

金融政策と為替相場政策

—数量調整と価格調整—

島野卓爾

1 資金供給の経路と形態

経済成長に伴って経済各部門の金融ないし資産構造は多様化する。それは各部門の非金融的取引量が膨脹するだけでなく、各部門間の資金ギャップを埋めるために必要な金融的取引量が著しく増加するためである。これが経済成長の金融的側面¹⁾である。こうした傾向を金融政策との関連で考察するとき、つぎの二点に注意を払う必要がある。第一に、金融政策が現金および預金通貨の需要側に影響を与えるとともに、供給側にも影響を与えることである。第二に、資金供給の経路もさることながら、その形態を考慮することが肝要であることである。そこで以下では資金供給の経路と形態を考察することからはじめよう。

改めて説くまでもなく、戦後わが国経済は不十分な資本蓄積の基盤で急速な経済成長を推進してきた。その間の特徴を端的に言えば、企業の外部資本、とくに銀行依存度がきわめて高く、一般的な産業活動のみならず、設備・在庫投資までも内部留保資金でなく、銀行借入れによってきたことである。しかも大企業ほど銀行借入金の構成比が高くなっている事実は、われわれの注意を経済成長に必要な資金がいかにより市中金融機関という供給ルートから流れてきたかに向けさせる。これが資金の供給経路の問題である。いま「法人企業統計」によって、1972年末全産業（法

人企業）の金融機関借入金規模別構成をみてみよう。資本金200万円以上1,000万円の小企業の構成比は10.9%にすぎないのに対し、1億円以上10億円の大企業は17%、さらに10億円以上の大企業となると52%であり、過半のウェイトを占めていることがわかる。これを法人企業の企業数構成比でみると、この10億円以上の大企業はわずか0.3%にすぎない。このことからわが国法人企業の銀行借入れがいかにより大企業に集中しているかが判るであろう²⁾。しかもこうした傾向は景気変動によって多少構成比が変化したとはいえ、戦後ほとんど不変のまま推移してきたのである。

他方、企業部門の資金ギャップが間接金融方式によって埋められるにしても、それを単なる投資資金の経路としてみるのと、形態の問題としてみるのとでは、金融構造および金融政策への接近において大きな差があることに注意しなければならない。というのは、現金通貨は市中金融機関の信用拡張のベースであるから、いかなる形態を基礎に中央銀行から現金通貨が供給されるかによって、今度は市中金融機関の企業に対する必要資金供給を規制することになるからである。これが資金の供給形態の問題である。これはわが国の金融市場構造を考察するときに見落すことのできない金融資産の形態と規模とに関係するのである。

いうまでもなく、日銀から流出する成長通貨の供給ルートは、公開市場操作、預金準備

率操作、金・外貨の買入れ、貸出しの四つである。この供給ルートとならんで、市中金融機関と企業の間でいかなる形態を基礎に現金通貨が流れているかも別の大きな問題である。たとえば、企業が必要資金を手当てするとき、保有証券を売却するか、金融機関からの借入れによるか、または株式、社債の発行によるかの方法がある。そのいずれの場合でも資金ギャップの調整としては同一であるが、これらの方法のうち、いかなる形態で調整されたかは、関連する各部門の金融資産構造を直接変化させることになるのである。

和昭40年代以降、わが国経済の国際競争力が向上し、国際収支の黒字傾向が定着するに及んで、外貨買入れに伴う日銀の通貨供給のウェイトが次第に増加するに至った。ところでそれまでの通貨供給ルートがほとんど日銀貸出しに依存していたのは何故であろうか。結論を先取りすれば、いわゆるオーバー・ローンによる通貨供給方式が唯一可能なルートであったからといってよい。市中金融機関の預金準備は相対的に小さく、したがって預金準備率操作の有効性は局限されざるをえなかった。また公社債(流通)市場が未発達であるため、日銀の公開市場操作の対象となるべき金融資産(とくに政府短期債)が十分に形成されなかったのである。さらに当時経済成長の高進は国際収支の赤字を誘発するのが常態であったから、外貨買入れによる通貨供給ルートは事実上機能しえなかったのである。したがって日銀が経済成長に必要な通貨を自由裁量で供給しうる方法としては、日銀貸出し以外にはなかったわけである。

経済成長の過程で有価証券保有(金融資産)の増大が伴わないかぎり、オーバー・ローンは必然的であった³⁾。したがってオーバー・ローンの解消を目的の一つとする金融正常化の実現が、昭和30年代においてきわめて実現困難であったのはむしろ当然のことであった。わが国における有効な金融資産の不足は、こ

うして資金供給の形態を単調化させ、公開市場操作の範囲を限定してきたのである。公開市場操作の意義は、短期金融の代表的市場としてのコール市場と長期金融の代表的市場としての公社債市場とを、金利の機能するところにしたがって有機的に関連づけるところにある。ところが、短期政府債など金融資産は公開市場操作を有効化するには量的に不足していたため、長短金利が別々の要因で決定されることが多かった。

わが国の金融政策がしばしばきわめてドラスティックな効果をもちえた理由として、金利機能より「信用割当」⁴⁾や「窓口指導」⁵⁾によるアベイラビリティの規制があげられることが多い。これと同様な効果はしばしば長・短金融市場でも見られた。すなわち、金融機関の余剰資金放出の場としてのコール市場は、金融引締期になると資金運用の場と化し、コール・レートは高騰を続け、公定歩合をおおむね上回った水準でバランスするに至る。市中金融機関はその流動性を欠如し、主たる資金需要者である企業、有価証券など金融資産を不十分にしか保有していない経済主体は、現金通貨の需要を金融資産の売却によって満足させることができないから、コール市場での資金あさに走り、結局オーバー・ローンは激化の一途となるわけである。

こうした事態は長期金融市場にも影響を与えずにはおかない。しかもその影響は金利機能ではなく、変則的な起債条件——金融機関の協調融資的性格——に現われる。公社債の起債条件は、本来当事者間で企業格差や金融情勢を反映して弾力的に決定されるはずのものであるのに、資金供給者としての市中金融機関の発言権が強いため、一方には融資系列を、他方には起債に伴う危険負担の縮小をもたらし、総じて資本面での企業間格差を拡大させながら金利機能を麻痺させている。

結局、社債発行のこうした非弾力性が長期金融市場の不振をもたらし、現実には社債を

長期貸出しと大差ないものにしてきた。資金供給としては、社債によるのも貸出しによるのも、現実の問題としては期間の長短以外に大差がないようにみえる。しかし長・短金融市場が金利機能を中心に健全化するためには——とくに公開市場操作の材料となる有効な金融資産が必要不可欠であることを考慮すれば——両者の間には本質的な差があるといわねばならない。

- 1) たとえば Gurley, J. G. and Shaw, E. S., *Financial Aspects of Economic Development*, *American Economic Review*, Sept. 1955, p. 517 ff を参照。
- 2) いわゆる融資集中仮説は、金融面での二重構造を説明するものである。分析対象のおき方に多少の差異があるが、仮説の内容と解釈は、篠原三代平編『産業構造』春秋社、1959 および川口弘『日本の金融』日本評論社、1966に詳しい。金融機関に対応する金融機関の行動様式を実証分析し、大企業と中小企業との間に存在する金利格差と資金量格差が明示されている。
- 3) 国際収支が均衡していると仮定すれば、外貨買入れによる資金供給ルートは機能していない。
- 4) 信用割当は融資集中の実態と無縁ではない。融資集中にみられる金融機関の差別独占的立場に、低金利政策による金利水準の上限という制度的仮定を加えると、信用割当が成立する。この点については、寺西重郎「融資集中と信用割当・信用制限」『週間東洋経済』臨時増刊, No. 27, 51~60を参照。寺西は、金融機関がすべての企業に対し差別供給独占者でないという判断に立つ。つまり大企業は資金需要独占者として行動し、金融機関は中小企業に対してのみ差別独占供給者として行動すると考える。この判断から寺西は、(i)日銀信用の量的規制が、大企業への融資集中と、中小企業への信用制限ならびに高金利による「しわ寄せ機構」を生ぜしめたこと、(ii)コール金利の高騰（この点については本文で言

及する）がもたらす実効金利の上昇も、日銀の量的規制は中小企業に対する信用制限を解消しないこと、(iii)資金需要独占者である大企業の投資意欲が、中小企業への資金供給量を決定すること、を明らかにしている。信用割当の解釈については、貝塚啓明・小野田弘夫「信用割当について」『経済研究』第25巻第1号, 13~23; 川口弘「中小企業への金融的“シワ寄せ”機構」, 館・渡部編『経済成長と財政金融』岩波書店, 1965; 蠟山昌一「わが国の金融メカニズム」, 島野・浜田編『日本の金融』岩波書店, 1970などを参照。信用割当の原因として蠟山は低金利政策の役割を重視しているが、本文から推論できるように筆者の考え方もどちらかという蠟山のそれに近い。

- 5) 日銀の窓口指導による数量規制が金融政策の有効性を高めたという判断については、館龍一郎「金融政策の効果」『経済学論集』1965年7月に詳しい。これに対し、貸出の査定や貸出増加額の規制などの窓口指導を一方で認めながら、コール市場での金融機関行動の変化が金融政策の効果に与える程度を重視したものに鈴木淑夫「金融政策の効果」東洋経済新報社、1966がある。両者の比較を試みたものとして蠟山（前掲論文）がある。

2 オーバー・ローンと 低金利政策

オーバー・ローンという表現に象徴される通貨供給の形態は、昭和30年代の特徴であったが、これは日銀の金融政策の有効性に対していかなる効果を及ぼしたのであろうか。以下で、わが国金融政策が民間経済活動に対しきわめてドラスティックな効果をもっていた理由として、オーバー・ローンのもとでの数量調整と硬直的な低金利政策をあげ、その評価を行なうことにしよう。

日銀から市中金融機関への貸出しは、日銀の窓口から市中へ流出したものであるから、回収される場合には現金通貨はそれと逆の方

向で同じ経路をたどってくるはずである。したがって貸出しに関して日銀の金融政策が弾力的でありうるか否か、有効であるかどうかは以下の可能性如何にかかっている。すなわち、通貨価値の安定維持（たとえばインフレの激化の場合）や、過熱した経済活動の安定化（たとえば国際収支の赤字の場合）のために、貸し出された現金通貨の回収が必要となるとき、自主的な立場から自由裁量的にこれを実施できる力があるかどうか依存する。やや具体的にいえば、市中金融機関の現金準備のプールから容易に引き上げることができるかどうか依存する。

簡単化のために、これを市中金融機関とその主たる貸出し先である企業との関係だけで見よう。日銀の引締政策に直面して、市中金融機関の現金準備が不足しているならば、市中金融機関は貸付け先の企業から所要現金通貨を引き揚げなければならない。これが満足されるためには、厳密にいうと市中金融機関の貸付け期間が貸付け先企業の預金約定期間と同一であることを必要とする。しかし、明らかにこうした同一性を想定することは非現実的である。換言するならば、経済規模が拡大するとき、いったん貸付けた資金は、流動資金を別として、約定期間の長さにかかわらず、これを短期に回収することは難しい。

企業への貸付け資金が必要なとき市中金融機関へ引き揚げられ、さらに日銀に還流されるためには、本来貯蓄資金によって有価証券が保有されていることが前提である。しかし経済成長の過程は、貯蓄された資金が循環の規模を拡大させ、新たな投資需要をファイナンスしていく過程である。したがって、すでに述べたように公開市場の機能が不充分であるばかりでなく、有効な金融資産が不足している場合には、経済成長期に貯蓄された通貨を有価証券の保有に向かわせることはきわめて困難となる。昭和30年代に経済成長がしばしばオーバー・ローンに必然化した背景に

は、こうした事情があったり。

経済成長期における金融市場の資金需給の実態を、このようにオーバー・ローンによって集約的に表現できるとすれば、貸出しという供給ルートでの数量調整(日銀信用の割当て)が、政策手段としてきわめて有効であり、民間経済活動にドラスティックな影響を与えたことは容易に理解できるであろう。たとえば昭和30年代には、金融引締政策が発動されてからわずか半年後に、実物投資活動が低下しはじめるほどの効果があったのである。

注意すべきは、この数量調整が低金利政策と結びついて運営されたことである。もともと低金利政策は、敗戦後のインフレ期に金利の高騰を阻止する目的で考えられたものである。昭和22年の臨時金利調整法がその制度的基盤であり、これにより市中金融機関の金利水準、特にその最高限度が規制されることになった。いうまでもなく利子率は相対価格の一つであり、これを低水準に維持しておくことは、価格の調整メカニズムを殺してしまうことを意味する。その限りでは低金利政策による金融政策は有効性をもたないはずである。ところが実際にはそうでなかった。以下に述べるように、数量調整に援護されてコール・レートが調整機能を果たしたからである。

2-1 公定歩合とコール・レート

昭和30年代はわが国経済の高度成長期であったから、資金需要はきわめて大きかった。他の諸条件が同じであれば、信用の価格である利子率水準は当然上昇するはずである。しかし金融当局は硬直的な低金利政策を採用したから、価格面からの金融政策の有効性を期待することはできない。それにもかかわらず金融政策が全体としてきわめて有効であったのは、すでに触れたように(窓口における)資金繰り指導による信用割当てと貸出増加額規制という二つの数量調整手段が機能したからである。強い資金需要に応えるために都市銀行

に残された途は、コール資金の取り手となることであった。そのためコール市場金利はしばしば公定歩合を上回ることとなった。これが資金コストを上昇させ、銀行貸出しを縮小させたのである³⁾。

都市銀行がコール市場での資金の取り手であったのに対し、地方銀行および中小金融機関はその出し手であった。金融引締りにコール市場を中心に展開される都市銀行と地方銀行・中小金融機関との関係は、いわゆる「金融の二重構造」を生み出すことになった。地方銀行・中小金融機関にしてみれば、本来その業務目的である地方産業ならびに中小企業への資金貸出しよりも、余裕資金をコール市場に向けた方が有利であった。低金利政策に影響され、全国銀行貸出約定平均金利は自主規制によって金融繁忙期でも比較的低位に維持されたからである。

その結果、金融引締りには中小企業への貸出比重が減少し、標準金利を適用される大企業への貸出比重が増加するのが常態であった。加えて中小企業に対する拘束性預金比率の上昇を考慮すれば、大企業に対する実質金利負担の上昇はそれほど大きくなかったといわなければならない。昭和30年代の金融政策は、こうした資金配分の差別化によって成長政策に貢献したのである。金融政策は弾力的ではなかったが、それだけにドラスティックな有効性を保持しえたのであった。

2-2 国債発行と低金利政策

昭和40年以降国債が発行されるに及んで、金融政策の有効性は大きな影響を受けることになった。国債発行金利をなるべく低金利に抑えたいという財政当局の意向は、企業当局がこれまでとり続けてきた低金利政策と矛盾するわけではなかった。しかし以下に述べるように、重大な変化がおこった。国債発行金利によってコール金利の上昇が阻止されることになったことである。わが国では、公社債

市場が未発達であるため、個人消化以外の国債は金融機関に割当て消化されざるをえない。ところで金融機関による国債保有が無理なく実現するためには、市場金利と国債発行金利とが乖離しないことが必要である。そうでなければ、一時的にはとも角、金融機関による国債消化は不可能となるであろう。このようにして、コール・レートが国債発行によって事実上上限を画されたことは、窓口指導による数量調整の有効性を減退させることになった。2-1で示したコール・レートの上昇による資金コストの高騰が、貸出しを抑制するというメカニズムが働かなくなったのである。

他方、昭和40年をはじめ以降、わが国重化学工業の国際競争力は次第に増強され、国際収支の黒字基調が定着するに至った。昭和30年代、経済活動の過熱化はしばしば国際収支の赤字をもたらした。金融引締政策の発動を余儀なくしていたが、そうした状態は一変したのである。黒字基調の定着は、いわゆる「国際収支の天井」を押し上げたから、従来のパターンでの金融引締政策は不要となったといつてよい。しかも黒字基調は、外為収支の大幅散超を通じて市中流動性を増加させることになり、昭和30年代の特徴であったオーバー・ローンも実質的に解消することになった。これは日銀による窓口指導の機会を失わせることを意味する。かくして昭和40年代の金融政策は、国債発行と黒字定着という二つの新しい要素が内外両面に加わった結果、その有効性を著しく失うことになったのである。

昭和40年代半ば以降、わが国金融政策は開放体系のもとで再検討を迫られることになった。なるほど国際収支の天井は引き上げられたし、その面からドラスティックな引締政策を発動する必要はなくなった。しかし経済の国際化に伴う輸入インフレ、黒字による過剰流動性をもたらした需要インフレは、ついに「狂乱物価」という表現を生むまでに激しくなった。物価の安定、つまり開放体系のもと

での通貨価値の安定が金融政策の最大の課題となったのである。仮に金融政策のあらゆる手段を効果的に用いても、国際収支の均衡と物価の安定という二つの目標を金融政策だけで実現することは不可能である⁴⁾。ましてや前述したように金融政策の有効性は減退していたのであるから、どうしても他の政策手段の導入が必要となった。いうまでもなくこれが替為相場政策である。

- 1) 前掲寺西論文は、こうしたオーバー・ローンが大企業の圧倒的な資本支配力と結びつくとき、大企業向け金利が需給均衡金利より低いという意味で低金利を享受し、中小企業向け金利が逆に高いという意味で高金利に甘んぜざるをえなかったメカニズムを解明している。
- 2) 改めていうまでもなく、低金利政策で意味する低金利は、人為的に需給均衡金利より低い水準に金利が維持されていることである。
- 3) 鈴木、前掲書を参照。
- 4) 拙稿「平価調整と財政金融政策」『金融学会報告』No. 36。東洋経済新報社、1973年3月を参照。

3 360円レート時代における 為替相場政策

わが国の為替政策は、戦後の通商政策や広義の対外経済政策の一貫としてとられてきた。後に昭和48年2月以降とられた変動相場制についても評価を与えるが、昭和24年、それまでの複数為替相場から1ドル=360円の固定単一為替相場が設定され、「外国替為および外国貿易管理法」および輸出入「管理令」が公布されて以来、為替政策は貿易取引の細部にわたる規則と密接に関連していたのである。すなわち、「標準決済方法に関する規則」は上記管理法にもとづく省令であり、直接的な統制を容易にする効果をもつと同時に、標準決済方法の採用によって貿易優遇金融の道が開けていたのである。当時の経済情勢につい

て多言は不要であろうが、要するに貿易立国の理想は建てられても、万事不如意といった苦しい時代であった。したがって、これらの法律により、輸出と輸入を非対称的に取り扱うことによってわが国の国際収支の均衡、正確に言えば赤字の発生をできるだけ食い止める方策が採用されたのであった。

輸出優遇効果を一方で確保し、他方で「輸入担保金制度」(昭和24年)の導入によって輸入需要を抑制するほか、「外貨予算制度」(昭和24年)によって輸入数量制限を実施した背景には、当時設定された1ドル=360円の円レートが日本経済にとって過大評価であったことも作用していると思われる。昭和20年代から30年代にかけて、わが国経済は国内経済活動が拡大すれば輸入の著増による国際収支の悪化を経験したが、その都度この「国際収支の天井」を基準に景気調整策がとられたという意味では、360円レートの維持は直接的に景気調整の指標であったといえてよい。つまり360円レートが維持・達成すべき政策目標であったという意味では、為替相場が景気調整に関連したが、本来手段である為替相場(360円レート)を変更することによって政策目標である国際収支の均衡を図るという意味では、為替相場は何もしなかったのである¹⁾。その意味で昭和40年代はじめまで、つまり貿易収支の黒字基調が定着するまで、わが国の為替相場政策は実質的にはもっとも消極的、受身的であり、景気調整はもっぱら財政金融政策が主体であった。

為替相場政策が消極的、受身的であったことについては、二、三付言しておく必要がある。それは、輸出入取引に関する各種優遇・規制措置や関税政策の積極的投入が、国際収支状況の変化に応じて、本来ならば変更されるはずの替為相場(360円レート)をとともかく固定させておくのに役立ったということである。たとえば、複数為替レート制度は、輸出に対しては補助、輸入に対しては課税の

効果をもっているが、360円レートが確立したとき、この効果を「価格差補給金」制度（昭和21～30年）でカバーしたのである。すなわち輸出に対しては、「輸出資金需要証明制度」（昭和22年）によって優遇金融措置をとり、輸入についてはとくに工業化にとって重要な機械などの輸入に「免税制度」を設けたのであった。さらに昭和30年代となっても、前記輸入担保金制度は、輸入担保率を操作することによって市中金融の調整手段として用いられ、景気調整政策として一役買っていたのである。ついでにいえば、昭和30年ガットに加盟した後、わが国の関税体系は全面的に改訂されたが、その場合でも原材料輸入については無税または低率課税、消費財輸入については高率課税であり、相対価格体系を為替相場で変更する余地はなかったといつてよい。

このような輸出優遇措置は昭和30年代でも続けられ、次第に成功し始めたわが国産業の重化学工業化の果実を大量に輸出するのに貢献したのである。その詳細は本論の範囲を超えるが各種措置を列記すれば以下の通りである。すなわち「輸出所得控除制度」（昭和28年）、「同割増控除制度」（昭和32年）、「技術輸出所得控除制度」（昭和34年）、「海外支店固定資産の特別償却制度」（昭和28年）などは、昭和40年代になってから黒字基調が定着する制度的基盤であった。

さて以上のように、わが国の為替相場政策は、ニクソン・ショックまで相場自体が変化しなかったという意味では安定的に推移したように見える。しかし実際には、輸出入に関するいくつかの政策措置によって守られていた結果、為替相場を変更する必要がなかったという事実を見落すことができない。そしてこうした二重、三重に及ぶ通商政策が企業に為替相場の変更がもつ意味を忘れさせたし、固定相場制に固執する気分を政府も企業も持ち続けることになったのである。わが国の輸

入自由化政策が、アメリカをはじめ諸外国からの圧力と、わが国の輸出市場確保という両方の理由から、段階的にそれもどちらかという自発性に乏しい形で進展したことを想起すると、為替相場政策の「かたくな」な態度もこれと一脈相通するものがあるといわなければならない。

昭和42～43年頃、わが国の国際収支の黒字基調は確実に定着した。すでに欧州諸国では、ポンド、マルク、フランなど主要通貨が国際通貨ドルの危機に触発されて為替相場の調整をはじめていた。これに対しわが国は、黒字国としての調整分担をいわゆる8項目の円対策という、正常な状態でも当然実施しなければならない対策を示すだけで、360円レートを変更することだけは絶対回避する態度を示し続けていた。昭和46年8月のニクソン新経済政策が発動されても、これが国際経済機構であるIMFとガットの改革を迫るものであることの認識に欠けていた。つまり戦後の国際経済の推移についてあまりにも自国本位と思われる態度と判断を持ち過ぎたのである。その結果は、いうまでもなく国内における過剰流動性の累増とインフレの激化であった。

こうした誤認の背景としていくつかの要因が考えられるが、その主なものを示せば、(1)過保護ともいえる輸出優遇措置に慣れた企業の「実力」を過小評価したこと、(2)為替管理への過信、(3)外貨準備の機能に関する知識と政策調整の不足などがある。これまでの叙述との関連もあるので、(1)、(2)、(3)の順序に説明を加えておこう。

3-1 日本経済の「実力」過小評価

すでに再三記したように、戦後わが国の貿易が再開されて以来、わが国の輸出入は、通商政策上考えられる殆どすべての優遇措置によって守られ促進されてきた。わが国産業にとって、当初360円レートは重荷であったといつてよい。その限りでは、そして資源のない

わが国が過密な人口を養い、しかも先進工業諸国と伍していくためには、最初ある程度の保護も必要であったのであろう。しかしその保護が過大になり始めると、自らの努力で産業、さらにいえば日本経済それ自体にそれ相当の実力がついていながらも拘らず、その保護が失われることに対して極度の恐怖心をもつに至る。実力のある受験生に母親がついて来ないと安心しないようなものである。すでに十分な保護措置で守られているのに、円レートの切上げがそれらの保護措置をすべて帳消しにしてしまうのではないかと思うほど神経過敏になってしまった。これは、さきに触れたように、360円レートが守るべき(固定しておくべき)目標であった20~30年代の経済政策環境に負うところが大きい。

3-2 為替管理への過信

国際収支の天井の低さに悩んできたわが国は、嚴重な為替管理を施行してきた。入るは易く、出るは難しとする為替管理の実態が、欧州諸国のような隣接国から成る地域ではとても考えられないような厳格なものであったことは事実である。しかし昭和42~43年頃から頻発し始めた欧州通貨の多角的調整は、円切上げ必至の前触れであった。固定相場堅持を再三再四表明していたわが国も、その外貨準備が昭和45年に至り増加のテンポを早めはじめ、昭和46年に至り自由世界第三位の外貨保有国となった。このような状況でいったんどこかで通貨不安が生ずれば、誰が見ても先高必至である円やマルク買いに走るのは当然であろう。非居住者は円資産を持つべく公社債買いに、外為銀行は非居住者から自由円預金勘定開設の申込みにも忙殺され、商社、メーカー、銀行は、ドル債権の早期回収のため、輸出前受けの形で代金を受領しようとした。水も洩らさぬ為替管理は、商社、銀行、メーカーの海外支店網がここまで拡大しているとき、実質的に役立たないのである。ニクソン・シ

ョック後約一週間、価値が下がるとわかっていながらドルを買い続けていた日銀、政策当局の「世にも不思議な物語」も加わって、わが国の外貨は著増し、インフレという最悪の芽を生むことになった。

3-3 外貨準備と政策調整の不足

為替管理を施行する動機は、もともと慢性的な外貨準備不足にあったといつてよい。外貨準備の機能は、一国の対外支払準備であるから、もしこれがある程度充分であれば、直接統制または、および為替相場の変更を回避できることは確かであろう。長年外貨不足に悩んできたわが国経済が、その適応量をどちらかといえば多量に保有したがるのは自然であった。とくに資源のないわが国であればなおさらである。しかし、それもあまり多量になれば、何らかの政策調整が必要である。しかしこれもすでに(1)で考察したように、複雑に入り組んだ保護措置を順次撤廃するほど自信がなく、経済成長(輸入)の増大という方法を選択するのがやっとならであった。それも国内競争産業からの反発があれば不十分となり、残る道は外貨準備のいたずらな積み増しと、それに伴う日銀券の増発であった。この点で、外貨準備の機能についての認識不足と政策調整のタイム・ラグは、対外経済政策を完全に失敗させることとなった。

- 1) このことは、逆にいえばもし「国際収支の天井」という制約条件から逃れようとするれば、その時々国際収支状況に対応させて為替相場を変更しなければならなかったことを意味する。そうしなかったからといって、昭和30年代実際にとられた為替相場の維持が間違っていたと主張するつもりはない。

4 スミソニアン合意から変動相場制における為替相場政策

スミソニアン合意によってわが国の円レ

トが308円の中心レートに決定されるまで、通貨当局は変則的なフロートを採用したが、これは長年固定相場制に慣れてきた日本経済にとっては、一種の教育訓練期であったといえてよい。しかもすでに円切上げ必至の環境のなかにいたわが国産業にとっては、実質的な切上げを先物相場で経験していたから、そして事前に恐れていた輸出の著減もなかったために、為替レートの変更は予想に反して平穩に実施されたのである。もっともこの間の事情について厳しい評価をすれば、為替相場政策についての定見がなく、アメリカはじめ欧州諸国からの外圧的交渉によって受身で変更を甘受したといってもよいのである。もっともこの評価はその後の政策運営を検討すると、それほど厳しいわけではない。とくにフロート後、政策当局の為替相場政策に関する考え方に疑問を呈せざるをえないいくつかの問題点が残るからである。

第一に、固定相場制(360円レート時代)のもとでの為替相場政策は、すでに見たように、かなり消極的、受身的であったのに対し、フロート後は本来他の政策手段に委せるべき分野にまで為替相場政策が使われていることである。いまこれを端的に為替相場政策のオーバーロードといっておこう。為替相場政策の目標は国際収支の均衡である。360円レートからスミソニアン中心レート308円、さらに昭和48年2月の第2回ドル切下げによる265円相場とフロートへの移行過程で、わが国は大幅な黒字国から大幅な赤字国へと転換したから、その限りでは為替相場政策は効果をあげたといえるかも知れない。

しかしフロートであることを想起すれば、大幅な赤字への転落もまた不可思議である。それだけではない。為替相場政策は、国際収支の均衡回復という自分の使命を通り過ぎて、インフレ対策(物価の安定)という他の領域まで手を出すに至った。昭和48年3月から10月までの7ヵ月間、日銀はドルの売り介入に

よって1ドル=265円の相場を安定的に維持した。すでにドル高・円安の基調(つまり円の先物が対ドルでディスカウント)が見えはじめていたのであるから、もし為替市場に政策当局が介入しないでフロートを続けていれば、円相場は反転して切下げ方向に推移していたはずである。そしてそうするのが国際収支の均衡を目標とする為替相場政策の第一の仕事であった。

実態はすでに触れたように、1ドル=265円で日銀はいくらでもドルを売っていたから、この期間円相場が安定するのは当然であった。その理由は簡単である。政策当局は、為替相場政策を物価安定政策と景気調整政策として使ったのである。これらは本来ともに財政金融政策の任務であるのに、そしてそれだからこそ為替相場がフロートしているのに、政策当局は、円高に相場を維持することによって輸入物価の高騰をいくらかでも軽減しようとした。また売り介入によってドル残高を減少させ、一種の売りオペ操作を通じて市中の過剰流動性を吸収しようとしたのである。

以上を評価すれば、フロートのもとでの財政金融政策によるポリシー・ミックスを無視したばかりでなく、為替相場政策の守備範囲を逸脱したものといてよい。すでにインフレがhome-made化していたのであるから、他の手段をあげてインフレ抑制に立ち向かう必要があったのに、この点でかえって後手をひいたといえよう。

第二に、為替管理政策が相変らず硬直的であるため、外貨準備の大幅な減少という振幅を大きくしたことである⁷⁾。すでに触れたように、固定相場制時代の為替管理は、資本流入を促進し、流出を嚴重に阻止するものであった。ところが過大な外貨準備が過剰流動性を招いていることに目を奪われたためか、今度は資本流出を促進し、流入を制限するようにその方向を180度回転するに至った。注意

すべきは、内外長短金利格差という、為替相場と並んで重要な調整メカニズムをもつ価格の機能をまたも軽視したのである。せっかくフロートしているのであるから、今度こそ為替管理はできる限りはずすのが至当であったのである。こうして嚴重な為替管理は、またしてもわが国における長期的課題である国際金融市場の育成を見殺しにしているのである²⁾。

第三に、外貨準備の機能について定見がなく、過剰と過小を往復しているように見受けられることである。これは、一つには現在のフロートがいずれ近い将来固定相場制に復帰するのではないか、またそうした状態が望ましいと考える誤った判断と認識に由来するのであろう。政府は最近でこそフロート長期化の可能性を確認しているようであるが、IMFナイロビ総会の頃までは、すぐにも固定相場制へ復帰が可能であるように見通していたのではないか。この判断に輸入原材料価格が高騰する危惧が加わり、外貨準備高に対する見方は一転して将来過小となるかも知れないという判断に変わったように思われる。しかしフロート長期化の見通しと外貨準備高の過小（あるいは過大）とは両立しない。フロートであれば必要最小限の準備がありさえすれば運営できるはずである。ここにも固定相場制への執着と、フロートを生かしきっていない政策運営が見られるように思われる。

- 1) 国際通貨体制改革案の一つである「客観的指標」の導入は、わが国政策当局に外貨準備を減少させるような効果を与えたかも知れない。客観的指標の内容が具体化されたわけではまだないが、外貨準備またはその増加率が過大であると判断されるときには、適当な幅での為替相場の変更を迫られることになる。したがって、もし政策当局が頻繁な相場変更を望まなければ、外貨準備を減少させるほかないからである。
- 2) この点については、拙稿「国際債券市場に

関する研究」『学習院大学経済論集』第10巻第2号を参照。

5 数量調整と価格調整

以上、戦後わが国の金融政策と為替相場政策の特徴を展望してきた。そこで最後にそれらを総合して評価を与えてみよう。第一に気がつくことは、両者の政策効果がともに主として数量調整を通じて実現したことである。端的にいうと、金融政策における低金利政策、為替相場政策における固定為替相場の維持は、価格理論的にいえば、価格を硬直的に維持し、需給の調整を数量にまかせたことを意味する。政策効果の評価からすれば、金利水準や為替相場という価格を人為的に規定しておいて、政策変数として数量を操作するのであるから、その効果がともにドラスティックとなるのは当然である。

ただ注意すべきは、数量調整を通ずる両者の政策有効性が持続した期間が、昭和30年代と昭和40年はじめに限られるということである。両政策の一つのアナロジーを発見できる理由は、この期間の金融政策の目標が、国際収支の制約のもとで経済成長をできるだけ促進することであったこと、国際収支の均衡と物価の安定という二つの目標が両立可能で、いわゆるトレード・オフの関係にはなかったからである。高度成長の過程で国際収支が赤字に転化すれば、金融・財政政策を通ずる総需要抑制が国際収支の均衡回復と物価の安定を同時に達成したのであった。

第二に、金融政策における数量調整が有効であったこの期間において、はたして政策が安定志向型であったかどうかの評価である¹⁾。この点についての結論を先取りすれば、金融政策は安定志向型ではなく、成長志向型であったと考えたい。たしかに統計資料から判断すれば、この期間わが国の物価は、消費者物価こそ上昇を続けたものの、卸売物価は全く

安定していた。したがって金融政策が安定政策として有効であったという主張が成り立つように見えるかも知れない。しかし卸売物価が高騰をはじめ以前に国際収支の赤字が発生すれば、引締政策による数量調整が発動されたのである。それどころではない。昭和32年の引締政策は、卸売物価が下落傾向を示したにもかかわらず、国際収支の均衡回復を狙って行なわれたのであった。逆に国際収支が黒字でも、卸売物価の高騰を憂慮して昭和34年には引締政策が発動されたのである。

換言すれば、実際に黒字基調を定着させた昭和43年以前、すでにわが国経済は、成長率を少し下げさえすれば国際収支の黒字を実現できる潜在能力をもっていたのである。当時、政策当局が外貨準備の増強を政策目標としたとすれば、それこそ安定政策を実施して成長率を下げれば、目標を達成できたであろう。しかし実際には、外貨蓄積をできるだけ犠牲にして限度一杯（国際収支の赤字か物価の高騰のいずれか）まで成長を促進し、そこですでに検討してきた数量調整という有効な政策手段を発動したのである。つまり数量調整の有効性は、高度成長という前提のもとで成立したのである²⁾。

第三に、昭和40年代半ば以降、金融政策でも為替相場政策でも、価格調整の必要性がはじめたのに対し、政策発動のタイミングが遅れたことである。昭和46年8月、アメリカの新経済政策が金・ドル交換性停止を公式に発表するまで、ともかくIMF体制が維持されたのであるから、わが国が固定相場を維持するのは当然であるといった議論は、IMF体制がアジャスタブル・ペッグ（調整可能な釘づけ）制度であることを認識すれば、全く無意味である。

構造的不均衡の場合には、為替相場を調整し、均衡を回復することが対外的にも望ましい。繰返しになるが、それをせずに360円レートを維持すれば、外貨準備の急増、したが

って国内における過剰流動性の発生は不可避であった。せっき昭和40年代はじめまで外貨準備より成長の果実を優先してきたのに、今度は切上げによる国民福祉の充実を忘れて、外貨準備の膨脹→インフレを用意したのである。

ところで為替相場政策に関する数量調整効果は、360円レートが均衡レートであったかどうかの議論と無関係でない。前節までの考察で、設定された当時円高であった360円レートが、輸出入に関するいろいろな行政措置によって守られ、次第に円安になった過程を示しておいた。厳重な為替管理のもと、360円レートがともかく長期間維持された背景には、特に国際収支が赤字の場合適当な数量調整があったことを忘れてはならない。

IMF体制のもとでは、国際収支の調整に関し黒字国と赤字国との間で対照的ではなかったが、昭和30年代国際収支の均衡維持を狙う数量調整が有効であったのは、高度成長が国際収支の赤字を誘発しやすかったからである。こう考えると360円レートは、数量調整を吸収した事後的レートとして均衡レートになっていたのである。

昭和40年代後半、為替相場政策はフロートを採用し、価格調整に転換した。これは完全雇用のもとでインフレが激化し、金融政策の目標を再び国内物価の安定におかなければならなくなったからである³⁾。つまり国際収支の均衡目標はこれを為替相場政策にゆだね、金融政策は物価安定に必要な水準まで金利を動かすことが必要となった。しかし実際には、価格調整を行ないうる余地は（すでに検討を終えたように）まだ小さいかも知れない。その意味で開放体系のもとでの金融政策のあり方を考えるとき、もっとも重要なことは、どこまで価格調整を行ないうる条件や環境を整備できるかということなのである。

1) 安定政策の目標としては、通常雇用と物価

が考えられる。生産能力に応じた有効需要の創出が安定政策の基本であり、有効需要が生産能力を上回（下回）れば、インフレ（失業）が発生するからである。わが国の場合、完全雇用に近づいたのは昭和40年代半ばであり、したがって失業の発生による資源のロス防止することは望ましい政策目標であった。その意味で経済成長はこの望ましい政策目標と合致したのである。また物価に関していえば、完全雇用到達以前には物価が上昇しないと考えるケインズ理論によって解釈することもできる。しかし実際には、本文ですぐ後に述べるように、景気が過熱して物価が上昇するときには、同時に「国際収支の天井」にぶつかり、この制約条件が強いきいて、引締政策が発動されるのが常態であった。換言すれば、物価の安定は、生産性上昇による効果も

無視できないが、国際収支の制約条件によって維持されていた点も軽視できないのである。

- 2) 戦後わが国の景気変動は、経済それ自体がもつメカニズムで発生したというより、たとえば「国際収支の天井」といった制約条件に対応した政策発動によって生じた「政策サイクル」の要素が大きいと考えられる。
- 3) 注意すべきは、物価の安定という政策目標の設定が、生産と分配との双方の効果を考慮しなければならないことである。分配面での公正を強調することは正当であっても、いかなる物価上昇をも認めないとすれば生産拡大のインセンティブがなくなるから、コスト・プッシュ要因が内在している経済では、失業を発生させる危険があるのである。これはいわゆる安定政策の限界を意味するとともに、価格調整の重要性を示唆している。