

# 一ノ瀬篤著『固定相場制期の日本銀行金融政策 —金融引締めと為替政策—』

(御茶の水書房, 1995年)

片 山 貞 雄

## 1. はじめに

本書は戦後日本の固定相場制時代(1950—73年, 高度成長期の大半に相当)における日本銀行の金融政策の特質を引締めに絞り, 為替政策の変化と関連させて分析せんとするものであり, この期に関する代表的見解である鈴木(1974)や『日本銀行百年史』(特に第5, 6巻)を真正面から批判する野心的な労作である。

すでに書評も幾つか<sup>(1)</sup>あり, 屋上屋を架すことになるかもしれないが, 本書の特色を示し, 若干のコメントを行ないたい。

## 2. 本書の課題と問題意識

著者自ら指摘するように(ii ページ), 本書の問題意識は(1)何がこの期の日銀金融引締め政策の態様(発動時期, 強度, 手法)を規定していたのか, (2)この期の日銀金融政策を通説(その代表は上記, 鈴木氏の見解: 「厳格な為替管理による内外資本移動遮断」, 「厳しい信用割り当て」, 「实体经济への速やかで明確な効果」をキーワードとする説明(153ページ))のように一色に塗り潰してよいのか, 段階的変容があればどのように把握すべきかという2

点である。この(1)の問題を明らかにすることによって(2)の問題の回答を引き出そうとするのが本書の課題であり、その場合重視すべきは本書の副題が示すようにこの期の為替政策（外貨準備，為替相場，内外資本移動等に関する為替管理）の考察が不可欠であるが，通説を含み一般に取り上げられることが少なく、『百年史』でもほとんど言及されていない。

本書はわれわれがこれまでほとんど検討することなく受け入れてきた通説が1950年代にしか適用できず，60年代に入ってから実態は異なってきたことを一般に入手可能な数多くの刊行物およびこれらに集録された当局者や関係者の発言と統計資料によって裏付け，立証しようとするものである。

### 3. 本書の概要

固定相場制時代の日銀金融政策を IMF 14条国期（第Ⅰ部，第1章—第3章）と8条国移行後（第Ⅱ部，第4章以下）に分けて考察する。

50年代から60年代半ばにかけての日銀金融政策が国際収支（外貨準備の変化）によって規定されたことは広く指摘されているとして考察対象から外し（7ページ），以下上述のように為替政策との関連で日銀引締政策の態様と効果に焦点を当てて分析する。

50年代における引締めは53年と57年のそれである。先ず「金融政策の復活」（第1章）で53年の引締めに検討し，そこでは窓口指導や高率適用制度は副次的で，最も重要であったのは，復興期の輸入優遇政策から輸出優遇政策への転換であり，特に「輸入優遇手形制度の抜本的な厳格化」（27ページ）による輸入金融厳格化の果たした役割が強調される。この意味で53年の引き締めは質的金融政策手段によるものであり、『百年史』（第5巻，第4章）のように量的手段復活というには無理がある，とする（27ページ）。57年の金融引締め（第2章）では，公定歩合は2回引き上げられたが，引締めは主として日銀の厳しい信用割当て（貸出抑制制度の強化と窓口指導の厳格化）を伴う量

的手段である点が53年と異なっているが、实体经济への効果も迅速であった。これら50年代の2回の引締めはいわゆる「ルール」的な引締めであり、厳格な為替管理下で実施され、通説の妥当するケースであった。なお、この信用割当型引締め政策が定着し、「金利（体系）正常化」（第2章補論Ⅰで概説）が遅れた理由を追求している（同補論Ⅱ）。『百年史』その他関連資料を探索することにより、その遅れは(1)日銀内部の自由化思想と統制化思想の対立と(2)かりに前者の立場であっても公定歩合をコール・レートより上位に置くべしという思想が日銀内に定着していなかったことによるのではないかと推測する。もっとも著者は遠慮気味に「確証がなく、いずれも疑問提示にとどまる」（50ページ）としている。

ところで、60年代前半の2つの引締め（61年と63—64年）の検討において（第3章）、著者は50年代と異なり対外資本取引（最初は短資流入、後程長資流入も含み）の緩和を内容とする為替政策と関連させて引締め政策を検討する必要性を強調し、外貨準備の減少を資本流入で補い、引締めが延ばされた事実、日銀の信用割当も緩み、裁量的引締めになってきたこと、公定歩合引上げをめぐる日銀と政府との間の確執などを資料や計数を示しながら興味深く述べている。これら60年代前半の引締めは高度成長期の「典型的タイプ」（85ページ）であり、通説の妥当しないものである。

IMF 8条国へ移行後の金融政策（第Ⅱ部）は60年代後半の67年と69年の引締めの検討（第4章）から始める。67年の引締めは「ルール」的なものの最後であり（96ページ）、政府は安定成長路線へと転換し、そのために外貨準備増政策をとった。その意味でこの引締めは早期に実施され、しかも日銀と政府間の不一致はなかったし、緊縮財政が同時に行なわれたという意味で、ポリシー・ミックスが初めて採用された（102ページ）。

わが国黒字定着後の引締めである69年の引締めは、これまでと異なり物価上昇や景気加熱に対する予防的なものとなったが、外貨準備が念願の30億ドルに達し、短資流入抑制へと為替政策を転換せざるをえなくなった。著者は

日本の金利水準が欧米先進国のそれに平準化し始めた状況での引締めであり、その中心手段が信用割当てから金利調整にシフトした時期であることを指摘する（123ページ）。また65年以降、日銀が金融政策の要として重視したコール・レートの低位安定について検討を加え、これについて『百年史』にまとまった記述のないのはものたりない（118ページ）とする。いずれにせよ高度成長期の引締めを一括して捉える通説の不適切さはますます明確になった、と批判する。

最後に、72年6月の公定歩合引下げと73年3月の引上げを分析する。ここで引締めだけでなく緩和の分析を加えたのは、この時期の金融政策は円の切上げと再切上げ防止の為替政策と密接に関連し、著者のいう為替政策によって日銀の金融政策の在り方が決定されるということを論証するためである。

旧IMF体制崩壊前後の1970年10月から72年6月まで連続6回の公定歩合の引下げは当時の円切上圧力さらには再切上圧力回避のためであるが、ここでも引下げによる資本流入阻止の短資効果について日銀の発言がないし、『百年史』にも記述がない。また公定歩合の引上げが73年3月まで遅れたのも大蔵省の資本流入警戒感（円再切上回避のため）からであり、結局変動相場制でなければ公定歩合政策（特に引上げ）は困難と判断されるに至った。この点は日銀の担当者も認めている（147ページ）が、為替政策は日銀でなく大蔵省の担当であり職掌の違いはあるとしても、こういった短資効果について『百年史』にとりたてて記述のないことに著者は不満の意を表している（148ページ）。各章の結論はそれぞれの章の結びで要約されているが、最後に終章で改めて簡潔に全体の結論とそれが持つ研究上の含意を要約する。ここでも通説が適用するのは高度成長期の50年代のみであって、60年代に入ってから政府の外貨準備・為替政策の変容によって金融政策が規定されたとし（153ページ）、これは通説の見逃した点であり、金融政策の有効性は国際資本の流れ（特に短資）によって左右されるのであり、日本の場合固定相場制の時代のみならず変動相場制に入ってからのものである。通常の金融論の

テキストでは金融引締めの効果をほとんど国内経済面にかぎっているのは一考を要する点である（155ページ）と結んでいる。

補章として、復興期の日銀金融政策（1945—52年）を詳しく論述しているが、第1章とそれまでの経過を理解する上での良き手引きとなっている。

#### 4. 若干のコメント—海外の著作との関連で

戦後固定相場制時代におけるわが国の金融政策に関する研究書（著者のいう歴史的研究に限らなくても）は本書に引用されているもの以外、日本の学者によるものはほとんど思い当たらない。

一方、かなり以前の出版であるが、海外の研究者による著作として評者の気付いたものに、Patrick (1962), OECD (1972), Michaely (1968<sup>(2)</sup>, 71) があり、本書との関連で取り上げコメントに代えたい。

Patrick (1962) は戦後50年代全般の金融政策（53—54年と57—58年の引締政策を含む）を検討したものであり、Michaely (1968, 71) はほぼ50—60年代前半にわたって国際収支調整政策の視点から日本を含む先進数カ国の金融政策をいわゆる NBER の方法で分析した実証研究である。一方、OECD (1972) は加盟国の金融政策シリーズ中の一冊であり（カバーする期間は60年代全般と70, 71年）、金融政策と為替管理、資本移動の関係も扱っている。もちろん、当時の文献や資料に依拠しているので現在ではあまり価値がないかもしれない。

- (1) 1950年代の53年と57年の引締めにつき、『百年史』と異なり前者が質的コントロールであったことは Patrick (1962) によっても指摘されている<sup>(3)</sup>。53年と57年の引締めについて、一ノ瀬氏の見解では、後者の引締めの方が厳しいと判断している印象を受けるが、効果についてはマクロ的ないしミクロ的（産業別、企業別）にどちらの年の引締めがきつく効いたかの判断はなされていない。一方、Patrick は若干の統計資料や証拠を示し

て53年の引締めの方が厳しかったとする<sup>(4)</sup>。評者自身判断の材料をもっていないが、再検討の価値はあろう。

- (2) Michaely の実証研究によれば、1950—66年の期間一貫して公定歩合と外貨準備（この期間、明瞭な循環的変動を示す）は同方向に変化し、一方財政収支差は反対方向に変化している。したがって、この期間国際収支（黒字・赤字を外貨準備の変化で表示）調整手段として使われたのは金利政策（公定歩合操作）であり、財政政策は使用されていない（高度経済成長維持のために使われたことを検証）。ところが日銀貸出し、日銀国内総資産は外貨準備の変化と反対方向に変化し、市中銀行貸出し（変化率）は時には同方向に変化したがその傾向は弱く、一方マネーサプライ（変化率）はほぼ同方向に変化していることを実証した（公定歩合操作は物価安定のために使われていないことも検証）。これは引締め期（Ⅳ 53—Ⅱ 54, Ⅳ 56—Ⅲ 57, Ⅱ 61—Ⅳ 61, Ⅳ 63—Ⅱ 64）についていえばつぎのことを意味する。つまり、国際収支の悪化（外貨準備の減少）に対し日銀は公定歩合の引上げによって（Ⅳ 53—Ⅱ 54は除く）絶えず対応し、窓口指導によって市中銀行貸出しを制限しようとする。しかし逆に公衆の銀行信用に対する需要は一時増大し、市中銀行はコスト上昇にもかかわらず日銀よりの借入れを増やそうとする<sup>(5)</sup>。というのは、外貨準備の減少は経済の流動性を低下させるからである。しかし究極には市中銀行貸出しの増加率は減少し、マネーサプライの増加率も低下することになる。これは銀行信用に対する制限が有効であること意味しているが、それがコスト制限（公定歩合引上げによる市中銀行の日銀借入れコストの増大）によるか、それとも窓口指導という直接の量的制限によるか、つまり利子コスト原則の適用によるかそれともアベイラビリティ原則の適用によるかは入手可能な資料からは判定できない。

ところで、政策担当者、関係者の発言や論説と行なわれた実際の政策が異なることも少なくない。この意味でなんらかの実証的ないし数量的分析

で一ノ瀬氏の分析を補強することも必要であろう<sup>(6)</sup>。

- (3) OECD (1972, pp. 38ff.) は当時日本の金融政策の有効性は国内銀行信用に対するコントロールだけでなく為替管理による国際資本移動のコントロールに依存した、という。ただし、既述の通説のように「厳しい為替管理による内外資本移動の遮断」という表現は見られない。つまり、金融引締め・緩和に応じて対外資本流出入（短期・長期）をコントロールするように為替管理を調整し、特に引締め期には銀行の短資取入れを制限し、引締め効果を損なわないようにした。しかし、為替管理が金融政策にどれだけの効果を与えたかを取り出すことは困難としている (p. 39)。

当時、日本で試みられた国際資本移動の計量的研究は試論的としながら、ある計量的研究の結果を使って海外との金利差が1%日本に高いと民間銀行部門への短資流入は4半期で\$3000万（全体での短資流入は\$5000万弱）にすぎないと推定している (pp. 42-43)<sup>(7)</sup>。OECDは結論としてわが国は当時国際収支赤字による外貨準備の減少から生ずる国内経済への圧力を緩和するためにもっと資本流入を認めることもできたであろうが、実際は外貨準備を取り崩す一方、公的借入れも行ないつつ、国際収支の自動調節作用が働くやり方を選んだ、という (p. 43)。また、60年代末から70/71年にかけての為替政策の変化にも言及している。一方、一ノ瀬氏は資本移動、特に短資の流入が公定歩合の引上げを遅らした点に焦点を合わせているのであって、両者共に金融政策が資本移動と関係をもつことに注意を払っている点では共通している。もちろん、一ノ瀬氏はその点に注目して本書を執筆しているのでその視点からの分析や検討が大きくウエイトを占めていることはいうまでもない。

## 5. む す び

本書はわが国の高度経済成長期と重なる固定相場制時代の金融政策がその

後の比較基準になっているという認識（i ページ）の下に、日銀金融政策を政府の為替政策の変容と関連させつつ、一般に入手可能な多くの資料や刊行物から当時の政策担当者、関係者の発言や論説を丹念に調査し、的確に選り出し、さらに関連出版物から種々の証拠や統計資料を示すことにより通説や『日本銀行百年史』の論破に成功しているといえることができる。

他の評者も認めるように、著者が証拠を提出しつつ行なった分析や検討は説得的であり、その結論も妥当であって、戦後日本金融政策史のすぐれた研究書として長い生命力をもち続けると思われる。

評者が海外の関連書に依拠して行なったコメントは蛇足にしか過ぎないであらう。

（大阪学院大学教授・滋賀大学名誉教授）

#### 脚 注

- (1) 古川（1996）、武藤（1996）
- (2) Michaely（1968）の紹介については、片山（1968）37-51ページ参照。
- (3) Patrick（1962）esp. p.168, p.170（訳書、177, 179ページ）。なお、鈴木（1993）は1953年の金融引締めを扱った小節に「規制色の強い金融調節」という見出しを付けているが、当時日銀は民間銀行の貸出しの内容には直接介入せず、各銀行の貸出増加額の総枠指示にとどめた（窓口指導の原型）点を強調している（19-21ページ）ので、氏は53年の引締め手段は質的なものでなく量的なものであると考えていたと解釈できる。
- (4) Patrick（1962）esp. pp.188-95（訳書、195-99ページ）。
- (5) 1957年の引締めの際し、これと類似の現象が見られたことは一ノ瀬氏も述べている。本書、37ページ参照。
- (6) 古川（1996、126ページ）も政策反応関数の推定の必要性を指摘している。それも1つの方法であらう。
- (7) 一ノ瀬氏の引用資料によれば（本書、67ページ）、為銀の短資取入れ額は以下のとおりである。

（単位：\$100万）

1960年後半：372  
 61年前半：715  
 後半：36  
 62年前半：188

後半：57

本文で引用の金利差1%差から生ずる\$3000万の短資流入は必ずしも小さくないように思える。

#### 参 考 文 献

- 古川 颯 (1996) 本書書評『金融経済研究』第10号 (1996年・1月) 125-6 ページ。
- OECD (1972) *Monetary Policy in Japan* (Monetary Studies Series) (Dec.).
- 片山 貞雄 (1968) 「国際収支調整と金融・財政政策—日本のケース」『彦根論叢』第131号 (9月) 37-51ページ。
- Michaely, M. (1968) *Balance-of-Payments Adjustment Policies—Japan, Germany, and the Netherlands* (NBER).
- (1971) *The Responsiveness of Demands Policies to Balance of Payments: Postwar Patterns* (NBER).
- 武藤 正明 (1996) 本書書評『証券経済研究』第1号 (5月) 117-24ページ。
- Patrick (1962) *Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan* (Series in Monetary and International Economics, No. 5)(University of Bombay). 三宅 武雄 訳 (1964) 『日本における金融政策』(東洋経済新報社)。
- 鈴木 淑夫 (1974) 『現代日本金融論』(東洋経済新報社)。
- (1993) 『日本の金融政策』(岩波新書)。