

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学政治経済研究所 公開日: 2013-05-24 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 黒田, 晁生 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/15011

高度経済成長期における 日本銀行の金融政策Ⅱ

黒田 晁 生

《論文要旨》

日本経済は昭和30年代において「神武景気」から「岩戸景気」へと続く高度成長を遂げた後、深刻な「昭和40年不況」に一旦は陥ったものの、それを克服した後の昭和40年代前半には再び高度成長軌道に戻って「いざなぎ景気」と称されるようになった。本論文は、「昭和40年不況」から「いざなぎ景気」に至る期間において日本銀行総裁の座にあった宇佐美洵第21代総裁の金融政策を批判的に検討したものである。

宇佐美総裁の在任期間中における最初の重大な出来事は、株式ブーム崩壊により経営危機に陥った山一証券への取り付け騒ぎを抑えるために、1965年5月に日本銀行特別融資を実行したことであった。田中角栄蔵相の政治的主導によって一気呵成に日本銀行法第25条の初発動を余儀なくされたことは、日本銀行にとって「最後の貸し手」機能が濫用されたという意味で、後々までトラウマとなる出来事であった。

宇佐美総裁にとっての次の重大事は、「昭和40年不況」下での税収不振に伴う歳入欠陥をいかに補填するのかという課題に直面した福田赳夫蔵相によって、1966年1月に長期国債発行が開始されたことであった。宇佐美総裁は、大蔵省との交渉において国債の日銀引受に強く反対し、市中消化を推進すべしとの姿勢を貫き通したが、国債発行開始後に日本銀行の金融政策が国債管理政策への配慮を求められるようになったことは否定できない。

宇佐美総裁は在任期間中に計6回の公定歩合操作を行ったが、その中でもっとも注目されたのは、1969年8月末に国際収支の大幅黒字下で決定した公定歩合の引上げであった。これによって日本銀行の金融政策の目的は、従来における国際収支の均衡から国内物価の安定へと変更されたと理解されるが、その際に対外均衡を以後どのようにして維持していくのかについての事前の考察は不十分であった。

キーワード：昭和40年不況、日本銀行特別融資、長期国債発行、国債管理政策、いざなぎ景気、国際収支黒字下の金融引締め

はじめに

日本経済は昭和30年代（1950年代後半から60年代前半）において「神武景気」から「岩戸景気」へと続く高度成長を遂げた後、深刻な「昭和40年不況」に一旦は陥ったものの、それを克服した後の昭和40年代前半（1960年代後半）においては再び高度成長軌道に戻って「いざなぎ景気」と称されるようになった。

本論文は、「昭和40年不況」から「いざなぎ景気」に至る期間において日本銀行総裁の座にあった宇佐美洵第21代総裁の金融政策を批判的に検討したものである。1.では、「証券不況と日本銀行特別融資の実施」、2.では「国債発行と国債管理政策への配慮」、3.では、「『いざなぎ景気』の到来と国際収支黒字下での金融引締め」、について論じる。

なお、本論文の内容は、宇佐美総裁の前任者である山際正道総裁の下での金融政策について論じた拙稿「高度経済成長期における日本銀行の金融政策」（『政経論叢第78巻第5&6号』2010年3月）に続くものである。

1. 証券不況と日本銀行特別融資の実施

(1) 宇佐美第21代総裁の就任

1964年（昭和39年）12月17日、成立間もない佐藤栄作第1次内閣の田中角栄蔵相は、突然の談話を発表し、山際正道第20代日本銀行総裁から12月1日付けで極秘裡に出されていた辞表を受理するとともに、後任の第21代日本銀行総裁として三菱銀行頭取の宇佐美洵氏を起用することを明らかにした。また、新総裁選考の過程で宇佐美氏とともに候補にあげられていた佐々木直副総裁については、宇佐美氏からの強い希望を受けてその留任を要請し、

本人からの了解を得たことを併せて明らかにした⁽¹⁾。

宇佐美氏は、1924年（大正13年）に慶応大学経済学部を卒業した後、三菱銀行に入行し、若き三菱銀行マンとして1928年からは上海支店、1932年からはニューヨーク支店に勤務した。当時のアメリカは、1929年10月24日の「暗黒の木曜日」に端を発した大不況の最中であった。ニューヨーク支店に在勤中の宇佐美氏は、1933年3月に就任したばかりのフランクリン・D・ルーズベルト新大統領が、銀行の取付け騒ぎに対抗して全米規模での「銀行休日」を宣言したり、大不況対策としてのニューディール政策を矢継ぎ早に実施するのをつぶさに観察する機会を得たのであった⁽²⁾。

宇佐美氏は、第2次世界大戦の敗戦時には三菱銀行の業務部業務課長であったが、戦後になって調査部長、総務部長、取締役兼本店営業部長などの要職を歴任した後、1954年に常務取締役となり、1959年には副頭取、1961年11月には頭取に就任した。三菱銀行頭取としての宇佐美氏は、主要都市銀行の輪番でたまたま1962年に全国銀行協会連合会会長を引き受けた際に、通商産業省が立案した「特定産業振興法」に断固として反対し⁽³⁾、結局同法案を流産させてしまったことにより、財界において一躍その名を知られるようになった。当時の経済団体連合会会長であった自由主義者の石坂泰三氏の知己を得た宇佐美氏は、経団連財政金融委員長として活躍の場を与えられ、財界での発言力を強めていった。

宇佐美氏は、退陣前の池田首相とも密接な関係を築いていった。宇佐美氏が最初に池田首相と会ったのは、桜田武日清紡績社長の斡旋により岩佐凱美富士銀行頭取、中山素平日本興業銀行頭取と一緒に池田首相に金融問題について話をした際といわれているが、その後、頭取3人の中では宇佐美氏が最も積極的に池田首相に接近して、日本経済が1964年秋に不況局面入りする頃までには、池田首相としばしば会って個人的に経済一般に関する意見を具申する関係になっていた⁽⁴⁾。また、1964年7月の自由民主党総裁選挙では、

宇佐美氏が池田首相を応援してその三選に貢献したことが、次の日銀総裁候補としての宇佐美氏の立場を固める決定的な理由になったともいわれている⁽⁵⁾。

こうして宇佐美氏は、民間銀行の現職頭取が日本銀行総裁に就任する文字通り初めてのケースとなり、財界やマスコミは、成立したばかりの佐藤第1次内閣による名人事としてこれを持ち上げた。しかし、それまで三菱銀行頭取の立場から日本銀行の金融政策運営を手厳しく批判していた宇佐美氏を新総裁として迎えることになった日本銀行の内部では、佐々木副総裁を中心に山際総裁時代の金融政策を担ってきた幹部らが予期せざる事態の展開によって大きな衝撃を受けていたのであった⁽⁶⁾。

そうした中で、三菱銀行員に対する別れの挨拶において「これからは日本全体の金融政策を考えていかねばならぬので、きょうで三菱とははっきり縁を切ります」⁽⁷⁾と述べた宇佐美新総裁は、秘書も伴わず単身で日本銀行に乗りこんだ後、金融引締め効果の浸透に伴い生産調整が本格化して産業界には不況感が漂うようになった状況の下で、深刻化する不況を克服することを狙いとした大胆な金融緩和と政策を即座に実施していった。すなわち、就任したばかりの宇佐美総裁は、すでに山際前総裁が辞任直前の1964年12月16日に準備率を引き下げているのを継いで、1965年1月8日に公定歩合の1厘引下げ（商業手形割引歩合、日歩1銭8厘→1銭7厘）を決定するとともに、同年1～3月期の「貸出増加額規制」の度合いを緩和することによって、明確に金融緩和と政策に転換した。また、同年3月6日に特殊鋼業界の代表メーカーであった山陽特殊製鋼が倒産したこともあって、産業界の不況感が一段と強まっていった中で、4月2日には公定歩合の第2次1厘引下げ（→1銭6厘）を決定した。さらに、後述するように同年5月29日には山一証券の経営危機に対処すべく日本銀行法第25条に基づく特別融資を決定するとともに、株式市場や景気に関する不安感の払拭を狙いとして同年6月26日に

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

公定歩合の第3次1厘引下げ（→1銭5厘）を決定したほか、約2週間後の7月8日には準備率の再引き下げを決定した。

このように総裁就任直後から見せた宇佐美総裁の果敢な行動力は、ややもすれば優柔不断の感があった山際前総裁とは対照的であり、宇佐美新総裁の誕生を当初から歓迎していた財界やマスコミからは高く評価されることになった。また、当初は警戒的であった日本銀行内部においても、後述するように次第に宇佐美新総裁が人心掌握に成功することにつながっていったのである。なお、宇佐美総裁時代における主要経済指標の推移を図表1としてここで予め掲げておく。

図表1 主要経済指標の推移（1965-1969年）

	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年
実質GDP成長率 (90年価格, 前年比%)	5.7	10.2	11.1	11.9	12.0
鉱工業生産指数増加率 (2000年平均=100, 前年比%)	3.8	13.2	19.3	15.5	16.0
卸売物価指数上昇率 (昭和9-11年平均=1, 前年比%)	0.8	2.4	1.8	0.9	2.1
消費者物価指数上昇率 (昭和9-11年平均=1, 前年比%)	7.2	4.8	4.1	5.6	5.6
マネーサプライ増加率 (M2末残, 前年比%)	14.5	13.5	11.1	13.1	8.4
日経225種平均株価 (年末値, 円)	1,417	1,452	1,283	1,714	2,358
経常収支 (IMF方式, 百万ドル)	932	1,254	▲190	1,048	2,119
日本銀行公定歩合 (年末値, 下段括弧内は年率%)	1銭5厘 (5.48)	1銭5厘 (5.48)	1銭6厘 (5.84)	1銭6厘 (5.84)	— (6.25)

(資料出所) 『日本銀行百年史資料編』および『日本長期経済統計』

(注1) 経常収支の▲印は赤字。

(注2) 日銀公定歩合は1964年末の1.80銭から、1965年中には1月・4月・6月に3回引下げ、1967年中には9月に引上げ、1968年中には1月に引上げ後8月に引下げ、1969年中には9月に引上げ。

(2) 証券不況に至る経緯

宇佐美総裁の在任期間中における最初の重大事は、1965年5月の日本銀行特別融資による山一証券救済であった。ここではまず、山一証券救済劇の背景として、1958年6月から1961年12月に至る「岩戸景気」当時の株式ブーム崩壊によって証券業界が苦境に陥っていった過程を整理しておくことにしよう。

1958年から1961年にかけて株式市場は活況を呈し、東京証券取引所を中心とした全国証券取引所の株式売買高は急増したが、その主因となったのは株式投資信託に対する人気の高まりであった(図表2を参照)。すなわち、「岩戸景気」の下で企業業績が好調に推移していたことを反映して株価が上昇傾向を辿ると、銀行預金や郵便貯金と比べて利回りの高い株式投資信託の売れ行きが好調となり、それに伴う株式投資信託の大量設定が株価を更に上昇させる要因となった。株式投資信託の残存元本(純資産額)は、1956年末の677億円から1961年末の1兆268億円へと急増した。そうした状況下、証券会社は、手持ちの株式を増加させてディーリング(自己勘定での売買)や推奨販売(顧客に対する割安株のサービス販売)を積極的に行うとともに、折からの新規公開株ブームに棹差して引受業務を拡大することなどによって、高収益をあげた。さらに、1961年1月には債券のみを組み入れて運用する公社債投資信託が発足し、株式や株式投資信託への運用にはなお躊躇いがあった大衆の間で人気を呼んだ。公社債投資信託は、「銀行よサヨウナラ証券よコンニチハ」のキャッチ・フレーズとともに、大衆向けに爆発的な売れ行きを示し、企業の一時的な余裕資金の運用対象にもなって、発売後まもない同年6月末の残存元本額は1,642億円に達した⁽⁹⁾。

株式投資信託や公社債投資信託のブームに乗った証券業界は、店舗数や従業員数の急増が端的に示すとおり急速な規模拡大⁽⁹⁾を遂げたが、それは同時

に、業容拡大に必要な資金を調達するためにいわゆる「運用預り」が膨張していった過程でもあった。運用預り制度とは、証券会社が顧客に一旦販売した債券（主として金融債）を一定の品借料（例えば、日歩1厘）を支払って再び預った上で運用する制度であるが、証券会社はそうした運用預り債券を投資信託からコール・マネーを取り入れたり、中小金融機関などから借り入れたりする際の担保として主に用いていた⁽¹⁰⁾。証券会社の運用預り残高は、1957年9月末の374億円から1960年9月末の1,460億円へと急増した後、運用預り制度が投機的な思惑を助長していることを懸念した大蔵省による規制強化もあって一旦は減少したものの、1962年以降株価が下落に転じた中で資金繰りの悪化した証券会社が運用預りへの依存度を強めるに及んで、1963年9月末には2,000億円を超えるに至った⁽¹¹⁾。

さて、日経平均株価（東証ダウ）は、1958年以降ほぼ一本調子で上昇を続けていたが、「岩戸景気」の過熱に対処すべく1961年7月21日に日本銀行が公定歩合引上げを実施して本格的な金融引き締めになると、その直前の7月18日につけた当時の既往最高値1,829円から一転して下落傾向を示すようになり、1962年10月下旬にはピーク時の7割弱の水準にまで落込んだ。その後、同年10月26日に公定歩合引下げが実施されたことなどから1963年3月末には一旦1,600円台を回復したものの、アメリカ政府による金利平衡税の発表（7月）、ケネディ大統領の暗殺（10月）、日本銀行による必要準備率の引上げ（12月）と株価へのマイナス材料が相次いだことから、日経平均株価は1963年12月中旬にはついに1,200円の大台割れ寸前にまで下落したのであった。

株価が下落傾向に転じるとともに株式投資信託の解約・償還が急増して、証券会社の運用可能資金額（新規設定額から解約・償還額などを差引した金額）の増加には急ブレーキがかかった。一方、企業の増資は高水準を続けたので、株式市場の需給は急速に悪化していった。そうした中で、株価の急落

図表2 株式投資信託の設定額および純資産額の推移（1956-1969年）

（単位：億円）

	株式投資信託 設定額	株式投資信託 純資産額	全国証券取引所 株式売買代金	全国証券取引所 株式時価総額
1956年	514	677	13,404	17,047
1957	926	1,369	15,787	17,456
1958	1,064	2,097	23,903	24,091
1959	1,825	3,301	55,889	39,289
1960	3,620	6,042	93,343	56,435
1961	5,882	10,268	98,072	64,296
1962	3,471	11,306	98,933	80,029
1963	3,318	11,703	82,335	77,175
1964	3,301	11,615	48,295	76,943
1965	1,935	9,081	57,829	88,044
1966	1,979	7,652	75,705	97,369
1967	2,165	6,163	62,814	96,391
1968	2,301	5,664	117,231	131,338
1969	4,124	7,179	186,748	190,302

（資料出所）東京証券取引所『証券統計年報』1998年，同『東証要覧』2005年，投資信託協会ホームページ。

に対処すべく買い支えに動いた証券会社は，手持ち株式の増加によって資金繰りが逼迫した。さらに，金融引き締め開始とともに，一時的な余裕資金の運用対象として公社債投資信託を購入していた企業が一斉にその解約に走ったが，当時においては公社債の流通市場はほとんど無きに等しい状態であったから，証券会社自らが買い取りに応じざるをえず，手持ち債券の増加が証券会社の資金繰り逼迫に拍車をかけた。1962年以降，証券会社が運用預りを利用してコール・マネーの取り入れを急増させたのは，こうした事情によるものであった。

この間において，株価の下落対策として株式買い上げ機関を設立する構想が，1963年の夏頃には当時の中山素平日本興業銀行頭取と宇佐美洵三菱銀行頭取によって検討され始めていた⁽¹²⁾。両頭取は，株式投資信託の解約に伴

う株価下落に歯止めをかけなければ、証券会社の破綻による金融秩序の混乱と信用恐慌に繋がる恐れがあり、ひいては、保有株式の価値下落によって銀行の資産内容自体が急速に悪化することを懸念したのであった。両頭取の手によって内々進められた構想は、同様な問題意識を持つ大蔵省の加治木俊道理財局証券部長（1963年5月に就任）によって支持され、当事者である証券業界の合意を取り付けた上で、1964年1月10日に株式買い上げ機関としての日本共同証券株式会社が設立された。設立当初における資本金は25億円、出資者は都市銀行12行（東京銀行を除く）、長期信用銀行2行（日本債券信用銀行を除く）および証券大手4社であった。

そうした中で、証券行政を強化すべしという田中蔵相の意向を受けて、1964年6月に証券局が誕生し、証券会社の登録制から免許制への切り替えについての検討が大蔵省内で進められる一方、同年3月から開始された株式市場における日本共同証券の買い出動は、株価が下落傾向を辿る中で次第に規模拡大を余儀なくされたため、政府および銀行界からは日本銀行の積極的な関与を求める声が強まっていった。具体的には、同年9月22日に田中蔵相が佐々木日銀副総裁を含めた関係各界代表を招いて懇談し、株式供給過剰を抑えるための増資調整、日本共同証券の大幅増資、日銀の積極的関与などからなる証券対策への協力を要請した⁽¹³⁾。また、同年10月14日には、中山日本興業銀行頭取が日本共同証券への協調融資団参加銀行を代表して山際日銀総裁（当時）を訪問し、①日本共同証券に対する協調融資額を「貸出増加額規制」の別枠扱いとする、②同社に対する出資および協調融資に要する資金を日本銀行「貸出限度額制度」に上乘せする、③同社振出の手形を日銀担保適格手形とする、④今後さらに同社の資金量拡大が必要な場合には日本銀行からの資金供給を考慮する、などの具体的な要望を突き付けた⁽¹⁴⁾。中山頭取の要望に応える形で、日本銀行は同年10月22日に、①10月15日以降の出資・融資分については「貸出限度額制度」および「貸出増加額規制」の別

枠扱いとする、②日本共同証券振出手形を日銀担保適格とする、ことを決定した。

日本共同証券による1964年11月末時点における株式買い入れ額累計は1,200億円を超え、資金調達面では払込済み資本金が300億円、民間銀行による協調融資残高が1,000億円に達した。民間銀行によるこれ以上の資金調達がもはや困難であると判断した日本銀行は⁽¹⁵⁾、やむなく同年12月4日に日本証券金融を経由する形で日本共同証券に対する資金融通⁽¹⁶⁾を開始し、その残高は翌年1月8日のピーク時には678億円となった。こうして日本銀行は、形式的には日本証券金融を経由するとはいえ、株式買い上げ機関である日本共同証券への信用供与を行うことになった。しかし、さらに一步進んで日本共同証券に対する直接融資を行うことについては、それが中央銀行としての正統的な政策運営から外れるものであるとして、日本銀行としては断固拒否する姿勢を示した⁽¹⁷⁾。山際第20代総裁から宇佐美第21代総裁への突然の交代が発表された（そして、山際総裁が後継者として政府に推薦した佐々木副総裁の昇格が叶わなかった）のは、そうした状況下においてだったのである。

一方、それまでは民間銀行団のリードに証券不況対策を任せてきた感があった証券業界が、日本銀行OBによる働きかけ⁽¹⁸⁾もあって、投資信託および証券業者の保有株式を棚上げする機関を新たに構想するようになった。株式会社である日本共同証券の買い上げ対象は一部上場の優良銘柄に限定されており、その他の銘柄は放置されたままになっているが、それらを一挙に大量に棚上げすべきであり、また、証券不況対策を銀行主導ではなく証券業界自身の手に戻すべきであるというのが、証券業界の基本的な考え方であった。民法上の任意組合（組合員は証券取引所の会員である証券業者）とされ、公共的な性格の機関と位置付けられた日本証券保有組合は、1964年末には田中蔵相の了承を取り付けた上で、1965年1月12日に正式に設立された。日

本証券保有組合⁽¹⁹⁾は、同年1月から7月にかけて株式買い入れを実施し、買入額累計は2,328億円（うち、投資信託分が1,827億円、証券会社本業分が501億円）に達した。この間、日本銀行は、日本証券金融を経由して日本証券保有組合に対して累計2,241億円の貸付を行い、同組合を資金面で支えたのであった。なお、日銀総裁に就任して日も浅かった宇佐美新総裁は、佐々木副総裁以下によってお膳立てされた内容を了承したが、日本共同証券による株式買い上げを積極的に後押ししてきた大蔵省は、日本証券保有組合の設立が「屋上屋を重ねる」ことになると批判的であったといわれている⁽²⁰⁾。

(3) 山一証券の救済

1962年からの証券不況に対してとられた一連の対策は以上のようなものであったが、次に証券不況対策のクライマックスとなった1965年5月の山一証券救済事件に至る過程を見ることにしよう。

証券不況の下で証券会社の収益状況は軒並みに悪化したが、それらの中で特に悪化の度合いが著しかったのは大手4社の一角を占める山一証券であった。山一証券の損失が雪ダルマ式に膨れ上がっていったのは、山一証券の伝統的な株式売買戦略が強気一本槍で買い上がるというものであったことや、他社と比べて株式公開ブームに深入りし過ぎたことが、株価下落に伴い裏目に出た一方、義理人情に重きを置いた大神一社長の下で店舗・人員削減による合理化が遅れたことによるものであったと指摘されている⁽²¹⁾。経営の悪化した山一証券には、1962年以降メインバンク3行のうち富士銀行と三菱銀行から各1名の専務取締役が送り込まれたことに加えて、1964年10月には大神社長が更迭されて会長になり、後任社長には、もう一つのメインバンクである日本興業銀行の中山頭取の斡旋によって日高輝氏（当時の日産化学社長、日本興業銀行出身）が就任した。

日高新社長の就任後、メイン3行は山一証券の再建を図るべく経営実態の

解明に努め、それによって1964年末までには山一証券が非常に厳しい状況にあることが明らかになった。1965年1月に入ると、メイン3行は金利棚上げによる再建計画を作成し、大蔵省および日本銀行に協力を依頼したが、日本銀行からの特別の資金援助を前提とした同再建計画に対して日本銀行（営業局および総務部）は拒絶反応を示したといわれている⁽²²⁾。メイン3行は、日本銀行の協力が得られないままに、同年4月以降、山一証券の取引銀行18行の金利減免を具体化すべく各行と折衝を開始したが、メイン3行以外からの反対論が相次いで、交渉は難航した。この間、大蔵省内では1964年6月の証券局誕生とともに証券局財務調査官に横滑りした加治木氏が中心になって山一証券の救済策を検討する中で、万が一にも運用預り債券の一斉引出しという形での「取り付け」が生じた場合には、当時の日本銀行法第25条⁽²³⁾による日銀特別融資を実施させる以外に無いとの案が纏め上げられていった。高橋俊英銀行局長、加治木財務調査官らが田中蔵相に山一問題をレクチャーし、いざという場合の措置として日銀法第25条の発動を建言して蔵相の了解を得たのは、1965年5月初のことであったといわれている⁽²⁴⁾。

さて、山一証券の経営が危機に瀕しているらしきことは、1965年に入ると報道関係者の間ではすでに察知されていたが、山一問題に関するマスコミ報道が証券恐慌の引き金になることを恐れた大蔵省は、1965年4月下旬に在京7社との間で報道自粛協定を結んでいた⁽²⁵⁾。しかし、報道自粛協定の対象外であった西日本新聞が5月21日の朝刊で山一証券再建計画をスクープしたため、山一問題は一挙に表面化した。同日午前中には田中蔵相と佐々木日銀副総裁がそれぞれ記者会見を行い⁽²⁶⁾、山一証券の再建計画が進められていることを公式に明らかにするとともに、必要とあれば日本銀行が資金援助をするとの考えを表明したが、同日の各紙夕刊が一斉に山一問題を大きく取り上げた結果、翌22日以降、山一証券の全国各店では運用預り債券の引出しや投資信託の解約が急増する事態を招いた⁽²⁷⁾。そして、5月末に向かって

山一証券の「取り付け」騒ぎは、次第に証券業界全体に波及する様相を呈するに至ったのである。

こうした状況下、5月28日夜に都内赤坂の日本銀行氷川寮において、大蔵省、日本銀行、メイン3行による緊急のトップ会談が行われた。大蔵省からは佐藤一郎次官、高橋銀行局長、加治木財務調査官、日本銀行からは佐々木副総裁、そして、メイン3行からは中山日本興業銀行頭取、岩佐富士銀行頭取、田実渉三菱銀行頭取が出席した。会談の席上、日本銀行の佐々木副総裁はメイン3行が責任を負うべしとの原則論を展開し、日銀が特別融資をするにしても3行を経由したいと主張したが、メイン3行頭取はあくまでも日本証券金融経由での日銀特別融資を主張したことから議論は平行線を辿った。しかし、会談の途中から加わった田中蔵相が、日銀が特別融資を行うという大蔵省内では既定の結論に向けて議論を強力にリードし、メイン3行経由という条件付きでの日銀特融を佐々木副総裁およびメイン3行頭取に承諾させたといわれている⁽²⁸⁾。会談終了後の同日深夜11時半に、田中蔵相が大蔵省内で、宇佐美総裁が自宅で、それぞれ緊急の記者会見を行い、①山一証券に対して日本銀行がメイン3行経由で特別融資を行うこと、②この措置は日本銀行法第25条に基づき、信用制度の保持育成のために行われるものであること、③特別融資は無担保・無制限であること⁽²⁹⁾、等の説明を行った。宇佐美総裁が、政策委員会において特別融資を正式に決定し、日銀法第25条に定められたとおり蔵相の認可を得たのは5月29日のことであった。

政策委員会において決定されたメイン3行経由での特別融資の具体的内容は⁽³⁰⁾、①貸付金額は240億円（各行80億円）の範囲内、②3行は貸付金額の2割相当額以上の債券（日本銀行担保適格）および山一証券が各行宛てに振り出した手形を担保として差し入れ、③金利は公定歩合、というものであった⁽³¹⁾。3行宛て特別融資は実際には6月7日から実行され、7月中のピーク時には総額282億円にのぼった（7月上旬に、貸付金額の上限は上記の240

億円から390億円に増額された)。なお、7月に入ると山一証券と同様に「運用預り」の解約が急増して資金繰り難に陥った大井証券に対してもメインバンク2行（三井信託銀行および日本興業銀行）を経由する形で日本銀行からの特別融資が実行され、その総額は53億円にのぼった。

日本銀行からの特別融資が実行に移された後、日経平均株価は1965年7月12日の1,020円をボトムとして回復に転じ、同年末頃までには山一証券および大井証券の経営状況も落ち着きを取り戻した。一方、同年5月の山一証券事件の最中に国会を通過した改正証券取引法（同年10月1日施行）では、証券業者の免許制への移行時期が1968年4月1日と定められ、既存の証券業者は、それまでに一定の免許資格要件を充足するように求められていた⁽³²⁾。そうした中で、1966年4月には、関係者の協議によって山一証券の再建計画が作り上げられ、同年9月1日に新しい山一証券が発足した。山一証券による日銀特別融資の返済は、完済までに約19年を要すると当初は見込まれていたが⁽³³⁾、日経平均株価が1968年初の1,200円台から69年末の2,300円台へと急上昇した中で、山一証券の収支も著しく好転して特別融資の返済が順調に進んだことから、結局1969年9月末にはメイン3行による肩代わり融資が実施されて、日銀特別融資は完済された⁽³⁴⁾。なお、大井証券については、再建計画に基づく新しい大井証券（1968年1月、和光証券と改称）が1966年9月20日に発足し、山一証券よりも2ヶ月早い1969年7月末に市中肩代わりによって日銀特別融資が完済された。こうして実施時には大騒動であった山一証券救済のための日銀特別融資は、結果的にはわずか4年余りで解消されてしまったのであった。

山一証券への取り付け騒ぎを抑えるために実行された日銀特別融資は、日本銀行法第25条を初めて発動した救済融資であり、また、メインバンク経由とはいえ実質的には証券会社向けの救済融資であったという点で、日本銀行にとって極めて異例の措置であった。この点に関連して、1965年7月、

国会に参考人として招致された宇佐美総裁は、「山一という一会社を救うためではなく、あくまでも日本の経済界、ひいては社会全体の信用制度を護持するための措置であった」⁽³⁵⁾と弁明した。また、広く大衆に普及した「運用預り」債券の解約を放置すれば、証券業界全体に取り付け騒ぎが波及して信用制度の混乱を招く危険があった以上、「当時の事態のなかではやむをえない選択であった」⁽³⁶⁾というのが、今日に至るまで日本銀行の公式見解となっている。しかし、山一証券の取り付け騒ぎという危機への対処策であったとはいえ、田中蔵相の政治的主導によって（同時に、宇佐美総裁がそれをバックアップすることによって）一気呵成に日銀法第25条の発動が決定されたことは、佐々木副総裁以下の日銀幹部にとっては、日本銀行の「最後の貸し手」機能が濫用されたという意味で、後々までトラウマとなる出来事であった。また、自らの過剰な投機によって破綻の瀬戸際に追い込まれた山一証券が日本銀行からの特別融資によって救済されたのは紛れもない事実であり、そのことが山一証券のモラル・ハザードを招いて、後日再び破綻への道を辿る遠因となったことを見逃すことはできない⁽³⁷⁾。

2. 国債発行と国債管理政策への配慮

(1) 国債発行の開始と日本銀行引受の回避

1964年11月に成立した佐藤第1次内閣は、池田首相の病気入院に伴う禅譲であったという経緯から池田内閣をほぼそのまま引き継いでいたが、佐藤首相は、1965年1月にリンドン・B・ジョンソン大統領と会談するために訪米した後、同年6月には全面的な内閣改造を実施して自前の内閣を作り上げていった。その際に、山一証券などへの日銀特融実施に辣腕を振るった田中蔵相も更迭され、その後任には、「保守派のプリンス」福田赳夫氏が就任した⁽³⁸⁾。福田氏は、岸内閣時代に自由民主党の幹事長などの要職を歴任し、池

田内閣への交代後は高度経済成長路線を厳しく批判して反池田の立場をとり続けていた。

福田蔵相が直面した課題は、山陽特殊製鋼の倒産や山一証券の経営危機が相次いだこともあって戦後最大の不況⁽³⁹⁾と称されるようになった「昭和40年不況」の下で、財政面からの景気刺激策を求める声に応えながら、税収不振による歳入欠陥をいかに補填するかであった。すなわち、福田蔵相の就任に先立つ6月1日には、予想される歳入不足に対して昭和40年度当初予算3兆6,581億円の一割留保（ただし、人件費・社会保障関係費などの義務的経費を対象外としたため、実際の留保額は約1,000億円）が閣議決定されていたが、福田蔵相就任後の7月27日に開かれた経済政策会議では、財政面からの景気対策が必要であるとして、福田蔵相の決断⁽⁴⁰⁾によって一転して予算留保措置が解除されるとともに、歳入不足を補填するために長期国債発行の準備を進めることが決定された。

ところで、1947年3月に制定された「財政法」は、第4条⁽⁴¹⁾で歳入補填のための赤字国債発行を禁止するとともに、第5条⁽⁴²⁾では日本銀行による国債引受発行および日本銀行からの借入を禁止していた。また、1949年に実施されたドッジ・ライン以降は、均衡財政の維持が日本政府の基本的な目標とされ、いわゆる「国債不発行主義」⁽⁴³⁾が長年に亘って維持されてきた。したがって、福田蔵相が歳入不足を補填するための長期国債発行を準備する方針を表明したことは、戦後における財政政策の基本方針を大きく転換させるものであった。元大蔵官僚であり、それまで健全財政主義者と目されていた福田蔵相を敢えて長期国債発行に踏み切らせるほど、当時の不況深刻化に対する政府の危機感が高まっていたのである。

福田蔵相が「国債不発行主義」からの離脱を表明したことに対して、当時の学界では、国債発行が財政支出の膨張を招き、やがてはインフレーションを招くことになりかねないという強い反対論がマルクス経済学者を中心とし

であった。一方、市中公募の際には大口消化先となるよう期待されていた都市銀行などが当初は市中公募に消極的な姿勢を示したこともあり、長期国債発行の準備を進め始めた大蔵省内では、資金運用部引受に加えて、「底流には一部日本銀行引受とするのもやむをえないとする空気がかなり根強かった」⁽⁴⁴⁾といわれている。

この間、宇佐美総裁の下での日本銀行も、長期国債発行の是非および長期国債の発行方式（なかんずく日銀引受の是非）についての態度決定を迫られることになったが、宇佐美総裁は、1965年8月13日の記者会見において、長期国債の発行自体には協力するが、その発行方式については「市中消化が望ましく、日銀の直接引受けには反対である」と述べて、この問題に関する日本銀行の基本路線を明確に打ち出した⁽⁴⁵⁾。1930年代のデフレーション対策として日本銀行引受による国債発行を開始したいいわゆる「高橋（是清）財政」⁽⁴⁶⁾が、戦時体制への移行に伴う軍事費膨張と相俟って、その後日本銀行の金融政策を著しく制約することとなり、さらには第2次世界大戦後におけるインフレーションを惹起するに至ったことは、日本銀行にとっての大失敗として後々まで記憶される出来事であった⁽⁴⁷⁾。したがって、宇佐美総裁の記者会見に先だって日本銀行内部でとりまとめられていた基本方針⁽⁴⁸⁾は、当然のことながら、日銀引受による国債発行を原則として禁止している「財政法」の精神を堅持すべしというものであったが、宇佐美総裁は、そうした基本方針をすんなりと了解した上で、その後の大蔵省との交渉において国債の日銀引受に強く反対し、市中消化を推進すべしとの姿勢を貫いた⁽⁴⁹⁾。そのことが、山一証券への特別融資に至る経緯もあって日本銀行内部においてそれまでなかったとはいえ宇佐美総裁への蟠りを一挙に解消させることにつながったと推察されるのである⁽⁵⁰⁾。

宇佐美総裁が国債の日銀引受発行に強く反対する中、1965年10月12日には、全国銀行協会連合会（当時の会長は岩佐富士銀行頭取）が、日銀の直

接引受による国債発行は安易な財政資金調達方法であり将来に禍根を残すことになるとして、国債の民間消化が望ましいとする意見をとりまとめた。同日に、福田蔵相も、昭和40年度不足財源対策は国債発行によって行うこと、また、その発行方法は市中消化と資金運用部引受の2本建てとすることを表明した。さらに、並行して国債発行に関する審議を進めていた財政制度審議会、金融制度調査会、証券取引審議会が、同年11月に入ると相次いで市中公募原則を守るべきだとする主旨の報告を行い、国債発行を巡る議論は、日本銀行が望んだ方向で比較적すみやかに決着したのであった⁽⁵¹⁾。

1965年12月27日には、歳入欠陥2,590億円を見込んだ昭和40年度補正予算が成立し、翌年1月18日には赤字国債を発行するための根拠となる財政法の特例法が成立した。それを受けて、実際には同年1月から3月にかけて2,000億円の特例国債（赤字国債）が、表面金利6.5%、期間7年、発行価格98.60円という条件で発行された。発行総額のうち、資金運用部引受900億円を除いた1,100億円が、民間金融機関によって構成されるシンジケート団⁽⁵²⁾によって引き受けられた。また、シンジケート団引受分のうち証券会社による引受（窓口販売）は139億円であった。一方、1966年4月2日に成立した昭和41年度当初予算においては、財政法第4条第1項但し書きによるいわゆる建設国債として7,300億円の国債発行が織り込まれた。昭和41年度国債は、昭和40年度国債と同じ発行条件でシンジケート団方式によって発行が開始され、年度途中での歳入の自然増収に伴う減額を反映した実際の発行額は6,750億円であった。

このように、ドッジライン以降において維持されてきたわが国の均衡財政目標と「国債不発行主義」は、深刻化した「昭和40年不況」への緊急対策としてついに覆されることになったのであるが、同時に、福田蔵相の基本的な考え方は、佐藤内閣の政権構想である「社会開発」を実現するためには、所得税減税と国債発行という新しい財政政策が必要というものであった⁽⁵³⁾。

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

そして、昭和40年代前半の日本経済が当初の悲観的予測を裏切って再び民間設備投資主導型の高度成長軌道に乗ったことにより（前掲図表1を参照）、実際には税収増加に伴い均衡財政を回復することが可能となったにも拘らず、佐藤内閣が敢えて選択したのは所得税減税と国債発行の組み合わせであった。すなわち、税の自然増収による均衡財政への復帰（国債発行の停止）よりは、むしろ所得税減税による家計消費の刺激と建設国債発行による社会資本充実という形での「社会開発」目標の方が優先されたのである⁽⁵⁴⁾。図表3に示したとおり、国債発行額は昭和43年度から45年度にかけて漸減しており、「昭和40年不況」脱出後における佐藤内閣の財政政策は財政硬直化を懸念する声に配慮して比較的慎重なものであったといえようが⁽⁵⁵⁾、一旦開始された国債発行が停止されることはなかった⁽⁵⁶⁾。そして、景気後退がはっきりしてきた昭和46年度以降には国債発行が再び増加して、昭和50年代の国債大量発行時代へとつながっていったのである。

図表3 昭和40年代における国債発行額・残高の推移

(単位：億円)

年度	国債発行額 収入金ベース (A)	一般会計歳出 (B)	一般会計 国債依存度 (A/B)	国債発行残高 額面ベース	国債発行残高 対名目GDP 比率
昭和40(1965)	1,972	37,230	5.3	2,000	0.6
昭和41(1966)	6,656	44,592	14.9	8,750	2.2
昭和42(1967)	7,094	51,130	13.9	15,950	3.4
昭和43(1968)	4,621	59,371	7.8	20,544	3.7
昭和44(1969)	4,126	69,178	6.0	24,634	3.8
昭和45(1970)	3,472	81,877	4.2	28,112	3.7
昭和46(1971)	11,871	95,611	12.4	39,521	4.8
昭和47(1972)	19,500	119,322	16.3	58,186	6.0
昭和48(1973)	17,662	147,783	12.0	75,504	6.5
昭和49(1974)	21,600	190,998	11.3	96,584	7.0

(出所) 黒田昇生『日本の金利構造』(東洋経済新報社、1982年)17-19ページ、および財務省ホームページ。

(注1) 国債発行額(収入金ベース)は、新規財源債のみを計上。

(注2) 国債発行残高(額面ベース)は、普通国債のみを計上。

(2) 国債管理政策に配慮した金融政策

さて、1966年から国債発行が開始され、その後毎年度継続して国債が発行されるようになったことに伴い、日本銀行が、金融政策の運営において国債管理政策への配慮を求められるようになったことは否定できない。

まず、国債の日銀引受発行は宇佐美総裁のリーダーシップにより回避され、建前としては国債発行に関する「市中公募原則」が守られたものの、資金運用部引受を除いた市中消化分（シンジケート団引受分）のうち証券会社を通じて個人などに販売されるのは10%程度に過ぎず、残りは都市銀行・長期信用銀行を中心とした民間金融機関引受であった⁽⁵⁷⁾。ここで、証券会社の個人消化分については、市場の状況に応じて売れ残りが発生しうるが、全額応募の民間金融機関引受分についてはそうした懸念はなかったから、国債発行の歯止めとしての役割を期待された「市中公募原則」は、市場の篩にかけるという意味では当初からほとんど骨抜き状態であったといえよう。その一方で、シンジケート団加盟金融機関に多額の国債を継続して引き受けてもらうための制度や市場環境作りが求められるようになったのである。

宇佐美総裁の下での日本銀行は、1967年2月以降民間金融機関を対象とした長期国債の無条件買入れ（買切り）を開始した。これは、1962年12月から実施した「新金融調節方式」⁽⁵⁸⁾の下での債券買入れ操作の対象に新しく発行された国債を組み込んだものであったが、市場での国債売却を政府によって事実上禁止されていたシンジケート団加盟金融機関に対して国債を流動化する格好の手段を提供することになった。国債市中消化の原則に配慮して、発行後1年以内の国債は日本銀行による買入れ操作の対象から外されたものの、発行後1年を経過すれば、民間金融機関が引き受けた国債のほぼ全額が日本銀行買入れ操作によって吸収されるというのが、昭和40年代における国債管理政策の常態だったのである⁽⁵⁹⁾。

この間において、1962年4月に公社債（電信電話債券を除く）の取引所取引が停止されて以来⁽⁶⁰⁾事実上存在しなかった公社債流通市場の整備が進められ、1966年2月には東京証券取引所および大阪証券取引所に政府保証債・金融債・社債等が上場され、さらに、同年10月には国債も上場された。こうして、国債の取引所取引が行われるようになり、国債の上場相場が形成されるようになったものの、その実態は紛れも無く統制相場（価格）であった⁽⁶¹⁾。すなわち、シンジケート団加盟の証券会社に対しては取引所での国債売却を自粛するように要請する（個人からの国債換金売りをつないだ証券会社は自ら買いを入れて換金玉を引き取らせる）とともに、シンジケート団非加盟の証券会社からの売り玉に対しては大手証券会社の協調買いによって国債上場相場が維持されたのであった。こうした国債価格支持政策は、直接的には個人投資家が保有国債を換金売りする場合のキャピタル・ロスを回避するためであったが、同時に日本銀行による国債買入れの基準価格としての上場相場を維持することによって、シンジケート団加盟金融機関が日銀買入れに応じる際のキャピタル・ロスの発生を防ぐ意味合いを持つものであった。

国債の取引所取引が開始された後、日本経済が再び高度成長軌道に戻る過程で長期金利には上昇圧力がかかっていたが、宇佐美総裁の在任期間中に国債の発行条件が改定され、応募者利回りが上げられたのは、1968年2月の1回のみであった⁽⁶²⁾。つまり、市場の実勢に応じて国債の応募者利回りを速やかに引上げることによって国債増発への「歯止め」効果を働かせるのではなく、逆に、国債の上場相場を高め（流通利回りを低め）に維持管理することによって、応募者利回りの上げをできるだけ行わないようにするというのが、当時における国債管理政策の実態だったのである。そうした状況の下で、日本銀行も、金融政策の運営上、金融引締め期において都市銀行を中心とした民間金融機関が国債引受消化に困難をきたさないためには、コールレートが国債の応募者利回りを上回らないようにするという制約に配慮せ

ざるを得なくなったといえよう。「神武景気」や「岩戸景気」の過熱に対処すべく日本銀行が強力な金融引締め政策を実施した際には、コールレートが「異常な高金利」といわれるほどに急騰したのとは対照的に、宇佐美総裁の下では、金融引締め期においてもコールレートが余り上昇しなくなったのは、日本銀行の金融政策に国債管理政策への配慮が少なからず影響したであろうことを窺わせる事実である⁽⁶³⁾。

国債発行の開始は、それまでの均衡財政と「国債不発行主義」を覆し、国債発行を利用した財政政策（いわゆるポリシー・ミックス）を可能ならしめたという意味で、まさに戦後における日本財政にとっての一大転換点であった。もっとも、その後半世紀近くを経た現在、長年に亘る放漫財政の結果として積み上がった膨大な国債残高（2010年3月末の普通国債残高は594兆円、対名目GDP比率は約120%）を目の当たりにすると、福田蔵相の決断による国債発行の開始は、日本財政にとってまさに「禁断の木の实」を味わってしまった瞬間と言わざるを得ない。一方、国債発行の開始に際して、宇佐美総裁が断固として日銀引受を拒否したことは、日本銀行が「財政の僕」となることを回避したという意味で、今日から振り返ってみても高く評価されるべき態度であったといえよう⁽⁶⁴⁾。もっとも、宇佐美総裁の下での日本銀行も協力して出来上った、国債の市中消化を促すためのさまざまな甘味剤は、基本的に国債価格を人為的に維持する形での市場隔離策であり、国債発行の開始を契機として市場メカニズムが働く公社債市場を発展させるに至らなかったのは大変惜まれるところである。日本において自由な価格（利回り）形成が行われる国債市場が出現したのは、そうした市場隔離型の国債管理政策が破綻して、いわゆる「国債流動化」が行われた1977年度以降のことだったのである。

3. 「いざなぎ景気」の到来と国際収支黒字下での金融引締め

(1) 「いざなぎ景気」の到来と1967～1968年の金融引締め

佐藤第1次内閣の成立から半年後の1965年5月に表面化した山一証券の経営危機は、当時の田中角栄蔵相の強引ともいえる日銀特融実施によって乗り切ることができた。また、深刻化した「昭和40年不況」は、同年6月の内閣改造で後任となった福田赳夫蔵相が歳入欠陥補填のための赤字国債発行を決断したことが契機となって、次第に回復へと向かった。1966年後半にはいわゆる「黒い霧」事件⁽⁶⁵⁾によって厳しい世論の矢面に立たされた佐藤首相ではあったが、同年12月の自由民主党総裁選挙で藤山愛一郎氏を破って再選されると、「黒い霧」選挙といわれた1967年1月の衆議院議員総選挙において自民党の議席数を何とか微減に止め、翌月には佐藤第2次内閣を成立させた。

もっとも、1967年1月の衆議院議員総選挙における自民党の得票率は、結党以来初めて50%を割り込み、高度経済成長に伴って農村から都市への人口集中が進む中で、農村に政治的基盤を置く自民党が退潮傾向にあることを示唆していた。また、同年4月の東京都知事選挙において、社会党・共産党が推薦する美濃部亮吉氏（東京教育大学教授）が、「東京に青空を」というスローガンを掲げた市民運動を成功させ、自民党・民社党の推薦する松下正寿氏（立教大学総長）を破って当選したことは、大都市における自民党の退潮傾向を明瞭にする出来事であった。

そうした中で、佐藤首相が最大の政治課題として取り上げたのは、沖縄返還問題であった⁽⁶⁶⁾。沖縄返還交渉の経緯を振り返ってみると、1965年1月に、佐藤首相は就任後初めて訪問したアメリカでジョンソン大統領との首脳会談に臨み、会談後の共同声明で沖縄および小笠原諸島の施政権返還が日本

の願望であることを表明した。次いで同年8月に沖縄を訪れた佐藤首相は、「私は沖縄の祖国復帰が実現しない限り、わが国にとって戦後が終わっていないことをよく承知しております」という声明を発表した。当時、アメリカはベトナム戦争に介入中であり、同年1月には北爆を開始したばかりであったから、米軍の極東戦略にとって重要な要石である沖縄の返還交渉には多大な困難が予想されたにも拘らず、サンフランシスコ講和条約を締結した吉田元首相の忠実なる後継者であり、また、日米安全保障条約を改定した岸元首相の実弟でもある佐藤首相は、あえて沖縄返還に政治生命をかける意気込みを示したのである⁽⁶⁷⁾。

沖縄、小笠原諸島の施政権返還交渉は、1967年春から始まり、同年11月の第2回佐藤・ジョンソン会談では、小笠原諸島の即時返還⁽⁶⁸⁾が決定されるとともに、沖縄についても両3年内に合意したいという日本側の主張が共同声明に盛りこまれた。この頃から、沖縄返還問題が次第に与野党間の争点としてクローズアップされるようになり、「核抜き本土並み」⁽⁶⁹⁾の沖縄返還を求める世論が高まっていった中で、1968年11月に初めて実施された沖縄の主席公選では、「即時、無条件、全面返還」を掲げた野党統一候補の屋良朝苗氏が自民党の推薦する西銘順治氏を破って当選した。その直後に、自民党総裁選挙で三木武夫、前尾繁三郎の両氏を破って三選を果たした佐藤首相は、「核抜き本土並み」での沖縄返還を目指す腹を決めた上で、1969年1月に就任するアメリカのリチャード・M・ニクソン新大統領との交渉に臨む準備を進めていったのである。

この間、日本の景気は1965年秋頃から底入れしていったが、1965年中においては、まだ財政支出と輸出の増加に支えられた緩やかな回復に過ぎず、昭和30年代のような民間設備投資に支えられた高度成長が再現すると見る向きは殆ど無かった⁽⁷⁰⁾。しかし、1966年に入ると、民間設備投資の復調に支えられて本格的な景気拡大が始まり、1966年中の鉱工業生産伸び率は前

年比13.2%、実質GDP成長率は同10.2%となって、日本経済は再び高度成長軌道を走り出した（前掲図表1を参照）。事後的にみると、戦後における景気第6循環に当たるこの拡張局面は、1965年10月の「谷」から1970年7月の「山」までの57ヶ月間に及ぶ（当時としての）既往最長記録であり⁽⁷¹⁾、しかも実質成長率が平均12%近くに達する紛れもない高度成長となって、「いざなぎ景気」と呼ばれるようになった。

「いざなぎ景気」を招来した最大の要因は、民間設備投資の急速な回復であった⁽⁷²⁾。「神武景気（1956～57年）」や「岩戸景気（1959～61年）」をもたらした民間設備投資ブームが、薄板生産のためのストリップ・ミル建設（鉄鋼業）、ポリエチレンなどの新素材生産（化学）、トランスファー・マシンによる量産（自動車、電機）など目覚ましい技術革新によって特徴付けられたのに対して、「いざなぎ景気」をもたらした民間設備投資は、すでに導入された技術・製品の一般的な普及過程に過ぎなかったとの印象は否めないが、そうした技術革新の伝播を通じて「規模拡大の相互作用」⁽⁷³⁾が働いたことによって、「いざなぎ景気」がもたらされたのである。一方、民間設備投資に主導された高度成長の下で、日本経済は急速な重化学工業化を遂げ、また、産業構造の中心は鉄鋼や化学のような素材産業から船舶・自動車・電機・合成繊維製品のような最終財産業へと移行していった。そして、格段に強化された輸出競争力を背景として、1960年代後半を通じて貿易収支の黒字を維持することができるようになり、かつてのように「国際収支の天井」に突当ることによって景気が失速するという事態を回避できるようになったのである⁽⁷⁴⁾。

「いざなぎ景気」が長続した要因としては、佐藤内閣が財政政策を比較的慎重に運営したのと並行して、宇佐美総裁の下での日本銀行が予防的な金融政策に努めたことをあげうる。まず、財政政策についてみると、佐藤内閣は池田内閣時代の高度成長路線と一線を画すべく、「社会開発」と「安定成長」をスローガンに掲げており、既述のとおり赤字国債の発行によって「昭

和40年不況」からの脱出に成功した後は、慎重な政策スタンスを維持した。すなわち、1966年12月の内閣改造で蔵相に就任した水田三喜男氏の下で、1967年に入って国際収支（総合収支）が赤字に転じると、同年7月には1967年度国債発行予定額8,100億円のうち700億円を減額⁽⁷⁵⁾することにしたほか、同年9月には公共事業経費の繰り延べを閣議決定するなど、財政面からの景気抑制措置を早めに実施したのである。なお、1968年11月の自民党総裁選挙における佐藤三選後の内閣改造で、蔵相には福田赳夫氏が返り咲いた。

一方、宇佐美総裁の下での日本銀行も、1967年8月31日に公定歩合の日歩1厘引上げ（1銭5厘→1銭6厘）を決定するとともに、同年7～9月期から民間銀行を対象とした「貸出増加額規制」⁽⁷⁶⁾を開始して予防的な金融引締め態勢を整えていった。また、その後も設備投資の増勢が続くなか、1967年11月18日におけるイギリスのポンド切り下げ（1ポンド=2ドル80セント→2ドル40セント）や、翌年初におけるアメリカのドル防衛強化策（対外直接投資規制など7項目）の発表もあったことから、日本銀行は、当面は国際収支改善の目途がつかないとして、1968年1月5日に公定歩合をさらに1厘引上げ（→1銭7厘）、金融引締めを強化した⁽⁷⁷⁾。もっとも、実際には公定歩合の再引上げ直後からアメリカの景気回復もあって輸出が急増し、同年4～6月から国際収支（総合収支）が黒字に転じたため、日本銀行は、同年8月7日に公定歩合を1厘引下げて（→1銭6厘）、金融引締めを解除した。日本銀行による予防的な金融引締め政策が輸入の抑制を通じて国際収支の改善に寄与したのは確かであったが、同時に日本の輸出競争力が増したことによって「国際収支の天井」が高まっていたことを如実に示す事態であった⁽⁷⁸⁾。

ところで、1967年8月の公定歩合引上げに際しては、宇佐美総裁が、前もって金融界や産業界に対して景気情勢を説明して金融引締めへの協力を求

めるという形で積極的に行動したことが注目を集めた⁽⁷⁹⁾。すなわち、宇佐美総裁は、公定歩合引上げに約1ヶ月も先立つ7月27日には都市銀行・長期信用銀行15行の頭取を招いて経済の情勢判断と日本銀行の基本的政策運営態度を表明し、各行に協力を要請したのに続いて、翌28日には信託協会会長、同月31日には全国地方銀行協会会長に同様の要請を行った。さらに、8月8日の経団連常任理事会に出席した宇佐美総裁は、金融界に対するのと同様な趣旨の要請を産業界に対しても行ったのである。宇佐美総裁のこうしたやり方は、「中央銀行は行動すれども弁明せず」が当時における日本銀行内外での一般常識であったことからすれば極めて異例の振舞い⁽⁸⁰⁾であったが、山際前総裁の下で公定歩合操作の都度政府・大蔵省に押し捲られてきたことへの反動もあって、日本銀行の内部では概して好感をもって受け入れられたのである⁽⁸¹⁾。

(2) 国際収支黒字下での1969年の金融引締め

1968年11月の自民党総裁選挙で三選を果たした佐藤首相は、内政面では大学紛争、外交面では沖縄問題を最大の課題としていた。まず、東京大学、東京教育大学、東京外国語大学、日本大学等を中心として1968年以降全国的に拡大していった大学紛争については、1969年1月18日に機動隊導入によって東京大学安田講堂の封鎖解除を断行し、さらに同年8月には「大学運営臨時措置法」を国会で成立させることによって、次第に紛争を沈静化させることに成功した。一方、沖縄返還問題については、1969年3月の国会における首相答弁で、沖縄の返還交渉においては「核抜き本土並み」を目指すことを初めて明言した上で、ニクソン大統領との首脳会談実現に向けた準備を進めていった。自民党総裁三選後の内閣改造で三木武夫氏に代わって外務大臣に就任した愛知揆一氏は、同年6月、9月と訪米を重ねてロジャーズ国務長官らとの交渉に当り、同年11月19日～21日にワシントンD.C.で佐藤・

ニクソン会談を行う段取りを整えた。沖縄は1972年中に返還され、その後は安保条約とその関連取り決めが本土と同様に適用されるというのが、首脳会談に先立って合意された大枠であった⁽⁸²⁾。

11月19日朝（現地時間）から始まった佐藤・ニクソン会談では、まず翌年に期限が迫った日米安保条約の自動延長について合意がなされた後、沖縄返還交渉に入り、事前に合意されていた1972年中の返還を首脳同士で正式に認め合った。続いて、緊急事態における沖縄基地への核持ち込みを含む基地使用問題についての詰めに入り、日本側としては事前協議制度によって核持ち込みを拒否できる（一方、アメリカ側としては、緊急時に核を持ち込むことができる）と解釈できる玉虫色の合意がなされた⁽⁸³⁾。

こうして沖縄返還問題について日米間の最終的な合意は得られたが、もう一つの懸案として残されていたのが、繊維問題であった。前年の大統領選挙期間中に自分の選挙地盤である南部の繊維業者に対して日本からの繊維輸出を何らかの形で規制することを公約していたニクソン大統領は、沖縄返還への議会の支持を得るためには、繊維問題への対応策を共同声明に盛り込む必要があると迫った。これに対して佐藤首相は、沖縄返還問題と繊維問題との間で取引をしたとの批判が生じることは避けたいと反論する一方、まずジュネーブで二国間の予備的な話合いをした上で、繊維業界を指導していきたい旨を述べたといわれている⁽⁸⁴⁾。この会談内容について、佐藤首相は繊維の輸出規制に向けて努力する決意を表明したに過ぎないと考えていたのに対して、ニクソン大統領は日本がその実施を約束したと受け止めたことが、後日、日米間で繊維問題を巡る激しい対立を招くことになる⁽⁸⁵⁾。ともあれ、11月21日朝（現地時間）にはホワイトハウスで佐藤首相とニクソン大統領による共同声明が発表され、佐藤政権にとって最大の政治公約であった沖縄返還問題は、ついに佐藤首相の念願通りの形で決着をみたのである⁽⁸⁶⁾。

この間における日本経済の動向をみると、1969年に入ってから設備投資

の増勢持続と輸出の増大を主因として景気は急速に拡大し、かねてより慢性的となっていた消費者物価の上昇に加えて、それまで比較的安定していた卸売物価も春頃から夏場にかけて上昇を続けるなど、景気過熱を懸念すべき状況となった。その一方で、国際収支（経常収支）は輸出の好調に支えられて1968年から大幅な黒字を持続しており、高度成長と国際収支の大幅黒字が併存するという日本にとって未曾有の局面を迎えることになった。そうした状況の下で、宇佐美総裁は、経済の安定的成長を実現するための予防的な金融引締め措置として、同年8月30日（土）に開催された臨時政策委員会で公定歩合および準備預金制度の準備率引上げを決定した。すなわち、公定歩合については、従来の日歩建てを年利建てに改めて、日歩1銭6厘（=年利5.840%）から年率6.25%に上げるとともに、準備率については定期性預金以外の「その他預金」への適用準備率を0.25~0.5%引上げて、公定歩合引上げは9月1日、準備率引上げは9月5日からそれぞれ実施したのである⁽⁸⁷⁾。なお、公定歩合について日本独特の日歩建てを欧米諸国に合せて年利建てに改める必要性は、日本経済の国際化とともにすでに山際前総裁の時代から認識されていたが、宇佐美総裁に代わってようやく旧来の慣行を改める決断が下されたのであった⁽⁸⁸⁾。

この金融引締めは、大幅な国際収支黒字の下で物価の安定を狙いとして実施されたところに最大の特徴があった。この点について若干敷衍すると、第二次世界大戦後の混乱期を乗り切った後、景気循環に対応した日本銀行の金融政策は、典型的には、景気が過熱して国際収支（総合収支）が赤字になると外貨準備の危機を理由として金融引締めを実施する一方で、国際収支が黒字に戻れば金融緩和に転じるというパターンで運営されてきた。すなわち、金融政策の直接的な目標は、国際収支の均衡と外国為替レート（1米ドル＝360円）の維持という形での対外均衡の達成であった。ことに山際前総裁時代の日本銀行は、建前としては、物価安定を金融政策の運営上もっとも重要

な目標と位置付けてはいたものの、当時の池田内閣が高度経済成長を推進するための「低金利政策」を一貫して要求する中で、実際には国際収支の悪化と外貨準備の逼迫なくしては金融引締めの実施が困難とされるような状態に置かれ続けてきた⁽⁸⁹⁾。つまり、「国際収支の天井」に突当って漸く金融引締めへの転換が可能となり、日本銀行としては、そうした形での金融引締め政策を通じて間接的に物価の安定が回復するのを待たざるをえないというのが実情であった。

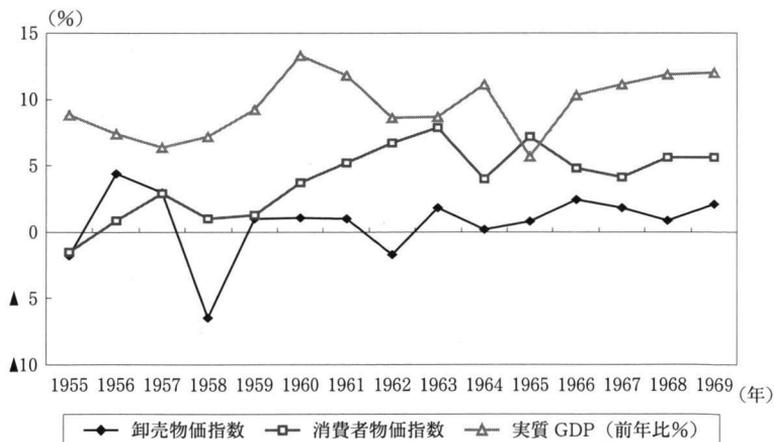
「国際収支の天井」を制約条件とした日本銀行の金融政策運営は、山際前総裁時代までのように国際収支の黒字・赤字と国内における卸売物価の上昇・下落とがほぼ対応していた状況下においては、卸売物価を基準として国内物価の安定を判断する限りにおいては、対外均衡の達成と国内物価の安定との間でさしたる矛盾をきたすものではなかった。しかし、1950年代後半以降の高度成長を通じて、重化学工業を中心とした生産能力（輸出能力）が急速に拡大する一方で、製品価格（輸出価格）の安定が続いたことから、日本の輸出競争力は慢性的なインフレーションの進行した欧米主要国（ことにアメリカ）との対比で格段に強化された。その結果、日本経済の成長スピードを制約していた「国際収支の天井」が次第に高くなり、1960年代後半に入ると景気過熱により卸売物価が上昇しても「国際収支の天井」にはなかなか当たらないという状況に次第に変わっていった。実際に、日本の経常収支は1965年以降（1967年に若干の赤字となったのを除けば）ほぼ一貫して黒字を計上するようになっていたのであり（前掲図表1を参照）、そのことは、直截的には日本銀行がもはや「国際収支の天井」を理由にして金融引締め政策を発動することができなくなることを意味していた。

日本銀行の金融政策にとってのもう一つの大きな環境変化は、卸売物価が（景気循環を通してみれば）それまで比較的安定していたのに対して、消費者物価が既に1960年代初の「岩戸景気」の頃から上昇傾向に転じていたこ

とである（図表4を参照）⁽⁹⁰⁾。高度成長期を通じて大企業に比べて生産性の上昇度合いが小さかった中小企業では、労働需給の引き締まりに伴う賃金の上昇を製品価格に転嫁せざるを得なかったため、そうした中小企業製品やサービスのウェイトが大きい消費者物価が上昇を開始したのである。したがって、卸売物価ではなく消費者物価を基準にして物価の安定を判断すれば、1960年代以降においては、物価の安定は実現されていなかった。すなわち、対外均衡の達成と物価の安定（消費者物価の安定）とは、すでに1960年代のはじめから矛盾をきたしていたのである。もっとも、卸売物価の安定ですら金融政策の直接的な目標に据えることができなかった山際前総裁時代においては、消費者物価の安定を目標にした金融政策への転換など、まさに「夢物語」に過ぎなかった⁽⁹¹⁾。

しかしながら、池田内閣から佐藤内閣への交代が行われた後の1960年代後半になると、高度経済成長の「ひずみ」ともいうべき水質汚濁・大気汚染などの公害問題⁽⁹²⁾や消費者物価の上昇という形でのインフレ問題が政治的な争点となり、それらの問題に対する人々の反感は、次第に自民党への不満

図表4 高度経済成長期におけるインフレ率と実質成長率の推移



となって全国各地で革新首長の誕生をもたらすことになった⁽⁹³⁾。これに対して、佐藤内閣は、1967年8月に生活環境を保全する目的での「公害対策基本法」を制定・施行したが、企業活動を妨げるとして同法案に強硬に反対した経団連に配慮して、「経済の健全な発展との調和をはかりつつ」という調和条項を入れるなど、公害問題への政府の取り組み姿勢は腰が引けた状態であった⁽⁹⁴⁾。また、インフレ問題については、佐藤内閣としては既述のとおり安定成長路線のスローガンを掲げていたのにも拘らず、実際には「いざなぎ景気」が進行する下で、消費者物価の上昇率が毎年4~5%に達するのを眺めながら手を拱くのみであった⁽⁹⁵⁾。そうした状況の中で、宇佐美総裁は、1969年6月の全国銀行大会挨拶において国際収支にゆとりのある限り経済成長テンポを高めた方がよいとする見方を排する一方、「適度の経済成長のもとで、消費者物価の上昇を極力抑制する等国内諸情勢を十分配慮することが必要である」⁽⁹⁶⁾と発言して注目を集めた。そして、1969年9月には、国際収支が大幅な黒字であるにも拘らず、「物価の統騰、金融機関貸出の著増等、懸念すべき現象」⁽⁹⁷⁾が現れていることを理由に、金融引締め政策に踏み切ったのである。

さて、『日本銀行百年史』によれば、宇佐美総裁による1969年秋の金融引締めは、「国際収支の黒字基調下で物価の安定が損なわれるといった事態に対処して実施された今次の金融引締め措置は、本行の金融政策史上重要な意義をもつものといえよう」⁽⁹⁸⁾と高く評価されているが、今日において振り返ってみると、次の2つの重要な問題点を内包していたことに気づく。

第一に、金融政策の目標を国内均衡優先に切り替えた場合に、対外均衡をどのようにして維持するのかという問題についての事前の考察が不十分だったことである。すなわち、日本の輸出競争力が強化されて国際収支の黒字基調が定着したという見方は、当時においては（少なくとも日本銀行から見て）まだそれほど一般的ではなく⁽⁹⁹⁾、したがって、国際収支の均衡を達成する

(日本の黒字を縮小させる) ために外国為替レート (1米ドル=360円) の切り上げを検討すべきかどうかという問題は、宇佐美総裁の下での日本銀行にとっては、まだ全くの視野外であった。後述するように宇佐美総裁が同年12月に任期満了で退任した後、日本の国際収支 (総合収支) の黒字は、しばらくの間は国際収支の黒字対策による資本流出⁽¹⁰⁰⁾ もあって抑えられていたが、1971年に入ってから急速に拡大して、円切り上げが日本銀行にとっての焦眉の課題となるのであった。

第二に、物価の安定を金融政策の最優先の目標とする場合に、その具体的内容として消費者物価の安定を選択するまでには至らなかったことである。上述したように宇佐美総裁は、1969年6月の全国銀行大会挨拶において「消費者物価の上昇を極力抑制する」と発言はしたものの、8月の金融引締め決定後における政策委員会議長談では「物価の統騰」と表現されたように、消費者物価の上昇率が卸売物価の上昇率をかなり上回り続ける状況の下で、国民の福祉という立場から消費者物価の安定化を図る (したがって、卸売物価をある程度下落させる) という強い決断が下されたわけではなかった。宇佐美総裁が退任した後の1970年10月には、消費者物価の騰勢が強まっているにもかかわらず、卸売物価が弱含みに転じたのを受けて金融引締めを解除したことが象徴するように、日本銀行の金融政策にとって「物価の安定」とは、決して消費者物価の安定を意味するものではなかったのである⁽¹⁰¹⁾。

(3) 佐藤政権の長期化と宇佐美総裁の退任

ニクソン大統領との首脳会談を終えた佐藤首相は、帰国後の11月29日に臨時国会を召集し、12月1日には衆議院を解散して総選挙に打って出た。12月27日に実施されたいわゆる「沖縄解散・総選挙」において、自民党は288議席 (解散時は272議席) という地滑り的な大勝利をおさめた。さらに、開票日の28日午後には、無所属当選者のうち12人を自民党の公認扱いとす

ることを決定し、これにより自民党の当選者は300人の大台乗せとなった。この大勝利を背景にして、佐藤首相は、1970年1月14日に第3次内閣の組閣へと進み、ポスト佐藤を目指す田中角栄自民党幹事長と福田赳夫蔵相を軸とした挙党体制を整えた。なお、佐藤第3次内閣は、その後自民党総裁としての初の四選（1970年10月）をはさんで1972年7月まで続き、佐藤政権は、1964年11月の第1次内閣から通算して7年8ヶ月という内閣史上最長不倒記録を達成することになるのであった。

この間、宇佐美総裁は、衆議院選挙期間中の1969年12月16日に任期満了により退任した。宇佐美総裁の在任期間中における日本経済は、実質GDP成長率が年平均10%台という高成長を達成する一方、卸売物価の上昇率は年平均2%以下に止め、経常収支は年平均10億ドルの黒字を記録するなど、総体的にみて見事なパフォーマンスだったといえる（前掲図表1を参照）。ただし、消費者物価の上昇率は年平均5%台であり、インフレ問題は未解決であった。そうした状況を踏まえて、任期満了を前に宇佐美総裁自身は再任に意欲を燃やしていたといわれているが⁽¹⁰²⁾、佐藤内閣が紆余曲折を経て最終的に選択したのは佐々木副総裁の総裁昇格であった。5年前の日銀総裁レースにおいて、当時の佐藤第一次内閣が、山際前日銀総裁の推薦する佐々木副総裁を退けて三菱銀行頭取であった宇佐美氏を日銀総裁に選んだのは、既述のとおり退任直前の池田前首相からの申し送り人事であったとみられるが、宇佐美総裁が池田前首相と近し過ぎた関係にあったことが、いざ再任という段になってみると、今度は宇佐美総裁と佐藤首相（および佐藤派幹部である田中幹事長や福田蔵相）との関係を微妙なものにしたと拝察されるのである。

ともあれ、民間銀行の現職頭取から初めて日本銀行総裁となった宇佐美総裁が、就任直後に「日本銀行の伝統を尊重するが、改革すべき点は思いきって改革する必要がある」と宣言した上で、5年間の任期中に、古色蒼然とし

たそれまでの日本銀行の流儀に多くの面で新風を吹き込んだこと⁽¹⁰³⁾は、やはり高く評価されてしかるべきであろう。

《注》

- (1) 山際総裁は、池田首相が退陣する際に、内々自らの辞意と佐々木直副総裁の総裁昇格を求めていたが、池田首相が自らの後任に指名した佐藤栄作氏に託したのは、日銀総裁に宇佐美氏を起用することであったといわれている。なお、1964年12月17日の田中蔵相談話の中には、総裁候補に上がったのは、宇佐美氏、佐々木氏に加えて、森永貞一郎氏（当時の日本輸出入銀行総裁）の3人であったと記されている。山際正道伝記刊行会『山際正道』（1979年）712-718ページを参照。
- (2) 宇佐美氏の略歴については、宇佐美洵「私の履歴書」（日本経済新聞、1971年1月連載、日本経済新聞社編『私の履歴書 経済人14』日本経済新聞社、1980年12月に所収）および、吉野俊彦『歴代日本銀行総裁論』（毎日新聞社、1976年）310-345ページを参照。
- (3) 「特定産業振興法」は、国際競争に打ち勝つために官民一体となって特定の産業における企業の合併統合を推進することを狙いとした法律であったが、宇佐美氏は、同法案において全国銀行協会連合会を金融業界の代表としているのは実情に合わないとして反対した。前掲『私の履歴書 経済人14』66-67ページおよび、前掲『歴代日本銀行総裁論』313ページを参照。
- (4) こうした宇佐美氏の言動に対して、山際総裁は「現在のバンカーは暮夜ひそかに政治家の門を叩く」と批判していたとされる。前掲『山際正道』717ページを参照。
- (5) 前掲『山際正道』715-716ページを参照。なお、宇佐美総裁によって1966年4月に調査局長に引上げられ再び活躍の場を与えられた吉野俊彦氏は、「池田内閣の末期において山際総裁の辞任は時間の問題とされその場合後任は宇佐美三菱銀行頭取に内定していたのであり、その時期は実際の発令より2ヶ月程前だったと思われる」（前掲『歴代日本銀行総裁論』315ページ）と推測している。
- (6) たとえば、宇佐美総裁が就任した当時の調査局長であった外山茂氏は、「調査局の私たちが全力を挙げて補佐した山際さんに対し批判的な宇佐美さんが総裁に来ることは、私にとり大きな衝撃であった。もし宇佐美さんが私たちに不信心を持って接するようなことがあったら覚悟を決めなければならない、と私は思っていた」（外山茂『金融界回顧五十年』61ページ）と述懐している。併

せて、前掲『歴代日本銀行総裁論』314-315 ページを参照。

- (7) 前掲『私の履歴書 経済人14』（日本経済新聞社、1980年12月所収）76 ページから引用。
- (8) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史 第六巻』（日本銀行、1986年）125 ページを参照。
- (9) 当時における証券業界の規模拡大状況については、草野厚『昭和40年5月28日』（日本経済新聞社、1986年）30-31 ページ、および、前掲『日本銀行百年史 第六巻』124 ページを参照。
- (10) 運用預り制度が実際にどのようなものであったのかについては、前掲『昭和40年5月28日』31-34 ページを参照。
- (11) 前掲『昭和40年5月28日』34 ページを参照。
- (12) 前掲『昭和40年5月28日』70-75 ページを参照。
- (13) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』142 ページ、および、前掲『昭和40年5月28日』77-78 ページを参照。
- (14) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』143 ページ、および、前掲『昭和40年5月28日』79-80 ページを参照。
- (15) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』144 ページを参照。
- (16) 日本銀行が日本証券金融に対して貸付を行い、それを日本証券金融が日本共同証券に貸付けるというやり方であった。その際に、日本銀行は日本共同証券が日本証券金融宛てに振り出した手形を貸付の担保とした。また、日本銀行の貸付金利は、公定歩合を適用したが、一部はその徴収を猶予した。前掲『日本銀行百年史 第六巻』144 ページを参照。
- (17) 前掲『昭和40年5月28日』83 ページを参照。
- (18) 新機関の構想は、当時の日本証券金融社長谷口孟氏や東京証券取引所理事長井上敏夫氏など日本銀行OBが証券業界に働きかけることによって具体化していった。前掲『昭和40年5月28日』89-90 ページを参照。
- (19) 日本証券保有組合による株式買入と同組合に対する日本銀行の信用供与については、前掲『日本銀行百年史 第六巻』149 ページの表3-6を参照。
- (20) 前掲『昭和40年5月28日』91-92 ページを参照。
- (21) 前掲『昭和40年5月28日』39-46 ページを参照。
- (22) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』152 ページ、および、前掲『昭和40年5月28日』117 ページを参照。
- (23) 旧日本銀行法二十五条は「日本銀行ハ主務大臣ノ許可ヲ受け信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行ウコトヲ得」と定めていた。
- (24) 同じ頃に日本銀行の佐々木副総裁も、高橋銀行局長から日銀法二十五条発動

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

の打診を受けていたといわれている。前掲『昭和40年5月28日』130ページを参照。

- (25) 在京7社とは、朝日、読売、毎日、日経、産経、東京、共同通信のこと。山一問題の報道自粛協定には、在京7社のほか、NHK、時事通信、日刊工業の3社も加わった。前掲『昭和40年5月28日』8ページ、および、140ページを参照。
- (26) 当日名古屋に出張中であった宇佐美総裁は、日本経済新聞に連載した『私の履歴書』（1971年1月）の中で当日の対応について次のとおり述べている。「私は急いで帰り、直ちに会議を開いて特別融資の件を検討したのであった。ほっておけば、少なくとも“証券恐慌”に発展するのは目に見えていたし、そうなれば経済界だけでなく社会全体に及ぼす影響は絶大であろう、という判断であった。（中略）大蔵省への連絡は、当時の佐々木副総裁が立った。私が動くのと妙に目立って、まとまるものもまとまらなくなる恐れがあったからだ。田中角栄蔵相はじめ大蔵省も私どもと同じ考えであり、ことは直ちに行われた」（前掲『私の履歴書 経済人14』27-28ページから引用）。
- (27) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』153ページの表3-7を参照。
- (28) 前掲『昭和40年5月28日』172-176ページを参照。
- (29) 後述するように、特別融資には形式上の担保は付されており、限度額についても一応の目的が設けられていたが、これを「無担保・無制限」と発表したのは、マスコミによる宣伝効果を狙った田中蔵相の発案であったといわれている。前掲『昭和40年5月28日』176ページを参照。
- (30) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』155ページを参照。
- (31) 3行の山一証券向け貸付については、山一証券の関係会社を含めて一切の担保余裕を特融担保として3行に差し入れるほか、1964年11月の社長更迭前3ヵ年の間に代表取締役であった者の私財を提供することが求められた。前掲『昭和40年5月28日』179ページを参照。
- (32) 免許は、ディーラー業務、ブローカー業務、アンダーライティング業務、セリング業務の4種類であり、これらの免許を取得する証券業者の資本金や負債比率についての資格要件が定められていた。なお、山一証券などへの「取り付け」の直接的な原因となった有価証券運用預り制度は、免許制への移行に伴い廃止された。前掲『昭和40年5月28日』205ページ、および、前掲『日本銀行百年史 第六巻』163ページを参照。
- (33) 前掲『昭和40年5月28日』209-210ページを参照。
- (34) 山一証券および大井証券による日銀特別融資の返済状況については、前掲『日本銀行百年史 第六巻』162ページの表3-8を参照。

- (35) 前掲『私の履歴書 経済人14』28ページから引用
- (36) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』158ページから引用。
- (37) 1974年2月に日銀理事を退任した後、同年4月に山一証券経済研究所理事長に就任した吉野俊彦氏は、日銀特融実施後しばらくの間は比較的謙虚であった山一証券の幹部たちが、日経平均株価の上昇とともに、「日銀特融を受けたのは大手四社の中では山一だけだったという不名誉を棚上げにし、日銀特融を短期間に完済し得たのは、いざなぎ景気のお陰であるよりも、自分たちの努力、自分たちの能力のゆえであると盲信するに至ったのである」と手厳しく批判している。吉野俊彦『企業崩壊』(清流出版、1998年)90ページから引用。
- (38) 福田氏は、佐藤第1次内閣時代の1965年6月-1966年12月と佐藤第2次・第3次内閣時代の1968年11月-1971年7月の2回に亘って蔵相を務めた(後任となったのは、いずれも水田三喜男氏であった)。
- (39) 1965年の実質GNP成長率は5.7%であり、昭和30年代の高度成長期における年平均成長率と比べれば約半分に低下したが、「神武景気」後の1958年(6.2%)とそれほど大きな差があったわけではない。また、1964年11月を景気の「山」として始まった景気下降局面は1965年10月には「谷」をつけており、それまでの景気下降局面と比べて特に長かったわけではない。したがって、「戦後最大の不況」という表現は、事後的にみると当時のマクロ経済の実態をやや誇張していたといえよう。
- (40) 佐藤首相を座長とする政策決定会議が開かれた1965年7月27日の早朝に、福田蔵相が前日までの方針を変えて、会議への提出資料に「国債発行を準備する」と明記するよう、事務方に対して電話で指示したとされている。有沢広巳『証券百年史』(日本経済新聞社、1978年)324-325ページを参照。
- (41) 「財政法」第4条は、「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」と定めている。
- (42) 財政法第5条は、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」と定めている。
- (43) 「国債不発行主義」とは、あくまでも一般会計の歳入となる長期国債を発行しないという意味であって、それ以外の短期国債(政府短期証券)、外国債、交付国債、借換国債などは対象外とされていた。また、準国債ともいふべき政府保証債(公社・公団・公庫債)の発行が1953年から再開され、昭和30年代

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

には財政投融资の原資として政府保証債の発行が急増することによって、ドッジ・ラインの目指した「総合予算の均衡」は「一般会計の均衡」へと変質していた。前掲『日本銀行百年史 第六巻』192 ページ、および、中島将隆『日本の国債管理政策』（東洋経済新報社、1977 年）136-145 ページを参照。

- (44) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』181 ページから引用。なお、吉野俊彦氏は、当時を回顧して、「当初国債発行が問題となりだした際、日本銀行引受けの方法により発行しなければ不況対策とならないという見解が有力に唱えられた」（前掲『歴代日本銀行総裁論』328 ページ）と述べている。
- (45) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』182 ページを参照。
- (46) 高橋是清蔵相のイニシアティブによって国債の日銀引受発行が開始された経緯については、日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史 第三巻』19-26 ページを参照。
- (47) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』181 ページでは、「高橋財政」の下で国債の日銀引受発行が開始されたことに対して、「本行の 100 年にわたる長い歴史のなかでも、とくに痛恨極まりない、苦渋に満ちた経験であった」と厳しく批判している。
- (48) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』181 ページを参照。
- (49) 吉野俊彦氏によれば、「総裁は日本銀行内の意見を十分聴き、熟慮の後八月十三日の記者会見で国債の発行には協力するが、日本銀行引受けには反対という線を強く打ち出した」（前掲『歴代日本銀行総裁論』328 ページ）とされている。
- (50) 前述のとおり、宇佐美総裁の就任時には警戒感を抱いていたことを隠さなかった外山茂氏も、「宇佐美さんの在任中の特記すべきこととして、国債発行の開始がある。高橋是清の故智にならない、不況対策として国債は日銀引受にせよという社説を書いた有力新聞もあった。しかし宇佐美さんは、日銀引受けに反対し、市中引受けを実現させた。（中略）国債の市中引受け実現、昭和四二、四四年の金融引締め政策は、宇佐美さんの指導力により円滑に行われた。その頃になると、宇佐美さんは、我々日本銀行職員をリードするぐらい日本銀行的考え方になっていた」（前掲『金融界回顧五十年』63 ページ）と述懐している。
- (51) 国債発行を巡る議論の経過については、前掲『日本銀行百年史 第六巻』182-184 ページを参照。
- (52) 国債引受シンジケート団は、都市銀行・長期信用銀行（予定引受シェア 51.5%）、地方銀行（同 20.5%）、信託銀行（同 3.6%）、相互銀行（同 3.6%）、信用金庫（同 3.6%）、農林中央金庫（同 3.6%）、生命保険会社（同 3.6%）、証券会社（同 10.0%）によって構成された。なお、昭和 40 年度国債の場合、証券会

社の実際の引受シェアは12.6%と当初予定シェアを上回ったため、その分だけ他業態の引受シェアが軽減された。

- (53) 香西泰『高度成長の時代』(日本評論社, 1981年)174ページを参照。
- (54) 貝塚啓明教授は、前掲『証券百年史』(日本経済新聞社, 1978年)323ページにおいて「所得税減税を断念し、長期国債発行を停止するという政策運営は、個人消費を抑え、かえって民間投資主導型の経済成長を促進したであろう。社会資本の充実、環境汚染の抑制を目指し、徐々に成長率を鈍化させるには減税と公債発行の組み合わせの方が望ましかったといえよう」と述べ、佐藤内閣の新しい財政政策の枠組みを肯定的に評価している。
- (55) 慎重な財政政策運営は、民間設備投資が旺盛な状況下において景気過熱を回避し、かえって景気上昇を持続させる働きがあったと評価される反面、「その代償として、本来の意図たる社会開発とは逆に、民間部門に対する公的部門、社会資本や社会保障の立ちおくれを招来することになった」(前掲『高度成長の時代』174ページ)と批判されることにもなった。
- (56) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』191ページでは、均衡財政によって財政規律を保つことが望ましいとする立場から、「財政運営が安易な道を選んだという批判を免れないであろう」としている。
- (57) 証券会社の引受基本シェアは10%と定められていたが、実際にはその時々個人の消化の動向などによって変動した。因みに、昭和40年度は12.6%、41年度は12.4%、42年度は9.5%であった。前掲『日本銀行百年史 第六巻』190ページを参照。
- (58) 「新金融調節方式」については、前掲『日本銀行百年史 第六巻』97-122ページを参照。
- (59) 前掲『日本の国債管理政策』169-172ページを参照。
- (60) 戦後における公社債の取引所取引は、金融緩和期の1956年4月に公社債流通市場の整備を狙いとして開始された。しかし、翌年から金融引締め期に入ると、「人為的低金利政策」の下で発行条件がほぼ釘付けとなり、それに合せる形で取引所でも実勢を無視した高めの価格を維持管理しようとしたため、取引所取引は全く名目化してしまった。1962年4月の取引所取引停止は、そうした実態を追認するものであった。詳細については、黒田昇生『日本の金利構造』(東洋経済新報社, 1982年)33ページを参照。
- (61) 取引所における国債上場相場が具体的にどのようなようにして維持管理されたのかについては、前掲『日本の国債管理政策』174-175ページを参照。
- (62) 表面金利、期間は不変のまま、発行価格を50銭引下げる(98円60銭→98円10銭)ことにより、応募者利回りを6.902%に引上げた。なお、1970年4

月には、発行価格を更に50銭引下げることにより、応募者利回りを7.011%に上げた。

- (63) 前掲『証券百年史』324ページでは、「いま新しく国債が発行され、しかもその大部分が固定された利回りで消化されるには、コールレートを国債発行金利より低位におさえる必要があった。事実四十年代に入ってから、コールレートはむしろ規制された金利に近付いた」と述べられている。また、呉文二『金融政策』（東洋経済新報社、1973年7月）54ページでは、昭和40年代における日本銀行の金融政策について「コール・レートをあまり上昇させないようにしながらの金融引締めであったから、貸出抑制効果も著しくなかったということかもしれない」と述懐している。
- (64) 吉野俊彦氏は、「不況期に国債を発行することは認めるが、あくまで日本銀行引受によらず市中消化の可能な範囲で発行するという鉄則を樹立したのは、宇佐美総裁であり、山一問題と並んで、日本銀行史上その名は長く残るであろう」（前掲『歴代日本銀行総裁論』331ページ）と激賞している。
- (65) 1966年8月には、自民党の田中彰治代議士が恐喝と詐欺の容疑で逮捕されて代議士を辞任した。また、9月には、上林山栄吉防衛庁長官が、鹿児島県の地元選挙区にお国入りの際、自衛隊幹部を従えて航空自衛隊機で帰郷したことが公私混同であるとして問題化した。さらに、10月には、荒船清一郎運輸大臣が自分の選挙区にある深谷駅に急行を止めさせるよう指示したことの責任を問われて大臣を辞任した。
- (66) 1951年9月のサンフランシスコ講和条約において、沖縄は小笠原諸島とともにアメリカを施政権者とする国連の信託統治のもとに置かれることとなり、日本への施政権返還は未実現のままだった。なお、沖縄返還交渉の経緯については、中村隆英『昭和史Ⅱ』（東洋経済新報社、1993年）544-548ページを参照。
- (67) 佐藤首相は、沖縄返還交渉と並行して日韓国交回復にも力を注いだ。すなわち、1964年4月以降中断していた日韓会談の再開を図り、1965年6月22日に日韓基本条約に正式調印した後、同年12月には野党の反対を押し切って強行採決により同条約を国会で成立させた（12月18日に批准書が交換され、同日に発効した）。
- (68) 小笠原諸島の復帰協定は、1968年4月5日に調印され、6月26日に実現した。
- (69) 日米安保条約を沖縄の米軍基地にも本土の基地と同様に無条件に適用し、「核を作らず、持たず、持ち込ませず」の非核三原則を適用すること。
- (70) 日本銀行も、1965年末時点での経済見通しでは、「実質成長率が昭和40年

度の3%前後のあと、翌41年度も7-8%程度であろうと予測していた」(前掲『日本銀行百年史 第六巻』199ページ)。

- (71) 2002年1月から2007年10月にかけての景気拡張局面(いわゆる「いざなぎ景気」)は69ヶ月間に及び、「いざなぎ景気」を超えた。
- (72) 香西泰氏は、「いざなぎ景気」において、目覚ましい技術革新が見当たらなかったにも拘らず高い実質成長率が実現した理由として、①技術進歩のほかに資本蓄積や市場拡大の著しい時期だったこと、②成長部門のウェイトがすでに高まっていたこと、③技術革新のディフュージョンがあったこと、などを挙げている。前掲『高度成長の時代』175-179ページを参照。
- (73) 前掲『高度成長の時代』179ページから引用。
- (74) 前掲『昭和史Ⅱ』550ページを参照。
- (75) 宇佐美総裁は、政府決定に先立つ6月12日の全国銀行大会において、予想される租税の自然増収を歳出拡大に安易に充当せず、国債発行額を削減すべきだと主張していた(前掲『日本銀行百年史 第六巻』209ページを参照)。なお、1967年度の国債発行額は、最終的には額面7,200億円(収入金ベースで7,094億円)であった。
- (76) 各行別の貸出増加額規制枠の配分に当っては、いわゆる「資金ポジション」(外部負債等への依存度)重視の観点から、貸出残高を基準にした規制枠を「資金ポジション」の良否に応じて若干増減させる形での調整が新たに実施された。前掲『日本銀行百年史 第六巻』211ページを参照。
- (77) なお、公定歩合引上げに伴うコールレートの上昇幅は、従来の金融引締め期と比べてかなり小幅に止められ、国債発行開始後初めての金融引締めが国債管理政策によって拘束されながらのものであったことを示唆している。
- (78) 中村隆英教授は、「日本銀行が引締めを開始してまもなく世界景気が回復し、景気が悪化しないうちに引締めが解除されたというエピソードがあった。この時期以降は、輸出の好調に支えられて、景気後退をとまなうような引締め政策の必要はほとんどみられなくなった」(前掲『昭和史Ⅱ』550ページ)と指摘している。
- (79) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』211ページ、および、前掲『歴代日本銀行総裁論』334ページを参照。
- (80) もっとも、宇佐美総裁自身による後日の述懐では、「日本銀行には、それまで『決定すれども説明せず』という不思議な伝統があって、必要以上に沈黙を守ることが多かったが、これではいけない。日銀が『法王庁』である必要性はどこにもないのである。この考えで、私は万事をおし進めた」ということにな(前掲『私の履歴書 経済人14』75ページから引用)。

- (81) 外山氏によれば、「宇佐美さんは、いわゆる根回しの達人で、接触すべき人、接触の仕方、時期などをよく考え、考えがまとまると直ちに行動に移した。山際さんのように孤独になることを避けて事を運ぶことを心掛けていたのである」（前掲『金融界回顧五十年』62ページ）とされる。
- (82) 1969年に入ってからの一連の沖縄返還交渉の経緯については、楠田實編著『佐藤政権二七九七日〈下〉』（行政問題研究所、1983年）の第4章「太平洋新時代」1-91ページを参照。
- (83) 佐藤・ニクソン会談で合意した文章は、「総理大臣は、核兵器に対する日本国民の特殊な感情及び、これを背景とする日本政府の政策について詳細に説明した。これに対し大統領は、深い理解を示し、日米安保条約の事前協議制度に関する米國政府の立場を害することなく、沖縄の返還を右の日本政府の政策に背馳しないよう実施する旨を総理大臣に確認した」（共同声明第八項）というものであった。なお、2010年3月に鳩山連立内閣の下で外務省有識者委員会が公表した「密約問題」に関する報告書によって、核搭載艦船の一時寄港は日米事前協議の対象外とすることや、沖縄の原状回復費用（400万ドル）を日本が肩代わりすることなどを日本側が認めた密約の存在が確認された。
- (84) 前掲『佐藤政権二七九七日〈下〉』62-66ページを参照。
- (85) 日米繊維交渉については、前掲『佐藤政権二七九七日〈下〉』178-182ページ、および、264-265ページを参照。
- (86) 佐藤・ニクソン会談での合意に基づいて沖縄返還協定が東京とワシントンD.C.で同時調印されたのは1971年6月17日、沖縄の施政権が返還され、最終的に沖縄が日本に復帰したのは1972年5月15日のことであった。
- (87) この準備率引上げの際に、農林中央金庫が新しく準備率適用先に加えられたが、大蔵省と農林省の意見調整に手間取ったため、農林中央金庫への準備率適用は9月16日からとなった。
- (88) 筆者として惜しむらくは、この折に「公定歩合」という古色蒼然たる呼称が、「公定利率（あるいは公定割引率&貸付利率）」に変更されなかったことである。なお、「公定歩合」という呼称は、そのまま存続し、ようやく2001年4月1日になって「基準割引率および基準貸付利率」に変更された。
- (89) 例外として、1959年後半に国際収支が黒字基調を続けていた中で、景気の過熱化とそれに伴う国際収支の悪化を事前に予防する狙いで、いわゆる「予防的金融引締め」が実施されたことがある。
- (90) ちなみに、消費者物価指数上昇率は、1955-59年の5年間平均が0.9%だったのに対して、1960-69年の10年間平均は5.5%であった。1960年代に入って消費者物価が急騰した要因については、吉野俊彦編『経済成長と物価問題』第

3章「最近における新しい物価問題の登場」を参照。

- (91) 当時において、仮に日本銀行が消費者物価の安定を最優先の目的としたならば、実際に行われたよりも引締め気味の金融政策運営となったであろうから、実際よりも設備投資は抑制されて成長率は低下し、卸売物価上昇率は若干のマイナスとなったであろう。したがって、日本銀行が消費者物価の安定を最優先にした金融政策を実施しようとするれば、高度成長路線を推進し日本銀行に対して「低金利政策」を要請する池田内閣と正面衝突せざるを得ないことは目を見るよりも明らかだった。なお、高度成長を抑制した場合の日本経済の姿については、呉文二『金融政策』（東洋経済新報社、1973年）4-6ページを参照。
- (92) 戦後における公害問題の経緯をみると、まず、1956年に熊本県水俣湾で発生が確認された水俣病（有機水銀汚染）が次第にその規模を拡大して社会問題化する中で、1964年には新潟県阿賀野川流域で有機水銀による同様の被害が発生して第二水俣病と呼ばれるようになった。また、1968年には、富山県神通川流域で古くから発生していた「イタイイタイ病」の原因はカドミウムによる水質汚染であることが、厚生省によって断定された。さらに、1960年頃から、三重県四日市市の石油化学コンビナート周辺で大気汚染による「四日市喘息」患者が大量に発生し、住民によるコンビナート反対運動が展開されるようになった。以上のいわゆる「四大公害病」のほかにも、首都圏での光化学スモッグや河川の悪臭などさまざまな形での公害問題が次々に発生したことによって、高度成長のマイナス面としての公害問題が次第に政治的な争点と化していった。
- (93) 前述したように1967年4月の東京都知事選挙において勝利した美濃部亮吉氏は、3期12年の在任期間中に、歩行者天国の実施や東京外環自動車道の建設反対など、「反車社会」的な政策をとりつづけた。次いで、1971年の大阪府知事選挙において、社会党・共産党の支持を得て立候補した黒田了一氏（大阪府立大学教授）が、現職の左藤義詮知事を破って当選し、「大阪にきれいな空を取り戻そう」という選挙公約を実現するための公害規制（ビッグプラン）を実施した。さらに、1975年の神奈川県知事選挙では、革新統一候補の長洲一二氏（横浜国立大学教授）が当選するなど、全国の彼方此方で革新自治体が誕生して、中央での自民党一党支配に対する地方からの批判勢力を形成していった。
- (94) 佐藤内閣が公害問題に本腰を入れたのは、1970年のいわゆる公害国会において、「公害対策基本法」が大幅に改正され、いわゆる「調和条項」が削除されてからである。なお、1993年11月の「環境基本法」施行に伴い、「公害対策基本法」は廃止された。
- (95) 佐藤首相は、1969年12月7日の衆議院選挙公示日における渋谷駅前の街頭

高度経済成長期における日本銀行の金融政策Ⅱ

演説の中で、沖縄返還交渉の成果を誇る一方で、インフレ問題については、「むずかしいのは物価問題であります。遺憾ながら、まだ目的を達しておりません。これは皆さんの協力がないと解決しない問題ですから、積極的なご協力を訴えたい」と謙虚に現状を認めている。前掲『佐藤政権二七九七日〈下〉』99-101 ページを参照。

- (96) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』227 ページより引用。
- (97) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』227 ページより引用。
- (98) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』230 ページより引用。
- (99) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』303 ページを参照。
- (100) 前掲『日本銀行百年史 第六巻』236 ページを参照。
- (101) 1970年2月から1971年10月まで日本銀行調査局長を勤めた呉文二氏は、日本銀行の金融政策は、「実現は困難であっても消費者物価の安定を目標とすべきである」(呉文二『金融政策』24 ページから引用)と述べており、当時の日本銀行にとって消費者物価の安定が現実的には困難な理想論であったことが窺われる。
- (102) もっとも、宇佐美総裁本人は、前掲『私の履歴書 経済人14』78 ページにおいて、「日本銀行は、ちょうど五年間勤めて任期満了し四十四年十二月、辞任した」とのみ記しており、退任前後の事情については一切黙している。なお、総裁退任後の宇佐美氏は、金融制度調査会会長(1971年3月-1975年3月)などを務めたが、1983年2月19日に死去した。
- (103) 前掲『歴代日本銀行総裁論』342-343 ページを参照。

参考文献

- 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、1978年
- 宇佐美洵「私の履歴書」日本経済新聞連載、1971年1月(日本経済新聞社編『私の履歴書 経済人14』日本経済新聞社、1980年12月、7-79ページ)
- 草野厚『昭和40年5月28日』日本経済新聞社、1986年6月
- 楠田實編著『佐藤政権二七九七日〈上〉』行政問題研究所、1983年12月
- 楠田實編著『佐藤政権二七九七日〈下〉』行政問題研究所、1983年12月
- 呉文二『金融政策』東洋経済新報社、1973年7月
- 黒田晁生『日本の金利構造』東洋経済新報社、1982年5月
- 経済企画庁調査局編『資料・経済白書25年』日本経済新聞社、1972年5月
- 香西泰『高度成長の時代』日本評論社、1981年4月
- 外山茂『金融界回顧五十年』東洋経済新報社、1981年11月
- 中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、1977年11月

- 中村隆英『昭和史Ⅱ：1945－89』東洋経済新報社，1993年4月
日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史 第三巻』日本銀行，1984年6月
日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史 第六巻』日本銀行，1986年3月
日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史 資料編』日本銀行，1986年9月
山際正道伝記刊行会（羽間乙彦）『山際正道』1979年
吉野俊彦編『経済成長と物価問題』春秋社，1962年
吉野俊彦『歴代日本銀行総裁論』毎日新聞社，1976年3月
吉野俊彦『企業崩壊』清流出版，1998年12月