

1955年の「金融正常化」と1957年の 公定歩合引き上げ

——「低い公定歩合」政策について——

一ノ瀬 篤

目 次

序

- I 「金融正常化」措置の概観
- II 「正常化」のその後
- III 公定歩合とコール・レート
- IV 結語

序

1953年秋からのいわゆる「金融政策の復活」は、正統的・量的な金融政策の復活に向けて一步を進めるものではあったが、言葉の正確な意味で「復活」と呼ぶにふさわしいものではなかった。公定歩合の引き上げが行われなかったという周知の事実をしばらく措くとしても、窓口指導は新たに登場したというべきものであった。また高率適用制度は、この時やや装いを変えはしたものの、すでに1947年から頻用されていた。この時の新機軸はそれまでの輸入優遇金融の根本的な是正であり、また政策効果の面でもこれが最も大きな役割を果たしたのである。いわゆる「金融政策の復活」の成功は、主として輸入優遇金融（輸入振興）から輸出優遇金融（輸出振興）への貿易（金融）政策の転換によっていたのである⁽¹⁾。

とはいえ、この時、政策目的の面では、国際収支改善のために金融を引き締めるという正統的な目的・手段関係が復活した。他方、この時の引締めにおいて高率適用制度が連続的に強化される過程で、それが本来的に内包する矛盾も露呈された。日銀はこれを解決して、新しい金融政策手段を設定すべき状況に置かれていた。統制的な金融政策手法を改めていこうとする立場に立てば、政策目的の面だけでなく、政策手段の面でも「金融政策の復活」が達成されねばならなかったのである。

昭和30年代初頭のいわゆる「金融正常化」は、日銀が新木栄吉総裁（在任1954年12月—1956年11月）の指導のもとに、この課題に応えようとした試みである。

しかし、金利政策については、高率適用制度が概ね機能停止されて、一本の公定歩合を軸とする制度に改められはしたものの、その公定歩合自体の水準の設定には曖昧な要素が残された。この結果、「正常化」の核をなす1955年8月の公定歩合引き上げにおいてこそ、公定歩合がコール・レートの上限になっていたが、新木総裁退任後の1957年春の公定歩合引き上げにおいては、この体系が維持されず、これ以降、公定歩合は再び優遇金利となり、引締めは主として信用割当によることとなった。

本稿ではなぜこのような事態（「正常化」の曖昧さと、公定歩合の再度の優遇金利化）が生じたのかを、可能な限り明らかにしたい。まず、新木総裁下の金融正常化を概観することからはじめる。

I 「金融正常化」措置の概観

上に述べたように、日銀は戦後金融政策史の流れからも、金融正常化を推

(1) 以上については拙稿『『金融政策の復活』(1953年)について—貿易金融政策の根本的転換—』(本誌前号, 1991年12月) 参照。

進すべき状況に置かれていた。ちょうど、経済情勢は「金融政策の復活」以降の一連の引締め政策が効を奏して、物価の安定、輸出の著しい増勢、景気一般の上昇、国際収支の顕著な改善、金融緩和、などが同時共存する理想的な展開となった（当時、これを「数量景気」と称した）。

ここに1954年12月に退任した一万田総裁の後を承けて、かねてから市場原理を重視するアメリカ型の金融政策を信奉していた新木栄吉が総裁になった。正常化の条件は三拍子揃ったような形となった。『百年史』5によると、新木総裁の信念やリーダーシップが正常化に非常に大きな役割を果たしたようである⁽²⁾。

(1). 1955年8月の諸措置

新木総裁下の日銀の金融正常化に関する重要施策は、1955年8月に集中的にあらわれた。①公定歩合の大幅引き上げ②高率適用制度の改正③コール・レート指導の廃止が、それである。これらは相互に不可分の関係にある。

① 公定歩合の大幅引き上げ

基礎となったのは、公定歩合の4厘（1.46%）引き上げであった。この引き上げについては次々節（Ⅲ）で詳論するが、目的は金融引締めにはなかった。折りからの金融緩和を背景にして、日銀が正統的な金融政策・金利体系への復帰を企図したものである。基本的には特異な金利政策である高率適用制度を例外化し、「高率」に代えて公定歩合を日銀金利の中心にしようとするところに狙いがあった。

② 高率適用制度の改正

この結果、従来、実質的には優遇金利に他ならなかった公定歩合が、当時異常高と目されていた無条件物コール・レートと同じ水準まで引き上げられ

(2) 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第五巻、1985年（以下『百年史』5と略記）、529-531頁

た(第1図参照)。必然的に、それまでペナルティ・レートとしての機能を果たしていた高率適用制度の「高率」は、機能を停止するか、もしくは縮小せざるをえない。これがこの時の高率適用制度改正の眼目である。具体的には、1954年3月以来、

$$(\text{預金残高} \times 5\% + \text{自己資本}) \times (\text{資産} \div \text{負債})^{(3)}$$

という算式に一定の「調整率」を乗じた額を算出し、その15%以内なら最低歩合(公定歩合)、15%から100%の範囲なら第一次高率、100%を超えると第二次高率が適用されていたのであるが、この方式を根本的に改め、以下のような新方式を導入した。すなわち、

$$(\text{現金} \cdot \text{預け金} + \text{金銭信託} + \text{コール} \cdot \text{ローン} + \text{有価証券} + \text{割引手形} + \text{貸付金} + \text{輸入手形決済資金貸} + \text{外為勘定})^{(4)}$$

$$- (\text{債券} [\text{政府資金による引受分}] + \text{借入金} + \text{輸入手形決済資金借} + \text{コール} \cdot \text{マネー} + \text{外為勘定})$$

という新算式を基礎とし、公定歩合による貸出はこの額の12%までとする。また、これを超える3%(結局、合計15%)までの貸出は第一次高率の適用対象とし、それ以上については第二次高率を適用することとした⁽⁵⁾。なお、この算式は当時、公表を禁じられていたが、最低歩合での貸出枠を大幅に拡大する意義をもっており、これだけでも高率適用貸出は、680億円(7月末残高)から80億円に自動的に減少するものと予測されていた⁽⁶⁾。

一般的に言って、もし公定歩合がコール・レートに対して真にペナルティ・レートであれば一言い替えれば公定歩合による貸出に関して信用割当

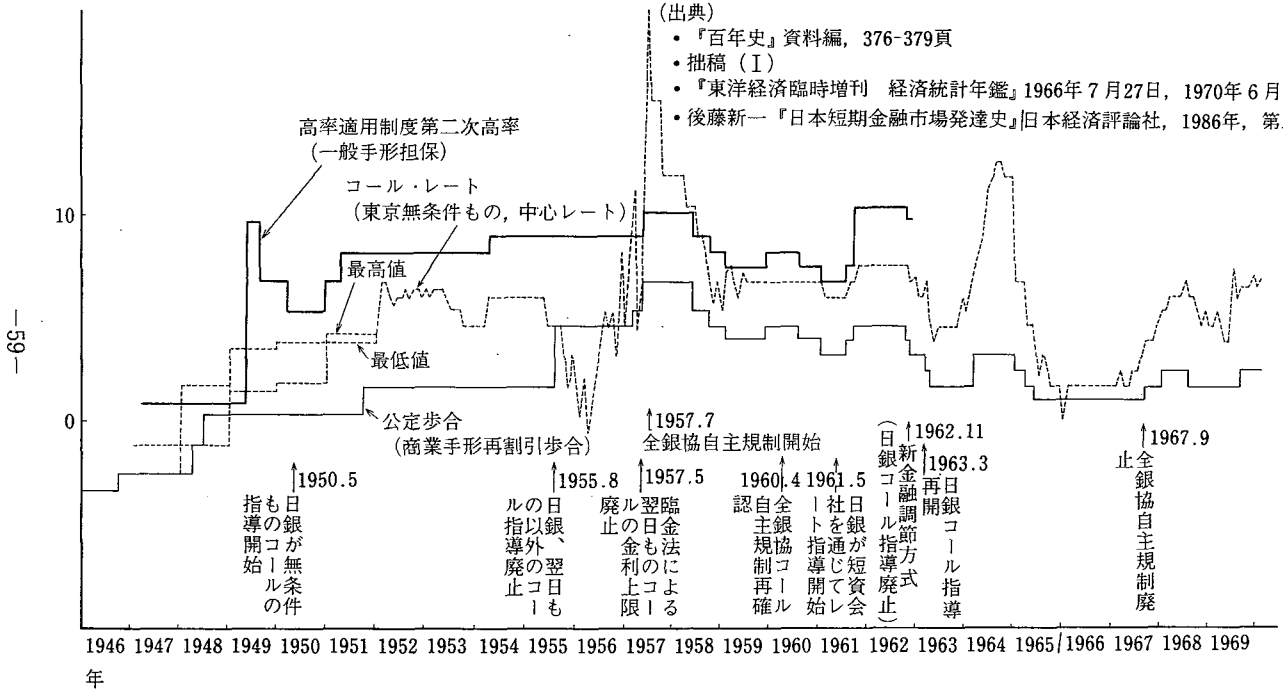
(3) 但し、すべての資産・負債ではない。

(4) 但し、日銀の適当と認める資産に限る。

(5) 詳細は『百年史』5, 450頁以下。また、高率適用制度の歴史については、拙稿「昭和20年代の日銀政策(1)」(『岡山大学経済学会雑誌』第23巻第1号: 以下、拙稿(1)と略記)参照。

(6) 『週刊東洋経済新報』1955年8月20日, 11頁, 田中生夫『日本銀行金融政策史』(有斐閣, 1985年) 154頁

第1図 公定歩合，コール・レート，第二次高率の関係



(出典)

・『百年史』資料編，376-379頁

・拙稿 (I)

・『東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1966年7月27日，1970年6月18日

・後藤新一『日本短期金融市場発達史』日本経済評論社，1986年，第二章

が不必要ならば一市銀の日銀からの借入れは緊急やむをえざるものを公定歩合で借り入れるという形のものに限られるであろう。つまり、それ以上に高い「高率」で借り入れるケースはなくなるであろう。実際、新木総裁時代の公定歩合は、ほぼ、そのようなものであったので（第1図参照）、上記の自動的減少とあいまって、高率適用は例外化した。「高率」による貸出は早くも1955年9月末には激減し、12月末から1957年3月末までは高率貸出ゼロという、これまでに見られなかった状況が出現した⁽⁷⁾。但し、『百年史』5も指摘しているように、新木総裁在任時は、ちょうど金融緩和期に当たっており、日銀の正常化意欲にとっては、来るべき金融引締め期が試金石であった⁽⁸⁾。

③ コール・レート指導の廃止

上述した公定歩合引き上げ（1953年8月10日）、高率適用制度改正（8月17日）に続いて、日銀は8月23日に、1950年5月以来行ってきた無条件物コール・レート指導の廃止を発表した。これは、一つには新木総裁の正統的な金融制度・政策観の反映でもあったが、他方では金融緩和によって、オーバー・ローンが急速に解消し、コール市場における異常な資金需要の高まりが当分生じないと予測されたからである⁽⁹⁾。

新木総裁在任時代の大半は金融緩和期にあたっていたために、コール・レートはほぼ一貫して公定歩合を下回り、日銀がこの措置の見直しを迫られる状況は出現しなかった。

(2) その他の措置

① 窓口指導の中止

『百年史』も日本銀行金融研究所『日本金融年表』（1988年）も、新木総裁期の「窓口指導中止」については言及していないが、堀内昭義によると、日

(7) 『百年史』5, 560頁

(8) 同上

(9) 『百年史』5, 538-539頁

銀は1955年12月から1956年6月まで、窓口指導を停止している⁽¹⁰⁾。金融政策をできるだけ市場機構の自然な運動にそくして運営していこうとする新木総裁の方針からは、これも当然であろう。

むしろ新木総裁が病氣入院（1956年9月）する以前の7月から8月にかけて、すでに窓口指導が強化されていることのほうが、興味を引く。おそらくは、関根報告⁽¹¹⁾に関連して関根調査局長が示唆した政府短期証券の売りオペ案も、また、9月に総裁が提案した（らしい）公定歩合引き上げも、ともに政府に封じられた日銀が⁽¹²⁾、早めに金融情勢を引締め気味にもってゆくために、残された有効な手段として、仕方なく窓口指導を復活させたのであろう。

② 政府短期証券の市中公募

新木日銀はまた、将来の市場オペの先駆けとする意図をもって、政府短期証券の市中公募を政府に相当執拗に進言した。しかし、交渉の結果、1956年5月に実現した制度は、名前だけは市中公募であったが、実質的には従来通り日銀引受に他ならないものであった。つまり、形は市中公募とするが、利率は入札ではなく、政府の一方的に決定する確定利率方式によることとなった。しかも、その際の利率は市場実勢（1956年6月の無条件物コール・レートは6.2%）をかなり下回る5.29%に固定された⁽¹³⁾。

これでは政府短期証券に応募した市銀などは、購入証券を売却すれば必ず

(10) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度』9, 71-72頁。なお、吉野俊彦・中川幸次もこの時期に、短期間、窓口指導が停止されたことを述べている。（吉野俊彦・中川幸次『金融政策の解説』日経文庫、新版14版、1973年、140頁）

(11) 当時の関根太郎日銀調査局長は、1956年6月末の日銀政策委員会で、景気の先行きへの警戒が必要である旨の報告を行った。また、質疑において、そのための一方策として、日銀保有政府短期証券の実勢レートでの市中売却（売りオペ）も考えうる旨を示唆した。（『百年史』5, 486頁以下）

(12) 『百年史』5, 488-490頁

(13) 同上, 544頁

損をこうむることになる。応募が活発になるはずはなかった。実際、すぐに、市中からの応募は殆ど取るに足らぬ程になってしまい、発行額のはぼ全額を日銀が引き受ける結果となった。結局、それまでの日銀引受方式と内容的には同じとなり、試みは徒労に終わった。

③ その他

新木総裁時代の日銀は、以上のほかにも起債懇談会の停止や、スタンプ手形制度の廃止を実現している。しかし、これらは新木総裁であったからこそ実行されたというよりは、それ以前の事態の流れの自然な結果であった、と言うべきであろう。日銀はそれまで「起債懇談会」を主導して、民間債の起債を調整していた。1956年7月にこの懇談会は事実上廃止され、起債調整は「八行会」の手に移り、日銀は起債調整団体のメンバーからはずれることになった⁽¹⁴⁾。しかし、これは前年12月に「起債懇談会」から大蔵省と経済企画庁が退いたという流れの延長上の出来事であり、特に新木総裁色が強く出たための事件ではあるまい。

スタンプ手形制度は、新木時代の1956年5月に、購繭手形への適用を停止したことで完全に消滅したが、購繭手形はスタンプ手形制度の中で重きを成していたわけではない。スタンプ手形の二本柱となっていたのは「工業手形」と「輸入物資引取資金関係手形・輸入諸係り資金関係手形」であるが、前者へのスタンプ手形制度の適用は、すでに1954年3月に廃止されていたし、同じ時に後者も制度自体が廃止されていた。この問題に関わる新木時代の措置はこれらの単なる仕上げに他ならない⁽¹⁵⁾。

(14) 中島将隆『日本の国債管理政策』（東洋経済新報社、1977年、201-209頁）に、起債調整について明快・簡潔な説明がある。

(15) スタンプ手形等については、大佐正之『産業・貿易振興と金融政策—日本銀行優遇手形制度の研究—』東洋経済新報社、1989年、『百年史』第五巻、第六巻、拙稿（Ⅰ）、拙稿「昭和20年代の日銀政策（Ⅱ）」、『岡山大学経済学会雑誌』第23巻第2号、1991年10月：以下、拙稿（Ⅱ）と略記）

Ⅱ 「正常化」のその後

新木総裁下の「金融正常化」は、その後の経過において、概しては後退・消滅の方向を辿ったが、すべてがそうなったわけではない。最も重要な公定歩合の水準問題については、コール・レート規制問題とからめて次節（Ⅲ）で詳論するので、ここではその他の措置のその後の推移を見ておこう。

(1) 高率適用制度

高率適用制度はこの時に例外化されたが、例外化という基本線は、その後やや動揺した。第1表に見られるように、1962年に貸出限度額制度にとってかわられるまで、高率適用制度は、なお多少の変遷を経た⁽¹⁶⁾。

1956年8月と1961年9月には制度が強化された。金融引締め観点から

第1表 「金融正常化」後の高率適用制度の推移

年. 月	制度の変遷
1955. 8	正常化の一環として高率適用制度例外化 公定歩合を引き上げ、無条件物コール・レートと同値に 最低歩合および高率適用限度額の算出方式変更
1956. 8	制度を強化 最低歩合および第一次高率適用限度額を半減
1957. 3	制度を緩和 第一次、第二次高率を一本化 (結果として第二次高率は引き下げ) 最低歩合適用限度額を算式の6%から20%に拡大
1958.10	最低歩合適用限度額算定にあたり、取引銀行の融資態度等を考慮することに 変更
1961. 9	制度強化 再び高率を二本建てに 高率適用の利率引き上げ
1962.11	「新金融調節方式」採用 高率適用制度は貸出限度額制度に変化 限度額の80%までは最低歩合 80—100%には1.095%高 限度超には3.65%高

は、制度の強化は日銀の毅然とした姿勢を示すことになるが、反面、これは高率適用制度を「現実化」（実用化の意味）することを意味しており、「例外化」の理念からは遠ざかる結果となる。

1957年3月の最低歩合適用限度額の大幅拡大は、逆に、制度の例外化につながる措置ではあるが、日銀の寛大な姿勢を示すことになる。ところが、この変改はまさに公定歩合が引き上げられた時に行われた。しかも、従来二本建てだった高率を一本化する措置が同時に採られ、これは二次高率の引き下げを意味したので、せっきくの「金融引締め」の意図が不明瞭となり、評判が悪かった。⁽¹⁷⁾

このようにその後の高率適用制度は「現実化」と「例外化」との間をさまよったのであるが、しかし、1953年秋から「正常化」に至るまでの時期に見られた「高率での貸出が総貸出の過半を占める」というような異常事態は再現されなかった⁽¹⁸⁾。後に見るように、1957年春からは、公定歩合は再びコール・レートを下回るようになり、信用割当が再開された。したがって、高率での貸出がまた増加しても不思議ではなかったにもかかわらず、実際にそうならなかったのは、おそらく次のような要因が複合的に作用したためであろう。

- 1 前述のように、1955年8月の限度額算出方式の改正によって最低歩合（公定歩合）適用限度額が従来に比べて相当拡大されたこと（1957年3月以降は、この新算式のもとで限度額はさらに大幅に拡大された：第1表参照）
- 2 技術的な問題であるが、1953年秋以降、日銀は高率適用制度の運用に当たって「調整率」方式を頻用し、これが高率適用を増加させていた。

(16) 戦前から「正常化」に至るまでの高率適用制度の略史については、拙稿（1）参照。

(17) 呉文二『金融政策』東洋経済新報社、1973年、114頁。実例として、『週刊東洋経済新報』1957年3月30日号、14頁、5月11日号、8-9頁。

(18) 後藤新一『日本短期金融市場発達史』日本経済評論社、1986年、96頁

この調整率方式が「正常化」以来用いられなくなった⁽¹⁹⁾。

- 3 1955年以降、輸出前貸手形と外国為替引当貸付制度（特に後者）による日銀貸出の増加が著しいが⁽²⁰⁾、これらは高率適用制度の適用を除外されていたので、高率貸出の数値はその分だけ増加を免れる仕組みになっていた。

こうして、高率適用制度の例外化に関しては、「正常化」は十分、効を奏したと言えよう。

(2) 窓口指導、政府短期証券市中公募

窓口指導は前述のように約半年間中止されていたが、1956年夏には再開された。

政府短期証券の市中公募も、当然のことながら、開始から2か月後には、ほぼ完全に形骸化してしまった。これらに関しては、高率適用制度の場合とは逆に、「正常化」は完全に敗退したと言うほかない。

それでは、「正常化」の核心部分を成す金利体系の変更（＝公定歩合の大幅引き上げ）は、どのように行われ、その後どのような経過を辿ることになるのか、それはなぜか。冒頭に掲げておいたこの問題を次に考察しよう。

Ⅲ 公定歩合とコール・レート

(1) 公定歩合引き上げの経過

まず、どのような経過で公定歩合が引き上げられたのかを、観察しておこう。先にも述べたように、この時の引き上げは、金融引締めではなく、金利体系の是正を目的としていた⁽²¹⁾。

(19) 調整率については、拙稿『金融政策の復活』（1953年）について一貿易金融政策の根本的転換一（本誌前号、1991年11月）、『百年史』5、451頁、参照。

(20) 拙稿（1）58頁

したがって、實際上、金利水準の引き上げはなかったのであるが、しかし、大蔵省事務当局や市銀側には、以後は名実共に公定歩合となるはずの新レートを一挙に4厘(1.46%)引き上げて7.3%に設定するのは高きに過ぎるという意見もあった⁽²²⁾。それにもかかわらず一萬田蔵相は、予想されていたよりも早く、日銀案での引き上げに同意した。その理由を『エコノミスト』誌は、同年9月IMF総会に出席して演説せねばならない同蔵相が、他国と歩調をそろえて通貨価値の維持に努力している姿勢を示すために急ぐ必要があったからだ、と観察している⁽²³⁾。

さて、引き上げ幅と他金利との関係に関する日銀内部の議論であるが、これについて『百年史』5は「当時・・・コール・レートについては異常高であると考えられており・・・そうした特殊な状況下にあるコール・レートとの比較論はあまり問題にならず、むしろ市中銀行の預貸金金利あるいは預金コストとの比較が重視された」(557頁)と述べている。筆者はこの意味は重大であるとする。項を改めて考察しよう。

(2) 公定歩合引き上げの問題点

日銀関係を含めて、従来の諸文献では、この時の公定歩合の引き上げは、従来の市中金利との逆転的關係(順ザヤ)を是正することにあつたと理解されている。その通りであろう。しかし、市中金利のどの部分との關係(の是正)が主軸に置かれたかという問題意識が鮮明であつたとは言えない。上記『百年史』5の叙述にはこの問題意識があらわれているが、それ以上の追求は行われていない。

(21) 新木総裁は引き上げ前の第9回全国銀行大会(1955年6月)における講演で、当面、引締めが必要はなく、必要なのは金利体系の是正である、と明確に述べている。(『金融』1955年、7月号、16頁)

(22) 『週刊東洋経済新報』1955年8月20日、11頁。『エコノミスト』1955年8月20日、9頁

(23) 『エコノミスト』同上

『百年史』5で叙述されているようなものが当時の雰囲気であったらしいことは、たとえば西川元彦の論文「金融調整の方法」⁽²⁴⁾にもあらわれている。西川はそこで、公定歩合は市中銀行貸出金利に対しても逆ザヤでなければならない、と主張している⁽²⁵⁾。しかし、公定歩合を市中銀行貸出利率に対しても逆ザヤにもっていくという議論は、歴史事実にも照らしても、論理的に考えても、問題であろう。しばしば戦後と比較される日本の戦前の金利体系でも、また、欧米の先進国の金利体系でも、市中貸出金利が公定歩合に対して逆ザヤであったとは言えない⁽²⁶⁾。

論理的にはどうか。かりに市中貸出金利が公定歩合に比べて同水準もしくはやや低い場合でもなお、市銀としては日銀から借りて採算をとることが可能である。信用創造機能を発揮して、たとえば日銀から1億円借りて5億円貸したとすると、1億円については利ザヤがゼロもしくはマイナスであっても、4億円については利益を得ることができる⁽²⁷⁾。したがって、この場合には日銀券の増発は防ぎがたい。

しかし、公定歩合がコール・レートに対して逆ザヤになると、市銀はコール市場で借り入れるので、日銀貸出は増加しない。したがって、公定歩合を真に市中金利に対してペナルティ・レートとなるようにして、日銀貸出の増加を防ぐには、市中金利の標的としてコール・レートを選定せねばならない。

ところが、上述のように、1955年8月の引き上げ時に公定歩合と比較対照されたのは、市銀貸出金利であった。日銀『調査月報』(1955年10月)も、

(24) 『金融学会報告』Ⅱ，東洋経済新報社，1955年

(25) 『週刊東洋経済新報』誌上での都銀代表者たちの座談会(1955年2月19日号，53頁)における議論も一明確ではないが、「順ザヤ」「逆ザヤ」概念を公定歩合と市銀貸出金利との関係を念頭に置いて理解しているように思われる。

(26) 高村和秀「わが国における金利体系のあり方について」(『金融』1956年3月)

(27) もっとも、業界に新規参入が活発にある場合には、競争がこのメリットを削減することになる。

「新公定歩合は取引先預金コストの平均よりは稍々高目に、又市中金利とは概ね一厘順翰で且つ従来の本行貸出実効金利が略々据置かれるような線に定められた」(39頁)と述べているが、ここで市中金利と言っているのは、市中銀行の商業手形割引利率(日銀再割引適格)のことである。また、市中金利の標的が市銀貸出金利にあったからこそ、新しい実効金利は旧実効金利の水準を踏襲するように定められたのである。このため「(高率適用制度の・・・ノ瀬)改正によって公定歩合での貸出枠が大幅に拡大された結果、公定歩合の引き上げにかかわらず、日銀貸出の実効金利はその直前の高率適用制のもとでの実効金利に比べて変更なく、引上げでも引下げでもない結果となった」⁽²⁸⁾

このように見ると、新公定歩合が無条件物コール・レートと同値になったことの意味が問題となる。公定歩合をコール・レートに対してペナルティ・レートにするという考慮が全くなかったのではないであろう。しかし、市中金利の照準を市銀貸出金利に合わせていること、新しい日銀実効金利を旧来のそれと変わらぬように設定して市銀貸出金利との開差を不変に保っていること、を考慮すれば、公定歩合がコール・レートの上限を画したのは、むしろ結果的にそうなったのだ、と言えよう。

(3) 1957年春の公定歩合引き上げ

公定歩合の水準が、明確にコール・レートを基準として定められない限り、公定歩合とコール・レートの逆ザヤ維持が保障されないのは当然である。なぜなら、市中貸出金利との関係は、そもそもが順ザヤであることが通常なのであるから、経済・金融情勢に応じて公定歩合を動かすときに、質的な判断(下記)は不可能であり、単に両者の開差を量的に伸縮させることだけが問題となる。

(28) 田中生夫, 前掲書, 153-154頁

逆に公定歩合が常にコール・レートとの関係を意識して動かされる場合には、後者を下回りそうになれば引き上げるという意味で、質的な判断が可能である。実際には、「正常化」の精神はこの意味で曖昧だったので、1957年春の引締め時には、コール・レートを上回る水準に公定歩合を維持することができなかった。

3月の引き上げに際しては、政府が引き上げ自体になかなか同意しなかったこともあって、引き上げ幅は1厘にとどまった。日銀としては前年の秋から政府に公定歩合引き上げへの同意を求めていたので、時期の遅れと引き上げ幅の小さいことに関しては、政府の反対のせいにすることもできよう。（もっとも、前述のような「評判が悪かった」措置までも政府の責任とすることができるか否かは、疑問である。）

ところが、政府も引締めの必要を認めた5月段階の引き上げにおいても、その幅は2厘（0.73%）にとどまったのであって、公定歩合とコール・レートとの順ザヤは解消しなかった。引締めは十分に強力であったが、信用割当が基本となったのである。公定歩合がコール・レートを下回る結果となったのは、「正常化」の時点で、日銀の内部に、公定歩合はコール・レートの上位に位置すべし、という思想が定着していなかったことに一つの原因があるであろう。さらに、後述のように、日銀自体の中に二つの思想の流れがあり、このことが信用割当型の金融政策への復帰に結び付いたと思われる。日銀段階の低金利政策は、政府の低金利政策志向だけに起因するものではないであろう。

結局、これ以降、「コール・レートより低い公定歩合」と、これにともなう信用割当中心の金融政策方式が定着し、高度成長期の日本経済の一つの重要な特色を形成することになるのである。鈴木淑夫は、この点に関して次のように言う。

「昭和32年の初めての引締め期の運用」（1955年8月の新制度以後の・・・一ノ瀬）に際して、日銀は公定歩合を二度にわたって合計3厘引き上げたが

「この日歩2銭3厘の水準はかつての第二次高率金利であった日歩2銭6厘よりはかなり低かった。」「日銀貸出の限界部分に適用される金利は十分に高まらない形となってしまったのである。これは制度の改正そのものが悪かったためではなく、公定歩合の日歩3厘（年1.095%）以上の引き上げが実現しなかった当時の政策雰囲気（低金利政策の推進）のほうに基本的問題があったように思われる。」「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、日銀貸出の需給を均衡させる水準を大きく下回ることとなったので、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『信用割当て』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。」⁽²⁹⁾

再び前掲第1図にもどると、戦後日本においてコール・レートは概ね一貫して公定歩合を上回っており、唯一の例外期が新木総裁期であることがよくわかる。金融緩和期はこの時期以外にもあったので、新木時代は公定歩合の水準に関してそれ以前及びそれ以後と異なった姿勢が採られた時期であったことを再確認することができる。

逆に言えば、1957年春の引締め期以来、公定歩合がコール・レートに対してペナルティ・レートになる金利体系は完全に放棄され、公定歩合を日銀による資金配分のテコとして用いる政策が定着したことを確認できる。

これ以後のコール・レートは、1957年5月に臨金法によるコール・レート上限が完全に廃止されたり（それまでは翌日物に関して残っていた）、日銀指導が一時ゆるんだりしたこともあずかって、金融逼迫期にはしばしばいわゆる「とっぴ高」を示すことになった。「正常化」までは高率適用制度の第二次高率貸出に信用割当の要素がなかったこと、臨金法や日銀指導という制約があったことなどから、コール・レートは第二次高率の枠内にきれいに納

(29) 鈴木淑夫『現代金融論』東洋経済新報社、1974年（175-176頁）

まっていた。しかし、1957年春以後はこれらの要因が概して逆転したために、コール・レートは金融逼迫期には第二次高率をすら超えて、禁止的な水準にまで上昇したのである。(第1図、1957-1958年。なお、この図のコール・レートは月平均値を示しているので、表面には現れていないが、日銀『わが国の金融制度』1981年版388頁によると、1961年にもコール無条件物最高レートは一時的に18%を突破し、翌年にも12%を超えている。)

Ⅳ 結 語

① 上述の意味での「低い公定歩合」政策、ひいては信用割当については、通常、次のような「必然論」的な説明がなされる。すなわち、戦後初期の日本経済には貨幣資本の蓄積がまったく不足しており、投資資金が潤渇気味であった。これを放置すれば金利は高騰し、産業発展が阻害される恐れがあった。そこで、乏しい貯蓄をフルに利用すべく、産業向けの貸出を人為的に低利にして、市中銀行の信用創造能力の十全な発揮を期待し、それでもなお不足する市銀の原資を日銀が貸出によって供給する必要があった。この場合にペナルティ・レートで供給する方法と人為的な低利で供給する方法があるが、前者では真に十分な資金が供給できないので、結局、低利供給しがなく、この結果、金融政策は信用割当とならざるをえない、というものである。

この議論は、実際に起こったことの説明としては、正しいであろう。しかし、これが唯一の歴史的選択肢であったかどうかは、疑問である。産業向け資金を低金利政策で十分に供給しつつ、日銀段階では市銀にペナルティ・レートを課すという方式は採用可能であったらう⁽³⁰⁾。1955年の金融緩和期にいったん採用された正統派的な路線が金融情勢の変化にともなって上述のように簡単に捨て去られたのは、上に見てきたように、1955年8月の「正常化」時点で、「公定歩合は明確にコール・レートを基準として設定すべし」と

いう原則が確立されていなかったことに一因があるのではないか。

② のみならず、日銀も一枚岩ではなく、その中にも路線対立があったことが、これに関連しているであろう。当時、日銀の中にも二つの考え方（「信用割当派」と「市場メカニズム派」）があったことは容易に首肯できるが（下掲の『百年史』6からの引用文参照）、前者が政府の低金利政策に同調的だったのではないか。その場合の主張は「信用割当による金融政策の有効性増大」（グリップ論）であろう。日銀は、今日まで尾を引いている人為的低金利政策について、これを政府の利害もしくは主導に帰せしめることが多いが、今日の日銀の主流的な考え方からすれば、たしかにそうであろう。しかし、実際にはつねに一枚岩の政府と一枚岩の日銀が対決していたというようなものではなく、両者内部にそれぞれ意見の相違があった。おそらく、昭和30年代前半における「低い公定歩合」政策の定着も、政府と日銀内部の信用割当派の協働の結果であろう。

この問題に関しては、まだ推測の域を出ないところが多いので、十分な展開は後日に譲る。ここでは、上記の推測（結語②）の支えとなりうる発言を紹介して一応の結びとしたい。

吉野俊彦：オーバー・ローン問題に関して「十分所定の準備率を充足できない銀行が出てくるかもしれない・・・中略・・・そういう場合は、市中銀行が（自己の）貸し出しを回収するまでの間は、中央銀行は貸し出しをします・・・中略・・・この場合、中央銀行の貸し出しは市場に対してはプレッシャーとして働く。そういう強力な武器を持つ必要があるのではないか・・・中略・・・そういう意味で、今後安定成長のための強力な金融調節手段として、貸出政策を使おうとするならば、オーバーローンの解消を甘く

(30) 但し、この路線の評価は、それはそれで慎重になされねばならない。おそらくこの路線の結果は、現実に生じたのに比べて緩やかな経済成長と低いインフレ率であろう。しかし、当時の状況下では、金融政策の有効性確保には、信用割当方式が有利であっただろう。

考えてはならない」（「東洋経済新報社」主催の座談会発言。『東洋経済』1961年3月4日および3月11日号）

『百年史』6：オーバー・ローン問題に関して「現実の問題として窓口指導や高率適用制度がなければ、本行の金融引締め政策を効果的に運営できないだろうという意見もかなりあった。こうした考え方によれば、オーバーローンの完全な是正、つまり市中銀行の本行借入れ依存がなくなるような状況をつくることは、窓口指導や高率適用制度の実施をやりやすくするものであり、したがって、それは金融政策の円滑な運営にとって、むしろマイナスだということになる。このような意見は概して市中銀行の資金担当者と常時接触している部門に多く、それはある意味で、日常の体験の中から生まれた実感でもあり、さらに景気過熱という事態のもとで金融引締め政策の速効性が求められるという体験から生まれたものでもあった。以上のような本行内の二つの考え方の対立点を端的に示すものは、窓口指導をどう評価するかという点についての相違であった」（99頁）

呉文二「日本銀行は、貸出がなくなると都市銀行に対するにらみがきかなくなるので、債券売買操作等によって貸出があまり少なくならないようにしている」

「日本銀行の戦後における金融政策の基調は金融引締めにあったので、貸出抑制制度を強化しやすいように、貸出残高の増加を好む傾向があった」（『金融政策』東洋経済新報社、1971年、83頁、91頁）

【付：従来 of 諸研究について】

1957年春の引き上げ以降、「コール・レートよりも低い公定歩合」という政策もしくは金利体系が定着したゆえんを明らかにすることが、本稿の問題であった。その答えを、第一には「金融正常化」時点で、その推進側に、公定歩合とコール・レートとの関係に関する確固とした考え方がなかったこと、第二には、政府だけでなく日銀内部にも「低い公定歩合」をよしとする

勢力があったこと，に求めた。

第一の点については前掲の『百年史』5（557頁）の曖昧な示唆以外，言及文献を見いだすことができない。第二の点については，前述のように『百年史』自体が日銀内部における二つの思想の流れを明確に指摘している。しかし，このことと1957年春以降の信用割当型金融政策の採用・定着との関係は，『百年史』においても他の諸文献においても不明のままである。この点に関わる本稿の指摘も，まだ推測にとどまるが，明確に問題を提起しておく価値があるだろう。