

91-J-13

ブレトンウッズ体制下の日本
---資本移動規制と固定相場制

石見 徹
(東京大学経済学部)

1991年11月

ブレトンウッズ体制下の日本

---資本移動規制と固定相場制

石見 徹

(東京大学経済学部)

目次

1。 はしがき

2。 日本経済の対外的枠組み

a) 戦後の国際収支問題。

b) 資本移動規制

3。 閉鎖的金融システムの機能

a) 外為法・外資法

b) 制度金融としての貿易金融

c) 国際短期資本移動

4。 高度成長との関連

a) 円の「過小評価」

b) 「国際収支の天井」と成長の持続

5。 結語

1. はしがき

戦後から1970年代初頭までの資本主義は高成長と低位のインフレ率、失業率を同時に実現させ、歴史上にも稀な安定期（「黄金期」）であった。この時代に機能したブレトンウッズ体制が全体として資本主義の安定にはたした役割に関しては、他の機会に検討したことがある（石見、1991）。ここでの課題は、戦後の先進資本主義諸国の中でも異例の高成長によって特筆される日本がブレトンウッズ体制の下でどのような影響を受けていたかを解明することである。日本のIMF加盟（14条国）は1952年8月、GATTへの加盟は55年であり、高度成長期*1はいわゆるIMF・GATT体制の下で展開されたことになる。

戦後のブレトンウッズ体制では、固定相場制と資本移動の制限の組合せが参加国全体の合意になっていた。もっとも固定相場制といっても平価の変更がまったく排除されていた訳ではなく、先進諸国の間でも何回かの改訂があり、カナダでは長期にわたって変動相場制が実施されていた。しかし日本は1949年4月に採用された1ドル=360円の平価を、1971年8月まで実に22年間も堅持していたのである。またIMF協定の通貨交換性に関する規定（第8条）では、固定相場制を維持するためには、攪乱的な資本移動の制限が不可欠であるとの考えが前提されていた*2。各国の対外資本移動規制は、そうしたブレトン・ウッズ体制に固有な共通点を持っているが、その中で日本に特異な状態があったか否かが問題になる。

*1ここでは通説に従って、1955年頃から第一次石油危機が発生する73年までの約20年間を指す。

*2Bryant（1987, pp. 61-62。訳書、pp. 70-71）。しかしこの前提はブレトン・ウッズ体制の創始者達が考えたほどに自明なことではない。第1次大戦前の古典的な国際金本位制の下では、資本の自由移動に媒介されながら固定相場体制が維持されたからである。ブレトン・ウッズ体制は、戦間期の国際通貨システムが「均衡破壊的」な短資移動によって解体されたという認識に支えられていたが、その当時の真の問題は、短資移動そのものではなく、通貨システムの安定性に信認が低く、いわゆる「ホット・マネー」を誘発したことである。

高度成長期の国際金融取引は「自由化・国際化」の1980年代と比べて小規模なものであったことは容易に想像できる。戦後の復興期に基礎が据えられた閉鎖的、規制的システムがそのままこの時期にも維持されていたからである。たしかに1960年の貿易・為替自由化大綱に続いて、64年のIMF8条国への移行、同年のOECD加盟などが、閉鎖的システムを転換させる画期となった。形式的には60年代の半ば過ぎからは、資本移動についても開放的になったといってもよいが、実際にはまだまだ制限的であった。このような国際金融システムを維持することにどのような理由があったか、またそれが経済の高度成長に貢献する要因であった否か、等が重要な論点になるだろう。

以下ではまず第2節で、戦後の対外経済政策の背景をなした国際収支問題と資本移動規制について概観する。第3節では、閉鎖的システムが成長に及ぼした影響を保護政策の観点から振り返る。次いで短期資本移動の実態についても検討を加えている。第4節では、ブレトンウッズ体制が日本のマクロ経済にはたした役割を総合的に評価する。まず固定相場制を一般的に論じるよりも、1ドル=360円という平価が成長に与えた影響を論じる。続いて日本が「ゲームのルール」をよく遵守したことがもっていた意味に議論を進めることにしよう。

2. 日本経済の対外的枠組み

1) 戦後の国際収支問題

戦後日本の経済政策に大きな影響を及ぼしたのは、国際収支の制約であった。そこで本節ではまず戦後の国際収支を、その構成変化に重点をおいて振り返り、次に発展段階説を念頭におきながら、やや長期的に戦後の特徴を再検討することにしよう。

戦後の経常収支は1960年代の前半を除いて黒字であったが、その内実は1950年代までと1960年代後半以降との間で大きな差があった。1950年代前半までの経常収支黒字は、経済援助や特需収入によって支えられていた*3(表1を参照)ので、巨額の貿易収支赤字を黒字に転化させることが経済自立の必須条件とされていた。イギリスに倣って「輸出か死か」とまでいわれた危機意識は、第2次大戦による海外資産の喪失、生産設備、海運力の破壊という事態を反映していた*4のである。1950年代後半から貿易収支は平均して黒字を示すようになったが、その一方で貿易外収支の赤字が大きくなったので、60年代前半はまだ経常収支レベルでは赤字にとどまっていた。この段階で貿易外収支の支払い超は主に運輸と投資収益の支払いに起因していた。国際収支の制約を打開する

*3 1946年から50年に至る時期に、アメリカからの援助は年平均3.9億ドルであり(表1)、朝鮮戦争による特需収入は1950年から54年まで合計30億ドルにもものぼった(大内、1971、p.98)。前者の規模を対GNP比で計ると平均約6%であり、後者はこの期間のGNP合計に対して4.1%に相当した(GNPは大川他(1974、p.201)から1ドル=360円で換算した)。因みにマーシャル援助は、西欧受入国の国民所得合計に対して年平均で2%程度の規模であり、個別的にみて最もその規模が大きかったのは1949年のオーストリアやオランダであるが、対GNP比で約6%であった(Eichengreen, Uzan、1991、pp.2,29)。日本において経済援助や特需が果たした役割は改めて考察すべき課題ではあるが、その規模からみてもマーシャル援助を凌ぐ重要性を持っていたことが推測される。

*4 『通商白書』昭和24年版、金森編(1970、pp.39-45)。

ために、輸出の振興が対外経済政策の基本になったことはいうまでもないが、貿易外収支の赤字もまたこの当時の懸念要因となり、政策に種々の影を落としていた。海運業の助成が行われたのはその一例であり、投資収益の支払い超過は、外資導入に対する抵抗を強める潜在的要因であった。他方で、軍関係が大半を占める政府取引が受取り超という構造は、1960年代の末葉までつづいたのである。

貿易外収支の赤字が逡増したにもかかわらず、貿易収支の黒字が急増したので、ようやく60年代後半には経常収支も黒字に転化した。そして「国際収支の天井」がもはや経済成長の制約要因ではなくなったという認識が定着し始めたのもこの頃であった。その後は周知のように、第一次石油危機が勃発するまで黒字幅が増えつづけたのである。経常収支の黒字がなぜ生じたかは、それだけで独自の研究を必要とするが、本稿では第4節であらためて議論しよう。

経常収支が黒字傾向を示すにつれて、長期資本が流出する傾向は60年代後半から生じていた。1966年から72年の期間について資本収支をみると、長期資本の純流出が経常黒字の規模を下回り、基礎収支のレベルですでに黒字であり、さらに短期資本収支の黒字と合わせて*5、年々かなりの額の外貨準備を累積させていた。経常収支の黒字化に政策が及ぼした影響は後に改めて検討するとして、外貨準備を増加させたもう一つの原因は、対外資本移動が制限されていたことであつた。むしろ逆に、外貨準備の減少に対して強い警戒感があつたので、資本輸出の自由化が遅れたというのが実状に近いであろう。この時期に行われた資本輸出の約半分は延払輸出、輸出ユーザンスなど貿易金融であり（大内編、1971、第26表）、資本輸出の認可に関しても輸出振興という観点が働いていたことを示唆している。これも経常収支の黒字を増大させる一因であつた。

もう一つの論点は、短期資本の入超がなぜ生じたかである。まず考えられる要因は内外の金利格差であろうが、実際には、貿易決済に外貨建（ドル建）の資金を必要としたことが大きかった。もっとも資本移動が自由化されていれば、金利格差は直先スプレッドに近似するので、円建であれドル建であれ先物カヴァー付

*5厳密にいうと、金融勘定の中で外貨準備の変動以外の「その他」に分類される、外為銀行の対外純債務を含めて考えるべきであるが、この取引は実質的には短資移動と変わらない。

きの借入れ資金コストには差が生じないはずである。しかし資本移動が制限されていたので金利裁定式は成立せず、実効金利は概して1960年代の半ば頃まで国内の方が割高であった。このようなカヴァー付きの金利格差は短資輸入を促す原因になるが、その借り入れには制限が課せられていたので、短資移動に特有の”歪み”が生じていた。それが、第3節で後述するように、日銀の制度金融にも特有の性格を付与することになったのである。

日本の経常収支黒字が急増し、国際的に摩擦要因として注目を集め始めた時期に、国際収支の発展段階説が『通商白書』、『経済白書』に相次いで登場した（各々昭和59年版）*6。表2を使って主要4カ国の事例を検討すると、大局的にはこの説に合致した傾向が確認されるといってよいだろう。日本は経常赤字が縮小し、やがて黒字幅が拡大したという点で最も典型的なように見える*7。その他の国でも、アメリカは1920年代、ドイツは1950年代をピークとした波動を読みとることができる。イギリスは1950年代の大幅な黒字がやや異例ではあるが、1900年代をピーク、1930年代を底とする波動と解釈することもできそうである。

このように経常収支が波動を描く傾向に必然性があるかどうかについてまだまだ議論の余地もあるが、ここで注意を喚起しておきたいのは、段階説は理論的に自由な資本移動を前提にしているにも関わらず、この点に関しては、歴史的にかなりの差異があったことである。国際的に最も自由化が進んでいたのは第1次大戦前の古典的金本位制期であり、1930年代のイギリス*8や、また戦後のブレトン・ウッズ体制の下においても、既に述べたように、ほとんどの諸国で多かれ

*6その政策的な含意は、日本の経常黒字は歴史的に不可避なものであり、いたずらに経常収支黒字の圧縮に努めるよりも、資本輸出国としての責任を自覚すべきであるということになる。

*71950年代の経常収支黒字幅は60年代よりも大きいのが、これにはアメリカの援助や特需が含まれていたことに、留意する必要がある。

*8戦間期のイギリスは経常収支の余力が小さくなったので、1920年代から対外長期投資は帝国圏内を優先させる方針をとり、1930年代にはこの規制がもっとも強化された、Atkin(1977、p.17ff)。

少なかれ資本移動に規制が行われていた。日本でも戦前は資本移動の規模がはるかに大きく、20世紀の初頭には日露戦争戦費などに対GDP比で年平均3%近くもの資本輸入（ネット）が行われ、1930年代には対満州投資の活発化によって、同じく2%強の長期資本輸出が生じていたことは特筆される*9。ちなみに図1では、経常収支、長期資本移動の規模を年次統計で表しているが、これによると、日露戦争期の資本輸入がいっそう目立っている。資本移動の規模を計るには、ネットの資本収支よりも資本輸出と資本輸入を合わせた額がよりふさわしいが、この数値でも第1次大戦前と1930年代が突出していることに変わりはない。

もう一つ興味深い点は、戦後の資本自由化が限定されていたという一般的な傾向の下で、長期資本移動の規模は1950、60年代を通じて日本とアメリカの間にほとんど差がみられないことである*10。アメリカは60年代の後半にドル防衛の目的で相次いで資本移動規制策を導入したが、全般的には日本よりも資本取引に制約が少なかった。両国の資本取引規模が近似したのは、規制策以外の他の何らかの要因が影響しているとみるべきだろう。しかし日本とドイツを比較すると、60年代に資本移動の規模にはかなりの格差がある。西ドイツは1958年のマルク交換性の回復に際して、経常取引のみならず、資本取引も大幅に自由化していた*11ので、両国の格差には資本自由化の程度がかなり反映されているとみてよいだろう。

*9 1910年の外資輸入残高によると、その80%強は外貨国債によって占められていた（寺西、1982, p. 213, 表3-22）。また1930年代の長期資本移動に関しては、寺西（1989, p. 216）。戦前期に景気循環の国際的な同調化がみられたのに対し、戦後は1970年代までズレが生じていた（藤野1991, pp. 290, 519-21）ことも、国際資本移動が自由化されているか否かと関係するかもしれない。

*10 資本移動の累積残高を表す対外債権・債務合計の対GDP比でも、1972年にアメリカは26%に対し、日本は24%と類似した結果が出ている。Bryant（1987, Table 3-6, 3-11）による。

*11 Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, "Freedom of Germany's capital transactions with foreign countries", July 1985, p. 16.

b) 資本移動規制

戦後日本の対外経済関係の枠組みは、1) 資本移動制限、2) 固定相場制の二点で特徴付けることができる。1949年の固定相場=単一為替レートの設定は、日本が国際経済に復帰する上で不可欠の通過点であり、貿易の民間ベースへの移行は翌1950年であった。1)は2)を維持するために必要であるというのが一般的な認識であったことは既述したが、日本においては外国為替管理法(外国為替及び外国貿易管理法、1949年)、外資法(外資に関する法律、1950年)がその法的根拠となった。資本移動制限と国内的に対応する金融規制は、少なくとも戦後の復興期には重点産業に資金を配分するという政策目標と結び付き、傾斜金融は傾斜生産方式と一体になっていた*12のであるが、資本移動制限がそれとどのような必然的関係があるかは、必ずしも明瞭ではない。

戦後日本の対外資本取引規制は国際収支対策の一環であったが、経常収支が赤字の状態であっても、資本輸入は少なくとも短期的には国際収支を改善させるので、その効果を促進するために、資本移動を自由化するという選択がありうる。国際収支の発展段階説によれば、初期段階においては国内の投資収益性が高く、貯蓄率は低いので、ネットで資本が流入するはずである。19世紀のアメリカやオーストラリア、カナダなどの新開地域はまさにそのような状態であった。また1960年代半ば以降の韓国も同様の例といってよいだろう*13。なぜこのような方針がとられなかったのであろうか。

1つの仮説。後発国は先発国によって形成された国際経済システムに全面的に組み込まれることには、しばしば抵抗が強い。資本輸入が国内の経済開発を促進することは認識されたとしても、それが、経済的、政治的な従属をもたらすという

*12註15を参照せよ。

*13Collins(1988)は、同じく高度成長を遂げた日本と韓国がこの点で異なっていたことに注目している。

理由でとりわけ直接投資には強い警戒感がある*14。ただし経済的自給自足を追求するのでないかぎり、経済発展に貿易は不可欠なので、それにとともなう貿易金融が国際資金取引の主流になるのが通例である。しかし日本においても第1次大戦以前には大規模な資本輸入があったので、第2次大戦後の資本輸入規制をこのような一般論だけで片づけることには無理がある。

もう1つの仮説。国内に金融資産の蓄積が乏しく、成長産業に重点的に資金を配分するためには、国内の金融市場を規制するのは必然的であるという考え方がある。この場合、金利を資金需給の均衡値よりも低く設定すると超過需要が生じるので、量的な資金割当てと低金利政策は表裏一体である。対外資本流出に制限を課す政策は、政策的に決定される金利水準が資本移動を自由化した場合の均衡値よりも低い時に整合的である。このような説明は、第1の仮説と同じように歴史的に一般論として妥当しにくい点で無理があるが、それにとどまらず、戦後の金融規制のあり方に関しても未解決の問題を残している。

金融規制は大別すると、金利の規制と業務規制とがあり、前者は「人為的低金利政策」として理解されることがある。しかし、このような金融規制が高度成長にどのように関係していたか、資金配分が傾斜したのは、政策の誘導によるのか

*14日本の資本自由化をめぐる議論にも、外国資本による自国産業の支配にたいして強い懸念が現れていた。鶴田、(1982, pp.128-30)。このような考え方に批判的な説の代表例は、小宮(1967)であった。

否か、で論争がある*15。ここではこの論争に立ち入る余裕はないが、以下の議論との関連で問題になるのは、「低金利政策」がいかなる意味で妥当するかである。資本移動規制は、上記のように考えると、低金利の維持と整合するのは確かであるが、名目金利、あるいは実質金利でも日本は外国よりも高く、政策当局が経済成長を促進するために「低金利政策」を維持していたとは考え難い、という説もある*16。たしかに成長率が高い日本では、予想収益率が高くそれに応じて資金需要も大きいので、実質ベースでも金利が高くなるのは自然であろう。

もっとも金利水準の国際比較にはやや複雑な問題がある。金利の比較が意味をもつのは、同じ金融資産を対象にするのが望ましいが、国際間ではカントリー・リスクが介在するので、厳密に同一の金融資産を見いだすことは本来不可能である。各国毎に標準的な金利（たとえばプライムレート）を指標にするとしても、外国の借り手には通常はリスクプレミアムだけ実効金利が嵩上げされるだろう。

*15金融規制を成長促進的な政策体系の一環であるとみる点で代表的な寺西(1982、とりわけ第8章)によると、重点産業への資金供給の主流となった長期信銀の資金調達に短期金融機関(都市銀行)の預金に依存していたので、短期資金の長期化(期間変換)機能が金融システムに内在していた。そして都市銀行が流動性資金を補充する際に、日本銀行の公定歩合が自由市場(コール利子率)よりも低いので、日銀信用が一種の補助金の役割をはたしていた、ということになる。これに対し、Horiuchi(1984)、堀内・大滝(1987)は懐疑説の例であるが、戦後復興期に関しては、政策的な介入が資金配分に大きな影響力を持っていたことを認めている。また高度成長期においても、公社債の発行に関しては起債会による調整が行われていたことは明かであり、政保債、金融債などが優遇され、事業債では鉄鋼、運輸、電力、機械部門などが主な発行者であった。この限りでは市場メカニズムに媒介されない資金割当が続いていたことは否定できない。しかし、最大の資金供給経路である銀行貸付が成長産業向けに多くなったのは、政策の誘導よりも銀行の自主的判断によると考えるのが自然だろう。ただし限界的な部分では、日銀の輸出入金融、輸銀の対造船金融等、政策金融の持っていた意味を過小評価してはならない。

*16さしあたり、Horiuchi(1984、pp.3-5)。

同じ国内においても借り手の信用度、成長可能性に応じて実効金利は異なるのが通例である。したがって、日本が国際的に高金利だといっても、外国の金融市場で資金を調達すると、利子率格差分だけ借り入れコストが下がるとは限らない。しかしそれでも当時の日本の金利情勢では、資金を外国から導入すれば相対的に資金コストが下がったであろうことは否定できない。

とはいえ資本移動の制限は、政策効果の利害得失を慎重に比較考量した上で実施されたというわけではない。戦後長きにわたって資本移動規制が国際的に大きな制約として認識されなかったのは、1930年代の「攪乱的」短資移動（ホット・マネー）の再発に対する警戒のほかに、同じ時期の債務不履行（デフォルト）が対外長期投資の回復に陰を落としていたからである。そうした国際環境の中では、日本の政策当局には資本移動規制が自然な選択として認識されたのである。しかしその意図せざる結果として、円の為替相場は上昇が抑制されることになった。もっとも後にみるように、60年代も後半になると、少なくとも短期金利においては日本国内が相対的に低くなり、経常収支の黒字は、潜在的にはより一層の資本輸出の可能性を示していた。

3. 閉鎖的金融システムの機能

1960年代の半ばからいわゆる資本自由化（対内直接投資の自由化）を契機にして、まず資本移動規制がしだいに緩み、次の大きな転換点は1971年の固定相場制の崩壊であった。資本移動の大幅な自由化、とりわけ東京市場における国際金融取引の拡大は、1980年の外為法改正、84年の日米円ドル委員会の勧告を待たねばならなかった。以下では、固定相場制崩壊以前の閉鎖的金融システムがどのような機能をはたしていたか、その実態の解明に重点を置くが、外的環境の変化に応じて、しだいに制度の手直しが行われたことにも留意しなければならない。変化の側面もあわせて述べることにしよう。

a) 外為法、外資法

外為法（1949年）、外資法（1950年）は対外経済取引を原則として禁止もしくは制限し、政省令で漸次緩和するという法体制になっていた。この体制が抜本的に改められたのは、ようやく1980年に施行された改正外為法であり、それ以前の国際取引は、経済情勢の変化に応じて、政府の裁量によって左右されるという傾向が強くみられた。しかも短期的な情勢の変化というよりも、むしろ中長期的に国際収支の制約を改善するために、外為法が輸入制限、保護機能をはたしたことはよく知られている。外為法を根拠にした外貨割当制度は、外国製品の輸入を制限するのみならず、原材料、資本財や技術の輸入に際しても重点産業を優遇する方向で運用されていた。外貨割当制度やその他の保護政策が適用された業種には、たとえば鉄鋼業、コンピューター産業などがある*17。

外資法（1950年）は、形式的には日本経済の自立、発展に寄与する外国資

*17小宮ほか（1984、pp.137、262-63、317）。

本の流入を促すという立場をとっていた*18。しかし、その投資収益や投下資本の回収が国際的収支を圧迫することに対し、当初から強い懸念があり、実際にはきわめて制限的に政策がとられていた。その象徴的な例は、1956年から63年まで適用された「円ベース投資」である。これは、非居住者が投資元本やその収益を海外に送金しないという条件を受け入れる限り、ほぼ自由に直接投資を認めるという制度であった（鶴田、1982, p.116以下）。IMF 8条国への移行を契機に「円ベース投資」は廃止されたが、外資法の制限的な適用によってかえって直接投資はむつかしくなったという評価もあった。

しかし他方で、元来は国際収支＝外貨不足対策という性格を備えていた対外資本取引の制限は、実際の運用においては保護機能にかなりの重点があったと推測される。資本自由化が開始された1967年から対内直接投資の全面的な開放までには時間がかかり、最終的に100%原則自由化が達成されたのはようやく1973年であった。個別業種でみると自動車は1971年、集積回路74年、電子計算機75年といった状態であった*19。国際収支上の配慮がどの程度、現実の意味をもっていたのかを調べるために、外貨準備の変動に着目すると、1960年代の半ば頃まで経常収支とほぼ並行した動きを示していた。すなわちこれは、国際資本取引が経常収支の変化に対して独自の運動をする余地が少なかったことを意味している。また外資導入の時系列データは、1965、66年の一時的な減少を除いて、ほぼ一貫して伸びているので、国際収支の状況が外資法の許認可業務にさして影響しなかったことを示唆している（図2を参照）。

外資法の運用は、外国資本の流入を制限することにだけ目的があったわけではない。表3で外資導入の内訳を参照すると、貸付金の比重が株式取得をはるかに上回っていた。これが外国企業による支配を防止するという政策的意図を反映し

*18外資法第1条、「この法律は、日本経済の自立とその健全な発展及び国際収支の改善に寄与する外国資本に限りその投下を認め、外国資本の投下に伴って生ずる送金を確保し、且つ、これらの外国資本を保護する適切な措置を講じ、もってわが国に対する外国資本の投下のための健全な基礎をつくることを目的とする」。

*19小宮ほか編(1984, pp. 141-44)、対内直接投資の自由化に関しては、鶴田(1982, p. 115以下)も参照。

ているかどうかは明言できないが、少なくとも「資本自由化」が企業側に安定株主化工作を誘発したことはよく知られている。業種別分布をみると、資本の受け入れにも傾斜的配分が行なわれていたことを示す。主な業種は1967年度末までの残高構成で、機械（15.9%）、運輸・通信（13.3%）、電力・ガス（12.9%）、石油精製（12.5%）、金属（11.9%）という順序であった。第2位と第3位にあらわれる公益事業は、産業基盤の整備という意味を持つだろうし、それ以外の三つの分野は、戦後のいわゆる産業構造高度化（重化学工業化）に直結する部門である。こうした資金導入は外国金利が国内よりも低いので、受け入れ部門の成長にプラスに働いたことは疑いない。すなわち外資法の実際の運用は、重点産業に低金利の資金を配分するという機能にもあらわれていたと推測される。また政策を実施する過程では、さまざまな「業界コントロール」が行われていた*20。

b) 制度金融としての貿易金融

限定された規模ではあれ、国際金融取引は閉鎖的な金融システムのもとでも不可欠である。単一為替レートの設定につづき、外国為替銀行法（1954年）の制定により、戦前と同じく貿易金融が中心の国際金融業務の基礎がすえられた。旧来の横浜正金銀行は外国為替専門銀行（東京銀行）に改組され、それ以外に国際業務を行う銀行は外国為替公認銀行となった*21。ここで軌道がしかれた貿易金

*20 1960年代に貿易、資本取引の自由化が政策の争点になったときに通産省が外為法、外資法の改正に激しく抵抗したのは、自由化によって業界をコントロールする手段が失われることを恐れたからである、との見解もある。（大蔵省国際金融局長を経て1966年からIMF理事になった鈴木秀雄の証言、エコノミスト編、1984、p.380,386）

*21この分類のほかに、外為銀行は甲種と乙種の二種類に分割されていた。前者は直接、外国銀行とコルレス契約を結ぶことができたが、後者は乙種銀行を通じてのみ海外と取り引きする規定であった。この形式的な区分は1970年8月まで残されていた。

融のパターンは高度成長期にまで引き継がれたが、その特徴は、輸出側では日銀の制度金融、輸入側では米国 B A 市場への依存が大きいことにあった。日銀の制度金融には、「外国為替引当貸付制度 1953 年」、「外国為替資金貸付制度 1961 年」、「外国為替手形買取制度 1965 年」等があり、この他ほとんど機能しなかったとみられているが、輸入に対しては「スタンプ手形制度 1947 年」、「輸入貿易手形制度 1950 年」も存在した*22。

「外国為替引当貸付制度」（後に「外国為替資金貸付制度」）は、外為銀行が買い取った手形（外貨建）に対して日銀が国内金融よりも低利で円資金を供与する制度であった。しかしこれだけでは、外為銀行が外貨の買持ポジションとなるので、「外国為替手形買取制度」によってあらためて、日銀に対して売持ポジションを可能とする体制をとった。為銀は買持ちに先物売りで対応することもできたが、直先スプレッド（先物円安）が開きすぎ為替差損が発生したからである。輸入制度金融は、1950 年代の輸入が一覧払い決済で行われていたもので、ユーザンス金融に相当する優遇金利で、外貨を貸し付ける制度であった。こうした輸入制度金融があまり利用されなかったのは、50 年代には国際収支対策から輸入がしばしば抑制されたことが影響していた。60 年代には輸入もユーザンス金融に移行し、アメリカ B A 市場での資金調達が一般化した上に、後半になると内外金利差の縮小、時には逆転により、輸入制度金融は有名無実の存在となっていたのである。

中長期の金融は、日銀とは別に日本輸出入銀行が担当した。融資額からみると、船舶、プラトン建設への傾斜が著しい（表 4）。輸出金融では、1954 年 10 月から 67 年頃まで、業務法上で可能とされる最下限の年 4% の金利が適用されていた。借り入れ資金の平均金利がほぼ 6.5% であったので、輸銀は年々 2% 以上の逆鞘で貸付けていたことになる（『三十年の歩み』 p.128）。船舶は輸出構成比で 50 年代後半には 10%、60 年代でも 7~8% にも達し、高度成長期の前半において「重化学工業品」輸出の代表者であった。（大内、1971、p.58、第 9 表、本稿 表 5 をも参照）。

*22貿易金融と制度金融、米 B A 市場との関係については、奥田[1986]および大佐[1989]、日銀(1985, pp.588-95)等による。

中長期の金融は、対象業種の構成から大企業向けと考えるとよいが、短期の輸出金融は、信用力が劣る中小企業にとって、融資枠拡大の効果をもっていたという指摘もある（岡、1972、p.171）。このような制度金融は日本に特有な現象というわけではないが、短期貿易金融への政策的援助があったのは先進諸国の中でむしろ例外的であり、日本とフランスのみであった*23。

以上のような貿易金融のシステムは、制度金融が輸出振興策の重要な手段であったように、経常収支が赤字の段階に対応していた。1950年代には国際収支の赤字に対応した金融引締め時期にも、輸出優遇金融は停止されず、むしろ制度的に整備されていった。そして55年以降は国内手形の優遇措置が廃止されたので、制度金融の主流は輸出金融となった*24。しかし70年代に入って経常収支の黒字が外国から非難の的になると、72年に輸出優遇制度が停止され、逆に1970年に輸入資金貸付制度が導入され、輸入制度金融が復活したのである。

c) 国際短期資本移動

日本がIMF8条国に移行する以前においても、過渡的に外貨取引を緩和する措置が導入されていた。非居住者自由円勘定（1960年7月）は非居住者が主として経常取引にともなう決裁勘定を外国為替銀行に持ち、この部分については通貨の交換性を認める制度であった。またこの頃から外為銀行に課せられていた無担保外貨借り入れ制限や直物持高規制が撤廃されたことにもともない、海外短期資金の取り入れが活発化した。

1960年代末まで短期資本輸入は、主として貿易資金の形をとっていた（表1）。輸入ユーザンスの内ではいわゆるアクセプタンス方式は、為銀が外国の輸出業者から呈示された手形をアメリカの銀行引受手形（BA）市場で割り引くこと

*23中長期の政府金融機関とあわせて、金融制度調査会 [1970] , pp. 292-3。

*24外国為替資金貸付残高は、日銀の総貸付残高に対してたとえば1955年には50%を越え、1969、70年においても50%に近いシェアに達していた。大佐（1989, p. 428, 表62）。

が通常であり、輸入金融の主流をなした本邦ローン方式にしても、為銀はアメリカ宛にリファイナンス手形を振り出して、外貨資金を取り入れることが多かった。したがって日本の輸入金融はその大部分が米B A市場に依存していた状態であり、1960年代半ばの残高構成でみると、同市場の約半分は日本から依頼された手形によって占められていたほどであった*25。資金需要を米B A市場に向けるか、あるいはまた国内資金で調達するか（円シフト）、その選択はまず何よりも資金コストに規定される。しかしこのようなコストの比較は、資本移動規制がどの程度自由化されているかによって決ってくる。逆に自由化の程度は金利裁定式が成立するか否かで計れるだろう。

図3は3種類の短期金利（先物カバー付き）格差と参考のために直先スプレッドを表示しているが、貿易金融の資金コストに直接、関係してくるのは金利差(3)である。これは国内金利として日銀再割適格手形の銀行割引率をとり、それと輸入ユーザンス金利との差額を示している。参考のために挙げた金利差(2)では、国内金利は同じであるが、比較の対照がアメリカのB A金利となっている。単純に考えると、後者の方が内外の貿易金利差を比較するのにふさわしいようにも思えるが、国内の貿易業者は通常は自らB A市場で資金を調達する便宜はえられないので、実際に借り入れコストとして意味を持つのは、為銀のユーザンス金利である。為銀はB A金利に米銀の引受手数料と自行の利鞘を上乗せしてユーザンス金利を設定するので、(2)と(3)の格差は両者を合わせた2%強となっている。また(1)は貿易金融を離れてより一般的に、短期資金の運用利回りを比較するために、日本側ではコール・レート、アメリカ側はT Bレートを選んでみた。

輸入業者が代金の決裁を行う場合に、為銀から外貨資金を借り入れるか、国内手形の割引で円資金を入手し、それをドルに交換するかを判断する基準は、表面的な金利差ではなく、それと直先スプレッドを合わせたカバー付きの値である。直先スプレッドは、円の切り上げ期待が強まった70年代初頭を例外として、ほとんどの期間プラス（先物ドル高）にとどまり、60年代前半では時により年率3%を越え4%近くになることもあった。とはいえカバー付きの金利差(3)がマイナスに定着したのは65年頃からであり、円借り入れが選好される（円シフ

*25 奥田(1, pp. 93-96)。

ト) 状態になったのもまさにこの時期からであった。しかし政府・日銀は外貨準備がまだ十分な大きさに達してはいないという理由で、1965年から66年前半にかけて円シフトに抑制的な態度をとっていた。経常収支の黒字、外貨準備の増加に対する海外からの批判が強くなるにつれて、ようやく1968年から69年にかけて円シフトに誘導したとみられている*26。しかし金利裁定取引が働けば、金利差(3)のみならず(2)や(1)にしても、ゼロの方向に近づくはずであるが、それを予想させる動向がみられないことは、短期資本移動に対する根強い規制を示唆している。この当時は日本の経常収支黒字が拡大し、円の切り上げ期待がしだいに強まっていたので、短資移動の抑制は円相場の上昇にブレーキをかける作用があっただろう。

*26大佐(1989, pp. 86-7)。日銀(1986, pp. 267-70)もこの点を事実上認めている。

4. 高度成長との関連

a) 円の「過小評価」

固定相場制の選択はブレトンウッズ体制の下では必然的であったが、後発国は一般に固定相場制を選好することが多い。それは特定国（通常は最も経常取引の大きい国）の通貨に対して釘付けすることであり、その特定国が他の主要通貨との間で相場を固定しているかどうかは、さしあたり問題にしなくともよい。現行のフロート制の下でも、発展途上国がドルに釘付けしている例が多いことを考えると分かりやすい。経常取引の中には、貿易のみならず利払いを含むサービス取引も入る。この固定相場の平価が「過大評価」か「過小評価」になるかは、後発国の経常取引の内容に応じて定まってくる。外資導入を積極的に行う国は、元利払いの負担から「過小評価」に抵抗が強く働き、逆に外資導入を制限している国は、「過大評価」を避けてむしろ輸出増大の効果をねらうだろう。このような一般論が戦後の日本にどの程度まで妥当するであろうか。

資本輸入が制限されていたので「過小評価」への抵抗は小さいだろう。輸入物資の大半を占めた原材料は工業製品に対して相対価格が低下傾向をたどった*27ので、為替相場が「過小評価」でも負担は小さく、逆に輸出増大の効果を期待できたであろう。ただしやや注釈を要するのは、取引通貨がなぜドルになったかである。対アジア貿易において英連邦諸国の地位が大きかったので、1950年代終

*27中村(1978, p.187)。その典型的例は、1960年代にドル建ての名目価格がほとんど変化しなかった原油である。原油輸入価格は、1960年の14.9ドル／klに対し70年は11.3ドル／klであった。日銀『経済統計年報』1974、p.205による。

わり近くまで、輸出においてポンド建て取引が意外に多い*28からである。しかし復興期の経済援助や特需がドルによって取引されたことが、決定的な意味をもっていた。しかもポンドは交換性が制限されていたので、国際的な受領性という点でドルとは隔絶した差があった。この当時の代表的な貿易品目であった繊維では、綿紡績が原料をドル地域から輸入し、製品をポンド、ないしオープンアカウント地域に輸出するという構造になっていた。対ポンド地域に対して出超傾向にあったので、50年代初頭にはその結果生じるポンド累積をいかに処理するかが、重大な国際金融問題であった*29。しかしポンドその他の西欧通貨が交換性を回復した1958年以後は、旧ポンド地域が相手であっても、取引手段になるポンドは随時ドルに交換できるようになったので、ドル建て取引と実質的に変わりがなかった。その後、アジアにおいてもポンドの地位後退にともなってドル建て貿易が比重を増したという事情ばかりではなく、既述の貿易金融の便宜からも、取引通貨はドルが主流にならざるをえなかったのである。

それ以上に重要な論争点は、1ドル=360円の固定平価が「過小評価」であったかどうかである。しかもこれは、実質為替相場をどの時点を基準として考えるべきか、というもう1つの問題をふくんでいる。1949年4月に決定された

*28 1950年に輸出では47%がドル地域、29%がポンド地域、残り24%がオープンアカウント地域、輸入では44%がドル地域、31%がポンド地域、25%がオープンアカウント地域であった。同じく1957年では、輸出の46%がドル地域、44%がポンド地域、残り10%がオープンアカウント地域、輸入では56%がドル地域、37%がポンド地域、残り7%がオープンアカウント地域であった（大蔵省『財政金融統計月報』、1952年28号p.58-59、1957年88号p.23）。

*29 経企庁（1972, p.68）。日銀（1985, p.414以下）。

1ドル = 360円の水準*30は1971年8月まで実に22年にわたって維持された。この間のインフレ率は国際的に格差が生じていたので、たとえ名目為替レートが長期に維持されても、実質為替レートは変化していたはずである。第6表によると消費者物価指数(CPI)のインフレ率では、1950-60年代を平均すると、日本が先進国の中で最も高い。成長率の高さを反映して賃金コストが上昇する一方で、生産性の上昇に立ち遅れる非貿易財(たとえばサービス)の価格上昇が著しかったからである。高度成長期のCPIが卸売物価(WPI)よりもインフレ率が高かったことに関して、当時有力であった「生産性(変化率)格差インフレーション」という説*31も、基本的に同じ発想に立っている。ただし、CPIの対象に含まれる品目であっても、それが貿易財であれば、生産性停滞の結果としてインフレ率が高くなれば、輸入が増え価格上昇は抑えられる、という点に注意しなければならない。

CPIとは対照的に日本の輸出価格の上昇率は、1950年代でイタリアのマイナスに次いで第2番目に低く、60年代、70年代では7カ国の中で最低になっている。60年代にはWPIでも日本のインフレ率が最も低いですが、輸出価格では他の諸国との格差が一層大きくなっていることが注目される。もし日本のインフレ率が全般的に低いとすれば、後述の「国際収支の天井」を意識した金融政策

*30単一為替レートが制定される直前に、日本政府は昭和24年度の円ドル換算率を輸入については1ドル = 130円、輸出は330円と想定していた。(経済企画庁『戦後経済史』, 経済政策編 p.198)。この換算率を基準にすると、同年4月の固定平価は円の「過小評価」ということになるが、この当時は物価が種々の人為的統制下にあったので、単純に購買力平価説を適用できない。輸入の為替相場が相対的に円高に設定されていたのは、輸入食糧、原料を国内で安く払い下げるためであり、一種の価格補助金の機能をはたしていた。註32も参照せよ。

*31その代表的な論者は、高須賀(1972)である。この説は、輸入が制限されていることを暗黙の内に前提しているが、Balassa(1964)は、貿易財、非貿易財の区別からこの問題を論じている。ここから、貿易財の価格が国際的に同調化しても、成長率の高い国では非貿易財の価格上昇が顕著になるので、CPIで計った実質為替レートは上昇する傾向を持つ、という議論も導かれる。

などマクロ経済政策が原因であったという解釈も可能性であるが、CPIやGDPデフレーターを指標にすると、日本のインフレ率は先進国の中でむしろ高い部に属する。その一方で、卸売物価指数のインフレ率が相対的に低いのは、生産性上昇の成果であると考えられる*32。輸出価格の上昇率がさらに一層低いのは、生産性上昇率の高い品目に輸出の重点が移行していったこと*33に加えて、輸出業者が利幅圧縮をしてもシェア拡大の行動をとっていたことが関係していると思われる*34。

このように物価指数によってインフレ率に格差があると、円の実質為替レートを算出する際に、どの指数をとるかによって結果は大きく異なる。輸出競争力を判定する目的からすると、国際比較の対象は輸出価格指数が好ましいであろう。実質為替レートを実効ベースで捉えるためには、輸出がどの地域向けに多いかも考慮すべきではあるが、ここでは従来の研究にならって、物価指数の比較はアメリカを対象にしている。図4を参照すると、輸出価格の基準では実質為替相場が傾向的に低下していたことは明らかであるが、WPIでは、とりわけ58年以降に横ばいが顕著であり、CPIを基準にするとまったく逆に上昇傾向が現れるのである。

輸出価格を基準にすると実質相場が円安傾向を辿っていったので、円が「過小評価」になっていたという可能性がある。円安—輸出の増加を一貫した成長の動力としている篠原三代平説は、1ドル=360円が平価設定の当初から円安であ

*32物価指数比較の起点になる1950年においては、日本の重工業製品は価格補給金によって低価格に抑えられていた。補助が全廃されたとすると、これらの価格は50年の初頭で20%以上も高くなっていたとみられている。経済企画庁(1972, p. 62)。したがって表6は、WPIインフレ率を実際よりも過大評価、生産性の上昇を過小評価していることになる。

*33製造業における労働生産性の上昇率は業種によってかなりの差があった。労働生産性の伸びが高い部門は機械、鉄鋼、化学などであり(通産省、1967, p. 39、第21表)、この中で前2者は、輸出シェアを高める代表的な成長品目となった。

*34輸出企業の行動様式に関しては、まだ実証的な詰めを残しているが、石見(1989, pp. 228-29)はフロート期の経験を検討している。

り、割安な水準への円相場の固定化が重要な「産業政策」であったとみている
*35。他方でCPIを使って相対的PPPと絶対的PPPの両者を計算した藤野（1990、第12章）は、逆に戦後長きにわたって円高であったと主張している。しかし妥当な平価の水準をCPIで算定することには上記のような疑問があり、また、終戦直後は物価に公的な介入が強かったので、戦後の初期から円が過小評価されていたか否かを、PPPを使って判断することには、まだまだ議論の余地があるだろう。ただし藤野説にしても、60年代の後半には相対的PPPからも、また経常収支の状況からも、円安に転換したとみている(p.433)。実質為替相場の低下が持続していたとすると、それがいつかは特定できないとしても、ある時点から、価格競争上の優位が輸出を促進する要因となったことは否定できないだろう。

もっとも、戦後日本の輸出増加要因を分析した結果によると、価格弾力性よりも所得（世界輸入）弾力性の方が大きいという説が有力である。しかしそれは価格要因が有利に働いていたことを否定するものではない。たとえば中村(1978, pp. 182-84)では、所得要因が大きいことを強調してはいるが、1960年代の価格弾力性が相対的には大きく、統計的有意性も高い。『通商白書』（1970年版、pp. 166-69）によると、1960-68年の期間について、世界需要の伸びによる寄与が競争力強化に因る分よりも概して大きいことに変わりはないが、品目別にみると、金属、機械や化学製品には競争力の強化が強い影響を及ぼしている。ここで競争力といわれる要因は必ずしも価格だけを意味するのではないが、価格要因だけを取り出すと、60年代の前半には寄与率が高いのに反し、後半には急低下している*36。所得弾力性が高いということの1つの傍証になるのは、日本の輸出品目の構成変化であろう。世界貿易の成長品目に輸出構成を傾斜していった

*35篠原（1961、第14章）。また日本の輸出品目に差別的な制限が強かったので、「国際収支の均衡」は妥当な為替平価を判定する基準にはならないとしている（pp. 379, 391-92）。

*36植田(1987, pp. 24-26)は、所得以外の非価格競争要因を変数に含めると、相対価格の弾力性がかなり大きかったことを推定している。ただし、この推定期間は1958-1985年であり、1960年代半ばから70年代初頭で区切ると、価格要因はむしろ経常収支にわずかにマイナスの影響があった、としている。

とすれば、たしかに輸出成長率は高くなる。しかし日本の代表的な輸出品目（鉄鋼、機械・輸送機器、自動車）の世界輸出に対するシェアは決して定常的ではなく、増大を続けていたので、輸出部門がたんに世界貿易の伸びに受動的に対応したわけではない*37。

再び図4をやや詳しくみると、輸出価格を基準にした実質為替相場は、1950年代初頭から60年代の半ばまではほぼ一貫して低下し続けたが、その後はドルが切り下げられる直前まで、約5年間にわたり停滞気味であった。ところが日本の貿易黒字が急増し、経常収支の黒字が定着したといわれたのは、まさにこの時期であった。1960年代末葉にはアメリカのインフレ激化が対米輸出の伸びを促し、同時にヴェトナム戦争にともなう軍事支出や対東南アジアの経済援助などのドル散布が、同地域への輸出増加につながった。その意味で日本の経常収支黒字は、アメリカのインフレーションの直接、間接の結果である*38という側面は否定できない。しかし、アメリカのインフレがどのような経路で日本の経常収支黒字に結果したのかに関して、次の点に注意しなければならない。

ドルの実質為替レートが、60年代後半に国内のインフレを反映してやや上昇したことは事実であるが、その水準自体は60年代初頭とほとんど変わらないか、もしくはより低くなっていた*39。円の対ドル実質レートがこの間ほとんど変化してはいないことも併せて考えると、日本の黒字が価格競争力の差に因るとするのはやや無理があるだろう。各国の物価水準は、固定相場制を維持することにもなう副作用である「輸入インフレ」によって、急速に同調化する傾向を強めていたのである。したがって、アメリカのインフレ政策が日本の輸出増加に貢献したとすれば、それによって膨張したアメリカ国内や東南アジアの需要（Absorption）から派生したという方が正確であろう。それに加えて、日本の工業製品の非価格競争力（たとえば品質、サービス）がシェアの増大につながったとみるべきであ

*37石見(1989, 図4-2)。

*38大内編(1971, pp. 30, 52-53)。

*39ドルの実質実効為替相場は、IMF(1984, p. 43, Chart 7)、Meltzer(1991, p. 77, Figure 7)を参照せよ。前者はどの物価指数を基準にしたかを明示していないが、後者はCPIを選んでいる。

る。

b) 「国際収支の天井」と成長の持続

高度成長期のマクロ経済運営は、「国際収支の天井」が最大の規定要因であり、金融政策がその主要な手段であった。財政支出は「均衡財政」の原則に制約されて、機動性が乏しかったばかりではなく、「むしろ景気変動を増幅する要因をはらんでいた」（中村、1978、p. 243）からである。

外貨準備の減少を契機とした金融引き締めへの転換はまず内需を抑制し、当初「意図せざる」在庫の増加から設備投資の減少につながり、景気循環の上方転換点を導くことになった。60年代初頭からは、短期外資の流入が「国際収支の天井」を押し上げる効果を見せはじめ、また在庫投資（原材料）の相対的規模が減少する傾向を示すにつれて、景気循環のパターンにもやや変化の兆しがあった。しかし1964年の景気反転にしても、1) 国際収支—金融引き締め—景気後退という連関を通じて発生し、2) 在庫投資が総需要の変動を導いたという点で従来と共通性を持っていた。その後67年にも国際収支の赤字を理由として引き締めが行われたが、69年には国際収支が好調であったにも関わらず、はじめてインフレの懸念が引き締めに移行する契機となった。しかしこの政策は、結果的に経常収支黒字を一層増大させ、不均衡をかえって激化させることになったのである*40。

国際資本移動は、場合によっては、国際収支の制約を緩和する要因であるにもかかわらず、とりわけ短資移動を自由に放置することには政府、日銀に共通して根強い反対論があった。その論拠はたとえば日銀『百年史』では、次のように説明されている。

「まず第1に円に対する信用が高く、短資が大量に流入すると、一般に国際収支に対する安易感が生じ、過度の積極政策をとることになりやすい。うえ、いったん国際収支が逆調に転じ、円の国際信用が低下すると、短資が急激に流出して、

*40 経済企画庁(1972、p. 187以下)、および中村(1978、pp. 177-79)。主な政策手段と各引締期の特徴に関しては、中村(1978、pp. 256-260)。

外貨準備の減少に拍車をかけるのではないかと懸念された。第2に、短資流入は本行の直接的なコントロールが及ばないという形で国内流動性を増加させ、金融引締め政策を実施している場合には引締め効果をそれだけ減殺することになり、反面、それが流出する際には本行信用の増大に跳ね返るという形で、国内金融市場を攪乱するのではないかと懸念された。第3にわが国銀行の短資取入れが過度になると、海外からもこれが長期貸出に運用しているとみられるようになり、国際信用上も問題があると考えられた。」（日銀、1986、p.248）。

以上を要約すると、1) 短資流出入は国際収支の変動幅を拡大させる。2) 国内金融市場の攪乱要因となり、とりわけ金融引き締め政策の効果を低下させる。3) 「短期借り・長期貸し」の外為銀行のポジションは国際信用に関わる、ということになるだろう。この議論にはいくつかの難点がある。短資移動に対して「直接的なコントロールが及ばない」とか「本行信用の増大に跳ね返る」とかいった表現は、日本銀行が自主的な金融政策を行う意志があったかどうか、を疑わせる。また外為銀行が「短期借り」のポジションをとっても、たとえば基軸通貨国の銀行が非居住者の短期資産を多く抱えているように、そのこと自体は信用不安を生み出す要因ではない。

しかしながら、外貨準備が減少した時に、自由な資本移動が引締め効果を減殺することはたしかである。第1次大戦前の国際金本位制下のように、資本移動を自由化して固定相場制を守ることは不可能ではないが、現実には日本が相対的に高金利であったので、資本移動を緩和すると資本が流入し、円相場を押し上げる圧力となったであろう。中長期的に円の実質為替相場が低下していると、いずれは名目平価の切り上げが予想されるので、なお一層、資本が流入する圧力は強くなる。逆に資本が流出すると円高圧力は解消されるが、「国際収支の天井」は低められる。資本移動規制が後者の側面と引締め効果の減退に対する懸念に発していたことは繰り返すまでもないが、その背景には、日本の国際競争力に対する潜在的な過小評価があったであろう。外貨準備をバロメータとした引き締め政策は、インフレの加速—実質為替相場の上昇を回避させる役割をはたしたことは明らかである。ただし高度成長期の日本では、インフレ率一般を抑える効果は国際的にさほど目立たなかったので、引き締め政策がむしろ生産性の上昇や輸出価格引き下げの努力を促す契機になったという点を、重視すべきであろう。

資本移動の収支均衡化作用に根強い不信感があったのは日本に限られないが、引締め政策への固執が結果的に円の実質為替相場を低下させ、競争力の強化につながったのである。しかし政策当局がこの結果を当初から見通していたというわけではない*41。経常収支を黒字化する競争力があり、その1つの前提をなした固定平価を変更しないとすると、資本流出か外貨準備の増大に帰結する。結果的には、日本は後者の可能性を優先したことになる。

ところで、戦後1950年から70年頃まで、日本の輸出依存度は戦前や70年代以降に比べてかなり低目であった。アメリカもやや同様の傾向を示しているが、この時期の輸出依存度の低さは、やはり日本が最も目立つ(表7)。この事実は、戦後の高度成長が輸出に主導されたこと(export-led growth)を意味しないであろうか。戦前並の輸出依存度に回復すること、それ自体はたしかに成長要因ではあるが、内需の比重が依然として大きいことは「内需主導型」の成長を示唆している。しかしその点を前提にしても、次の点を併せて考慮しなければならない。

1) 資本移動の規制が強いという条件の下で、外貨準備をマクロ政策運営の基準とすると、輸出成長率が輸入成長率を規定していたことになる。日本の輸入の多くは原燃料なので(表5を参照)、輸出の成長は素材的にも高度成長に不可欠の要因であった*42。

2) 輸出の伸びは、他の条件に変化がなければ、「国際収支の天井」を高め、拡張的なマクロ政策を一定期間、持続することを可能にする。したがってその成長に対する貢献度は、たんに総需要に対する比率だけでは計れない。

3) 外貨準備とマネーサプライ変化との関連を国際的に比較してみると、アメリカを除く先進各国は、共通して「ゲームのルール」を順守していた。しかしそ

*41これに関連して、対外経済関係には限らないが、戦後初期の政策思想には戦前・戦時中から引き継がれた統制的な色彩が根強かったことが指摘される(小宮ほか、1984、p.7)。もっとも戦前でも1930年代は、長期資本移動の規模がきわめて大きかったので、対外金融取引において統制色が強くなったのは、第二次大戦の開戦後とみてよいだろう。

*42篠原(1961、p.17)。中村(1978、pp.186)。

の中でも日本は、「ストップ・ゴー」政策で有名なイギリスよりも一層、「ゲームのルール」に忠実な金融政策を展開していたことがうかがわれる*43。したがって日本では外貨準備の増加は、他の先進諸国以上に重要な成長持続要因となったのである。

イギリスでは「ストップ・ゴー」が投資意欲を萎縮させ、成長阻害要因になったという説があるが、日本では輸出を促進し、成長要因となった。この違いは引き締め政策が1)省力化投資、生産性上昇の誘引効果を持つか、2)価格引き下げ=輸出拡大努力を誘発するか、に依存するであろう。表6から1950-70年の期間について日本とイギリスのインフレ率を比較すると、CPIではむしろ日本の方が高く、GDPデフレーターでは両国がほとんど変わらないのに反し、WPIや輸出価格では格差が歴然としている。輸出成長率は需要の価格弾力性にも依存するが、これだけインフレ率に格差があれば、成長の結果にもかなりの影響を及ぼすことは疑いないだろう。

*43 1970年に至る20年間の期間をとって、マネーサプライの外貨準備弾力性を推計すると、イギリスが1.04に対し日本は1.745であった。石見(1991、表7B)。すなわち外貨準備が1%減少すると、イギリスではマネーサプライの減少が1.04%であるのに対し、日本では1.75%ということになる。

資本移動規制に関する総合評価として、次のようなことがいえるであろう。国際資本取引の自由化によって実際の資金コストがどの程度まで変わるかは一概にはいえないが、外資を導入した方が資金コストを下げることはできたので、資本移動の制限にマイナスの作用があったことは否定できない。また実績から推測すると、資本導入の認可に成長部門への裁量的な割当が行われていたようである。しかし資本輸入が自由化されても、こうした部門が資金調達においてより有利になったことは疑いないであろう。資本調達コストを下げたり、技術、経営資源が伝播するといった外資流入の効果は十分に発揮されなかったが、他方で、直接投資の制限が自国企業を保護し、結果的に成長促進の作用があったことはすでに指摘されている。さらに、日銀の制度金融、輸銀の対造船金融などは、外資導入の抑制により高くなった資金コストを、低金利の資金で補償するという役割をはたした。

もう一つ考慮すべきは、国際収支上の配慮である。資本輸入が短期的に国際収支を改善することには誰しも異論がないとしても、将来の元利支払が国際収支を圧迫する要因になるか否かは、外資の用途に依存するであろう。そのためにも政府が輸入資金の割当を行った方がよいかどうかは、政府が市場よりも正しく投資に関する情報を入手し、分析できるかどうかによって決まってくる。通産省など省庁の原局が、当該産業部門を「コントロール」する一方で随時必要な情報を収拾していたことを重視すると、政府の方が市場よりも賢明な投資判断を下しうる、といえるかもしれない。しかしまた、省庁間のみならず原局間でも利害対立があることを勘案すると、集められた情報が正しく統合され、機動的な決定が行われるかどうか疑わしい、とみることもできる。

成長の原動力との関連で注目されるのは、割安な為替平価が長期にわたって維持されたことである。「国際収支の天井」を重視したマクロ経済運営も、資本移動の規制も、その動機は戦後に植え付けられた国際収支コンプレックスにあったが、その結果、日本は「ゲームのルール」の順守という点で先進諸国の中でも優等生になった。外貨準備の減少に対応した引き締め政策は、生産性上昇などを誘発し、輸出の相対価格を低下させた。輸出価格指数を基準にした実質為替相場の

下落は、1960年代の前半までかなりの輸出増大効果を持っていたと推測される。

これに関連して、日本銀行や輸出入銀行による制度金融はたしかに輸出促進的には働いたが、上記の要因に比べると、副次的であったというべきだろう。総コストの一部を占めるにすぎない金利コストの削減に比べて、価格の全体に影響する為替相場の水準の方が、価格競争力の次元ではるかに重要となるからである。また輸入に対する優遇金融は60年代に事実上機能を停止していたので、これによるコスト削減の効果は短期間に限られていた。

このような日本経済の外的環境が大きく変わったのは、60年代後半であり、外貨準備が急増し、国際資本移動に対する制限も緩和された。1960年代半ばが転機になるのは、アメリカのインフレが加速したからである。しかし円の「過小評価」が国際的に問題になり始めたこの時期には、価格効果はむしろ減退し、アメリカのインフレにともなう世界的な需要の増加や、さらに日本の非価格競争要因が輸出増加の主因となっていた。

復興期の閉鎖的な金融システムは、現実の変化に応じてその都度改革されてはきたが、大幅な転換は1970年代の初頭まで生じなかった。制度の全面的な改革はしばしば固定観念や既得権益からの抵抗がつきまとい、実施が大幅に遅らされることもある。この遅れは、場合によっては経済発展にマイナスの作用を及ぼす可能性もあるが、高度成長期の経験は、改革への抵抗が直接、間接に割安な為替平価を維持させ、むしろ高度成長にプラスに働いたことを示唆している。しかしそれは、政策当局が成長への貢献度を正確に見きわめた上で、合理的な選択を行っていたことを必ずしも意味するのではない。

参考文献

Atkin, J.M. (1977), British Overseas Investment 1918-1931,
New York Arno Press.

Balassa, B. (1964), " The Purchasing - Power Doctrine : A Reappraisal ".
Journal of Political Economy, Vol.72, PP.584-596.

Bryant, R. C. [1987], International Financial Intermediation, Brookings
Institution, 高橋俊治・首藤恵訳、『金融の国際化と国際銀行業』、東洋経済新
報社、1988年

Collins, S.M. (1988), " Saving and Growth Experiences of Korea and Japan ",
Journal of the Japanese Economy and International Economics, 2.pp.328-50.

Eichengreen, B. and M. Uzan (1991), " The Economic Consequences of the
Marshall Plan ", Mimeo

Horiuchi, A [1984] , Economic Growth and Financial Allocation in Postwar
-Japan, The University of Tokyo, Research Institute for the Japanese
Economy, Discussion Paper 84-F-3

IMF(1984), " Exchange Rate Volatility and World Trade", Occasional Paper
NO. 28.

Meltzer, A.H. (1991), " U.S. Policy in the Bretton Woods Era",
Federal Reserve Bank of St. Louis, pp.54-83.

石見 徹(1989)、「対外関係」、馬場宏二編、シリーズ世界経済 IV 『日本』、
御茶の水書房, pp. 211-57

石見 徹(1991)、「ブレトン・ウッズ体制の歴史的特質」、
東京大学『経済学論集』第57巻3号、pp. 43-72

植田和男(1987)、「国際収支：経常収支の長期変動と短期変動」、
浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義編、『日本経済のマクロ分析』、東京大学出版会、
pp. 13-34

エコノミスト編集部(1984)、『証言 高度成長期の日本(下)』、毎日新聞社

大内 力編(1971)、『現代日本経済論』、東京大学出版会

大川一司ほか(1974)、『長期経済統計 国民所得』、東洋経済新報社

大蔵省金融制度研究会編(1970)、『金融制度調査会資料 第4巻 普通銀行
・貿易金融』、金融財政事情研究会

大佐政之[1989]、『産業・貿易振興と金融政策』、東洋経済新報社

岡正信(1972)、「輸出入金融」、小島清・小宮隆太郎編 『日本の非関税障壁』
日本経済新聞社, pp. 162-74

奥田宏司(1986-1987)、「戦後日本の貿易金融 (1)-(3)」、大分大学『経済論集』、
37巻4・5号-38巻2, 5号, pp. 76-107, 28-60, 1-31

金森久雄編(1970)、『貿易と国際収支』、日本経済新聞社

経済企画庁(1960)、『戦後経済史、経済政策編』

経済企画庁調査局(1972)、『資料 経済白書 25年』、日本経済新聞社

小宮隆太郎(1967)、「資本自由化の経済学」、同著『現代日本経済研究』、
東京大学出版会 1975年, pp.195-223

小宮隆太郎・奥野正寛・鈴木興太郎編(1984)、『日本の産業政策』、
東京大学出版会

篠原三代平(1961)、『日本経済の成長と循環』、創文社

高須賀義博(1972)、『現代日本の物価問題』、新評論

通商産業省(1967)、『戦後日本貿易20年史』、通商産業調査会

鶴田俊正 [1982]、『戦後日本の産業政策』、日本経済新聞社

寺西重郎(1982)、『日本の経済発展と金融』、岩波書店

寺西重郎(1989)、「不均衡成長と金融」、中村隆英・尾高煌之助編『二重構造』、
岩波書店, pp.185-229

中村隆英(1978)、『日本経済 その成長と構造』、東京大学出版会

日本銀行(1985,1986)、『日本銀行百年史』、第5巻、第6巻

日本輸出入銀行(1983)、『三〇年の歩み』

藤野正三郎(1990)、『国際通貨体制の動揺と日本経済』 勁草書房

堀内昭義・大滝雅之 [1987]、「金融：政府介入と銀行貸出の重要性」、浜田・黒田・堀内編、前掲書, pp.123-48

山澤逸平・山本有造(1979)、『長期経済統計 貿易と国際収支』、
東洋経済新報社

表1 日本の国際収支

(会計年度平均、単位：百万ドル)

期間	1946-	1951-	1956-	1961-	1966-	1971-	1973
	50	55	60	65	70	72	
経常収支	145	104	23	-205	1,310	6,241	-3,918
貿易収支	-188	-395	93	494	2,862	8,377	789
(輸出)	395	1,507	3,120	6,116	14,024	27,045	38,943
(輸入)	583	1,900	3,027	5,622	11,162	18,669	38,154
貿易外収支	-68	442	-20	-640	-1,368	-1,807	-4,370
運輸				-470	-890	-919	-2,083
	-94	-177	-292				
旅行・保険				-39	-126	-558	-1,254
投資収益	-2	-22	-39	-137	-221	275	309
政府取引	-26	665	429	343	551	649	666
その他	3	-23	-118	-337	-681	-1,254	-2,008
移転収支	401	55	-50	-59	-184	-329	-337
(米国援助)	390	32	---	---	---	---	---
(賠償)	-4	-4	-89	-69	-60	-49	-62
長期資本収支	-15	-35	-22	36	-729	-3,803	-9,110
本邦資本	-20	-73	-148	-383	-1,342	-4,310	-7,688
外国資本	4	37	126	419	613	507	-1,422
基礎収支	130	69	1	-169	519	2,438	-13,028
短期資本収支	0	23	-1	83	334	2,633	2,283
(貿易信用)				74	308	2,467	2,241
誤差脱漏	15	1	28	6	112	432	-2,662
総合収支	145	93	28	-80	1028	5,503	-13,407

金融勘定

外貨準備増減*	108	71	211	22	670	6,334	-5,699
その他	37	22	-183	-67	408	-751	-7,708

*IMFポジション増額、SDRの配分を含む。

資料：天野可人編『図説 国際金融』、財経詳報社 1974、日本銀行『国際収支統計月報』。1960年以前は、通産省『戦後日本貿易20年史』、第35、40表、参考第2表。『長期経済統計 貿易と国際収支』

表2 経常収支・長期資本収支／GDPの歴史的比較 (年平均、単位%)

期間	1900-13年	1920-29年	1930-39年	1950-60年	1960-70年	1970-85年
イギリス						
経常収支	4.97	2.58	-0.93*	0.99	0.07	0.24
長資本収支	-5.49	-2.35	-0.26*	-0.59	-0.37	-1.45
長資本移動	5.49	3.30	2.75	----	3.03	6.09
アメリカ						
経常収支	1.14	1.65	0.74	0.68	0.76	-0.14
長資本収支	-0.14	-0.71	0.31	-0.45	-0.24	-0.12
長資本移動	0.85	1.09	0.42	0.61	1.01	1.85
ドイツ						
経常収支	-3.80*	-1.41**		1.83	0.65	0.75
長資本収支	-0.94	0.77**		-0.27	-0.68	-0.07
長資本移動	---	0.99**		0.61	2.09	3.26
日本						
経常収支	-1.88	-1.52	-0.12	0.68	0.16	0.90
長資本収支	2.71	-0.68	-2.37	-0.18	-0.18	-1.28
長資本移動	3.51	1.21	3.14	0.71	1.13	2.43

註：長期資本移動 = 資本輸出 + 資本輸入

資料：イギリス：C.H. Feinstein, Statistical Tables of National Income, Expenditure and Output of the U.K. 1855-1965, Central Statistical Office.

Economic Trends, 長期資本収支 ; M. Simon, The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914, in A.R.Hall(ed), The Exprt of Capital from Britain 1870-1914. R.S.Sayers, The Bank of England, Central Statistical Office, Economic Trends, United Kingdom Balance of Payments. 1960年以降は銀行の債権・債務は含まない。*1930-1938年

アメリカ: US Department of Commerce, Historical Statistics of the US, Colonial Times to 1970, Survey of Current Business. 1971年以降は銀行の債権・債務は含まない。

ドイツ: Deutsche Bundesbank, Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876-1975

40 Jahre Deutsche Mark Monetaere Statiatiken 1948-1987. *貿易収支。

** 1925-35年.

日本: 大川一司ほか(1974)、山沢・山本(1979)、日銀『経済統計年報』

表 3 業種別の外資導入

(1950-1967年度、単位：百万ドル)

	経営参加的				計	構成比 (%)
	外資借款	株式取得	外債	D A R		
機 械	588	81	117	53	839	15.9
金 属	590	23	13	-	626	11.9
化 学	366	87	31	-	484	9.2
石油精製	567	94	-	-	661	12.5
紡 織	101	2	38	-	141	2.7
建 設	483	1	-	-	484	9.2
電力ガス	658	-	-	22	680	12.9
運輸通信	582	1	121	-	704	13.3
商業貿易	9	13	23	2	47	0.9
金融保険	28	-	100	12	140	2.7
その他	129	41	306	-	476	9.0
計	4,102	344	748	89	5,282	100.0

『外資導入年鑑』 1968-1969年度、p.16。

表 4 輸出入銀行の融資額構成（単位：億円、括弧内は％）

年次	1950-1956	1957-1967	1968-1973
輸出金融	1,908(99)	13,163(76)	19,173(61)
船舶	1,334(69)	8,393(48)	11,009(35)
一般プラント	574(30)	4,770(28)	8,164(26)
技術提携金融	- -	83(0)	- -
輸入金融	1	165(1)	3,749(12)
海外投資	19	1,035(6)	4,728(15)
直接借款	- -	2,874(17)	3,937(12)
合計	1,928(100)	17,320(100)	31,585(100)

日本輸出入銀行『三十年の歩み』表1-1, 2-2, 3-15による。

表5 貿易の品目別構成比

(単位：%)

輸出

年次	1950	1960	1970	1980
繊維、同製品	48.6	30.2	12.5	4.8
金属、同製品	19.4	13.8	19.7	16.4
鉄鋼	8.8	9.6	14.7	11.9
機械機器	10.5	22.9	46.3	62.8
輸送機械	5.0	10.7	17.8	26.5
自動車	---	2.6	6.9	17.9
船舶	3.2	7.1	7.3	3.6
電気機械	1.4	6.8	14.8	17.5

輸入

年次	1950	1960	1970	1980
食料品	33.3	12.2	13.6	10.4
原料品	56.6	48.3	35.4	16.9
鉱物性燃料	5.5	16.5	20.7	49.8
原油・粗油	2.5	13.1	11.8	37.5
製品	3.4	22.1	30.4	22.8
化学製品	2.6	5.9	5.3	4.4
機械機器	0.8	9.0	12.2	7.0
その他製品	---	7.3	12.9	11.4

通産省『戦後日本貿易20年史』、『通商白書』。

表6 インフレ率の国際比較

(年平均 単位%)

消費者物価	1950-60	1960-70	1950-70	1970-80
アメリカ	2.09	2.75	2.42	7.82
日本	4.01	5.74	4.87	8.97
ドイツ	1.88	2.59	2.23	5.08
フランス	5.58	4.04	4.81	9.63
イギリス	3.33	4.05	3.69	13.09
イタリア	3.15	3.64	3.39	13.97
カナダ	2.20	2.72	2.46	8.04

GDPデフレーター	1950-60	1960-70	1950-70	1970-80
アメリカ	2.61	3.10	2.86	7.39
日本	3.67*	4.30	4.09**	7.62
ドイツ	2.84	3.71	3.27	5.31
フランス	6.03	4.35	5.18	9.49
イギリス	4.08	4.23	4.16	13.95
イタリア	3.19	4.50	3.84	16.40
カナダ	3.43	3.01	3.22	8.76

卸売価格	1950-60	1960-70	1950-70	1970-80
アメリカ	1.50	1.52	1.51	9.31
日本	2.21	1.28	1.75	7.53
ドイツ	2.03	1.32	1.68	5.10
フランス	5.00	2.86	3.92	8.07
イギリス	2.87	3.08	2.98	13.57
イタリア	0.54	2.49	1.51	15.42
カナダ	---	1.77	---	9.68

輸出価格	1950-60	1960-70	1950-70	1970-80
アメリカ	1.26	1.52	1.39	14.55
日本	0.29	0.28	0.28	3.69
ドイツ	3.89	0.76	2.31	5.15
フランス	4.80	2.49	3.64	9.14
イギリス	2.60	3.11	2.85	14.51
イタリア	-0.55	0.55	0.00	16.14
カナダ	1.28	2.16	1.72	11.29

*1955-60年。 **1955-70年。

資料：IMF, International Financial Statistics Supplement 1987 から

$\log(1 + \pi) = (\log P_t - \log P_0) / t$ によって算出。

π : 平均インフレ率、 P_t : t期後の物価指数。 P_0 : 基準年の物価指数。

表7 主要国 対外依存度 (単位：%)

輸出 / G N P

	1913	1929	1939	1950	1960	1970	1985
イギリス	23.4	16.9	7.9	17.0	14.4	15.6	22.2
アメリカ	6.6	5.2	3.5	3.8	3.9	4.4	5.4
ドイツ	19.3	17.0	5.4*	8.5	15.8	18.6	27.3
日本	13.8	16.0	11.9	7.5	9.2	9.8	12.8

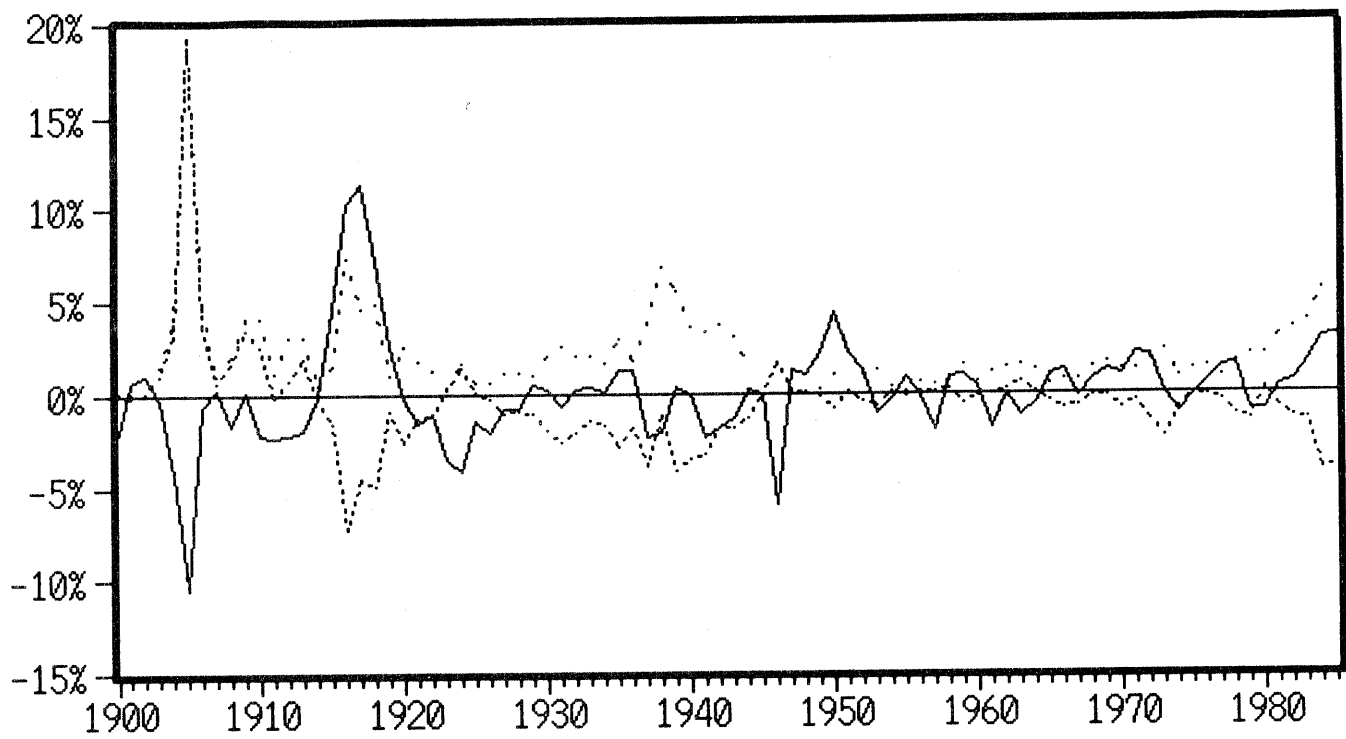
輸入 / G N P

	1913	1929	1939	1950	1960	1970	1985
イギリス	28.3	24.6	14.5	19.6	17.7	17.5	22.8
アメリカ	4.6	4.3	6.6	3.2	2.9	4.1	8.5
ドイツ	20.5	16.8	5.6*	11.6	13.1	15.5	23.0
日本	16.5	16.9	9.5	8.8	8.6	9.6	8.7

*1938年。

資料：表2と同じ。

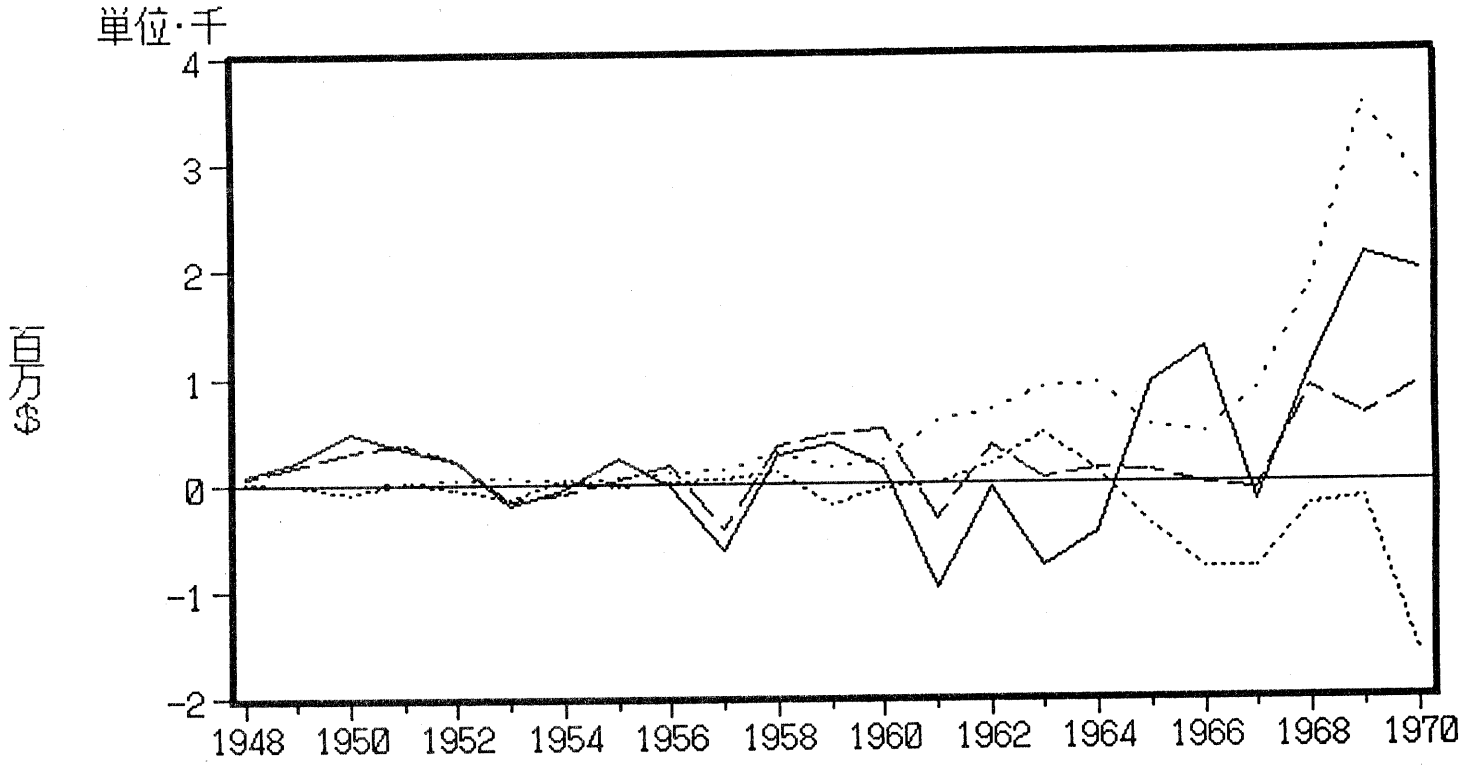
図1 日本の経常収支・資本収支 対G N P比



— 経常収支 長期資本収支 - · - 長資輸出入合計

資料：国際収支は山澤・山本(1979)、G N Pは大川他(1974)

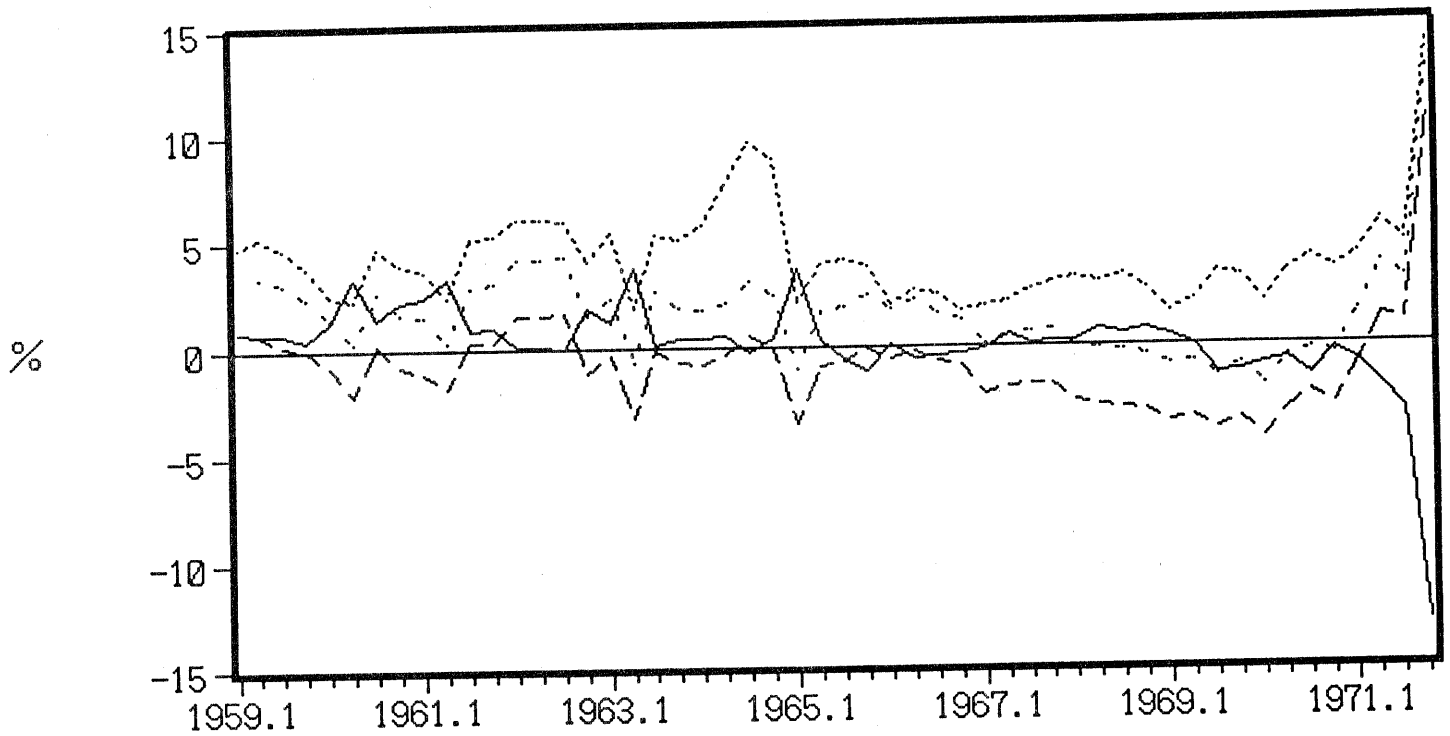
図2 日本の国際収支(1948-1970年)



— 經常収支 長期資本収支 - · - · 外資導入 -- 外貨準備変動

資料：日銀『経済統計年報』。『外資導入年鑑』。

図3 短期金利差（カバー付）と直先スプレッド

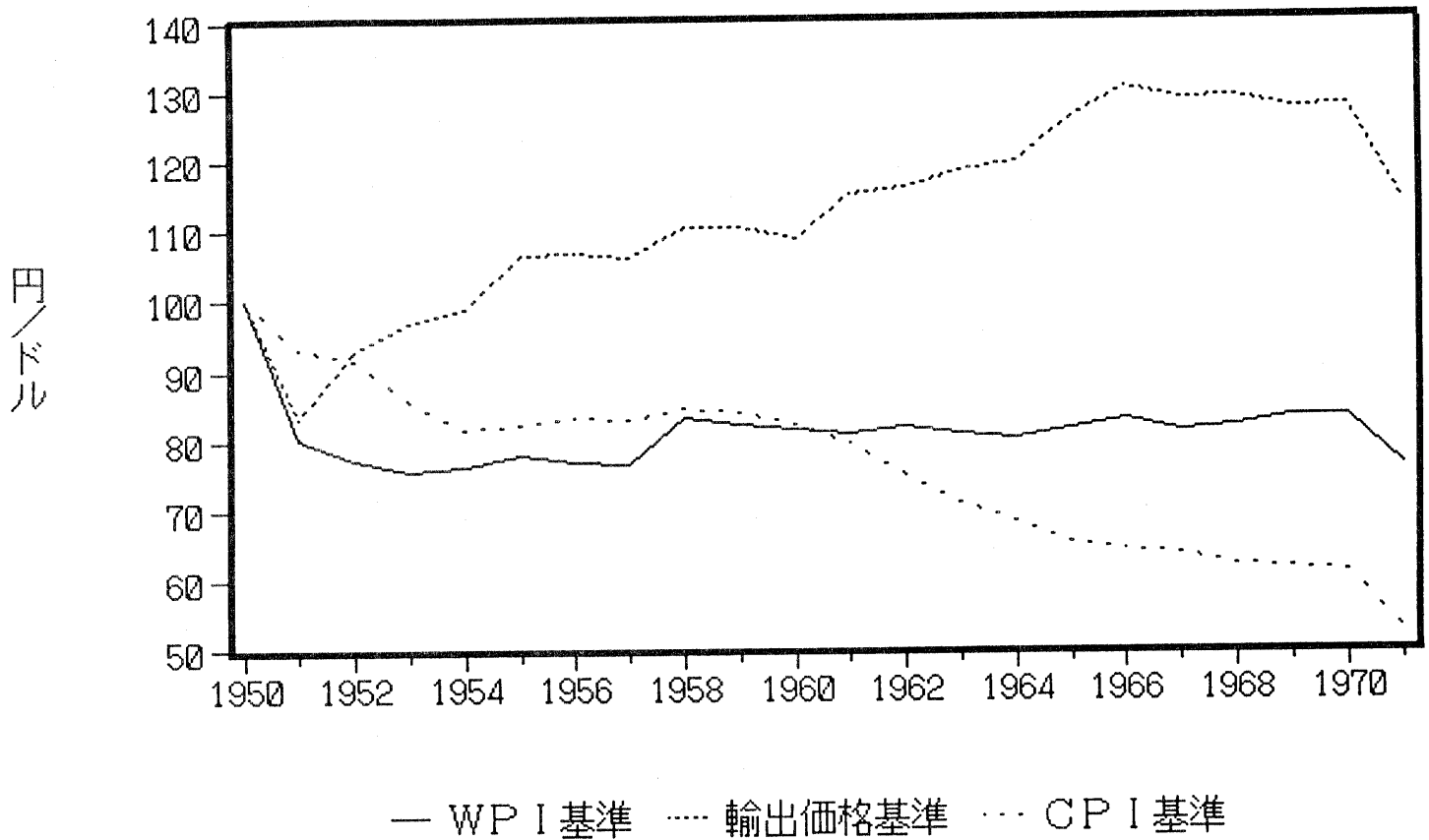


— 直先スプレッド ····· 金利差(1) ····· 金利差(2) --- 金利差(3)

註：直先スプレッドは3カ月先物からえた値を年率に換算。プラス方向への変動は先物円安、マイナス方向は先物円高を示す。金利差(1)=コールレート(月越物) - T B レート(90日)、金利差(2)=日銀再割適格手形割引率(1件300万円超) - B A 金利(90日)、金利差(3)=日銀再割適格手形割引率 - 輸入ユーザンス金利(3カ月、L C 付)。金利、外国為替相場は各四半期の期首の値。

資料：『外為年鑑』、日銀『経済統計年報』。

図4 円ドル実質為替相場 (1950年 = 100)



註：プラス方向は円安、マイナス方向は円高。

資料：年次統計はIMF, International Financial Statistics, Supplement 1987。