

# 高度成長期における為替管理と 海外短資市場（3）

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 (以上 第 168 号)
- 4 外貨準備の管理と短資政策
  - (1) 内外金利逆転 - 円シフト
  - (2) 1967 年の国際収支悪化と外貨準備
  - (3) 引締め政策と海外短資・外貨準備
  - (4) 外貨準備過剰への対策
  - (5) 小括 (以上 本号)
- 5 ブ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

## 4 外貨準備の管理と短資政策

### (1) 内外金利逆転 - 円シフト

円シフトの発生 1961 年以降、金利は世界的に低下傾向にあったが、1963 年半ばに、上昇に転じた。転換の契機は、1963 年 7 月の米国の公定歩合引上げ（3.0% 3.5%）と利子平衡税の発表であった。1965 年 12 月に米国公定歩合が、さらに上げられると（4.0% 4.5%）、短期金融市場の金利は急騰し、米国のコール・レート（FF 金利）は、1966 年 11 月に、1930 年代以来の高水準である 6.25% に達した。高金利は、アメリカだけでなく、西欧諸国にも波及した<sup>132)</sup>。

他方、日本では昭和 40 年不況下の企業業績悪化のなかで、金融緩和の  

---

132) 「欧米主要国の高金利とその背景」日本銀行『調査月報』1966 年 10 月号、「欧

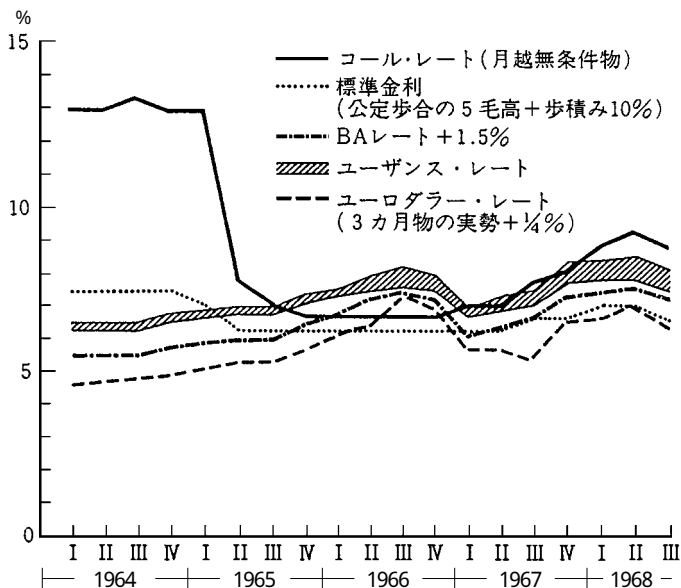
高度成長期における為替管理と海外短資市場(3)

要求が強まり、日銀は1965年中に3回にわたり公定歩合を引き下げた(6.57%→5.48%)。コール・レート(月越無条件物)は、1964年8月(ピーク)の13.1%から、1965年10月には6.6%まで下落した。

ユーザンス・レート<sup>133)</sup>は、1965年第4四半期から1966年第4四半期まで、コール・レート(月越無条件物)を上回り、その結果、1966年には、海外から借入れるより国内で資金調達する方が有利になった(図3)。海外金利が国内金利を上回ったのは、第2次大戦後初めてであった。

為銀は、輸入ユーザンス借入の円金融への乗り換え、ユーロ資金の返済、日銀の外国為替資金貸付制度の利用拡大などを行った。こうした主として

図3 内外金利の推移(各四半期末)



[出所] 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第12巻, 東洋経済新報社, p. 188.

米主要国における高金利の是正と今後の政策動向」日本銀行『調査月報』1967年4月号。

貿易金融の面における外貨金融から円金融への転換は、円シフトと呼ばれた<sup>134)</sup>。

円シフトの規模 1966年の円シフトの規模はどのくらいであったか？

円シフトは、輸入ユーザンスの円金融への転換、ユーロ資金の流出の2つの経路で生じたが、それぞれについて見て行きたい。

#### 輸入ユーザンスの円金融への転換

輸入ユーザンスの円金融への転換は、為銀レベルでは、割引可能な輸入手形の留保、商社、メーカーのレベルでは、ユーザンス期限前の決済や一覽払いへの移行という形で実施される。

表21に、当該期における貿易金融関係の円シフトの状況を示す数字を掲げた。輸入手形引受率の低下(1965年10~12月期90.4% 66年10~12月期80.6%)、外銀信用への依存率の低下(1965年10~12月期90.9% 67年1~3月期83.2%)、3カ月以内決済の手形の増加(1965年10~12月期9.2% 66年10~12月期21.4%)などを通じて、外貨金融から円金融への転換が起きたことがわかる。

輸入ユーザンスの円シフト額を、三菱銀行『調査』は7億ドル<sup>135)</sup>、『金融財政事情』は10億ドル<sup>136)</sup>、大蔵省国際金融局の推計(以下、推計1)は、1966年1月~11月で約4億ドル、また国際金融局の別の推計(以下、推計2)は、1966年中で5億2,000万ドル(66年度中では6億ドル)と推定した<sup>137)</sup>。

三菱銀行『調査』によれば、1966年1月~12月の輸入ユーザンスの円

133) ユーザンス・レート = BA レート(アメリカの銀行引受手形割引率) + 米国銀行の引受手数料 (= 1.5%) + 本邦為銀の取扱手数料(為銀マージン)。

134) 狭義には、輸入ユーザンスの円金融への転換だけを、「円シフト」というが、ここではユーロ資金の返済も含める。

135) 「わが国短期外資の動向とその対策」三菱銀行『調査』1967年7月号。

136) 「円シフトに一喜一憂の外貨金融」『金融財政事情』1966年12月12日号。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 21 円シフト

期 間	輸入為替		輸入ユー				
	A	B	引受率 B/A	決済	残高 C	外銀信用	
						D	依存率 D/C
			%				%
1965年 10～12月	1,817	1,641	90.3	1,627	1,944	1,768	90.9
1966年 1～3月	1,819	1,682	92.5	1,590	2,036	1,797	88.3
4～6月	2,019	1,792	88.8	1,678	2,150	1,819	84.6
7～9月	1,994	1,671	83.8	1,870	1,951	1,630	83.6
10～12月	2,242	1,806	80.6	1,829	1,927	1,630	84.6
1967年 1～3月	2,374	1,934	81.5	1,798	2,063	1,716	83.2

[注] 対象は全為銀。

[出所] 「ユーロダラー市場と我国のユーロダラー取入の現状について」(昭和42年6月)

シフト額は、7億ドルである<sup>138)</sup>。1965年末の輸入ユーザンス利用率<sup>139)</sup>(86%)を1966年9～12月の輸入額(29億2,100万ドル)に当て嵌めた場合の「輸入ユーザンス等残高」(=為銀の外銀借入残高)25億1,200万ドルと、1966年末の実際の残高18億600万ドルとの差7億ドルを、輸入ユーザンスの減少額として算出した数字である。

大蔵省の推計1は、業者のユーザンスの利用率、為替銀行の外銀借入依存度率が1965年9～12月期と同水準にあったものと仮定した場合の外銀借入残高の推定値と、1966年11月末の現実の借入残高を比較し、4億ドル強の円シフトがあったと推計する<sup>140)</sup>。

137) 『『円シフト』とその外貨資金繰りに対する影響等について(未定稿)』(昭和41年12月 短期資金課)。

138) 三菱銀行『調査』は、輸入ユーザンス借入減少額のうち、一部分はユーロダラー等の外資によって充てられたので、実際の円シフト額(外資から国内金融への乗換額)は5～6億ドルであったと推定する。

139) ここで言う利用率は、輸入取引決済のうちユーザンス手形を利用する割合(『金融財政事情』の推計ではこれを引受率と呼んでいる)ではなく、外銀借入資金に依存する割合(為銀短期資産負債残高のうちの輸入ユーザンス等の割合)である。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

関連指標（1965～67年）

（単位 100万ドル）

ザンス			その他 BA 借入	一般無担 (除ユーロ 無担)	米ドル・クレジットライン		
手形期間分布					限度額	使用額	使用率
3ヵ月以内	3ヵ月超 4ヵ月以内	4ヵ月超					
%	%	%			E	F	F/E
9.2	85.3	5.5	181	164	2,462	2,145	87.1
9.5	85.3	5.2	163	168	2,472	2,145	86.8
8.9	86.6	4.5	124	170	2,487	2,070	83.2
15.8	79.7	4.5	118	155	2,475	1,822	73.6
21.4	74.6	4.0	161	171	2,516	1,888	75.1
21.2	74.7	4.1	135	172	2,549	1,916	75.2

27日 短期資金課)

大蔵省の推計<sup>2</sup>は、1965年9月～12月のユーザンス利用度（92.2%）および外銀依存度（89.2%）が継続した場合の外銀借入残高と現実の外銀借入残高の差額を円シフトと定義し、その金額を1966暦年中に5億2,000万ドル、1966年度中に6億ドルと推計した<sup>141)</sup>。

『金融財政事情』は、1965年10月～66年10月までの円シフト額を、当該期間中の実際のユーザンス手形引受額と、通常の引受率（1965年度上期の輸入手形引受率94.7%と基準として採用）をもとに算出したユーザンス手形引受額との差5億8,400万ドルに、ユーザンス期間短縮による減少4億1,800万ドルを加えて、約10億ドルと推定した。これは、業者段階におけるサイト決済への移行やユーザンス期間の短縮による円シフトをフロー・ベースで合計した数値である。

140) 「『円シフト』とその外貨資金繰りに対する影響等について（未定稿）」（昭和41年12月 短期資金課）。

141) 「為替銀行の対外ポジションと国際収支について」（昭和43年6月14日 短資係）。計算の根拠として史料に掲げられているデータ（表を簡略化したデータが掲載されている）にもとづいて計算すると、1966年末で3億3,200万ドル、67年3月末で5億8,500万ドルとなり、66年末の計算が合わない。

以上の推計値を検討しよう。三菱銀行『調査』は、「輸入ユーザンス等」において約7億ドルの円シフトが発生した根拠として、円シフトが起きなかった場合の1966年末の「輸入ユーザンス等」を25億ドル余であったと想定している。実際には円シフトが解消した後の1967年末でも「輸入ユーザンス等」は22億1,100万ドル、68年にも23億200万ドルに過ぎず、しかも、その間に輸入額が3割以上も増大していたことを考慮すれば、25億ドル余という想定は明らかに過大である。大蔵省の推計2の5億2,000万~6億ドルも、円シフト後のユーザンス残高と比較した場合、なお大きすぎるように思われる。円シフトの規模は、大蔵省の推計2に近い、3~4億ドルと見るのが妥当であろう。

『金融財政事情』の推計はフロー・ベースであり、ストック・ベースの3つの推計とは直接の比較は出来ないが、フロー・ベースでの貿易金融の円シフト（輸入為替手形のサイト決済への移行、ユーザンス期間前の決済の累計）約10億ドルの減少は、ストック・ベースでは3~4億ドル程度の減少に相当すると考えられるので、この結論と整合的である。

#### ユーロ資金の流出と流入

ユーロマネーについては、自由円の減少と、自由円以外のユーロマネーの増大という対照的な動きが見られた。

自由円預金（外国の金融機関・企業が本邦為銀に対して行う預金）は、内外金利間の裁定により移動する。臨時金利調整法にもとづく日本の定期預金金利の上限は、3ヵ月もの4%、6ヵ月もの5%、1年もの5.5%であった。1966年5月頃から米国の6ヵ月もの定期預金金利の実勢が4%を越えると、自由円預金の急激な減少がおきた。自由円預金残高は1964年末の5億1,500万ドルから、65年末には4億30万ドル、66年末には2億5,900万ドルへと、わずか2年間に半減した（表22）。

自由円預金以外のユーロマネー残高は、1965年末の7億5,500万ドル

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 22 海外短資残高の推移（1960～70年）

（単位 100万ドル）

歴年末	海外短資					貿易関係信用 (輸入ユーザンス 借入等)	短期インバク ト・ローン
	ユーロマネー			自由円	計		
	ユーロ ダラー	その他 外貨預金	ユーロ 無担	(除 邦銀 本支店)			
1960	192	31	18	86	327	692	15
61	199	53	68	174	494	1,222	15
62	392	108	99	245	844	1,227	63
63	357	158	77	352	944	1,698	96
64	474	131	89	515	1,209	1,904	143
65	543	130	82	403	1,158	2,035	59
66	821	81	52	259	1,213	1,806	11
67	998	98	46	259	1,401	2,211	15
68	1,121	58	69	284	1,533	2,302	47
69	804	17	44	283	1,147	2,280	0
70.6	1,112	14	45	434	1,605	...	0

[出所] 「海外短資残高の推移」(昭和42年1月19日 短資), 「海外短資残高の推移」(昭和45年8月)より作成。

から、66年には9億5,400万ドルへ、約2億ドルの増加を見た。ユーロダラーの金利は1966年3月に6%、12月に7%へと上昇し、国内コールの無条件ものの6.753%を上回るに至った。にもかかわらずユーロ資金の流入が生じたのは、米国市場の輸入ユーザンス借入金利7.5%よりも低かったからである。

また、大蔵省・日銀は、円金融への転換を抑え、為銀をユーロ市場へ誘導するために、ユーロ資金規制に関する一連の緩和措置を実施した。外貨準備金制度の準備率は、1966年4月以降、一律15%に引き下げられた。また、1966年4月以降、日銀の海外短資ガイドラインの枠が段階的に緩められ<sup>142)</sup>、1966年3月に10億2,400万ドルであった海外短資取入れ枠は、同年12月には、11億6,600万ドルになり、1億4,200万ドル拡大さ

142) 「短資のガイドラインについて」(昭和41年6月23日 短資)。

れた（図2（本誌第168号55頁参照）、後掲表27）。さらに、1966年7月には、ユーロダラー取入れの日銀指導金利が廃止された<sup>143)</sup>。

このように自由円預金の減少が、ユーロダラー取入の増大によって相殺された結果、ユーロマネーの残高は1965年末から66年末にかけて5,500万ドル増加した。

以上から、1966年の円シフトは、輸入ユーザンスにおいて3~4億ドル程度の規模であり、ユーロマネーは自由円預金の流出とそれ以外のユーロマネーの流入を相殺すれば流出入がほぼ均衡し、全体的に見れば、小規模な変化に終わった。1967年に入ると、アメリカのBA金利は低下に向かったため、為銀は外銀借入をふたたび増大させた。1月の西ドイツを皮切りに、4月のアメリカに至る欧米主要国の公定歩合引下げと、7月以降の日本の金融引締め、とくに9月の日本の公定歩合引上げにより、海外金利安・国内金利高は決定的となり、67年には、海外短資は流入に転じた（これを、「逆シフト」ないし「ドル・シフト」と呼んだ）。

政府は短資流出に不安感を抱きつつも、効果的な方策を見出せず<sup>144)</sup>、推移を見守っているうちに、円シフトは1967年初めには沈静化した。為銀、メーカー等側に、国内において十分な円資金を調達する余裕がなかったことも、大規模な円シフトが起きなかった理由の1つである<sup>145)</sup>。

---

143) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第12巻, pp. 191-193 参照。

144) 輸入ユーザンスの減少を食い止めるための対策としては、輸入貿易手形制度の通用停止（1966年1月以降）、行政指導による為銀マージンの圧縮、大手ユーザンス利用者に対する行政指導などがなされた（「円シフト その本質と対策」『国際金融』第365号（1966年6月）p. 10）。

145) 「『円シフト』とその外貨資金繰りに対する影響等について（未定稿）」（昭和41年12月 短期資金課）。1966年12月の国際金融局短資課のメモは、日銀が為銀から聴取した様子を、以下のように記している。「国内金融情勢は、先行、基調として景気回復に伴う資金需要の増大傾向が考えられ、加えて1~3月の季節的事情があって、資金需給は引締りに転ずるものと思われるため、円ポジションの悪化が予想されるので、そのような事情の下で、更に



円シフト・パニックの理由 1966年の円シフトが一時的な現象であったにもかかわらず、大蔵省国際金融局や為銀がパニックに陥ったのは、外貨準備の脆弱さが露呈したためである。

すでに見たように、1960年代前半においては、為銀経由の短資導入や、民間企業・政府関係機関の長期資本導入により、政府・日銀の公的準備を補強する政策がとられた。為替当局は、内外金利差を前提に、外資流入量だけを監視すれば済んでいた。ところが、内外金利の逆転により、短期資本の流出という想定外の事態が起きたのである。

1966年には、3億ドルの国際収支（総合収支）の黒字が生じたが、円シフトで為銀の対外ポジションが3億8,500万ドル改善した（=為銀の外貨純負債が減少した）ために、外貨準備は3,300万ドル減少した。総合収支の黒字がなければ、約20億ドルの外貨準備の約2割が、1年間で減少したはずである。「大手輸入業者が輸入クーザンスをやめて輸入資金を国内金融でまかなえば21億ドル余の外貨準備高は、たちどころに激減、10億ドル前後に転落する危険性をはらんでいる」と指摘されたように<sup>146)</sup>、輸入クーザンス借入も、もはや安定した短資ではなくなった。

輸出クーザンスの肥大化 通貨当局は、円シフトを契機に、輸出手形引受による短期資金の流出に初めて目を向けた。

1966年の短資の流出は、輸入貿易金融の円シフト（=短期債務の減少）だけでなく、短期資産の増大にも原因があった。3億8,500万ドルの為銀対外ポジション改善（=純負債額の減少）は、輸入クーザンス借入等の円シフトによる2億7,300万ドルの為銀短期負債の減少と、輸出手形引受等による1億1,200万ドルの為銀短期資産の増大によるものであった。

---

新たな円資金投入により外貨を調達することは避けたいとの気持が強い。」  
（「昭和42年1～3月間の海外短資の取入れについて」（昭和41年12月23日短資課））

146) 「不気味な円シフトに楽悲両論」『金融財政事情』1966年4月4日号，p. 18。

日本の貿易業者が輸出を行う際には、為銀に輸出手形を買い取ってもらふ。為銀はこの輸出手形を、ニューヨーク等の海外市場で割り引くことも出来たが、実際には、輸出手形に相当する円資金を日銀から借り入れ、輸出手形を満期まで手許に保有するが多かった。

日銀が為銀に対して、輸出手形の買い取りのための円資金を供給する制度は、1953年に発足した。その名称は、当初の外国為替引当貸付制度から、1961年9月に外国為替資金貸付制度と変わり、システムにも若干の変更が加えられたが、日銀が為銀に対して輸出手形に相当する円資金を供給する基本的な仕組みは一貫して維持された（「日銀外為貸」とも呼ばれた）。

制度創設の目的は、占領が終って間もない時期の、国際的に信用度も低かった為銀を保護することにあった。1961年に、外国為替資金貸付制度になった後は、為銀の保護よりも、輸出促進（＝輸出業者の金利負担軽減）が前面に押し出され、輸出促進の大義名分のもとに、手形の種類や期間が拡大されるなど、制度の補強が図られた。

日銀の外為貸金利は政策的に、海外金利（BAレート）よりもつねに低く設定されたので、為銀に海外の割引市場を利用しようという誘いが働かず、輸出ユーザンスの8割までは日銀に依存する結果となった。

この制度においては、日銀は為銀から輸出手形（＝外貨資産）を買い取るのではなく、為銀が保有する輸出手形に相当する円資金を貸し付ける<sup>147)</sup>。したがって、輸出増加とともに為銀が保有する輸出手形は増え、為銀の短期外貨資産が増大することになる。1963年から66年の間に、輸出額（通関ベース）は53億9,100万ドル（1963年）から、96億4,100万ドル（1966年）へと約1.8倍に膨らんだ。それとともに、1963年には9億4,700万ドルであった為銀保有の輸出手形残高は、66年にはその倍近くの18億

---

147) 1965年12月には、外国為替手形買取制度も設けられたが、外国為替資金貸付制度を補完するという趣旨で設けられ、実際にもその利用は限られた範囲にとどまった。

9,600万ドルに達した(表23)。

国際金融局は、為銀保有の輸出手形増大が、外貨準備の減少につながる危険性に気付き、つぎのように指摘した<sup>148)</sup>。

現行の外為貸制度のもとでは、年間10億ドル輸出が増加すれば、約2億ドルの輸出ユーザンスが増加し、それだけ短期資金が流出する。最低限20億ドル程度の外貨準備を維持しなければならないわが国にとって、2億ドルもの短資の流出は容認できない。輸出ユーザンスについて、「輸出増に伴ない半自動的に短期資金が流出して行くような制度を維持しているのは、外貨準備にゆとりのないわが国としては、妥当でない。」

#### (2) 1967年の国際収支悪化と外貨準備

外貨準備の脆弱面 根本的な対策がとられないうちに、円シフトは終息に向かった。しかし、外貨準備の脆弱面が浮き彫りになり、外貨準備20億ドルでの経済運営が根本的に問われることとなった。

外貨準備は、1961年4月に20億ドルを突破して以来、20億ドルのラインを前後していた(図4)。外貨準備の増減を規定するのは、総合収支の増減と、為銀の対外ポジションの変化である。

1961年から64年まで経常収支は赤字を記録し、総合収支も61,63,64年と赤字であった。とりわけ、61年の総合収支赤字は大幅で、9億5,200万ドルに達した。経常収支の赤字は、長期・短期資本の導入によって補い、20億ドルの外貨準備を維持することができた。1964年以降、貿易収支は黒字傾向になったが、貿易外収支の赤字幅は依然として大きく、経常収支はまだ安定的に黒字を計上していなかった。他方、長期資本収支は、65年以降赤字に転じ、日本は資本輸出国となった。そのため、65,66年の総合収支の黒字は小幅にとどまり、外貨準備の増加への寄与は小さかった。

148) 『『円シフト』とその外貨資金繰りに対する影響等について』(昭和41年12月 短期資金課)。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 23 為銀部門対外債権債務

		1963年	1964年
資 産	1 邦貨建資産	0.7	0.0
	2 外貨建資産	1,580.1	2,177.2
	(1) 本支店勘定	822.5	969.3
	(2) 預け金	212.2	272.7
	(3) 貸付	28.2	18.6
	(4) 輸出手形 (うちユーザンス分)	946.6 (748.4)	1,345.1 (1,041.7)
	(5) その他	11.9	23.8
	(6) 重複分	459.3	452.2
	資産合計	1,580.8	2,177.2
負 債	1 邦貨建負債	451.3	625.3
	2 外貨建負債	2,249.2	2,736.9
	(1) 本支店勘定	288.8	471.8
	(2) 預り金	51.8	55.4
	(3) 借入	1,874.4	2,167.0
	イ 貿易関係借入	1,697.9	1,903.8
	(イ) 輸入リファイナンス	1,003.1	1,134.3
	(ロ) 外銀アクセプタンス	298.9	324.1
	(ハ) 綿花借款	55.4	51.2
	(ニ) 海外店ユーザンス	119.6	139.2
	(ホ) その他 BA 借入	205.9	231.4
	(ヘ) その他	15.0	23.6
	ロ 一般無担保	93.2	160.1
	ハ ユーロ無担	76.5	89.1
(4) その他	34.2	42.7	
負債合計	2,700.5	3,362.2	
Net Position		1,119.7	1,185.0
(重複調整前 Net Position)		(660.4)	(732.8)

[出所] 「為銀部門対外債権債務残高(内訳)推移表」。

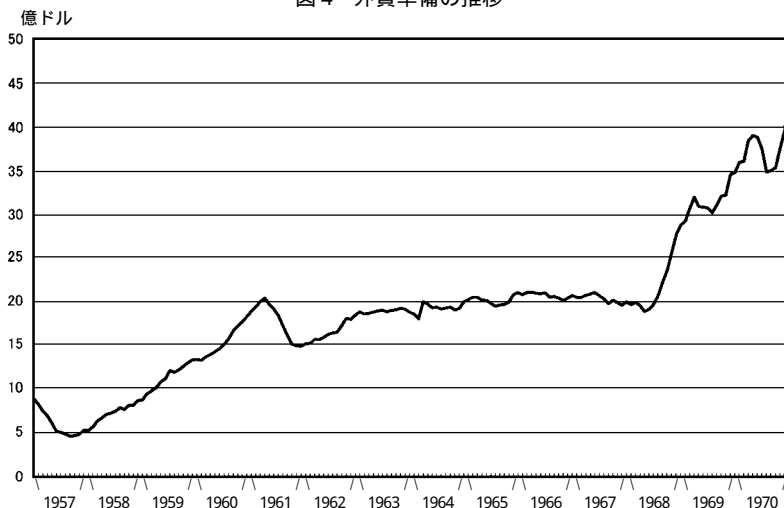
高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

残高（1963～69年）

（単位 100万ドル）

1965年	1966年	1967年	1968年	1969年
0.5	0.2	1.7	3.3	9.3
2,548.5	2,661.2	3,103.3	3,825.5	5,215.1
1,057.9	1,096.5	1,426.4	1,356.4	1,717.8
287.2	237.1	268.8	330.8	385.3
7.4	12.5	11.7	20.9	32.8
1,652.0	1,896.0	1,981.8	2,734.4	3,703.2
(1,300.3)	(1,541.4)	(1,643.8)	(2,291.1)	(3,235.6)
10.0	21.6	14.7	10.5	14.6
466.0	602.5	600.1	627.5	638.6
2,549.0	2,661.4	3,105.0	3,828.8	5,224.4
544.7	328.8	379.7	379.9	373.3
2,907.4	2,850.5	3,753.5	4,238.5	4,156.7
564.9	743.3	1,139.7	1,447.1	1,189.8
18.1	23.6	41.0	42.6	42.0
2,282.5	2,028.3	2,508.7	2,637.0	2,819.7
2,034.5	1,805.9	2,211.0	2,301.5	2,279.6
1,258.3	1,091.5	1,632.3	1,680.5	1,612.9
310.1	291.7	269.1	285.3	371.9
70.9	74.4	57.0	65.6	39.4
175.3	153.1	85.5	98.5	72.8
181.0	160.8	155.5	132.3	138.8
38.9	34.4	11.6	39.3	43.8
164.1	170.6	251.5	266.1	496.5
82.4	51.8	46.2	69.4	43.6
41.9	55.2	64.1	111.8	105.2
3,452.1	3,179.3	4,133.2	4,618.4	4,530.0
903.2	517.9	1,028.2	789.6	694.4
(437.2)	(84.6)	(428.1)	(162.1)	(1,333.0)

図4 外貨準備の推移



〔出所〕 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～49年』第19巻，東洋経済新報社，1999年，p. 523より作成。

経常収支の大幅な黒字が生じ、過剰な外貨準備に悩む事態がわずか2、3年後に発生するとは誰も予想しなかった。

為銀の対外ポジションは、1964～66年にかけて、改善傾向にあった。輸出の拡大で短期資産（主として輸出手形）が持続的に増大する一方で、アメリカの資本輸出規制や、日本の為替当局によるユーロ資金取り入れ規制、さらに円シフトの影響で、短期負債が頭打ちになったためである。為銀の対外ポジションが改善すれば、外貨準備は減少する。

外貨準備は20億ドルを維持したが、貿易規模が急速に拡大したため、対外支払準備としての相対的規模は縮小していた。当時、外貨準備の水準を示す指標として、外貨準備と年間輸入額との比率が用いられた。年間輸入額が1961年から66年の間に58億ドルから95億ドルに増大した結果、この比率は30%台から20%程度に低下した。他の先進国が5割から3割であったのと比較すると、かなり低水準であった。為替当局は、日本の外

貨準備は、必要最低限を満たしていないのではないかと危惧した。

資本輸出入の構造変化 資本輸出国への転換は、1960年代後半の国際収支構造の特徴の1つである。そこで、フロー（国際収支表）とストック（対外資産負債残高表）の両面から、この点を確認しておきたい。

表24は、国際収支表にもとづいて、長短資本の流出入を纏めたものである（は流出を示す）。長期資本は、1965年以降は一貫して流出超過であった。長期資本輸出（延払信用、直接投資、借款供与など。（1）欄のは資本輸出増）は、66年以降73年まで急テンポで増大した。長期資本輸入（借款、直接投資等による資本流入。（2）欄）は、60年代後半にも引続き行なわれたが、規模はそれほど大きくなかった。全体として、長期資本は一貫して流出傾向にあった。

短期資本の移動は、IMF方式の国際収支表においては、為銀が関与する短資と、それ以外の短資（日本企業が外国企業から受ける貿易信用であるシッパーズ・ユーザンスや、本邦為銀の海外支店が海外輸出業者振り出しの期限付取立手形を割り引くBCユーザンスなど）とが金融勘定（為銀部門）と短期資本収支に分けて計上される。外国に対する短期信用供与（（5）欄）は、その大部分が本邦為銀による輸出手形の買取であるが、流出額は拡大傾向にあった。また、外国に対する短期負債（（4）欄+（6）欄）は、1966年の円シフトの時を除いて取入額のほうが返済額よりも大きかったため、海外短資取入残高は増え続けた。ただし、短期資産の増大幅が大きかったために、60年代後半には流出超過の傾向にあった（（8）欄）。

長短資本の流出入の合計では、1965～73年は、67、71の両年を除いて流出超過となる（（9）欄）。1960年代前半の資本流入構造から、60年代後半～70年代初めの流出構造への転換が確認出来る。

つぎに、残高ベースで長期資本の動向を見る（図5、図6）<sup>149）</sup>。

149） 対外資産残高表より作成。対外資産残高表が公表されるのは1971年以降で

高度成長期における為替管理と海外短資市場(3)

表 24 資本流出入の推移(1960~75年)

暦年	長期資本収支						短期資本収支			為銀			短資流出入		資本流出入
	資産		負債		合計	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
	(1)	(2)	(3)												
1960	172	117	55	16	...	...	395	379	324						
61	312	302	10	21	227	778	551	530	520						
62	310	482	172	108	85	79	6	102	273						
63	298	765	467	107	438	850	412	519	986						
64	451	558	107	233	596	662	66	299	406						
65	447	33	414	62	373	88	285	347	761						
66	706	103	809	64	113	276	389	453	1,262						
67	875	63	812	506	478	989	511	1,017	205						
68	1,096	857	239	209	724	486	238	29	268						
69	1,508	1,353	155	178	1,395	88	1,483	1,305	1,460						
70	2,031	440	1,591	724	1,375	1,009	366	358	1,233						
71	2,231	1,149	1,082	2,435	579	1,952	2,531	4,966	3,884						
72	5,020	533	4,487	1,966	2,844	865	1,979	13	4,500						
73	8,468	1,282	9,750	2,407	1,139	5,112	3,973	6,380	3,370						
74	4,063	182	3,881	1,778	3,008	11,208	8,199	9,977	6,096						
75	3,392	3,120	272	1,138	138	1,742	1,880	742	470						

[注] は流出。  
 [出所] 大蔵省財政史至編『昭和財政史 昭和27~48年度』第19巻, p.543, p.548ほかより作成(原資料は大蔵省『財政金融統計月報』掲載の「国際収支表・IMF方式」および日本銀行『国際収支統計月報』)

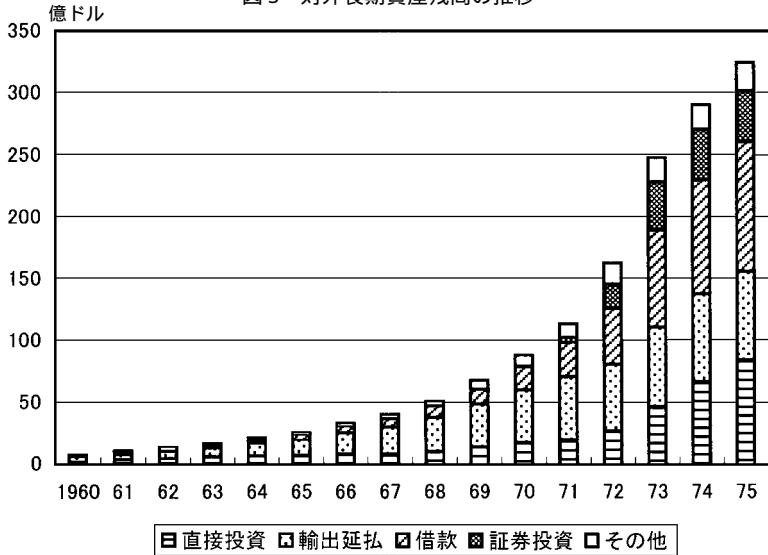


高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

対外長期資産は、1960年代後半以降、かなりのペースで伸びており、とくに70年代初めの伸びが著しい。60年代後半の伸びは、主として延払輸出信用によって支えられ、70年代に入ると、借款、直接投資、証券投資が増大した。70年代に入ると、延払輸出信用が停滞気味となり、対外長期資産の構成は多様化した。

対外長期負債は、1960年代には、民間企業の借款、政府や地方自治体の公債と政保債、賠償・ガリオア債務（図6では公債・政保債・賠償はその他に分類されている）が主であった。1960年代後半は停滞傾向にあり、とりわけ66、67年には残高の減少を見た。直接投資は、67年に「資本自由

図5 対外長期資産残高の推移

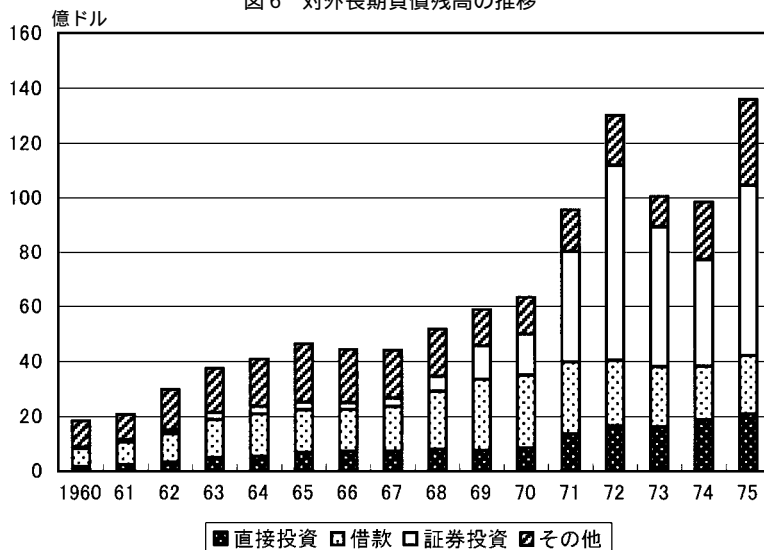


[出所] 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第12巻，p. 7，p. 185，第19巻，pp. 550～551より作成。

あり、それ以前は、内部資料として作成されたものが存在するだけであるが、おおよその動向を把握するには十分である。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

図6 対外長期負債残高の推移



〔出所〕大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第12巻，p. 7，p. 185，第19巻，pp. 550～551より作成。

化」( = 対内直接投資の自由化) が始まったにもかかわらず，70年まではほとんど増加していない。71，72年の長期資産の急増は証券投資の拡大によるもので，借入は70年代に入ると減少に転じた。

アメリカの資本輸出規制とその影響 1964年以降，アメリカがドル防衛のために資本輸出規制に踏み切ったことは，長期・短期の外資を主としてアメリカ市場から取り入れていた日本にとって大きな衝撃であった。

資本輸出規制は，1964年9月3日の利子平衡税 (Interest Equalization Act, IET) の成立を第1段階とし，65年3月の対外融資に関するFRB (連邦準備制度理事会) によるガイドラインの設定 (第2段階)，68年1月の新ガイドライン発表 (第3段階) へと段階的に強化され，長期資本輸出から商業銀行の貸出へと規制対象範囲も拡大された<sup>150)</sup>。

1963年7月18日、ケネディ米大統領は国際収支特別教書において利子平衡税の創設を提案した。利子平衡税法は、議会での修正ののち、64年9月3日に成立した。外国人発行の期間3年以上の証券（既発の証券も含む）を取得した米国人に対して税を課すことにより、米国市場における外債発行を抑制することを目的とした<sup>151)</sup>。

アメリカ史上初めての平時における長期資本流出規制であった点では画期的だったが、長期資本輸出の直接制限ないし禁止ではなく、課税という間接的な方法がとられ、商業銀行の長期貸付や、米国の輸出にかかわる長期貿易信用には適用されないなど広範な例外措置が設けられたため、その効果は限定的であった。とくに、銀行貸出が抜け道となり、商業銀行の対外貸出が急増した<sup>152)</sup>。

1965年2月10日に、ジョンソン米大統領は、国際収支特別教書を議会に提出し、対外投融資規制を銀行融資にまで拡大する方針を明らかにした。この方針に則り、65年3月8日、FRBは、商業銀行の対外融資に関するガイドラインを発表した<sup>153)</sup>。商業銀行に対して対外融資残高を、64年末残高の105%以内に抑えるよう求める措置である<sup>154)</sup>。この措置により、短期資本も規制の対象となった。ただし5%増の枠内においては、輸出信

---

150) James P. Hawley, *Dollars & Borders : U.S. Government Attempt to Restrict Capital Flows, 1960-1980*. M. E. Sharpe, 1987 は、アメリカの資本輸出規制の歴史的推移を実証的に明らかにした文献である。本稿の、アメリカの資本輸出規制に関する3段階は、同書に依拠している。

151) 「利子平衡税法詳解」『時事通信 金融財政版』1964年10月28日号。

152) 法案の審議中から銀行貸出の増大が顕著であったため、1964年8月4日にゴア上院議員の提案により、商業銀行貸付が利子平衡税の効果を損なっていると見なされた場合には、大統領が1年以上3年未満の銀行貸付についても課税できるという「ゴア条項」が盛り込まれた。ゴア条項は、65年2月11日発効。

153) 商業銀行に対するガイドラインと並んで、商業銀行以外の金融機関（生保、損保、相互貯蓄銀行、投資信託会社など）に対するガイドラインは1965年3月3日に、海外事業を営む大企業に対するガイドラインは同年3月16日に発表された。

154) ガイドラインは、その後も毎年見直され、1966年、109%（対1964年比）、67年、109%、68年、103%となった。

用が優先された<sup>155)</sup>。

ベトナム戦争による国際収支の悪化，1967年11月17日の英ポンド切り下げを契機とする国際金融市場での投機圧力の増大に対処するため，ジョンソン米大統領は，68年年頭にドル防衛に関する特別教書を発表し，資本輸出規制の強化を打ち出した。具体的には，米国の多国籍企業に対する対外投融資規制が自主規制から法的強制に高められ，FRBによる商業銀行の対外融資規制が強化された。

その後，アメリカの資本輸出規制は，1971年8月の金ドル交換停止まで基本的にはそのまま維持され，その後緩和に向かい，変動相場制移行後の74年1月に廃止された。

つぎに，アメリカの資本輸出規制が日本に及ぼした影響について述べる。

ケネディ大統領による利子平衡税の発表は，東京株式市場の株価大暴落（1963年7月19, 20日の両日に8.14%下落）を引き起こした。アメリカが資本輸出規制の結果，米国市場からの資本輸入は縮小した。その程度は，長期資本と短期資本では異なった。長期資本は直接的に大きな影響を受けたが，短期資本の場合には，影響は間接的であった。

米国からの長期資本導入は激減した。1965年度から70年度までに米国市場で発行された日本の外貨債は8,650万ドルにすぎず，ユーロ市場の3億500万ドルを大幅に下回り，ユーロ市場へのシフトが起きた<sup>156)</sup>。株式会社では，1961年6月にスタートしたADR（預託証券）方式での日本株式の米国市場での発行は途絶し，市場経由での米国投資家による日本株取得（主として投資ファンド形式による）も壊滅的な打撃を受けた<sup>157)</sup>。

利子平衡税が発表されると，政府は直ちに大平正芳蔵相をアメリカに派遣して，日本に対して適用を免除するよう猛烈な働きかけを行った。その

155) 『外為年鑑』1966年版，p. 70。

156) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第12巻，第3章（浅井良夫執筆）p. 298。

157) 『東京証券取引所50年史』2002年，第2章（杉浦勢之執筆），pp. 329-330。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

結果、1965年に、日本の国債・政保債については1億ドルまで課税免除という譲歩を勝ち得た。さらに67年11月には、1億ドルの免税枠に民間債も含まれることになった。

他方、短期資金（市中銀行の外銀無担保借入、輸入ユーザンス借入など）は、利子平衡税の対象外であったが、後に、FRBのガイドラインが設けられ、その対象となった。FRBは米国の銀行の海外短期貸出について上限（ガイドライン）を設定した。大蔵省の試算によると、日本に適用されるガイドライン（借入上限金額）は、1966年末、67年末とも35億ドルであった（表25）<sup>58</sup>。したがって、米銀からの借入は、現水準を維持するのがせいぜい

表25 米市中銀行からのガイドライン対象の本邦受信高の推移

（単位 100万ドル）

月末	ガイドライン 規制枠	ガイドライン 対象受信高	余裕枠
1964年 12月	3 211	3 211	0
1965年 12月	3 372	3 196	176
1966年 6月	3 436	3 015	421
9月	3 468	2 693	775
12月	3 500	2 651	849
1967年 3月	3 016	2 702	314
6月	3 177	3 036	141
9月	3 339	...	...
12月	3 500	...	...

[注] 1: 1966年のガイドライン規制枠の計算方法。1966年6月末 3 211×107%，  
9月末 3 211×108%，12月末 3 211×109%。

2: 1967年のガイドライン規制枠の計算方法。

1964年末の対象受信残高 3 211 百万ドル (a)

1965年9月末の対象受信残高 2 693 百万ドル (b)

1966年10月から1967年末までの余裕枠 (b)×109% - (b) = 807 百万ドル

1967年3月末ガイドライン = (b)+(c)×40%，6月末ガイドライン = (b)+(c)×60%，

9月末のガイドライン = (b)+(c)×80%，12月末ガイドライン = (b)+(c)×100%

[出所] 「米国の対外融資規制措置の現状と見通し」（作成者、年月不明）

158) ガイドラインでは、総枠（1964年残高を基準にして米国の商業銀行の対外と信残高の総枠を決める方式）が定められただけであり、国別の割当が設け

であり、将来の大幅な増加は期待できなくなった。それだけでなく、後述するように、外交ルートを通じて、米国は日本に対して、為銀の対米短期借入を縮小するよう圧力をかけた。

大蔵省の認識 以上述べた、内外金利の一時的逆転(「円シフト」)、輸出の著しい拡大(1964、65、66年に輸出は対前年比でそれぞれ22.4%、26.7%、15.7%増大した)、資本輸出型への資本収支構造の変化、アメリカの資本輸出規制の強化など、1960年代半ばに起きた変化の結果、為替当局は、外貨準備水準を再検討する必要に迫られた。

円シフトが一段落した1967年3月15日に作成された国際金融局のメモ「国際収支と外貨準備等について」は、つぎのような考察を行っている<sup>159)</sup>。

国際収支は「要するに外貨の金繰りの問題」であるから、もし今後円シフトなどが発生して外貨準備が急減する事態が生じても、IMF等から一時的な外貨借入をすれば良いという考え方は誤りである。そのような対処の仕方では、「経済運営のタイミングを誤り、急激な政策転換を余儀なくされ、経済の安定成長に背馳する結果となるおそれが強い。」安定成長を実現するためには、「外貨準備を漸次増強していくという基本的態度でのぞむことが肝要」である。外資は当面は大幅な流入は見込めない。長期資金については主要借入国である米国の利子平衡税、対外与信ガイドラインが存在する。短期資金についても、ガイドラインにより、大幅な借入増は期待できない。そもそも、米国市中銀行の外国人に対する短期与信残高のうち日本だけで32%までを占めるという、本邦為銀の米国市中銀行への異常に高い依存度は「わが国対外ポジションの脆弱性を示すもの」である。たしかに、過去において、「輸入クーザンスに伴う借入や海外短資の取入

---

られたわけではない。大蔵省が試算した規制枠は、1964年末の日本の受信残高を基準にして、米国のガイドラインにもとづいて算出したものである。

159) 「国際収支と外貨準備等について」(昭和42年3月15日 短期資金課)

れは、いずれも当時におけるわが国の外貨危機の緩和に役立ち、これと併行して実施された特別借款による外貨補強と相まって、結果的には、より大きな基盤における経済成長を可能にした。」しかし、その間における急激な政策転換によるマイナス面を無視することはできない。現在では、こうした「国民経済的な規模におけるオーバー・ローンの状態」の反省が求められているのであり、「毎年毎年の経済運営において着実に外貨の純資産を積み増ししてゆく配慮が必要」である。

このような外貨準備積み増し論は、国際金融局だけの意見ではなく、政府レベルの共通理解でもあった。1967年3月閣議決定の「経済社会発展計画」には、「経済の安定した発展と弾力的な経済運営のためには、貿易規模に見合う適正な水準の外貨準備を維持することがきわめて重要であり、貿易規模の拡大に対応してその増加をはかっていかなければならない」と明記された<sup>160)</sup>。この計画は、物価の安定や社会資本の充実を掲げ、「社会問題を含む広範な課題に答える」としながらも、高い成長率(目標実質成長率8.2%)と技術力強化にもとづく輸出拡大を目指す高度成長路線を堅持した。

「経済の安定した発展」とは、高度成長の持続という意味であったから、外貨積み増しと成長の追求とのトレードオフの問題が解消されたわけではなかった。とりあえず、1965～66年は経常収支が大幅な黒字であったために、トレードオフは生じず、外貨準備は漸増した。

### (3) 引締め政策と海外短資・外貨準備

国際収支の悪化 1967年に入ると、先進諸国を中心に景気は停滞し、輸出の伸びは著しく鈍化した。他方、国内では景気上昇による設備投資の増大、原材料の需要増大が見られ、輸入は伸び続けた。その結果、貿易収支黒字幅は縮小し、1月、5月には若干ながら赤字を記録した。経常収支は、

160) 鹿野義夫編『経済社会発展計画の解説』日本経済新聞社、1967年、p. 252。

### 高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

1967年1～3月期に1億7,400万ドル、4～6月期に11億7,300万ドル、68年1～3月期に2億9,500万ドルの赤字となった。年間の経常収支は、66年度9億9,600万ドルの黒字から、67年度には3億1,100万ドルの赤字に転じた（表26）。

日銀は、1967年7月下旬に、市中銀行に対しポジション指導を強化する方針を決定し、金融引締めを踏み切った。9月1日から公定歩合の引上げを実施し、65年7月以来停止していた窓口指導を復活させた。政府も、9月5日に財政支出の繰延べを閣議決定し、金融・財政両側面からの総合的な引締め体制が整えられた。68年1月には、日銀は公定歩合をさらに1厘（0.365%）引き上げ、6.21%とした。

**IMF 借入れ案の浮上** 国際収支が悪化するなかで、大蔵省は、1967年8月頃からIMF等からの借入の検討を始めた。

1967年9月、IMF世銀総会に出席した水田三喜男蔵相は、シュヴァイツァー IMF専務理事に対し、今後の成行きによってはIMFにスタンドバイ・クレジットを要請する可能性があるとして、以下のように伝えた<sup>161</sup>。

1. わが国の外貨準備高の今後の推移については、総合収支の赤字見通し及び短期資金の流出入見通しを明確に予測できないので、はっきりしたことはいえないが、来年に入って3月末頃までには18億ドル台を割るに至ることも考えられる。

われわれとしては、対外信用の見地から外貨準備は18億ドル台を割りたくないのですが、そのようになる場合には、日銀と米連銀との間のスワップを行いたいと考えているが、その前にIMFに対し、適当な額のスタンド・バイ取極をお願いすることになると思うので、その節はよろしく御配慮願います。

---

161) 「IMF スタンド・バイ取極について」(昭和42年9月7日 [大蔵省]) [旧大蔵省資料] このメモは、水田蔵相の会議のための準備メモである。実際の会議記録は入手できなかったが、この内容が伝えられたことは間違いない。



高度成長期における為替管理と海外短資市場(3)

表 26 国際収支総括表(四半期)

	(単位: 100万ドル)										
	経常収支					金融動定		その他			
	貿易収支		貿易外収支			移転収支		長期資本収支	短期資本収支	総合収支	外貨準備増減
	輸出	輸入									
1964	542	1,317	1,625	218	16	73	171	266	266	118	204
	275	1,579	1,636	201	17	58	13	266	266	59	207
1965	51	1,735	1,490	179	15	24	17	164	164	2	162
	286	2,073	1,576	186	25	48	59	239	239	60	179
	33	1,812	1,625	194	26	17	9	30	30	54	84
	141	2,066	1,665	245	15	109	36	56	56	73	129
1966	433	2,197	1,545	207	12	164	51	221	221	11	232
	391	2,257	1,596	238	32	125	37	158	158	138	20
	84	2,071	1,701	250	36	155	12	6	6	2	8
	192	2,308	1,859	229	28	129	14	56	56	5	61
1967	478	2,499	1,808	188	25	217	11	235	235	60	295
	500	2,763	1,998	219	46	307	51	52	52	30	22
	174	2,225	2,073	264	62	182	131	284	284	3	287
	173	2,496	2,325	294	50	182	186	206	206	3	203
1968	137	450	2,223	287	26	223	77	16	16	52	68
	20	2,837	2,450	327	40	225	112	97	97	17	80
	295	2,569	2,451	354	59	110	114	247	247	42	205
	191	3,112	2,566	310	45	18	20	221	221	13	208
1969	504	3,327	2,482	317	24	7	31	541	541	384	157
	648	3,743	2,723	325	47	118	84	587	587	531	56
	130	3,236	2,676	377	53	49	7	278	278	332	44
	551	3,794	2,881	309	53	80	17	637	637	124	761
766	1,067	4,155	3,088	357	38	106	61	658	658	137	521
	766	4,494	3,335	356	37	178	141	710	710	270	440

[注] 1964年第I四半期は、1964年3月末ゴールド・トランシユ算入額180百万ドルを含む。

[出所] 日本銀行外国局『国際収支統計月報』第88号(1973年11月)pp.1-4より作成。

たい。

2. なお、来年に入って適当な時期にスーパー・ゴールド・トランシュ(56百万ドル)及びゴールド・トランシュ(181百万ドル)は金繰り状況に応じて引出しを行うことになる。

大蔵省国際金融局は、1967年中のうちに、IMF スタンドバイ・クレジットに踏み切ることには慎重であり、IMF へのアプローチは、68年に入ってからでも遅くはないと考えた<sup>162)</sup>。外貨危機はまだ差し迫っていないと認識していたからであった。国際金融局は、外貨準備がボトムに達する時期を1968年4~6月期ないし7~9月期と予想し、ボトムでも17億ドルは確保できるので、68年4月~9月になってから対処すれば十分だと考えた<sup>163)</sup>。1967年秋の時点でスタンドバイを申請した場合には、経済政策へのIMFの介入を招き、「今後の予算編成にあたって必要以上に手をしぼられる形になることも懸念」された<sup>164)</sup>。

1967年12月に、柏木雄介国際金融局長が宮澤喜一経済企画庁長官らに対して行った以下の説明は、当時の国際金融局の考え方を包括的に示すものである<sup>165)</sup>。

「英ポンド切り下げ後の国際金融情勢は、昨今、加速度的に混乱の度を深めており」、「世界経済に沈滞をもたらす方向を含んでいる。」また、「英米を中心とする世界的な高金利も当分続くものと考えざるを得ない。」これらの状況を勘案すると、「来年度のわが国の輸出環境は、余程難しいものと考えなければならない。」「来年における外貨準備の推移は、国際収支及

---

162) 「IMF スタンドバイ取極について」(昭和42年11月7日 国金)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第18巻, p. 194]

163) 「42, 43年度の外貨準備見通しについて」(昭和42年11月2日 短期資金課)

164) 「IMF スタンドバイ取極について」(昭和42年11月7日 国金)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第18巻, p. 194]

165) 「内外金融情勢の進展とわが国の立場」(昭和42年12月19日)

び短資の動向如何によってきまるが、明年4～7月の間には20億ドルを相当割り込むことも予想され、この場合には米連銀とのスワップの発動及びIMFの借入れを求める必要が生ずることになると思われる。まず、米連銀スワップを利用した場合、きわめて短期間に返済しなければならないことになっているので、明年度下期中に返済できる見込がなければこの方法によって事態を乗り切ることにはできない。この場合は、IMF借入れを行わざるを得ないが、IMF借入れは必ずしも自動的に行われるものではなく、また、その借入額如何によっては、わが国の経済運営の政策態度についてIMFより干渉を受けることになることも覚悟しなければならない。」「IMFからの借入れを安易に考えることによって事態の改善をおろそかにし、却って外部の干渉により必要以上に厳しい政策をとらざるを得ない立場に追い込まれることは、われわれとしては厳に避けなければならないところである。」

**IMF スタンドバイ取極交渉** 国際金融局は、1968年2月にIMFスタンバイ取極の締結のための交渉に取り掛かった。

1968年2月1日の省議用資料は、4月以降になんらかの外貨措置を講じる必要に迫られることは必至であり、4月上旬までにIMFとスタンバイ取極を締結すべきだとした。取極締結の時期は、IMF対日コンサルテーションの行われる2月中旬頃が適当だと述べている<sup>166)</sup>。

この資料は、確保すべき外貨準備のラインを18億ドルとし、3月末にはこのラインすれすれの18億2,000万ドルに落ち込み、さらに6月末には16億8,000万ドル、9月には15億8,000万ドルまで減少し、その後は回復してゆくものと予想した<sup>167)</sup>。外貨準備の補強策として、IMF引出しと米連銀スワップのどちらが適当かをつぎのように論じた。

IMF引出しは、比較的長期の借入れであるという利点がある一方で、

---

166) 題名なし [旧大蔵省資料]

第2クレジット・トランシュ以上にまで借り進んだ場合には、「IMF がわが国の政策運営に相当程度関与してくる」という問題点がある。米連銀とのスワップ取極めの枠は7億500万ドルであるが、発動期間は原則3ヵ月、最長、1回の更新による6ヵ月である。あくまでも、スワップは短資流出等が生じた際の緊急措置であり、IMF 借入れと性格は異なる。「したがって基本的には第1クレジット・トランシュまでのIMF 引出しと、これで不足する部分をスワップでつなぐことの組み合わせの形態が最も望ましい。」

1968年1月～2月に、スタンドバイ取極に盛り込まれる条件(コンディショナリティ)について、IMF との間で交渉が進められた。焦点は、マネー・サプライに関する条件であった。IMF は、1966年以降、スタンドバイ取極の締結に際して、マネー・サプライの条件を盛り込む方針をとっていた。第1クレジット・トランシュまでの引出しの場合、IMF は趣意書(letter of intent, コンディショナリティを記す文書)に、「全国銀行貸出の増加がX%以内にどどまるのであれば、目標達成に貢献するであろう」、「この限度を超えた場合には日本政府は目標達成のために次にとるべき措置につき、IMF と協議するであろう」と記載することを求めた<sup>167)</sup>。

その後のIMF との折衝のなかで、趣意書には、「内需抑制的な財政政策を支援するため、1968年における金融政策は、われわれの経験にてらし、国際収支の均衡の回復と両立する程度の銀行信用の拡大をもたらすものとなろう」とだけ記載することになった。ただし、IMF は、全国銀行貸出の増加率については、鈴木秀雄 IMF 理事が理事会ステートメントで述べるだけでは不十分であり、理事会説明用資料(staff paper)に記載したいと主張した。そこで、国際金融局はIMF に対し、「1968年の全国銀行

167) 実際には、3月末19億6,300万ドル、6月末19億7,600万ドル、9月末23億6,000万ドルで、ボトムは4月末の18億9,400万ドルであった。

168) 「スタンド・バイ取極に関するIMF 試案の問題点」(昭和43年2月5日 機構)。

貸出残高の増加率は、1967年の対前年比増加率14.9%を下回るものと予想される」と記載することを提案した<sup>169)</sup>。

連銀スワップ発動への方針転換 このようにIMFとの間でスタンバイ取極の締結交渉が進んでいた時に、外部に情報が漏れ、2月25日の『日本経済新聞』が、「IMF 借り入れ予約へ」と大きく報道する事態が生じた。柏木国際金融局長の回顧によれば、この報道を知った佐藤首相から圧力が加わり、スタンバイ交渉は取り止めになったという。佐藤首相がストップをかけた理由は明らかでないが、予算案が国会で審議中であったこと、『ロンドン・タイムズ』で円切り下げのルーマーが流されたこと<sup>170)</sup>、IMF引出しを契機に、円不安が起きることが懸念されたことなどが、取り止めの理由であったと推測される<sup>171)</sup>。

3月半ば、国際金融局は、IMFスタンバイ・クレジットの申し込みは行わず、予想される外貨準備減には、FRBスワップの発動で対処する、という方針に転換した<sup>172)</sup>。

4月10日、大蔵省は鈴木IMF理事宛につきのような方針を伝えた<sup>173)</sup>。

- (1) 外貨準備が仮に19億ドルを割っても、資金繰りに窮するという意味での foreign exchange need は生じないが、最近の情勢より見て、対外信用保持ラインとしては、18億ドルではなく、19億ドルと見た方が安全である。

---

169) 「鈴木理事来電によるIMFの考え方とこれに対する当方の態度について」(昭和43年2月17日 国金・機構)。

170) 1968年2月24日付『タイムズ』記事(「日本円切り下げの噂について」(昭和43年2月27日在ニューヨーク堀領事発国際金融局長宛電報)[旧大蔵省資料])。

171) 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)。

172) 「外貨準備対策について」(昭和43年3月14日 国金、短資)。

173) 「IMFスタンバイについて」(対鈴木理事宛電BF68115)(昭和43年4月10日)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第18巻、p. 195-197]。

### 高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

- (2) 最近の国際金融情勢より判断し、対外信用保持のためには、むしろ IMF スタンド・バイを申し込まない方が得策と考える。
- (3) 19億ドル維持を前提としつつ、今後生ずるおそれのある外貨準備のこのラインからの一時的減少は必要に応じ、FRB スワップの発動により手当する。
- 4) しかしながら、国際金融情勢の急変により万が一わが国よりの短資の流出等の非常事態を生じることが予想される場合は、機を失せず、スタンド・バイを申し入れる可能性は留保しておきたい。

その後、外貨準備急減の懸念は薄まり、結局、米連銀スワップも発動されなかった。

外貨準備積み増し論争 1968年5月に、国際収支黒字が2億9,400万ドル（季調済）の黒字を記録し、国際収支の黒字基調が誰の目にも明らかになると、引締め緩和論が一斉に噴出した。

これに対して、政府・日銀は引締め堅持の方針を示した。1968年6月4日、経済関係閣僚会議は、国際経済情勢の不安を理由に、引締め政策の維持と、30億ドルを目標とする外貨準備の積み増しの方針を打ち出した<sup>174)</sup>。30億ドルの目標は、昭和43年度予算編成の際（1967年12月19日）に、大蔵省が自民党政調会への説明で示した数字である<sup>175)</sup>。

昭和43（1968）年度は、国際収支の均衡回復を目標に景気抑制的な予算が組まれた。この予算編成作業の際に、大蔵省は「財政の硬直化」に警告を發し、歳出規模の抑制に乗り出した<sup>176)</sup>。大蔵省主計局は、外貨準備の維持は、経済政策の運営に当たってきわめて重要であると、次のように述べ

---

174) 柏木雄介（大蔵省財務官）「日本の外貨政策はいかにあるべきか」『金融財政事情』1969年11月3日号，pp. 23-24。

175) 『外為年鑑』1968年版，pp. 33-34。

176) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第4巻（宮島洋執筆），1996年，p. 181～。

た<sup>177)</sup>。

英国ポンド切下げ等、最近の国際環境は、ますます厳しさを加えているが、安易な経済運営によって国際収支の均衡回復が遅れ、現有の外貨準備によってしのぎがつかなくなれば、外国の援助に依存せざるを得ない。近時国際経済社会においては、外貨援助の前提として国際収支節度遵守の義務を要求する声が強くなりつつあり、その場合には、国内の経済運営まで干渉を受けるおそれなしとしない。

国際収支は1968年第2四半期には好転したが、大蔵省国際金融局は、国際収支の回復に確信を持つことができず、ふたたび、悪化に転じるのではないかとの不安を抱いた。

1968年6月の和田謙三（国際金融局短期資金課長）「外貨準備をめぐる諸問題」は、「当面の目標としては、引締政策の浸透による国際収支の改善を一層推進し、まず20億ドル台を回復しなくてはならない。しかる後は、さし当り30億ドルを目指して、外貨準備を着実に積増してゆくために許容される範囲内の安定成長政策をとってゆくという態度が望ましい」と述べている<sup>178)</sup>。もし、現時点で、金融緩和に踏み切るならば、輸入が増大して国際収支が悪化するだけでなく、1966年の「円シフト」のような内外金利の逆転による短期資本流出が起き、「外貨準備が更に減少し、わが国経済に対する致命的な打撃が与えられる事態も発生しかねない」と懸念した<sup>179)</sup>。68年7月の時点では、国際金融局は、引締め緩和の時期は「内外の経済情勢の見通しがはっきりするまで、できるだけひきのばし、方法としては公定歩合を引下げるのではなく、強いてやるとすれば量的規制緩

177) 「43年度予算編成の問題点」(昭和42年12月)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27～48年度』第14巻, 1990年, P. 335]

178) 『ファイナンス』1968年6月号, p. 8。

179) 「為替銀行の対外ポジションと国際収支について」(昭和43年6月14日 短資係), 「わが国の対外ポジション(又は為替銀行の対外ポジション)改善論について」(昭和43年6月22日 短資)。

和を徐々に行うべきである」と判断していた<sup>180)</sup>。

他方では、財界を中心に緩和論が盛んに唱えられ始めた。引締め政策の目的は国際収支改善であり、その目的が達せられたのだから、すみやかに緩和政策に転じるべしという主張である。土光敏夫(東芝社長)は、今回の引締め政策の目的を途中で置き換えて、外貨準備の蓄積のために政府が民間に犠牲を強いるようなことがあってはならない、輸出好調が持続すれば政策当局は果敢な手を打つべきであると述べた<sup>181)</sup>。飯田経夫(名古屋大学助教授)は、政府は引締め堅持の理由として、「国際経済情勢の不安定要因」を挙げるが、1964年の引締めの際も、途中で目標を国際収支の均衡から「物価の安定」にすりかえ、引締めのタイミングを失したではないかと批判した<sup>182)</sup>。

1968年度には外貨準備は増え続け、10月末に25億5400万ドル、11月末に27億7800万ドルであり、1969年2月に30億ドルの大台に達した。それにもかかわらず大蔵省は、外貨準備積み増し政策を68年末頃まで堅持した<sup>183)</sup>。

1967~68年の金融引締め政策は、「『国際収支制約』の幻に脅えたかのような政策運営」と評されている<sup>184)</sup>。1968年を境に、日本は国際収支の黒字は急激に拡大し、翌年には、外貨準備を抑制することになり、この時の懸念はまったくの杞憂に終わった。そうした見通しの誤りの理由を、「国

---

180) 「当面のPR事項」(昭和43年7月17日 国金総務)。

181) 土光敏夫(東芝社長)「私の意見」『日本経済新聞』1968年6月10日。学者では、飯田経夫(名古屋大学助教授)「成長政策で競争力強化を 根拠薄弱な「外貨積み増し」論」『エコノミスト』1968年7月9日号, pp. 14-20が代表的な議論である。

182) 飯田経夫(名古屋大学助教授)「成長政策で競争力強化を 根拠薄弱な「外貨積み増し」論」『エコノミスト』1968年7月9日号, pp. 14-20。

183) 「外貨準備高の現状について」〔昭和43年11月頃〕大臣引継資料)には、外貨準備は「量・質ともに未だ充分とはいいいえず、今後における貿易規模の拡大を考慮すれば、更に漸増することが必要である」と述べられている。

184) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第9巻(堀内昭義執筆), p. 356。



際収支の天井」が依然として存在し、景気過熱による輸入超過が外貨危機を招くという固定観念を政策当局者が持ったことに求めるのは必ずしも正しくない。国際収支のパターンが変わりつつあり、貿易黒字が定着しつつあることは、当時すでに周知の事実であったからである。

それでは、なぜ当局はそれほどまでに国際収支の悪化を懸念したのだろうか？ 1つの理由としては、1967年11月のポンド切り下げを契機に、国際通貨情勢が著しく不透明になったことが挙げられよう。アメリカの資本輸出規制に、ヨーロッパ市場の不安定の要因が加わったことで、為替当局の姿勢が慎重になり、外貨流動資産保有(=外貨準備)を厚くしておくことが賢明だと判断したことは間違いない。

このような国際金融情勢への不安があったことは事実だが、さらにもう1つの理由を加える必要がある。それは、高度成長の維持が政策当局者にとって強い縛りとなっていたことである。1965年1月閣議決定の「中期経済計画」は、「国民所得倍増計画」(1960年12月閣議決定)を上回る8.1%の成長率を目標に掲げた<sup>185)</sup>。前述したように、1967年の「経済社会発展計画」も「経済の安定した発展」を謳った。「安定」とは、中断や挫折のない高成長(「いざなぎ景気」の長期持続)を意味し、その実現が政策当局に強く求められた。国際金融局が、景気挫折の責任をみずからが負いたくないと考えたとしても不思議ではない。

金融引締めと海外短資規制 ユーロマネーについては、1964年の日銀ガイドラインの導入以来、抑制的な方針がとられ、1966年の円シフトの際にも、積極的にユーロマネーを取入れようとはしなかった。1967年にも、国際金融局は、「海外短資については、今後とも、概ね従来程度のテンポで取入を行う程度に止め」る方針を維持した<sup>186)</sup>。

185) 経済企画庁編『現代日本経済の展開』大蔵省印刷局、1976年、pp. 329-330。

186) 「当面の為替銀行の短資問題について」(昭和42年4月12日 国際金融局短

その後、引締め政策(1967年9月~68年8月)の実施に際して、日銀には、ユーロマネー等の海外短資の流入が金融引締め効果を減殺しないよう、海外短資規制を強化すべしとする意見があった。

1967年6月頃から、日銀内部では海外短資規制の強化が検討され始めた。国際収支の先行き不安が強まるなかで、国内に危機感を醸成するためにも、短資に対する新たな措置が必要だと考えられた。この新たな案は、まだ日銀部内で検討中の試案に過ぎなかったが、そこには、規制の対象を、ユーロ資金だけでなく、ユーザンス借入を含む対外ポジション残高全体に拡大する案、在日外銀に対して直物売持規制を設ける案なども含まれていた<sup>187)</sup>。

これに対し大蔵省は、国際収支の動向がまだ不透明な段階で、新たな短資規制に踏み切るのは適切ではない、輸入ユーザンスまで含めて規制すれば、為銀の資金繰り、採算に悪影響を及ぼすとして消極的であった。また、在日外銀に対する円転規制についても、積極的に円転を行い、コール市場に放出しているのは一部の外銀に過ぎず、国際慣行上も、国内通貨への転換を量的に規制している事例は稀だとして否定的であった。

1967年8月、日銀は、金融引締めの実施に当り、外貨の円転換および外貨借入が引き締めの抜け道とならないようにするため、外貨準備制度の準備率を15%から25%への引き上げ(すなわち、1966年3月以前の水準に戻す)を大蔵省に提案した。これに対し、国際金融局は、為銀の「外貨の借入をdiscourageする措置をとる必要はない」として反対し、この案は実施されなかった<sup>188)</sup>。

このように、国際金融局の規制強化に対する消極的姿勢により、後述す

---

期資金課)〔大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第18巻、p. 194〕

187) 「ユーロ・ダラー市場と我国のユーロ・ダラー取入の現状について」(昭和42年6月27日 短期資金課)

188) 「外貨準備金制度の改定に関する日銀案について」(昭和42年8月19日 短期資金課)

る 1968 年 2 月の円転規制導入までは、海外短資政策に関しては現状維持の方針がとられた。

対米国際収支協力問題 ユーロ資金取り入れ抑制を強化すべしとの日銀の主張とは正反対の方向の圧力も加わった。それはアメリカ政府からの圧力であった。アメリカ政府は日本に対し、米国市中銀行からの短資借入の一部をユーロ市場への転換せよと圧力をかけてきた。この要求は、1966 年から 68 年にかけての対米国際収支協力をめぐる交渉のなかで提起された。

アメリカ政府は、米国の国際収支悪化は、「自由陣営」の安全保障コストを米国が一方向的に負っていることに主な原因があると主張していた。アメリカ政府は、米軍が駐留する国に対して、米国の国際収支問題への協力の一環として、駐留にともなう米国からのドル流出（いわゆる「特需」）を相殺する措置を求めた。

これは、ミリタリー・オフセット問題と呼ばれたが、西独との間には、すでに 1961 年のドル防衛の時から、この問題が両国間の外交交渉の俎上に上っていた<sup>189)</sup>。日本に対してアメリカ政府が国際収支問題への協力を要請したのは、1966 年 5 月が最初であった。ベトナム戦争の激化にともない、アメリカの軍需支出が急増するなかで、日本が直接・間接に「ベトナム特需」の恩恵に浴する事態が生じたためである。

1966 年 5 月に、米国財務省のトルード財務次官補が来日し、佐藤一郎大蔵事務次官に対して、以下の内容の要請を行った<sup>190)</sup>。

対米長期債務（ガリオア債務、余剰農産物債務、民間長期債務）の繰上げ返済。

---

189) 西独のミリタリー・オフセット問題に関しては、Hubert Zimmerman, *Money and Security: Troops, Monetary policy, and West Germany's Relations with the United States and Britain, 1950-1971*, Cambridge University Press, 2002 が、包括的な記述を行っている。

190) 「対米国際収支協力について」(昭和 42 年 5 月 9 日 短期資金課)。

日本政府等が保有する米ドル資産の長期化。

日本の銀行・商社等の対米短期債務の削減。

の米ドル資産の長期化は、日本が外貨準備として保有する短期ドル資産（ドル預金や短期財務省証券）を1年以上の長期資産に切り換えることにより、米国の国際収支表のうえで、外見上、長期資本流入を増加させる方策である。

この要請に対して、日本政府は、2億ドル程度の外貨準備短期資産の長期化（13ヵ月以上の定期預金に切り換える）、インパクト・ローンの縮小、輸入ユーザンス借入の抑制などを約束した。

アメリカ政府は、1966年11月と67年1月に、日本政府に対し、67年度においても同様の国際収支協力を実施するよう要請した。これに応じて大蔵省は、さらに2億5,000万ドルの短期資産を長期化することを約し、さらに、インパクト・ローンについては1億ドルの削減がなされるだろうと伝えた<sup>191)</sup>。

1967年秋以降、アメリカの対日要請は一段と強まった。1967年9月にファウラー財務長官は水田蔵相に対して、日本が「ベトナム特需」で潤っていることを理由に、68年度5億ドルの日本の寄与を求めた。具体的な項目も、兵器調達増加、中期債の購入、長短資金のユーロ市場への切り替え、対米直接投資・証券投資の増加など、従来と比べ広範に及んだ。

日米交渉は、1968年1月23～26日の日米経済小委員会（ハワイ会談）において、3億5,000万ドルの協力で決着を見た。協力の内容は、兵器購入および直接投資1億ドル、預金長期化2億1,000万ドル、その他4,000万ドルであった<sup>192)</sup>。

交渉の中で、アメリカ側は日本の中期債購入に固執した<sup>193)</sup>。中期債は、

---

191) 「対米国際収支協力について」(昭和42年5月9日 短期資金課)

192) 「日米ハワイ会談のフォロー・アップについて」(昭和43年7月15日 国金・総務)

発案者の名前を取ってローザ・ボンド (Roosa bond) とも呼ばれる、期間4～5年の財務省証券であり、1961年以降、米国の国際収支対策のために発行された。日本側は、米銀定期預金は実質的に、邦銀のユーザンス借入の担保となっていること、中期債は流動性に欠けることから<sup>194)</sup>、中期債への切り換えは不可能であると主張した<sup>195)</sup>。

日本側は、日米両国はともに国際収支赤字国なのだから、黒字国であるEEC諸国から協力を確保する方が重要ではないかと注意を促し、日本としては、対米短期債務のユーロ市場への転換を優先する方針だと説明した<sup>196)</sup>。

日米交渉は、日本側が中期債購入の代わりに、定期預金の長期化を約束することで決着した。日本側は、米側の中期債購入の要請を拒否し通した。強い姿勢を貫くことが可能であったのは、当時日本の国際収支が悪化していたためであった。ただし米側の強い要請に忤えて、日本側は、将来、外貨準備が増大した時には、中期債購入を検討すると約束せざるを得なかった<sup>197)</sup>。

---

193) 西ドイツは、1967年4月末に、1967～68年に5億ドルの米政府特別中期証券を購入することを約束していた。

194) 中期債は市場で流通しないので流動性に欠け、本来であれば外貨準備には計上できない。アメリカ側は、日本の外貨準備が減少した場合には買い戻す特約を付け、外貨準備として計上可能にすることを提案したようであるが、日本側は、実質的に流動資産になるわけではないとして否定的であった(「対米国際収支協力について(総理大臣発言要領案)」)。

195) 「米国中期債の購入について」(昭和42年9月29日)。

196) 「ホノルル会談について」(昭和43年2月5日 村井財務参事官)。村井七郎(財務参事官)「ハワイ会談心覚え」『ファイナンス』1968年3月号, pp. 40-41も、「日本側の提案である金融のヨーロッパ市場への一部転換」と述べている。

197) 村井七郎「昭和42～43年の財務参事官当時の諸問題、昭和43～44年の国際金融局行政」(昭和55年3月6日)p. 16。「中期債購入に関する応酬経緯」(昭和43年8月27日 総務・企調)。その後、日本政府は、中期債を購入する代わりに、1968年11月15日に米国輸出入銀行特別証券(輸銀債)1億ドルを購入した(『金融財政事情』1968年11月11日号, p. 16, 『外為年鑑』1969年版, p. 18)。結局、日本は中期債を購入しなかった。

政府・日銀保有米ドル定期預金は、1967年までに63%（4億4,600万ドル）が長期化され<sup>198)</sup>、さらに、ハワイ会談の後に、総額の90%以上が長期化された。

ユーロ・シフトと円転規制の導入 前述したように、1968年1月のハワイ会談においては、日本側から、短期資金の一部（2億ドル強）をユーロ市場へ転換するという意向が示された<sup>199)</sup>。

対米短期債務のユーロ市場への転換は、もともとはアメリカ側から提案された事項であり、大蔵省国際金融局は積極的ではなかった。しかし、1968年初頭にジョンソン米大統領が、ドル防衛の強化策を発表すると、日本側は、ユーロ資金への転換を積極的に図ることが必要だという認識に変わった。

国際金融局は、米国の融資規制は国別に割当が行われるわけではなく、また、輸出金融は優遇されるので、ただちに日本に影響が及ぶことはないと思っていた<sup>200)</sup>。とはいえ、国際的な金利上昇や、世界経済の停滞な

198) 「政府及び日銀保有の米ドル定期預金の長期化について」(昭和42年10月11日)

199) 対米国際収支協力交渉において、対米短期債務2億4,000万ドルをユーロ市場に転換することが取極められたという記述があるが、誤りである（『金融財政事情』1968年9月2日号、p.17、『外為年鑑』1968年版、p.30）。誤解が生じたのは、政府が、定期預金長期化の約束を秘密にしたためである。すなわち、ハワイ会談後の報道陣への説明においては、2億ドル強の資金調達先の欧州市場への転換と、数千万ドルの対米輸出の増大の2点だけが説明され、定期預金の長期化や兵器調達の増加は伏せられた（「日米貿易経済合同委員会小委員会について」(昭和43年1月19日 財務参事官室)）。しかし、定期預金長期化の事実は、1968年3月頃には、米側の公表統計等の情報から、早くも明らかになった（『日本経済新聞』1968年3月6日、『朝日新聞』1968年3月9日）。それに対して政府は、定期預金長期化は日本政府の自主的な判断で進めているものであると説明した。

200) ただし、本邦銀行の輸入ユーザンス借入には、アメリカ以外からの輸入に対するものも含まれていた。輸入ユーザンス借入約16億ドル（1967年10月末）のうち、アメリカからの輸入に関する借入は多くても8億ドル程度と推定された。アメリカの輸出に関らない部分は、米国の資本輸出規制の対象となる可能性はあった。

どを通じた間接的な影響は避けることはできないと考えた。そこで、「この際、欧州資本市場の利用を一段と積極化することが必要」であり<sup>201)</sup>、米側の要請を別にしても、「全面的な米ドル依存体制を脱し、必要資金の取入先を他に転換する方向で検討することが、わが国自体の独自の立場からも望ましい」という判断に至った<sup>202)</sup>。

欧州では割引市場が未整備であったために、輸入ユーザンス借入を米国から欧州に切り換えることは、現実には不可能であった。可能な方策は、従来のユーロ短資の取り入れ枠の拡大だった。ただし、急激にユーロ市場への転換(ユーロ・シフト)を図れば、金利高騰等の問題を引き起こしかねないので、漸進的に進める必要があり、ユーロ資金に対する日銀のガイドラインを年間1億ドルのペースで増枠するのが適当だとする結論に落ち着いた<sup>203)</sup>。

1964年に日銀ガイドラインが設けられ、ユーロ資金取り入れが厳しく制限されて以来、抑制基調であったユーロ市場政策は、米国の外圧により、緩やかに転換することとなった。

日銀の為銀12行に対するガイドラインは、段階的に上げられた。1968年2月に6,400万ドル、4月に3,300万ドル、7月に1,200万ドル、それぞれ増額され、計1億900万ドルの増枠となった。その結果、総枠は、1967年末の12億7,800万ドルから68年7月には、13億8,700万ドルに拡大した(表27)。

ユーロ資金の取り入れ枠拡大が、為銀の円転換を活発にし、引締め政策の実効性を妨げることを懸念した日銀の要請により、ガイドラインの増枠と同時に、1968年2月に円転規制を実施することとなった<sup>204)</sup>。この措置

201) 「米ドル貿易策と恒常的黑字国の問題」(昭和43年1月16日 国際金融局)。

202) 「対米負債の他地域への転換について」(昭和43年1月6日 短資課)。

203) 同上史料。

204) (直物外貨負債残高) - (直物外貨資産残高 - 日銀外為資金貸付残高 - 自由円勘定残高) = 円転換額 < 円転規制枠

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 27 日銀の海外短資取入ガイドラインの運用基準

（単位 100万ドル）

期間	期間末	増加額	増枠の理由	
1966年	4～6月	1,037	13	米国高金利による円シフト防止、為銀の採算の点から増額
	7～9月	1,123	86	為銀の対外ポジション好転と米国金利高による外貨調達コスト高騰のため増額
	10～12月	1,166	43	円シフト急増防止のため増額
1967年	1～3月	1,196	30	輸入増にともなう輸入ユーザンスの増加を考慮し増額
	4～6月	1,217	21	〃
	7～9月	1,244	27	〃
1968年	10～12月	1,278	34	外貨準備減少をモデレートにするため増額
	1～3月	1,342	64	米ドル防衛策強化に対応し増額
	4～6月	1,375	33	輸入ユーザンス増高のため増額
	7～9月	1,387	12	
	10～12月	1,387	0	ガイドライン据置
1969年	1～3月	1,387	0	〃
	4～6月	1,387	0	〃
	7～10月	1,387	0	〃
	11～1月	1,387	0	〃
1970年	2～7月	1,402	15	ユーロ金利低下により取入れが急増したため取入増加

〔出所〕 日本銀行資料。

は、本邦為銀 12 行を対象とし<sup>205)</sup>、銀行別に円転換枠を設けるものであり、円転換枠は 1967 年 12 月～68 年 1 月の売持実績の平残の 103%（6 億 3,900 万ドル）とされた。1960 年 9 月に直物持高規制が撤廃されて以来、7 年半ぶりの円転規制の復活であった。

海外短資政策の動向 1964 年以降の海外短期資本の動向を分析した 1968

205) 在日外銀支店は対象外。



年12月の国際金融局のメモにしたがって、1964年以降の海外短資政策の変化を示しておきたい<sup>206)</sup>。

米銀からのユーザンス借入については、「円シフト」の発生にもかかわらず、安定的短資であるという評価が一貫して存在し、それが根底的に揺らぐことはなかった。「外銀借入は credit line が設定してあり、evidence がある限り (clean は別) いつでも外貨取入が可能である。この意味で、この種の資本は非常に安定的で質が良いと考えられ」て来た。

ユーロ資金については、1964年以降、基本認識につきのような段階的な変化があった。

1964年7月～65年6月： ユーロ資金の導入にともなう円転換の増加が、金融政策の運営に悪影響を及ぼすとされた時期。

1965年7月～66年9月： 日本の対外短期債務が過大であることが懸念され、対外ポジションの改善を進めようとした時期。

1967年： 輸入ユーザンスの増大に応じて、為銀の採算面から一定の範囲内でのユーロ資金の増加が必要だとされた時期。

1968年： 米国の国際収支対策の強化を契機に、外貨資金の調達の様相化を図る見地から、ユーロ取入れ増を認める必要があると考えられるようになった時期。

の時期には、ユーロ資金は「国際浮動資金であって未だ安定良質な外貨資金調達源とはみられず、極言すればユーロ取入は必要悪であるとの認識」に立っていたが、の時期になると、「膨大な市場規模を有するに至り、これに先進諸国の同市場育成の姿勢があることと考えれば、ユーロ資金は漸次安定的なものとなって来たとの認識」に変わった。

このように、米銀借入(ユーザンス借入)を維持する方針は一貫していた。他方、ユーロ資金取り入れの規制は、1967年から次第に緩和され、68年には、明確に取入れ促進へ転換した。とはいえ、国際金融局のメモが、「わ  

---

206) 「短期資本の動きとその対策について(メモ)」(昭和43年12月16日)。

が国の資金調達先の多様化を図るという見地からユーロ市場を特に重視しているが、さし当りユーロダラー等の取入れを規制する基本的姿勢に変更を加えることはない」と述べているように<sup>207)</sup>、あくまでも従来の枠組みの範囲内でのユーロ資金の漸増政策であった。米国短期資本市場を主、ユーロマネー市場を従とする基本線が変わったわけではない。

#### （4）外貨準備過剰への対策

外貨準備増の抑制へ 貿易収支の大幅黒字により、1968（昭和43）年度の外貨準備の増加は予想を上回る急速なテンポで進んだ。1968年度（68年4月～69年3月）の貿易収支黒字は約30億ドル、経常収支は約15億ドルの黒字を記録し、外貨準備は12億5,000万ドル増加した。69年2月末には、外貨準備は30億8,600万ドルと、初めて30億ドルの水準に達した。68年4月にはわずか18億9,400万ドルであったから、驚くべき増加として受け止められた。

外貨準備の急増とともに、貿易や直接投資の自由化促進、為替規制の緩和、対外援助の増額などを求める「外圧」は強まりつつあった。円切り上げは、国際会議など公的な場ではまだ俎上に上らなかったが、1968年秋には外人記者との会見において柏木財務官が円切り上げの可能性をめぐって質問攻めに会う場面も見られた<sup>208)</sup>。

1968年末までは、大蔵省内には、外貨準備増加を抑えるべきだとの意見はなかったが<sup>209)</sup>、69年2月末に外貨準備が30億に達すると、外貨準備の増加抑制に本格的に乗り出した。国際金融局は、政府外貨債務（カリ

207) 「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]

208) 「富める悩みに直面する外貨蓄積政策」『金融財政事情』1968年11月25日号, p. 10。

209) 1968年6月には、大蔵省の担当者は、「さし当り30億ドルを目指」すが、「今日、輸入規模がすでに120億ドルに達していることからすれば、外貨準備は30億ドル以上、あるいは40億ドルくらいあっても然るべしとも思われる」

オア・エロア資金等)の繰り上げ返済、為銀の対外ポジションの改善、政府・日銀による外貨債等の取得、中長期外資流入の抑制、対外投資規制の緩和などの多様な外貨準備抑制策の検討を始めた<sup>210)</sup>。

円シフトの促進 外貨準備抑制策のうちでも、規模が大きかったのは、輸入貿易金融の円金融への転換(円シフト促進)であった。

海外金利は1969年に著しい高騰を示し、1970年1月には米国のプライム・レートは7%の水準に達した。ユーザンス金利は、業者段階で8.5%以上になり、国内の標準金利6.7%程度との間に1.8%もの開きが生じた<sup>211)</sup>。

国際金融局は、この機会を捉えて、為銀の対外ポジションの改善を図るとともに、外貨準備増加の抑制にも役立てたいと考えた。

1969年1月22日に作成された、国際金融局のメモは、つぎのように述べている<sup>212)</sup>。

外貨準備は30億ドルに迫ろうとしているが、為銀の対外ポジションが大幅な債務超過となっている。為銀の債務超過によって支えられた外貨準備は、「実体的に弱い外貨準備」であり、この点を是正する必要がある。為銀債務により外貨準備が見掛け上、膨らんでいると、「対米国際収支協力、後進国援助等の要求の論拠」とされかねない。また、短期信用面で過大の対米依存になっている現状を改善することは、「わが国の国際金融問題に対する実質的発言権の増強にもつながり、望ましいことである。し

---

と、40億ドルが望ましいと述べていた(和田謙三(国際金融局短期資金課長)「外貨準備をめぐる諸問題」『ファイナンス』1968年6月号, pp. 7-8)。

210) 「外貨準備増加抑制の方策(外貨債務の繰上返済等)」(昭和44年3月14日国際金融局短期資金課)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第18巻, pp. 232-233]

211) 『金融財政事情』1969年2月3日, p. 13。

212) 「銀行部門の対外短期ポジションの改善について」(昭和44年1月22日 国際金融局)[大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度』第18巻, pp. 228-229]

かし、円シフトが急激に進むと弊害があるので、政策当局が、「事前に計画的・漸進的な円シフトを図るのが好ましい。」

「円シフト」の促進に際して障害となったのは、日銀のポジション指導であった。

日銀は、1968年8月に公定歩合を引下げ、9月末に窓口指導を廃止したが、全面的な金融緩和には踏み切らなかった<sup>213)</sup>。窓口指導に代って、10月からは市中銀行の資金ポジション<sup>214)</sup>の改善ないし悪化防止を目的とするポジション指導が強化された<sup>215)</sup>。第2次の公定歩合引下げを求める声もあったが、10月2日の大蔵省・日銀定例首脳懇談会は、当面は公定歩合引下げは実施しないというニュアンスの見解を公表した<sup>216)</sup>。IMF総会から帰国時の記者会見(10月)で、澄田日銀総裁は、公定歩合再引下げを見送ることを示唆した<sup>217)</sup>。このように、金融引締め(半解除<sup>218)</sup>)という慎重な政策運営になったのは、企業の設備投資の著しい伸びが景気過熱につながることへの警戒感が強かったためである。政府は、「昭和44年度経済見通し」(1968年12月28日閣議決定)において、名目14.4%、実質9.8%という過去最高の成長率を見込んでいたが<sup>219)</sup>、この大型景気(「いざなぎ景気」)を「安保の70年」まで持続させることは、政治的にきわめて重要な課題となっていた。成長を持続させるためには、金融を引き締め気味にし、設備投資に適度なブレーキをかける必要があった。

このような金融政策運営は、大蔵省、日銀の合意の下に行われていたが、

213) 『日本銀行百年史』第6巻, pp. 222-223。

214) 資金ポジション = (コール・ローン) - (コール・マネー + 借入金)

215) 外山茂によれば、この時にポジション指導が新たに導入されたわけではなく、以前からポジション指導は行われていたが、「政策的観点からこれが重要視されるようになった」ものである(外山茂(日本銀行理事)「最近の銀行貸出増加と資金ポジション ポジション指導の政策的意味とその効果」『金融財政事情』1969年8月25日号, p. 22)。

216) 『金融財政事情』1968年10月14日号, p. 10。

217) 『金融財政事情』1968年10月21日号, p. 12。

218) 『日本銀行百年史』第6巻, p. 226。

219) 『金融財政事情』1969年1月13日号, p. 14。

国際金融局の促進する外貨準備抑制策との間には矛盾も生じた。すなわち、日銀のポジション指導が存在し、市中銀行(為銀)が借入金・コール・マネーを増やせないために、内外金利が逆転しても、海外金融から国内金融への転換は進まないという問題である<sup>220)</sup>。

そこで、国際金融局は、為銀および日銀に対して、「円シフト」政策への協力を要請した。

1969年2月から3月にかけて、国際金融局と為銀との間で協議が重ねられた<sup>221)</sup>。為銀側は、円シフト政策に協力する条件として、「日銀が円シフトに見合う円資金を各為銀につける」ことを求めた。これに対し日銀は、円シフトは、外銀借入依存の軽減、対外短期債務の改善などのメリットがあり、それ自体は好ましいので、為銀が独自の判断で行う分には、なんら問題はないとしながらも、「為銀の円資金繰りの範囲をこえて円シフトを行おうとすればいろいろ問題を生ずる」と、日銀が追加資金を供給することには強い難色を示した。日銀は、「円シフト」のための資金供給が、市場から金融緩和のシグナルだと受け止められることを強く警戒した<sup>222)</sup>。

大蔵省と日銀との協議は、1969年4月初めにようやく纏まった。円シフト促進を4月~6月の暫定措置として実施する、その規模は海外短資および外銀借入残高の6~7%、総額2億5,000万ドルとするという内容で

220) 『金融財政事情』1969年2月3日号, p. 13.

221) 「円シフトについて(メモ)」(昭和44年3月18日 短資)、「円シフト問題に関する為銀の態度(メモ)」(昭和44年3月27日)。

222) 日銀の説明は以下の通りである。「現状で円シフトが行なわれれば為銀の円資金ポジションは悪化し、本行のポジション指導に抵触を余儀なくされることとなるが、本行としてこうした時点でポジションの悪化を容認すれば、仮にそれが円シフトによるものであっても、金融の量的調整の姿勢を崩す印象を与えることは避けられないように思われる。こうした国内金融面の心理的なインパクトは、特に例えば企画庁の月例報告にもみられるように、本行のポジション指導の下でなおかつ銀行貸出が著しい増加を示していることが大きく注目され、引続き旺盛な資金需要と絡み景気を行過ぎが懸念されている情勢に照らし、好ましからざるものと言わざるを得ない。」(「円シフト問題と輸入金融について(対MOF回答メモ)」(昭和44年2月10日 外国局))

あった。日銀は、円シフトのために特別の貸出は行なわないが、「これによる銀行ポジションの悪化には営業局が目をつぶる」ことを認めた<sup>223)</sup>。円シフト促進策は、4月7日、日銀から為銀に伝えられた<sup>224)</sup>。

このように、円シフトのために日銀による追加資金の供給は行なわれなかったために、為銀の採算面からも円転換のメリットは少ないと言われた<sup>225)</sup>。それにも拘わらず円シフトの規模は、1969年7月上旬までに5億7,000万ドルと、計画を上回った。それは、内外金利差が予想よりも大幅であったため(外銀借入(輸入ユーザンス借入)では金利差は1966年の円シフトの際と同程度、ユーロマネーについては1966年よりもはるかに大きかった)、また日銀が為銀のポジション悪化をかなり寛大に容認したためと思われる(表28)<sup>226)</sup>。

ユーロマネーの返済4億ドル、外銀借入の借り控え1億2,000万ドル等の円シフトが起きた。その結果、4~6月の外貨準備は1億2,400万ドルの減少を見た<sup>227)</sup>。

業者段階の円シフト 1969年4月の円シフト政策は、為銀が外貨資金繰りの調整によって短期外貨負債を減らすというもの(これを、為銀段階の円シフトと呼ぶ)であったが、6月に、輸入ユーザンス金利が11%程度まで上昇すると、メーカー(その中心は鉄鋼メーカー<sup>228)</sup>)からも、円金融に切り換えて金利負担を軽減したいとの要望が強まった(業者段階の円シフトと呼ぶ)。

223) 「円シフトについて(日銀より連絡)」(昭和44年4月5日 短資)。

224) 『外為年鑑』1970年版, p. 39。

225) 『金融財政事情』1969年4月21日号, p. 12。

226) 外山茂(日本銀行理事)「最近の銀行貸出増加と資金ポジション」『金融財政事情』1969年8月25日号, p. 26。

227) 「円シフトについて」(昭和44年7月16日 国際金融局)。

228) ドル・ユーザンスの約1/4は鉄鋼業の原料輸入に関するものであった(『金融財政事情』1969年4月7日号, p. 21)。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 28 内外金利比較

(%)

	現状 (1969.5.2)	1966年円シフト時	
		1966.4	(ピーク) 1966.8
<b>海外金利</b>			
米 国 公 定 歩 合	6.0	4.5	4.5
米 国 プ ラ イ ム ・ レ ー ト	7.5	5.5	5.5
BA レ ー ト ( 4 か 月 )	7.25	5.25	6.0
ユ ー ロ ダ ラ ー ( 3 か 月 )	8.75~9.0	5.88~6.13	6.88~7.13
<b>国内金利</b>			
公 定 歩 合	5.84	5.48	5.48
コ ー ル ・ レ ー ト ( 月 越 無 条 件 )	8.21	6.75	6.75
標 準 金 利	6.02	5.66	5.66
<b>内外金利比較</b>			
(1)国内(コール・レート) <sup>1</sup>	8.21	6.75	6.75
(2)海外(外銀借入)	9.72	7.5	8.33
(3)同上(ユーロダラー) <sup>2</sup>	8.75~9.0	5.88~6.13	6.88~7.13
(1)と(2)円有利幅	1.51	0.75	1.58
(1)と(3)円有利幅	0.54~0.79	0.87~0.62	0.13~0.38

[注] 1 米ドル先物ディスカウントの場合(現在0.4~0.5%)、コストとして加算する必要がある。その場合有利幅がそれだけ縮小する。

2 BAレート+1.5%(引受料)で歩積10%と仮定。

[出所] 長岡聡夫(国際金融局短期資金課)「円シフトについて」『ファイナンス』1969年6月号, p. 40.

6月半ば、大手鉄鋼メーカーは、大蔵省・通産省に対して、輸出貢献企業に限り円シフトを認めるように申し入れた。申し入れの内容は、輸入ユーザンスの期間を4ヵ月から3ヵ月に短縮し、1ヵ月分の円金融を認めること、輸入ユーザンス引受手数料を1.5%に引き下げることであった<sup>229)</sup>。

鉄鋼メーカーと為銀との間で、輸入ユーザンスの円シフトに関する交渉が行われ、総額3億5,000万ドル(輸入ユーザンス総額28億ドルの1/8相当<sup>229)</sup> 『金融財政事情』1969年6月23日号, p. 13。

額)を目途に業者段階の円シフトを実施することで、7月20日頃に妥結した<sup>230)</sup>。具体的には、毎回到着の document の1/8をサイト決済とし、7/8を従来通り4ヵ月のユーザンスとする、円貸出金利は日歩2銭(年利7.3%)とするという内容であった<sup>231)</sup>。

為銀の円資金繰りが逼迫し、7月以降、国内金利が上昇したことなどの要因により、業者段階の円シフトは、12月末までに1億ドル程度の円シフトにとどまった<sup>232)</sup>。7、8月頃には、為銀からは、高利のコール・マネーで調達した資金を、企業に貸しても、利益が上がらないという不満が強まった<sup>233)</sup>。

業者段階の円シフトが進むためには、日銀の輸入金融が復活することが鍵であった。通産省や業者は、日銀の制度金融の実施(1966年1月に取扱が停止された輸入貿易手形制度の復活)を強く求めた。しかし、日銀・大蔵省は、金融緩和につながりかねないこうした措置には反対であった<sup>234)</sup>。

円ドル・スワップ 8月になると、円シフトは順調に進まなくなった。9月1日には公定歩合は引き上げられ(5.840%→6.25%)、金利が上昇し、円シフトのうまみはなくなった。他方で、対日証券投資の活発化、輸出の好調などにより国際収支の黒字が拡大し、8月から9月にかけて外貨準備が約2億ドル増加した。9月下旬のIMF総会を控え、大蔵省は、新たな円シフト促進策を打ち出すに至った<sup>235)</sup>。

1969年9月24日、大蔵省、日銀は、MOFスワップ方式による円シフ

---

230) 『金融財政事情』1969年7月21日号, p. 12.

231) 「8月以降の円シフトについて(検討方針)」(昭和44年8月4日 短資)。

232) 『外為年鑑』1970年版, p. 40。

233) 『金融財政事情』1969年9月1日号, p. 12。

234) 『金融財政事情』1969年6月23日号, p. 13。

235) 1969年11月に行われたIMF対日年次協議の講評では、「1969年春以降の円シフト政策は、外貨準備の増を抑えてきており、また、準備ポジションの質の改善という点でも共鳴したい」と、円シフト策が評価された(『ファイナンス』1970年2月号, p. 43)。



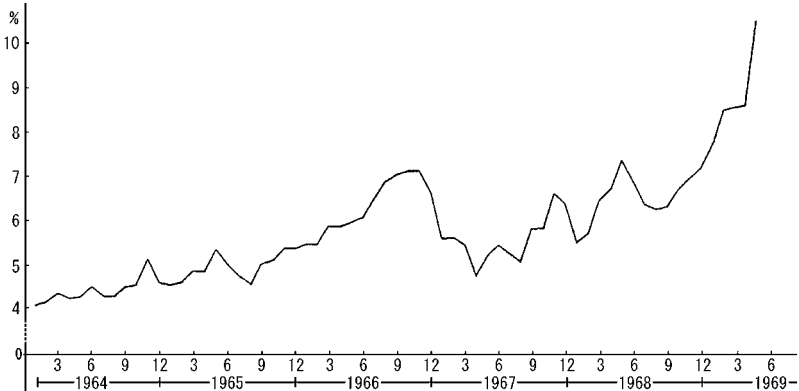
ト資金の供給を決定した<sup>236</sup>）。その内容は以下のとおりである。

為銀は、外国為替資金特別会計（外為特会）とのスワップ取引（ドルの直買・先売）を行って外貨を取得し、ユーロ借入を返済する<sup>237</sup>）。期間3カ月で、スワップレートは直先フラットとする。

日銀は、為銀に対して、スワップ取引を行うための円資金を、売り戻し条件付債券オペにより供給する。

円シフトのための資金を、日銀が為銀に直接に供給する点で、4月に実施された措置よりも進んだ内容であった。また、直先スワップであるために、先物ディスカウントによる為替差損は発生せず、為銀は、これまでよりも有利な条件で円シフトを行うことができた<sup>238</sup>）。

図7 ユーロダラー（3ヵ月もの）金利推移（各月末）



[出所] 長岡聡夫「ユーロダラーの動向」『ファイナンス』1969年7月号，p. 57。

236) 「円シフトの促進策について」(昭和44年9月20日 国際金融局), 「外国為替公認銀行の対外ポジション改善のための外貨資金売買について」(昭和44年9月22日), 『金融財政事情』1969年7月21日号, p. 12。

237) MOF から得た外貨の用途を、ユーロ返済に限定したことに対しては、為銀サイドからは、「従来からかなり親密になっているユーロ取引先の分まで返済して行く」ことになれば、「ロンドン支店の経営基盤を弱め、収益面でもマイナスの影響が出てくる」という懸念も表明された（『スワップ方式による円シフト』に対する為銀の反響等について）[昭和44年9月24日 [日銀]]。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 29 円シフト関連指標

期 間	輸入為替	輸入ユーザンス						
		供与		決済	残高	外銀信用		1ヵ月以内
		A	B			B/A	D	
				%			%	%
1969年 1～3月	3,203	2,421	75.6	2,382	2,841	2,284	80.4	-
4～6月	3,351	2,568	76.6	2,490	2,918	2,271	77.8	-
7～9月	3,627	2,678	73.8	2,651	2,944	2,252	76.5	3.1
10～12月	4,030	2,971	73.7	2,714	3,205	2,478	77.3	4.2
1970年 1～3月	3,854	3,029	78.6	2,819	3,415	2,344	68.7	3.7
4～6月	4,235	3,418	80.7	3,079	3,796	2,511	66.1	4.0

[注] 対象は全為銀。残高は期末。

[出所] 「円シフト関連参考指標（全為銀）」（作成年月不明）。

表 30 対外ポジション

歴年末	公的資産 A	公的負債 B	差引 C=A-B	為銀短期資産 D	（うち貿易 関係信用）
1959	1,447	4	1,443	600	340
60	1,949	7	1,942	849	386
61	1,666	114	1,552	1,076	499
62	2,022	241	1,781	1,366	759
63	2,059	21	2,038	1,581	965
64	2,020	27	1,993	2,177	1,345
65	2,152	31	2,121	2,549	1,652
66	2,119	61	2,058	2,661	1,896
67	2,030	32	1,998	3,105	1,982
68	2,906	45	2,861	3,829	2,734
69	3,496	186	3,310	5,224	3,703
70	4,455	0	4,455	6,599	...
71	15,242	592	14,650	6,020	...
72	18,370	1,000	17,370	8,864	...
73	12,251	1,105	11,146	10,003	...
74	13,519	1,148	12,371	13,085	...

[注] 公的資産は、金、外国為替、IMF ゴールド・トランシュ、GAB 貸付の合計。

[出所] 「わが国の対外ポジション」ほかより作成。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

（1969～70年）

（単位 100万ドル）

ユーザンス期間分布				現地貸 E	外銀借入 F	うち 一般 無担保	借り控え C+E-F	米ドル・クレジットライン		
1ヵ月超 2ヵ月 以内	2ヵ月超 3ヵ月 以内	3ヵ月超 4ヵ月 以内	4ヵ月超					限度額 G	使用額 H	使用率 H/G
%	%	%	%							%
-	13.7	84.9	1.4	631	3,067	498	405	3,627	2,791	77.0
-	12.5	86.5	1.0	680	3,051	479	547	3,736	2,935	78.6
3.9	7.7	84.4	0.9	698	2,997	465	645	3,827	2,794	73.0
4.3	8.1	82.6	0.8	724	3,435	631	494	4,031	3,172	78.7
3.8	9.4	82.1	1.0	778	3,203	544	990	4,198	2,896	69.0
4.1	8.8	82.1	1.0	798	3,316	533	1,278	....	....	....

の推移

（単位 100万ドル）

為銀短期負債 E	（うち貿易 関係信用）	（うち自由円）	差引 F=D-E	純資産計 C+F
501	...	0	99	1,542
1,194	692	191	345	1,597
1,916	1,222	285	840	712
2,165	1,227	378	799	982
2,701	1,698	451	1,120	918
3,362	1,904	625	1,185	808
3,452	2,035	545	903	1,218
3,179	1,806	329	518	1,540
4,133	2,211	380	1,028	970
4,618	2,302	379	789	2,072
4,530	2,280	373	694	4,004
5,539	...	541	1,060	5,515
7,491	...	935	1,471	13,179
8,356	...	895	508	17,878
13,468	...	628	3,465	7,681
24,676	...	855	11,591	780

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

表 31 為銀の対外短期資産負債残高

月 末	甲種為銀			外 銀	
	資産	負債	バランス	資産	負債
1967年 12月	2,999	3,389	390	45	657
1968年 3月	2,961	3,497	536	47	720
6月	3,174	3,481	307	49	738
9月	3,327	3,453	126	47	760
12月	3,652	3,674	22	79	843
1969年 3月	3,571	3,656	85	56	810
6月	4,013	3,392	621	61	787
9月	4,458	3,357	1,101	71	799
12月	5,111	3,631	1,480	83	879

[出所] 「為銀の対外資産負債残高の推移」。

日銀は、この措置と9月1日に実施された公定歩合引上げとの間には矛盾はないことを強調した。日銀は、MOF スワップにより、日銀が供給する円資金は外為特会に吸収されるので、「本措置により引締め効果が減殺されるようなことは全く考えられない」と説明した<sup>239)</sup>。

MOF スワップ方式による円シフト額は、1969年9月～12月の4ヵ月間に約2億9,000万ドルであった。1970年に入ると、金利採算悪化による為銀のインセンティブの低下や、売りオペの対象となる為銀の保有国債が底をついたことから限界となり、円ドル・スワップは、1970年1月に降打ち切られることとなった<sup>240)</sup>。

円シフト政策の効果 1969年4月から同年末までの円シフトの総額は8億ドル以上に達した。

238) 高木昇「円シフト条件の変化と促進策の限界」『金融財政事情』1969年11月3日号, p. 34。

239) 「想定問答」(昭和44年9月22日 総務部)。

240) 『外為年鑑』1970年版, pp. 40-41。『金融財政事情』1970年2月3日号, P. 10。「スワップ取引による円シフト策について」(昭和45年1月22日 国際金融局)。

高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

の推移（1967年12月～69年12月）

（単位 100万ドル）

バランス	乙種為銀			計		
	資産	負債	バランス	資産	負債	バランス
612	61	87	26	3,105	4,133	1,028
672	59	85	26	3,068	4,302	1,234
689	64	91	27	3,287	4,309	1,022
713	79	98	19	3,453	4,310	857
764	98	102	4	3,829	4,618	789
754	98	89	9	3,725	4,555	830
726	106	100	6	4,180	4,279	99
728	28	10	18	4,557	4,166	391
796	30	19	11	5,224	4,530	694

ユーロマネーの残高は、69年末には、前年末とくらべて約4億ドル減少した。ユーロ金利の上昇は、円シフトを促進した。ユーロ金利は、1968年末の米国の金融引締めによるユーロ資金取入の増加、69年4月以降の欧州通貨の動揺による投機資金の拡大により急上昇した。67年春には4.75%まで低下したユーロ金利は、69年5月末には10%を突破した（図7）。

輸入ユーザンスの外銀信用への依存度も1970年1～3月には70%を割り込んだ（表29）。為銀の対外ポジションは1969年中に約15億ドルも改善を見せ、外貨準備の増加は約6億ドルにとどまった（表30・表31）。

このように1969年の円シフト策は、所期の目的をかなりの程度まで達成したのであるが、あくまでも外貨準備抑制のための一時的な弥縫策であった。

(5) 小括

以上述べてきた1960年代後半の状況は、つぎのように要約できる。

1960年代後半は、ドル体制の動揺や日本の国際収支黒字の定着といっ

た新たな状況に直面し、為替管理政策にも変化が見られた。

まず第1に、短資の流出が現実起きたことである。1960年代前半までは、恒常的に国内金利は海外金利よりも高かったため、短資が流出する事態はほとんど予想されなかった。そのため、海外短資政策は流入量の管理で済んでいた。ところが、1966年に戦後初めて内外金利が逆転し、短資流出の管理という新たな問題に直面した(「円シフト」)。また、輸出の拡大は、為銀保有の輸出手形の増大による為銀短期資産の膨張＝短資の流出を促進した。従来、輸出振興策として無条件に是認されて来た日銀の輸出金融のあり方にも疑問が投げかけられることとなった。

第2に、為替当局の姿勢が、1960年代前半の、外貨準備を最低限に切り詰める方針から、外貨準備の積み増しに微妙に変化したことである。1967年から68年の金融引締め時には、外貨準備の防衛に始まり、外貨準備30億ドルを当面の目標とする外貨準備の積み増し策へと進んだ。ポンド危機やアメリカのドル防衛策など、海外情勢の不安定から、海外短資への過度の依存に対する反省が生まれたためである。また、「いざなぎ景気」(高度成長)の維持という政府全体の政策目標が、過剰とも言えるほど慎重な国際収支・外貨管理政策の背景に存在したことも見逃せない。

第3に、ユーロ資金に関しては、一時的な導入促進への転換があったものの、全体としては抑制基調であった。導入促進に向ったのは、1967年から68年にかけての時期である。FRBのガイドラインにより、米市中銀行の海外短期貸付がアメリカの資本流出規制の対象となり、さらに、対米国際収支協力の外交交渉において、米国からの短資借入を抑制するように求められた。日本が輸入ユーザンス借入を、これ以上拡大することは困難になった。そのために、一時的にユーロ資金政策が転換し、日銀ガイドラインが緩められ、ユーロ資金の漸増が図られた。しかし、1968～69年にかけて外貨準備が急増すると、状況はまったく変わり、1969年の円シフト促進策においては、ユーロ資金を積極的に減らし、外貨準備の伸びを抑

### 高度成長期における為替管理と海外短資市場（3）

制する政策が採用された。このようにユーロ資金導入促進が一時的なものに終わった結果、ユーロ市場が全体として著しい拡大を遂げた1960年代後半の時期に、日本のユーロ市場でのプレゼンスは後退した。

[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。