

Financial Economic-Structures of Japan in 1956-1965

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/24615

日本銀行信用と資本蓄積

— 1956年～65年を対象として —

宮 田 美 智 也

目 次

はじめに

I. 需要構造

II. 財政支出と人為的低金利政策の必然性

III. 人為的低金利政策と日本銀行信用(1)

—— 人為的低金利政策と資金配分の人為性 ——

IV. 人為的低金利政策と日本銀行信用(2)

—— 人為的低金利政策と信用創造 ——

V. 人為的低金利政策と株式市場

おわりに

はじめに

日本経済の「敗戦後経済」（縮小再生産）からの復興過程で政府金融機関制度と財政投融资制度が整備され、財政政策が展開される場合に必要な制度的な枠組みは構築されてき、また日本銀行も戦時立法の「日本銀行法」に規制されながらも、それが最後の貸手（金融政策の主体）としてその信用を配分する制度的基礎となるべき規制的な金融制度も形成されてきた。遅くとも1950年代前半には確立する。本稿はその後50年代後半を含む10年間——以下では昭和30年代とよぶことにする——の日本経済を対象に、その間における資本蓄積（経済成長）に対し財政金融政策がどのようにかかわったか、そしてそれによって何がもたらされたかを追究しつつ、資本蓄積に対する日本銀行信用の役割を論じる。

ところで、総需要創出政策の一方の柱として財政政策が成り立つには、その主体としての政府も債務を形成しうようでなければならない。そして、そのもう一方の柱である金融政策を担う中央銀行も、その信用供給能力が金準備による制約から解放されていなければならない。換言すると、財政金融政策が資本蓄積政策（その促進策あるいは抑制策）として動員されうるには、貨幣制度が金本位制度から管理通貨制度に移行していなければならない。管理通貨制度の成立は（独占）資本主義の現代的な展開を可能とする基礎である。

日本の管理通貨制度は経済の軍事化とともに成立してきた。しかし、それが「敗戦後経済」からの「離陸」を果たした「自立経済」、言い換えると拡大再生産の軌道に乗った経済ということだが、それに対し資本蓄積を政策的に管理しようとする場合の制度的基礎となる。管理通貨制度のもとではじめて総需要調整政策、すなわち資本蓄積政策としての財政金融政策は成り立ち、もって好況の引き延ばし（中間景気の演出）、恐慌の緩和（恐慌現象の後退）とそこからの早期脱却が図られ、日本資本主義の現代史が本格的に始まる。そこでは資本主義は恐慌から解放されたように見える。本稿はそのヴェールをはがすものでなければならない。

I 需要構造

1. 問題の設定

一般に管理通貨制度（中央銀行信用）が財政金融政策を起動させる基礎となりうるのは、消費が停滞し、滞貨が生じて、それを資本みずから（金本位制のメカニズム）では打開できないという独占資本主義のもとで、それが財政および金融の両面であらたな需要形成政策を可能にするからであり、それを通じて投資が刺激されるからである。

本稿はそのような関係の全貌を昭和30年代についてを明らかにするであろう。そのために本節は、当時の日本経済の需要構造を分析する⁽¹⁾。そこには（日本銀行信用に基礎づけられた）財政金融政策の需要創出作用の結果が現れていると思われるが、そこにみられる特徴の導出が目的である。財政金融

政策の果たす需要形成作用はどこに向けられたのかが浮き彫りになるであろう。

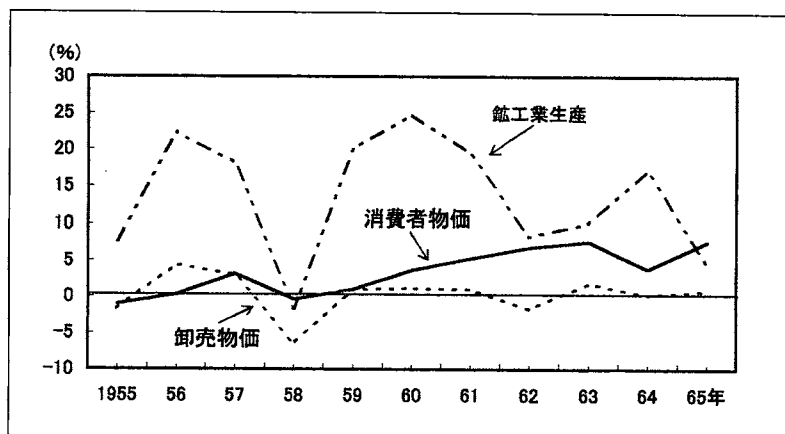
2. 個人消費支出

日本経済における需要構造は国民経済計算における国民総支出の各項目の構成比から知ることができる。それは第1表に示されているが、まずその経済成長率の欄をみてみよう。3期にわたって高成長が遂げられていたことがわかる。それら3つの時期について通常、54年11月から57年6月の間が「神武景気」、58年6月から61年末までが「岩戸景気」、62年10月から64年10月までが「オリンピック景気」とよばれる⁽²⁾ことは、周知のとおりである。

以上のような成長率の動向を念頭に、国民総支出の各項目に注目しよう。そこにはどのような内容が含まれているか。まず民間最終消費支出項目の検討から始める。

民間最終消費支出の構成比は55年度の64%程度から50年代中に60%を割り、60年代には55%前後の水準で推移している。すぐ後に指摘されるように民間

第1図 物価と鉱工業生産の動向



注) 前年比上昇率。

出所 総理府統計局『小売物価統計調査報告』昭和41年1月分及び日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

第1表 国民総支出の構成比、経済成長率および国民所得の推移

項目 年度	国 民 総 支 出				
	個人消費支出	民 間 資 本 形 成			政府支出
		企業設備	在 庫	住 宅	経常支出
1955	63.7 (7.7)	10.8 (11.0)	3.7 (1584.4)	2.9 (3.7)	10.2 (3.4)
56	61.5 (8.4)	15.2 (57.6)	5.3 (61.0)	3.2 (23.3)	9.5 (4.8)
57	59.7 (9.6)	16.6 (23.5)	5.3 (13.5)	3.3 (16.1)	9.2 (9.1)
58	61.1 (7.3)	14.7 (△7.1)	2.2 (△55.8)	3.4 (9.0)	9.5 (9.2)
59	58.7 (11.0)	16.3 (28.1)	3.6 (84.6)	3.7 (24.5)	9.1 (9.8)
60	55.9 (13.4)	19.6 (42.7)	3.9 (29.8)	4.1 (29.9)	8.8 (15.1)
61	53.0 (16.0)	21.3 (33.3)	6.8 (115.5)	4.1 (24.7)	8.4 (17.3)
62	56.0 (15.4)	19.5 (0.0)	1.3 (△78.9)	4.4 (15.6)	9.0 (16.6)
63	55.9 (17.7)	18.2 (10.4)	4.4 (295.4)	4.9 (32.2)	8.9 (17.1)
64	55.8 (15.9)	18.4 (17.1)	2.3 (△38.6)	5.3 (25.2)	9.0 (16.8)
65	56.8 (12.5)	15.3 (△8.3)	2.1 (0.5)	5.7 (20.0)	9.3 (14.3)

注1) 国民総支出の構成比及び国民所得は名目。

2) カッコ内の数値は前年度比増加(△は減少)率。

3) 国民総支出額は後出の第3表を参照。

出所 大蔵省編『財政金融統計月報』第306号(1977年10月)。

資本形成と政府支出の構成比が上がったことによるが、そこには工業国型「(敗戦後経済)から自立した経済」の需要構造の定着化が示されている。そして、その伸び率をみると、それは各年度15%前後であり、平均的にみて経済成長(56年度からの10年間平均で名目14.1%(実質9.5%))にほぼ見合っているとみなすことができる。それは何を意味するか。

経済成長に応じて就業構造も変化し⁽³⁾、消費者物価が卸売物価から乖離して上昇するという現象(第1図)が現れた。後者は前者の変化を基礎とする現象であり、インフレーションではない。それによって経済成長に伴う所得の国民的な再分配(賃金上昇と賃金格差縮小)が進み⁽⁴⁾、全体としてみると、国民所得は56年度からの10年間で年平均13.7%の高率で伸びている。それは国民の消費を多様化させつつ拡大させ、生活様式を激変させた(「消費革命」⁽⁵⁾)から、個人消費支出と経済成長との間には相互刺激的な関係が働く。そのような関係はその経済成長への寄与度(第2表)を視野に入れてみると、より明らかである。58年度と62年度に寄与度がきわめて高く、65年度がそれ

(単位：％)

国 民 総 支 出					経済成長率		国民所得
政府支出	経常海外余剰			合計(総支出 =総生産)			
資本形成	輸 出 等	輸入等(控除)			名目	実質	
7.7 (25.4)	11.7 (18.2)	10.6 (11.8)		100	13.3	11.4	10.7
6.6 (△4.4)	12.4 (19.5)	13.7 (44.1)		100	12.3	6.8	12.0
6.8 (17.0)	12.0 (9.2)	12.8 (5.9)		100	13.0	8.3	14.5
7.6 (16.4)	11.3 (△1.6)	9.8 (△19.4)		100	4.8	5.7	2.8
7.9 (20.6)	11.7 (20.1)	11.0 (29.2)		100	15.5	11.7	14.6
7.7 (16.7)	11.1 (13.1)	11.0 (19.4)		100	19.1	13.3	20.4
8.2 (29.5)	9.6 (5.8)	11.4 (26.3)		100	22.5	14.4	18.7
9.7 (30.0)	10.0 (14.1)	10.0 (△4.2)		100	9.1	5.7	12.5
9.1 (10.2)	9.5 (12.2)	11.0 (29.4)		100	18.1	12.8	16.2
9.0 (14.9)	10.4 (26.6)	10.3 (8.7)		100	16.0	10.8	13.2
9.6 (17.5)	11.2 (19.3)	10.0 (7.3)		100	10.6	5.4	11.7

に次いでいるところが注目点である。

それらはそれぞれ「神武景気」「岩戸景気」「オリンピック景気」の崩壊期であり、後に指摘するように、民間資本形成の減退に原因があるが、国民所得の伸びも58年度（「なべ底景気」）2.3%，62年度9.9%，65年度9.2%と、平均を下回っている（第1表）。しかし、個人消費支出の伸びはそれぞれ7.3%，15.4%，12.5%と、それほど落ち込んではいない（第1表）⁽⁶⁾。成長の失速が抑えられたことがわかる。

3. 民間資本形成と政府支出

つぎに第1表の民間資本形成の欄に目を転じる。設備投資の構成比は56年度から明確に上昇し、その後平均17.5%の水準で10年間推移している（就業構造の変化）。その構成比の上伸という事実のうえに、その伸び率と成長への寄与度（第2表）の推移とを重ね合わせてみると、「（オリンピック景気」期は別として）この民間設備投資が昭和30年代における経済成長を牽引したことがわかる。

設備投資も50年代前半までは老朽設備の近代化投資が中心であった（技術

第2表 経済成長寄与度

(単位：%)

項目 年度	個人 消費支出	民間資本形成			政府支出		経 海 外 常 余 剩	合 計
		企業設備	在 庫	住 宅	経常支出	資本形成		
1956	43.8	50.9	18.3	5.6	4.0	△2.8	△19.8	100
57	45.5	27.3	5.5	4.0	6.6	8.6	2.6	100
58	91.2	△24.7	△61.9	6.2	17.7	23.4	48.0	100
59	43.5	26.7	12.2	5.5	6.0	10.0	△ 4.0	100
60	41.2	36.5	5.6	5.8	7.2	6.9	△ 3.2	100
61	39.9	29.0	19.9	4.4	6.7	10.2	△10.1	100
62	89.6	0.1	△59.1	7.1	15.3	27.0	20.1	100
63	54.9	11.3	21.6	7.8	8.5	5.5	△ 9.5	100
64	55.7	19.5	△10.7	7.7	9.4	8.5	9.9	100
65	65.6	△14.4	0.1	10.0	12.1	14.8	11.9	100

出所 第1表に同じ。

革新の準備期)。しかし、それはその後半になると、政府の経済計画に乗って海外からの技術導入による技術革新投資として活発化してくる。55年2月「経済自立5ヶ年計画」が打ち出されると、その計画を上回る成長が達成され（「神武景気」）、57年12月にはあらたに「新長期経済計画」が策定されている。技術革新投資は前述のように産業構造上第2次産業の比重を高めただけでなく、そこにおいても業種内で重点を移行させつつ（重化学工業化の急進展）⁽⁷⁾、「岩戸景気」を現出させた。

その間、国際的な技術格差は急速に埋まる一方、新製品が生み出され、早くも58年以降国際収支は黒字になる。59年には対米貿易黒字を戦後初めて記録し、国際通貨基金（IMF）14条国であること（貿易・為替自由化の遅れ）に対する批判がアメリカを中心に起こってくる⁽⁸⁾。57年9月末4億ドルだった外貨準備高は、60年1月末には13億ドルに増加していた。60年6月「貿易・為替自由化計画大綱」⁽⁹⁾が閣議決定され、それがまた開放体制に向けた設備投資を加速させた。61年度～70年度の10年間に経済規模の倍増化を提起した「国民所得倍増計画」⁽¹⁰⁾が発表されたのは、同年12月末のことである。

さて、以上のような設備投資に対し、在庫投資の構成比は高くはなく、かつ年度によってばらつきがある。しかも、そのばらつきは伸び率のきわめて

激しい変動に対応している。後述するが、日本が原燃料を輸入に頼らねばならない加工貿易国であることによる。在庫投資の伸びがマイナスとなっている58年度、62年度、64年度の各前年度は後にみるように貿易収支は赤字である。

住宅投資については景況の局面にあまり影響されず、その国民総支出に占める割合が56年度の3.2%から65年度の5.7%へと堅実に拡大しているだけでなく、伸び率も経済成長率や国民所得の伸び率を大きく上回っていることが目を惹く。住宅建設に向けた融資制度は、その規模がきわめて制限された公的融資制度以外にはなかったといってもよい⁽¹¹⁾未発達な状況にあっただけに、健気に生きた国民の姿が浮き彫りになる。成長への寄与度も趨勢的にみて年々高まっていて、65年度には10%に達している。過大評価は慎むべきだが、経済成長に貢献したことは認めねばならない。

第3に政府支出の項目である。その国民総支出上のウエイトは56年度からの10年間を通じて平均的にみると、民間設備投資のそれにほぼ匹敵する17.3%になる。政府需要が民間設備投資需要とほぼ同じ規模において国民総支出のなかに組み込まれているわけである。伸び率の平均は設備投資のそれには少し及ばないが、成長率を上回る14.7%に達している。「敗戦後経済」を脱却し、独占資本による再生産体制を再構築した日本経済にとっては、私的需要だけではその拡大への牽引力に欠け、公的需要が恒常的に追加される必要があることが、以上の数値には含意されている。

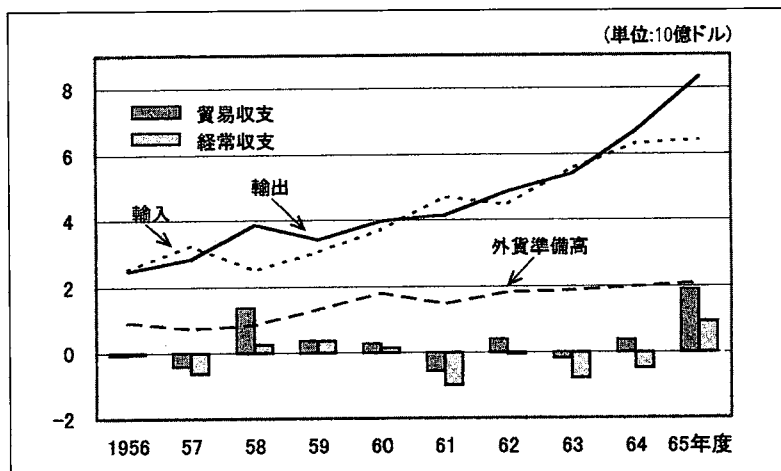
実際、それは政府支出の成長への寄与度の推移から実証される。その寄与度はほぼ一貫して経常支出よりも資本形成のほうが高く、かつ両者相和して、58年度、62年度、65年度の政府支出のそれを大きく押し上げているのに対し、それらの各年度には民間資本形成（設備投資）の伸び率はマイナスあるいはゼロであり、かつその成長への寄与度もほぼ同様だったからである。民間資本形成が停滞する局面で政府支出（資本形成）がその需要形成機能をより強く求められた結果にほかならない。そこに政府支出には追加的な需要創出作用を担うという点で、民間設備投資とは違いがあることが示されている。後にも確認するが、一般に政府需要は民間需要を量的に補完するという控え目な役割ではなく、それを質的に補完する性格のものとなっているわけである。

4. 経常海外余剰

最後に経常海外余剰の欄をみよう。余剰の構成比は最大でも1.5%程度にすぎず、反対に△1.8%を最大にマイナスの年度が4度もある。したがって、この欄つまり外需は需要構造分析上は無視できる。しかし、この経常海外余剰の成長への寄与度をみると、興味深い事実が浮かび上がる。その寄与度が高いのは58年度、62年度、65年度だが、それらはすでにみたように、民間資本形成（設備投資、在庫投資）の寄与度が落ち込む一方、政府支出のそれが上伸した年度であった。内需の落ち込みに対し、輸出ドライブがかかり、それが成長率の低下を下支えしたことが含意されている。反対に内需が拡大してくると、輸出よりも先に輸入が増え、経常海外余剰の成長への寄与度はマイナスとなる。56年度、61年度、63年度がそのような年度であった⁽¹²⁾。

第2図によって少し具体的にフォローしておこう。57年、61年、63年には輸入が増え、貿易赤字に陥っている。景気の上昇が始まると、原燃料（在庫投資）を中心に輸入が増え出し、結局はそれが輸出を上回ったようになった結果である⁽¹³⁾。そのような局面では外貨準備が減少することから、国際収支対策として金融が引き締められ（「国際収支の天井」あるいは「国際収支の壁」）

第2図 国際収支の推移



出所 日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

輸入（在庫投資）には抑制作用が働き出すとともに、内需を締め出された商品は輸出に販路を見出さねばならない。公定歩合の引き上げ期はそれぞれ57年3月、61年7月、64年3月である。

それは国際収支が好転してくると、引き締めは解除されることを意味した。たとえば、61年7月の公定歩合の引き上げに始まった引き締めは、9月には総合的な「国際収支改善対策」や公定歩合の再引上げ、さらに10月の準備預金制度の準備率の引き上げを伴っていたが、62年7月から経常収支が黒字に転換したのを受けて、10月から解除されている。しかし、63年度の在庫投資の対前年度伸び率295.4%（第1表）が示唆するように、同年の輸出の対前年伸び率10.9%に対し輸入のそれは24.6%にも達し（注13）、63年末には国際収支悪化の懸念から準備預金制度の準備率の一部引き上げが行われて金融は引き締めに転じ、公定歩合は64年3月に引き上げられた。

5. 総括

以上の昭和30年代の需要構造分析を総括しよう。つぎのようになる。当該期には高成長期という歴史的な規定を与えることができる。その間には景気波動があり、それをどのように位置づけるかが問題として残るが、それは後述する。そのうえで、成長を促した要因を引き出せば、それは内需であり、何よりも民間設備投資、そして追加的に政府支出（政府資本形成）が浮かび上がる。

「投資が投資を呼ぶ」などと、前者（のみ）が成長の牽引役だったことが強調される⁽¹⁴⁾のが通常である。しかし、後者の役割を過小評価する⁽¹⁵⁾そのような見方は誤りである。力説しておく。後にわかるように、両者は、政府支出（財政投融資）の積極化がなければ民間設備投資による成長促進も生きてこなかったという、いうならば構造的な関係にある。住宅投資に関しては国民総支出に占める割合が政府支出の2割から3割程度であり、また前2者が景況のそれぞれの局面でみせた成長への寄与度（民間設備投資の寄与度は好況局面で上り、政府支出のそれは景気の下落局面で上がった）に対してかなり低いことから、第3の要因とするのは控えるべきであろう。

以上のように、昭和30年代の成長については民間設備投資がその主要な促

進要因ではあった。しかし、その独立の要因ではなかった。政府支出の役割を見逃してはならなかった。民間設備投資が成長を牽引できたのは、政府支出の需要創出作用を基礎としていたからである。62年度には民間設備投資の著しい停滞（対前年度伸び率0%）にもかかわらず政府資本形成と輸出の伸び（それぞれ30.0%, 14.1%）に支えられて9.1%の成長率（名目）が達成されたが、それに関していわゆる転型期論（日本経済は民間設備投資による成長パターンからの「一種の転換点」にあるとする見方）が生まれてきた⁽¹⁶⁾のも、たしかに60年度、61年度と設備投資の伸びが突出的に成長を牽引してきたなかで、政府支出が需要の形成を下支えしてきていたことが視野に入っていなかったからである。

それでは、民間設備投資と政府支出について日本銀行信用はそれらにどのようなにかかわったのか、管理通貨制度の働きを追究することがつぎの問題となる。後者から先に取り上げる。その理由は論述のなかで明らかになる。

- (1) この課題の設定は、昭和30年代の日本経済の再生産は独占（寡占）資本によって営まれていることを前提としている。産業の生産力の質的変化（技術革新、新産業の創出、重化学工業化）にもとづき、巨大企業から構成される産業体制（大量生産体制）が形成された。その点の考察は、木村敏男「巨大企業の成長と寡占体制の形成」（川合一郎ほか編『講座日本資本主義発達史論Ⅴ 昭和30年代』（日本評論社、1969年）第1章、及び井村喜代子『現代日本経済論 [新版]』（有斐閣、2000年）第3章第1節参照）。
- (2) 加藤治彦編『年表で見る日本経済の足どり』（財経詳報社、2001年）12ページ。「オリンピック景気」とよばれている第3期がはたして前2期と並ぶ「好況」期なのか疑問を呈しておく。中間景気としてのその実態は後にいくつかの視点から明らかにされる。
- (3) 就業者総数及び第2次産業における就業者の割合の急増（第1次産業におけるその急減）がその内容である。すなわち、当面する10年間で就業者総数は12.3%増加、製造業への就業者の割合は17.7%から25.1%に増加（農林業では40.4%から25.0%に激減）している（井村、前掲書、187-190ページ参照）。
- (4) これは高成長に付随して起こった産業間の生産性（上昇率）の格差から生まれた価格上昇という意味で（つまり、単純にインフレーションという意味ではない）、「生産性格差インフレーション」といわれる（高須義賢博『現代日本の物価問題』（新評論、1972年）18ページ）。それが経済成長に伴う所得の国民的な再分配を媒介したというのは、つぎのような分析による。

おもに中間財を生産する成長企業（大企業）では生産性を向上させ（卸売物価の安定）、その結果労働分配率は下がっても絶対的には賃金は増加し、他方それが消費財やサービス提供に対する支払を通じて（消費者物価の上昇）、生産性向上余地が乏しい企業（おもに消費財を生産している中小企業）や流通・サービス部門に再配分される（くわしくは川合一郎『信用制度とインフレーション』（有斐閣、1965年）（『同著作集』第5巻（有斐閣、1981年））第5章参照（以下本書からの引用はすべて『著作集』による）。そのようなメカニズムが働くことによって、停滞企業部門でも賃金が上昇し、成長企業部門との賃金格差が縮小する（この事実については、経済企画庁編『現代日本経済の展開 経済企画庁30年史』（大蔵省印刷局、1976年）129-131ページ参照）。

- (5) 経済企画庁編『昭和35年度経済白書』（大蔵省印刷局、1960年）27ページ。
- (6) 個人消費支出の伸びは60年代に入って高くなっている（第1表）。それはテレビ、電気冷蔵庫、電気洗濯機（「3種の神器」）などの耐久消費財への消費の増加（60年8月から64年8月までの4年間におけるテレビの普及率は都市で55%から94%に、農家では11%から82%に、電気冷蔵庫は都市で16%から62%に、農家で1%から15%に、電気洗濯機は都市で45%から76%に、農家で9%から47%にそれぞれ急速に高まっている（経済企画庁編『現代日本経済の展開』115ページ）やスーパーの台頭にみられる小売流通業の成長（「流通革命」）（林周三『流通革命』（中公新書、1962年）85-117ページ参照）が顕著となった結果にほかならない。
- (7) 第2次産業のなかでも繊維、紙パルプ、窯業などの比重が低下する一方、金属、機械、化学などの比重が上り、また繊維部門では綿や人絹から合成繊維へ、化学部門では肥料から有機合成化学へ、機械部門では船舶や繊維機械から自動車や耐久消費財へというように、各部門における中心産業が移り変わった（十年史編纂委員会編『日本開発銀行十年史』（日本開発銀行、1963年）123ページ）。
- (8) 西ヨーロッパ諸国はこの58年末に自国通貨のドルとの交換性を回復し、輸入自由化も大幅に前進させていた。この58年時点での日本の輸入自由化率は26%にすぎなかったが、西ドイツは90%台、イギリスは70%台に達していた（日本興業銀行百年史編纂委員会『日本興業銀行百年史』（日本興業銀行、2002年）61ページ）。なお、日本の国際通貨基金及び国際復興開発銀行（IBRD）への加盟承認は52年5月（調印は同年8月）、「関税及び貿易に関する一般協定」（GATT）への加盟（発効）は55年9月である。
- (9) そのおもな内容は、3年後の63年4月までに（60年4月現在で40%の）輸入自由化率を80%に高め、為替自由化に関しては経常取引の面では2年以内に達成し、資本取引の面では国内経済の発展に悪影響が出ないように留意しつつ逐次制限を緩和するというものであった（経済企画庁調整局編『図説 貿易為替自由化計画』（至誠堂、1960年）80-85、87ページ）。
- (10) それは「民間の経済主体が、自由企業と市場機構を通して経済合理性を追求し

つつ」「つねに内包する潜在エネルギーを最大限に発揮し、経済の成長発展に貢献する」よう求めていた（経済企画庁編『国民所得倍增計画』（大蔵省印刷局，1963年）45ページ）。60年代後半は「いざなぎ景気」をいわれる高成長が実現されたから、この「計画」の目標は軽く達成された。他方しかし、高成長の「ひずみ」といわれたいくつかの現象が生じたことも指摘しておくべきである（経済企画庁編『現代日本経済の展開』136－138ページ）。

- (11) 住宅金融公庫は50年5月に、日本住宅公団は55年7月にそれぞれ設立されている。
- (12) 昭和30年代の貿易構造にはつぎのような変化がみられた。鉄鋼、次いで船舶が繊維品に代わって主力輸出品となる一方、原燃料が過半を占める輸入構造では原料品の輸入構成比が低下し（55年51.1%，65年39.4%），鉱物性燃料のそれはほぼ倍増している（55年11.7%，65年19.9%）（井村，前掲書，191，193ページ）。高成長が遂げられたこの時期に，原料品の輸入構成比が低下するという一見奇異な現象が現れたのは，産業の高度化に伴い，繊維原料輸入が低下してきたからである（金子貞吉「高度成長期の貿易構造」（中央大学経済研究所編『戦後日本資本主義——展開と現況——』（中央大学出版部，1999年）117－118ページ）。
- (13) 57年，61年，63年の輸入の対前年伸び率は順次27.8%，26.8%，24.6%であるが，輸出のそれはそれぞれ14.7%，4.3%，10.9%にとどまっている（出所は第2図に同じ）。
- (14) 経済企画庁編『昭和36年度経済白書』（大蔵省印刷局，1961年）295ページ。
- (15) たとえば川合，前掲書，205ページでは，この昭和30年代について「資本主義の現段階では異例なほど国家財政に依存することの少なかった高度成長過程」といわれている。
- (16) 経済企画庁編『昭和37年度経済白書』（大蔵省印刷局，1962年）36－37ページ。

II 財政支出と人為的低金利政策の必然性

1. 問題の設定

昭和30年代の国民総支出に占める政府支出の割合は，通年度平均で17.3%で推移していた（第1表）。本節はそのような政府需要の内容を精査する。

周知のとおり国民経済計算における政府支出の中心は（政府）財政支出である。そこでまずその財政支出の構造に目を向け，財政投融资の膨張という事実をつかむ。ついで政府支出のうち政府資本形成に期待される需要形成作用について，それを財政支出における財政投融资に照準を合わせてあぶり出そう。

2. 財政支出の動向

一般に政府が経済主体として支出（歳出）をなしうるのは、国民所得の一部を租税（歳入）として徴収できるからである。つまり、政府の行う財政活動は国民所得（その一部）の国民的な再配分という意味を持つ。しかも、それはそのような国民所得の流れとは逆に、支出見積（歳出予算）が立てられた後歳入予算が組まれて進められる。歳出予算に対し歳入予算が不足する場合には、増税か政府債務の形成が必要となる。

日本の財政は一般会計と財政投融资からなる。上述したことはその一般会計だけに当てはまることではない。財政投融资もまた一般会計と同じく計画（歳出予算）が先に立てられるからである。そして、原資が一般会計（租税）からの繰入だけでは不足するならば、それは政府債務（政府金融債務、政府保証債務）によって補填されねばならない。歳出の規模によっては、一般会計のみならず財政投融资でも政府債務が生み出される。

第3表は55年度以後65年度までの間について財政支出上の一般会計と財政投融资の規模、及び財政支出の規模を国民総支出に対してみたものである。

第3表 財政支出の構成比と規模

(単位：%)

項目 年度	財 政 支 出		合 計	財 政 支 出		
	一般会計	財政投融资		国民総支出	うち一般会計	うち財政投融资
1955	77.9(△2.2)	22.1 (56.9)	100 (6.7)	14.7	11.5	3.3
56	76.7 (5.0)	23.3 (12.5)	100 (6.7)	14.0	10.7	3.3
57	75.0 (11.1)	25.0 (22.2)	100 (13.7)	14.1	10.6	3.5
58	75.8 (12.1)	24.2 (7.2)	100 (10.9)	14.9	11.3	3.6
59	72.9 (12.3)	27.1 (31.0)	100 (16.8)	15.1	11.0	4.1
60	74.0 (16.6)	26.0 (10.1)	100 (14.8)	14.5	10.8	3.8
61	71.3 (18.4)	28.7 (35.4)	100 (22.8)	14.6	10.4	4.2
62	73.4 (23.9)	26.6 (11.8)	100 (20.4)	16.1	11.8	4.3
63	72.6 (19.1)	27.4 (24.0)	100 (20.4)	16.4	11.9	4.5
64	70.7 (8.8)	29.3 (19.4)	100 (11.7)	15.8	11.2	4.6
65	67.7 (12.4)	32.3 (29.3)	100 (17.4)	16.8	11.3	5.4

注1) 一般会計は決算、財政投融资は実績。

2) カッコ内の数値は前年度比増加(△は減少)率。

出所 『財政統計』昭和37年度及び昭和42年度その他。

国民総支出に対する財政支出の割合は62年度以後それまでの15%前後から16%前後へと、約1%ポイント高まっている。これは国民総支出における政府支出の構成比が61年までは17%程度だったのが、62年度以後は18%台に高まった(第1表)のに対応する。

そこでつぎに、財政支出に占める一般会計歳出のウェイトをみると、趨勢的に低下傾向にあることがわかる。それはつまり、国民総支出における財政支出の比重の増大は一般会計の伸びというよりも財政投融资の膨張によることを示唆している。事実、一般会計歳出と財政投融资のそれぞれを国民総支出に対して計算してみると、前者の数字は11%前後で安定的に推移しているのに対し、後者のそれは3%の前半から5%台に向けて趨勢的な上昇を示している。両者の対前年度伸び率をみても、総じて財政投融资の伸び率が一般会計のそれを大きく上回っている。

以上のように、国民総支出に対する財政支出の割合の増加が明確になるのは62年度以後のことであった。しかし、それ以前から財政支出の構造には変化がみられ、一般会計に対し財政投融资の膨張が進んでいた⁽¹⁷⁾。そこに含まれる意義をつぎに探り出さねばならない。項を改める。

3. 財政投融资膨張の意義

財政投融资はなぜ56年度以後規模増加を続けてきたのか。その答はその間の財政投融资の使途に着眼することによって引き出すことができる。その財政投融资の使途別分類を示したのが第4表である。

3区分された部門ごとの構成比をみると、産業基盤関係部門向けが30%余りの安定的な比率で推移しているのに対し、重要産業部門向けは61年度以後その比重を低下させ、その分が生活基盤関係部門に振り変わっていることがわかる。さらに内訳をみると、産業基盤関係部門の中では道路の比重がその間2倍以上に増え、生活基盤関係部門では生活環境整備のそれが7.9%から11.5%に、また厚生福祉施設のそれが2.0%から3.3%へと、それぞれ漸増していることが目につく。

昭和30年代財政投融资には明らかにその使途につき変化がみられる。財政投融资の変質といってよい。その前半までは明らかに、民間投資を誘導・誘

第4表 財政投融资使途別比率

(単位：%)

項目 年度	生活基盤関係部門			産業基盤関係		重 要 産業部門	合 計
	生活環境	厚生福祉	部 門	道 路			
1955	45.1	7.7	2.1	32.1	3.7	22.7	100
56	43.8	7.9	2.0	37.0	4.3	19.2	100
57	51.0	9.3	1.7	27.8	2.7	21.1	100
58	51.3	9.6	1.5	27.3	3.4	21.4	100
59	49.0	8.4	1.3	29.7	3.9	21.3	100
60	46.5	9.1	1.7	32.4	4.4	21.1	100
61	47.4	10.2	3.0	32.7	5.7	19.9	100
62	48.1	10.3	3.0	33.4	6.5	18.5	100
63	46.4	10.2	2.9	35.4	8.0	18.2	100
64	49.1	11.3	3.1	34.3	7.8	16.6	100
65	50.5	11.5	3.3	32.1	8.0	17.4	100

出所 大蔵省編『財政統計』昭和37年度及び昭和42年度。

発し、いわばその量的な補完を図ることに重点が置かれた。しかし、その後半には採算的にみて民間投資が期待できない分野への投融资に重点が移されてきているからである。産業基盤関係部門のなかの道路にしろ生活基盤関係部門のなかの生活環境整備、厚生福祉施設にしろ、本来的には一般会計で行われるべき行政の対象にほかならない。(公団とか事業団などが起て上げられ⁽¹⁸⁾、)それらが何らかの収益を上げるものとして「経営」されるようになってきているわけである。それは行政の収益事業化といってよい。しかし、それによって収益の取得が目的とされるわけではない。

それは何を意味するか。それを考える場合には、次項で明らかになることだが、財政投融资資金にはコストがかかることを視野に入れ、コストを負担してまで行政の事業化(財政の膨張)を進める必要はどこにあるのかを問えばよい。財政による追加的な需要創出とそれによる成長刺激の必要度が高まってきた⁽¹⁹⁾からである。ここに財政投融资の規模拡大の意義がある。

すなわち、財政投融资の規模は需要形成作用の観点を押し進めつつ拡大されてきた。しかも、財政投融资の役割に現れたそのような質的な変化は、一般会計にも現れる。一般会計でまかなわれる公共事業関係費の増加としてで

ある。それは55年度～62年度の平均で16.2%だったが、61年度～65年度の平均は18.0%に伸びている⁽²⁰⁾。財政投融资により強く求められるようになった需要形成作用の観点から、一般会計にまで持ち込まれるようになるということである。こうして、62年以降明確となったことだが、国民総支出に占める財政支出の比重増加が結果された。

4. 財政投融资の原資構成

「敗戦後経済」から脱却し拡大再生産の軌道に乗った日本経済は、政府による追加的な需要を拡大的に与えられ続けねばならなかった。それが財政支出のうち財政投融资が膨張してきた理由であった。以上検討したところである。それでは、その原資はいかに形成されたのか。

財政投融资の原資構成を示した第5表からわかるように、その原資のうち租税による部分（一般会計からの繰入分）は産業投資特別会計だけである。制度発足当初こそそれは11%程度の割合を占めていた。しかし、以後は5～6%で推移し、65年の2%台への低下はそれ以降はその水準、あるいはそれ

第5表 財政投融资原資の構成比

(単位: %)

項目 年度	産業投資 特別会計	資金運用部資金			簡保資金	公募債・借入金		合 計
		郵便貯金	厚生年金			公 募 債		
1955	6.0	51.0	27.4	10.5	16.1	17.2	6.7	100
56	4.1	49.8	35.0	12.5	17.6	24.8	14.8	100
57	9.5	59.4	25.9	14.5	19.7	11.4	6.3	100
58	6.5	59.9	20.1	13.5	21.0	12.6	6.0	100
59	6.8	56.6	23.7	11.0	19.5	17.1	10.0	100
60	6.4	55.5	24.1	14.7	19.2	18.9	11.5	100
61	5.8	57.3	21.3	14.5	17.2	19.8	9.8	100
62	5.6	58.5	24.1	15.3	15.7	20.2	10.6	100
63	5.7	59.7	24.3	13.3	13.1	21.5	12.2	100
64	5.7	62.8	27.3	14.3	10.5	21.1	12.5	100
65	2.4	66.8	26.1	18.3	6.2	24.6	16.9	100

注) 56年度までは一般会計と余剰農産物資金が合計に含まれ、また61年度以降は国民年金も資金運用部資金を構成するようになるが、いずれも掲略した。

出所 大蔵省編『財政統計』昭和37年度及び昭和42年度。

以下へのさらなる低下を予測させる。

財政投融资原資の中心は資金運用部資金である。しかも、その資金運用部資金の主要な源泉は郵便貯金であり、それが全体の25%程度を占めている。資金運用部資金につぐのが政府保証債・政府保証借入金である。

郵便貯金というまでもなく政府債務である。銀行預金と競合関係にあり、(固有の)利子生み資本メカニズムにもとづいて形成される政府金融債務である。政府保証債・政府保証借入金は政府関係機関が発行する債券やそれが行う借入について元本の償還・支払及び利子支払を政府が保証するもので、ここで生じる政府保証債務もまた政府金融債務にはかならない。政府関係機関借入金が(固有の)利子生み資本メカニズムの上に成り立ち、したがって企業借入金と競合することはいうまでもないとして、その発行する債券に与えられる支払保証も、擬制資本信用という(広義の)利子生み資本メカニズムに基礎をおく保証債務であり、その保証債は社債と競合する⁽²¹⁾。

しかも、その競合関係は既存の市中資金をめぐる自由競争的なそれではないところに留意がいる。次節で明らかにされるように、政府資金の形成は民間(間接金融部門及び直接金融部門)資金のそれに優先される(クラウディング・アウトの発生)ということである。租税収入部分に加え、債務による政府資金の市中からの優先的調達による財政運営(有効需要の創出政策)を可能にするために、管理通貨制度は生まれた。しかも、債務による政府資金だけでみても、その国民総支出に対する割合は10年間に3.2%から4.5%程度に確実に増加している⁽²²⁾。巨額の政府資金の集中によって市中資金から閉め出された民間部門には、日本銀行による新規信用(追加資金)が別途供給されるであろう。その限りで、市中資金配分上の政府対民間の競合関係(金利押し上げ圧力作用)は一定程度緩和される。これは後でも繰り返し取り上げられる重要な論点である。

さて、財政投融资は以上のように巨額の政府金融債務(政府債務、政府保証債務)を形成しつつ営まれてきた。そのような債務負担にもとづいて行われる政府資金の配分はそれゆえ、民間投資を誘導・誘発しうような採算性のある分野(民間投資の量的補完)というよりも、それが低く民間投資が望めないような分野に優先的・重点的になされるようになった。それが財政投

融資の変質（民間投資の質的補完への比重移行）ということであり、「自立経済」の達成が背景にあった。すでに指摘したように、財政支出による需要形成の見地が一段と前面に出てきたということである。

そして、そのような財政投融资の変質は政府に対し利子支払負担の軽減策（人為的低金利政策）を強制する。つぎにそれを論じよう。

5. 政府金融債務と人為的低金利政策

昭和30年代の財政は均衡していたといわれるのが通常である。しかし、それがいかに不当な見解であるか、以上の考究から明らかである。財政の収支状況はその構成上当然だが、一般会計だけでなく財政投融资も含めてみられるべきである。前者は租税収入で賄われ、その収支はたしかに均衡していた。しかし、後者の原資は上述のようにほとんどが金融債務によって調達されていた。財政当局が一般会計の均衡は維持し、それによって「均衡財政」主義を標榜するためにも、本来的には一般会計でカバーすべき事業（生活基盤関係部門）も財政投融资の対象に移される必要があり、それが一般会計を上回る伸び率で財政投融资が増加する一因となった。昭和30年代財政に関する均衡論は、いうならば財政当局に起源するイデオロギーにすぎない。当時の財政は赤字だったというのが真実である⁽²³⁾。

さて、財政投融资は多額に上った。しかも、ほとんど金融債務をもって運営されていた。それはフローでみて政府に金利負担を強いる。一般会計による事業とは違って、それはたしかに収益を生む。それが利払いの基金となるはずである。第6表をみよう。それは資金運用部資金についてその運用利鞘を示している。収支均衡で採算ゼロという運用が行われていることがわかる。それは政府に何を強いるか。

資金運用部資金が上のように運用されているのは、説明するまでもなく、政府による投融资活動は収益獲得を目的とするのではなく、低金利のそれを本旨とするものだからである。租税として徴収された一般会計資金ならば、金利コストはゼロであり、金利採算に拘束されない運用も可能であろう。しかし、財政投融资の場合には原資に金利コストがかかっており、それに見合う範囲での低金利運用を追求することが原則となる。そして、政府にとって

第6表 資金運用部資金コスト及び運用利回り

(単位：%)

項目 年度	運用利回り	資金コスト	収 支 差 額
1955	6.47	6.35	0.12
56	6.49	6.23	0.26
57	6.33	5.99	0.34
58	6.35	6.08	0.27
59	6.45	6.09	0.36
60	6.35	6.05	0.30
61	6.32	6.02	0.30
62	6.38	6.13	0.25
63	6.37	6.15	0.22
64	6.34	6.21	0.13
65	6.42	6.42	0

出所 大蔵省編『財政金融統計月報』第116号（1961年4月）、第174号（1966年4月）。

低金利運用が至上命題であるとすれば、調達コストもまた低位でなければならないであろう。金利は市場の実勢以下に政策的に固定されねばならなくなる。人為的な低金利政策は政府にとって絶対命題となる⁽²⁴⁾。

債務による政府資金の市中からの調達は、先に指摘したように巨額でかつ民間資金の形成に優先するというだけでなく、実勢以下の低利でもなければならない。しかし、多額の政府資金の優先的形成自体が市中金利に押し上げ作用することはいうまでもない。財政投融资によって政府需要を追加的に発動させようという財政政策はここで、民間投資を直接的に刺激しようとして運営される金融政策と合流し一体化しなければならない。

金利を実勢に任せるのではなく人為的に低位規制することが政府にとって絶対化したことを受け、金融政策（金利政策）の主体である日本銀行（同政策委員会）は人為的低金利政策を敷き、強固な規制金利の体系化を進めねばならない。そのためには低利でまずは間接金融部門に信用を拡大的に供給することが求められる。直接金融部門にはそこを通じてその信用拡大の利益が及ぶであろう。それにはもちろん限界が伴うが、管理通貨制度はその限りでそれを可能にする。日本銀行信用の動向に論歩を進めよう。

- ⑪ 以上の叙述については中島将隆『日本の国債管理政策』（東洋経済新報社，1977年）125－127ページ参照。
- ⑫ 和田八束「高成長下財政の構造と特質」（川合一郎他編『講座 日本資本主義発達史論Ⅴ 昭和30年代』（日本評論社，1969年））139－141ページ。
- ⑬ それゆえに，昭和30年代の成長においては政府支出要因は設備投資要因と体制的な関連でつかむ必要がある。すでに指摘したように，後者は独立的にその成長を牽引したのではない。この論点はつとに，生川栄治『信用制度と資本蓄積』（有斐閣，1967年）119－120ページで強調されていた。
- ⑭ 大蔵省編『財政統計』昭和37年度及び昭和41年度版。
- ⑮ 生川，前掲書，148－149ページ参照。そこでは以上のような（固有の）利子生み資本（貸付資本）形態のみならず擬制資本形態を利用した政府金融債務の形成を「国家信用の二元的利用体制」とよび，それが「赤字財政を回避して『均衡財政』の形式を固守しようとするさいの，政府の資金集中体制の特質である」と，後に指摘するように「均衡財政」論の誤りが示唆されている。
- ⑯ 第5表の財政投融资原資合計から産業投資特別会計の金額を除き，それを第3表の国民総支出で割って算出した。政府資金（財政支出）全体の国民総支出に対する割合は15％程度である（第3表）。
- ⑰ 中島，前掲書，144ページ参照。
- ⑱ 人為的な低金利政策のこのような位置づけは，生川，前掲書，125－130ページの分析に依拠している。

Ⅲ 人為的低金利政策と日本銀行信用(1)

—— 人為的低金利政策と資金配分の人為性 ——

1. 問題の設定

55年1月当時の一万田尚人大蔵大臣は，日本の金利水準は「国際金利水準に比しなお高位にある」と指摘し，「金融正常化の一環」としてその引き下げを図ることを政策目標として掲げている（第21回国会財政演説）⁽²⁵⁾。それから5年半後の60年7月に首相に就任した池田勇人も，同8月に「日本経済のガンになっている」「高金利は正は緊急事であると思う」と発言している⁽²⁶⁾。

昭和30年代の日本の金利水準が国際的に割高だったのは事実であろう。金

融市場が国際的に分断され、しかもその資金は財政活動のために政府に優先的にかつ大量集中され、その残余を民間信用（銀行信用・資本信用及び擬制資本信用）に対する支払準備金としなければならなかった日本経済にあっては、高成長は後に明らかになるように貯蓄を越えた投資の強行によって達成されたのであり、そこでは金融はいわば慢性的に逼迫し、金利が対外的に割高になるのは当然だからである。しかし、政府資金形成は利払負担を伴うから、当局はそのような実勢を放置できず、前述のように金利の政策的抑制を迫られる。

そして実際、日本銀行もそれに即して金利の政策的な低位固定策を遂行する⁽²⁷⁾。それはつねに上昇圧力を内蔵する金利に対し、それが利潤率の上限以内に収まるように働き、後述するように銀行信用（以下では資本信用をも含めた意味で使う⁽²⁸⁾）を利用した民間資本形成をも可能にする。よく見落とされることだが、人為的な低金利政策の起動点は銀行信用の受け手（民間企業）のための金利負担軽減というよりも政府のそれにある。前節で討究したとおりである。

念のために付言しておく、低金利政策を対象視する場合には、まずは経済（金融取引）主体としての政府から照射する必要がある。企業次元での借入利子の低位化政策、すなわち企業に低利の銀行信用供給を可能にし、もってその投資を刺激するための政策ということだが、それは政府次元での低金利政策遂行の一環として進められえたとすぎない。

それでは、日本銀行はその人為的な低金利政策をどのように進めたのか、そしてその結果何がもたらされたのか。本節はそれを論じる。

2. 金利規制の実際

金利規制の根拠法が「臨時金利調整法」であることは先に考察した⁽²⁹⁾。同法にもとづき、各種預金金利の期間別最高限度と各種貸出金利の最高限度が決められたのは48年1月であった。以後それはじつに57年5月まで据え置かれてきた。

その57年には、年明けとともに前年以来の「神武景気」によって国際収支の赤字化が始まり、日本銀行は3月の公定歩合引き上げ（そのほか高率適用

制度及び担保制度の改正)に続き、5月にその第2次引き上げを行い、その5日後に輸出前貸手形関連の貸出(同手形割引と同手形担保貸付)を除く貸出金利と定期金利を除く預金金利の「臨時金利調整法」による最高限度をそれぞれ引き上げた(大蔵省告示)。ここに市中貸出金利の法的最高限度が公定歩合に連動するという関係がみられるようになる。コール・ローンのレート(翌日物)及びブローカレッジが同法による規制対象から除外されたのもこのときである⁽³⁰⁾。

その間の55年には(56年にかけて)金融緩和が進み(金融「正常化」現象の発生)、コール・レートも公定歩合を下回るようになり、それに応じて日本銀行は同年8月コール・レート(無条件物)に関する直接的指導を廃止していた⁽³¹⁾から、この57年5月のコール・レートの「臨時金利調整法」による規制からの除外措置は、実質的には55年8月から始まっていたその全面自由化が、名目上も達成されたことを意味した。しかし、コール・レートは56年4月を底に上昇に転じていて(「神武景気」)、その自由化措置はそれが高騰する引き金となった。6月には東京コール市場の無条件物レートが22.63%にも達した(後出の第3図参照)。7月になると全国銀行協会連合会(全銀協)によってその最高限度が申し合わせられ、その15日から実施される⁽³²⁾。事実上規制の復活にほかならない⁽³³⁾。

その直前の6月には(政府も輸入抑制に乗り出すとともに)日本銀行は追加的に輸出前貸手形関連の貸出金利の最高限度を引き下げていた。2次にわたる金融引き締めにもかかわらず国際収支改善の兆はみられなかったからである。その引き下げと同時に、全銀協もその手形関連の貸出金利を自主的に(つまり自主規制の形で)同率引き下げている。そして7月、政府の標榜する国民貯蓄増強の施策として、日本銀行は定期預金利率、貸付信託予想配当率、各種債券の発行条件(応募者利回り)の最高限度をそれぞれ引き上げた(大蔵省告示)⁽³⁴⁾。しかし、郵便貯金金利の引き上げは同年12月まで遅らされた⁽³⁵⁾。

57年末になると、輸出不振ながら輸入減から国際収支は改善してき、翌58年6月には金融引き締めが解除される。輸出前貸手形関係貸出を除き、公定歩合は引き下げられ、全銀協も輸出前貸手形関係貸出を除く全貸出の金利の

最高限度を自主的に（つまり申し合わせによって）同率引き下げた。すなわち、市中貸出金利の最高限度の引き下げが「臨時金利調整法」による最高限度の引き下げではなく、実行上の最高限度の引き下げという形をとって行われた⁽³⁶⁾。公定歩合と市中貸出金利の最高限度の連動関係が変わったわけで、以後そのような方式が定着し、法的な金利の最高限度と実際のそれとが乖離するようになる⁽³⁷⁾。

以上のように、55年以降公定歩合は弾力的に運用され出し、その引き下げに応じて市中金利も引き下げられるようになる。しかし、両者の間にどのように自主規制にもとづく均衡関係が成り立つには、それを支える相応の客観的要因がいる。直接的に言えば、全銀協が貸出金利の追隨的な引き下げを実行し、その金利を維持しうるには、市中金融機関には信用創造能力の拡大が必要だが、その条件はいかに整えられるのかという問題である。

それを整える主体はいうまでもなく日本銀行である。すなわち、その引き下げられた市中金利水準を維持するに必要なだけの日本銀行信用（「アベイラビリティ」）が供給されるから、公定歩合に追隨的に市中金利の引き下げが可能となる⁽³⁸⁾。反対に引き上げ局面ではその限界的な日本銀行信用の供給が規制され、市中金利は追隨的に引き上げられねばならなくなる。公定歩合はそのような日本銀行信用配分の限界を示す基準なのであり、実際の配分量はその基準に応じて後述のように高率適用制度や窓口指導によって調節され、それによって以後次第に明らかになる金利規制の波及体系は維持されていく。

さて、58年9月、公定歩合の再引き下げが実施される。今回は輸出前貸手形関係貸出も含まれ、約10日後市中貸出金利も自主規制金利が同率引き下げられた。しかし、それは短期金利だけにとどまり、日本銀行は長期金利の割安、短期金利の割高な状況を是正するという観点に立ち、長期貸出金利や公社債応募者利回りには手をつけなかった。さらに短期金利についても、コール・レートに比べて著しく割安になっていた政府短期証券利回りの引き上げを行った。この公定歩合の改定において日本銀行が金利体系の「正常化」を目指したことがわかる⁽³⁹⁾。

他方、市中銀行側にもその後利鞘の縮小傾向を背景に、貸出金利の多様化

を図る必要があるという考えが生まれてくる。そして、59年2月の公定歩合の引き下げを機に、全銀協は翌3月からそれをアメリカのプライム・レート制になった標準金利方式として実現する。市中貸出金利の自主規制最高限度（及びコール・レートに関する自粛申し合わせレートの最高限度）を同率引き下げると、輸入決済手形及び一般手形関係の貸出金利は据え置き、標準金利（短期プライム・レート）も「日本銀行再割引適格商業手形」に適用する金利と「これに準じる手形」に適用する金利に2区分し、後者は前者に対し日歩5毛高とした⁽⁴⁰⁾⁽⁴¹⁾。標準金利のうち前者が貸出金利の事実上の下限となる⁽⁴²⁾。

すなわち、実際の貸出金利は標準金利と全銀協申し合わせによる最高限度の間で決まる。しかも、前述のとおりその貸出金利には格差（標準金利と並金利）が設けられていた。それは、公定歩合に応じて供給される日本銀行信用は、標準金利が適用される大企業に対して優先的に配分されることを含意している。後に指摘するように、融資集中体制の形成にほかならない⁽⁴³⁾。

そして、以上のような銀行信用の格差配分に関しては、実効金利引き上げの手段として、手形割引、貸出に際して歩積預金、両建預金の形で預金を拘束することが横行したことに言及しておく必要がある。大蔵省が最初に拘束預金の自粛を通達したのは51年7月、そして53年3月にも再通達が出され⁽⁴⁴⁾、全銀協も53年4月、54年10月、55年9月とその自粛を申し合わせているが、60年代に入ってもその実はあがらなかった。全銀協は同じ措置を61年4月、63年3月と繰り返している⁽⁴⁵⁾。しかし、社会的に厳しい批判を受けながらも、70年代後半になるまで預金拘束問題は存続する。その間表面貸出金利とは別に実効貸出金利が形成される。

ところで、57年5月と同7月に続いて「臨時金利調整法」による市中金利の最高限度の改定が行われるのは、61年4月である⁽⁴⁶⁾。最後にその過程を瞥見しておく。その改定は、池田勇人内閣が「岩戸景気」に停滞色がみえてきた60年後半、さらなる成長政策を追求する必要性に迫られ、すでに言及した「国民所得倍増計画」発表（60年12月）に先立ち、政府関係機関金利の引き下げ方針を明らかにしたことに発端する。

すなわち、まず政府は60年10月、中小企業金融公庫、国民金融公庫などの

貸付金利を翌61年1月から日歩3厘引き下げる方針を明らかにし、それに続いて商工組合中央金庫、農林中央金庫のそれも同じく1月から引き下げられることが決まった。11月には預金金利引き下げの環境作りとして預金利子課税に対する特別措置の1年延期が決定され、翌61年1月になると、日本開発銀行の基準金利（55年8月以来年9%）の2月からの引き下げと郵便貯金金利の引き下げ（4月実施）が決定され、月末に（60年8月に引き続き）公定歩合の引き下げが実施された。そして、その4日後全銀協によって貸出自主規制金利が同率引き下げられ、3月に「臨時金利調整法」にもとづく預金金利と社債、政府保証債、金融債など債券の発行条件（応募者利回り）の引き下げが決められ、4月から実施された⁽⁴⁷⁾⁽⁴⁸⁾。

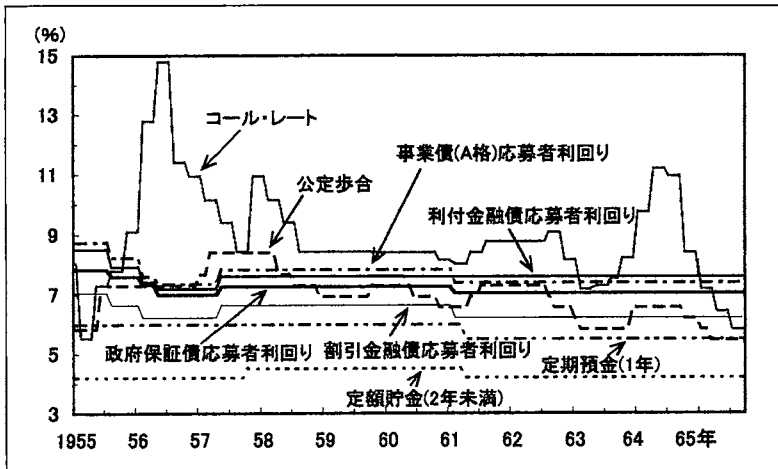
以上のような公定歩合を含む金利引き下げ（低金利政策の推進）が「国民所得倍增計画」の実施に追従するものであったことは明らかである。その過程で起こったつぎの事実を示し、それを説得的にしておく。

61年1月には公社債投資信託が発足し、それに先立ち前年に起債が急拡大していた⁽⁴⁹⁾ことを背景に、定期預金金利の引き下げと社債の発行条件の引き下げをめぐって銀行業界と証券業界が対立した。前者はその引き下げは同率であるべきだとし、社債消化促進の立場に立つ後者は、社債の発行条件の引き下げはより小幅にするべきであると主張した。結局社債の発行条件も定期預金に近い幅で引き下げられることになるのだが、両者の間に立った池田首相の意向（全般的な金利水準低下の推進）に証券業界が応じたことによる⁽⁵⁰⁾。

3. 預貯金金利の規制体系

昭和30年代における「臨時金利調整法」にもとづく金利規制は以上のように進められた。その結果を示すと第3図のようになる。そこには固定性という規制金利の特徴がよく表されている。そして、もう1つ、規制金利は体系化されていることがわかる。すなわち、預貯金市場には預金金利よりも貯金金利が低いという序列関係があり、公社債市場でも事業債の応募者利回りはつねに政府保証債のそれよりも上位に、そしてそれらの中間に利付金融債のそれがそれぞれ位置づけられている。前述のとおり、同じ規制市場にあって政府（関係）金利と民間金利が連動的に改定され、それによってその序列関

第3図 預貯金金利及び債券利回り等の推移



注) コール・レートは四半期平均。

出所 日本銀行編『本邦経済統計』各年報，日本興業銀行『証券便覧』昭和46年版その他。

係は維持されてきた。それでは，そのような連動関係の中で政府金利と民間金利の何れに規制力があったのか。本項はそれを貯金金利と預金金利について一考する。

57年の公定歩合の引き上げ過程では預金金利が先行的に引き上げられ，貯金金利の引き上げは5ヵ月後にずれこんでいた。それに対し，61年には公定歩合の引き下げ過程では預金金利と貯金金利は同時に引き下げられた。この事実がすべてを物語っている。すなわち，まずは政府（財政投融资）にとって貯金金利が低位規制されなければならず，それが（公定歩合の変動を通じて）預金金利の規制に及ぶという体系的な規制の関係が作用しているということである⁽⁵¹⁾。

そこには管理通貨制度の本質が宿っている。管理通貨制度は何よりもまず財政（政府資金の形成）が金融（債務）をもって営まれること，つまり政府債務による需要創出を可能にするための貨幣制度だからである。しかも，その場合の日本における政府債務による資金形成は低利で，しかも既存の市中

資金を先取りして行われたことから、上述のような預貯金金利の規制関係が生まれた。成長に向けた民間資金の配分要求圧力が持続するもとでは、残された市中資金の民間への配分関係は緊張化する（クラウドینگ・アウト）ので、それは緩和される必要がある。そのために追加供給される日本銀行信用もまた低利でなければならないことになり、金利の低位規制は政府部門から銀行信用の部に浸透していく⁽⁵²⁾。

そして、そのような貯金金利をアンカーとして秩序付けられる預貯金市場における金利規制体制の推進は、財政当局が金融行政を担当するという行政制度のもとで、「護送船団方式」といわれる金融行政を必然化する。財政当局が政府金融のために安価な資金調達を追求するのは当然であり、そのためには金利規制体系の護持が課題ともなるが、金融行政当局としてはそれを金融秩序の維持に置き換え、そのために銀行間の過当競争を抑制しようとするからである。預貯金市場は個人部門の零細資金の運用市場として、郵便局との競争の場でもあり、規制的な金融行政が敷かれる。

4. 公社債市場金利の規制体系(1) ——政府保証債について——

本項は公社債市場⁽⁵³⁾における政府（関係）金利と民間金利との間の規制関係を論じる。すでにみたように、そこにおける金利規制は各種債券の応募者利回りの規制として行われていて、政府保証債（「公社」債）、利付金融債⁽⁵⁴⁾、事業債の応募者利回りはそれぞれその順で高くなっていた。しかも、その序列関係はそれに即した規制力の作動関係を内包していた。つぎに行う政府保証債の発行制度の検討⁽⁵⁵⁾から明らかになる。ついては、「証券取引法」第65条は銀行業務と証券業務の分離を謳っていたが、その但書きで国債や政府保証債等の金融機関による引受（その他募集活動）は認めていたことを再確認しておく。

政府保証債の発行は財政投融资制度の発足（53年度）とともに、市中消化を掲げて全額公募方式をもって始まっている。すなわち、日本興業銀行を幹事として（証券会社を含む）金融機関からなる引受シンジケート団（引受シ団）が結成され、そのメンバーの各金融機関は決められた引受分担率にもとづく分担額を越えて公募条件で応募し、証券会社の引受分は一般に販売する

方法がとられた。しかし、応募者利回りは市場実勢よりも低く、引受証券会社のところで応募残（売れ残り）が発生することは避けられなかった。

そこで56年10月から引受シ団のメンバーに一定率に応じて強制的に引き受けさせる方法がとられる。別口引受制度といわれた。発行額のうちの一定部分（別口部分）を引受シ団に強制的に割り当て（引き受けさせ）、残りは公募するというものである。公募発行の前に別口部分が決められることから事前別口制度ともいわれた。

この引受方式のもとで売れ残り（公募残）を少なくするには、別口部分を大きくしなければならない。それを40%としてこの方式は始められ、57年8月にはそれは80%にまで引き上げられた。しかし、それでも公募売れ残りは生じた。59年4月、事前別口制度は事後別口制度に移行する。

事後別口制度とはまず引受シ団以外へ公募し（その応募が22%以下の場合には引受シ団が公募条件で22%を引き受け、また公募が22%以上の場合には引受シ団はそれと同率まで公募条件で引き受け）、残りを（事後的に）別口とする方式である。しかし、これでも事後別口部分が次第に増えて90%にもなり（61年4月）、発行額の事前公募分と事後別口との区別の意味が問われるにいたる。

発行総額をいわば別口扱いする以外に道はなくなった。62年5月、引受シ団以外への販売（農林中央金庫、生命保険・損害保険会社等による政策協力的な応募、及び証券会社による販売）の残りが全額別口とされ、それを引受シ団の金融機関の引受シェアに応じて応募させる方法がとられる。

財政投融资計画に必要と見積られる政府保証債の発行額は、ここにその全額が市中消化されうる体制が完成する。しかし、いうまでもなくそれは表向きのことであり、それによって引受シ団メンバー金融機関（とくに引受率の高い都市銀行）には政府保証債（低利資産）に資金を拘束されることを意味し、預金利利率の低位固定性に助けられているとしても、経営圧迫要因が経営上組み込まれたことになる。もちろん政府保証債を売却すれば、その拘束（圧迫）から解放される。しかし、それは後述するように売却差損をもたらすので、その保有を強いられることになるからである。それ以外の軽減策が別途講じられる必要が出てくる。

政府保証債市場に日本銀行信用が導入される。政府保証債に拘束された市中銀行資金を事後的に日本銀行信用によって補給し、その保有を日本銀行に肩代わりさせる政策にほかならない。そうすれば政府保証債の全額市中消化の建前は守られることになる。それでは、日本銀行は引受シ団メンバーに対しどのような政府保証債金融を施したのか。

政府保証債はその引受シ団メンバーの金融機関にとってもともと日本銀行借入適格担保である。しかし、日本銀行は（後述のオーバー・ローンを助長するような）この貸出ルートを拡張するようなことはできない。後にも触れるように、60年上半期には財政資金の大幅揚超という市場逼迫要因が加わり、同行は8月に政府保証債を対象に金融機関（銀行、長期信用銀行、外国為替銀行）に対し3か月の売戻し条件付買入を始め、以後62年8月までの間に5回実行した⁽⁵⁶⁾。そして、この方式は後述するように62年11月採用のいわゆる新金融調節方式に受け継がれる。

すなわち、日本銀行は政府保証債の条件付買いオペレーションによってその流通金融を施すようになった。引受シ団メンバーの金融機関に強制的に割り当てられた政府保証債は、ここで日本銀行に肩代わりされる。その肩代わり（売買）に際してはもちろん、売り手の金融機関側に売却損が発生してはならなかった。そのためにこの取引は（市場実勢価格ではなく）規制金利に即して計算された理論価格で行われた⁽⁵⁷⁾。これが債券流通市場が未発達なもとで行われるオペレーションの実態であった。

以上、政府保証債の発行制度に焦点を合わせ、つぎの関係の存在が究明された。すなわち、政府保証債の統制的な引受制度の確立のもとで、その応募者利回りは市場実勢を下回るにもかかわらず、その発行によって公社債市場資金の政府資金への動員がまず行われ、その後市場資金の補給のために日本銀行信用が出勤するという関係にほかならない。クラウディング・アウトの発生とその事後的な緩和というすでに指摘してきたことだが、それがここで実証されたことになる。それは、公社債市場における金利の規制政策は政府の投融資活動資金の形成を起動点としていることを意味している。

5. 公社債市場金利の規制体系(2) ——民間債について——

公社債市場においては以上のとおり政府保証債に優先的に資金配分され、日本銀行信用によって事後的に資金が補填された。その市場資金はついで利付金融債、事業債の順で配分される。その過程で低金利政策はそれらの金利に波及していく。その追究が本項の目的である。

利付金融債の消化先別推移は第7表のとおりである。太宗は金融機関（なかでも都市銀行）であり、その消化比率はほぼ65%から75%の間で推移している。そこにはその応募者利回りは金融機関の資金コスト（定期預金金利コスト）に見合うものでなければならないことが含意されている。しかも、そこから算出される金融機関の採算ラインは最低限に抑えられねばならない。

なぜならば、利付金融債を発行する長期信用銀行もそれら金融機関と同じく政府保証債の引受シ団メンバーであり、（長期信用銀行にとっての資金コストである）利付金融債発行者利回りは、低位に固定された政府保証債応募者利回りよりも低くなければならないからである。そうして低位に決められた利付金融債発行者利回りが、ついで長期貸出標準金利の低位化を可能にする⁽⁵⁸⁾。

第7表 利付金融債の消費状況（発行ベース）

（単位：億円；％）

項目 年度	金 融 機 関	都 市 銀 行	個人その他	資金運用部・保 簡	合 計
1955	638 (65.3)	350 (35.8)	23 (2.3)	317 (32.4)	978 (100)
56	812 (63.2)	478 (37.2)	46 (3.6)	426 (33.2)	1284 (100)
57	766 (65.8)	553 (47.5)	16 (1.4)	382 (32.8)	1164 (100)
58	900 (69.4)	580 (44.7)	96 (7.4)	300 (23.2)	1296 (100)
59	856 (76.4)	560 (50.0)	238 (21.2)	27 (2.4)	1121 (100)
60	1338 (75.4)	830 (46.8)	282 (15.9)	154 (8.7)	1774 (100)
61	1875 (67.0)	1182 (42.2)	393 (14.0)	531 (19.0)	2799 (100)
62	2035 (71.1)	1306 (45.6)	396 (13.8)	432 (15.1)	2863 (100)
63	2570 (73.7)	1574 (45.1)	597 (17.1)	322 (9.2)	3489 (100)
64	2800 (76.4)	1722 (47.0)	804 (21.9)	61 (1.7)	3665 (100)
65	3615 (69.3)	2122 (40.7)	1402 (27.2)	181 (3.5)	5216 (100)

注) カッコ内は構成比。

出所 金融制度研究会編『金融制度調査会資料第二巻 長期金融制度』（金融財政事情研究会、1969年）220－221ページ。

それは、金融機関（とりわけ都市銀行）は利付金融債の保有を通じて自系列企業に間接的に設備資金を低利で供給しているという、あるいは長期信用銀行をしてそこにその「代理貸し」を行わせるという関係が成り立つことを意味している。その関係のなかには、前者の金融機関は自系列企業に対し後者の長期信用銀行との間で協調融資を進めやすくなることも含まれている。それでは、なぜそのような関係が形成されてきたのか。

そもそも50年4月に日本興業銀行が利付金融債発行（再開）を許され、その後52年末に長期信用銀行制度が発足したのは、短期資金の長期資金への拘束状況に鑑み、政府資金（資金運用部資金）を設備資金へ導き、その打開を図るという目的によっていた⁽⁵⁹⁾。したがって当初はそのほぼ半分は資金運用部資金で消化されていた。しかし、50年代後半に入ると、前に指摘したように、政府需要（財政投融资）の役割が民間需要（設備投資）の量的補完から質的補完に移り変わり、財政投融资資金（資金運用部資金）はその政府金融機関への出資と同じく、利付金融債消化への使途も大幅に削減されるようになったからである。長期信用銀行は利付金融債の消化は民間に求めねばならなくなり、金融機関（中心は都市銀行）がその太宗を占めるにいたる。

しかし、それが金融機関にとって政府保証債引受と同じように低利資産への資金拘束をもたらすことは確かである。そこに風穴を明けておかねば、低金利による設備資金供給体制は完成しない。ここでまた「新金融調節方式」が持ち出される。前述のとおり政府保証債だけが買いオペの対象とされてそれは発足したが、63年1月からは対象が長期国債、利付金融債、電力債及び（日本銀行貸付担保適格）地方債に拡大された⁽⁶⁰⁾。この措置が利付金融債の発行とともにその金融機関による買入を促進したことは、いうまでもない。

さて、以上のようにして資金コストを決められた長期信用銀行は、他方では事業債の引受先であった。昭和30年代における事業債の消化状況は第8表のとおりである。ほぼ9割が金融機関によって消化されているなかで、都市銀行・長期信用銀行が圧倒的なシェアを占めていることがわかる。その応募者利回りは長期信用銀行にも利鞘をもたらさねばならない。事業債応募者利回りはその分だけ利付金融債応募者利回りを上回るようであればよい。それでは、それはどのように決まったのか。

第8表 事業債の消化状況

(単位：億円；%)

項目 年度	金融機関	都市・長期信用銀行	個人その他	投資信託	合計
1955	700 (87.5)	252 (31.4)	95 (11.9)	— (—)	804 (100)
56	851 (82.4)	354 (34.2)	181 (17.6)	— (—)	1036 (100)
57	681 (88.5)	379 (49.1)	89 (11.5)	— (—)	774 (100)
58	1059 (88.1)	456 (37.9)	142 (11.9)	— (—)	1205 (100)
59	1518 (84.2)	679 (37.6)	236 (13.0)	50 (2.8)	1804 (100)
60	1664 (43.9)	763 (20.0)	392 (10.3)	1744 (45.8)	3805 (100)
61	1154 (61.7)	673 (35.9)	85 (4.6)	632 (33.7)	1875 (100)
62	1600 (93.7)	921 (53.9)	102 (6.1)	3 (0.2)	1710 (100)
63	2358 (87.8)	1350 (50.2)	328 (12.2)	1 (0)	2691 (100)
64	2201 (88.9)	1260 (50.8)	273 (11.1)	0 (0)	2478 (100)
65	3229 (82.5)	1498 (38.3)	661 (17.0)	20 (0.5)	3913 (100)

注1) カッコ内は構成比。

2) 1955年度資金運用部5億円(0.6%)の消化は掲略した。

出所 前掲『日本公社債市場史』巻末公社債基本統計，74-75ページ。

金融の緩和(金融機関の事業債消化能力の拡大)を背景に，55年12月にそれまでの日本銀行適格担保社債事前審査制度(日本銀行から社債担保で借入を受ける場合，同行が適格と認めた社債については国債担保並みに優遇するという，社債の流動化を図るためにとられた日本銀行適格担保社債制度のことだが，同行がその制度の対象となる具体的な銘柄を事前に決定したから，そのようによばれた。発足は49年6月)が廃止され，その制度を前提にして作られていた起債懇談会(大蔵省，日本銀行及び全金融機関から構成され，起債関係の一般事項を協議する機関)と起債打合せ会(受託銀行，大手証券会社(4社)，日本銀行，日本興業銀行から構成され，翌月の発行銘柄，各銘柄の発行額，発行条件などを決定する機関)は存続したが，日本銀行による直接的な起債調整は自主調整に移された。そして，56年7月，起債打合せ会は存続したが，起債懇談会は事実上廃止され，起債市場の自由化が実現した⁽⁶¹⁾。

しかし，金融が引き締まってくると，民間による自主的な(しかし日本銀行・大蔵省の遠隔操作のもとで)起債調整が始まる。57年6月，それ以前に

すでに組織されていた受託銀行の8行会（日本興業銀行を中心としてその他都市銀行7行から構成）がその実質的な場となる。なぜならば、そこでは年度間の起債見込み額、格付基準、格付別の起債額の検討にもとづき、毎月の起債銘柄、起債額、発行条件等が調整され、それが受託銀行（全受託銀行会（22行）が結成されるのは58年6月）、引受幹事証券会社（大手4社）に連絡されてから起債打合せ会にかけられるというのが、その起債調整の仕組みだからである⁽⁶²⁾。

最初の格付設定（一般事業債をA格、B格、C格の3段階に区分し、各格ごとに発行価格を設定）が行われたのは59年3月だが、61年4月にその格付基準が整備（細分化）され、資本金、純資産、起債残高によって格付基準が決められることになり、それに従って起債額、起債の基準回数が決められた。その後63年5月には優良銘柄に傾斜的に大型起債を実現させようとする意図から格付基準の改定が行われ、事業債による資金配分は優良企業を中心に進められることになる⁽⁶³⁾。

以上のように、昭和30年代を通じて、事業債の発行市場は日本銀行・大蔵省の意向を受けてのことだが、實際上8行会によって管理される、いわば長期資金の人為的な配分の場となった。しかも、その人為性は優良企業優遇という形で発揮されたことも重要点であった。政府保証債、利付金融債に優先的に配分された残りの債券市場資金は、優良事業債に優先的に振り向けるべきものとされ、その振り分けの主導権が8行会に集中してきた。それはその応募者利回りの決定に日本銀行・大蔵省の意向が反映されやすい起債調整機構の形成過程でもあった。

政府保証債応募者利回りの決定を起動点として、そこから利付金融債応募者利回り、ついで事業債応募者利回りへと公社債金利を波及させていく、その人為的な決定メカニズムが明らかになった。それは政府保証債発行（財政投融資）のための低金利政策の強行命題から生まれたメカニズムであった。そして、見逃してはならないのは、そのメカニズムが作動しえたのはその起動点において日本銀行による信用補給があったからであり、それは管理通貨制度ゆえに可能となったということである。

6. 公社債市場の金利規制とその形骸化

預貯金市場では債務が流通することはない。そこにおける規制の対象となる金利とは（固有の利子生み資本次元の）利率であり、金融当局はその規制をいわばストレートに実現できた。その金利決定の二元制がネックになりうるが、それが後景に潜んだままである限り、金利規制政策の人為性が表面化し、その歪みが他に及ぶことはない。

それに対し、公社債市場（擬制資本信用次元）では金利は2つに分かれる。一般に公社債（債務）で資金調達される場合には、まずその発行者と応募者の間で金利関係が成り立つ。起債市場における金利、つまり応募者利回りである。発行された公社債はついで転売されるであろう。流通市場における金利関係を表現する流通利回りが形成される。前者の応募者利回りが規制の対象にされてきたことは、上來述べてきたとおりである。それでは、後者はどうなるのか。

公社債の応募者利回りの低位規制とは、その応募者価格は市場金利で計算される場合のそれよりも高くなることを意味する。つまり、市場実勢的にいえば、その公社債の応募者価格はもっと低くなるはずなのにそれを人為的に高く設定することが、その応募者利回りの低位規制の内容にほかならない。市場実勢からみて割高な応募者価格がつけられるわけである。応募取得後それを売却するとして、そこでは市場実勢を反映した価格が形成されるとすれば、その価格は当然応募者価格を下回ることになる。流通利回りは応募者利回りを上回り、売買差損の発生は必然的である。

こうして応募者の金融機関は取得した公社債を売却すると、売却損を被ることになり、転売できない。その意味では、事実上転嫁流動先のない貸付がなされるわけで、起債市場とはいえ実態的に貸付市場と変わらなかった。その流通市場は事実上成り立たない⁽⁶⁴⁾。

しかし、それに流通性を与える道が開かれていた。前述したように、日本銀行へと通じる道である。低利資産への資金拘束は金融機関の経営を圧迫するわけだから、それから解放してやる役を日本銀行（管理通貨制度）が果たす。この場合にももちろん金融機関には売却損が出てはならないから、売買価格は規制金利で計算された理論価格となる。これがその応募者利回りが規

制された公社債流通市場の実態であった。

②5 大蔵省銀行局編『第4回銀行局年報』昭和30年版, 17ページ。

②6 『日本経済新聞』1960年8月21日。

②7 しかし、昭和30年代の日本銀行は「徹底」的には低金利政策を追求せず、「形式だけ」だったという見解がある。それは、もし「本格的な低金利政策」が「徹底して追求」されていたとすれば、貿易収支の赤字がもっと長期にわたって継続したり（「国際収支の天井」問題）、「インフレーション」が引き起こされていたであろうし、また規制されていた金利自体国際的には決して低くはなかったと主張する（『昭和財政史』第9巻, 94ページ。この主張は、A. Horiuchi, “The ‘Low Interest Policy’ and Economic Growth in Postwar Japan,” (*The Developing Economies*, 22(4), Dec. 1984) にもとづくものと思われる）。

人為的な低金利政策のあり様をたんに量的な観点から、つまり金利水準の絶対的な低位性という点からみている謬論である。それは政策目的遂行上市場実勢よりも低く抑えられていることを内容とした規定であり、その点では低金利政策は後述するように「徹底」的に追求された。

②8 銀行信用と資本信用は信用範疇としては区別される必要がある。都市銀行（普通銀行）信用と長期信用銀行（信託銀行を含む）信用は、その成り立つ理論的な基礎がそれぞれ異なるからである（その論証は、宮田美智也『資本と金融』（晃洋書房, 2002年）第7章, 第8章及び第9章参照）。しかし、後述するところから明らかになるように、実際には両者渾然一体として形成されたから、以下では区別の必要がない限り、（本来の銀行信用と資本信用が合体した）日本の「現代銀行」信用というような意味合いで、銀行信用の用語を用いる。

②9 宮田「規制的金融制度の確立と日本銀行」（『金沢大学経済学部論集』第23巻第2号, 2003年3月）3-5ページ。

③0 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第5巻（日本銀行, 1985年）494-499, 538, 563ページ。

③1 同, 483, 538-539ページ。

③2 『日本経済新聞』1957年7月9日。

③3 全銀協による自粛レートの申し合わせ方式で始まったこの規制は、都市銀行三明会（資金担当部長の集まり）におけるコール自粛の申し合わせ（60年4月から）、短資業者協調方式（61年5月から）へと形を変えていて（短資業者協調方式は65年央ごろに短資業者と日本銀行が相談のうえ建値を決める方式に変わり、それが79年まで続いた）、62年1月には日本銀行は短資業者に対するレート指導を復活させている（大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27年～48年度』（東洋経済新報社, 1991年）第9巻（金融(1)）156, 158ページ）。しかし、そのような自主規制があまり効果的ではなかったことは、コール・レートの推移（第3図）をみれば歴然と

している。

それに関しては特利の成立にも触れておくべきである。特利とは銀行が大口投資家や他の銀行から預金を取り入れるにつき「臨時金利調整法」の規制金利を上回ってつける金利である。コール・レートがより高騰する逼迫期にはとくにその自主規制回避の方法として都市銀行を中心にかなり広く利用された（同、158-159ページ）。

- 34) 前掲『日本銀行百年史』第5巻、500-501、564ページ。
- 35) 貯金金利は47年12月に「郵便貯金法」が施行されて以来法律事項とされ、この当時その変更には法律改正を要した（後出の注48参照）。
- 36) この全銀協による貸出金利の最高限度の自主規制方式には先例があった。55年6月（決定は5月）、並手形の貸出最高金利を「臨時金利調整法」の範囲内で自主的に1厘引き下げていたからである（『日本経済新聞』1955年5月24日）。しかし、55年といえば、前に指摘したとおり金融緩和が進んだ年であった。金融が逼迫してくると、その並手形の貸出金利自主規制は廃止される（『日本経済新聞』1957年5月16日）一方、融資自主規制が強化される（同、1957年8月13日）。
- 37) 前掲『日本銀行百年史』第5巻、488、509、564ページ。
- 38) 生川、前掲書、199-200ページ。
- 39) 前掲『日本銀行百年史』第5巻、510、512ページ。
- 40) 同、518、565ページ。標準金利が1本化されるのは70年10月2日の公定歩合引き下げ後同月末のことで、公定歩合の年利0.25%高とされた（『日本経済新聞』1970年10月29日）。
- 41) アメリカのプライム・レート制と日本の標準金利制の間には、公定歩合と市中金利との連動関係という点でつぎのような違いがある（生川、前掲書、199ページ）。前者ではまず信用の量的規制によって市中レートに影響が現れ、それに公定歩合が追隨的に変更されるのに対し、日本の場合にはすでに指摘したように、公定歩合がまず変更され、それに応じた信用の量的規制を背景に、市中レートが追隨的に変更された。
- 42) 以上のように、貸出金利の実際の最高限度は58年6月以後全銀協の申し合わせによって決められるようになってきたが、それが（独占禁止法との関係もあって）廃止されたのは75年4月の公定歩合の引き下げからである。日本銀行が各金融機関に公定歩合の変更への追隨を要請し、それを受けて一部の金融機関（都市銀行等）が先行的に貸出金利の実際の最高限度とプライム・レートを変更し、他の金融機関もそれに追隨するようになった（リーディング・バンク方式）（日本銀行金融研究所『〈新版〉日本の金融制度』（日本銀行金融研究所、1986年）208-209ページ）。
- 43) 生川、前掲書、201ページ。
- 44) 『日本経済新聞』1951年7月6日、53年3月21日。
- 45) 同、53年4月21日、54年10月26日、55年9月20日、61年4月4日、63年3月28日。

63年3月の全銀協の自粛申し合わせを受けて、その翌日大蔵省は「違反には厳重措置をとる」と自粛の徹底を通達している(同、63年3月30日)。

- (46) その間の59年9月、「準備預金制度に関する法律」にもとづき準備預金制度が発動されている。

この制度導入の契機はすでに指摘した55年から56年にかけての金融緩和であり、その間日本銀行貸出が大幅減少したことにある。同行の立場に即していえば、その貸出の調節という金融政策手段に代わる政策手段が必要と認識されたからである(前掲『日本銀行百年史』第5巻、604-605、609-610ページ参照)。57年6月に法律は施行されたが、その時すでに金融事情は変化して逼迫化しており、発動は予防的引き締めが必要とされたつぎの金融緩和期まで延ばされた。なお、(当然日本銀行政策委員会が担当する)準備率の設定、変更または廃止(制度の運用)は、大蔵大臣の認可制とされている(同法、第4条第1項及び第3項)。これは金融政策の運用規定としてはたしかに異例には違いない(同、615ページ)。しかし、42年制定の「日本銀行法」が存続している限り、それに即したものといわねばならない。

- (47) 前掲『昭和財政史』第9巻、166ページ)。念のために付記しておく、銀行預金などの金利は「臨時金利調整法」にもとづく最高限度が実際の適用金利であった。

- (48) 預貯金金利などの引き下げが61年1月の公定歩合の引き下げに約3ヵ月も遅れたのは、それらの引き下げ幅について関係機関間で意見に食い違いがあったためである。これに鑑み、郵便貯金金利の決定方法に改変が加えられた。すなわち、郵政大臣が預金金利などとの関係を考慮し、郵政審議会に諮問したうえ、政令で定めるように「郵便貯金法」が一部改正(63年8月施行)された(日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第6巻(日本銀行、1986年)、29-30ページ)。郵便貯金金利の変更が機動的に行われるようになったのはたしかである。しかし、預貯金金利決定の二元制の問題は依然として存続する(後出の注50及び51参照)。

- (49) 事業債の発行残高をみると、58年1205億円、59年1808億円、60年3805億円、61年1875億円と推移している(志村嘉一監修・公社債引受協会編『日本公社債市場史』(公社債引受協会、1980年)巻末公社債基本統計、40ページ)。

- (50) 後藤猛「わが国公社債市場の構造」(『証券経済学会年報』第9号、1969年5月)242ページ。定期預金金利の引き下げに関しては大蔵省・日本銀行と郵政省の間でも対立が生じていた。1年定期預金金利の0.5%の引き下げに対し、定額貯金のそれは1年半超物で0.5%引き下げ、1年半以内物で0.3%引き下げとし、年利5%の1年物定期貯金の新設(10月から実施)が認められ、決着した(『日本経済新聞』1961年1月24日及び同25日)。ここで重要なことは、預貯金金利決定の二元制の問題性が顕現しながらも、引き下げが同時に行われたということである。

ところで、この預貯金金利の引き下げによってその税引き利回りは消費者物価

上昇率を下回ることになった。ここにもこの低金利政策の政治性が如実に映し出されている（川口弘『日本の金融 融資集中のメカニズム』（日本評論社、1966年）188-189ページ）。

- 51) この体系的関係はしたがって、預金金利の改定（引き下げ）が必要な場合にはそれだけでは終わらず、貯金金利も同様に改定される（引き下げられる）という形で維持されねばならない。言い換えると、預貯金金利の体系的な規制関係が固く維持されるためには、預貯金金利決定の二元制が障害となってはならない。つまり、その二元制が自己を顕現させてくることは、預貯金市場における上述してきたような金利規制の関係が動揺してきたことを意味する。70年代後半に激化してくる「郵貯戦争」はそのような意味を持つ、金利自由化過程における1つの現象である。
- 52) 生川、前掲書、160-161ページ参照。
- 53) 店頭銘柄だった公社債が東京、大阪の両取引所で取引されるようになった公社債流通市場の再開は56年4月からである。前にも指摘したが、前年には金融が緩和し、後述するようなオーバー・ローンが解消したことが背景にあり、金融「正常化」推進の一施策として実施された（大蔵省編『銀行局金融年報』昭和32年版、21-21ページ）。コール市場が発展し（コール市場残高の増加とコール・レートの低下）、その公社債市場との交流（長短資金の乗り換え）による公社債の円滑な流通（その適正価格の形成）が見込まれたからである。しかし、それは甘い見通しにすぎなかった。すぐ明らかになる。
- 54) 金融債はいうまでもなく純然たる社債ではない。しかし、なかでも利付金融債は5年物であり、しかも流通性をもつ。したがってその金利は預貯金金利の規制下にはおくことができず、この公社債市場金利の中に位置づけられて規制の対象とされる。
- 55) 中西孝雄「政府保証債引受機構の変遷」（『公社債月報』1965年9月号）10-17ページ参照。
- 56) 前掲『日本銀行百年史』第6巻、100-101ページ。
- 57) 売買価格の算定方式は同、105ページ参照。
- 58) 前掲『公社債市場史』230-231ページ。金融債には利付金融債のほかに割引金融債があった。それは1年物だったから、その応募者利回りは当然1年の預貯金金利と競合関係にあり、それらとの見合いで決定される。ただ、この割引金融債は後に論及する証券会社の運用預かり制度の対象とされ（品借料の発生）、利回りを上方修正された（同、231ページ）。それが個人による消化を刺激したことはいうまでもなく、金融が逼迫して利付金融債の発行が窮屈になると、割引金融債の発行割合が増えることになった（前掲『日本興業銀行百年史』68ページ参照）。
- 59) 宮田、前掲稿、21-22ページ。
- 60) 前掲『日本銀行百年史』第6巻、108ページ。

- ⑥1) 前掲『公社債市場史』167-169, 232ページ。
- ⑥2) 同, 234-235ページ。
- ⑥3) 同, 235-236ページ。
- ⑥4) これは取引所がその本来の機能を果たしえないことを意味している。事実、62年3月以降取引所では(電話債券を除く)一般公社債の値付けバイカいは行われなくなり、4月には東京、大阪両取引所におけるその市場は閉鎖された(同, 260-261ページ)。それが再開されるのは66年2月、次稿で取り上げるように、日本銀行が政府保証債の無条件買入オペレーションを実施する4日前のことであり、国債が発行された10日後のことである。

IV 人為的低金利政策と日本銀行信用(2)

——人為的低金利政策と信用創造——

1. 問題の設定

政府債務による市中資金の優先的かつ大量の調達、日本銀行に対し市場補給的な信用供給を強制する。しかも、前者は実勢以下の低利で行われなければならないから、日本銀行による追加信用の供給もまた人為的な低金利で行われなければならない(規制金利の体系的形成)。そして、それは銀行信用による安価な産業資金の形成を可能にし、設備投資を促すことになるであろう。重ねていうことになるが、日本銀行による人為的な低金利政策は低利の産業資金供給を本旨とするという点でのみ捉えられてはならない。それはいうならば事後的に生まれてくる政策効果にほかならない。人為的な低金利政策は政府債務形成の低利要求に起源する。

本節はそのような人為的な低金利政策は産業資金形成上どのように自己を貫き通すのか、そしてその結果何がもたらされたのかを論究する。

2. オーバー・ボローイング

第9表をみよう。昭和30年代における日本の企業の資金調達方法の特徴が明瞭である。アメリカのそれが8割程度を内部資金で賄うという現代資本主義(自己金融段階)の蓄積構造の特徴を示しているのに対し、外部資金、な

第9表 企業の資金源泉の日米比較

(単位：%)

項目 年度	内部資金		外部資金						合計	
	日本	アメリカ	日本	アメリカ	有価証券		借入金		日本	アメリカ
1958	31.2	80.1	68.8	19.9	23.9	21.0	45.0	△1.1	100	100
59	33.7	80.7	66.3	19.3	24.0	11.8	42.3	7.5	100	100
60	30.0	82.2	70.0	17.8	28.9	12.3	41.1	5.5	100	100
61	29.4	82.6	70.6	17.4	27.7	16.5	42.9	0.9	100	100
62	29.1	83.2	70.9	16.8	22.9	10.4	48.0	6.4	100	100
63	33.4	86.4	66.6	13.6	16.8	7.0	49.7	6.6	100	100
64	34.8	83.3	65.2	16.7	15.5	8.8	49.6	8.0	100	100
65	40.2	78.0	59.8	22.0	12.7	7.4	47.1	14.6	100	100

出所 日本銀行編『日本経済を中心とする国際比較統計』昭和42年3月。

かでも借入金比率がきわめて高く、オーバー・ボローイング（借入過多）の状態にある⁽⁶⁵⁾。

それでは、なぜそのように借入金による資金形成が進められたのか。資本蓄積が内部的に賄えないか、あるいはその内部的な形成では追いつかない程度の速さで行われるならば、当然外部資金（株式、社債、借入金）に依存しなければならない。昭和30年代の日本における資本蓄積はまさにそのような速さで進められた。設備投資の高い伸び率が示していたことである。

それでは、外部資金のうちなぜ借入金が利用されたのか。コスト的にもっとも安価だったからである。借入金（利子）、社債（利子）、株式（配当、発行費用、法人税）の順で調達コストは高くついた。ちなみに、61年時点でいえば、それぞれ順に7.9%、8.2%～8.7%、20.8%がそのコストであった⁽⁶⁶⁾。前述したように、借入に際しては銀行から預金を拘束されることによって表面金利よりも高い実効金利を課されたが、低金利政策による前者の低位性がそのような借入コストの低位性をもたらした。

以上のような理由で資本形成上借入金ルートが最優先された。証券発行による資本形成はその不足を補う、限界的な資金形成源泉として位置づけられる。しかも、その場合の証券とは一般には株式に限られていた。前述したように、人為的な低金利政策は起債市場をきわめて狭隘にし、そこは一部の優

良な大企業にのみ開かれた市場だったからである。しかも、そこは事実上8行会による人為的な資金配分のものであったという点で、すでに指摘したように変形された借入金による資金形成の場にすぎなかった。それゆえ、そこでは借入金に比べればやや高いとはいえ、株式に比べればはるかに安価な資金調達が可能となった。

そのような意味で、株式市場の限界市場としての存在価値に、人為的な低金利政策がもたらした産業資金形成構造（オーバー・ボローイング構造）に隠された特質を見出すことができる。それは株式市場が昭和30年代における信用制度上もっとも脆弱な立場におかれていたことを意味する。なぜならば、つぎのとおりだからである。後にも論及するが、あらかじめ述べておく。

政府資金形成のために先取りされた市中資金は、規制された金利体系に即して日本銀行信用によって間接金融部門へ追加補充された。すでに指摘し、また後述することである。しかし、低金利政策に刺激された企業の強い信用配分要求は、その新規追加された信用（成長資金）の多くを生産過程に吸収し固定させてしまい（オーバー・ボローイング）、直接金融部門はその均沾に与れないままに、すなわち株式市場準備金（発行市場及び流通市場準備金）は充足されないままに推移した。成長政策は後述するように株式市場で限界に達するが、それは偶然ではない。

さて、低金利政策によって刺激された民間の投資需要はおもに借入金で、そして補足的に株式発行によって充足された。つぎはそのような資金需要充足の関係を供給側から照射しよう。低金利政策のすぐれて資本蓄積促進（産業育成）政策としての側面が浮き彫りにもなる。

3. オーバー・ローン(1)

——成長資金の供給から滞貨金融資金の供給へ——

所得によって形成される個人貯蓄は、個々的には直接金融部門つまり証券投資に向かって企業資金を直接供給するには十分ではなくとも、間接金融部門つまり金融機関（普通銀行、信託銀行、長期信用銀行）に（普通預金、定期預金、貸付信託、金融債によって短期及び長期の）預金（貸付信託及び債券代わり金）として吸合されるならば、それは同部門が与える長短かつ巨額

第10表 都市銀行のオーバー・ローン状況
(単位：億円)

項目 年度	現金+預け金	外 部 負 債	
			日本銀行借入金
1955	3937	1491	291
56	5973	2732	1170
57	7866	6718	5201
58	8137	5751	3361
59	7410	6558	2899
60	8869	8094	4349
61	11570	15181	12177
62	12622	17628	11894
63	16973	18815	10847
64	18998	24421	9370
65	19509	24945	11364

注) 外部負債は日本銀行借入金+金融機関借入金+コール純取入高。

出所 日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

の信用（銀行信用，資本信用）の支払準備金となる。企業側からの旺盛な借入需要（資金の配分要求）に対しては，間接金融部門（金融機関）はその限りで応じることができる。

しかし，個人貯蓄からなる既存の市中資金はそれら民間金融部門のみに配分されるのではなかった。前述のとおり，それが政府部門へ優先的かつ低利で大量配分されるのが，「均衡財政」下の日本におけるその社会的配分の構造であり，民間金融部門へ配分されるのはその残りであった。それがその与える信用の支払準備金（銀行準備金，株式市場準備金）となる。そして，そのような政府部門と民間金融部門間の市中資金配分上の対抗関係⁽⁶⁷⁾は，企業の強い信用配分需要が集中した間接金融部門において，都市銀行の支払能力の低下に現れる。日本銀行信用（成長資金）の追加的な，つまり新規供給が求められる。

事実，日本銀行はその信用供給を金利（公定歩合）というよりも人為的な高率適用制度や窓口指導によって調節し（信用割当），かつ公定歩合もコール・レートよりも低位に固定することによって，それに即応した。その結果，後に証明するように，準備金不足に陥った都市銀行がそれを補うべく利用す

る銀行間信用は、まずは日本銀行信用となり、企業次元のオーバー・ローイングはここで都市銀行次元でオーバー・ローン（貸出過多）⁽⁶⁸⁾となって現れる。銀行間信用が都市銀行と中小金融機関との間での信用関係（コール市場）を展開してくるのは、後に論証するようにそのような日本銀行信用供給が限界に達してからであった。

すなわち、都市銀行の与信超過が多額化し恒常化すると、その支払準備金の一部を日本銀行からの借入金で賄うだけでは足りずにコール市場への依存が強まり、その正味準備金（現金＋日本銀行預け金－外部負債（日本銀行借入金を含む））はマイナスにさえなる⁽⁶⁹⁾。第10表に示されているとおり、61年日本銀行信用が前年比3倍増となるのが合図であるかのように、以降その状況が定着している。

前述のように、60年6月「貿易・為替自由化計画大綱」が策定され、以後は自由化に向けた設備投資が促されることになった。しかし、8月頃には「岩戸景気」は最高潮に達していた⁽⁷⁰⁾。その引き延ばしが図られる。すなわち、8月窓口指導は続けたまま公定歩合が引き下げられ⁽⁷¹⁾、9月には公共投資、減税、社会保障を3本柱として「高度成長と所得倍増」を目指す新経済政策が決定される⁽⁷²⁾。そして、10月政府関係機関金利の引き下げ方針が明らかにされ、前節で述べたとおり「国民所得倍増計画」（12月）発表後の翌年1月、それが公定歩合の第2次引き下げとともに実施される。市中貸出金利も引き下げられた。

その過程で上でみたとおりオーバー・ローンが一段と深刻化してきたわけである。しかし、「国民所得倍増計画」遂行下にあって日本銀行は公定歩合の引き上げには躊躇せざるをえず、同行には4月からの窓口指導（貸出抑制指導）を強化する以外に策はなかった。それが政府の低金利要求に妥協しつつではあった（日歩1厘の引き上げ幅に抑えた）が、公定歩合の引き上げを実行するのは61年7月である。続いて9月にも同幅で引き上げを行い、その際には引き上げ幅を抑えた代わりに準備預金制度準備率を引き上げ、高率適用制度を強化した（「トロイカ方式」）⁽⁷³⁾。10月には銀行貸出金利の自主規制限度も引き上げられた⁽⁷⁴⁾。しかし、それにもかかわらずオーバー・ローンが収まることはなかった。都市銀行は融資先の確保のために「含み貸出」（月

末・期末貸出残高計数を低める操作) さえ行っていたことは、当時でも一般に知られていた⁽⁷⁵⁾ (後出の第12表参照)。

ところで、すでに指摘したように「岩戸景気」の調整は60年夏には始まりかけていたから、上述のようにそのほぼ1年後の61年7月に金融引き締めが始まったことは、つぎのことを意味した。すなわち、「岩戸景気」は「国民所得倍增計画」の実施によって約1年間政策的に引き延ばされ、1年後によりやく調整過程に入ったということ、そしてオーバー・ローン(日本銀行信用の膨張)はその間に深刻化してきたから、それは成長(「岩戸景気」の延命)を促す役割を担ったということである。

言い換えると、オーバー・ローンは成長資金の供給方式なのであった。日本銀行信用にはコスト(金利)がかかることから明らかなことである。利潤を生む能力を持つ資金(貨幣形態の資本)つまり成長資金の供給方式にほかならない。それによって貯蓄以上の投資が刺激される。すなわち、それは企業次元に下ってオーバー・ボローイングを発生させ、他方60年夏までに蓄積されてきた諸矛盾(資本の過剰形成)をさらに増幅させながら、成長(投資)を促すことができた。そして、成長が持続する限りで、つまり成長の結果として一般的流通(現金の流通領域)が拡大されていく。

しかし、その諸矛盾の顕在化に対して金融が引き締めに転換された後も、前述のとおりオーバー・ローンの激発は続いた。これは、オーバー・ローンはここで成長資金の供給から決済資金の供給、滞貨金融方式へと変換したことを含意する。言い換えると、「岩戸景気」期に過剰形成された資本を温存し、その存在をいわば追認するために必要な追加資金の供給が、オーバー・ローンによって行われたわけである。ここで供給されたのは決して「成長通貨」ではない⁽⁷⁶⁾。

4. オーバー・ローン(2)

——「成長通貨」の供給と「新金融調節方式」——

オーバー・ローンは以上のように(前向き、後ろ向きの)資金を創出する⁽⁷⁷⁾。高成長が始まるまでは、それがオーバー・ローンに関する一般的な論調であった。しかし、その間「成長通貨」の供給方式とする主張がみられる

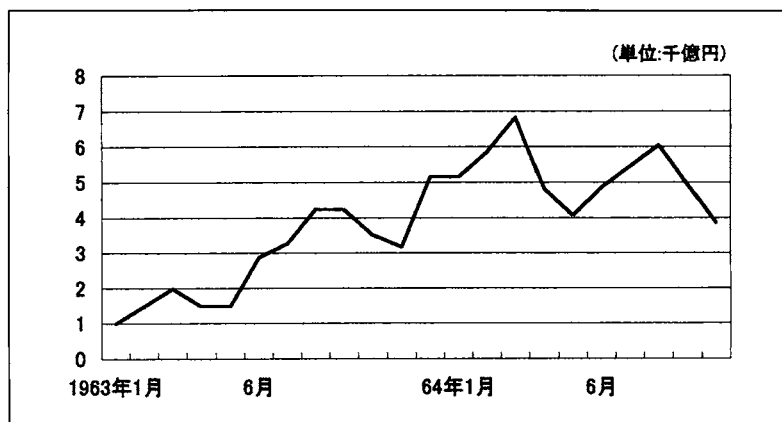
ようになる⁽⁷⁸⁾。それはオーバー・ローンにオーバー・ボローイングから峻別することを意味するが、じつはそのような見方が60年末までに支配的となってきた⁽⁷⁹⁾。そのうえ、オーバー・ローンは金融調節の円滑な効果を阻害するから、「成長通貨」は貸出ではなく債券の買いオペレーション方式によって供給されるべきであるとして、「成長通貨」の供給ルートの変更が説かれるようになる⁽⁸⁰⁾。実際、前述したように、日本銀行はそのような見地に立ち、60年8月から財政資金揚超に対する調整策として銀行、長期信用銀行及び外国為替銀行を相手に政府保証債を対象とする売り戻し条件付買いオペレーションを実施していた。

そして、そのような債券オペレーションによる金融政策運営（「成長通貨の供給」）が62年11月から実施される。10月末の公定歩合引き下げを機に決められたものだが、すでに言及したいいわゆる新金融調節方式にほかならない。①債券の売り戻し条件付買入れ制度の実施、②従来の高率適用制度の廃止と貸出限度額適用制度の実施、この2つがその内容であった⁽⁸¹⁾。すでに明かなように、その方式の実行の背景にはオーバー・ローン状況の深刻化があり、都市銀行の日本銀行への借入依存度を抑制しつつ⁽⁸²⁾「機動的に」「成長通貨」を供給することを目指していた⁽⁸³⁾。

しかし、その方式による債券オペレーションはすでに指摘したように規制金利に即した理論価格による取引、しかも銀行（その他長期信用銀行、外国為替銀行）との相対取引であり、結局のところ貸出の変形にすぎなかったといわねばならない。実際、63年後半からその買入残高は増加している（第4図）が、これは債券オペレーションが貸出に代位し出したことの現れではなく、後に指摘するように、株価支持対策として都市銀行等が公社債担保金融を進め、その公社債が事後的に日本銀行によって代位されたことによる。しかも、都市銀行の日本銀行借入依存度に低下傾向がみられるようになるのは、後述のように63年末に始まる金融引き締めが翌64年秋口までに効果を現れてきて⁽⁸⁴⁾からのことである（第10表参照）。しかし、都市銀行の外部負債比率は相変わらず高く、64年においてもそのオーバー・ローン状況は不変であった。あらかじめ指摘しておく。

さて、日本銀行が供給する信用は資金であって通貨ではない。そのおもな

第4図 日本銀行による債券買入残高



出所 日本銀行保有資料（前掲『昭和財政史』第9巻，191ページ）。

ルートが貸出から債券オペレーションに変わるとしても、その点に変化はない。それゆえにその信用は滞貨金融に向けて拡大的に供給されうる。上述のとおりである。それでは、その限界はどのように現れたのか。つぎにそれを見ておく。

すでに指摘したように、62年11月「新金融調節方式」への移行は10月に引き続く公定歩合の引き下げとともに行われた。それはその後も63年3月、4月と、結局4次にわたって続けられ、昭和30年代としては最低の日歩1銭6厘（年利5.84%）の低金利が64年3月まで維持された。その間の63年5月には前年秋以降緩和されてきていた窓口指導が廃止され、同7月には貸出限度額適用制度が緩和されていた⁽⁸⁵⁾。

以上のような62年10月から始まる金融緩和政策の段階的な推進が、そのつど銀行貸出金利の自主規制限度の引き下げを可能にした⁽⁸⁶⁾ことはいうまでもない。都市銀行の貸出は刺激され、そのオーバー・ローンが昂進するとともに、前述のように61年夏以降始まっていた「岩戸景気」の調整（過剰資本の整理）は曖昧にされていく。63年9月、10月と大蔵省がその競争に警告を重ねた⁽⁸⁷⁾ことが示すように、（とりかけその上位行間で）預金残高1兆円台乗せ競争が激化し、それが大口預金の増加が望める大企業への貸出増加を加速

させたからである。

こうして62年秋以降日本銀行が公定歩合を引き下げつつ貸出（オーバー・ローン）と債券買入によって供給した追加信用は、先行して行われた過剰投資を温存するにとどまらず、63年にはそれをさらに累積させる（オーバー・ボローイングの昂進）。同年になるまでに景気を上向かせ、「オリンピック景気」として喧伝されつつ、それは潜行した。オリンピック開催（64年10月）を控えて公共投資が進められ、建設投資の活況がもたらされたことにちなむ。しかし、その間喚起された民間設備投資は部分的なものにとどまり、それは「岩戸景気」の整理過程における中間景気（「好況感なき好況」）にすぎなかった。

ここに日本銀行による滞貨金融はいかに管理通貨制度を基礎とするとはいえ、最終的な限界に達する。都市銀行のオーバー・ローンは極限状況に達していた。温存されてきたうえに追加累積された過剰資本は、その局面を開かれねばならない。日本銀行は63年12月準備預金制度準備率を一部引き上げたのを手始めに、翌64年1月「貸出増加額規制」の名のもとに窓口指導を復活させ、3月公定歩合の引き上げに踏み切る⁽⁸⁸⁾。その公定歩合の引き上げに合わせて、全銀協も貸出自主規制金利を引き上げる⁽⁸⁹⁾。こうして昭和30年代に進められた資本の強蓄積の本格的な整理過程が64年秋以降直接には「オリンピック景気」のそれとして始まる。

5. オーバー・ローン(3)

——オーバー・ローンと中小企業金融の逼迫——

都市銀行のオーバー・ローンを支えたのは、前述のとおり日本銀行借入金を含む外部負債であった。その外部負債は日本銀行借入金を別とすると、主にコール・マネーであり、地方銀行、信託銀行、全国信用金庫連合会、農林中央金庫などがその出し手であった（第11表）。出し手のうち信託銀行の比率が高いが、それは信託契約資産の一部が解約に備えてコール運用されるからであり、それによって積極的な余資運用を図るその他の中小金融機関とは区別しなければならない⁽⁹⁰⁾。また、後の論点となることだが、証券会社の取り手としての比率が60年度、61年度と高く、それ以後急減し出しているこ

第11表 コール市場資金の出手及び取手別構成

(単位：%)

項目 年度	出 し 手 別						
	市 銀 行	地方銀行	信託銀行	長期信用銀行	証券会社	そ の 他	合 計
1957	12.0	21.4	16.4	2.4	6.0	41.8	100
58	14.9	26.5	17.3	2.4	3.7	35.2	100
59	9.4	25.8	21.1	1.8	3.5	38.3	100
60	2.9	23.3	29.5	2.0	5.1	37.2	100
61	6.5	17.7	26.3	2.4	2.2	44.9	100
62	0.5	22.1	30.2	2.1	1.1	43.9	100
63	0.2	14.9	23.6	2.1	2.2	57.0	100
64	0.1	11.5	18.7	1.9	3.4	64.4	100
65	0.2	15.8	20.8	6.6	2.6	54.0	100
項目 年度	取 り 手 別						
	市 銀 行	地方銀行	信託銀行	長期信用銀行	証券会社	そ の 他	合 計
1957	61.2	6.1	9.8	10.9	5.0	7.0	100
58	64.3	4.1	3.1	7.0	9.0	12.4	100
59	63.4	3.4	3.0	1.8	18.8	9.7	100
60	55.2	2.3	4.7	1.6	24.9	11.2	100
61	44.0	5.3	6.7	5.3	30.6	8.1	100
62	55.8	2.2	4.3	4.8	21.6	11.4	100
63	68.7	3.5	4.1	1.9	14.9	6.9	100
64	80.5	2.4	2.7	1.7	9.5	3.2	100
65	82.8	1.8	2.1	0.1	5.0	8.2	100

注1) 12月中の平均残高。

2) その他は外国銀行、相互銀行、全信・信用金庫、農中・信農連、生損保会社その他。

出所 日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

とに注意を喚起しておく。

それでは、都市銀行にとってそれら2つの資金源はどのような位置づけにあったのか。前出の第3図においてコール・レートは昭和30年代を通じて公定歩合よりもはるかに高いことから自明である。コール市場は当時唯一の自由性市場であり、その金利（コール・レート）は規制金利の体系外に置かれ、自由性金利として市場実勢を反映した金利であった。それは本来はもっとも低位にあるべきだが、それがごく一時期を除いていかなる金利よりも高い水準で推移しているわけである。

それは銀行間信用の恒常的な逼迫関係を物語ると同時に、コールの取り手はまずはより安価な日本銀行信用によって準備金不足を補うが、しかしそれでもなお不足が埋まらないので、きわめて高価なコール資金の取り漁りに追い込まれたことを示している。端的に言い換えると、都市銀行は間接金融部門のなかでいわばその上部にあって、下部の中小金融機関の信用配分能力を吸い上げ、みずからのものにしたということである。その結果何がもたらされたか。中小企業金融の逼迫であり、企業間信用の膨張である。項を改める。

6. 銀行信用の配分構造

低金利政策は管理通貨制度のもとでまずは安価な政府金融運営のために必然化した。そこでは日本銀行信用が政府金融債務の形成を支えることができたからである。そして、それは日本銀行信用の拡大供給（オーバー・ローン）を起点とした資本蓄積促進策でもあった。しかも、その拡大的な日本銀行信用の企業への配分は都市銀行を中心として貸出形態で行われた（オーバー・ボローイング）。ここまでの考察で明らかにされたことである。そこで、都市銀行による産業資金配分はどのように進められたのかをつぎに検討していかなければならない。

都市銀行がとりわけ61年以降深刻なオーバー・ローン状況に陥り、コールの一方的かつ圧倒的な取り手となっていたことは、いうまでもないが、その信用創造能力が限界に達していたことを表す。旺盛な借入需要に対し、限界一杯まで貸し進められた結果であった。しかも、その際貸付先の選別と制限に都市銀行の貸付方針の特徴があった。すなわち、金利格差の設定にもとづく銀行信用の選別的配分としてすでに指摘したように、大企業への融資の集中であり、限られた信用創造能力がそこに向けて配分（信用割当）された。しかもその場合の信用配分は、みずからが中核（メイン・バンク）となって金融機関の集団を形成し、それによって系列関係（企業集団）を構築しつつ行われた⁽⁹¹⁾。

しかも、その創造された信用は銀行信用の範疇にとどまらなかった。形式上短期の貸付（銀行信用）もその更新・書換によって長期のそれ（資本信用）に変換できるからである。また、前述したように、長期信用銀行の発行する

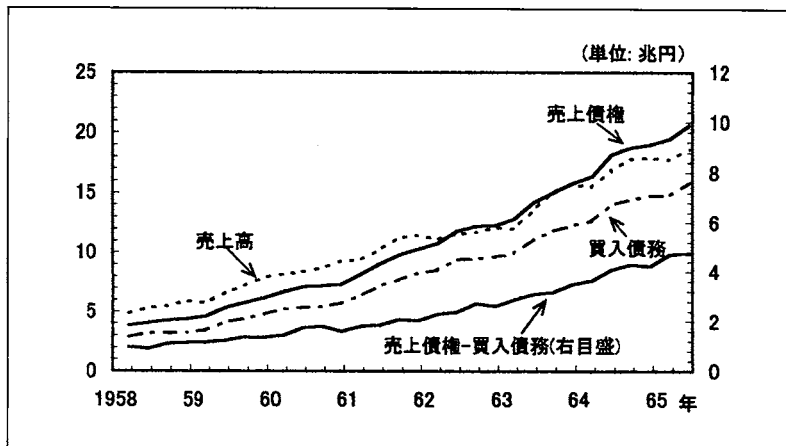
利付金融債の引受人は圧倒的に都市銀行だった（前出の第7表）が、都市銀行はいうならば利付金融債のひも付き引受を行い、長期信用銀行にいわゆる代理貸し（資本信用リスクの転嫁）をさせることもできた。すなわち、都市銀行は利付金融債を引き受け、その代わりに、その発行銀行には発行代わり金を自行的取引先大企業（あるいは系列大企業）に向け融資させる方法である。このような利付金融債引受にもとづく代理貸しは、発行人の長期信用銀行から積極的にいえば、引受人の都市銀行との協調融資となる。

理論的に整理してみよう。普通銀行としての都市銀行の利子生み資本活動は信用範疇としては銀行信用を成り立たせ、それは支払準備金の形成に先だって創造される。そして、その支払準備金の最終的な供給者が日本銀行であり、中小金融機関であった。それに対し、長期信用銀行の創造する信用は支払準備金の形成にもとづく資本信用である。しかも、その資本信用の基礎となる支払準備金は、都市銀行の創造になる銀行信用であった。

これは、長期信用銀行の資本信用供給は同行に本来的だとはいえ、都市銀行の銀行信用創造活動に支えられると同時にそれを補完するものであり⁽⁹²⁾、（利付金融債の個人消化が低い割合に限られている（第7表）以上）それ自体では必ずしも成り立たないことを意味している。言い換えると、都市銀行は大企業に対し銀行信用はいうまでもなく事実上資本信用も与えながら企業集団を形成し、その中核となっていく。

ところで、以上明らかになったような都市銀行の選別的、制限的な信用配分行動には、重要な含意が伏在している。前項で指摘したとおり、オーバー・ローンに陥った都市銀行の資金源には中小金融機関からの外部負債も含まれていたからである。それは本来ならば中小企業に配分される信用の支払準備金となるべきものが、大企業向けに方向換えされていることを意味し、とりわけ金融逼迫期（コール・レートの高騰期）には中小企業の信用逼迫がより昂進することを意味する。逼迫期にもかかわらず優先的に信用配分を受け、投資を継続できる大企業は、中小企業に対しその逼迫を緩和してやらねばならない。それは企業間信用（商業信用）の供給によって行われる。大企業からすれば、とにかく信用による買い手を見出し（押し込み販売）、その限りで過剰化した生産能力を維持することができる。61年以降企業間信用が異常

第5図 企業間信用の膨張



出所 日本銀行編『本邦経済統計』各年報。

に膨張してくる(第5図)のは、そのためである⁽⁹³⁾⁽⁹⁴⁾。

65) 以上のように、昭和30年代の日米間では産業資金形成上オーバー・ボローイング型と自己金融型の違いがあるとはいえ、いずれも「現代資本主義の同一の構造的基盤に立脚する資本運動の発現形態である」(生川, 前掲書, 155-156ページ)ことを指摘しておく。なぜならば、株式資本と現実機能資本との乖離(過小資本化)を利用しながら資本蓄積を拡大していくという、同じ現代企業の資本蓄積行動のなかから生まれた(その乖離・ギャップを埋めるのが自己金融になるか、オーバー・ボローイングになるかで型が分かれる)ものだからである。しかし、資本蓄積の質的内容(現代資本主義の成熟度)という点では、両者の間には格段の差があることはいうまでもない。

すなわち「アメリカ型では政府国家が借金体制(国債)を一身に背負い込むことによって、産業体質においては自己金融を生みだしているのにたいし、日本型では政府国家の借金体制は「均衡」形式にしばられてきたことによって、資本動員の負担が産業借金体制(オーバー・ボローイング)に転嫁されて集中的に展開し」その「産業借金体制」は「収益力の低下」局面では「株価の暴落→低迷の長期化に逆転する強力作用をもたらす」(同, 156ページ)。

66) 経済審議会編『国民所得倍増計画中間検討報告』(大蔵省印刷局, 1964年) 515ページ。

67) これは管理通貨制度の制限的な側面を示す。つぎに述べる日本銀行信用の発動はその制限を事後的に緩和するものとして働き（生川，前掲書，158－159ページ），結局は後述のように都市銀行のオーバー・ローンに行き着く（同，155ページ）。

68) 市中銀行が与信超過による支払準備金不足を日本銀行信用で補うという状況は，何もここに始まったことではない。敗戦後はおろか，その創設以来続いてきたことといっても過言ではない。昭和30年代に入ると，その抑制（金融「正常化」）は規制的な金融制度のもとで，つぎのように進められていた。

50年代前半まで当局による銀行経営の監督は，利潤確保を図ることを目途にした経営収支率指導が中心であった。しかし，50年代後半になると，一定程度の銀行経営の再建，その健全化を前提として金融「正常化」が目指され，57年11月それまでの経営収支率指導のほかに預貸率指導（貸出量規制）が加わる。前者は従来通り78%がガイドラインとされ，後者は80%とされた。当初は前者が重視され，後者の80%は目標であるとして厳格に取り扱われることはなかったが，金融緩和期の59年3月，オーバー・ローン是正の好機到来として，その80%により強い意味が持たされる。以後はこれが比率行政において前面に出る（大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第10巻金融(2)（東洋経済新報社，1991年）80－81，167－190ページ）。しかし，都市銀行の預貸率は多くの年度で100%を越え，また地方銀行のそれでさえ85%前後で推移し，80%水準を越えていた（金融制度研究会編『金融制度調査会資料第4巻 普通銀行制度・貿易金融』（金融財政事情研究会，1970年）32ページ）のが実情であった。

69) 金融制度調査会「オーバー・ローン是正に関する答申」（1963年5月）によると，オーバー・ローンとは預貸率（貸出／預金）の高さによって確定できることではなく，「銀行の恒常的な与信超過とこれが主として日本銀行からの借入れに依存している現象」であり，銀行の正味準備金（現金＋日本銀行預け金－日本銀行借入金（あるいは外部負債））がマイナスになっている状態が与信超過とされた（大蔵省編『第12回銀行局金融年報』昭和38年版，83ページ）。

70) 「経済同友会」はそのころ供給過剰の観測を打ち出している（『毎日新聞』1960年7月27日）。

71) 前掲『日本銀行百年史』第6巻，22－23ページ。

72) 『日本経済新聞』1960年9月5日。

73) 前掲『日本銀行百年史』第6巻，38，40－41，44－45ページ。

74) 『日本経済新聞』1961年10月3日。

75) 前掲『昭和財政史』第9巻，167－169ページ。それはとくに61年度に大規模に行われたが，その手口は同，第10巻，189－190ページ参照。

76) 生川，前掲書，249ページ。

77) 以上のようなオーバー・ローン論は，川合，前掲書，第8章，及び生川，前掲書，第5章4及び第8章にもとづく。また，松本久雄「高度成長下の金融構造」

- (川合ほか編, 前掲書, 第2章) 1も参照。資金と通貨に関しては, 川合, 前掲書, 第4章2, 及び生川, 前掲書, 第2章参照。
- ⑦⑧ 日本銀行調査局「戦後におけるわが国経済の発展過程とその問題点」(1958年12月)(日本銀行編『日本金融史資料』昭和統編第7巻(大蔵省印刷局, 1980年)30ページ。
- ⑦⑨ 川合, 前掲書, 188-190ページ。
- ⑧⑩ 吉野俊彦「経済成長に伴う現金通貨の供給方法」(全銀協編『金融』第165号, 1960年12月)5-11ページ。
- ⑧⑪ 前掲『日本銀行百年史』第6巻, 103-104ページ。①は政府保証債の売り戻し条件付買入のことで, 前述したように60年8月から(この時まで5回)実施されていたものである。他方, ②はこうである。一定の算式にもとづき各行について日本銀行が貸出限度額を定め, その限度額を越えた貸出には第1次, 第2次に分けた高率の金利を適用するのが高率適用制度であり, その貸出限度額を越えた貸出は原則として認めないというのが貸出限度額適用制度である。しかし, 後者の場合にも限度額内の一定割合(80%)を越えた貸出には最低歩合より高率が適用され, さらに限度額そのものを越えた貸出には罰則的な高率が適用された(同, 103-104ページ)。すぐ後述することだが, 翌年7月に行われるこの制度の緩和とは, 限度額内の貸出に適用される高率の引き下げ(同年3月)に続く, その廃止のことである。なお, この「新金融調節方式」の実施と同日に準備預金制度準備率も引き下げられている(同, 103ページ)。
- ⑧⑫ そのような考えから貸出限度額(枠)を設ける都市銀行も, 日本銀行への依存が常時高い(東京銀行, 協和銀行, 北海道拓殖銀行を除く)上位10行に限られた(前掲『日本銀行百年史』第6巻, 105ページ)。
- ⑧⑬ 日本銀行「日本銀行信用の性格と新金融調節方式」(日本銀行『調査月報』1962年11月)8ページ。
- ⑧⑭ 前掲『日本銀行百年史』第6巻, 71-72ページ。
- ⑧⑮ 同, 52, 54, 56, 61, 106, 107ページ。
- ⑧⑯ 『日本経済新聞』1962年10月27日, 同11月28日, 1963年3月22日, 同4月24日。
- ⑧⑰ 同1963年9月20日, 同10月6日。
- ⑧⑱ 前掲『日本銀行百年史』第6巻, 65, 67, 69, 110-111ページ。
- ⑧⑲ 『日本経済新聞』1964年3月18日, 同3月20日。
- ⑧⑳ このような恒常的に都市銀行を取り手, 中小金融機関を出し手とするコール市場関係は, 資金の遍在を示すものとして当時の金融構造の特徴の1つとして指摘されてきた(たとえば, 鈴木淑夫『現代日本金融論』(東洋経済新報社, 1974年)14-18ページ)ことは周知のとおりである。都市銀行は大企業を取引先としているために借入需要が強く, その結果資金不足に陥ったのに対し, 中小金融機関は地元の中小企業がおもな取引先であり, 比較的資金に余剰が生まれ, その資金不

足と余剰の調整がコール取引を通じて行われたというものである。

しかし、そのような通説に対し、都市銀行と中小金融機関の置かれた社会的な再生産上の位置の違いに着目し、その誤りを正したのは、守山昭男『銀行組織の理論』（同文館、1994年）第4章である。ここでいう再生産的な視点とは、社会的流通を商業流通と一般の流通に分け、そこに両者を位置づけてみるものである。大企業は信用（（手形や小切手）による取引が行われる商業流通を構成するものが多く、それらを取引先とする都市銀行の預金は信用（貨幣請求権）によるものが中心となるのに対し、中小金融機関は一般的流通にかかわることが多い中小企業がおもな取引先なので、預金は請求権よりも現金によることが多くなり、それが前者の資金不足と後者の資金余剰として現象する。前者に対する借入需要は後者に対する場合よりも強いのは通説のいうとおりだとしても、それが資金の過不足に直結するとみるのは、金融構造分析になっていないといわねばならない。

- ⑨① 川口、前掲書、77-87ページ参照。もちろん、融資だけではなく後述のとおり株式の持ち合いもその系列関係形成の紐帯をなす。しかし、それら金融系列企業集団は独立的に行動していた（「ワンセット主義」説）わけではなく、相互に激しい競争を展開しながらも、他方では系列相互間での補完的、協調的な融資関係もみられた。1つ理由を上げるとすると、危険分散の原則に反するほど巨額の融資をする必要が、お互いにあるからである（同、84-85、87-91ページ）。「ワンセット主義」説については宮崎義一『戦後日本の経済機構』（新評論、1966年）48-56ページ；同『日本経済の構造と行動（上）戦後40年の軌跡』（筑摩書房、1985年）64-71ページ参照。

- ⑨② 長期信用銀行の貸出先の大企業への集中度は都市銀行の場合よりも高かった（56年から65年までの10年間で両者の貸出残高に占める大企業向け貸出比率は、平均で長期信用銀行は94.0%、都市銀行は74.8%である（前掲『本邦経済統計』昭和41年版）ことは、その証左である。

- ⑨③ 生川、前掲書、227-228ページ。そのような現象成立の歴史的・理論的な意義については、川合、前掲書、第9章参照。

- ⑨④ 日本銀行調査局「わが国における企業間信用の現状と問題点」（日本銀行『調査月報』1965年4月）は、61年から62年の金融引き締め期に大企業の支払条件が大幅悪化したこと、そして63年の金融緩和期にはその資金調達力を背景に販売条件を緩和して売り込みを図ったことが、企業間信用の膨張の原因と分析している。しかし、それは同じことを指摘しているにすぎない。前者も大企業が信用による売り込みに対する回収に遅れが出ているという意味では後者と同じであり、大企業が支払条件の悪化に耐えられるのは、金融逼迫期でも「資金調達力」があるからである。都市銀行から優先的、制限的に信用配分を受け、投資を強行してきた大企業では、61年以降生産過剰に陥っており、中小企業に向けて押し込み販売をせざるをえなくなったことが理解されていない。

V 人為的低金利政策と株式市場

1. 問題の設定

低金利による日本銀行信用供給は、政府資金の大量かつ優先的形成によって市中資金から閉め出された間接金融部門に対し、不足資金（成長資金）を追加供給するために行われた。その追加信用はさらに市中に再配分されねばならない。その再配分機能の中心にいたのが都市銀行である。しかし、いかに管理通貨制度を基礎とするとはいえ、日本銀行信用供給にも限度がある。その間接金融部門における現れが都市銀行のオーバー・ローンであった。都市銀行によって行われる信用の再配分も選別的かつ制限的（大企業優先）にならざるをえなかった（「融資集中」）。しかも、再配分された信用（銀行信用、資本信用）は生産過程に固定化し（オーバー・ボローイング）、その直接金融部門（株式市場）への流路は狭隘なものにすぎなかった。

株式市場には日本銀行信用供給に直接つながるルートがなく、以上のとおり一般に政府資金形成による市場資金からの閉め出し効果が集中する。しかも、その閉め出し効果は一般に間接金融部門において貸出方針がより選別的、制限的となる局面で現実化する。そのような局面ではとりわけ都市銀行はオーバー・ローン状況を深刻化させ（信用配分機能を低下させ）、大企業といえどもそこから閉め出され、すでに（いわば間接的に）指摘したように、それらは銀行借入金をメインとする企業資金形成上、株式市場は限界的に利用してきたすぎなかったが、株式市場への依存度を強めざるをえなくなるからである。

ここにおいて、株式市場は本来資本の配分が自由な需給メカニズムに即して行われる場であるがゆえに、市中に追加供給された日本銀行信用（成長資金）が自由に取り合いされる最後の拠点として浮かび上がり、そこには過剰投資圧力の矛盾が集中してくることになる⁽⁹⁵⁾。昭和30年代高成長は挫折に追い込まれる。本節はその過程に投射する。まず株式市場が限界的に利用されていたことを直接的に確認することから始める。

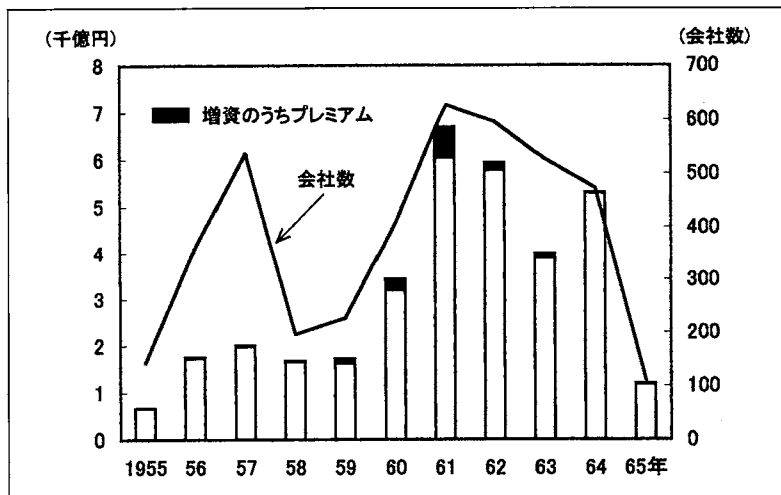
2. 限界市場としての株式市場

増資額の推移をみよう（第6図）。56年に急増し、その勢いは以後やや衰えたものの59年まで維持された後、60年から再度激増をみせ、61年に頂点に達している。それ以後は減少に転じ、最後の2年間はプレミアムがほとんど消えているうえに、65年の増資額は前年の22.4%にまで減少している。

以上のような増資額の推移を前出の第2図におけるコール・レートの動きとつぎ合わせてみよう。前者の増加期と後者の上昇期が符合していることがわかる。好況の末期からその調整の始まる時期にほかならない。金融の逼迫局面で増資が増えてきていたという関係が指摘できる。

そのような関係がみられるのは、増資による資本形成は前にみたように銀行借入による場合に比べてコスト的に割高だったが、銀行貸出が限界に達し（あるいはそれを越え）、金融が引き締まってくると、企業には銀行借入が困難になるだけでなくその返済を求められることにもなり、増資に頼らざるをえなくなったからである。増資はいわば資金繰りの方法だったのであり、そ

第6図 増資額の推移



出所 山一証券調べ（大蔵省編『第1回大蔵省理財局年報』（昭和38年版）、同『第3回大蔵省証券局年報』（昭和40年版）及び同『第4回大蔵省証券局年報』（昭和41年版））。

れは銀行からすれば逼迫期における貸出回収の方法だった⁽⁹⁶⁾ことが、そこには含意されている。都市銀行は株式市場に対しオーバー・ローンのつけを回すことができた。企業からいえば、株式市場は銀行借入に代わる限界的な、それゆえ窮迫的な資本調達の場合であり、オーバー・ボローイングによる強蓄積の矛盾の転嫁先であった。

3. 大量増資実現のメカニズム(1) ——増資会社への投射から——

とりわけ金融逼迫期には株式市場が限界市場として利用されたことがわかった。それでは、なぜ金融逼迫のなかでも大量増資が実現されたのか。そこではどのようなメカニズムが働いたのか。株式の供給側（増資会社）とその需要側（株式市場）の双方に光りを当てた検討が必要である。本項では前者を扱う。

すでに論じたように、企業はオーバー・ボローイングに陥っていた。それは財務構成的には使用総資本に対して株式資本（資本金）の割合が低いことを意味している。過小資本化状態にほかならない。自己金融による場合だけでなく、銀行借入金をおもな資金源として利用する資本形成によってもそれはもたらされ、一般に1株当たりの利潤を増加させるテコの働きをする。すなわち、（使用総資本）利潤率は不変だとしても、投資家には増配の見込み（予想）を成り立たせ、株式需要を刺激する（日本的「利回り革命」⁽⁹⁷⁾）。すなわち、借入金による資本形成が先行して過小資本化が進んだ企業においては、つねに株価に押し上げ圧力が働いており、増資を行いやすい状況にある。

しかも、そのような企業は実際に増配しなくても、増資払込みを促す方法をとることができた。株主割当額面発行による増資方式のことである（第6図）。増資後も利潤率を不変に維持でき（あるいは、少なくともそれが下がらず）、配当の据置つまり発行株数（資本金）の増加に見合う配当原資（利潤）の増加が見込める企業であれば、この方法は増資促進効果をもつからである。そのような企業の株価は額面（割当価格）を上回っているであろうから、この額面割当による株式発行は株主には事実上の増配をもたらし、株価を押し上げるよう働く。

銀行借入による資本形成がもたらす過小資本化は、株式市場に対し以上の

ようなメカニズムの作用を通じてその活性化を促す。しかし、それには利潤率は一定（あるいは、少なくとも低下しない）という条件が満たされねばならない。その限りで、つまり企業の成長との見合いで増資が続けられるならば、増資会社にとって発行株式数の増加が配当負担を重くすることもなく、限界市場としてであれ、株式市場もその本来的な資本形成機能を果たせる。

以上はおよそ60年前半までの状況である。しかも、その間の増資のなかにはそのように本来的な資本形成目的だけでなく、一部資本支配目的を持つものも含まれてくるようになる。まずは企業（企業集団）間競争の激化に対する対応である。合わせて、前述したように、貿易・為替の自由化の促進を求める海外からの圧力は60年までに強くなっており、同年6月にそのための「計画大綱」が決定されたことから促される、開放経済化⁽⁹⁸⁾に向けた対応という側面も持つ。

増資が資本支配維持目的のため（「株主安定工作」）に利用されると、企業間（企業集団内）での株式の相互持ち合いが進み出す。しかも、その動きは

第12表 株式の所有者別分布

(単位: %)

項目 年度	政府・地方公共 団体	金融機関	投資信託	証券会社	事 法 人 業 等	個 人	外国人	合 計
1955	0.6	17.1	3.4	7.2	16.7	53.4	1.7	100
56	0.6	19.3	3.2	6.5	18.7	50.3	1.5	100
57	0.6	20.0	3.9	5.2	19.5	50.3	1.5	100
58	0.6	19.9	5.5	4.1	19.2	49.2	1.5	100
59	0.5	19.5	6.4	3.5	21.9	47.8	1.6	100
60	0.5	20.4	6.3	3.5	21.3	46.7	1.3	100
61	0.3	19.7	7.7	2.6	21.1	47.0	1.6	100
62	0.2	20.0	8.3	2.4	20.0	47.3	1.7	100
63	0.3	19.8	8.5	2.2	20.5	46.8	2.0	100
64	0.2	20.0	7.0	4.1	21.0	45.5	2.1	100
65	0.2	21.3	5.0	5.3	21.2	44.9	2.1	100

注1) 対象は資本金5,000万円以上の上場（1部、2部）及び非上場会社で、1966年3月現在で8703社。

2) 外国人は外国法人も含む。

出所 日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

早くも56年に始まっていた。第12表をみよう。金融機関と事業法人等の保有比率が平仄を合わせるように、56年から増え出していることが明瞭である。その分個人の保有比率が低下している⁽⁹⁹⁾。

しかし、60年後半から61年になると、以上のような増資とはまた違う目的の増資が増えてくる。資金繰り増資である。

すでに指摘したように、60年末には「国民所得倍増計画」が発表され、翌年1月には公定歩合が引き下げられたが、それはすでに腰折れし始めた景気に対する鞭にほかならなかった。銀行貸出は増え、株式ブームは持続する(株価は61年7月18日に最高値)が、同年後半になると、1月以降赤字に転じていた経常収支(外貨準備減少)対策として公定歩合の2次にわたる引き上げが行われ(7月に第1次、第2次は9月)、都市銀行も貸出を続けつつも他方では貸出金の回収を進める必要に迫られる(第13表)。繰り返す指摘したように、オーバー・ローンが深刻になったからである。

企業は資金繰りのために増資しなければならない⁽¹⁰⁰⁾。しかし、市況はその株価が頭打ちしている大型株から中小型株や品薄株中心に移り出していた。それが10月の東京、大阪及び名古屋の各取引所における市場第2部の創設に発展し、市場人気は持続する。株式の公開ラッシュを生むことになり⁽¹⁰¹⁾、61年の増資が膨張する。

以上のような資金繰り増資の増加に対しては、それが金融引き締め効果を

第13表 都市銀行貸出残高の推移

(単位：億円；%)

1960年3月末	41,409 (16.9)
6月末	42,861 (17.7)
9月末	45,089 (18.8)
12月末	48,240 (19.8)
1961年3月末	49,918 (20.5)
6月末	52,470 (22.4)
9月末	55,285 (22.6)
12月末	58,637 (21.6)

注1) 含み貸出調整済み。

2) カッコ内は前年同月末比増加率。

出所 日本銀行保有資料(前掲『日本銀行百年史』第6巻、36ページ)。

減殺しているとして、61年11月に（55年以後は休眠していた）「増資調整懇談会」（49年12月設置）は増資の繰り延べを申し合わせている。それは月々の増資量の偏りを均そうというものだが、後述するように株式発行市場準備金が不足するなかで、それを人為的に配分し、株価下落圧力の緩和化を狙う政策という意味合いを持っていることは否定できない。翌年にはその懇談会の上部に「増資の調整に関する懇談会」が設置され、とにかく増資調整の実効性の向上が図られた。そして、63年末から「オリンピック景気」の調整（金融の逼迫化）が始まり、そのうえ翌年1月には後述のように株式買い上げ会社の日本共同証券が設立されたことに押されて再び増資ラッシュが兆してきたのを受け、その64年4月「増資の調整に関する懇談会」は同年第3四半期以降の増資調整を、さらに9月には65年2月以降の増資抑制（必要やむをえないものを除いて全面停止）を申し合わせている。なお、増資調整が廃止されるのは、66年5月のことである⁽¹⁰²⁾。

さて、以上のような資金繰り増資と他方における増資調整という事実は、額面割当発行方式が支配的だったことからわかるように、増資が本来あるべき株式市場の自立的なメカニズムに則っては行われていなかったことを証明している。それでは、そのような増資の積み重ねは何をもたらすか。増資会社の配当負担能力を越える株式の供給にほかならない（株価の暴落）。過小資本化による株価押し上げ作用は上述のとおり、利潤率を一定としても増資を促進させるが、その結果増加した増資は利潤率が低下してくると、それまでの過小資本化を過大資本化に反転させ、大量増資はじつは過剰増資だったことを自己暴露する。61年（及び翌62年）の増資の膨張はそれが実勢（投資価値の下落）を無視して強行された結果であった。

銀行次元のオーバー・ローン、企業次元のオーバー・ボローイングはこうして、最終的に株式市場で株式の過大発行として現れる。株式市場はそのつけを払わねばならない立場に追い込まれた。これについては後述する。

4. 大量増資実現のメカニズム(2) —— 株式市場内部への投射から ——

結果的には以上のとおり過剰だったのだが、とにかく大量増資が実現された。株式市場内部にもそれを支える体制（メカニズム）が用意されていたか

らである。つぎにそれを明らかにしよう。大量増資とは株式の大量供給だからそれに対応する株式の大量販売体制が対象となる。4大証券会社を中心とする推奨販売方式と投資信託の役割に焦点が合わされる。

上述したような増資プレミアムは大衆投資家を株式市場に動員させる吸引力をもつ。株価が上昇していて、株式購入は利回り採算的には不利（日本的「利回り革命」）ではあっても、後続して行われる増資に際して発生するプレミアムによって、その不足は補われるであろうし（低利回りの修正）、さらなる価格高騰も期待できるからである。しかし、増資が相次ぐと、株主も払込資金に窮してくる。株式市場としていえば、その発行市場準備金の枯渇化が進む。銀行信用や資本信用を直接株式市場に動員できない体制のもとでは、市場内部でそれに対応しなければならない。

払込資金に不足をきたした株主はどう行動したか。新株割当を受ける権利付の手持株の一部を売却し、その代わり金で割り当てられた新株を引き受けた。手持株数は減り、増資プレミアムの取得分もそれだけ減るのは避けられないが、利回りの修正が成り立つ限り、そのような行動は続くであろう。流通株式は増大し、株価には低下圧力が働くことにならざるをえない。株式市場における流通市場準備金の一部が発行市場へ流出するからであり、前者の枯渇は後者の枯渇へと自己転嫁することを意味している。

しかし、それを食い止めなければ市場（活況）の維持はできない。証券会社は増資権利付株の買取を行う。これはいうまでもなく証券会社にとっては自己売買業務（ディーラー業務）である。それによって、発行市場へ流出した株式流通に必要な準備金は補充され、株価は維持されることになる。しかし、さらに突き詰めてみると、それは売り手の株主が新株割当を受けるために必要な払込み資金の供給であり、新株引受業務（アンダーライター業務）であるともいえる。すなわち、証券会社はディーラーとして流通市場準備金を供給したのだが、それはアンダーライターとしての取引（発行市場準備金の供給）という意味も持ち、証券会社は流通市場を経由して間接的に引受リスクを負担したということになる。

しかも、証券会社による引受リスク負担は直接に発行市場においてもなされる。アンダーライターとしては当然のことだが、しかしこの時期には発行

市場も繁忙を極めたから、その点でのリスク負担も過重化してくることを見逃せない。引受幹事会社をめぐる競争が激化するなか、増資しやすい環境作り（「増資協力」）を求められ、株価操作さえ行われることにもなり、引受株は大量化する。

証券会社は以上のように株式流通に必要な準備金のみならず、その発行に必要な準備金の供給を求められた。要するに、株式市場準備金の肩代わりを求められたことになる。増資の増加による株式取引の膨張（擬制資本信用の膨張）に対し、それ（擬制資本信用）を支えるのに必要な支払準備金に不足が生じてきたが、証券会社はそこから生起するかもしれない支払不能（株価暴落）リスクをひとり負担しなければならなくなった。

証券会社がその負担から解放されるには、大衆資金の追加動員を図り続け、手持株を手放しながら市況に悪影響（価格押し下げ圧力）が出ないようにする以外にない。手持株を投資家に推奨販売するという、自己売買業務と委託売買業務（ブローカー業務）を結合させた販売方式がとられる。新しい投資家の市場動員が順次進む限りで、証券会社は肩代わりした資金を回収できる。しかも、そのためには、株価が下落してはならなかった。ここで株式投資信託（社債の運用資産への組み込みは可能）が重要な役割を果たす。

株式投資信託は51年6月「証券投資信託法」にもとづき再開された。57年下半年「神武景気」後の「なべ底景気」に明るさがみえてき、58年に入って株価の上昇が始まると、その大量設定も可能になってきた。株式投資信託はその預貯金的性格が宣伝され⁽¹⁰³⁾、それによって零細な大衆資金が株式市場へ導かれた。その設定額（残存元本）をみると、その急増は60年に始まり、61年から64年までの間ブーム状態が続いているものの、その間増加はみられないことがわかる（第14表）。後に指摘するように、63年に入ってからはその元本が純減する月が現れ出す。

全国証券取引所売買高に対する投信組入株式売買高の比率を株数でみると、61年8.7%、62年8.1%、63年7.4%、64年10.3%（金額では順次8.7%、7.2%、7.6%、10.4%）となっていて⁽¹⁰⁴⁾、当時の株式ブームに投資信託がいかにかかわっていたかがわかるのだが、そこで重要なことは、その組入株は証券会社の手持株が優先されたということである。まさしくそのために株式投資信

第14表 株式投資信託の状況

(単位：億円)

項目 年	設 定 額	残存元本額
1955	264	595
56	514	677
57	926	1,369
58	1,064	2,097
59	1,825	3,301
60	3,620	6,042
61	5,882	10,268
62	3,471	11,306
63	3,319	11,704
64	3,302	11,616
65	1,969	9,663

出所 日本銀行編『本邦経済統計』昭和41年報。

託は利用され、その運用に当たるべき投資信託委託会社は証券会社に従属させられた。すでに指摘したように(注103)、それが証券会社からの投資信託委託業分離の実態であった⁽¹⁰⁵⁾。証券会社手持株の株式投資信託への組入は当該株の高騰を誘い、一般投資家の買いをよぶことになるであろう。こうして当該会社にはつぎの増資環境が作られる。

しかし、証券会社にとって株式投資信託の利用価値はそれだけではなかった。その引受業務には引受資金が必要であり、以上のようにそれを事後的に回収する手だてだけでなく、それを事前に形成しておくことも必要だったが、それに応えたのもこの投資信託であった。すでに指摘したように、61年1月からは公社債投資信託も発足していた。

投資信託は一般にその元本が全額証券に投資されるわけではない。その一部は解約に備えて現金状態で保有されている必要があるからである。それはコール・ローンで運用される。そこで証券会社はそれをコール・マネーとして取り入れ、引受資金として利用することができた。そのために必要な担保には顧客から預かった割引金融債が当てられた。証券会社は割引金融債を扱っていた⁽¹⁰⁶⁾から、運用預かり料(品借料)を払えば顧客からそれを預かるこ

とができた。(証券会社による短期資金調達のための)運用預かり業務⁽¹⁰⁷⁾にほかならない。

以上が市場がその内部に築いていた大量増資実現のメカニズムである。それは結局のところ投資信託と証券会社の運用預かり業務の安定的な運営に依存していることが明らかになった。つぎはそうにして盛り上げられていた株式市場の破綻過程を検証しよう。

5. 株価の低迷と証券行政の転換

前述したように、低金利政策による成長政策が限界に到達したという銀行次元での現れがオーバー・ローンであり、それが日本銀行には62年11月までに「新金融調節方式」という政策対応を余儀なくさせた。株式投資信託の設定額が60年、61年と急伸した後64年まで増加は頭打ちになっていたが、それも62年頃には株式市場の限界市場としての役割が限界につき当たっていたことを示しているといえる。

事実、61年7月18日1829円74銭の最高値をつけた東証平均株価は、62年10月29日1216円04銭にまで下落し、63年には「オリンピック景気」を背景に4月5日1637円30銭の中間反騰をみせたものの、このころから株式投資信託元本が純減する月が現れ、7月19日のアメリカ金利平衡税発動を機に反落し、11月22日ケネディ暗殺によってさらに落ち込み、それ以後株式投資信託元本の純減はほぼ連月で起こるようになるなか、1200円台の水準で後述するように「管理」されつつ、65年7月12日1020円29銭の底値に沈んでいる⁽¹⁰⁸⁾。

すなわち、62年10月末の株価はわずか15ヵ月前のピーク時に比べ、33.5%も下落している。当然証券会社の業績は急速に悪化する。62年9月期決算にそれは現れた⁽¹⁰⁹⁾。そして、株価の低落は同時に株式投資信託の解約を促す。すでに確認したように、それは62年には一部始まっていた。証券会社はこの点でも窮地に追い込まれる。

株式投資信託の解約の増加は委託会社にとってコール・ローンの引き揚げにとどまらず、組入株の売却を迫るからである。証券会社はそのためには委託会社にコール・マネーを返済する必要があるうえに、株価の下落を抑える必要上、委託会社が売り放す組入株をも買い取らねばならない。事実、61年

に向けて増加してきた証券会社によるコール・マネーの取り入れは、62年を境に低減している（第11表参照）。それに代わって銀行借入が増加し出し、しかも運用預かり残高は65年になるまで伸び続けている⁽¹¹⁰⁾。それは、運用預かり制度が62年以降は株式投資信託から銀行信用制度へとつなぎ換えられ出したことを意味している。証券会社が運用預かり割引金融債を担保に銀行借入を利用できる限りで、投資信託組入株の市場への放出は回避されうる。

ところで、割引金融債の運用預かり業務が株式投資信託から放出されるコールに依存し、それが株式市場準備金として利用されている限りでは、株価支持操作は株式市場内部で試みられていたとみなすことができる。しかし、前段で指摘したように、運用預かり残高は増加を止めないなかで、62年をピークとして証券会社のコール・マネー取り入れが減少し始め、代わりに銀行借入が増加し出したことは、そのころまでに市場内部だけでの株価支持工作が限界に達し、市場（運用預かり制度）への銀行信用の導入が必要になってきたことを意味していた。

ここに大蔵省の行政指導による株価支持政策が発動される。しかも、それは証券会社に対しては公社債流通金融の方策でもなければならなかった。というのは、61年1月に発足した公社債投資信託は当初は順調だったが、前述したように同年4月公社債の発行条件が引き下げられると、7月頃から解約が増加し出し⁽¹¹¹⁾⁽¹¹²⁾、証券会社は公社債の買取（手持ち）を強いられるようになっていた⁽¹¹³⁾からである（第8表参照）。前述のように公社債流通市場が機能麻痺に陥っている以上、証券会社をその保有負担から解放するには、その流動化への道が別途整えられる必要があった。そして、それは62年6月から11月にかけて、つぎのように実行される⁽¹¹⁴⁾。

まず6月から9月の間に3回、4大証券会社は公社債投資信託から売却される公社債を担保に都市銀行・長期信用銀行13行から信用を受け（公社債担保金融）、その信用で支払をなし、他方投資信託はその代わり金とコール回収による手元余裕金とで「大型株買い」を行った。4回目は株式投資信託組入の公社債を対象として、融資側には信託銀行も加わり、かつ投資信託委託会社を設立している証券14社に対して10月末から11にかけて行われた⁽¹¹⁵⁾。

この公社債担保金融の意義は以上ではその一半が説かれたにすぎない。な

ぜならば、都市銀行等の授信つまりは4大証券会社を含む証券14社に対する救済資金の供給ということだが、その見返とされた公社債はそれらの銀行の手元にとどまることはなく、結局は日本銀行のもとに届くことになるからである。というのは、すでに指摘したことだが、(すでに60年8月から実績のあった)政府保証債を対象として62年11月から始められた「新金融調節方式」による債券買いオペレーションは、63年1月以後は長期国債、利付金融債、電力債、適格地方債にその対象を広げていたからである。

「新金融調節方式」は前述のように「成長通貨」の供給方式として導入された。しかし、現実には成長どころか救済のための資金の供給方式として機能したことが重ねて強調されねばならない。日本銀行の債券買入残高の推移をみると、63年6月以後増加し出し、64年3月にピークに達した後、その10月以降低下し出していた(第4図)。それは、その間都市銀行等が62年後半に先行して行った株価支持金融(公社債担保金融)を事後的に代位し、株式市場に向け間接的な日本銀行信用供給のルートとして機能した結果にほかならない。

増資及び公開ラッシュによる株式供給の過剰化(過大資本化)の株価押し下げ圧力に対し、以上のように日本銀行信用に下支えされた株価支持政策が発動され、それが1200円台の株価の防衛に貢献した。そして、63年4月には株価は前述のように中間的に反騰する。しかし、株式供給の過剰化とは資本の過剰形成にほかならず、7月以降株価は再度下落に転じ、後述するように市場が破局に陥ることになるのは、それに規定されてのことである。

しかし、63年末になっても政策当局にはそれは証券業界の営業の行き過ぎの結果(証券会社の不健全な営業態度が株式市場から資金を離散させた結果)と認識され⁽¹¹⁶⁾、たんに需給不均衡によるものとみなされていた⁽¹¹⁷⁾。需給均衡化を図るための株式買い上げ機関の創設が後述のように民間の手に任されるのはそのためであり、当局としては証券会社の業容の是正(証券業の再編)を課題としてつぎのように証券行政の転換を図る。

63年6月以来審議を重ねてきた証券取引審議会が、64年2月に証券業に免許制の導入の考えを基本に据えた中間報告を出したのを受け、翌65年5月証券取引法が一部改正公布される(施行は10月)⁽¹¹⁸⁾。

すなわち、①資本金規模を主要基準とした4大業務別免許制の導入（第28条第2項）によって、少数の大手総合証券会社と多数の小規模証券会社の併存（証券会社の職能分離）が構想された。②大蔵省の監督規定の整備と強化（第34条ほか）によって、自主規制に重点を置いたアメリカ型の行政から保護監督型行政への転換が図られた。③「登録外務員制度」の採用と証券会社の責任の明確化が謳われた（第62条ほか）⁽¹¹⁹⁾。

総仕上げは68年4月の証券業の登録制から免許制への移行である。これは株式売買手数料の固定制、上場証券の取引所集中制と並ぶ、その後の証券規制の3本柱の1本であり、銀行業と証券業の分離規制を1つの内容としていた規制的金融制度について、残されていた証券業の規制体制が完成する。

6. 証券恐慌の発生

61年後半から始まる株式市況の悪化の原因を需給の不均衡化にあるとする見方は、たんに行政当局だけではなく金融業界にも一般的であった。したがって、63年末までの過程で、過剰化した株式を市場から吸収し、それを凍結することによって、日本銀行信用を仰ぎながらではあるが、金融業界（民間）みずから流通市場（株価）の維持を図るという方途が追求されるのは当然の成り行きであった。しかも、その場合日本銀行信用への依存は債券買いオペレーションを通じるいわば間接的なものではなく、より直接的にならざるをえなかった。状況（証券会社の業容の悪化）は62年段階からもう一段深刻化していたからである。日本銀行信用は株式市場に対し直接供給されねばならない。

63年7月東京証券取引所及び東京証券業協会は業界共同の株式プール機関の設置構想を発表した。それが端緒となり、64年1月株式買い上げ機関として日本共同証券㈱が設立される。都市銀行12行、長期信用銀行2行、及び大手証券会社4社の出資（25億円）で発足したが、4月に56銀行、20生命保険会社、15中堅証券会社も株主として加わり、その間及びその後日本銀行による支援のもとに行われた増資と協調融資⁽¹²⁰⁾にもとづいて買い出動した⁽¹²¹⁾。

その10月以降の買い出動には、9月に打ち出された市場対策⁽¹²²⁾に沿って、日本証券金融を通じる証券会社向け日本銀行特別融資が行われたことによ

て、4大証券会社自体も輪番制で買い出し協力した。この際融資は債券担保の形で実行されたが、その金額は10月末で162億円に上った。また、その市場対策の一環として、日本銀行は10月に日本証券金融宛の日本共同証券振り出し手形を同行適格担保扱いすることを決め、年末には日本証券金融経由で特別融資（枠1000億円のうち578億円）を与えた。同年末までに日本共同証券はその第4四半期を中心に1834億円の株式を買い上げた⁽¹²³⁾。

日本共同証券による買い上げの対象となった株式が、投資信託組入株やその解約に伴う証券会社手持株であり⁽¹²⁴⁾、おもに大企業株式（成長株、一流株）だったことはいうまでもない。買い上げ資金の多くは日本銀行の追加信用によるものだったから、同行は投資信託の解約資金を供給し、取付（市場からの資金の引き上げ）にあった株式市場を救済したことになる。そして、自律反転の望めない市況のなかで、それらの株価維持を通じてダウ平均株価1200円台の維持に貢献し、それによってそれらの企業を中心にまた増資が可能となる。それは前年にはかなり落ち込んでいたが、64年には再び増加する（第6図）。数字を上げておくと⁽¹²⁵⁾、64年の全国上場会社の有償増資額は5292億円で、前年比31.3%の増加である。

その意味では、日本共同証券の設立は増資を援助する政策でもあったといえることができる。そのような政策が動員される必要があったのは、すでに指摘したように、その64年4月には開放経済体制へ踏み出していて、企業にはそれへの対応を迫られていたからであり、またそれが現実に実行されたのは、これも前述したことだが、当局が株式市況悪化の原因を過剰増資とは認識せず、株式需給の不均衡とみなしていたからであった。

しかし、その認識の誤りは日本共同証券による買い操作が進むにつれて証明される。株価が自律的な形成機能を喪失して管理相場化した⁽¹²⁶⁾からである。株式はもともと過剰なのであり、日本共同証券による防衛線としての1200円は必ずしも実勢ではなく、実勢以上の価格水準なのではないかという見方が支配的になってくる⁽¹²⁷⁾。

株式の過剰供給がそれを扱う証券会社の経営を直撃するのは当然である。すでに証券業界の64年9月期決算はそれまでで最大の赤字を計上していた。上述したような増資実現のメカニズムにより深くかかわっていた会社（山一

証券、大井証券)ほどその影響が大きいことはいうまでもない。しかも、64年第4四半期に本格化した株価支持操作は、先述のように(注⁽¹²⁶⁾)かえって証券会社の業容を悪化させた。放置すれば、その破綻(株式恐慌)は避けられない。証券会社を中心においた救済策が講じられねばならない。

65年1月、証券会社11社を組合理とする民法上の任意組合として、株式買い上げ機関の日本証券保有組合が創設される。その設立趣意は投資信託保有株式及び組合理保有株式の(売り戻し条件付)買入とされた。日本共同証券の場合と同じく日本証券金融を通じて日本銀行特別融資を受け、それによって同年7月までに投資信託組入株を1827億円、証券会社手持株を501億円それぞれ買い上げたが、そのうち92.6%(2156億円)が日本銀行信用であった⁽¹²⁸⁾。ここでも日本銀行から投資信託解約資金がほぼ全額供給されたことになる。

しかし、株価低迷に現象する株式過剰とは、繰り返すが、資本蓄積過剰化の結果にすぎない。以上のような過剰株式の凍結の措置化と呼応するように、過剰化した現実資本の強制的整理は進んでいた。64年12月には日本特殊鋼、サンウェーブ工業などの倒産(「会社更生法」適用申請)が相次ぎ、同月だけで596件(負債金額1000万円以上)、負債総額は929億円に上った⁽¹²⁹⁾。山陽特殊製鋼が負債総額約460億円を抱えて破綻するのは翌65年3月であり、同年の倒産件数は上場企業だけでも11社を数える⁽¹³⁰⁾。

そして、以上みてきたような株式市場の低迷の影響は62年以来損失を累積させてきた山一証券に現れ、64年11月から同社は富士銀行、三菱銀行、日本興業銀行3行の協力のもとにその再建計画に取り組んでいた。しかし、同社の実態がわかってくるにつれ、それはなかなかまとまらなかった。その間日本銀行も支援を求められていたが、個別企業への支援には難色を示していた。そのような状況のなか、65年5月21日山一証券の再建問題が新聞報道される。

くすぶり続けていた信用不安に拍車がかかることを懸念した大蔵大臣は、その5月21日、主力3行を中心とした再建策がすでに用意されていることを表明し、日本銀行(副総裁)もまた支援を惜しまない旨表明するとともに、3行によってその再建策が発表された。しかし、それがかえって不安を駆り立てることになった。関係者間の最終的な調整に時間がかかったからである。

運用預かりの解約、投資信託の解約、保護預かり口座の払い出しなどが日ごとに増加してくる。主力3行は支援を試みたが、顧客の不安人気は山一證券にとどまらず証券業界を覆う勢いとなってくる。こうして5月28日深夜、政府（大蔵大臣）と日本銀行は共同声明を発表し、「日本銀行法」第25条（「日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得」）の発動を宣言する。6月から7月にかけて山一證券に対し、主力3行を通じて日本銀行による無期限かつ無担保の特別融資282億円が実行される。

以上のようにして表面化した山一證券の経営危機問題は、大井証券に及んだ。そこでもその後間もなく運用預かりの解約などが増加し、その資金繰りは急速に悪化した。6月主力2行の要請を受け、日本銀行は大井証券に対しても特別融資を実行する。8月までにその額は54億円に上った⁽¹³¹⁾。

65年春までの日本銀行による株式市場救済は、おもに株式投資信託の解約を通じてそこから流出した流通市場準備金を供給するものであった。それによって証券会社はなんとか支払不能に陥ることを免れてきた。しかし、以上のように行われた「日本銀行法」第25条にもとづく株式市場救済は、そこからもう一段進んで、長期信用銀行をも支払不能から防ぐ意味合いを持つものとなっている。運用預かりの解約資金の供給は金融債自体の信用の喪失を防ぐためにも必要だったからである。それによって、すでに進行していた恐慌は株式市場に封じ込められ（「管理されたパニック」）、それが間接金融部門に波及することは回避された⁽¹³²⁾⁽¹³³⁾。

95 生川，前掲書，164－165ページ参照。

96 荒川弘『証券恐慌前後 30年代の金融・証券市場』（日本評論社，1967年）172ページ。

97 利回り革命とはもともと、自己金融による過小資本化を背景に、利回り採算を度外視して「株価の成長」が進むことを指す。それと同じ現象がオーバー・ボローイングを背景に起こったので、それとは区別する意味で、日本的という形容詞のうえ，カッコを付した。

98 IMF 8 条国への移行は64年4月のことで、そのとき輸入自由化品目が追加され、その自由化率は93%に達している。また、同年4月末には経済協力開発機構（OECD）へ正式加盟が果たされ、6月に新三菱重工，三菱造船，三菱日本重工が

合併し、三菱重工(株)が発足している。

- (99) 以上のような事実にもかかわらず、奥村宏『新版 法人資本主義の構造』(現代教養文庫, 1991年) 79ページは、昭和30年代には「企業間結合の一定の弛緩, そして法人の株式所有増大傾向の停滞, 相互持合比率の低下」が生じたとしている。また、旧著『法人資本主義の構造』(日本評論社, 1975年) 90ページでは、金融機関は昭和30年代後半から「株式所有をふや」し「企業との結合関係をより密接にしていって」と述べている。恣意的といわねばならない。
- (100) これは、持ち合っている株式の放出(金融機関を含む「法人の換金売り」)が一部行われた(川合, 前掲書, 247ページ; 荒川, 前掲書, 88-90)ページ参照)ことを他方で含意している。これが流通市場における需給関係悪化要因となることはいうまでもない。
- (101) 荒川, 前掲書, 110ページ。この公開ラッシュは後述するような引受幹事会社をめぐる証券会社間の激しい競争によっても促された(同)。
- (102) 前掲『昭和財政史』第10巻, 230-231ページ; 同, 第9巻, 623-624ページ。「増資調整懇談会」は日本銀行, 大蔵省, 東京証券取引所, 日本証券金融, 4大証券会社, 都市銀行及び長期信用銀行8行から構成されて発足していた。また, 「増資の調整に関する懇談会」の設置は大蔵省の提唱による(同, 第10巻, 230, 231ページ)。以上のような増資調整に関する資料は, 日本証券経済研究所編『日本証券史資料』(日本証券経済研究所, 1993年)戦後編第8巻, 98-99ページ, 同戦後編第9巻, 225-228, 230ページに所収。
- (103) 株式投資信託はその委託会社の業務は証券会社が兼営する形で発足していた。しかし, 58年株価の上昇を背景にそのことが政治問題化し, 4大証券は委託業務の分離を迫られる。59年12月にそれぞれの委託会社が設立され, 翌年4月から営業を始めた。しかし, 委託会社の株式は全額親証券会社が保有し, その分離は形式にとどまった(以後64年11月までに株式の分散が行政指導され, 証券会社による保有はすべて1割未満となり, 指導は達成された)(前掲『昭和財政史』第10巻, 586-587, 637ページ)。言い換えると, 証券会社は当初は実質上投資信託委託業を兼営していたわけである。そして, その証券会社間で投資信託運用をめぐる激しい競争が展開された。その激しさは, 60年3月大蔵省が4大証券会社に対し「過当競争」の自粛を要望している(『日本経済新聞』1960年3月17日)ことから察しがつく。
- (104) 大蔵省編『第3回大蔵省証券局年報』昭和40年版, 159ページ。
- (105) 投資信託委託会社はすぐ後述するように集めた信託元本の一部をコール市場に出したが, その際それを親証券会社が入り入れる(ひも付きコール)ことは日常的に行われていたし, また両者間で直接株式売買を行い(バイカイの利用), それが市場価格であるかのように演出し, 投資家を誘導する(推奨販売)こと(投信コロガシ)もよく行われた(前掲『昭和財政史』第10巻, 609ページ)。なお, バイ

カイ（株式売買と同じ証券業者が同時に売り手と買い手となる取引手法であり、証券会社がブローカーとディーラーを兼業することから編み出された）は67年に禁止された。

- (106) 割引金融債の消化状況を店頭、証券会社経由別にみると、後者が圧倒的に多く、最高で92.0%（60年度）、最低でも78.1%（62年度）である（前掲『金融制度調査会資料、第2巻、長期金融制度』223ページ）。

なお、割引金融債の消化先はほとんどが個人であり（昭和30年代は平均で94.4%）、それ以外は資金運用部だったが、個人消化の対前年度伸び率を56年度から順次算定してみると、6.3%、57.9%、72.1%、37.9%、41.5%、5.1%、15.1%、23.9%、22.7%、28.7%、21.0%となっている（前掲『日本公社債市場史』巻末公社債基本統計（Ⅱ 戦後編）、85ページ）。50年代後半に爆発的に伸びた後2年間の停滞があったものの、63年から着実な増加を示していることがわかる。

- (107) これは自然発生的に生まれた業務だが、証券取引法上は証券会社の兼業承認の対象として早くも49年及び50年に4大証券会社に対しその承認が与えられている。その後55年、60年と、その兼業承認の基準が引き上げられている。運用預かりの対象となる証券は国債、地方債、特殊債、社債に限られていたが、コールの担保には社債は使えなかったから、ほとんどは特殊債（割引金融債）であった（前掲『昭和財政史』第10巻、596～598ページ）。

- (108) 川合、前掲書、248、249～250ページ参照。

- (109) 大蔵省編『第1回理財局証券年報』昭和38年版、267～269ページ。

- (110) 前掲『昭和財政史』第10巻、607ページ（図2-15）参照。運用預かり残高の解約ラッシュが始まるのは、後述のように65年に入ってからである。

- (111) 前掲『昭和財政史』第10巻、601ページ。公社債投資信託（公社債のみが運用対象）に対して大蔵省は、新規発行事業債（とくに大量発行予定の電力債）の安定的な引受先として期待していたとみられる。この投資信託は新発債の組入比率を80%にするよう規制された。これは流通市場準備金を起債市場に吸引・拘束しようとする意味合いを持つ（川合、前掲書、248ページ）。ただし、すぐに残存元本は純減していくわけで、その規制は緩和され、62年には撤廃された（前掲『昭和財政史』第10巻、588、603ページ）。

- (112) その発足時における証券会社間のシェア競争のために、企業の運転資金のうち一時的な遊休部分までもそこに取り込んでいたからである。それは本来は公社債投資信託に向かうような資金ではない（川合、前掲書、247ページ）。

- (113) 証券会社はそれに対し、公社債の買戻条件付売り（現先取引）を本格化させることによって対応した。これは証券会社には（実勢金利による）短期資金の調達を可能にし、公社債には流動化がもたらされる。これについては次稿で論及する。

- (114) 前掲『金融』第184号（1962年7月）63ページ、同第185号（1962年8月）38ページ、同188号（1962年11月）56～57ページ；川合一郎・石原定和「証券政策とその

問題点」(中村孝俊編『証券経済講座1』(東洋経済新報社, 1968年)) 237ページ; 荒川, 前掲書, 37ページ。

- (115) 前掲『金融』188号, 56ページでは, 前半2回はたんに高利のコールに代わる低利資金の供給であり, 3回目からが株価対策とされているが, 正しくない。前者の低利資金の行方を探ればわかることである。なお, この融資は63年4月までに返済された(川合, 前掲書, 248ページ)。
- (116) 大蔵省は証券会社の営業態度について51年2月以後60年5月までの間だけでも6号もの通牒を発し, その是正を求めている(大蔵省編『第1回理財局証券年報』昭和38年版, 285ページ)。しかし, その後も改まることはなかった(同『第2回理財局証券年報』昭和39年版, 198-199ページ)。
- (117) 川合・石原, 前掲稿, 239, 242ページ。
- (118) その間の64年6月には, (それまで理財局内に置かれ, 62年に証券課から格上されていた)証券部を証券局として独立させ, 上記の課題の達成に向けた当局の体制が整えられた。
- (119) 大蔵省編『第3回大蔵省証券局年報』昭和40年版, 68-75ページ参照。
- (120) つまり, 日本銀行も日本共同証券の株主となり(出資金150億円), その資本金は11月までに300億円となっている。また同行は市中金融機関による協調融資に加わり, 1000億円のうち875億円を出している(荒川, 前掲書, 137ページ第2表; 151ページ第5表)。
- (121) 荒川, 前掲書, 137-138ページ。前掲『日本銀行百年史』第6巻, 136-139ページ参照。
- (122) ①日本証券金融を通じる証券会社向け日本銀行特別融資の強化, ②日本共同証券の資金力の強化, ③65年2月以降の一定期間の増資の全面ストップ, これらがその対策であった(前掲『第3回大蔵省証券局年報』2ページ; 川合, 前掲書, 251ページ; 荒川, 前掲書, 146ページ)。
- (123) 前掲『日本銀行百年史』第6巻, 140ページ(表3-4), 141, 143ページ, 144ページ(表3-5); 前掲『第3回大蔵省証券局年報』62-63ページ。
- (124) 荒川, 前掲書, 149-150ページ。
- (125) 前掲『第4回証券局年報』昭和41年版, 7ページ。
- (126) 管理相場化という株価形成上の人為性は, もっとも典型的には東京市場価格と大阪市場価格の不均衡化に現れ, 日本共同証券による株価支持政策こそ株式市場の価格形成機能を阻害していることが明らかになった。しかも, それは価格変動を少なくして売買高の落ち込みを招き, 証券会社には株式手数料収入の低下の原因となり, また証券会社の手元には日本共同証券の買い対象にならなかった株(第2部銘柄, 第1部の不良銘柄)が残り, 証券会社の経営内容を悪化させた(川合, 前掲書, 252ページ; 川合・石原, 前掲稿, 241-242ページ)。
- (127) 川合, 前掲書, 252-253ページ; 川合・石原, 前掲稿, 242ページ。そのような

- 見方から前述したように増資調整策が生み出された（川合、前掲書、253ページ）。
- (128) 前掲『日本銀行百年史』第6巻、147-149ページ；前掲『第3回大蔵省証券局年報』64-67ページ。
- (129) 『日本経済新聞』1964年12月1日、同12月30日。
- (130) 同、1965年3月6日、2001年2月12日。
- (131) くわしくは前掲『日本銀行百年史』第6巻、151-163ページ；前掲『昭和財政史』第10巻、624-627ページ参照。なお、この間の5月26日、運用預かり制度は68年の免許制移行時に廃止する方針が決められ、同年3月末をもって廃止された。また、総額335億円もの特別融資はこの後約4年間で返済されている。
- (132) 川合、前掲書、255、258ページ。
- (133) 本節の作成上は以下の文献も参照した。川合編『日本証券市場の構造分析』（有斐閣、1966年）；浜田博男「高度成長期の証券・金融」（中村編、前掲書）；松本、前掲稿、2；川合・一泉知永編『証券市場論 [改訂版]』（有斐閣双書、1972年）第4章I。

おわりに

昭和30年代日本銀行信用は政府によって優先的かつ大量に調達された市中資金を低利で追加的に補充した（クラウディング・アウトの緩和）。政府資金の形成は債務にも依存しなければならなかったから、その低利による調達（政府関係金利の政策的な低位規制）は絶対命題であり、日本銀行も民間金利を人為的な規制下に置かねばならなかったからである。同行は強固な人為的低金利政策のもとでその信用の追加供給を実行した（オーバー・ローン体制）。

いうまでもなく、日本銀行がそのような金融政策を営み、追加信用を供給できたのは、一般にその信用供給が金準備の制約から解放されたからである（管理通貨制度）。それにもとづいて経済成長に必要な資金の供給が可能となり、実際昭和30年代には高成長が達成された。しかも、それだけでなく、その破綻の発現（恐慌）を最小限に抑えるのに役立ったのも、日本銀行によって供給された信用（滞貨金融資金）にほかならなかった。

65年恐慌の激発は日本銀行信用（管理通貨制度）の動員によって株式市場

に押し込められ、その間接金融部門への波及はかろうじて抑えられた。現代日本の資本主義も資本主義である以上、景気変動上恐慌から免れることはできない。そこではその現象が変化し、本質が見えにくくなっているだけである。