

# 高度成長期における為替管理と 海外短資市場 (2)

浅井良夫

- 1 はじめに
- 2 外国為替銀行に対する規制と保護 (以上 第167号)
- 3 成長政策の追求と海外短資
  - (1) 1960年代前半の海外短資
  - (2) 輸入ユーザンスとアメリカ短期金融市場
  - (3) ユーロ資金の流入
  - (4) ユーロ資金への対応 ー日銀と大蔵省ー
  - (5) 証券投資の規制緩和
  - (6) 小括 (以上 本号)
- 4 外貨準備の管理と短資政策
- 5 プレトンウッズ体制の崩壊と金融国際化の開始
- 6 おわりに

## 3 成長政策の追求と海外短資

### (1) 1960年代前半の海外短資

**1960年代の海外短資** 戦後日本の海外短期資本取引は、1950年代末にアメリカ市場との間で、60年代初めにユーロ・カレンシー市場との間で始まり、アメリカの短期金融市場を主軸、ユーロ・カレンシー市場を副軸として発展した。

1950年代末にユーザンス取引が自由化されると、本邦為銀は輸入業者に供給するユーザンス信用のための資金を海外に求め、アメリカ短期金融市場に殺到した。日本の貿易量の拡大とともに、米国銀行の本邦為銀に対する短期信用は膨張し、1962年頃には、日本1国だけで、米国銀行の短

期対外債権の1/3までを占めるに至った。

ユーロ・カレンシー市場には、1960年代初め、日本は有力な資金の取り手として登場した。ユーロ・カレンシー市場は黎明期にあり、ユーロダラーの総額は1962年に35～40億ドル程度にすぎなかったが、日本はその約20～25%（ユーロ・カレンシー市場全体で見れば15%程度）を吸収したと推定される<sup>69)</sup>。

その後、ユーロ・カレンシー市場は急成長した。日本のユーロ資金取入れの増大ペースが相対的に緩慢であった結果、日本のシェアは縮小した。日本の取入残高のピークは、1968年に15億ドルに達したが、この時の市場全体の規模は約300億ドルで、シェアは5%に後退した。日本の存在は目立たないものとなったが、依然、有力な資金の取り手の地位は保った。

ユーロ・カレンシー市場からの短資の調達、アメリカ市場からの調達と較べて量的に少なかっただけでなく、その役割も、おもに輸入ユーザンス資金および、本邦為銀ニューヨーク支店の運営資金の不足を補填することにあつた。ユーロ・カレンシー市場との関係が副次的であると前述したのは、こうした理由による。

1960年代の日本と海外短資市場との関係は、資金取入れ面に焦点が当てられがちである。本邦為銀は、輸出業者から輸出手形を買い取り、その資金回収を助ける役割を果していたので、対外債務だけでなく、対外債権も急増していた。それが、とくにクローズアップされることがなかったのは、本邦為銀は、輸出手形を引当に、日銀からその買取資金を調達してお

---

69) 日本経済調査協議会『短期外資対策』（1963年9月）は、3割弱と記述しているが、これは過大と思われる（p. 10）。各国のデータに基づいたBIS推計が行なわれるのは、1963年以降なので、それ以前のユーロ・カレンシー市場の統計は存在しない。1963年9月末のBIS推計値は、ユーロ・カレンシー70億ドル、うちユーロダラー50億ドルである（東京銀行調査部訳『世界金融経済年報 1963～1964（第34次国際決済銀行年次報告）』p. 172）。1962年末のユーロダラーの規模を35～40億ドルと考えれば、日本のシェアは約20～25%（1962年末の日本のユーロダラー残高は8億4500万ドル）と推定できる。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（2）

り、為銀には実質的に負担が発生しなかったからである（1953年創設の外国為替引当貸付制度。1961年に外国為替資金貸付制度に名称が変更）。

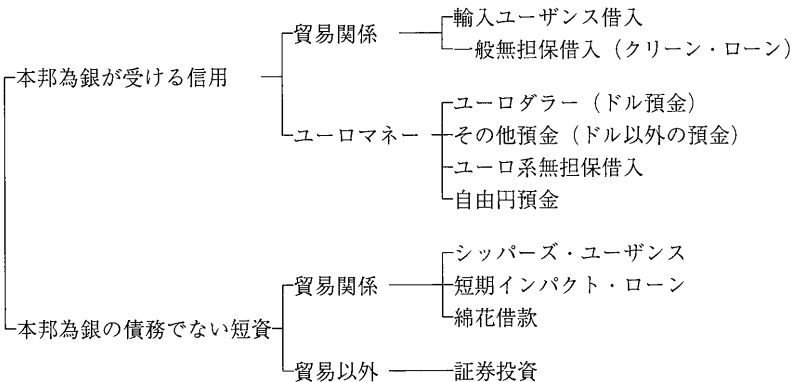
本邦為銀は、輸出金融に関しては日銀に、輸入金融に関しては海外短期資本市場に全面的に依存し、ほとんど自己の資金を用いずに対外金融業務を行っていたことになる。大銀行（都市銀行、長期信用銀行）は、国内業務だけでもオーバー・ローンの状態にあり、対外業務を自己の資金で行なうだけの資金的余裕はなかった。

**海外短資の種類** 海外短資取引は、居住者と非居住者との間の短期信用を意味し、資本流入（短期対外債務）と資本流出（短期対外資産）の双方を含む<sup>70)</sup>。外貨不足、経常収支赤字基調の1960年代においては、海外短資の取入れに関心が向けられた。本稿でも、たんに海外短資という場合には、資本流入を指すこととする。

海外短資輸入の種類は、表12に示すとおりである。

海外短資の取入れは、本邦為銀を経由する場合と、経由しない場合とに大きく分けられるが、大部分は本邦為銀と外国銀行との間のインターバン

表12 海外短期資金の種類



70) 短期資本とは、返済期限が1年以内の債権・債務である。

ク取引として行われ、日本の企業が直接に海外短資を取り入れることは稀であった。

為銀経由の海外短資は、資金の性格により、貿易取引関連の短期信用と、貿易と直接に結びつかないユーロマネーに分けられる。

貿易関係の短資の太宗は、輸入ユーザンス借入である。輸入ユーザンスは、輸入業者に対する一定期間の輸入代金の支払猶予を意味する。通常、本邦為銀が顧客（輸入業者）に対して信用を供与し（銀行ユーザンス）、本邦為銀は、その資金を外国銀行から借り入れた。本邦為銀の借入を、ユーザンス借入（外銀ユーザンス）と呼ぶ。

輸入ユーザンス金融の方法には、アクセプタンス方式（ニューヨーク等の外国銀行が輸出業者振り出しの期限付為替手形を引き受ける）<sup>71)</sup>、リファイナンス方式（輸出業者振り出しの為替手形は一覧払で決済し、別途、コルレス先の外国銀行が輸入業者振出の期限付手形〔リファイナンス・ビル〕を引き受ける）、本邦ローン方式（輸出業者振り出しの為替手形は一覧払いで決済し、本邦為銀が輸入業者振出の約束手形を引き受ける。本邦為銀は、この約束手形を引当にして、外国銀行から信用を受ける）があるが、いずれも、本邦為銀が外国銀行から信用を受ける点で、本質的な相違はない<sup>72)</sup>。

貿易関係の短資としては、その他に、米系コルレス先銀行からの借入である、無担保借入（クリーン・ローン）が存在した。

つぎに、ユーロ資金の調達であるが、ユーロ資金は、主として本邦為銀のロンドン支店が、短期の預金形態で受け入れる。ドル建預金（ユーロダ

---

71) 大蔵省は、1970年5月まで、本邦為銀の在米支店が、自行引受の手形を米国市場において直接売却（再割引）することを、限られた限度内でしか認めていなかった。通常は、為銀が米国銀行を経由して売却することになり、その場合、1.5%の手数料がかかった（「米国市場における本邦為銀引受手形について」〔昭和45年6月22日 国金局〕、『日本経済新聞』1970年6月21日）。

72) 1960年代の貿易金融について、くわしくは、日本経済調査協議会編『日本の為替・貿易金融』至誠堂、1965年、日本銀行調査局「戦後わが国の貿易金融の推移と現状」〔昭和39年8月〕日本銀行金融研究所編『日本金融史資料 昭和続編』第13巻、1983年所収、を参照されたい。

ラー)が多かったが、ポンド、マルク、スイス・フラン建の場合もあった(ユーロダラーを含めてユーロマネーまたはユーロ・カレンシーと総称する)。

預金形態でなく、本邦為銀(支店)の外銀からの借入形式をとる場合は、ユーロ系無担保借入と呼ばれた。また、自由円預金(非居住者自由円勘定を通じた円預金)は、円に転換されたユーロマネーなので、円建預金であるが、ユーロマネーに区分される。

為銀を経由しない海外短資には、以下の種類があった。

まず、貿易関係の短資としては、シッパーズ・ユーザンス、短期インパクト・ローン、綿花借款が存在した。シッパーズ・ユーザンスは、海外の輸出業者が供与する輸入ユーザンスであり、外資系石油企業などごく一部で行なわれただけである。短期インパクト・ローンは、日本のメーカーが、外国の金融機関から借り入れる償還期限1年以内の資金である<sup>73)</sup>。綿花借款は、米国輸出入銀行(EXIM)による、綿花輸出促進のための短期信用であり、日本に対する供与は1951年に始まった。

---

73) 1960年10月までは全面的に禁止されていたが、同年11月から、個別認可で認められた。政府・日銀とも、短期インパクト・ローンには、きわめて抑制的姿勢であった。その結果、借入資金の使用目的は輸出に寄与する運転資金に限定、借入先は外国一流金融機関に限る、などの厳しい条件が課された(大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27~48年度—』第12巻, p. 56, 有岡恭助(大蔵省為替局管理課)「短期インパクト・ローンの導入状況と問題点」『外国為替』1962年5月号, pp. 21-23)。1968年10月以降は、当局は短期インパクト・ローンの認可を行なわなくなり、事実上禁止になった(「インパクト・ローン認許可事務手引」(昭和49年5月 [日本銀行] 外国局外資課外資係) p. 3)。その後、1979年6月に短期インパクト・ローンは解禁された(財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和49~63年度—』第7巻, 東洋経済新報社, 2004年, p. 136)。当局が、短資の中でも、とくに短期インパクト・ローンに抑制的であった理由は、金融引き締め時に、長期インパクト・ローン導入の「脱法的代替方法」として利用されることを懸念したことにあつた(「短期資本について」(昭和43年)大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27~48年度—』第18巻, p. 189)。短期インパクト・ローンの残高のピークは、1964年末の1億4300万ドル(対外資産負債残高表による)であり、短資流入全体に占める比重は小さかった。なお、短期インパクト・ローンは、本邦のメーカーと外国金融機関との借入契約であるが、そのほとんどは、甲種為銀が保証を行ったので、厳密に言えば、「為

## 高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

為銀を経由しない短資のうち、貿易関係以外のものとしては、短期証券投資が存在する。短期証券取引は、保有期間1年以内のものを指すが、主として資産運用目的での外人の証券保有である。1960年代には、対内証券投資規制が強く、外人が資産運用の目的で、日本企業の株式等を購入することは少なかった。

以上、海外短資取入れの諸形態を説明してきたが、ユーザンス借入（輸入ユーザンス）とユーロマネーで、全体の約9割を占めたので、この2種類で海外短資を代表させることが可能である（表13）。

1960年代前半においては、貿易関係信用が、ユーロマネーをつねに上回っていた。ユーザンス借入は、貿易取引と結びついているので、安定した海外短資であると見なされた。それに対し、ユーロマネーは、不安定な投機的資金（ホット・マネー）であり、円に転換されれば、国内金融を攪乱しかねないと警戒された。しかし、1960年代半ば以降になると、ユーザンス借入も、決して安定的な短期資金ではないことが明らかになって来る。

**経済成長と外資輸入** 高度成長期においては、外貨準備を最低限（約20億ドル）に抑えつつ、「余力を成長＝国内経済拡大に振り向け」るマクロ政策が実施された<sup>74)</sup>。

柏木雄介（1966年8月～68年6月 国際金融局長）は、「一方で高度成長を続けるという職責を負いながら、一方で外貨準備が20億ドル足らずでど

---

銀を経由しない短資」とは言えない（「短期インパクト・ローンの処理方針について」（昭和40年3月4日 短資）大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度—』第18巻，pp. 172-174）。

- 74) 香西泰「高度成長期の経済政策」安場保吉・猪木武徳編『日本経済史8 高度成長』岩波書店，1989年，pp. 218-220。さらに続けて香西は、外貨準備の増減によって国内金融政策が決定される高度成長期の方式は、「裁量」というよりも「ルール」にもどづく運営であり、その「ルール」は、「（資本移動のない）金本位制」に近かったと述べている。しかし「資本移動のない金本位制」という指摘には疑問の余地がある。1960年代には資本移動は、無視で出来ない規模に達しており、資本移動も含めた為替管理が対外政策上の最重要課題になっていたからである。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

表 13 海外短資残高の推移

(単位：100万ドル)

月 末	ユーロマネー及び自由円				輸入 ユーザンス	一般無担保 借入	短期インバ クト・ローン	合 計
	ユーロ ダラー	自由円 (除本支店分)	その他 外貨預金	ユーロ系 無担保				
1960年 3月	23	0	n.a	1	24	494	0	567
6月	114	0	n.a	6	120	588	0	750
9月	226	58	11	8	303	604	0	984
12月	193	86	31	18	328	678	4	1,127
1961年 3月	285	101	71	27	484	957	10	1,565
6月	313	125	72	36	546	1,177	9	1,847
9月	314	147	50	42	553	1,228	9	1,931
12月	199	174	53	68	494	1,201	15	1,888
1962年 3月	264	234	60	86	644	1,205	26	2,049
6月	329	243	95	94	761	1,136	30	2,090
9月	332	261	122	86	801	1,044	48	2,063
12月	392	245	109	99	845	1,092	63	2,180
1963年 3月	427	278	147	105	957	1,208	88	2,414
6月	369	284	166	102	921	1,352	74	2,532
9月	396	308	182	116	1,002	1,373	90	2,674
12月	357	352	158	77	944	1,546	106	2,862
1964年 3月	412	424	213	74	1,123	1,670	131	3,188
6月	414	470	180	86	1,150	1,713	140	3,299

[出所] 「わが国の短資対策について」(昭和39年9月1日 短期資金)。

## 高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

うやっただんだん大きくなっていくこの国を支えていくか。(中略) 外貨準備は常識的に言えば少なくとも30億ドルぐらい持ってなきゃいけないのに20億ドルしかない。そこへ国際収支は赤字になっていく。だから引き締めのタイミングを失せずやることに一番の意を用いた」と述べている<sup>75)</sup>。

必要最小限の外貨準備をもって、経済成長の達成を目指す政府にとって、長期・短期資本の流入は、歓迎すべきものであった。とりわけ、「国民所得倍增計画」を推進した池田勇人首相(1960~64年)は外資導入に積極的であった<sup>76)</sup>。

輸入ユーザンスを中心とする海外短資の流入は、貿易・為替自由化を実施した結果、起きたのであり、政府が国際収支の改善や、経済成長のために、意図的に計画したものではなかった。政府は、短資流入とその効果を事前に十分に予測することはできなかった。しかし、いったん短資流入が始まると、政府はこれを容認し、促進した。

長期資本の導入については、政府は積極的に動いた。1959年2月に、戦後初の外貨国債がニューヨーク市場で発行され、1964年までに計4件の国債が海外で発行された。日本開発銀行や電電公社の政府保証債や、大阪府などの地方債も発行された。世銀借款が、もっとも大規模に行なわれたのもこの時期であった。

### (2) 輸入ユーザンスとアメリカ短期金融市場

輸入ユーザンスの自由化 貿易取引においては、普通、ユーザンス手形が

---

75) 柏木雄介「昭和41~43年の国際金融局行政、昭和43~46年の財務官当時の諸問題」(昭和55年8月26日)、p.7。

76) 奥村輝之(当時、大蔵省為替局企画課長)は、池田首相の考えを、つぎのように説明している。「国際収支の危機は池田総理の政治体制のもとに、なんべんも訪れたわけですね。それでどうしても外資の導入を大いにやらなきゃいかんという気持ちがかかなり強く働いておられた。」「けっきょくなんとかして外資を、長期資本を調達して、短期的な国際収支の変動をカバーしようというお気持ちが、だんだん強くなってこられた。」(村上一「昭和37~38年度の為替行政について」(昭和39年11月25日)における奥村輝之の発言)



利用されるが、戦後間もない1950年代初期には、世界的にも、一覽払為替手形による決済が主流であり、まだ短期貿易信用は復活していなかった。加えて日本の場合には、敗戦による国際的信用の低下が、輸入ユーザンスの復活を困難にした。本邦為銀の国際的な信用は低く、当初は外国為替管理委員会（1952年7月に大蔵省に吸収）が、為銀の親銀行の役割を果さなければならなかった。

こうしたなかで、輸入貿易における期限付為替手形 (usance bill) の利用再開は、本邦為銀が自力で外国銀行から信用を受けること、すなわち、本邦為銀の自立を意味した。輸入ユーザンスの復活は、貿易金融の正常化、為替正常化の柱と考えられた。

他方、大蔵省・日銀は、輸入ユーザンスの復活を、手放しで喜ぶわけには行かなかった。ユーザンス取引を自由化すれば、貿易業者にとって輸入が容易になり、輸入増大により、貿易赤字が拡大する懸念があった。1953年と1957年の2度にわたり、大幅な経常収支の赤字から、外貨危機に陥り、IMF借入を余儀なくされる事態が生じており、こうした懸念には十分に根拠があった。そのため、大蔵省・日銀は、ユーザンス取引の急激な自由化には慎重な姿勢を示した<sup>77)</sup>。

ユーザンス決済は、ポンドに関しては1953年5月<sup>78)</sup>、ドルに関しては54年11月に認められた。しかし、ユーザンス適用品目が一部の輸入品（主として鉄鋼原材料）に限定され、また、ユーザンス期間も90日以内（ドルの場合）に制限されるなど、部分的な自由化にすぎなかった。また、57年5月には、引き締め政策の一環として、輸入抑制の目的でポンド・ユーザンス適用範囲が縮小されるという一時的な後退もあり、順調には進まなかった<sup>79)</sup>。

77) 『金融財政事情』1959年2月23日号，p. 8，3月2日号，p. 12。

78) 1951年にも、ポンド・ユーザンスが実施されたことがあったが、その時は軌道に乗らなかった。

79) 1957年5月に実施されたユーザンス適用品目の縮小，ユーザンス期間の縮

輸入ユーザンスの本格的復活は、1959年に始まる為替自由化措置を待たねばならなかった。

1959年4月、貿易・為替自由化措置の一環として、ユーザンスの大幅自由化が実施された<sup>80)</sup>。この措置により、輸入総額の約60%をカバーする品目に輸入ユーザンスが認められた<sup>81)</sup>。1959年に、ユーザンスに対する規制が緩和された理由は、58年末の西欧主要通貨の交換性回復を機に貿易・為替自由化への気運が高まったこと、58年～59年に輸出貿易が好調で、国際収支が大幅に改善したことにあった。ついで、60年8月には、ユーザンス適用品目の制限も撤廃された<sup>82)</sup>。同年11月にはユーザンス期間も、従来の90日以内から120日以内に延長された<sup>83)</sup>。

**ユーザンスと海外短資** 輸入ユーザンスに必要な資金の大部分は、当時台頭しつつあったアメリカの短期金融市場から調達された。本邦が銀が外国銀行からユーザンス資金を借り入れることを、外銀ユーザンス、ないし、

---

小措置に対しては、「元来、ユーザンスの如きいわゆる短期外資のパイプは他に支障ない限り、できるだけ太く、かつ安定した形で設定しておくのが好ましい」という、通産省等の縮小反対論も強かった（後藤一生（通産省為替金融課）「貿易金融の一年を回顧する」『外国為替』第201号（1959年1月1日）、p. 33）。なお、1954年11月のポンド・ユーザンス適用品目の縮小は、ドル・ユーザンスの復活にともない、ドル・ユーザンスと条件を一致させるための措置であり、引き締め政策の一環ではなかった（『金融財政事情』1954年10月18日号、p. 7）。

- 80) 1959年3月24日の経済閣僚懇談会において、「国際経済の新段階に対応するわが国の為替及び貿易政策の方向」が検討され、昭和34年度上半期外貨予算編成に際して、ユーザンスの緩和が盛り込まれた（経済企画庁編『現代経済の展開』1976年、p. 143）。
- 81) それまでは、ユーザンスの90%まで、鉄鋼原材料と原綿によって占められていた（経済企画庁編『戦後経済史（貿易・国際収支編）』1962年、p. 426）。
- 82) 「輸入ユーザンス適用品目の拡大について」『外国為替』第229号（1960年3月）、pp. 11-12。
- 83) 塚本石五郎（大蔵省為替局企画課）「輸入ユーザンス適用期間の延長」『外国為替』第246号（1960年12月）、pp. 16-17。国際的な商慣行では、通常ユーザンス期間は3ヵ月であったが、政府が3ヵ月以内という制限を設けている国は、ほとんどなかった。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

ユーザンス借入と呼んだ。

ユーザンス規制の緩和によって、外銀ユーザンスは、1959年から61年にかけて急増した。それと反比例して、それまで外銀ユーザンスに代替する役割を果たしてきた日銀の輸入決済手形制度<sup>84)</sup>の利用度は急速に低下した(表14)<sup>85)</sup>。

外銀ユーザンスが急拡大した結果、日本はニューヨーク短期金融市場において、諸外国を凌ぐ最大の資金の取り手となった(表15)。日本のシェアの上昇は、1959~61年の3年間に急激に起きたものである。1958年に、バンク・アクセプタンス市場で日本は、アメリカが外国に供与したアクセプタンス信用の13.6%を占めるにすぎなかったが、1959年末30.9%、60

表14 輸入金融(船積後)の外国銀行依存度

(単位:億円, [100万ドル], %)

年末	輸入ユーザンス		輸入手形決済資金貸	輸入金融合計 (A)	外銀ユーザンス (B)		外国銀行依存度 (B)/(A)
1954	245	[68]	685	930	234	[65]	25.2
55	886	[246]	522	1,408	418	[116]	29.7
56	1,436	[399]	643	2,079	860	[239]	41.4
57	803	[223]	691	1,494	565	[157]	37.8
58	752	[209]	559	1,311	464	[129]	35.4
59	1,699	[472]	515	2,214	1,364	[379]	61.6
60	2,671	[742]	179	2,350	2,441	[678]	85.6
61	4,828	[1,341]	75	4,903	4,324	[1,201]	88.2
62	4,457	[1,238]	29	4,486	3,931	[1,092]	87.6
63	6,311	[1,753]	41	6,352	5,566	[1,546]	87.6

[出所] 「わが国の対外短期債務について」(昭和39年6月27日 [日本銀行] 外国局)。

- 84) 1950年9月に「外国為替貸付制度」の名称で設けられ、1953年に「輸入決済手形制度」、1960年7月に「輸入貿易手形制度」と改称されたのち、1966年1月に運用が停止された。「日銀ユーザンス」とも呼ばれた(大佐正之『産業・貿易振興と金融政策』東洋経済新報社、1989年、第2部第7章参照)。
- 85) 表14の数値は、同じく日本銀行のデータにもとづいていると思われる、大佐正之『貿易金融と外国為替』東洋経済新報社、1975年、p. 195、表8-2の数値と食い違いますが、理由は明らかでない。ただし、本稿の記述に影響を及ぼすほどの開きではない。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

表 15 米国市場における日本の短資借入残高 (1956~77年)

(単位 100万ドル, %)

歴年末	短資総額			バンク・アクセプタンス		
	日本	合計	日本のシェア	日本	合計	日本のシェア
1956	193	1,944	9.9	35	436	8.0
57	145	2,244	6.5	97	714	13.6
58	178	2,538	7.0	89	655	13.6
59	323	2,637	12.2	180	582	30.9
60	780	3,553	22.0	554	1,192	46.5
61	1,444	4,711	30.7	999	1,789	55.8
62	1,731	5,100	33.9	945	1,857	50.9
63	2,136	5,904	36.2	1,400	2,193	63.8
64	2,652	7,415	35.8	1,607	2,599	61.8
65	2,746	7,641	35.9	1,571	2,563	61.3
66	2,502	7,776	32.2	1,306	2,441	53.5
67	3,147	8,592	36.6	1,829	3,015	60.7
68	3,113	8,705	35.8	1,720	2,854	60.3
69	3,112	9,040	34.4	1,571	2,922	53.8
70	3,890	10,751	36.2	2,140	3,966	54.0
71	4,295	13,419	32.0	2,117	4,260	49.7
72	4,172	15,540	26.8	1,360	3,215	42.3
73	6,405	20,725	30.9	2,181	4,155	52.5
74	12,439	37,846	32.9	6,305	11,188	56.4
75	10,760	49,684	21.7	4,362	11,124	39.2
76	10,992	68,782	16.0	4,214	12,371	34.1
77	9,277	76,953	12.1	4,811	14,193	33.9

[出所] United States Treasury Department "Treasury Bulletin", various issues.

年末46.5%、61年末55.8%とシェアは急上昇し、日本1国で半ば以上を占めるようになった。短期資金市場全体の動向も同様であり、1961年末に日本はアメリカが外国に対して供与した短期信用の30.7%を占めるにいたった。こうした、アメリカ短期市場での日本の突出したシェアは、1974年まで続くことになる。

日本の経済界は、アメリカからの輸入ユーザンス資金流入を歓迎した。経団連は、1960年4月19日の「自由化に対する意見」のなかで、「わが

国の輸出貿易をますます拡大し、経済の高い成長率を維持するためには、戦後十数年にわたって実施してきたわが国の嚴重な為替貿易管理をこの際極力自由化すること」が必要だとし、「自由化後も貿易金融に対する現行の優遇制度を継続するとともに、外銀ユーザンス、インパクト・ローンの導入をはかり、この面から国内金利の低下を促す」べきだと述べた<sup>86)</sup>。

1963年以降、アメリカはドル防衛ために資本輸出制限を強化したが、貿易金融には、大きな影響を与えなかった。輸出拡大を図るアメリカにとって、輸出金融は優遇すべき対象であり、資本輸出規制の枠外とされた。

### (3) ユーロ資金の流入

円為替の導入と非居住者自由円勘定の創設 ユーロ資金流入の突破口を開いたのは、1960年7月の円為替の導入、非居住者自由円勘定の創設であった。

1960年1月に本格的に始まった貿易・為替自由化措置の一環として、円為替が導入され、非居住者自由円勘定が創設された。これらは、同年6月24日の「貿易・為替自由化計画大綱」(閣議決定)発表に合せて実施された措置であった。

1958年末に西欧主要通貨の交換性が回復すると、日本もなんらかの形で通貨の交換性を認める必要が生じた。その対応として、円為替の導入、非居住者自由円勘定の創設が実施された。

政府は、対外決済に用いることの出来る通貨(指定通貨)を法令で定めていたが<sup>87)</sup>、そのなかに自国通貨の円は含まれていなかった。西欧主要通貨が交換性を回復すれば、対外決済に円を用いることを禁止し続けるわけ

---

86) 『金融』1960年6月号, pp. 56-57。

87) 外為法第8条にもとづく。1958年末現在の指定通貨は、米ドル、英ポンド、カナダ・ドル、スイス・フラン、ドイツ・マルク、スウェーデン・クローネ、フランス・フラン、オランダ・ギルダー、ベルギー・フランの9種類であった。

には行かない。円を決済通貨に加えれば、円の交換性も認めなければならぬ。こうして、1960年7月に、円が指定通貨に追加され(これを「円為替の導入」と呼んだ)、同時に、非居住者自由円勘定が認められ、きわめて部分的ではあるが、円に交換性が付与されたのである。

非居住者自由円勘定とは、非居住者に対してだけ認められる自由円勘定のことである<sup>88)</sup>。自由円勘定は、自由交換性・自由振替性を付与された円預金勘定であり、この預金勘定に預入された円は、外貨と自由に交換でき、預金勘定相互間の振替も自由である。

円が対外決済通貨として認められても、実際に、銀行の預金口座を通じて円と他の通貨とが交換できなければ、円為替の導入(すなわち、円建の輸出入取引の開始)は画餅に終わってしまう。全面的な円の交換性回復は将来の課題としつつ、非居住者に対してのみ自由円勘定を認め、円に部分的な交換性を付与することになったものである。

1960年7月の為替自由化措置は、円を対外決済通貨として認め、円建での輸出入を可能にすることに狙いがあり、非居住者自由円勘定の開設は、そのための手段であった。しかも、大蔵省が期待していたのは、「円為替の導入」によって、為替自由化を推進している姿勢を示す国際的なアピール効果であり、現実に円建て輸出が伸びることではなかった。大蔵省は、円が全面的に交換性を回復しないかぎり、円建ての対外取引が進むはずはないことを十分承知していた<sup>89)</sup>。

---

88) 非居住者の円預金勘定(いわゆる「5条円」)は以前から存在していたが、自由円勘定とは異なり、外貨への交換が厳しく制限されていた。1959年1月末現在で、その残高総額は約227億円(ドル換算で約6,300万ドル)であったが、その大部分は米軍、米回国庫、IMF、在日公館などの預金であり、外貨への交換が問題となりうるのは、約60億円(ドル換算約1,670万ドル)であった〔「非居住者円預金勘定の現況」(作成年月日不明 大蔵省)〔旧大蔵省資料〕〕。

89) たとえば、つぎの記述からも明らかである。「現実に円が対外決済通貨として使用されるかどうかは、円に対する国際的信認、相場の変動、円金融上の利点等の総合的判断にかかる問題であって、管理法上円を対外決済通貨とし

ホット・マネーに対する警戒論と楽観論 上記のように、非居住者自由円勘定は、円建ての対外取引を可能にするために設けられたものであり、ユーロ資金導入を意図して開設されたのではなかった。しかし、非居住者自由円勘定が開設されると、当初の予想をはるかに上回る、大量のユーロ資金が流入し始めた<sup>90)</sup>。

ユーロ資金流入は、意図せざる結果であったが、まったく予想していなかったわけではない。非居住者自由円勘定を通じて海外短資が流入する可能性は、すでに指摘されていた。それゆえ、当初大蔵省は、投機的短期資金が流入する恐れがあると、非居住者自由円勘定の設置に消極的であった<sup>91)</sup>。

大蔵省は、1959年6月のIMF対日コンサルテーションに際して、円為替導入の本格的な検討を行なった。西欧通貨の交換性回復がなされてから最初のコンサルテーションでは、IMFから、円為替の導入(=円の決済通

---

て認めたとこで、にわかに、大きな利用があるとは思われず、それには相当の日時を要しよう。」「(非居住者自由円勘定の創設と円為替の導入について) (昭和35年5月19日 為替局))。

90) 当時、こうした建前と実態との矛盾を指摘し、円為替導入の過大評価を批判した文章に、鳴沢宏英(東京銀行為替部)「自由円・円為替に関する一考察」『外国為替』第236号(1960年7月) pp. 3-6がある。また、政府の建前に沿って、非居住者自由円勘定を、「円建取引を円滑に行うための前提又はそのための手段」とであると説明した文章に、村西淳一「非居住者自由円勘定の創設と円為替の導入について」『外国為替』第236号(1960年7月) pp. 11-16がある。

91) 1959年1月の大蔵省為替局の検討資料は、「本邦の国際収支及び保有外貨は今後とも必ずしも楽観を許さないと見られるところ、一度び制度として交換可能円や振替可能円を設立すれば、交換可能円残高に対するイヤー・マークを必要とし、又、国際収支の変動に伴う leads and lags が収支の変動を加速する結果となるので、本邦国際収支に著しい不安定な要素が加わることを避け得ない」と述べている(「非居住者円預金勘定と円為替に関する諸問題」(為企 昭和34年1月8日))。『金融財政事情』1959年2月2日号も、大蔵省の見解として、同様の主張を紹介している(pp. 8-9)。また、『金融財政事情』1960年4月18日号は、「非居住者自由円勘定の創設については、大蔵省、日銀ともきわめて慎重な態度をとり、とくにホット・マネーの流出入によるわが国金融市場に対する攪乱作用について、これまで警戒的な見解を示してきた」と述べている(p. 7)。

貨化)を求められることが予想されたためであった。しかし、大蔵省・日銀には、ホット・マネーの流入に対する強い警戒感が存在し<sup>92)</sup>、この時は、円為替は将来的には導入すべきだが、急ぐ必要はないという消極論な結論に終わった<sup>93)</sup>。コンサルテーションでは、非居住者自由円勘定創設の是非についての日本側の意見が求められた。IMF 理事会に提出されたスタッフ・レポートは、「日本の当局が経常取引の支払に関して、できるだけ早い機会に、円を対外的に交換性のあるものにする可能性について検討すべきだ」と円為替の導入を促した<sup>94)</sup>。

その後、貿易・為替自由化へ向けて政府が一丸となって取り組むなかで、大蔵省の姿勢は積極的なものに変化し、1959年11月頃になって、非居住者自由円勘定創設の方針が固まった<sup>95)</sup>。

大蔵省の姿勢を積極論に転換させた要因の1つは、経済界の要望であった。

1958年12月23日、大蔵省の諮問委員会である為替管理法専門委員会(委員は為銀、商社関係者が中心)の答申は、「円為替の導入を積極的に考慮し、このため非居住者円勘定制度を設ける」べきだと提言した<sup>96)</sup>。また、全国銀行協会連合会(全銀協)は、東京商工会議所の諮問に対し、円為替の導入に賛成との答申を行い、同協会内の外国為替専門委員会において、この問題を検討することを決めた<sup>97)</sup>。

---

92) 『金融財政事情』1959年6月15日号, pp. 9-10。

93) 「当面の為替管理上の諸問題に対する考え方について」(昭和34年3月4日 [大蔵省] 為替局) [旧大蔵省資料], 「IMF コンサルテーションにおいて論議されると思われる問題点について」(昭和34年5月18日 為替局) [旧大蔵省資料]。

94) “1959 Consultations with Japan – Minutes of the Fifth Meeting,” Jun. 5, 1959, “Staff Report and Recommendations – 1959 Consultations, Japan, Part 1,” Jul. 23, 1959.

95) 『金融財政事情』1959年11月30日号, p. 10。しかし、省内には、依然として消極論が根強く存在した(『金融財政事情』1960年1月18日号, p. 9)。

96) 『金融財政事情』1959年1月26日号, p. 7。

97) 『金融財政事情』1959年1月26日号, p. 13。



為銀は、大蔵省とは異なり、短資に対して警戒的ではなかった。

1960年春に、円為替導入、非居住者自由円勘定の実施方法を検討するために開かれた東京為替会（為銀の組織）の「円為替導入研究小委員会」においては、短資流入に肯定的な意見が大半を占めた<sup>98)</sup>。同小委員会においては、「浮動するホット・マネーでなく、安定的な資金の流入はむしろ金融正常化に役立つ」、「自由円勘定は円為替導入の前提であると同時に内外資金交流の場である」、「短資流入のよしあしは一概にきめがたいが、金利差によって移動する短期資本のすべてが好ましくないとは断定できない」等々の、海外からの投機的資金流入を恐れず、むしろ積極的に利用すべきであるとの意見が相次いだ。

このように、ホット・マネー流入に警戒的な大蔵省に対し、為銀を始めとする経済界が積極論・楽観論を唱えたために、非居住者自由円勘定の仕組みも、海外短資の取入れが容易に出来るような制度になった。

ユーロ資金の順調な流入 1960年7月に制度がスタートした直後から、非居住者自由円勘定を通じたユーロ資金の流入が急速な勢いで始まった。一般の予想をはるかに越える規模であったが、日本の銀行の国際的信用が高まった証であると、これを歓迎する声が強かった<sup>99)</sup>。

非居住者自由円勘定の利用には、つぎの3つのケースがあった<sup>100)</sup>。

①海外のコルレス先銀行からの預り金： 円為替取引の決済資金として、

---

98) 「円為替導入研究小委員会について」(昭和35年4月9日)。「円為替導入の具体的な構想をめぐって—大蔵省私案と為銀側の意見を中心に一」『金融財政事情』1960年5月2日号, pp. 22-23。

99) 「日本の銀行が少額の為替決済資金を受入れるということは、数年前からみられたところであるが、纏まった資金を国際的な一流銀行から定期預金として受け入れるということは、僅か一年前ですら多くに人々にとり、ほとんど考えられなかったところであろう。」(「ユーロダラーの影響と見通し」『金融財政事情』1960年8月22日号, p. 24)。

100) 「自由円勘定の正体と問題点」『貿易と関税』1960年11月号, pp. 12-13。「自由円をめぐる当面の問題」『金融財政事情』1960年10月10日号, p. 26。

コルレス先銀行が円を預け入れるケースである。日本の金利が海外よりも高い場合には、コルレス先銀行が、決済目的以外に、資金運用の動機で円を預け入れることも考えられる。

②海外の銀行以外からの預金： 海外の法人及び個人の円建て預金。これには海外の日本商社支店などの預金も含まれる。円建ての貿易取引などで取得した円を預け入れるケースである。

③本邦為銀海外店舗名義の円建て本支店勘定： 為銀のロンドン支店が受け入れたユーロ預金を、内地店舗に円対価で売却し、対価として受け取った自由円が預け入れられるケースである（本支店勘定に計上される）。この場合には自由円勘定は、為銀がユーロ資金を導入し、国内で運用するための水路の役割を果すことになる。

自由円勘定残高全体の2/3ないし70%までを占めたのが、③であった。自由円勘定残高の大部分は、円建て貿易によって発生した円預金ではなく、為銀がユーロダラーを自由円に転換したために生じたものであった。

1960年9月に直物売持および買持の限度規制が撤廃され、持高規制が直先総合持高規制のみとなったことは、ユーロ資金の流入を、さらに促進した。

為銀に対して持高規制を行う目的は、①銀行の健全性確保、②投機防止、③資本移動の規制の3つであったが、1960年の為替自由化以前には、短期資本移動を極力抑える（実質的に禁止する）方針にもとづいて、③を重視した直物規制が実施されてきた<sup>101)</sup>。

直物持高規制の撤廃は、短資流入を促進するためになされた措置ではなかった。直物持高規制を廃止した目的は、自由円勘定を創設した結果生じる、海外支店を有する為銀と、海外支店を持たない為銀との間の不公平を解消することにあつた<sup>102)</sup>。為銀がロンドン支店で取り入れたユーロ資金

101) 尾崎英二『国際管理通貨論』大蔵省印刷局、1961年、pp. 476-479。

102) 『外為年鑑』1961年版、p. 46。

を、ロンドン支店名義の自由円預金として本店が受け入れる場合には、売持は発生しないので、直物売持規制の対象とはならない。したがって、海外支店を持つ為銀の場合には、持高規制に妨げられずに、ユーロ資金を円資金に転換することができた<sup>103)</sup>。

直物持高規制の撤廃は、非居住者自由円勘定の創設とならんで、短資政策の大転換を意味するものであった。直物規制が撤廃された結果、短資移動に対する規制は事実上、存在しなくなった<sup>104)</sup>。

ユーロ資金の流入は1960年7月に始まり、9月末には残高は、早くも3億ドルに達した(表13)。1961年9月に5億5,300万ドルに達した後、12月には一時減少したが、その後はほぼ一直線に増大し、1963年9月には10億ドルを突破した。その後1964年にかけては伸び悩み、10億ドル程度が「安定残高」だと見られた<sup>105)</sup>。

本邦為銀のユーロ資金取入れ先銀行の推移を追うことのできる史料は、まだ発見できていないが、1966年6月末の残高が判明する史料が存在するので、その時点での取入れ先銀行を示しておきたい(表16)。主要21行のうち、中近東の銀行がもっとも大きなシェア(31.6%)を占め、イギリス、欧州(共産圏以外)、共産圏がそれに続いている。

ユーロダラーは、期間別では、1ヵ月物と3ヵ月ものが中心であった(表17)。

1961年末に一時的に流出超過となったことを除いては、ユーロ資金残高は安定的なペースで伸び続けた。こうした状況は、ユーロ資金は決してホット・マネーではなく、安定した資金であるという評価を産むことになった。

103) 「為替ポジションの見方」(昭和37年8月 外国為替局) pp. 52-53。

104) 大蔵省、日銀は、ホット・マネーについては、弊害が出てから対策をとれば足りるという為銀の主張に押し切られたものと思われる(『金融財政事情』1960年3月21日号, p. 8, 同, 1960年4月18日号, p. 6)。

105) 『外為年鑑』1964年度版, p. 33。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

表 16 主要出し手別ユーロ資金受入状況 (1966年6月末)

(単位 100万ドル)

主要出し手	残 高	(b) 中の比率 (%)
ユーロ資金総残高 (a)	1,038.9	
下記 21 主要出し手からの取入残高 (b)	407.3	
(b)/(a)	39.2%	
共産圏	52.6	12.9
Moscow Narodny	3.7	
Europe du Nord	38.8	
Bank for Foreign Trade of U.S.S.R	1.4	
Commercial Bank of Czechoslovakia	8.7	
イギリス	116.2	28.5
Bank of London	68.2	
Chartered Bank	30.4	
Barclays Bank	17.6	
欧州大陸 (共産圏を除く)	63.3	15.5
Banco di Roma	19.8	
Credito Italiano	12.9	
Deutsche Genossenschaftskasse	1.8	
Société Générale	6.1	
Swiss Bank Corp.	5.7	
Swiss Credit Bank	17.0	
中近東	128.6	31.6
Arab Bank	68.6	
National Commercial Bank, Jeddah	10.0	
Kuwait Investment Co.	40.6	
Kuwait Fund for Arab Economic Development	9.4	
北米	45.1	11.1
Bank of Nova Scotia	9.0	
Socony Mobil Oil	6.4	
Gulf Oil	29.7	
ベトナム	1.5	0.4
National Bank of Viet-Num	1.5	

[出所] 「ユーロダラー CD の発行とわが国の対策」(昭和 41 年 7 月 11 日 短資)。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（2）

表 17 ユーロダラーの期間別構成比

(%)

月中	1ヵ月未満物	1ヵ月物	3ヵ月物	6ヵ月以上物
1964年 6月	12	44	30	14
9月	6	55	28	11
12月	7	40	43	10
1965年 3月	9	41	30	20
6月	7	44	29	20
9月	13	43	21	23
12月	3	45	43	9
1966年 3月	7	48	22	23
6月	2	55	34	9
9月	10	51	34	5
12月	6	44	40	10
1967年 3月	4	50	33	13

[出所] 「ユーロダラーの期間別構成比」(昭和 42 年 4 月 8 日 短資)。

(4) ユーロ資金への対応—日銀と大蔵省—

ユーロ資金の積極的評価 1960 年 7 月以降のユーロ資金の急激な流入は、大蔵省の予想を越えていたが<sup>106)</sup>、大蔵省はユーロ資金はホット・マネーで、有害だとする否定的な態度はとらず、国際収支改善、経済成長に寄与する好ましい資金だという肯定的な評価を維持した。

1961 年 3 月に発表された渡辺誠（大蔵省財務調査官）の以下の文章は、当時の大蔵省の考え方を示している<sup>107)</sup>。

昨年採られた資本取引の緩和措置によって、わが国際収支は全体として巨額の黒字を示し、外貨準備は順調に増加しているにもかかわらず、世人はようや

106) 福田久男（1961 年 6 月～62 年 5 月 大蔵省為替局長）は、「最初は自由円とか何とか考えたときには、そんなにふえると思わなかったし、当時為替局長が 1 億ドルか 2 億ドルでしょうといういい方をしていたようだけどね」と述べている（福田久男「昭和 36～37 年の為替行政」（昭和 38 年 12 月 18 日）、pp. 59-60）。

107) 渡辺誠（大蔵省財務調査官）「為替政策これからの中心目標」『金融財政事情』1961 年 3 月 27 日号、p. 18。

## 高度成長期における為替管理と海外短資市場（2）

く経常収支の逆調を問題にしはじめています。

資本収支の増大の原因は、主としてユーザンスの拡張と自由円預金の受け入れにあり、内外金利差が存在し、かつ、外貨資金の外銀に対する預託の継続されるかぎり、その引揚げを心配する必要はなく、また政策的にこれを増加させることさえ可能なのである。

したがって、経常収支が悪化したからといって、国際収支全体を憂うことは早計であり、わが経済力の充実と外貨資金の蓄積量にかんがみ、外貨危機の再来を今から騒ぐには当たらない。

わが経済政策当面の課題は、依然として所得の倍増と対外競争力の強化にあり、為替行政も全力を挙げてその支援に努め、為替面からこれをチェックするようなことは、なんとしても避けなければならない。

また、1964年の大蔵省の史料は、「短期資金は現在にいたるまでおおむね一定の増加傾向を辿っており、輸入ユーザンスのみならず、ユーロマネーについてもわが国の外貨の節約及び外貨準備への影響緩和に多大の貢献をしたことは明白な事実である」と述べている<sup>108)</sup>。

池田内閣の発足以降、経済成長のために短期・長期の外資を導入することは、大蔵省為替局の主要な任務となった。

経済界は、大蔵省の推進する海外短資政策を支持した。

経済界のシンクタンクである日本経済調査協議会は、1963年3月～9月に、専門委員会（委員長 岩佐凱実富士銀行頭取）を設けて、海外短資政策を検討し、「短期外資対策—流入対策を主として—」（1963年9月）と題するレポートを公表した。このレポートは、当時の経済界の最大公約数的な見解を示すものである。

このレポートの要点は、以下の通りである。

第1に、1960年代の国際的な短期資本移動が、戦間期のように投機的、

---

108) 「わが国の短資対策」(昭和39年9月頃作成と推定) [大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度—』第18巻, p. 171]。

攪乱的な性格の資本ではないことを強調し、つぎのように述べている。「短期外資が悉く投機的なホット・マネーではない。むしろそういったものはほとんどない。かつ大体ある一定の底積的残高がキープされて、実は中長期的性格を帯びているものもあるから、一概に危険視の要はない。」(p. 43)

第2に、「国際収支の天井」が低い日本にとって、短資流入は有益であるという認識が示されている。「短期資本の流入(輸入ユーザンスも含めて)が、今日までとにかくわが国をして国際収支面で破綻に陥るのを免れしめるとともに、貿易規模の拡大に伴う外貨運転資金を供給し日本経済の発展に貢献してきたというメリットは否定し得ないであろう。」(p. 14)

第3に、資金逼迫の状態に置かれている市中銀行への流動性供給という利点を指摘している。「総体的にみて、わが国のように過少流動性がほとんど恒常化しているところでは、やはり短期外資の果たす役割は大きい。現実問題として、日銀貸出査定の変圧縮などから手許資金繰が困難となる場合に、市中銀行として流入外貨を円資金に転換して使用することに大きな需要があることは否定し得ない。」(p. 15)

**日銀の懸念** こうした楽観論とは対照的に、日銀は海外短資の流入に対して、強い警戒感を示した。

1963年現在、ユーロ資金のうち約6割が外貨(大部分はドル)のまま運用され、約4割が円に転換されていた。円転換額は、1961年半ばに2億ドルを超え、62年半ばには4億8,000万ドルにまで膨らんだ。円転換を行なったのは主として本邦為銀であったが、外国銀行支店も円転換した資金をコール市場で運用していた(表18)。

日銀が1964年に作成した「わが国の対外短期債務について」と題する文書には、日銀の海外短資に対する見方が明瞭に現れている<sup>109)</sup>。この文書は、つぎのように述べている。

---

109) 「わが国の対外短期債務について」(昭和39年6月27日 外国局)。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（2）

表 18 円転換額の推移（1960年12月～64年3月）

（単位：100万ドル）

月末	甲種為銀12行	外 銀	乙 銀	計
1960年12月	110.9	13.7	-3.2	121.4
1961年 3月	182.9	16.4	-1.4	197.9
6月	191.7	28.1	-0.9	218.9
9月	191.9	38.6	-3.1	227.4
12月	160.2	54.0	0.8	215.0
1962年 3月	288.1	79.3	3.8	371.2
6月	395.1	82.7	4.9	482.7
9月	383.1	86.6	3.5	473.3
12月	382.2	92.2	4.2	478.6
1963年 3月	419.0	97.0	2.2	518.2
6月	423.5	108.1	3.5	535.1
9月	460.3	117.5	3.4	581.2
12月	337.0	144.2	1.7	482.9
1964年 3月	456.2	158.2	8.3	622.7

〔出所〕「わが国の対外短期債務について」（昭和39年6月27日〔日本銀行〕外国局）。

1960年7月の非居住者自由円勘定の創設は、それまでの短資流入禁止から全面的容認への「極端から極端への急激な変化」であり、その背景に、「長期・短期を問わず、低利外資の導入はこれを積極的に歓迎するという考え方があった。」短資流入にはメリットもあったが、最近では、「デメリットの方が漸次顕現化し増大」する傾向にある。

デメリットは、①短資の円転換額は邦貨換算で2,700億円と、無視しえない金額に達し、金融引締めの際の抜け道になる危険性があること、②ユーロ資金は浮動的資金であり、「安定的性格のものともみなすことは困難」であること、③対外短期債務が、基礎収支（經常収支と長期資本収支との合計）の赤字を恒常的にファイナンスするという、わが国の「対外ポジションのパターン」はリスクであることなどの点である。「従って海外短資はもとより、貿易関係借入といえども無制限にこれを歓迎するという態度は到底とりがたいところであって、わが国として短期債務に対する基本的



態度を真剣に再検討すべき段階に来ていると思われる。」

当面の応急策としては、①海外短資取入れに関するガイド・ラインの採用と、②外貨準備金制度の強化が検討されるべきである。基本的な対策としては、①外貨準備制度の対象となる為銀の負債に輸入ユーザンスを加える、②内外金利差を反映させるために先物市場を整備する、③直物売持規制を復活させる、等が必要である。また、自由円が「規制の重大な抜け道となる」ことを防ぐためには、日銀の外貨資金貸付制度によって生じている「買持コブ」の解消策を立てなければならない<sup>110)</sup>。

日銀がもっとも懸念したのは、海外短資が金融引締め効果を殺ぎ、日銀の市場統制力を弱めることであった。高度成長期には、都市銀行は貸出超過(オーバー・ローン)で恒常的に日銀から資金を仰ぐ状態にあった。1964年4月末の日銀貸出残高合計は1兆1,635億円であったが、その90.0%までは、甲種為銀12行に集中していた。

慢性的な資金不足に陥っていた甲種為銀は、高利のコールと日銀借入によって、旺盛な顧客の資金需要に対応する状態にあったので、争ってユーロマネーを円転換し、国内向け資金不足を補おうとした。為銀の円転換額の残高6億9,610万ドル(2,506億円)<sup>111)</sup>は、日銀貸出の21.5%に相当する規模に達した。個別銀行別では、この比率は、東京銀行49.1%、三井銀行27.5%、富士銀行24.5%等となっており、都市銀行のユーロ資金への依存度はかなり高くなっていった(表19)。

**大蔵省の見解** すでに見たように、大蔵省は、短期資本流入を、基本的に歓迎する立場にあったので、日銀の強い規制論とは距離を置いていた。

---

110) 日銀の外貨資金貸付制度による引当貸によって、本邦為銀はつねに大幅な買持状態にあった。これを、為銀の「買持コブ」という。「買持コブ」が、ユーロ資金が円転換される際に生じる売持要因を相殺する形になっていた。

111) 甲種為銀506.6億ドル、外銀179.4億ドル、乙種為銀10.1億ドル、計696.1億ドル。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

表 19 為銀 12 行の海外短資および円転換 (1964 年 4 月末)

銀行名	海外短資 取入額	円転換			円 position	内 日銀借入
		短資の円転換		計		
		100万ドル	その他			
東 銀	268.9	251.9	-87.4	164.5( 592)	1,381	1,205
富 士 銀	143.3	114.2	-32.8	81.4( 293)	2,135	1,198
三 菱 銀	108.3	56.1	-20.4	35.7( 129)	2,330	1,154
住 友 銀	109.5	67.7	-19.0	48.7( 175)	2,215	1,102
三 井 銀	112.0	97.6	-17.0	80.6( 290)	1,867	1,054
三 和 銀	92.1	43.0	1.8	44.8( 161)	2,484	1,087
第 一 銀	39.5	26.8	-2.2	24.6( 89)	1,974	900
勸 業 銀	28.1	12.8	-15.8	-3.0( -11)	1,710	796
東 海 銀	39.9	37.6	-22.1	15.5( 56)	1,930	901
大 和 銀	24.0	22.5	-19.4	3.1( 11)	1,945	609
神 戸 銀	26.5	17.9	-9.0	3.9( 32)	997	436
興 業 銀	17.5	17.5	-15.8	1.7( 6)	222	80
合 計	1,009.5	765.8	-259.2	506.6(1,823)	21,191	10,521

[出所] 「為銀の海外短資取入れに関するガイド・ライン」(昭和39年6月25日 外業資)。

海外短資が国内の金融政策を攪乱するという日銀の主張に対しては、短資の円運用額は「都市銀行の預金残高と較べても僅か2%弱を占めるに過ぎず、決して国内流動性との関係で大きな影響力をもつほどの資金量とはいえない<sup>112)</sup>」と反論した。また、指導金利の引き上げについては、「今後は短期資金の急激な流出入が起きる事を回避し、内金融市場に対する攪乱的要因を防止する必要があるが、同時に、短期外資が日本の外貨準備乃至は不足する円資金に対する補完的な資金源としての役割を果している事実も見逃せないので、短期外資の moderate inflow を障害しない程度に適正なる指導金利引下げスライド巾を設けることが望ましい」と注文をつけた<sup>113)</sup>。

大蔵省の基本的なスタンスは、「短資の規制は国内流動性の見地よりも、むしろ、国際収支への好ましからざる影響に、より大きな weight をおいて、規制の妥当性を判断する方が適当」という考えであり、過度の短資流入が生じた場合に、抑制すればよいというものであった<sup>114)</sup>。

**経済審議会の見解** 経済審議会（長期経済計画の策定を任務とする内閣総理大臣の審議会）は、経済政策を国民経済的な観点から調整する役割を果していた。

経済審議会総合部会の財政金融分科会（分科会長 河野一之）は、所得倍增計画のアフター・ケア作業の一環として、1963年10月18日に報告書をまとめたが、この報告書の中で、「景気調整と短期外資」と題して、海外短資についてつぎのように論じた<sup>115)</sup>。

日本が開放経済に移行するにともない、短期外資の資金移動はさらには

---

112) 「短期外資と国内流動性（メモ）」（昭和38年2月27日 為替局企画課）大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度—』第18巻，p. 165。

113) 「ユーロ・ダラーの指導金利について」（作成年月は昭和38年8月と推定）。

114) 「短期外資と国内流動性（メモ）」（昭和38年2月27日 為替局企画課）大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度—』第18巻，p. 166。

115) 『金融』1963年12月号，pp. 47-53。

げしくなり、金融市場に攪乱作用を及ぼすと予想される。そこで、短期外資に対する対策をあらかじめ立てなければならない。「過去3カ年間に短期外資がわが国の経済に与えた影響についてはプラスの面がかなりあったと考えられ、また、わが国が将来国際経済の中で占める位置を向上させるためには短期外資の流出入に対し必要以上に慎重になり、市場を閉ざし、または局限するがごときは採るべき態度でもなく、また、貿易為替の自由化の世界的趨勢からして許されるものでもない。」短期資金対策には、直接的・制度的な規制と、間接的、為替金融的な規制とがあるが、OECDに加盟すれば、前者は採りにくい。金利政策、為替平衡操作、外貨準備金制度等を組み合わせるべきであろう。

以上の経済審議会の見解は、ユーロ資金の有用性を評価し、制限には消極的な点で、大蔵省の見解に近かった。

**海外短資規制の導入** 以上のように、海外短資の流入については、警戒論と楽観論とが存在した。しかし、海外短資流入のスピードが急激であったため、なんらかの形でユーロ資金をコントロールすべきという点で、合意が形成された。

こうして、1962年以降、ユーロ資金に対する規制が導入され、64年のガイド・ラインの実施により、厳しいユーロ資金規制が実現した<sup>116)</sup>。

1960年代前半に実施された海外短資規制は、①短資取入れ金利の指導(指導金利)、②外貨準備金制度、③ガイド・ラインの3種類であり、いずれもユーロ・マネーを対象とした措置であった。

短資取入れ金利の指導は、ユーロ短資の金利に上限を設け、最高限度を変更することによって、短資流入を操作する行政指導である。1961年7月に本邦甲種為銀12行に対して開始されたが、当初は、為銀の競争によ

---

116) 詳細については、大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度—』第12巻, pp. 91-99 参照。

るユーロ取入れ金利の高騰を防ぐことに狙いがあった。すなわち、低利でユーロ資金を導入するための行政指導であり、具体的には、3ヵ月もの、6ヵ月ものの最高金利を定める方法がとられた。

この措置が、ユーロ資金の流入量の制限に用いられ始めたのは、1962年7月以降であった。日銀は、当初から規制強化に積極的であったが、外貨危機脱却の目途もついた1962年半ばには、大蔵省も同調するようになった<sup>117)</sup>。

取入れ金利指導は、その後1963年1月～2月にも強化された。しかし、この規制措置は、為銀の短資受入れ量を直接コントロールできないという限界があった。また、為銀のユーロ資金取入れ金利を適正化すること（為銀の高金利でのユーロ資金漁りの規制）を建前とした制度であったために、現地金利との差が縮まれば、金利操作の実効性が薄れてしまう制度上の欠点も存在した。さらに、対象が甲種為銀12行のみで、外国銀行が除外されているという問題もあった。

つぎに導入された措置が、外貨準備金制度である。外貨準備金制度は、法的根拠にもとづく、はじめての海外短資規制であり、1962年6月に創設された。

外貨準備金制度は、為銀が受け入れた海外短資の一定割合を、流動性の高い外貨資産で保有することを義務付け、為銀の採算面から短資流入を抑制する行政指導である。甲種為銀12行を対象に実施された。対象となる海外短期債務の範囲は、外貨預り金、コール・マネー、無担保借入、非居住者自由円預金などのユーロ資金であり、ユーザンス借入は含まれない。

制度の発足当初は、準備率は20%と低く設定され、「短資取引の健全化」に重点が置かれたが<sup>118)</sup>、1963年1月に、ユーロ資金の量的抑制を目的と

117) 『日本銀行沿革史』第5集第17巻，p. 467。

118) 結城茂（大蔵省為替局企画課）「外貨準備金制度創設の趣旨と実施要領」『金融財政事情』1962年6月25日号，p. 34。

した準備率引き上げが行なわれた。

1964年になると、それまでユーロマネーの流入に好意的であった大蔵省も、「最近の流入のテンポは明らかに度を過ぎしており、この傾向が今度続けば国際収支に不安定な要因となり、また国内流動性にも攪乱的影響を及ぼすことにもなる」と、抑制的な姿勢に変化した。

こうした政策転換により、1964年8月に、外貨準備率は一段と引き上げられた。その際、外貨運用資産に対するユーロ・マネーの比率を、現状の水準の30%に止めることが目標とされた。しかし、外貨準備金制度は、国内の準備預金制度のように、準備資産を強制的に日銀に積ませるものではなかった。為銀は、準備資産を手許に置いて、それを運用することが可能であり、抑制効果は弱かった。そもそも、為銀は外国銀行からクレジット・ライン（融資枠）を受けるために外貨預金を保有する必要があったので、為銀はかなりの短期資産を持っており、準備資産の保有を義務付けられても痛痒を感じなかった<sup>119)</sup>。

短資取り入れ金利の指導と外貨準備金制度は、短資流入規制策としては、大きな限界を持っていた。そこで、1964年7月にガイド・ラインが設けられることになった。

ガイド・ラインは、甲種為銀12行の海外短資残高を外貨運用資産の一定範囲内にとどめるように、日銀が各行別に枠を設けて行なう規制である。いわば、ユーロ資金に対する窓口指導である。対象とする海外短資は、上記の2つの措置と同様に、ユーロ資金であり、ユーザンス借入は含まない。

ガイド・ラインには、それまでの2つの措置とは異なり、強力な規制力があった。1960年代を通じてガイド・ラインが実効力を持ったことは、ユーロ資金取入れ高が、ガイド・ラインの枠内にほぼ完全に納まったことから確認できる（図2）。

---

119) 準備資産の約80%までは、外貨預金であった（「当面の短資対策について」（昭和39年7月2日 国際・短資））。

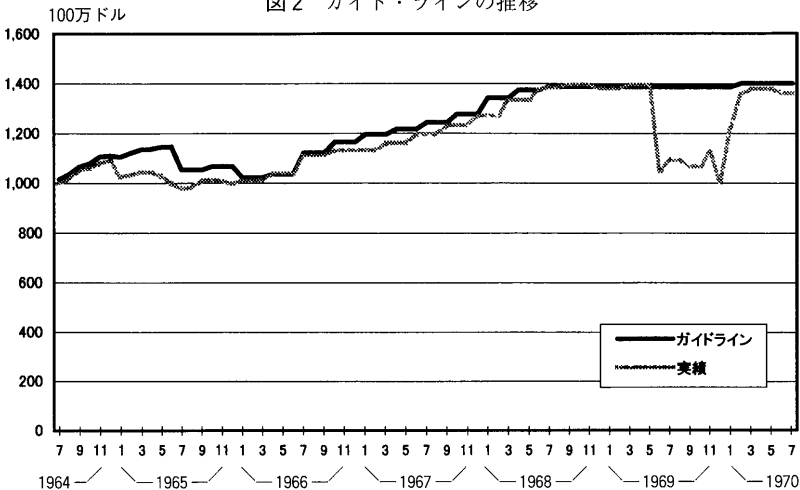
高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

大蔵省は、各行別にユーロ資金取入れ残高の規制を行う方式には、かねてから反対であった<sup>120)</sup>。前川春雄ら海外事情に通じた日銀幹部が、ユーロ資金の規制は国際的な流れであると説得したため、大蔵省の姿勢が変わったものと推測される。

日銀は、国際決済銀行 (BIS) との取引再開 (1962年6月) を機会に、BIS ならびに欧州諸国の中央銀行との関係の緊密化を図った<sup>121)</sup>。1963年秋には、BIS の会議へのビジター中央銀行としての参加が認められ、64年秋以降は、月例総裁会議の出席も認められた。

また、日本は、1963年秋以降、OECD 第3作業部会に参加するように

図2 ガイド・ラインの推移



〔出所〕『日本銀行沿革史』第5集 第17巻 p. 492 ほかより作成。

120) 村上「昭和37～38年の為替行政について」(昭和39年11月25日) pp. 41-42。

121) 『日本銀行百年史』第6巻, 1986年, pp. 244-245, pp. 250-252。『金融財政事情』1964年7月13日号は、「ともかくBISへの実質的な加盟が実現し、欧州諸国間で日本の短期外資の取りあさが大きな問題になっているときに、短期外資の導入規制措置が打ち出されたことは、国際的な金融協調の一環として、どうしても実施に踏み切らなければならなかったポイントでもあったようである」と指摘している (p. 10)。

なり、1964年4月にはOECDに正式に加盟した<sup>122)</sup>。このように、1963年から64年にかけて、日本が国際的な為替政策の動きに敏感にならざるを得ない状況が生まれた。

当時の日銀は、前川春雄理事を中心に、海外情報の収集、海外とのコネクションの形成に努めていた。そうした面では、大蔵省の先を行っていたように思われる。

日銀は、BISやOECDなどの国際機関の主張を拠り所にして、海外短資の抑制を図ろうとした。ちょうどユーロ・カレンシー市場においては、1963年秋に、西ドイツのスチンネス銀行やニューヨークの植物油市場の支払い困難問題が発生し、発足以来高まってきたユーロ市場への信頼が揺らぐという事件が起きた。BISは、1964年1月に、ユーロ市場の実態調査にもとづいたレポートを纏め、そのなかで、ユーロ市場での貸出に對して、より慎重になるべきだと警告した<sup>123)</sup>。

前川理事は、1964年6月24日の外国為替審議会で、OECD経済政策委員会のCountry Reportを紹介しながら、「短期資本についてはこれがわが国の外貨準備高のなかで相当の部分をお占めていることが日本経済の弱点であろう。同時に世界短資市場に相当の影響を及ぼしているのではないかとみている様である。これまでのところわが国は国際収支均衡をはかるために短期資本の流入にかなり依存してきたが、これが正常の姿でないとするれば今後は問題であろう」と、海外短資への依存政策を批判した<sup>124)</sup>。

実際には、ユーロ資金規制について、BISにおいても意見が一致して

---

122) 『日本銀行百年史』第6巻, pp. 256-257。

123) 「BISのユーログラ―秘密報告」『金融財政事情』1964年3月2日号, pp. 42-43。

124) 「第134回外国為替審議会議事要旨」(昭和39年6月26日)。奥村輝之(大蔵省為替局)は、1962年11月のIMFコンサルテーションの際にも、前川(当時は外国為替局長)は、IMF為替制限局長のフリードマンに働きかけて、短資の残高規制を実施させようとしたと述べている(村上一「昭和37~38年度の為替行政について」(昭和39年11月25日) pp. 44-45)。



いたわけではなかった<sup>125)</sup>。日銀は、自己の立場を正当づけるために、みずからの主張に合った見解を紹介したのだと言えよう。

以上述べてきたように、1960年から63年にかけて海外短資流入は、大蔵省がこれを歓迎する姿勢を示したために、実効力のある規制は実施されなかった。ようやく1964年になって、本格的な海外短資規制が実施されたのである。

しかし、1964年においても、短資規制は、ユーロ資金だけを対象としたものであり、ユーザンス借入は規制されなかった。この点については、大蔵省も日銀も意見が一致していた。前記の外為審議会において、前川も、「短資は Commercial Credit である面と Fund Operation の両面を持っている。まず Commercial としての短資は外国から低金利で輸入資金の usance を受け入れれば、すべてこれは短資の流入ということになる。これは貿易量の増大とともに必然的に増大することになるから、あながちこの形での短資の増大を非難することはできない」としている。

ユーザンス借入の拡大は好ましいとの大蔵省・日銀の姿勢は、1960年代末まで維持されるが、60年代後半になると、内外金利の逆転現象などが生じ、ユーザンス借入をただ放任していれば済むという状況ではなくなった。この点については、後に述べる。

#### (5) 証券投資の規制緩和

証券投資の形態での海外短資の流入に積極的であったのは、池田首相である。池田首相がみずから率先して、大蔵省を督促し、証券投資の自由化を促した<sup>126)</sup>。

資本取引については、厳しい規制が設けられており、外国人が日本の株

---

125) Catherine R. Schenk, *The Eurodollar Market; Supervision and Regulation 1955-80*, Oct. 2004 (mimeo).

126) 『金融財政事情』1962年8月6日号, p. 14。

式を購入しようとする場合には、日銀の窓口で、外資法による認可を受けなければならなかった。取得比率の面では、非制限業種では発行株式の8%、制限業種では発行株式の5%を超える場合には、個別の審査が必要であった。また、株式の元本送金については、2年据置5年分割という制限があった。日本の株式に投資しても、元本の回収にもっとも早くても6年もかかるという点は、外国人の証券投資にとって決定的な阻害要因であった。

元本の据置期間の撤廃は、1963年4月1日に全廃されるまで、貿易・為替自由化が打ち出されてから3年もかかったが、その間に、池田首相の廃止論と、大蔵省の規制維持論との抗争があった(表20)。

まず、大蔵省の見解を、1960年2月に大蔵省為替局が作成した「貿易・為替の自由化の意義」と題する文書<sup>127)</sup>を確認しておきたい。この文書は、為替の自由化は、「通貨価値の安定及び国際収支の状況等を充分考慮して順を追って自由化を進めてゆくことが肝要」であり、非居住者の経常取引→居住者の経常取引→非居住者の資本取引→居住者の資本取引の順序で進めるべきだとし、「居住者の資本取引の自由化は、為替管理自体が殆んど不必要となるような時期に行われるもので、いわば自由化の最終目標ともいべきもの」と述べている。要するに、大蔵省は為替自由化が当面の課題であり、資本自由化はその後でよいと考えていた。

1960年代初めには、DR(預託証券)方式による新株発行の開始(1961年6月)、海外における社債発行の再開(1961年1月、住友金属および川崎製鉄の社債発行(両者とも私募債)、公募債は62年9月の新三菱重工転換社債が戦後最初)など、民間長期資本の導入が始まり、外国人の証券投資の条件が生まれた。とりわけ、ADR(American Depository Receipts, 米国預託証券)は、アメリカの投資家が現物の日本株式を売買するのではなく、代替証券により売買を行なうというシステムで、外国人の証券投資に便利な制度であっ

127) 「貿易・為替の自由化の意義」(昭和35年2月9日 為替局)大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27~48年度—』第18巻, pp. 314-315。

高度成長期における為替管理と海外短資市場 (2)

表 20 対内証券投資規制の推移

実施年月日	規制の内容
1950年6月8日	外資法公布
1952年7月1日	株式売却代金の2年据置5年分割の規定が設けられる
9月30日	株式・持分に係る対内証券投資の自動承認限度が、非制限業種の場合8%、制限業種の場合5%と定められる
1960年6月1日	株式・持分に係る対内証券投資の自動承認限度の拡大 (非制限業種8%→15%、制限業種5%→10%、株主1人当たり5%) 株式元本送金期間の短縮(2年据置5年分割→2年据置3年分割)
1961年5月1日	株式・社債・受益証券の元本送金期間の短縮(2年据置3年分割→2年据置全額)
1962年8月1日	株式・社債・受益証券の元本送金期間の短縮(2年据置全額→6ヵ月据置全額)
1963年4月1日	株式・社債・受益証券の元本送金期間の短縮(6ヵ月据置全額→即時全額)
1967年7月1日	株式・持分に係る対内証券投資の自動承認限度の拡大 (非制限業種15%→20%、制限業種10%→15%、株主1人当たり7%)

〔出所〕 大田章『わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和』中央公論事業出版、2000年、pp. 160-164より作成。

た。この制度を利用して、ソニーが第1号のADRを発行した。証券業界、産業界は、証券投資の規制緩和に積極的であった<sup>128)</sup>。1960年5月には、野村證券が米国証券使節団を招き、大きな反響を呼んだ<sup>129)</sup>。

池田首相は、高度成長を実現するためには、外資導入が不可欠であり、そのためには外資規制を緩和すべきだと主張した。池田訪米に合わせ、1961年5月に緩和措置がとられたものの、その後、大蔵省と池田首相との意見が対立し、暗礁に乗り上げた。1962年8月に、田中角栄蔵相がようやく事態を打開し、株式元本の送金期間は6ヵ月に短縮された<sup>130)</sup>。

128) 「座談会 資本取引自由化に関する要望」『外国為替』第241号(1960年9月), pp. 4-11。奥村綱雄(野村証券会長)「今後の資本取引の自由化はどうあるべきか」『外国為替』第242号(1960年10月), pp. 4-7。

129) 瀬川美能留『私の証券昭和史』東洋経済新報社、1986年、pp. 126-130。

130) 「ふみきられた資本取引の自由化—株式元本送金の制限緩和」『貿易と関税』1962年9月号, pp. 12-16。

その結果、アメリカの税制面からも、日本への証券投資は容易になった<sup>131)</sup>。

海外短資の流入については、池田首相の積極的姿勢に同調した大蔵省が、証券投資の自由化に強く反対した理由は何であったのか。記録には、ホット・マネーの流入を懸念したという公式の理由だけしか記されていない。ホット・マネー流入の懸念ということであれば、ユーロ資金も同じはずである。為銀は完全にコントロールできるが、証券会社・証券市場の掌握については懸念がある、というのが大蔵省の本音ではなかったかと推測される。

このようにして1962年に証券投資の規制が大幅に緩和されたものの、1963年以降、アメリカが資本輸出を制限したため、実際に外国人の証券取得が活発化したのは1969年以降である。

#### (6) 小括

貿易・為替自由化措置は、対内政策である「国民所得倍増計画」と対になる、1960年代前半のもっとも重要な対外政策である。IMFやアメリカの圧力によって促されたという側面はあったが、多角的貿易決済システムの実現は経済成長のためにも不可欠であるとの判断にもとづいて、政府が主体的に選択した政策であった。

この政策の目的が、経常取引の自由化になる、貿易の拡大にあったことは言うまでもない。しかし、経常取引を自由化すれば、貿易金融等の短期資本取引が活発になり、資本取引の自由化が促される。1959年から60年に行なわれた一連の為替自由化措置により、それまで禁止されていた海外との短資取引は、ほぼ全面的に自由化されることになった。

1960年代初めには、日本の輸入の増大、アメリカ短資市場の復活を背景に、輸入ユーザンスの形態で海外短資流入が激増し、また、1950年代半ばに誕生したヨーロッパのユーロ市場からユーロ資金も流入した。池田

131) 据置期間の6ヵ月への短縮は、据置期間の撤廃とほぼ同等の意味を持った。

内閣は、長期資本導入を企図しただけでなく、「国際収支の天井」を高める効果がある短資流入も歓迎した。

1963年半ばには海外短資残高は25億ドルに達し、そのうちユーロ資金は約9億ドルであった。当時の外貨準備が約18億ドルであったことを考えれば、巨額と言っても良い。海外短資が急増するなかで、国内では規制論が高まった。おもな理由は、円転換されたユーロ資金が、国内金融市場を攪乱し、日銀の市場統制力を弱めることへの懸念であった。規制すべきだとされたのは、海外短資のうち、ユーロ資金だけであり、ユーザンス借入は、貿易が拡大すれば、それに伴って増大するとは自然だと考えられた。ユーロ資金に対する規制に消極的であった大蔵省も、1964年中頃に、実効力ある量的規制の実施に同意するに至った。

[付記] 本稿は、2003年度成城大学特別研究助成による研究「1960年代前半の外資導入と海外資本市場—利子平衡税とユーロ市場—」の成果の一部である。