

「新金融調節方式」(昭和37年)小論

田 中 生 夫

I は し が き

戦後日本の金融政策が人為的低金利と信用割当ての低金利不均衡システムをもって基本的特徴としていることは、改めていうまでもない。戦後30年の金融政策はこの特徴をもって運用されてきたのであるが、この間、金融政策手段において、また、それが向けられる銀行組織の分野において、重要な発展があったことに対して注意しなければならない。それは金融政策が作用する銀行組織の内部または外部における、構造的というべき変化の発生に対応するための措置であり、短期的政策の範囲を超える政策選択なのである。小論ではこの種の措置のうちもっとも重要なものの一つである、昭和37年11月の新金融調節方式(以下、新方式と略称)をとり上げる。

戦後日本の金融政策を論じて新方式に言及しないものはほとんどないといえてよい。しかし、上記の観点によって新方式に対し立入った実態的考察が加えられたことはいままでもなかったように思われる。新方式の成立と実施をめぐる諸事情は少なからずヴェールにつつまれているので、この種の実態的考察の対象となりにくかったという理由があるのかもしれない。近年この点でかなりの改善がみられるようになったことに支援されて、改めて諸資料を⁽¹⁾収集し分析し、新方式に対して一考察を加えることとしたい。資料の点での制約はなお少なくない。したがって一考察というよりは、むしろ一試論というほうがふさわしいのかもしれない。

(1) 呉文二『金融政策——日本銀行の政策運営』昭和48年、東洋経済新報社；鈴木淑夫『現代日本金融論』49年、東洋経済新報社。とくに前者に負うところ少なくない。

Ⅱ 新金融調節方式の成立

1 日銀政策委員会委員長談話

37年10月26日、日銀政策委員会はその前年以來の金融引締め措置の緩和と新金融調節方式の採用（11月1日実施）とを決定し、同日、委員長（日銀総裁）談話を発表した。その談話の全文をここに引用しておこう。

昨年の金融引締め措置実施以來、各方面の努力により、国際収支も均衡を回復する等、調整の効果が次第に滲透してきたので、今般、本行の基準割引・貸付利子歩合を日歩1厘引下げ、10月27日から実施することにした。また、高率適用制度についても、2次高率を廃止し、高率適用は基準歩合の日歩3厘高とする等の緩和方針を決定し、11月1日から実施することとした。同時に準備預金制度の準備率を別紙のとおり引下げることに決定し、大蔵大臣の認可をえて、11月1日から実施することにした。

各界におかれては、今回の措置の趣旨を了解せられ、わが国經濟の安定成長のため、一層の努力をいたされることを期待する次第である。

なお本行は、今後金融調節について、債券の売買を一層弾力的に行っていくつもりである。これは、金融機関が本行借入に過度に依存する姿を是正して、金融の適正かつ円滑な疏通を助長せんがためであって、これにより金融機関の本行借入は今後増加しないことを期待するが、他面少数の金融機関の極端な本行借入依存は、これを強く抑制する方針である。

金融機関も本方針の真意を理解せられ、經營の健全化に今後一層努力されんことをこの際特に要望したい。」（全国銀行協会連合会『金融』第189号）

談話の第3パラグラフは、債券売買を弾力的に実施する方針を示し、この方法によって金融機関が過度に日銀借入れに依存する姿を是正し、日銀借入れは今後増加しないことを希望すると述べている。債券売買の運用原則については後でもう一度とり上げるつもりであるが、ともあれ、談話がこうに述べていることに対して注意しておく必要がある。談話は続いて少数金融機関の極端な日銀借入依存を強く抑制する方針を示しているが、しかし、このための手段については何ら述べていない。実はその手段がこのとき新設された貸出限度額適用制度（以下、限度額制度と略称）である。談話がこの新しい制度に対して言及しないまま、第1パラグラフで高率適用制度の緩和について述べているのは、どういう理由によるのか理解に苦しむところである。と

もあれ、談話がこのようなであれば、これによるかぎりでは新方式の政策的仕組みはわからないとせねばならない。

ついでに、同じ日に発表された蔵相談話のうち新方式に関連する部分をみておこう。

「日本銀行による債券売買が一層弾力的に行なわれることになったが、これにより、今後経済に必要な資金の需給調節は主としてオペレーションによることとなり、高率適用制度の改正と相まって、市中銀行の日銀貸出しへの過度の依存の是正が期待されるので金融正常化の環境を醸成する面からも適当な措置と考える。」（『金融』第189号）

蔵相談話は日銀借入依存の 高い銀行に対する貸出し抑制については全然ふれていない。したがって、この談話からは新方式はますますわからなくなってしまうといえよう。

要するに、新方式は、それを発表した総裁談話を読んでみても、それからよくわからないということになる。そこで、新方式の発表の後間もなく公表された日銀および日銀側の説明や、それ以後の研究を参考にして、その政策的仕組みをまず明らかにしよう。これが最初の課題である。ついで、新方式の成立の背景として当時活潑であった金融正常化に関する論議と構想に目を投じ、また、新方式の採用が突然発表されて意外とされていた事情にも言及し、その上で、このとき日銀が新方式の採用という選択をあえてしたことの本質的意図は何であったのかの考察に進みたい。これが小論前半の課題である。

2 新方式の仕組みと運用目標

新方式の仕組みを明らかにするに先立って、あらかじめ、総裁談話にいう、金融機関の過度の日銀借入依存が発生する原因について述べておくのが適当であろう。以下、その概略だけをとり上げよう。

20年代の後半にはほぼ形成をみた貨幣・銀行制度を背景として、30年以後に民間企業設備投資奨励型の経済政策体系（人為的低金利政策を含む）が推進されたことを、基本的前提としてまず理解しておかねばならない。この前提のもとで、民間企業の旺盛な投資意欲にもとづく資金需要が、大企業密着型の都

銀からの貸出しによって充足され（企業資金調達方式としてのオーバー・ボローイング）、ここに経済成長が進行する。ところが、成長が進行するとともに、個人所得が増大して銀行組織から現金が流出し、また租税等の自然増収のため一般財政が対民間引揚超過の傾向となり、この結果、銀行組織の現金準備が不足するにいたり、日銀は現金の供給を求められることとなるが、現金準備の供給を求められるこの次元においては、日銀は事実上これを拒否することができないので貸出しによって供給する。日銀が現金供給方式として貸出しをとったのは、主に、過度に景気上昇が進むのを懸念して、返済圧力のかかる貸出しを選んだためであると思われる。ともあれ、経済成長とともにこのプロセスが累積して、やがて都銀の貸出し超過が日銀からの借入れに依存する状態が定着するのであって、これがその当時、オーバー・ローンと呼ばれて諸々の金融不正常現象の中心となっていたものである。金融制度調査会の「オーバー・ローンの是正に関する答申」（38年5月9日）の定義によれば、オーバー・ローンとは市中銀行の与信超過が恒常的に日銀貸出しに依存する状態である。⁽¹⁾

ところが、オーバー・ローンはその定着とともに他の形態の不正常現象を派生させることとなる。まず、都銀についていうと、累積した日銀借入れはもはや容易には返済できぬものになってしまうとともに、現金準備は都銀貸

(1) オーバー・ボローイングとオーバー・ローンとを必然的な表裏関係とみるのは一般論としては正しくない。オーバー・ローンはオーバー・ボローイングからでなく財政揚超からも生ずるし、また、オーバー・ボローイングがあっても現金供給が日銀貸出し以外の方法で行なわれるとオーバー・ローンにはならないからである。しかしながら、30年代の日本において既述の基本的な前提から経済成長が進むならば、オーバー・ボローイングがオーバー・ローンに連なり両者が表裏関係となることは否定しがたいであろう。なお、都銀のコール取入れを含めての外部資金依存の意味でオーバー・ローンをいう場合もある。現在においては状況変化の結果、この意味でのオーバー・ローンが大きくなっており、したがって、金融制度調査会の定義も考えなおす必要がある。しかし30年代においては、日本に特有の不正常として問題とされたのは調査会の定義のオーバー・ローンであったことを確認しておく必要がある。

出しを調整するための基準としての意味を失なって、都銀はつぎの日銀借入を予定して企業からの借入需要があるままにこれに引きづられて節度を欠く貸出しを継続する（健全銀行業の欠落）傾向が固定することとなる。つぎに日銀についてみると、オーバー・ローンの累積は銀行への貸出しの抑制手段としての公定歩合政策を十分弾力的に実施しにくくさせ、その結果、公定歩合政策の補完手段として、高率適用制度や個別銀行への信用割当て（個別銀行の貸出しそのものを直接に規制する「貸出し査定」いわゆる「窓口規制」）の採用を余儀なくさせる⁽²⁾。そうすると、都銀にとってもう一つの現金取入れ源泉であるコール市場の金利が公定歩合または高率 ときには高率を超えるところにまで騰貴し、ここに長・短金利格差の歪み（金利体系の不正常）を発生させ、これがさらに公社債市場の未成熟に連なることとなる。⁽³⁾

金融不正常問題をめぐる当時の論議については後述することとし、ここでは、基本的前提のもとでオーバー・ローンが発生する機構と、それに伴って諸々の不正常が派生する事情とをひとまず理解しておくにとどめて、考察をもとへもどすこととしよう。

新方式の一方の柱は債券売買の弾力的実施であり、その運用原則が今後のオーバー・ローンの進行の抑制にあることは、さきの総裁談話から明らかであるが、さらに、その他の日銀および日銀側の説明（「日本銀行信用の性格と新金融調節方式」日銀調査局『調査月報』37年11月号；吉野俊彦「新方式買いオペの意義」『週刊東洋経済』37年12月1日号）からも確認することができる。オーバー・ローン発生機構に関連していえば、一時的・季節的な逼迫および財政揚超にもとづく場合はもちろん、成長に伴う場合でも、それが適正な（「物価も上らず国際収支も赤字にならない」〔吉野〕）成長であれば、今後は現金準備の供給は

(2) 窓口規制のほうが主要手段で公定歩合政策は補完手段であるとみる見解がある（館竜一郎「金融政策の有効性」『経済学論集』〔東京大学〕40年7月、貝塚啓明編『金融政策』47年、日本経済新聞社、に再録）。

(3) この長・短金利格差の歪み発生の原因が、公社債発行条件を低位に固定する人為的低金利政策にあることはもちろんである（鈴木、前掲書44ページ参照）。

債券買入れで行なうということになる。

ところで、新方式のもう一方の柱である限度額制度については、その運用がその後大きく変更されたことを、まず注意しておかねばならない。ここでは当初の限度額制度を問題とするのであるが、これはやや詳しく説明する必要がある。限度額制度は日銀貸出し限度額の総額をまずきめて、つぎに総額を個別銀行に割当てて内示し、個別銀行に対する日銀貸出し残高がその限度額に近づくと公定歩合を上回る高率（日歩3厘高）を課し、さらに、限度額を超過するとその超過額には禁止的高金利（日歩1銭高）を課すものである。したがって、これは一見したところ高率適用制度に似ており、高率適用制度の改正ともみえるが、単なる改正ではない。高率適用制度は高率が適用される日銀貸出しが実際に発生することを予定し、その高率が銀行の資金コストに影響することを通じて、銀行の企業向け貸出しを抑制することを期待する仕組みである。これに対して、限度額制度の限度超過貸出しに課される特別高率は禁止的なものであって、限度額超過の日銀貸出しを事実上許さない仕組みである。これが都銀10行に適用されたのであり、適用をうけた都銀にとっては、限度余裕額（限度額マイナス日銀借入残高）が借入余力であり現金準備に準ずるものとなる。なお、限度額自体も固定したものではなく、日銀によって調節されることを知っておかねばならない。したがって、都銀は債券売買の状況のほかにこの限度余裕額を考慮して自主的に融資態度をきめ、この健全銀行業がさらに企業の投資活動に節度をもたらすことが期待されることとなる。これが限度額制度の運用原則である。

新方式の仕組みはひとまず以上のとおりである。しかしながら、この説明のうち適正成長にみあう現金を債券買入れで供給するという点に関しては重要な問題が残っているので、その点に立ちもどってさらに一言しておかねばならない。上記「日本銀行信用の性格と新金融調節方式」は、「適正な現金量をあらかじめ算定し、それを計画的に市場に供給するようなものではない」と述べ、また、「日銀が通貨価値の安定を目標として金融調節を行なっていく

うちに、後からふり返ってみて健全な経済成長に必要な通貨がおのずから供給されていたというようになることを期待している」と説明している。しかしながら、このことは理解されにくい。だから、日銀総裁は38年の年頭挨拶において、とくにこの点にふれて、「世間では、日本銀行がいわゆる成長通貨を債券買入れによって積極的に供給することに踏み切ったと解釈している向があるが、日本銀行としては事前に経済拡大に必要な資金量を算定し、これを計画的に市場へ供給するというような考え方はもっていない」（『金融』190号）といわざるをえなかったのである。

以上を要するに、新方式とは一方で政策的に妥当な現金準備の補充を債券買入れによって供給（オーバー・ローンの激化を防止）し、他方では限度額制度の限度余裕額を都銀の自主的融資調節の標準として機能させる仕組みであり、これによって成長安定のために金融政策の有効性を高めることを目標とするものである。したがって、新方式が円滑に働くならば、市銀の貸出しを直接に規制する窓口規制は不必要になるはずである。窓口規制は実際には新方式実施後もしばらく続けられた後、38年5月7日に廃止された。この間の事情については後述する予定である。

3 新方式成立の背景

(i) 金融正常化の論議と構想

新方式の政策的仕組みについてひとまず考察を終えた。つぎに、新方式の成立にいたる一般的背景の問題として、その当時までの金融正常化に関する論議と構想に対して目を投じることとしよう。

西川元彦「日本における金融政策の方向——金融正常化討論に関連して——」（日本評論社『経済評論』35年7月号；貝塚編前掲書に再録）は、新方式の成立の約1年半前までにおける正常化論議の推移を簡明に示しており、有益である。以下にその要点を紹介しておこう。

戦後の日本で金融正常化が問題にされてから約10年が経過したが、この期間にもっとも多く論議されたのはオーバー・ローンであった。しかしオーバ

ー・ローンが不正常であるという意味は一樣ではなく、段階的に発展した。

第1段階つまり30年以前の経済復興期においては、オーバー・ローンであることが戦前および外国に対して形において不正常であるという程度の議論にとどまることが多く、掘り下げて考察するときにおいても、それは銀行経営の原則に反するとか、金利体系のゆがみを生ずるとか、高率適用制のような変則的金融政策を余儀なくさせるとかいった、それ自体は重要であっても部分的な機能が論ぜられるにすぎなかった。30年には一時的な国際収支の改善等の理由からオーバー・ローンは解消したが、しかし間もなく神武景気に際してオーバー・ローンが再燃するにいたって、正常化論は第2段階に入った。

第2段階では、オーバー・ローンは形でなく機能の観点から、しかも部分的機能でなく経済全体における機能の観点から論議されるようになり、また、そのさい対立する金融観、つまりオーバー・ローンを循環論からみる立場と成長論からみる立場とが生まれた。前者においては、景気の過熱と反動との原因がともに金融であったことが反省され、過度の信用膨張への歯止めのための政策手段の整備と運営強化が要請され、これが正常化の主要問題とされた。しかし、やがて景気の波動を小さくする問題は、金融政策だけの問題ではなく金融市場における需給原理（金利機能）の問題であるとの議論が生まれ、この見地から現行の制度や政策への見直しがいわれるようになった。ところが、神武景気は景気循環論を復活させたが、他方では経済成長論を刺戟するにいたった。循環論では不正常は景気波動と相互に因となり果となって規定しあう関係にあるとされるが、成長論では不正常とみられるものは成長のためのコストと考えられる。

第3段階は貿易為替の自由化に関連して金融正常化が論議される30年代中頃である。自由化後の国際収支と国内経済秩序は金融によって守られねばならぬところが大きいが、正常化の推進なしにそれが可能かが問われ、自由化時代の金融機能を強化する問題が正常化の中心問題となる。自由化に対応す

るのに、過渡的には統制もやむをえないとするのでなく、経済の自由化を前提にして臨む態度が世界の大勢であれば、金融正常化の中心は金融の自由、つまり、弾力的に行なわれる金融政策に支援されて金融市場の調節力を最大にするとともに、これにふさわしくない金融上の残滓は最小にすることとなる。このような正常化論はすでに第1段階に現われていたが、その考方はいまや、自由経済に循環は不可避であり、その波動を小さくすることが自由な金融であり、モデレートな循環を通じてもたらされる成長こそが持続的で均衡のとれた成長であるとの考方に発展したのである。それとともに、この段階の正常化論には、もうひとつの注目すべき傾向、すなわち、市場のルールに対する経済主体の理解と遵守といったミクロの正常化の必要性の議論が認められる。第1段階ではミクロの正常化が重要であったが、いまやそれはマクロの結果を予定した新たなミクロの正常化の主張となっているといえる。

さて、金融正常化論議の発展方向、したがって35年頃におけるその論議の到達点は、西川論文によれば以上のとおりである。同論文は、続いてその方向を前提として個別的な重要問題に検討を加えているが、ここにはその検討のひとつ「金融調節の構造とオーバー・ローン」を紹介しよう。そこでは当時抬頭したオーバー・ローン是認論への反論が加えられている。反論の第1はオーバー・ローンが金融政策を有効にしているのではないかとの議論（たとえば H. T. パトリック）に対するもので、過熱になる以前の段階で歯止めをかける見地からすれば、オーバー・ローンはむしろアクセルであったことが主張され、また、オーバー・ローンは金利体系の歪みや銀行のキャッシュ・ポジションがあいまいになる等の不正常の原因となって、市場機能を通ずる金融調節を阻害することが指摘される。反論の第2は、成長に伴う現金供給にオーバー・ローンは必要ではないかとの議論に対するものである。その議論が多面的な内容を含むために反論もまた多面的となっているが、反論は要するに、その議論が不健全な銀行経営への弁護論になっていること、また、その議論が外貨による現金供給方式（したがって外貨保有重視観）に対して消極

的で、人為による成長という経済観をとっているのは、日本の現実においては問題であること、さらに、過大成長への予防のためには成長に伴う現金供給も出しばなしに出すよりも日銀貸出しのほうが妥当であることを主張している。

金融正常化の論議がきわめて活潑であったことは上記によって明らかであろう。一歩進んで具体的な正常化の提案となると意外に少ないが、それでも総合政策研究会の「金融正常化への提案」（34年6月）および「金融および資本市場対策への提言」（36年1月）（『日本の公社債市場——金融正常化の一環として』41年、ダイヤモンド社）や金融制度調査会「オーバー・ローンの是正に関する答申」（38年5月）（金融制度研究会編『金融制度調査会答申集』45年、金融財政事情研究会）が著名である。ここでは「金融および資本市場対策への提言」を検討しておこう。

「提言」は、自由化後においては、企業がオーバー・ボローイングであることの弊害がとくに大きいことに鑑みて、オーバー・ボローイングとオーバー・ローンとを改めるための諸施策とその実施順序とを提示している。①日銀貸出し以外による成長通貨の供給方式の確立、②既存のオーバー・ローンの一挙解消、③金利の弾力性回復と合理的金利体系の樹立、④資本市場の育成、⑤企業の自己資本充実がそれである。ここでは①と②を紹介し、そのうち日銀が単独で実施できるものにとくに注意しよう。

さて、金融不正常を改めるための第1段階は、日銀がオーバー・ローンの激化防止のために成長に伴う通貨（現金）を貸出し以外の方法（金・外貨の買入と債券オペレーション）で供給し、また、借入需要に対して極めてきびしい態度をとることである。第2段階は既存のオーバー・ローンを一挙に解消するための臨時措置（公的資金による基金を新設し、基金は主要企業が発行する証券を買入れる、企業は受取った資金をもって銀行借入を返済し、銀行はこれを日銀借入の返済に充当する）をとることである。この措置とともに、日銀は準備率操作や売オペレーションによって市場を引締め、なかなずく、公定歩合を懲罰的高金利に保

ちつつ貸出しの短期返済を指導し窓口規制を撤廃する。また市中銀行に対しては健全銀行業の観念の復活を期待する。

「提言」の上記部分が、臨時措置を除けば、西川論文の「金融調節の構造とオーバー・ローン」と同一の基調にあること、また、新方式の仕組みの原型部分を含むことはほぼ明らかであろう。

（ii）金融制度調査会における論議

さてここで、新方式の成立の一般的背景の考察に続いて、いわば成立の直接的契機と考えられる事情について一言しよう。それは金融制度調査会における金融正常化論議に関係する問題である。調査会が36年7月28日に発足させた常設調査企画部会は、諸々の不正常的の中心をなす現象として都銀のオーバー・ローンをとり上げ、その原因について概略の論議をしたが（この論議は37年3月「部会の主なる論点——都市銀行オーバー・ローン問題の概観」として公表された〔『第11回 銀行局金融年報昭和37年版』〕）、この論議の過程において都銀の側から強い反論が出されたことに注意する必要がある。前記研究会の「提言」は市銀が従来の態度を改めないならば預貸率の法制化を考慮せねばならないとまで述べて、都銀の自戒を求めているが、この種の論議に対して都銀から、オーバー・ローンは「資金需給の関係から不可避免的に銀行にしわ寄せされたもので、銀行としては受身に立つやむをえない現象」とする強い意見が出され、そのさい新しい論点として資金偏在論が提示された（「部会の主なる論点⁽¹⁾」）。ところが、都銀のこの種の反論は委員会の内部だけでなく外部においても、日銀の窓口規制に対する批判その他の形で主張されたようであって、このことは『エコノミスト』37年11月13日号に掲載の蔵相発言からうかがうことができる。

（1）都銀の反論はその後常設調査企画部会の報告書「オーバー・ローンの是正について」（38.4.2）に対する批判となり、その結果、この批判を考慮した金融制度調査会「オーバー・ローンの是正に関する答申」（38.5.9）となるが、この間の都銀側の事情については、全国銀行協会連合会『銀行協会20年史』40年、252—55ページ参照。

「今度、日銀が買オペの弾力的運用にふみ切ったのは、日銀としてはなかなか思い切った措置ですが、あれは、日銀がやらなければ、前に池田首相が大蔵大臣の時にやったように、資金運用部の余裕金をもってオペレーションをやるとか、日銀の窓口のほかに別の窓口をつくるとか、こちらでも考えますよ。」「市中銀行は腹の中では日銀は締めすぎると不満に思っている。そこで、財政余裕金の弾力的運用を行なうという話が出てきた。日銀の窓口を通じて買オペをやるとか、窓口預託をしてくれというんだ。こういう声が強い上に、この方法は日銀がちょっと判断を間違えると金融の二元化となる。日銀もそういうところは百も承知しているから、今度の措置にふみ切ったのだろう。」

新方式の仕組みと運用目標についてはさきに述べたとおりであるが、いまや、日銀がそのような新方式の採用という選択をあえてしたことの根本的意図がほぼ明らかになったであろう。それは接近した自由化への対応のための金融改革（正常化）体系を予定して、それへの第1歩の選択を意味したといえよう。新方式のゆくえに関する日銀側の展望を紹介して、小論の前半部分を終わることとしよう。

「日銀も市銀もどちらもゆきづまったままではどうしようもないから、日銀が第1歩をふみ出したのですが、第2歩までには相当時間のズレがあると思います。新方式がどのように運用されるか、市銀の貸出し態度がどうなるか、それから金利がどれだけ下るか、債券の売買市場がどのように育成されるか、証券会社の機能の分化が行われるかどうか等の条件がなければ既存のオーバー・ローンの処理はむずかしいです。今度の措置はオーバー・ローンのこれ以上の累積をおさえるのがせいぜいで、過去の累積分についてはまだ何もきまっていません。」（吉野「新方式買いオペの意義」）

Ⅲ 新方式成立以後の金融政策

新方式の成立以後の金融政策の実施状況の考察に入ろう。その実施過程で新方式の仕組みが予定どおりに働き、その運用目標が実現されたかどうかを検討するのが目的である。このときの金融政策実施状況は、日銀調査局『日本銀行——その機能と組織』（42年）や日本経済調査協議会編『景気調整とインフレーション』（50年、東洋経済新報社）等において述べられているが、⁽¹⁾簡単にすぎて小論の目的のためにはそれほど参考にならない。その実施状況

（1） その他、川口弘『日本の金融』41年、日本評論社、生川栄治『信用制度と資本蓄積』42年、有斐閣、等がある。

をいっそう詳しく調査する必要がある、その調査の結果をまず表示しておく。なお、37年10月に引締め措置の緩和でもって始められた緩和方針は、後述のように早くも38年9月には引締め方針に転じ、これが39年にかけて進行することになるのであるから、38年9月をもって時期区分した上で考察を加えるのが適当であろう。

1 新方式の成立から38年8月まで

第1表 金融政策実施状況（新方式～38年8月）

37年10月	27日	公定歩合1厘引下
11月	1日	準備率引下、限度額制度を都銀10行に適用；27日 公定歩合1厘引下
12月	3日	政保債500億円買入；14日 同上500億円買入
38年1月		限度額制度の限度額10%削減
2月	2日	政保債等500億円買入
3月	2日	同上500億円買入；20日 公定歩合1厘引下、限度額制の限度内高率引下（日歩1厘へ）
4月	8日	政保債500億円売戻；20日 公定歩合1厘引下、限度額制の限度額5%削減
5月	7日	窓口規制廃止、政保債等1000億円売戻延期
6月	2日	政保債等700億円買入；14日 同上700億円買入
7月	1日	限度額制の限度内高率廃止；3日 政保債等400億円買入
8月	2日	同上592億円買入；12日 同391億円買入

第1表に示した諸施策のうち、新方式の運用状況については沢田悌（日銀総務部長）「新金融調節方式について」（『金融』198号、38年9月）がある。この論文の根本的意義については後述することとして、さしあたっていうと、個別銀行に対して内示されるにとどまり、したがって、ふつうほとんど知られていない限度額制度の運用に関して、他からは得られない情報を提供していて、貴重である。そこで沢田論文その他によって新方式の運用状況を考察することから始めよう。

債券売買がほとんど毎月実施されており、債券売買の弾力的実施という既定の方針が実現されたことがわかる。しかし重要なのは、買入れに積極的で

ある反面で売戻しには消極的な傾向がみられることであり、その結果、8月までに買入れ超過は4283億円に達した。たとえば、37年12月には年末の繁忙にそなえて1000億円の買入れを実施したが、その直後の38年1月の現金還流期に売戻しを延期し、また、2月と3月の財政揚超期に合計1000億円の買入れを行なった後、4月には財政が巨額の撒超に転じたにかかわらず売戻しは500億円にとどまっている。このように売戻しを差控えるならば、その結果、それだけ市場が緩和傾向になることはいうまでもない。日銀はこの傾向に対して何の措置も講じなかったわけではなく、限度額制度の運用によって対処した。限度額制度が37年11月はじめて都銀10行に対して適用されたとき、各行別の限度額は高率適用制の第2次高率の10月末の枠をいく分上回るところにきめられていた。それが第1表のように1月と4月にそれぞれ10パーセントと5パーセント削減されたのは、そのとき売戻しを差控えたことに対してカバーをとるためであった。沢田論文はこの間の事情を、「1月には、年末に急増した銀行券が還流するので売戻しをするか貸出限度を引下げるかが問題になったが、オーバー・ローンの漸次的解消をはかるとの意味合いから売戻しはさし控えられ貸出限度の削減が行なわれた」といい、また、4月には「2400億円も撒超になったが、これに対して一部(500億円)売戻しが行なわれ、一部貸出限度額の削減が行なわれた」と記している。このように限度額の削減によってカバーしながら売戻しを差控えるという債券売買運用の意図は、上記の引用文によれば、既存のオーバー・ローンの漸次的解消にあった。そこで、このことを重視するならば、オーバー・ローンの激化の阻止という新方式発表のときの債券売買の運用原則は早くも変更されて、それを超えた運用がなされたとみなければならない。⁽²⁾

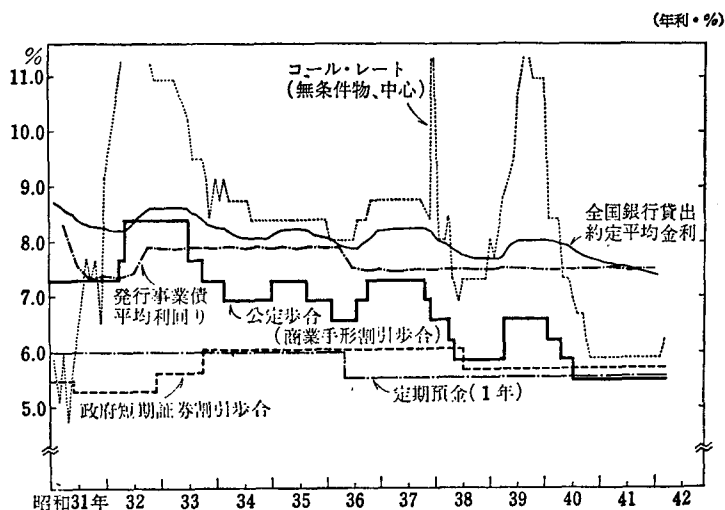
- (2) 沢田論文のつぎの一節は、微妙な表現のうちに運用原則の事実上の変更に言及しているように見える。「もちろん、この制度自体としては、これ以上オーバー・ローンが激化しないことを目安としているだけである。しかし財政が揚超の時にもオーバー・ローンを激化させない、撒超時には妥当な成長に見合う買オペを行なうということは、趨勢的にはオーバー・ローンが次第に解消することを意味する。もち

もっとも 売戻し差控えに対するカバーの意味をもって限度額制度が運用されたとはいっても、その運用が相当の効果をもったかどうかは別の問題であって、これはむしろ否定的に評価されねばならないであろう。何となれば、限度額削減にかかわらず、少なくとも38年8月までは、「総じて限度額の余裕が金融繁忙のピーク時においてもそれほど窮屈でないような配慮」(沢田)が加えられていたのであるし、さらに、限度額内の貸出しに適用される高率が38年3月に引下げられ、7月には高率適用そのものが廃止されたからである。

つぎに、公定歩合政策の運用状況の検討に移ろう。公定歩合は37年10月27日に1厘引下げられた後、同年12月、さらに38年に入って3月と4月に、それぞれ1厘ずつ引下げられ、これをもってこの期間の引下げは一段落したが、その結果、それは第1図のように1銭6厘という戦後最低の水準に達した。公定歩合の引下げに伴って、銀行貸出金利(4月には標準金利だけ)が預金金利の引下げを伴なわぬままでも1厘引下げられたことを、付言しておくのが適当であろう。ところで、興味深いのはこの連続4回の公定歩合の引下げの目的として何がいわれていたかである。37年末の2度の引下げのときは、国際収支等経済状況の好転にもとづく引締措置の緩和であったが、38年春の2度の引下げの場合には、金利体系を是正し金融正常化を一段と進めるためであった。ここでは後者に注意を向けよう。というのは、金利体系の是正とは直接にはコール・レートの引下げを指し、これによりその水

ろん、タイム・テーブルをもって計画的に日銀貸出しを減らすことは金融調節を強力的に行なうという趣旨に反するが、新方式がうまく運営されれば、長い眼でみてオーバー・ローンは次第に解消していくことを期待しているとみてよいと思う。」吳前掲書136ページによれば、「新方式実施当時は、日銀は事情が許せば成長通貨の供給に必要な以上に債券を買入れ、貸出しを回収して、オーバー・ローンを漸次解消しようと考えていた」のである。これは、細部の説明がないので必ずしも明白でないが、初期に早くも運用原則を転換した後の債券売買について記しているのかもしれない。なお、『日本銀行——その組織と機能』は新方式の意図をオーバー・ローンの「累増の抑制」(96ページ)といい、また「漸次的解消」(126ページ)とも述べて、不統一を示している。

第1図 主要金利の推移



出所 日銀調査局『日本銀行』（改訂版）

準を債券利回り以下へもっていくことをいうが、日銀総裁がこの目的をあげたのに対して、このときの蔵相談話では国際金利水準へのサヤ寄せが強調されたのであって、両者の間には大きな距離があったからである。⁽³⁾ このときの公定歩合引下げについては実は興味深い背景があり、細部は後述する予定である。ここでは公定歩合引下げの目的における相違の問題を、とりあえず指摘するにとどめておく。

さて、日銀は38年3月と4月に第1表のように金融政策の諸手段を集中的に実施した後に、5月7日にいたってついに窓口規制を廃止したのであるが、このことに対してはとくに注意をはらう必要がある。日銀総裁によれば窓口規制の廃止は銀行の新しいあり方（健全銀行業——筆者）への日銀の信頼にもとづいたものである（『金融』第196号、38年7月）が、さらにその信頼の背

(3) 渡辺佐平「低金利政策と買オペ」『経済評論』38年6月（同『現代の金融政策』38年、日本評論社、に再録）が詳しく分析している。

景にはその時の金融状態に対する判断があったものと思われる。『金融』195号の記事が、窓口規制廃止の背景として、前年の引締め期における銀行の巨額の含み貸出しが4月末によく解消したこと、また、資金需要が落ついていて規制を廃止しても貸出しの激増が考えられないこと、をあげているのがそれである。ところが銀行貸出しはこの見込みに反して、規制廃止後の6月から第2表のように急増したのであって、そうだとすれば都銀の健全銀行業に対する日銀の信頼はたちまち動揺したはずである。とくに注意を払う必要があるのはこのことであり、これについては後でもう一度言及したい。

第2表 都銀貸出増加額

	38年	37年	36年
	億円	億円	億円
4月	776	286	353
5月	674	711	840
6月	1,562	819	857
7月	1,238	655	719
8月	1,107	637	618

出所 『バンキング』第187号，9ページ。

6月以後の銀行貸出しの激増の原因についていく分考察を加えておこう。企業が資金ぐりの先行き困難を予想して借り急ぎ・借りだめをしたことがいわれるが（「わが国の企業流動性と金融政策」日銀『調査月報』40年1月），しかし，このとき都銀がいちじるしい金融緩和を見込んでいたこと（山田春「新金融調節方式と融資ルール」『経済評論』40年4月）も無関係とはいえぬであろう。また，窓口規制の廃止後の5月14日に日銀が債券売戻しの延期を決定し，さらに6月には1400億円の債券買入れ

を実施し，これが結果的には6月下旬に「異例の緩和」（沢田）を発生させたことも看過してはならないであろう。

沢田論文は，38年8月までの新方式がまずまずの成果をあげたと述べても，他面では含蓄に富む記述をしている。すなわち，新方式の運用状況だけを説明して公定歩合政策に関しては全然述べないまま，新方式の運用には弾力的・予防的な金利政策が「もっとも肝要」と抽象的にだけいっており，何ごとかを暗示するようにみえるからである。つまり，このとき金融政策の運営について政府から強い要請ないし圧力があったという問題である。こ

の問題は当時の新聞・雑誌等において活発にとり上げられていたのであるから、この種の事実を詳細に収集してみても、それほど意味があるとは思われない。そこで、以下においては37年11月の金融政策の新局面以後の政府の見解の展開をたどることとし、これによって、当時は単に大蔵省のみならず池田首相の積極的姿勢が顕著であって、日銀への要請ないし庄力もそれだけ強力であったこと、また、その政府見解の根底には、「低金利革命」を目ざす成長主義の金融観があったことを、明らかにしたい。

金融政策の新局面の当初における政府見解として興味あるものは、11月13日『エコノミスト』の蔵相発言であって、そこには、今後の景気調整は財政面では一般会計のほかに財政投融资で実施することになるので、これに対応する措置が日銀の買オペの機動化であるとの考方がいわれている。新方式の発表のさいの蔵相談話が主に債券売買に言及して、総裁談話との間に微妙な相違を示していたことについては既述のとおりであるが、それはいま紹介した蔵相の考を反映していたものと思われる。また、この蔵相談話はつぎの点でも重要である。すなわち、公定歩合は蔵相や総理大臣の問題ではなく、日銀総裁が考えるべき問題だが、それは理屈だけの話で、大いにお互の意思を調整してやることになると述べ、その運用のタイミングについては、緩和にふみ切るのが遅れたというが、これからは政府が引受けますと極めて強い調子でいい切っているのが目立つからである。

つぎに重要なものとしては38年1月23日議会で蔵相の財政演説がある。演説は正常化をいっそう推進(株式・公社債市場の育成強化)する考を示すとともに、とくに金利については低金利政策(国際競争力強化のためにも国際金利水準へ可能なかぎりサヤ寄せ)を強調している。しかも、この低金利の主張は日銀総裁が年頭所感で述べた見解(金融経済状況に対応しての弾力的金利政策と長短金利の逆転是正とを優先して、金利水準低下には慎重)〔『金融』第190号、7—8ページ〕と鋭く対立していたのである。

さて、大蔵省は財政演説に示された低金利推進の方針を実施に移すための

協力を得る目的で、3月4日、金融界首脳との間に「金融懇談会」を開いた。懇談会へは首相がみずから出席し発言したが、この種のことは日露戦争のとき以来といわれるものであったから、この懇談会は、上記のように3月と4月にとくに集中して公定歩合引下げその他の政策が実施されたことに対して少なからぬ影響を及ぼしたと考えられる。ところで、我国の金利水準の国際割高説はコール・レートを除く他の金利には妥当しないというのが日銀の見解であって、総裁はこの見解を発表していた。（『バンキング』第180号、8ページ）したがって、日銀は政府の圧力によって公定歩合の引下げを余儀なくされたときも、コール・レートの引下げに関係するかぎりでは、この名目を立てることを選んだのではないと思われる。公定歩合の引下げに対して銀行界からも批判が強かった中で、結局日銀が3月と4月の2段階に分けて引下げを実施したとき、総裁が目的として金利体系是正を示したのにはこのような背景があったものと考えられる。

ついでに政府の見解をもうひとつ紹介しておこう。6月10日の全国銀行大会において首相が、金利の景気調節機能を重視する見解に対して、長期的観点から金利水準の低下を優先する立場を強調した（『金融』196号、9ページ）のがそれである。

さて、金融政策の運営に対するこのような政府の見解を、その背後において支えていた経済・金融観はいったい何であったか、この問題について一言しておこう。それが30年代に抬頭した成長論であることは改めていうまでもないが、より具体的には池田首相の「宏池会」へ提出された「低金利革命論」（下村治）であったとみてよいであろう。細部を省略するが、第1表の示す38年3月以後の金融政策実施状況は「低金利革命論」のいう第1ラウンドの金融政策プラン（下村治『経済大国日本の選択』46年、東洋経済新報社、371ページ）に酷似していることに、驚かざるをえないのである。

2 38年9月から39年3月まで

第3表 金融政策実施状況（38年9月～39年3月）

38年9月	8日	都銀上位4行に対する限度額5%削減
10月	9日	政保債等723億円売戻；10日 都銀6行に対する限度額5%削減
11月	7日	金融債332億円売戻
12月	13日	政保債1000億円買入；16日 預金準備率引上（当座性預金のみ）；
	28日	政保債1000億円買入
39年1月	10日	貸出増加額規制（新窓口規制）実施
2月	24日	政保債等700億円買入
3月	3日	政保債等493億円買入；17日 公定歩合2厘引上

上記第3表の金融引締め実施過程にみとめられる特色は何であろうか。それはつぎの2点にまとめることができよう。第1は、引締めが9月にまず限度額制度の限度額削減をもって開始され、続いて諸手段——第3表には出ていないが、債券買入も引締め気味に運用された——がとられた後、公定歩合の引上げがもっとも遅れて39年3月に実施されたことであり、第2は39年1月に貸出増加額規制すなわち新窓口規制が復活されたことである。公定歩合の引上げが遅れたのは、この時期にもまた引上げに対する政府の反対が強かったためである（たとえば「公定歩合引上げ回避は妥当か」『週刊東洋経済』39年2月1日号）。しかしこの問題については立入った考察を加える必要はないであろう。重要なのは貸出増加額規制の実施である。これは銀行貸出しそのものを直接に規制しようとする点では旧窓口規制と同じであるが、銀行の貸出増加額の目標を3カ月単位で前年同期の何パーセントというようにきめるものであって、その期間内に銀行の貸出調整をやりやすくする点において、また、増加額を明示する点において、特色をもった。このときは都銀等に対して、各行一率に前年同期の増加額の10パーセント減で適用された。

ところで、この引締め期には、引締め効果が現われるまでに長い期間を要したことや、39年下期には深刻な不況現象が現われたことが特徴的であった。そこで、このような特徴に対して金融政策がどう関係したのかが、当時の問題となった。しかし小論ではこの問題には入らない。小論の課題からは、新窓口規制の復活が何を意味したのかが問題なのである。その復活は公定歩合の引上げが政府の反対によって阻止されていることに対するカバーである

との解釈が、当時すでに提出されていた（『バンキング』191号〔39年2月〕）。しかしながら、問題はそれにとどまらず、新方式の仕組みと運用目標に照らして、新窓口規制の復活の意味を検討することであろう。換言すれば、貸出限度額制度はこのとき廃止されたわけではなく継続のままで、これと平行して貸出増加額規制が、しかも旧窓口規制廃止後6カ月にして、復活されたところに問題があるのである。この問題については宇佐美洵（日銀総裁）「昭和39年の金融引締めの問題点」（『金融学会報告』第22号、40年、東洋経済新報社）が有益である。

昭和37年10月に新金融調節方式を定めましたとき、わたくしどもはこの調節方式さえうまく運営するならば、もはや旧来の窓口指導を併用する必要はないと考えたのであります。しかし、昨年1月になぜ新しい窓口指導を新金融調節方式の下において実施せざるをえなかったかと申しますと、他の金融政策諸手段を円滑に実施することが諸般の事情から困難であったことにもよりますが、それよりもいっそう重要なことは、新金融調節方式を補強する必要が感ぜられたという事実であります。すなわち、新金融調節方式は日本銀行と市中銀行との関係を規制するだけであって、市中銀行と一般企業との関係については間接的な影響を期待するわけであり、先にも述べたように、その間接的な効果は相当発現したのであります。当時の市中銀行の貸出し態度からみて、さらにこれを補強する措置が必要と考えられたのであります。」

要するにここでは、限度額制の運用により都銀の健全銀行業を見込み、これによって金融政策の有効性を高めようという新方式の運用目標が実現をみなかったこと、そして新窓口規制はこの事態への対応にほかならなかったことが述べられているのである。⁽¹⁾ 宇佐美論文はいくらか控え目の表現をしているが、しかしそれは新方式の挫折を意味したとみるべきであろう。これに対して、呉前掲書（144ページ）はつぎのようにより端的にその挫折を表現しているのである。

「新金融調節方式採用後最初の金融引締めが、昭和38年9月以降債券売買操作を引締め気味に運用することによって始められたが、あまり効果がなかったので、39年1月に

（1）新窓口規制の復活以後の限度額制度は、もはや日銀の貸出政策の基本ではなくなり、「日銀が貸出抑制制度を変更するさいに利用する一手段」（呉前掲書144ページ）に転ずるにいたる。

貸出増加額規制が開始された。前述した貸出限度額制度の運用原則からいえば、銀行は自主的に融資を抑制するはずであったが、期待どおりにはいかなかったわけである。その点で貸出増加額規制の実施は新金融調節方式の否定であったといえよう。」

IV む す び

一つの制度は、年月が経過し状況が推移するとともに、制度創設当初の意図とは異なる役割を果たすにいたることが少なくないが、新方式においてはまさにこのことがあてはまるように思われる。このように考えて、小論ではまず新方式の仕組みと運用目標、さらに新方式の採用の根本的意図は何であったかを明らかにした。これらについての理解を確実にした上で、新方式の成立以後の金融政策実施状況を検討してみると、39年1月の新窓口規制復活は早くも新方式の運用目標の挫折を意味したということになる。挫折の原因は都銀の健全銀行業の期待が実現しなかったことにある。しかしながら、もともと「現在の日本に都銀の自己責任原理があるのかどうか疑問」（湊守篤）とみられていた状況であったとすれば、その期待が実現しなかったことの原因の一半は溯っていえば日銀の金融政策運用における自主性の弱さにあったといえるのではないか。⁽¹⁾

ところで、この結論に関連してもうすこし所見を追加しておこう。新方式の運用を再検討する日銀の動きの問題である。総裁は39年の年頭所感で微妙な表現によって再検討の問題にふれていた（「今後ともこの方式を効果的に運用し金融調節手段の一環として活用していく所存」〔『金融』第202号〕）が、日銀部内ではすでに38年11月の支店長会議で再検討の方針が示されていた。このことを伝えた『バンキング』第189号（38年12月）が、同時に、日銀の債券買入を批判（「最近の市中銀行の貸出行動をみると、オペよりも貸出が貸出よりも窓口規制がわが国の実情に即した金融政策」）していたことは注目せねばならない。このように考

(1) この時期の日銀総裁は山際正道であった。山際総裁時代（31年11月～39年12月）の日銀の政策運営については 呉前掲書119ページに感想が述べられている。また吉野俊彦『歴代日本銀行総裁論』（S1年3月、毎日新聞社）がさらに詳しくとり上げている。

えれば、問題はその前の6月以来の銀行貸出激増にすでに始まっていたということになる。新窓口規制の復活が新方式の運用目標の挫折を意味したとすれば、9月の沢田論文はその動揺を暗示したのであり、あらかじめ一言しておいたその論文の根本的意義はここにあったといえるのではないか。

日銀総裁は全国銀行大会の演説で、さしあたり35年以後についてみると、毎年、銀行に対して健全銀行業を要望し続けている。しかし注意してみると39年を境にしてその要望の基調には変化がみとめられる。正常化がいわれるときにも、それはオーバー・ローンの問題ではなく、主に公社債市場育成を意味している（40年第19回大会）からである。⁽²⁾

-
- (2) 石川常雄「新金融調節方式の問題点」『東洋経済臨時増刊・金融政策特集』（49年2月8日）は、新方式発足以降10年の債券オペレーションの経過をたどって、当初の新方式の目標（オーバー・ローンの改善と都銀の健全銀行業の回復）の達成度いかんを検討している。小論は石川論文とは考察の基本観点を異にする。念のため小論を要約しておこう。新方式は自由化への対応策としての金融改革（正常化）の第1歩であった。債券売買によってオーバー・ローンの激化を防止し、また、限度額制度によって都銀の自主的融資調節を見込む仕組みであり、金融政策の有効性を高めることを目標としたが、金融政策実施過程ではその仕組みは期待どおりには働かず運用目標は挫折した。新窓口規制の復活はその挫折の表現であった。なお、それ以後は新方式の形骸化が進むこととなるが、これは小論では示唆されるにとどまっている。