

IMF 14条国期の日本銀行金融政策

——内外資本移動規制の推移と人為的低金利政策の変容——

一ノ瀬 篤

序

IMF 14条国期（1952-1964年）には5度の金融引締めが行われている。このうち、1953-1954年、1957年、1961年、1963-64年の4度の引締めについて⁽¹⁾、その段階的な変容のあり様を観察することが本稿の課題である。作業の意義については別稿⁽²⁾で述べるが、さしあたり、従来の代表的文献は、戦後復興期終了後1970年代に至るまでの金融政策が、ほぼ5年刻みで明確に変容を遂げている事実を明らかにしていないことを指摘しておきたい⁽³⁾。

本稿で検討する14条国期についても、1953-54年引締め、1957年引締め、

(1) 1959年の予防的引締めはこの時期の引締めの特徴を示すものではないので、紙幅制限のため、割愛する。同じく紙幅制限のために統計表等も割愛した。

(2) 拙稿「IMF 8条国移行後の日本銀行金融政策：1965-1970年—経済体質の変化と人為的低金利政策の変質—」（本誌、第25巻4号）

(3) 戦後金融政策史に関する理解において指導的な役割を果たしてきた鈴木淑夫氏の諸著作は1955年から1970年（または1973年）までを一括して考察している。（鈴木淑夫『日本経済と金融—その転換と適応—』東洋経済新報社、1981年。同「戦後金融政策の役割とその効果」『週刊東洋経済』1991. 5. 11。同『日本の金融政策』岩波新書、1993年）日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』〈以下では『百年史』と略記〉第5巻（1985年）、第6巻（1986年）は昭和28-34年、昭和30年代後半、昭和40年代前半というようにほぼ5年毎に金融政策の時期を区分しているが、各段階の特質は明らかでない。

1960年代前半の引締めはそれぞれ相互にかなり明確に異なる。1960年代後半の引締めはこれらに比べてさらに明確な、質的とも言える相違を示している（上記別稿参照）。この段階的変容は、少なくとも戦後金融政策史の観点からは、重要な論点であろう。

この時期には日銀は「人為的低金利政策」と呼ばれる金融政策運営の方法⁽⁴⁾を採っていた。人為的低金利政策の変容は何よりも内外資本移動規制政策の推移とそれと結び付いた外貨準備政策に規定されていた。国際資本移動との関連で金融引締め政策を考察するという視点は、「内外資本移動は規制のために遮断されていた」という認識⁽⁵⁾が浸透していたためか、従来、欠落していた。そしてこの視点の導入は、相当に重要な事実認識の是正をもたらすと思われる⁽⁶⁾。これが副題のゆえんである。

-
- (4) 人為的低金利政策という概念は複雑で規定が困難である。抽象的には「法的手段によって金利水準を自然な水準（均衡金利）以下に引き下げる政策」と言えるが、戦後日本の人為的低金利政策を論じるには、この規定では一般的に過ぎて役に立たない。本稿では「日銀による人為的低金利政策」を「銀行業を含む諸産業の支援・育成のために、また財政負担軽減のために、法的手段によって公定歩合、銀行貸出金利、長期金利、預貯金金利などの主要金利が自然均衡水準以下の水準に維持されている状況を基礎として、日銀が執り行ってきた金融政策運営の型」と規定しておく。
- (5) 「金融政策の有効性を支えていた諸条件……最後に見のがすことのできない条件は、日本経済が嚴重な為替管理によって、海外の金融市場から遮断されていたことである。……国際的な資本流出入によって効果が中和されることはないうえ、国際的な資本流出入に対する影響を配慮することもなしに、もっぱら国内の有効需要調節に有効な手段のみを追求することができたということ」（鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年、273頁）
- (6) この視点からの研究に、大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』（東洋経済新報社、1992年）〈以下では『財政史 12』と略記〉はすこぶる有用である。山本栄治「IMF 14条国時代の内外資本移動規制」（『甲南経済学論集』第33巻2号、1992年9月）、「IMF 8条国時代の内外資本移動規制」（『証券経済』第184号、1993年6月）は、内外資本移動規制の段階的変容を明らかにしている。なお、田中生夫、中島将隆、山本栄治、一ノ瀬篤の4名は戦後日銀金融政策史の共同研究にとり組んでおり、山本が「内外資本移動規制政策の推移」を、一ノ瀬が「内外資本移動規制政策の推移と日銀金融政策」を担当している。

人為的低金利政策の変容という場合、本稿では引締め延引、信用割当の強度、に焦点をを当てる。信用割当（とくに「日銀一市銀」段階のそれ）の強度を測ることは困難であるが、日銀の貸出抑制の結果として表れるコール・レートの高騰は一つの重要な指標である。そこで、コール・レート水準の推移に注目する。なお、引締めの段階的変容には直接には関連しないが、当該期を通じる人為的低金利政策の一つの特質として公定歩合の長期傾向についても簡単に考察する。

(1) 1953-54年引締め（いわゆる「金融政策の復活」）

この引締めでは公定歩合（最低貸出歩合）の引上げは行われず、かわりに高率適用制度が強化された。併せて窓口規制が発動され、貿易金融の見直し（輸入優遇金融の縮小と輸出優遇金融の促進）が行われた⁽⁷⁾。経常国際収支の赤字は1952年の7月から始まっていたが、引締めの発動は遅れ、ようやく1953年9月の窓口規制実施で開始された。この引締め時には政府・日銀間の衝突は無かった模様である⁽⁸⁾。財政緊縮姿勢も金融引締めとほぼ同時に表れている⁽⁹⁾。

政府（開発銀行が窓口）は外貨準備の急減を防ぐために、世銀借款（対電

(7) 引締めの詳細については、日銀「金融引締め政策の概要並に効果について」1953年11月、同「昭和28-29年の金融引締めとその効果の浸透過程」1957年8月（ともに『日本金融史資料 昭和統編』第9巻、1981年、所収）。要約的には「金融引締め政策の一か年」（『エコノミスト』1954年10月2日）、一ノ瀬篤「金融政策の復活」（本誌、第23巻3号、1991年12月）など参照。

(8) 少なくとも一万田総裁は引締めの早期発動姿勢をとっていなかった（吉野俊彦『私の戦後経済史』至誠堂、1965年、80頁）。『百年史』第5巻は、この頃は政府、日銀ともにアメリカの保護下にある意識から脱却できず（国際収支不均衡は正意識の弱化）、そのため引締めへの取組が遅れたとしている（447頁）

(9) 政府は10月に、通貨価値安定を政府政策の中心とする旨、声明し、翌1月には緊縮予算案大綱を決定した。

力会社：計約4000万ドル）を導入したり、IMF からポンドを買い入れたり（計約6000万ドル）した。また日銀もワシントン輸銀と第2次、第3次の綿花借款を締結した（計約1億ドル）⁽¹⁰⁾。これら公的借款は経常赤字（1952年第3四半期から1954年第2四半期までの赤字期累計約4億7000万ドル）⁽¹¹⁾の補填にかなり貢献したが、その半分以下にとどまり、かつ1952年、1953年ともに長期資本収支が相当な赤字を計上したので、結局、外貨準備は1953年には約1億6000万ドル、1954年には約9000万ドル減少せざるを得なかった⁽¹²⁾。この時期には1960年からの池田内閣期と異なって、民間外資流入規制を緩和してこれを外貨準備減少防止策に利用するという姿勢はなかったのである⁽¹³⁾。

引締めはこのような背景のもとに行われ、経常国際収支の黒字回復には速やかな効果をもたらした⁽¹⁴⁾。引締めの効果は何よりも輸入金融の優遇度の是正によるところが大であったと思われるが⁽¹⁵⁾、これと並んで高率適用制度の強化が重要だった。日銀は事実上の優遇金利であった低利適用限度額を1953年10月1日以降大幅に縮小して貸出の過半を第二次高率に追い込んだ。また翌3月1日に第二次高率を引き上げた。第二次高率は当時三本立てになっていたが、そのうち最も低い再割引適格商業手形担保貸付の利率が2銭

(10) 世銀借款、綿花借款の詳細は「ワシントン輸出入銀行の綿花借款」1951年12月（『日本金融史資料 昭和統編』第13巻、1983年、所収）、「電力借款の意味するもの」、「借款交渉の問題点を衝く」、「外資導入の功罪を衝く」（『エコノミスト』1953年10月31日、1954年7月24日、1954年12月4日）

(11) 大蔵省編『財政金融統計月報』36号（1953年）93頁、46号（1954年）20、23、85頁、50号（1954年）91頁、55号（1955年）46頁

(12) 『百年史』資料編、1986年、338頁

(13) この時期の政府の安定・健全主義の色彩は当時の小笠原蔵相の数次の演説に表れている（とくに第8回全国銀行大会演説。その他にも第7回全国銀行大会、第16、第19、第20回〔臨時〕国会演説：『第3回、第4回銀行局金融年報』昭和29年、30年）

(14) 大蔵省『第4回銀行局金融年報』昭和30年版、4頁

(15) 吉野俊彦『わが国の金融制度と金融政策』至誠堂、改訂版1967年、第5章。一ノ瀬篤「金融政策の復活」（前掲）

1厘から2厘引き上げられて2銭3厘となり、銀行貸出金利に対して2厘ほど逆ザヤになった⁽¹⁶⁾。

コール・レートは日銀の統制下にあり、1954年2月には2銭（無条件物、以下断わりの無い場合は同じ）だったので最低公定歩合1銭6厘よりは高かったが第二次高率の最低値を1厘下回っていた。3月1日からは後者が2厘引き上げられたので両者の開きは3厘になったが、月末にコール・レートも2厘引き上げられて1厘の開差に戻った。

日銀統制下の第二次高率とコール・レートは引き上げられたが、臨金法の預金金利・貸出金利の上限引上げは行われなかった。第二次高率がコール・レートや銀行貸出法定上限金利を上回るように設定されたので金利機能が活用されたかに見えるが、後の両者が統制されていたのであるから、基本的には自由な金利メカニズムに依拠した引締めではなかった。

1957年以降の「信用割当」主軸型の引締めと比べると、優遇手形のみならず日銀一般貸出についても極端な優遇金利（名称上の公定歩合は事実上これだった）が用いられていた、また優遇手形制度の形で質的統制が行われていた、という二点を利用して引締めを行ったところに特徴がある。その意味では統制的な色彩のいっそう強い引締めであった。なお、「低利適用限度額」を急激に縮小したことは、限度内の貸出に強烈な信用割当が行われたということに他ならないが、第二次高率がコール・レートを上回っていた結果、それも見えにくくなった。

その後1955年に新木総裁下の「金融正常化」で公定歩合（最低貸出歩合）が4厘引き上げられて2銭になり、名実ともに公定歩合となって、高率適用制度は例外化の道を歩み始めた⁽¹⁷⁾。金利機能も部分的にはあるが、活働き

(16) 詳細は『百年史』第5巻、450-453頁

(17) 高率適用制度の小史については一ノ瀬篤「昭和20年代の日銀政策（I）」（本誌、第23巻1号、1991年6月）、同「1955年の『金融正常化』と1957年の公定歩合引き上げ」（本誌、第23巻4号、1992年2月）を参照。

れるようになっていく。もっとも、その後の金融政策運営の中心手段が信用割当であったことは周知の通りであり、この点は以下でも明らかにする。

(2) 1957年引締め

1957年引締めにおいては、公定歩合が金融政策の看板として復活し、金融引締めは量的手段を中心とするようになった⁽¹⁸⁾。しかし、他方では公定歩合は再び明確にコール・レートよりも低位に位置づけられ、これがその後の日銀金融政策運営の基盤となる⁽¹⁹⁾。具体的にみよう。

引締めは、経常収支が1957年1月から赤字を計上し始めたことを契機にしていた⁽²⁰⁾。前回引締め同様、まだ特筆するほどの外資流入規制緩和はなかったため、公的借款を別とすれば⁽²¹⁾、経常収支赤字を補填するために外資に頼ることが出来ず、政府も日銀に比較的早めの引締めに許さざるをえなかった。もっとも、当時の蔵相池田勇人は容易に公定歩合引上げに同意せず、新

(18) もっとも、貿易関連の質的金融調整はこの時も、またこれ以降の金融引締めでも、程度を異にしながら引続き用いられている。

(19) 鈴木淑夫は1957年引締めにかんして次のように論評している。「このように公定歩合の水準は、かつての第二次高率金利に比較すると低く、日銀貸出に対する需要超過は著しく大きくなった。都市銀行に対する日常の『資金繰り指導』によって『信用割当』の強さを調節し、さらに都市銀行の『貸出額を査定する』という30年代以降の貸出政策は、このような状況のもとで、始まったものである。」(鈴木, 1974年, 175-176頁)氏は引上げ後の公定歩合がかつての第2次高率2銭6厘よりも低い点に注目しているが、同様の事は公定歩合とコール・レートとの比較にも該当した。

(20) 1957年第1四半期の経常赤字は1.84億ドルだった。経常赤字は第2四半期3.33億ドル、第3四半期3.04億ドルと続き、第4四半期に0.31億ドルの黒字に復帰する。原因は貿易赤字であり、長短資本収支(この時期には「金融勘定」のうちの為銀部門収支を含んでいた)は1957年全体で黒字だったがその大きさは1.15億ドルに過ぎず、到底経常赤字を相殺しえなかった(『百年史』第5巻, 488頁。同, 資料編, 1986年, 346-347頁。『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1966年版, 77, 93, 104頁)

(21) 日銀はIMFから1.25億ドル、ワシントン輸出入銀行から1.15億ドルの借款獲得に成功したが(『百年史』第5巻, 500頁)、経常赤字補填には不十分だった。

木総裁の後をついだ山際総裁は交渉に大いに苦勞した⁽²²⁾。しかし、上の事情から政府も結局は早期引締めを認めざるを得ず、6月には財政面の引締めも発動された。公定歩合は3月20日に1厘、5月8日に2厘引き上げられ、その結果おのおの2銭1厘及び2銭3厘となった。コール・レートは3月前半には2銭2厘程度だった⁽²³⁾。公定歩合をコール・レートに対してペナルティ・レートとはしない政策が採られたことは明かである。そして公定歩合の水準については、この型がその後定着したのである。

このような金利パターンの下で引締めを敢行するためには、信用割当が必然的に要求される。この時にはその強度が大であった（上にも一言したが、この重要な一因は、次節で述べる池田内閣期と異なって、外貨準備減少を補填するために短資流入などの便法に頼らなかつたことである）。まず、「日銀一市銀」段階では市銀は「日銀貸し出し適格担保を保有し提供しても、必ずしも借入れの適格性を与えられる状況ではなかつた」⁽²⁴⁾。いわゆる貸出抑制制度が相当に強かつたことが分かる。また、「市銀一産業・商業企業」段階でも厳しい窓口規制が行われた。「営業局では6月の窓口指導に当たり、都市銀行に対し、6月中の貸出は同月中の返済額の範囲内にとどめる（つまり貸出の純増を認めない）とともに、7月—8月については貸出残高を減らすようにという極めて厳しい要請をおこなつた」⁽²⁵⁾。結果的には7、8月ともに絶対額での貸出減少は達成できていないが（大蔵省『第7回銀行局金融年

(22) 『百年史』第5巻、490-497頁。呉文二『日本の金融界』東洋経済新報社、1981年、84頁。

(23) 浅見審三『コール市場の解説』日本経済新聞社、日経文庫、第6版、1967年、151頁。
3月の公定歩合引上げは、抱合せに実施された高率適用制の緩和のために効果が相殺され、引締め効果を失つた。これに折からの財政散超も加わつて、4月のコール・レートは一時的に下落した。

(24) 浅見、上掲書、148頁。大蔵省『第7回銀行局金融年報』（昭和33年版）は、この7、8月に日銀券発行残高が顕著に減少したことに注目している。

(25) 『百年史』第5巻、499頁

報』昭和33年版，12頁），日銀の意図は厳格であった。

以上のような日銀の厳しい信用割当を反映して，コール・レートは空前絶後の暴騰を示した。6月には最高6銭2厘（年利22.63%）を記録している。この頃，日銀のコール・レートに対する姿勢は1955年8月までの「第一次内面指導期」から「第一次自由化期」に入っていた⁽²⁶⁾。

これに対して銀行貸出約定平均金利は2月には2.26銭，4月には2.25銭であったものが，年明けに2.37銭まで僅かな上昇を示した程度で，少なくとも表面的には公定歩合引き上げの影響を殆ど受けなかった⁽²⁷⁾。短期プライム・レート制度はまだ発足していなかった。

他方，「臨時金利調整法」による貸出上限金利も1厘ないし2厘引き上げられ（5月），預貯金金利は非定期性のものが1厘（5月），定期性のものが0.3ないし0.5%引き上げられた（7月）。また長期金利も7月から0.271ないし0.477%引き上げられている⁽²⁸⁾。

大蔵省も日銀も，この時の引締め効果については，実物経済面には速やかにかつ顕著に現れた：早くも1957年第3四半期には，消費者需要と消費者物価を除く全ての指標（輸入，設備・在庫投資，生産，雇用，卸売物価）が，かなり明確な停滞・下落傾向を示した：経常国際収支も早くも第4四半期には黒字に反転した，などと分析している⁽²⁹⁾。実物経済への引締め効果は顕著かつ速やかであったと見てよい。上述の比較的少額の公的借款を除けば，海

(26) しかし，この暴騰の結果，全銀協が自主規制を行う「全銀協自主規制期」（1957年7月—1960年8月）を迎えることとなった。以下，コール市場管理に関する時期区分は上掲の浅見審三著による。

(27) 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1966年版，90頁

(28) 『百年史』第5巻，499-501頁

(29) 「昭和32年度の金融情勢及び金融問題」（『第7回銀行局金融年報』昭和33年版），日本銀行「金融引締め過程における日銀貸出増大の意味」，「引締め下の市中貸出の動向について」（『調査月報』昭和32年8月，昭和33年3月）。『百年史』第5巻もほぼ同様の見方をしている。

外からの資金流入には見るべき程のものがなかったことを思えば、当然と言えよう。

(3) 1960年代前半の引締め

① 1961年引締め

この引締め時の経常収支赤字は1961年1月から始まり、翌年の6月まで18ヶ月間続いた。この間の累積赤字は約13.8億ドルにのぼった⁽³⁰⁾。しかし、政府は、1961年4月に窓口規制を開始して本格的引締めの機会をうかがっていた日銀に対して、なかなか公定歩合引上げの同意を与えず、引上げは7月22日にずれこみ、しかも引上げ幅は僅か1厘であった。

経常収支における巨額の赤字累積にもかかわらず政府が引締めに延引できた一つの原因は巨額の公的借款（発動せずに済んだ IMF のスタンダード・バイ・クレジットを除いても、1961年6月から翌年1月までに少なくとも4.3億ドル）を締結し得たことである⁽³¹⁾。もう一つの一層重要な原因は1960年4月以降、同年中に様々な内外短期資本移動規制の緩和が行われ⁽³²⁾、これによって1961年だけでも7.5億ドルの短資が為銀に流入したために（『百年史』第6巻、248頁）、外貨準備が、巨額の経常赤字の割には減少しなかったからである。外貨準備は1960年末には18.2億ドルだったが、上記の巨額な累積経常赤字にも拘らずボトムの1961年末に14.9億ドルを維持している（純減は僅々3億ドル強）。

以下のような当時の大蔵省幹部の言明を見ると、事前的にはともかくとして、少なくとも事後的には、所得倍增計画に集約される高度成長路線を敷設

(30) 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1966年版、104、120頁

(31) 『百年史』第6巻、46-47頁

(32) 内容は山本栄治、前掲論文、『財政史 12』参照。

するために、国際収支の天井を高めるべく、たとえ短資であっても流入するものはこれを利用するという政策的な意図があったことが明かである。

「資本収入の増大の原因は、主としてユーザンスの拡張と自由円預金の受け入れにあり、内外金利差が存在し、かつ、わが外貨資金の外銀に対する預託の継続される限り、その引き上げを心配する必要はなく、また政策的にこれを増加させることさえ可能なのである。したがって、経常収支が悪化したからといって、国際収支全体を憂うことは早計であり、わが経済力の充実と外貨資金の蓄積量にかんがみ、外貨危機の再来を今から騒ぐには当たらない。わが経済政策当面の課題は、依然として所得の倍増と対外競争力の強化にあり、為替行政も全力を挙げてその支援に努め、為替面からこれをチェックするようなことは、なんとしても避けなければならない。」(1961年3月、渡辺誠大蔵省財務調査官発言：『金融財政事情』1961年3月27日号、18頁。『財政史 12』99-100頁も、この渡辺発言をもって政府の短資流入歓迎姿勢を指摘している)

それでも外貨準備は1961年中減り続けたので、日銀は政府に要請して9月29日に追加的な1厘引き上げを実現した。この時は日銀の2厘引き上げ要求に対して、政府は準備預金の準備率引き上げと高率適用制の強化を条件に引き上げ幅を「値切って」1厘にとどめた⁽³³⁾。

公定歩合は結局、2度の引上げで2銭になったが、引上げ前の7月上旬にはコール・レート（無条件もの）は2銭5厘程度であった⁽³⁴⁾。引上げ幅はおよそコール・レートとの開差を埋めるようなものではなかったことがわかる。

なお、1957年の3厘引上げ後、公定歩合は実質上、4度にわたって5厘引き下げられていた⁽³⁵⁾。通計すると1957年引上げ前より2厘低い1銭8厘とい

(33) 『百年史』第6巻、45頁

(34) 浅見、上掲書、167頁。

(35) つまり、1959年12月に予防的引締めとして1厘引上げ、翌年8月に1厘下げているので、これを相殺除外。

うのが今回引上げ前の状況であった。

上に見たような公定歩合の引上げ方では日銀には資金需要が殺到し、日銀としては貸出抑制を行わざるを得ない。この時の抑制制度を知るすべはなかったが、公定歩合の2度目の引上げ後の11月にコール・レートは4銭2厘の高値を記録している。これを見るとかなり厳しい信用割当が行われたことが推測できる。しかしそれでも1957年引締め時の6銭2厘に比べると、かなり穏やかになっている。

このころのコール市場は先述（脚注26）の「全銀協自主規制期」（1957年7月—1960年8月）から「実勢金利期」（1960年8月—1961年12月）に入っており⁽³⁶⁾、日銀はとりたててレート引下げ指導を行ってはいなかった。

窓口規制はどうだったか。当時の日銀『調査月報』（昭和32年5月）、大蔵省『第11回銀行局金融年報』（昭和37年版）を見ると、1961年第4四半期には貸出「増加」額が前年同期に比べ15%、1962年第1四半期には前年同期に比べ28%減少しており、両当局はこれを引締め効果の現れと評価している。絶対額での減少を目指した1957年引締めに比べると規制は緩やかである。この意味では窓口規制は「激烈であった」とは言えない。上記の日銀段階の貸出抑制と併せて、中程度の強度の信用割当が行われたと言わざるべきだろう。

銀行貸出約定金利は引締め前の6月に2.16銭、公定歩合引上げ後の逼迫期の高値が2.24銭であった。1959年3月以来、すでに短期プライム・レート制度が作動していたので⁽³⁷⁾、短プラは公定歩合に連動して2厘上がっていたが、貸出約定金利の動きはこれに比べてはるかに鈍い。他方、この引締め時

(36) 浅見，前掲書，162-171頁

(37) その少し前の1958年6月から全銀協は貸出「上限」金利（貸出種類毎に数種ある）を公定歩合と連動させる方式を採用していた。短期プライム・レート制度はこれに挿入されたもので、一流企業への優遇金利（標準金利）をあらたに定め、これを公定歩合と連動させることにした。従来の諸自主規制上限金利も存続したが、公定歩合との直接連動は短プラに担われることになった。（日銀金融研究所『わが国の金融制度』1986年，208頁。『百年史』第5巻，565頁）

には預貯金、長期金利の引上げは行われなかった。

実物経済面への効果については、当時の日銀、大蔵省文書（上掲）がともに、少なくとも年内は効果が看取できず、越年後ようやく諸指標の鎮静が見られはじめた、としている。経常国際収支の黒字回復は1962年7月であった。公定歩合第一次引上げ後、1年が経過している。引締め効果はあまり速やかとは言えない。

② 1963-64年引締め

前回の引締めでは、端的には経常収支赤字が短期外資流入によって補填されたために発動が延引され、引締め強度も、とりわけ引上げ幅に関しては、緩和されたのだった。その後、短資の急流入に各種の規制が加えられることになった⁽³⁸⁾。この結果、短資流入は概して増加を続けたものの、1960-61年のような急増は見られなくなった。1963-64年引締め時には、池田内閣は今度は長期資本の導入をもって経常収支赤字の補填をはかり、これによって前回以上に徹底的な引締め延引策を採った。

この長期資本導入は折から IMF 8 条国への移行が課題になっていたところから、長期資本導入規制緩和が必要となっていたので⁽³⁹⁾、これを利用したのである⁽⁴⁰⁾。この引締め時には経常収支の赤字は1963年の1月から始まっていた。この年の経常赤字は、日銀ベースでは約7.8億ドルであった⁽⁴¹⁾。引締めは赤字開始後ほぼ1年経った同年12月、準備預金制度の準備率を非定期性預金についてのみ2倍に引き上げることから始まった。ついで年明けの1月

(38) 山本栄治、前掲論文、前掲『財政史 12』参照。規制手段には大蔵省が主体となるものもある（外貨準備金、現地貸付規制制度など）。

(39) 具体的には、期間3年以上金額30万ドル以下の借入れの自由化（日銀限りの許可とする、1960年）、外資審議会が審査基準を消極要件主義に変更したこと（1961年5月）、株式会社元本送金の原則自由化（1963年3月）、運転資金のための中期外貨ローン導入（1963年3月）など。（『財政史 12』第2章 第4節）

に「新」窓口規制⁽⁴²⁾が開始され、3月によりやく公定歩合が2厘引上げられた。

日銀が前年の7月ごろから危機感を強めていたにも拘らず、政府がこのように引締めを延引できたのは、上述のように長期資本の流入があったからである。1963年と1964年を合わせると、13億ドル以上の長期資本が流入した⁽⁴³⁾。

公定歩合は3月18日に2厘引き上げられて1銭8厘となった。前回には2厘の引上げが行われたが、その後4度にわたり4厘引き下げられたので、引上げ前の公定歩合は1銭6厘になっていた。これに対して3月のコール・レートは2銭4厘から2銭5厘の間で動いていた⁽⁴⁴⁾。この時も公定歩合の引上げ幅はおよそコール・レートとの開差を埋めるようなものではなかった。

銀行の短プラは同幅だけ連動して引き上げられたが、預貯金金利、長期金利は引き上げられていない。銀行貸出約定金利は公定歩合引上げ前に2銭1厘程度だったものが10月の高値時でも2銭1厘9毛ほどに上昇したに過ぎない⁽⁴⁵⁾。ここでも貸出金利は、少なくとも表面上、非常に粘着的である。

信用割当の状況はどうか。コール・レートの動きを見ると貸出抑制はさほど厳しかったとは見えない。すなわちコール・レートは公定歩合引上げ後、

(40) 長期資本流入規制緩和が経常赤字補填に意図的に用いられたことは、田中角栄蔵相の財政演説から分かる：「国際収支につきましては、経常収支を均衡させることが望ましいのでありますが、当面、国内資本の不足を補い、国際収支の波動に対処する準備を手厚くするためには、引き続き優良な安定外資の秩序ある導入をはかることが必要であると存じます」（1964年1月21日の第46国会：大蔵省『第13回銀行局金融年報』昭和39年版、45頁）

(41) 『百年史』資料編、346頁

(42) いわゆる「貸出増加額規制」。内容については、短資協会（武藤正明筆）『わが国短資市場の動向』1988年、11頁、など。

(43) 『百年史』資料編、338、346-347頁

(44) 浅見審三、前掲書、255頁

(45) 『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1966年版、106頁

年内2銭5厘から3銭1厘の間の動きを示している⁽⁴⁶⁾。当時のコール市場は浅見審三によると前記「実勢金利期」に続く「第二次内面指導期」（1962年1月—1962年11月）を経て、「第二次自由化期」（1962年11月以降）にあった⁽⁴⁷⁾。これらを総合すると、日銀段階の貸出抑制は、前回引締め時よりもマイルドであったと推測できる。

窓口規制はどうか。『百年史』第6巻68頁の貸出増加額規制にかんする表を見ると、多少は規制額をはみ出しつつも、ほぼ増加額規制が守られたことが分かる。しかし、前回の場合もそうであるが、対前年比10-22%減という形の目標設定自体、厳しい信用割当とは言えない。また、数値で見ても、前回の場合、達成値から見て目標値が対前年同期比30%程度の減であったと推測されるのに対して、今回は10-22%減になっている。

1963年12月に始まったこの引締めの、実体経済への効果の現れは遅々としており、ようやく1964年10月になって、設備投資、消費支出などに影響が出始めた⁽⁴⁸⁾。それにもかかわらず、経常国際収支は8月から黒字を回復したが、これは長期趨勢としての輸出増加がこの頃から顕著化してきたことの現れであろう。

(4) 要 約

本稿で取り上げた4度の引締めのうち、1961年引締めと1963-64引締めは

(46) 短資協会編『短資市場七十年史』再版、1967年、352頁

(47) 浅見審三、前掲書、176-177頁。但し、浅見はこの自由化を「完全な自由化とみるべきものではありません」としている。短資協会（1988年、9頁）は日銀が1963年2月ごろから再びコール・レート指導に乗り出したとしている。短資業者を通じて日銀がレートに影響力を行使し続けたことが分かるが、同時に、内面指導期ほど強力なものではなかったことも確かである。

(48) 日銀「昭和39年度経済金融情勢の回顧」（『調査月報』昭和40年4月）、大蔵省『第14回銀行局金融年報』昭和40年版

一括して取り扱うことができるが、1953-54年引締めと1957年引締めは60年代前半の引締めとは区別して論じられるべきである。

- ① 1953-54引締め：統制色の強い引締め 目的（外貨準備の回復）において他の引締めと共通しているが、手法において大いに異なる。即ち復興期の統制的な政策運営の色彩を強く残していた。第一に貿易優遇手形制度の手直しが重要な引締め手段になっていた。第二に金利機能はもっぱら高率適用制度によって担われ、その後の引締めにおいてはコール・レートがもっぱら金利機能を担うのと対照をなしている。そしてこの高率適用制度もまた優遇手形制度と深く結びついていた⁽⁴⁹⁾。第一と第二の特色を併せて別の角度から表現すれば、この時期の極端な低金利体系をテコにした引締めだった、ということになる。
- 第三に日銀の信用割当は表面には出ず、高率適用制度の中に含み込まれていた⁽⁵⁰⁾。

- ② 1957年引締め：強い信用割当による「ゲームのルール」的引締め 「内外資本移動規制遮断」下で、外貨準備減少をにらんで引締めを発動し、強い「信用割当」で実効を得たという意味で、高度成長期引締めの通説的理解に最も鮮やかに合致する引締めだった。

第一に外貨準備の減少に反応して、かつ厳しい内外資本移動規制を反映して、発動は速やかであり、政府・日銀の衝突も長引かなかった⁽⁵¹⁾。前回引締めではアメリカ依存意識から脱却できずに発動が遅れた

(49) つまり輸入決済手形、同運賃手形を割引適格から担保貸付適格に格下げして高率適用制度の対象に組み入れる（1954年1月、同10月）一方では、輸出前貸手形を担保貸付の場合でも高率適用免除とした（1954年7月）。なお、1953年2月から発足した「外国為替引当貸付制度」が当初から高率適用制度を免除されていたか否かを説明する文献は見出せなかったが、吉野俊彦（改訂版1967年）94頁を見るとそう理解してよいであろう。

(50) 鈴木淑夫（1974年）は高率適用制度は基本的には信用割当ではない、としている（174頁）。

し、池田内閣期には意図的に発動が遅らされたが、そのいずれとも異なる。

第二に「日銀—市銀」段階でも「市銀—企業」段階（窓口規制）でも厳しい信用割当が行われ、これが引縮めの主力となった。結果としてコール・レートは暴騰して銀行貸出を抑制し、金利機能の主たる担い手になった。併せて軽度ながら公定歩合を始め全面的な金利引き上げが行われた。引縮めの主力は厳しい信用割当だったが、金利の役割も、1953-54引締めや後続の池田内閣期の引縮めに比べれば、やや大きかった。

- ③ 1960年代前半の引締め：資本流入規制緩和を利用して発動の延引された、中程度の信用割当による引締め 高度成長の精神を最もよく具現した「いやいやながらの引締め」である。第一に1961年引締めにおいても、1963-64年引締めにおいても発動は露骨に延引され、公定歩合引上げ幅も政府に「値切られ」て、軽度であった。前者では短資流入規制緩和が、後者では長期資本流入規制緩和がこれを可能にした（「ゲームのルール」回避）。第二に引縮めの主力は前回同様「信用割当」であったが、その強度はさほど強烈なものではない。「日銀—市銀」段階についてはコール・レートの高騰が1957年引締め以来、段階的に下がっているし（ピーク値：1957年22.63%→1961年15.33%→1964年11.32%）、「市銀—企業」段階ではその形態が貸出「増加」額規制で、しかも目標値がさほど厳しくなかったことを想起しよう。金利についても短プラが連動して引き上げられただけで、預貯金・長期金利の引上げは見送られた。
- ④ 公定歩合の長期的な引下げ 14条国時代を通じて、金融緩和期になる

(51) 但し、通説には「発動の速やかさ」は含まれない。鈴木淑夫はむしろ「延引」を強調（鈴木、1974年、275頁）。「発動の速やかさ」は「ゲームのルール」論（香西泰「高度成長期の経済政策」『日本経済史 8 高度成長期』岩波書店、1989年）にはなじみやすいが、必ずしも同じでない。

と必ず数次にわたり公定歩合が引締め時の引上げ幅を超えるだけ引き下げられたことに注目したい。1953-54年引締め時については、第二次高率2銭1厘（1954年2月）を引上げ前の事実上の公定歩合とすると、1957年引締め前には公定歩合が2銭、1961年引締め前には1銭8厘、1963-64年引締め前には1銭6厘であった。順次、見事に下がってきている。

この引き下げが金融市場の実勢に順応したものか、全く政策的なものかの判断は容易でないが、少なくとも、この果敢な引下げが、それなかりし場合（水準維持や引下げ延引）に比べると、金利の低い時期を長くし、この意味で引上げの延引とともに、産業資本に低コスト資金を供給する役割を果たしたことは否定できない。産業への低利資金供給については拘束預金を巡る有名な論争があるが、それをさておいても人為的低金利政策の時間的側面に注目すれば、新たな認識が得られる。

（付記）この研究は甲南大学総合研究所の研究調査助成金を受けて行なった。記して謝意を表したい。