融局年報』昭和57年版、金融財政事情研究会、昭和57年、74～75ページ。
- (13) 同上、74～75ページを参照。
- (14) 同上、75ページを参照。

4. 金融の国際化と国債大量発行下の金融緩和政策

- (15) 同上、75ページを参照。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) 当時の国民所得統計速報では約7年ぶりに前期比マイナスを記録した。日本銀行調査統計局「昭和56年の金融および経済の動向」（前掲『調査月報』昭和57年5月号）2ページを参照。
- (18) 日本銀行調査統計局「昭和57年の金融 および 経済の動向」（上掲『調査月報』昭和58年5月号）7～9ページ。
- (19) 日本銀行保有資料。
- (20) 前掲『調査月報』昭和56年11月号、68ページを参照。
- (21) 上掲『調査月報』昭和56年12月号、71ページを参照。
- (22) 同上、71ページを参照。
- (23) 日本銀行保有資料。昭和56年9月30日付『日本経済新聞』を参照。
- (24) 昭和56年12月19日大蔵省告示第162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」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和57年1月号、34～35ページを参照。
- (25) 昭和57年1月12日公布政令第4号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」。
- (26) 前掲『調査月報』昭和57年1月号、36ページを参照。
- (27) 上掲『調査月報』昭和56年12月号、1ページ。
- (28) こうした考え方は前年公定歩合の第1次引下げ（0.75％）が行われたばかりの時点における前川総裁の定例記者会見の席上でもすでに表明されていた。すなわち、昭和55年10月23日の記者会見において、同年2月、3月の公定歩合引上げ（通計引上げ幅2.75％）は異常事態に対処したものであるから、少なくともこの分だけ公定歩合を引き下げないと異常事態を解除することにはならないとの有力意見があるが、どう考えるかとの質問に対し、前川総裁は金利水準はそのときどきのインフレ率や企業の収益率、あるいは国際的な金利水準等との関連で考えられるべきものであり、単に過去の引上げ分を戻せば適正な水準になるといったものではないと述べている（日本銀行保有資料）。
- (29) 前掲『調査月報』昭和56年12月号、2ページ。
- (30) 日本銀行保有資料。
- (31) 日本銀行保有資料。
- (32) 同上資料。
- (33) 日本銀行保有資料。
- (34) 前掲『調査月報』昭和57年3月号、54～55ページを参照。
- (35) 前掲「昭和57年の金融および経済の動向」22～23ページ。
- (36) 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、431ページ。

第6章 変動相場制下の金融政策

- (37) 前掲「昭和57年の金融および経済の動向」3～5ページ、和栗俊介「すぐれて実践的なドル高下の金融政策」(昭和58年12月29日付『日本経済新聞』)を参照。
- (38) 経済企画庁『昭和57年版世界経済白書』大蔵省印刷局、昭和58年、275～279ページを参照。
- (39) 小宮隆太郎「金融・為替政策の誤りを正す」(昭和58年11月21日付『日本経済新聞』)。
- (40) 前掲「昭和57年の金融および経済の動向」24ページ。
- (41) 同上、5ページ。
- (42) 日本銀行保有資料。なお速水優『変動相場制10年―海図なき航海』東洋経済新報社、昭和57年、116～117ページを参照。
- (43) 前掲『調査月報』昭和49年7月号、72～73ページを参照。
- (44) 日本銀行保有資料。なお前掲『変動相場制10年―海図なき航海』122～124ページを参照。
- (45) 日本銀行保有資料。なお藤岡真佐夫『新展開する国際金融』金融財政事情研究会、昭和52年、83ページを参照。
- (46) 詳しくは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、227～228ページを参照。
- (47) 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、33ページ。
- (48) 同上、33～34ページ。なお「国際通貨基金協定第二次改正」は改正案の発効後の昭和53年4月4日に条約第4号として公布された。