

CIRJE-J-12

**日本の金融政策とマクロ経済：  
歴史的パースペクティブからの再評価**

岡崎 哲二

東京大学大学院経済学研究科

1999年4月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

Monetary Policy and Macroeconomy in Japan:  
A Historical Perspective

by

Tetsuji Okazaki

Faculty of Economics, The University of Tokyo

## **Abstract**

In this paper, we examine the decision-making process of the monetary policy in postwar Japan, focusing on the discount rate policy.

Since late 1950's, BOJ has generally given priority to WPI as a criterion to judge the timing of the discount rate change. In 1950's, when prosperity overheated, WPI rose sharply, before current balance of payments turned into deficit. Then BOJ judged that the discount rate should be raised, while current balance was still in surplus. Only in early and middle 1960's, when was general balance of payments turned into deficit under stable WPI, BOJ took the general balance deficit as the criterion. In late 1960's, when large and continuous balance of payments surplus emerged, BOJ came to judge the timing of the discount rate change according to WPI again.

The serious inflation in early 1970's was partly because of this policy stance of BOJ. It continued loose monetary policy, on the ground that WPI was stable, although money supply had increased substantially. Reflecting on this experience, BOJ came to make much of money supply in the middle of 1970's. However, even in 1979, it was after WPI began to rise rapidly when BOJ judged that the discount rate should be raised.

In the latter half of 1980's, BOJ watched excessive money supply and rise of asset prices as early as 1986. However, it did not make up its mind to raise the discount rate until WPI started to rise in 1989, when the serious asset price inflation had already took place.

Actually, discount rate policy was determined not only by BOJ's judgement but also by the policy of the government. In this sense, BOJ has not been independent of the government. In general, when the government was carrying out expanding policy, the time lag between BOJ's judgement and the raise of the discount rate was long, and vice versa. In early 1970's and late 1980's, the expanding policy stance of the government made the raise the discount rate still later, which caused rapid inflation and asset price inflation.

日本の金融政策とマクロ経済：歴史的パースペクティブからの再評価

東京大学経済学部

岡崎哲二

## 1、はじめに

この論文は、第二次世界大戦後の日本における金融政策を歴史的な観点から再検討することを目的とする。戦後日本の金融政策については、研究者・実務家による多くの研究が蓄積されている。また1984-86年には金融政策の直接的な担当者である日本銀行自身によって、その正史にあたる『日本銀行百年史』全7巻が刊行された。同書は豊富な内部資料に基づいて記述され、金融政策運営の裏面に関して、外部からは伺い知ることができない貴重な情報を提供してくれる。同様の情報は、日銀に在籍した、ないし現に在籍する著者による、吉野[1976]、外山・呉[1977]、中川[1981]、呉[1981]、翁[1993]、三重野[1995]などからも得ることができる。

これらの文献をふまえて、以下では、次の二つの視点から戦後日本の金融政策史をあらためて検討する。一般に、金融政策を含む経済政策は、政策当局者による状況の認知－政策決定－政策効果の発現という一連の経過をたどる。そこで第一に、金融政策の直接的な担当者である日本銀行がそれぞれの時点で経済の状況をどのように認知していたかを検討する。もっとも、日銀当局者の各時点における状況認識を明らかにすることは必ずしも容易ではない。ここでは、上記のような内部情報を含む諸文献、および各時期に日銀が政策運営のための指標ないし中間目標として注目していたデータの動きから、日銀当局者の状況認識を探ることにしたい。

第二に、日銀による状況の認知をふまえて金融政策が決定されるプロセスについて政治経済学的視点から検討する。公定歩合の変更は戦後一貫して日銀総裁の専管事項であったが、実際にはそこにさまざまな政治的圧力が作用してきた。したがって、植田[1992]が指摘しているように、なぜある時点である金融政策が採用されたかを理解するためには政治経済学的な視点が必要になるのである。

これら二つの視点を明示的に掲げることには次のような意味があると考えられる。戦後の金融政策にはいくつかの大きな失敗があったという認識は広く共有されている。1970年代初めの大インフレーション、1980年代末から90年代初めにかけての資産価格インフレーションがその顕著な例である。

前者について詳細に分析し、その後の研究に大きな影響を与えた小宮[1988a] \*1は、その結論部分で、「1973～74年のインフレーションをひき起こした責任の大部分は、金融政策当局（日本銀行）にある。単純化していえば、日本銀行の誤った金融政策が1973～74年の激しいインフレをひき起こしたのである」と述べて

---

\*1初出は『経済学論集』（東京大学）第42巻1号、1976年。

いる（p. 58）。金融政策が日銀のみによって独立に決定されてきたという建前を受け入れれば、小宮[1988a]の結論には十分な説得力がある。しかし、日銀実務家の一人は、「私は、実際問題として、政府の日銀に対する影響力は命令権の有無にかかわらずかなり強いと思う」と述べている（呉[1973]、p. 13）。右の建前自体の妥当性について、事実即して検討する必要がある。

このような見方は、大インフレーションの原因、特に金融政策当局の責任をあいまいにするという批判を受けるかもしれない。しかしこの点はむしろ逆であると筆者は考える。大インフレーションの原因が金融政策の失敗にあったとして、さらにその失敗の原因を特定することは有意義であろう。政策過程に関する上記の枠組みを用いれば、問題が認知のプロセスにあったか、決定のプロセスにあったかが問われる必要があるということになる。このような分析は、金融政策の運営や金融政策に関する制度的枠組みの設計に関して今日においても現実的な意味を持っている。

上のような視点から戦後日本の金融政策史を検討するにあたって、以下では、高度経済成長開始以降（1955年以降）に実施された9回の金融引き締めに焦点を当てる。上記の2つの失敗がいずれも金融引き締めのタイミングの遅れに関係することを考えれば、金融引き締めに焦点を当てることには妥当性があると考えられる。

## 2. 1950年代後半

金融引き締めの期間を、公定歩合引き下げの後に行われた最初の公定歩合引き上げからその後の最初の公定歩合引き下げまでと見た場合、1950年代後半～1960年代の約15年間に実施された金融引き締めは、①1957年3月～1958年6月、②1959年12月～1960年8月、③1961年7月～1962年10月、④1964年3月～1965年1月、⑤1967年9月～1968年8月、⑥1969年9月～1970年10月の6回であった。平均すると約2年半に1度の頻度で金融引き締めが発動され、約1年間にわたって引き締めが継続されたことになる。後述する1970年代以降と比較すると小刻みに短期間の引き締めが繰り返されたといえる。

よく知られているように、頻繁に金融引き締めが行われた原因は、大まかにいえば周期的な国際収支危機にあった。景気拡大→経常収支赤字→金融引き締めが→経常収支黒字→金融引き締め解除という「ストップ・ゴー政策」が採られたわけである（黒坂・浜田[1984]、pp. 227-229）。以下、前節で述べた見方に基づき、「ストップ・ゴー政策」の背後にあった認知および政治経済学的プロセスを、個々の金融引き締めを対象として検討する。

### 1957年

1954年末に始まった景気回復は1956年に加速し、卸売物価前月比（年率）が5%

を超えた。一方、外国為替収支は1956年6月までかなりの黒字を続け、7月に若干の赤字となった後、再び年末まで黒字を続けた（図1）。外国為替収支の経常取引は国際収支統計の経常収支に近い数値であり、当時、国際収支に関する最も重要な指標とされていた。『日本銀行政策委員会月報』は、1966年3月まで今日のIMF方式による国際収支統計ではなく、外国為替経常収支を一貫して掲載している。すなわち、1956年には、国際収支の点では危機的と見られるような状況にはなかったといえる（以下、煩雑さをさけるために1966年3月以前については外国為替収支の経常取引を単に経常収支と呼ぶことにする）。

注目すべきことに、1956年6月の段階で日銀はすでに景気過熱に対して警戒感を抱いていた。6月11日の全国銀行大会における講演の中で日銀総裁（新木栄吉）は「物価並びに国際収支の先行については、安易に楽観するわけにはまいらない」という認識を示し、「積極的に景気を推進すべき情勢とは考えられないのでありまして、寧ろ物価を中心として経済の動向に対し慎重な注意を払うと同時に、情勢に応じて行き過ぎを調整し得るよう弾力的な対策をとる必要があると判断されるのであります」と述べた（日本銀行調査局『調査月報』1956年6月、p.1）。ここで新木総裁が最も重視している指標は物価であった。

日銀の景気過熱に対する警戒感は、6月29日の日銀政策委員会における調査局長（関根太郎）の報告においても表明された。「この際一刻も早く情勢の変化即ち投資の行き過ぎの生じた場合には、これに対処し得るような通貨調整の態勢を備えるべきである」とし、具体的には日銀が保有する政府短期証券を市場で売却することを提案したこの報告（いわゆる「関根報告」）に対し、大蔵省代表の政策委員（下村治）は、政府の低金利政策および国債管理権との整合性の観点から反発した（日本銀行[1985]、p.488）。政府が低金利政策を標榜する状況下において、早期の金融引き締めには政府からの強い抵抗があったといえる。

実際、9月中旬に新木日銀総裁が大蔵大臣（一万田尚登）に公定歩合の引き上げを申し入れたにもかかわらず、意見の一致を見なかった（同上、p.490）。この後、1957年3月に公定歩合引き上げが実現するまでに約半年の経過を必要とした。これは一つには上の申し入れ直後に新木総裁が脳血栓で入院し、11月末に山際正道が総裁に就任するまで、事実上総裁不在が続いたという偶発的な事情にもよった。しかし、山際総裁就任後、なお数ヶ月公定歩合が引き上げられなかった基本的な理由は政府・与党（自民党）の抵抗であった。

1954年度から1956年度まで政府はいわゆる「1兆円予算」の枠を守ってきた。これに対して1956年夏以降、自民党から支持基盤強化のための積極政策を求める声が強まった。このような中で同年12月、鳩山内閣に代わって石橋湛山内閣が成立し、大蔵大臣には池田勇人が就任した（大蔵省財政史室[1994]、p.316）。石橋首

相は積極政策論者として知られており、就任直後の談話の中でも「経済については、国民生活の向上と安定とを途とし急激なる変化を避けつつ、大いに積極政策を断行致すつもりであります」と言明した（日本銀行[1985]、p. 486）。

自民党からの圧力を反映して1957年1月に閣議決定された1957年度予算案は「千億円減税千億円施策」を織り込んだ景気拡張型ものとなった。2月から3月にかけて行われた予算案の国会審議において、野党社会党は予算案がインフレの原因となる点を追及した。これに対して池田蔵相は健全財政主義を維持していること、輸入の増加によって物価上昇が抑制されることを挙げてインフレを警戒する必要はないと応酬した（大蔵省財政史室[1994]、pp. 332-333）。

このような状況下で日銀による金融引き締め論が政府の了解を得にくいことは明らかであろう。山際総裁自ら、金融政策の引き締めへの転換についての了承を求めて池田蔵相との直接折衝にあたったが、両者の協議は難航した。

公定歩合の引き上げが政策委員会で決定されたのは予算案が衆議院を通過した後の1957年3月19日であった。しかも、その際の政策委員会議長（山際総裁）談話は大蔵省によって用意され、そこには景気過熱に対する警戒を示すような文言が一切含まれなかった。さらに直後に行われた池田蔵相の記者会見で、蔵相は「経済の動向に不健全なものがあるとは考えておらず、今次の措置は経済の現状に対する警戒信号ではない、したがって市中貸出金利についてもそれを引き上げるべきではない」と言明した（同上、pp. 495-496）。一般に公定歩合変更について、日銀の金融政策スタンスに関するアナウンスメント効果が大きな意味を持つから、この点で今回の金融引き締めへの転換は不明確なものとなったといえる。

タイミングの点でも、すでに1957年1月以降、経常収支は持続的な大幅赤字に変わっていた。すなわち、日銀は卸売物価の上昇を認知して早期の金融引き締めへの転換を考慮したにもかかわらず、自民党の圧力を背景とする政府の抵抗のために、結果的に国際収支赤字に対応して金融政策を変更した形となったわけである。

上記の折衝について山際総裁は後に、「政府の干渉がこんなに強いものとは思わなかった」と回顧している（同上、p. 495）。また日銀調査局は翌1958年に『調査月報』発表した論文（日本銀行調査局[1958]）の中で日本と西ドイツの金融政策を比較して、「サウンド・カレンシーの理念よりはむしろ慢性的なインフレ傾向に慣れ、一部にはこれを好む考え方も見られる。しかも法制上中央銀行の独立性は西ドイツと相違して著しく弱いものとなっている」、「日本の場合は（金融政策の変更がー引用者）必ずしも十分にタイミングよろしきを得たとは言えない場合があった。この点は前記のサウンド・カレンシーの考え方および中央銀行の



地位によるところが大である」と述べている（pp. 14-15）\*1。

## 1959年

1957年3月に始まった金融引き締めが翌1958年6月に解除された後、景気は速やかに回復に向かった。卸売物価指数は1958年11月以降、前月比3～6%（年率）程度の上昇を示すようになった（図1）。一方、経常収支は1957年11月以降、一貫して黒字を継続していた。このような状況の下で、1959年4月ごろの日銀は、近い将来に景気過熱の危険があるわけではないが、先行き必ずしも楽観を許さないという認識を有していた（日本銀行[1985]、p. 520）。

卸売物価の騰勢は1959年4～7月にいったん停止したが、8月以降より速いテンポで再開した。経常収支は依然として黒字基調を続けていたが、日銀は1959年11月、景気過熱を未然に防止するため金融引き締めを実施する必要があるとの判断を固めた（同上、p. 524）。公定歩合引き上げは時を移さず12月1日の日銀政策委員会で決定され、翌日から実施された。今回の金融引き締めは経常収支が赤字に転じる前に行われた「予防的引き締め」であった点で、上述した「ストップ・ゴー政策」の定型的パターンから外れている。

経常収支が黒字を継続している段階で卸売物価の上昇から金融引き締めの必要に関する判断を導いた点で、日銀の姿勢は1956-57年の景気過熱時と一貫していた。相違は、引き締めへの転換に対して政府が特に干渉しなかった点である。呉[1981]は「佐藤さん（大蔵大臣佐藤栄作－引用者）は池田さん（前大蔵大臣池田勇人－引用者）のように金融政策には口出しはしなかったようである」と述べている（p. 85）。

1959年の金融引き締めに対して政府の干渉がなかった理由として、次のような事情が考えられる。自民党の財政拡大要求は1960年度予算に対しても依然として強かったが、大蔵省としては、今回これを認めると1947年の財政法制定後初の公

---

\*1パトリック[1964]は、「日本における金融政策の実施での支配的な弱点は、とくに昭和31年の遅くと（も）昭和32年の初めに明白であった。すなわち、日本銀行は金融政策を通じて民間投資を制約する有効な手段をもっていたが、かなり遅くまで予防的手段をとらなかったことは明白である。このように昭和32年、危機がとくに激しいものとなるまで金融引締めは実際にとられなかった。この失敗は、日本銀行の過失ではなかったといえるであろう。大蔵大臣にしたがう中央銀行としては、ほとんど独自の行動をとる機会をもたなかった。このような依存は、法的論拠にもとづくと思われる伝統や環境からするものであった」（p. 189）と述べている。

債発行に踏み切らざるを得ないという状況にあった。そのため大蔵省は1959年10月頃から1960年度予算を景気に対する「中立予算」にするという方針を固め、10月23日に閣議了解された「今後の経済見通しと経済運営の基本的態度」にも「中央および地方を通じて健全財政を堅持し、財政面から景気動向に刺激を与えることを避ける」ことが明記された。1960年度予算大蔵省原案の作成過程で実施された公定歩合引き上げは、「自民党の公債発行論にあらかじめ水をかけたもの」と見られた（大蔵省財政史室[1994]、pp. 467-468）。今回は、早期の公定歩合引き上げが大蔵省の利害にも合致するものだったのである。

### 3. 1960年代

#### 1961年

1959年における金融政策の予防的引き締めの効果もあって、1958年6月に始まった景気上昇は息長く続いた。景気上昇の過程で1960年8月から卸売物価の騰勢が明らかになり、経常収支は1961年1月に持続的な赤字に転じた（図2）。卸売物価の上昇に続いて経常収支が赤字になるという順序は1950年代後半と変わらなかったが、今回の卸売物価上昇は、前月比の年率換算値が10%を超えたのが1961年8月の1カ月のみにとどまったことに示されるように、1950年代後半に比べると緩やかなものであった。

『調査月報』の1961年4月号に発表された論文（日本銀行調査局[1961]）の中で、日銀調査局は「ごく最近に至って、設備投資の動意が一段と高まる一方、国際収支面では経常勘定の逆調が常態化するなど、景気情勢にはやや変調のきざしが現れているが、最近まで景気の足取りは、全体として大きな不均衡を生ずることなく、比較的安定的であったといってよい」という認識を示した（p. 1）。ここから第一に、上記のような緩やかな卸売物価上昇について日銀調査局は特に問題視していなかったことがわかる。第二に経常収支赤字の持続についても「やや変調のきざし」という程度の受取方であった。実際、経常収支が赤字となった1961年1月に日銀は公定歩合を引き下げ、一段と金融緩和を進めた。

緩やかな卸売物価の上昇の下で経常収支の持続的赤字が発生したこと、およびこれに対して日銀が直ちに警戒的な認識を持たなかったこと背景は、1950年代末から急速に進んだ貿易・為替の自由化であったと見られる。第一に、1950年代後半の景気加熱時に卸売物価が急騰した原因は、為替管理を通じた事実上の輸入数量制限のために輸入増加を通じた国内価格の抑制が十分に機能しなかったことにあると考えられるが、貿易・為替の自由化によってこの制約がなくなった。

第二に、貿易・為替の自由化にともなって資本輸入が増加し、経常収支の赤字が外貨危機に直結しなくなった。図3は外国為替収支の内訳を示している。経常

収支・資本収支・その他（誤差脱漏）の合計が総合収支である。前述のように経常収支は1961年1月から持続的に赤字を計上したが、これは資本収支黒字によって埋め合わされ、総合収支は同年4月まで黒字を続けた。

日銀が金融引き締め政策に転換する方針を固めたのは総合収支が赤字に転換した1961年5月であった。日銀調査局は金融引き締めの実施を前提として、必要な引き締めの程度、引き締めの効果を副作用などに関する検討作業を行い、「もはや予防的な引き締め政策で済む段階ではなく、他方中小企業の不況抵抗力が強まっていることもあり、金融引締めに伴う摩擦現象はそれほど心配する必要はな」という結論を得た（日本銀行[1986]、pp. 38-39）。

日銀の金融引き締め方針は政府の抵抗にあった。呉[1981]は、「日銀内部では春頃から公定歩合引上げが問題とされていたが、池田さん（首相－引用者）は反対であった。この頃から39年山際さんが辞任するまで、山際さんと池田さんの政策上の対立が続く」と述べている（p. 86）。所得倍増計画の遂行を基本政策として掲げる池田内閣は、その一環として低金利政策を追求していたためである。

政府は全般的な金融引き締めより、産業政策的観点を織り込んだ選別的な設備投資の繰延べを志向した。1961年6月、大蔵省と日銀は都市銀行等9行を通じて主要企業150社の設備投資動向に関する特別調査を行い、これに基づいて翌7月に大蔵省・日銀・市中銀行の三者が産業界に対して設備投資の1割繰延を要請した。この要請に対して経団連会長（石坂泰三）が「設備投資を押さえるなら公定歩合を引き上げるのが常道」と批判し、このことが公定歩合引き上げの環境を整える役割を果たした。公定歩合引き上げが政策委員会で決定されたのは7月21日であった（日本銀行[1986]、p. 40）。

経常収支が赤字に転換してから公定歩合引き上げまで約半年が経過していたが、その理由は上述のように、資本輸入が総合収支を改善する役割を果たしたため日銀が引き上げの判断を固めた時期が遅かったこと、および政府の抵抗を受けたことにあった。

## 1964年

1961年の金融引き締めによって始まった景気後退は1962年10月に終わり、再び経済成長が加速した。景気後退の末期に一時黒字となった経常収支は早くも1963年1月から赤字に転換したが、総合収支は同年10月まで黒字基調を続けた（図3）。卸売物価上昇率は1962年12月と63年1月に年率8%のやや高い値を示した後、再び低下した。

このような状況を日銀は次のように認識していた。1963年6月10日に行われた全国銀行大会における講演の中で山際総裁は、「景気の立ち直り傾向が次第に明瞭になって」きたとする一方、持続的成長のための問題点として第一に、国際収支

に余裕がない点を挙げた。景気回復の初期にもかかわらず経常収支が赤字となり、総合収支黒字幅も大きくなかった点を指したものである。加えて労働需給の逼迫という日本経済の長期的・構造的な変化を反映して製品コストと消費者物価が上昇傾向をたどっている点が指摘された。

このような認識を踏まえて山際総裁は、当面の金融政策の運営に関して「この際、重ねて景気の過熱を繰り返すことは、何としても避けねばならない」と強調した。また関連して、総裁が金利水準の低下が望まれている点に言及し、「しかし、その時々々の情勢に対しては、機動的かつ弾力的に対処することが肝要であり、その点の配慮をおろそかにしますならば、金利水準の円滑な低下自体も、結局ははばまれざるを得ない」と述べた（日本銀行調査局『調査月報』1963年6月、pp. 1-3）ことが注目される。最後の指摘が前回の金融引き締め時における政府の姿勢を暗に批判したものとなっていることは明らかであろう。

日銀が公定歩合引き上げを行う必要があるという判断を固めたのは1963年11月頃であった。呉[1981]は、「38年11月の支店長会議の時だったように思うが、すでに日銀内はできるだけ早く公定歩合を引き上げるべきだという気分で統一されていた」と述べている（p. 90）。山際総裁も、11月の支店長会議での挨拶において「われわれとしては、全体として経済拡大のテンポがやや速すぎるのではないかという印象を実はひそかに持つておる訳であります」と発言した（日本銀行[1986]、p. 65）。

前述のように1963年11月は総合収支が持続的赤字に転換した月にあたる。今回も、卸売物価が比較的落ち着いている状況下で、総合収支を主な基準として日銀は金融引き締めへの転換を決断したと見ることができる。実際、1963年12月の記者会見において山際総裁は、現在の総需要の水準が国際収支均衡の維持と両立できないことを理由として、「金融面でのブレーキをかけていく必要がある」と言明した（同上）。

このような観点から日銀は1963年12月に預金準備率を引き上げたが、公定歩合が引き上げられたのは3カ月後の1964年3月であった。公定歩合引き上げが遅れた理由について日本銀行[1986]は、「政府との意見調整が円滑に進まなかったためであることはいうまでもない」としている（p. 66）。1964年1月には大蔵大臣（田中角栄）が記者会見で、金融をさらに急激に引き締めることは適当ではないと発言した。蔵相の発言の背景には池田内閣の積極政策・低金利政策等の事情があった（同上、p. 67）。

## 1967年

日本経済に深刻な影響を与えた1965年の不況が同年10月に底を打ったあと、1966年中は卸売物価が比較的落ち着き、経常収支も黒字を続けるなど順調な景気拡

大が進展した（図4）。このような状況をうけて、1964年12月に山際正道に代わって日銀総裁に就任した宇佐美洵は、1966年6月13日に行われた全国銀行大会で「今後景気が激動することなくその回復過程が着実なテンポで続くことが切に望まれる次第でありまして、経済情勢がそのように推移するかぎり、金融政策はこれまでの緩和基調を維持して参る所存であります」と述べた（日本銀行調査局『調査月報』1966年7月、p.1）。

日銀が景気の行き過ぎについて警戒感を持ち始めたのは1967年6月頃からであった。1967年6月12日の全国銀行大会における挨拶の中で、宇佐美総裁は、総合収支赤字が続いていることに注意を喚起し、「貿易収支の黒字幅縮小により国際収支の総合勘定が長きにわたって赤字を継続することは、好ましい事態とは決して申せないであります。したがって、今後、特に国際収支の動向に注意し、経済の拡大速度を必要に応じ弾力的に調整することが肝要であります」と指摘した（日本銀行調査局『調査月報』1967年7月、pp.1-2）。

さらに日銀は、景気情勢判断のため、6月12日から7月4日にかけて都市銀行と長期信用銀行に対する特別調査を実施し、7月27日にはこれら銀行の頭取を招いて結果を報告するとともに、宇佐美総裁から「景気の現況はこれまでのいわゆる過熱とは違うが、行き過ぎを生じないよう財政金融当局として予防的政策態度を明示すべき段階に入った」と説明した（日本銀行[1986]、p.209）。

その約1カ月後の8月31日に日銀政策委員会は公定歩合の引き上げを決定した。日銀の公定歩合引き上げの判断から決定までのラグが短かった理由は政府の姿勢にあると考えられる。当時、内閣は池田内閣から佐藤（栄作）内閣に変わり、蔵相は福田赳夫が務めていたが、福田蔵相は1966年12月に行われた財政演説の中で、「経済活動が万が一にも適度な速さを超えて拡大し、物価や国際収支に悪影響をもたらすおそれがある場合には、機を逸することなく各般の施策を講じて、経済の過熱を未然に防止するよう、慎重な政策運営を行って参る所存であります」と言明した。この方針は12月末に閣議決定された「昭和42年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」にも明記された（大蔵省財政史室[1996]、pp.137-142）。

政府は上の方針に基づいて1967年7月の公債発行の減額、同9月の予算執行繰り延べなど、財政面からの景気抑制政策を実施した（同上、p.170）。今回はの引き締めにあたっては、マクロ経済運営に関する認識が政府と日銀の間でほぼ一致していたといえよう。

## 1969年

1960年代後半、日本の金融政策をめぐる環境が大きく変化した。第一に、1968年以降、経常収支および総合収支の大幅な黒字が定着した（図4、5）。第二に、関連して1950年代末から60年代前半にかけてほぼ横ばいを続けていたアメリカの

卸売物価が、1960年代後半に上昇傾向を示した（Gordon[1986]、pp. 806-807）。その結果、経常収支ないし総合収支の黒字下における卸売物価の上昇という1960年代前半には見られなかった事態\*1が1969年に発生した。すなわち1969年5月から8月にかけて卸売物価上昇率は年率5%近い水準を続け、9月には10%弱に達した（図4）。

1969年6月16日の全国銀行大会において宇佐美総裁は「これまで経済政策の運営に際しては、国際収支にゆとりがあるかぎり経済成長のテンポを高めた方がよいという要望もかなりあったのでありますが、さきほど申し述べたように、高度成長に伴い労働力需給の引き締め、消費者物価の上昇などの問題が生じていることを考えますと、今後も国際収支を従来どおり重視することはもちろんであります。さらにこれに加えて、適度の経済成長のもとで、消費者物価の上昇を極力抑制するなど国内諸情勢を十分配慮することが必要であると思います」と発言した（日本銀行『調査月報』1969年6月、p. 3）。上記のような環境変化を前提に、国際収支が黒字であっても、消費者物価上昇などの国内事情によっては金融引き締めを行うという日銀の姿勢を表明したものである。

日銀内部では1969年7月に、卸売物価の騰勢持続、賃金の騰勢加速などを根拠として、金融引き締めを行う必要があるという意見が強まった。しかし、1960年代の金融引き締めがもたらした国際収支悪化に対応して行われたものであったため、日銀は引き締めには慎重な姿勢をとった。7月中頃に、物価等の経済指標の変化がどの程度になった場合に「危険区域」と判断すべきか、また国民に説得力を持ち得るかについて日銀内部で検討が行われたが、コンセンサスが得られず、引き締めへの転換は一時先送りとされた（日本銀行[1986]、p. 228）。

しかし日銀調査局は金融引き締めへの転換が必要であるという判断を変えなかった。1969年8月、調査局長（吉野俊彦）は宇佐美総裁に調査局の意見として金融引き締めの必要性を説明し、次いで総裁に呼ばれた調査局次長（呉文二）と内国調査課長（石川通達）が「物価安定は日銀の使命であるから早急に金融を引き締めるべきだ」と進言した（呉[1981]、p. 112）。

1969年8月30日、日銀政策委員会は公定歩合引き上げを決定した。国際収支黒字基調の定着という新しい状況下にもかかわらず、引き締め政策への転換は卸売物価の上昇を指標として速やかに行われたことになる。その背景にある事情は1967年の金融引き締め時と同様であったと考えられる。1969年1月に閣議決定された

---

\*1ただし、前節で強調したように、1950年代後半にはこのような事態が発生していた。

「昭和44年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」は、世界貿易の成長鈍化と国内消費者物価の上昇基調に注目し、「44年度の経済運営に当たっては、経済の拡大が過度にわたることを避けるよう慎重な態度で臨み、かつ、内外情勢の変化に応じて財政金融政策を中心とする経済政策を機動的に運用する」という方針を掲げていた（『国の予算』1969年度、pp. 856-857）。今回もマクロ経済運営に関する方針は政府と日銀の間ではほぼ一致していたといえる。

#### 4. 1970年代

##### 1973年

日銀が1970年末以降実施した金融緩和政策の結果、M2+CD前年比増加率は1971年6月から73年10月に至る長期間にわたって20%以上の水準を続けた（図6）。小宮[1988]が論じているように、この金融緩和政策が1972-73年の大インフレーションの基本的な原因であった。

なぜ、より早期に金融引き締めへの転換が行われなかったのでしょうか。日銀が円切り上げ回避のための「拡大均衡論」を政府および一般世論と共有していたことがその背景にあったことはいまでもない（日本銀行[1986]、pp. 308-310）。1972年6月6日の全国銀行大会において日銀総裁（佐々木直）\*1は、「景気回復をさらに促進することによって、一日も早く日本経済を安定成長の軌道に乗せ、ひいては国際収支、とくに経常収支の黒字幅の縮小を図ることが当面なによりも大切であり」、「金融面におきましては金融の緩和基調を維持し、金利全般の一段の低下をうながす所存であります」と言明した（日本銀行調査局『調査月報』1972年6月、p. 4）。

M2+CDの前年比増加率がすでに1年にわたって20%を超えていた当時であって、なお金融緩和政策を維持する方針を採っていたわけである。しかし、これは日銀がインフレを容認していたことを意味しない。日銀調査局は『調査月報』1972年6月号に「当面の物価問題について」という論文を掲載し、「今後国民福祉の向上に重点を置いた経済発展を進めていくためには、これまでもまして、物価安定を重要な政策目標にすることが必要である」という日銀の立場を明らかにした。その一方で、日銀が金融緩和政策を継続した理由は、卸売物価の動きにあると考えられる。佐々木総裁は上の発言の後、卸売物価が前年を下回っている事実に言及した（同上、p. 5）。実際、卸売物価は1970年4月から1972年7月まで非常に安定

---

\*1佐々木直は1969年12月の公定歩合引き上げ後に、宇佐美洵に代わって日銀総裁に就任した。

していた（図6）。

このような状況が変化したのは1972年8月以降であった。8月と9月に卸売物価上昇率（年率）はそれぞれ7.0%、9.4%を記録した。これを認知した同年10月の時点で、日銀は「経済金融情勢は本行がなんらかの形で具体的な引締め姿勢を明示すべき段階を迎えた」と判断した（日本銀行[1986]、p. 403）。また1972年11月初めの国際決済銀行専門家会議に日銀が提出した資料においても、「一部では需要インフレーションの兆しすら現れはじめて」おり、「このような状況の中で、貿易収支の改善を急ぐあまり過度の景気刺激策をとれば、卸売物価の騰勢がさらに強まり、これを通じて従来から世界的にも極めて高い消費者物価の上昇率が一段と加速されるであろう。これは、国民福祉の向上をめざすわれわれとしては到底容認し得ないところである」と強調されている（吉野[1973]、p. 258）。

以上の経過が示しているように、日銀がインフレを容認していたわけではない。長期の金融緩和政策によって急速なマネーサプライ増加が続けられた理由は、1972年秋までの時期についていえば、日銀が金融政策の運営にあたって、もっぱら直接的な卸売物価の動きに注目し、マネーサプライに適切な考慮を払わなかったことにあるといえよう。

いうまでもなく、日銀はそれまでもマネーサプライと物価の関係を意識してきた。1963年夏にシカゴ大学のミルトン・フリードマンが来日し、マネタリズムが注目を集めたことをうけて、日銀調査局は『調査月報』1963年10月号に「通貨と物価の関係について—メカニズムと現状判断—」と題する論文（日本銀行[1963]）を公表し、日本でマネーサプライ（M1）が物価・名目GNP等に先行している事実を確認している。しかし、このような認識は実際の政策運営に反映されなかった。

呉[1981]は、「現在では流動性の多寡の判断はマネーサプライですればいいというのが通説だろう。M2でみると、46年6月から前年比20%を超える増加となっている。後から考えれば多すぎたということであろうが、当時はマネーサプライをそれほど重視していなかった。私が調査局長をしていた時代（昭和—引用者—45年2月～46年10月）には、アメリカでは次第にマネタリストの勢力が強くなっていたが、日銀ではマネーサプライは毎月の経済報告で一応取り上げている程度であって、それほど重要な指標とはみなされていなかった」と述べている。また中川[1981]も「当時のわれわれは『カネが増えると物価が上がる』という単純な真理を軽視していた」と記している。

一般に、金融政策の運営にあたって、政策当局による操作可能性の高い短期市場金利等の「操作目標」と物価安定等の「最終目標」の間に、最終目標に対する先行性、最終目標との関係の安定性などの望ましい性質をもった「中間目標」を



置く方式はスリー・ステップ・アプローチと呼ばれ、マネーサプライは「中間目標」の有力な候補とされている（翁[1993]、pp.16-17）。これに対して1970年代前半の日銀は最終目標である物価を直接に観察するツー・ステップ・アプローチを採用していたことになる。

前述のように日銀は1972年秋頃に、金融政策の方向を転換する必要を認知した。しかしその認知と金融引き締めへの転換の間には長いラグがあった。その理由は、同年7月に成立した田中（角栄）内閣が円切り上げ阻止の観点および「日本列島改造」という政策構想に基づいて、拡張的な財政金融政策を意図したことにある。1972年10月に閣議決定された1972年度補正予算案は、1971年以来続けられてきた景気・円切り上げ対策の「総仕上げ」として、公共投資に重点を置いて編成された（大蔵省財政史室[1996]、p.495）。1973年1月に閣議決定された1973年度予算案も、物価安定に配慮しながらも、前年度当初予算比24.6%増の大型予算であった（同上、pp.558-560）。

1960年代について述べたように、政府が拡張政策を採用している場合、金融引き締め政策への転換はスムーズに行われぬ。今回の引き締めにおいて、この関係が典型的に見られた。1972年11月に、日銀が大蔵省との間で預金準備率引き上げに関する意見調整を行った際、大蔵省は、新内閣が軌道に乗り、予算案が編成されるまで政策転換と受け取られるような措置は一切困るという姿勢と採った（日本銀行[1986]、p.404）。また、同月、日銀は警戒的な姿勢を示すために佐々木総裁の記者会見で緩和から中立への方針転換を打ち出すとともに、政府に対して財政面からの追加的刺激を慎重にするよう要望した。このような控えめな発言に対してさえ、自民党筋から総裁更迭論を含む強い反発があったといわれる（中川[1981]、p.37）。

公定歩合引き上げが政策委員会で決定されたのは、年率20%前後の卸売物価上昇が5カ月続いた後の1973年3月末であった。この頃になるとインフレを批判する世論が高まり、田中首相も国会で拡張政策の行き過ぎを認めた（日本銀行[1986]、pp.409-410）。金融引き締め政策への転換は、世論のバック・アップを得てようやく実現したといえよう。

## 1979年

1970年代前半の大インフレーションに対する反省から日銀は金融政策の運営の方法に関する再検討を行った。1975年7月に日銀調査局が『調査月報』に発表した著名な論文「日本におけるマネーサプライの重要性について」（日本銀行[1975]）はその時点までの検討結果をまとめたものである。同論文の中で日銀は、時系列分析の結果をふまえて「日本におけるマネー・サプライ、とくにM2残高の動向は、物価の動向とかなり密接な関係をもっている。したがって、今後物価の安定を確

保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策の運営上、M2残高の動向に十分な注意を払っていくことが大切である」と強調した。

ただし、M2残高と政策目標の関係が変化する可能性があることを考慮して、マネーサプライ増加率を政策ターゲットとするとは適当ではないとされた。そこで具体的な政策運営の仕方として同論文は、「その時のマネー・サプライ残高の伸びの下で、いかなる経済状態が実現しているかを常に分析しながら、目先格別の問題がないと判断される場合には、そのマネー・サプライをできるだけ維持していく方向で政策運営を行い、また問題があると思われる場合はその原因を分析し、先行きマネー・サプライの伸び率を修正する方向で政策運営を再検討するというやり方の繰返しによって臨んでいく」ことが望ましいとした（p.10）。

1976年、日銀ではマネーサプライに関する研究体制を強化するとともに、四半期ごとに半年先のマネーサプライ見通しを算定する作業を開始した。さらにこれを踏まえて1978年7月以降、1四半期先までのM2平均残高前年比伸び率の見通しを発表するようになった。マネーサプライに対する一般の理解が深まることを期待する一方、日銀のマネーサプライ重視の姿勢を表明したものである（日本銀行[1986]、p.480）。

以上のような経過を背景として、1978年6月、全国銀行大会における挨拶の中で日銀の森永（貞一郎）総裁は金融政策の先行きに関する留意点として「今後の金融政策の運営に当り、マネーサプライの動向に注意し、適切に対処して参りたい」と述べた。国際収支面・財政面からのマネーサプライ増加要因が先行き強まる可能性があることを考慮して、「今後は、各種の通貨指標を一層慎重にトレースし、早めにかつ有効にこれに対処することが一段と重要になるものと考えている次第でありまして、いやしくも通貨供給の面から物価に悪影響を及ぼすことのないよう、私どもとしても引続き十分な注意を払う」という方針を明らかにしたものである（日本銀行『調査月報』1978年6月、p.2）。

当時、景気は1977年10月を起点とした上昇過程にあった。日銀がインフレに対する警戒感を抱き始めたのは1979年1月半ばであった。1月23日の支店長会議では、森永総裁が金融政策の緩和をこれ以上加速しない方針を明らかにし、翌日には対外的に同じ方針を表明した。前年12月16-17日のOPEC総会で石油価格引き上げが決定されたこと、前年年央以来年率12%前後の低くない水準のマネーサプライ増加が続いていたことなどによる。この時点で日銀が把握していた卸売物価は1978年11月までのものであり（日本銀行[1986]、pp.496-497）、その前月比（年率）は1.4%にすぎなかったから（図7）、非常に早い認識の変更であった。マネーサプライ重視方針を反映したものといえよう。

1978年12月と1979年1月の卸売物価上昇率が年率7%を上回ったことが明らかに

なった1979年2月、日銀は1970年代前半のインフレ時との比較検討などを通じて、早期のインフレ対策の必要性に関する認識を強めた。日銀では1979年2月から3月にかけて、金融を引き締めるの方法についての検討を行い、4月上旬に公定歩合を引き上げるという判断を固めた。これに基づいて4月16日、政策委員会は公定歩合の引き上げを決定した。日銀の判断に基づいて速やかに金融政策の転換が決定されたのである（日本銀行[1986]、pp. 497-500；中川[1981]、114）。

こうした1979年の金融政策運営については、第二次石油危機による輸入価格の上昇が「ホーム・メイド・インフレーション」に転化することを防止したものと高く評価されている（例えば小宮[1988b]）。この評価に異論はないが、次の二つの点について留保が必要であると考えられる。

第一に、日銀が早期にインフレに対する警戒感を持つにあたってマネーサプライ増加率の高い水準が参照されたことは事実であるが、日銀が金融引き締めが必要と考えたのは卸売物価の上昇が明らかになってからであり、日銀による公定歩合の引き上げの判断と決定はさらにその2カ月後のことであった。すなわち日銀は、「最終目標」としての卸売物価の変調を認知することなく、マネーサプライの動きを根拠として政策変更の判断をしたわけではない。その意味で、上に引用した日本銀行調査局[1975]で述べられ、また翁[1993]が強調しているように（pp. 158-160）、マネーサプライは金融政策の「中間目標」ではなかった。

第二に、短い決定ラグの背景には1960年代後半の金融引き締め時と同様に、政府との間で政策方針に関する基本的な一致があった。1978年12月末に閣議了解された「昭和54年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」は、財政支出による景気回復を指向する一方、物価安定の重要性を強調し、「景気の回復や財政赤字の拡大が物価に与える影響に十分な注意を払」うとしていた（『国の予算』1979年度版、p. 1145）。

次節で述べるように、これらの二点が1980年代後半における金融政策の運営を理解するための鍵になる。

## 5. 1980年代

プラザ合意に基づく円高が引き起こした不況は1986年11月に底を打った。日銀は円高不況対策として1986年中に4回にわたって公定歩合を引き下げ、公定歩合は同年末に3%という当時としては歴史的な低水準となっていた。金融緩和政策を反映して1983年中頃に始まったマネーサプライ増加率の上昇傾向が持続した（図8）。

このようなマネーサプライの動向について、日銀調査統計局はすでに1986年1月の時点で警戒感を示していた。1985年7月から日銀は四半期ごとに「情勢判断資料」を公表するようになったが、1986年1月の「情勢判断資料」は、マネーサプライの

上昇傾向を指摘するとともに、「当面物価が安定基調を強めているとはいっても、従来の経験からすれば、長期的にみてマネーサプライの伸びと物価上昇率との間にはかなり強い相関が存在することも事実」であるとし、「今後のマネーサプライの動向には十分注意を払っていく必要がある」と述べている。その際、日銀は、マネーサプライの水準を評価する基準として、マーシャルのKがトレンドを上回って上昇しつつあるという事実に着目している（日本銀行調査統計局『調査月報』1986年1月、p. 14；図9）。

1987年1月の「情勢判断資料」では、マネーサプライの上昇傾向と流通速度（マーシャルのKの逆数）の低下を指摘するとともに、過度の金融緩和が土地・株式等の資産価格上昇を通じて長期的に見て物価安定に対する信認を動揺させないように、マネーサプライの水準に注意する必要があることが強調された（日本銀行調査統計局『調査月報』1987年1月、p. 3）。

資産価格上昇に対する警戒感は1987年4月、7月の「情勢判断資料」でも繰り返された。特に後者の中で日銀調査統計局は、「マネーサプライの高い伸びに示される金融情勢については、極めて慎重な対応が求められている。また、経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりや、それに支えられた既存資産価格の上昇については、それが一般的なインフレ期待の再燃につながるかという観点に加え、社会的公正や経済の健全性・安定性を損なわないか、といった点にも配慮する必要がある」という強い警告を発信した（日本銀行調査統計局『調査月報』1987年4月、pp. 1-2；同、1987年7月、p. 3）。

1987年10月にニューヨーク株価の暴落、いわゆる「ブラック・マンデー」が起こり、一般に日本経済への悪影響が懸念されたが、日銀は同月の「情勢判断資料」の中で「景気面へのインパクトを過度に懸念する必要はないものと判断される」と述べ、引き続き物価・資産価格への警戒感を示し続けた（日本銀行調査統計局『調査月報』1987年10月、pp. 2-4）。

次いで1988年2月に日銀調査統計局は『調査月報』に「最近のマネーサプライ動向について」という論文（日本銀行調査統計局[1988]）を発表した。その中で日銀は、通貨需要関数の計測等をふまえ、金融自由化による通貨需要関数の若干の不安定化を考慮に入れてもなお、マネーサプライの水準が实体经济に対して高めであると結論した。

以上のようなマネーサプライ増加に対する日銀調査統計局の警戒的な姿勢は1988年1月から1989年4月の「情勢判断資料」においても引き続き表明された。しかし日銀が公定歩合引き上げに踏み切ったのは1989年5月になってからであった。その間に、資産価格は、六大都市市街地価格指数が1985年9月～1989年3月に2.27倍、日経平均株価が同じ期間に1.83倍となった。その後、1989年10月、12月、1990年

3月、8月にも公定歩合の引き上げが行われ、「バブル崩壊」を導いたという経過は周知の通りである。

1980年代後半における日銀の金融政策運営について、長期にわたる金融緩和政策が資産価格インフレの原因になったという批判がある（例えば植田[1992]）。他方、上述のように日銀は1986年初めという非常に早い段階から流動性の過剰と資産価格上昇に対する警戒感を表明していた。なぜ、日銀はそのような認識を持ちながらより早期に金融引き締めに変換しなかったのだろうか。

その理由について翁[1993]は、卸売物価が安定していた点を強調している。第一に、日銀の判断に関して、マネー・サプライを政策ターゲットとする欧米主要国の試みが1980年代に次々と挫折する中で、日銀はマネーサプライを「一般物価安定下の引き締めを正当化する程全幅の信頼のおける指標とは考えていなかった」。第二に、当時日銀副総裁であった三重野康が後に語ったように、「あの当時は私どもが言っても、資産価格に関して金融政策を発動するのはおかしいという議論が政府にも民間にも非常に多かった」。すなわち、卸売物価が安定している状況下で金融引き締めを行うことについてコンセンサスが形成されていなかった（pp. 162-166）。

この説明は事実に近いと考えられる。図7のように卸売物価は1985～86年に大幅に低下した後、一時的な変動を別とすれば、きわめて安定していた。一方、その後、卸売物価が1989年4月に騰勢を示すと、日銀は直ちに公定歩合引き上げを決定した。日銀は卸売物価の上昇を認知してはじめて公定歩合引き上げの判断を固めたといえよう。また、1987年1月、1988年1月、1989年1月にそれぞれ閣議決定された「経済見通しと経済運営の基本的態度」は、いずれも「内需を中心とした景気の持続的拡大を図る」という方針を掲げていた（『国の予算』1987年度、p. 1127；同、1988年度、p. 1098；同、1989年度、p. 1122）。政府が財政面から拡張政策を採用している時、金融引き締め政策への転換がむずかしいことは、1970年代までの経験が示している。実際、当時の日銀総裁澄田智は「大蔵省との調整は、（公定歩合を－引用者）上げる場合にも調整がむずかしいということがある。平成元年五月の上げの時も、調整はむずかしかった」と後に語っている（澄田[1991]、p. 37）。

結局のところ、1980年代後半の資産価格インフレは、卸売物価を最優先の判断基準とする日銀の認知方法と、拡張政策を志向する政治的圧力の二つの事情に起因したといえよう。そして前節の記述から明らかなように、これら二つの原因は、実は1970年代前半のインフレーションと共通するものであった。

## 6. おわりに

以上、個々の金融引き締め政策の決定プロセスを詳しく検討してきた。その結果は次のようにまとめることができよう。1950年代後半以降、日銀はほぼ一貫して卸売物価を公定歩合引き上げを判断する際の最優先の判断基準としてきた。1950年代後半は、為替管理の下で経常収支赤字が顕在化する以前に卸売物価が急騰したが、日銀は卸売物価が騰勢が明らかになった時点で速やかに公定歩合引き上げの判断を固めた。

やや例外的なのは1960年代前半～中頃である。この時期、貿易為替および資本の自由化を背景として卸売物価の急騰が見られなくなった。このような状況下で、日銀は総合収支赤字が顕在化した時点で公定歩合引き上げを判断した。いうまでもなく、これは日銀が卸売物価を重視しなくなったことを意味しない。1960年代末になって経常収支・総合収支の黒字下で卸売物価の騰勢が明らかになった時、日銀は公定歩合引き上げを判断したからである。卸売物価の上昇が公定歩合引き上げを判断する際の十分条件となっているという点で日銀の行動様式は1950年代後半から一貫していた。

1973-74年のインフレーションの原因となった金融緩和政策も、1972年秋頃までは卸売物価が安定していたことを根拠とする日銀の判断に基づいて続けられたものであった。このインフレーションの反省に立って、1970年代中頃から日銀はマネーサプライを重視するようになった。しかし、早期の実施が評価されている1979年の公定歩合引き上げについても、日銀がその判断を固めたのは卸売物価の騰勢が明らかになってからであった。1980年代後半に日銀は早い時期からマネーサプライの増加・流通速度の低下・資産価格の上昇に警戒感を示した。しかし、結局日銀が公定歩合引き上げの判断を固めたのは1979年と同様に卸売物価の騰勢が明らかになってからであった。そして、その時点ですでに資産価格の上昇が著しく進展していた。

以上のような日銀の認知プロセスに政治経済学的事情が加わって公定歩合引き上げのタイミングが決定された。全期間を通じて、政府が拡張政策を採用している場合は、日銀の判断から公定歩合引き上げ決定までのラグが短く、逆は逆という傾向が認められる。これは、いいかえれば、金融政策が一貫して政府の影響を受けてきたことを意味する。

1950年代後半には、日銀が早期に公定歩合引き上げの判断を固めながら、拡張政策を志向する政府との意見調整が難航し、結果的に、金融政策は経常収支赤字が顕在化してから公定歩合が引き上げられるという「ストップ・ゴー政策」の形をとった。1960年代前半には所得倍増計画を掲げる池田内閣の下で、総合収支赤字を基準とする日銀の判断さえ政府との意見調整が難航し、公定歩合引き上げまで数ヶ月のラグをともなった。他方、1960年代後半の金融引き締め時には、政府

も景気抑制的な姿勢をとっていたことから、日銀と政府の意見調整はスムーズに行われた。

1970年代前半には田中内閣の下でふたたび金融引き締めに対する政府の抵抗が強まり、日銀に判断に基づく過度の金融緩和政策がさらに長期化した。逆に1970年代末には物価安定の重要性に関する認識を政府が共有したことが早期の公定歩合引き上げにつながった。最後に1980年代後半には、政府の拡張政策が、1970年代前半と同様に、日銀の判断に基づいて続けられていた金融緩和政策をさらに長期化させ、資産価格インフレーションの原因となった。

## 参考文献

- 植田和男[1992]「金融政策の政治経済学」同『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室編[1994]『昭和財政史 昭和27-48年度』第3巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室編[1996]『昭和財政史 昭和27-48年度』第4巻、東洋経済新報社
- 翁邦雄[1993]『金融政策－中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社
- 黒坂佳央・浜田宏一[1984]『マクロ経済学と日本経済』日本評論社
- 呉文二[1973]『金融政策－日本銀行の政策運営』東洋経済新報社
- 呉文二[1981]『日本の金融界－あるべき姿と現実』東洋経済新報社
- 小宮隆太郎[1988a]「昭和48、9年インフレーションの原因」同『現代日本経済－マクロ的展開と国際経済関係』東京大学出版会
- 小宮隆太郎[1988b]「石油危機と日本経済のマクロ的展開」前掲『現代日本経済－マクロ的展開と国際経済関係』
- 澄田智[1991]「澄田回顧録」第5回『金融財政事情』7月22日
- 外山茂・呉文二[1977]「対談 “通貨の番人”日本銀行の内憂外患30年」『東洋経済新報』2月10日
- 中川幸次[1981]『体験的金融政策論』日本経済新聞社
- 日本銀行[1985]『日本銀行百年史』第5巻、日本銀行
- 日本銀行[1986]『日本銀行百年史』第6巻、日本銀行
- 日本銀行調査局[1958]「戦後における日本と西ドイツの金融政策について」日本銀行調査局『調査月報』11月
- 日本銀行調査局[1961]「最近の物価事情と物価観をめぐって」日本銀行調査局、11月
- 日本銀行調査局[1963]「通貨と物価の関係について－メカニズムと現状判断－」日本銀行調査局『調査月報』10月
- 日本銀行調査局[1975]「日本におけるマネーサプライの重要性について」日本銀行調査局『調査月報』7月
- 日本銀行調査統計局[1988]「最近のマネーサプライ動向について」日本銀行調査統計局『調査月報』2月
- パトリック、H.（三宅武雄訳）[1964]『日本における金融政策－日本銀行を中心として』東洋経済新報社
- 三重野康[1995]『日本銀行と中央銀行－前日銀総裁講演録』東洋経済新報社
- 吉野俊彦[1973]「昭和47年11月国際決済銀行における為替レート変更の影響に冠する各国中央銀行専門家会議出席記録」日本銀行調査局



吉野俊彦[1976]『歴代日本銀行総裁論』毎日新聞社

Gordon, R. ed. [1986] *The American Business Cycle: Continuity and Change*,  
Chicago, The University of Chicago Press

Graph4

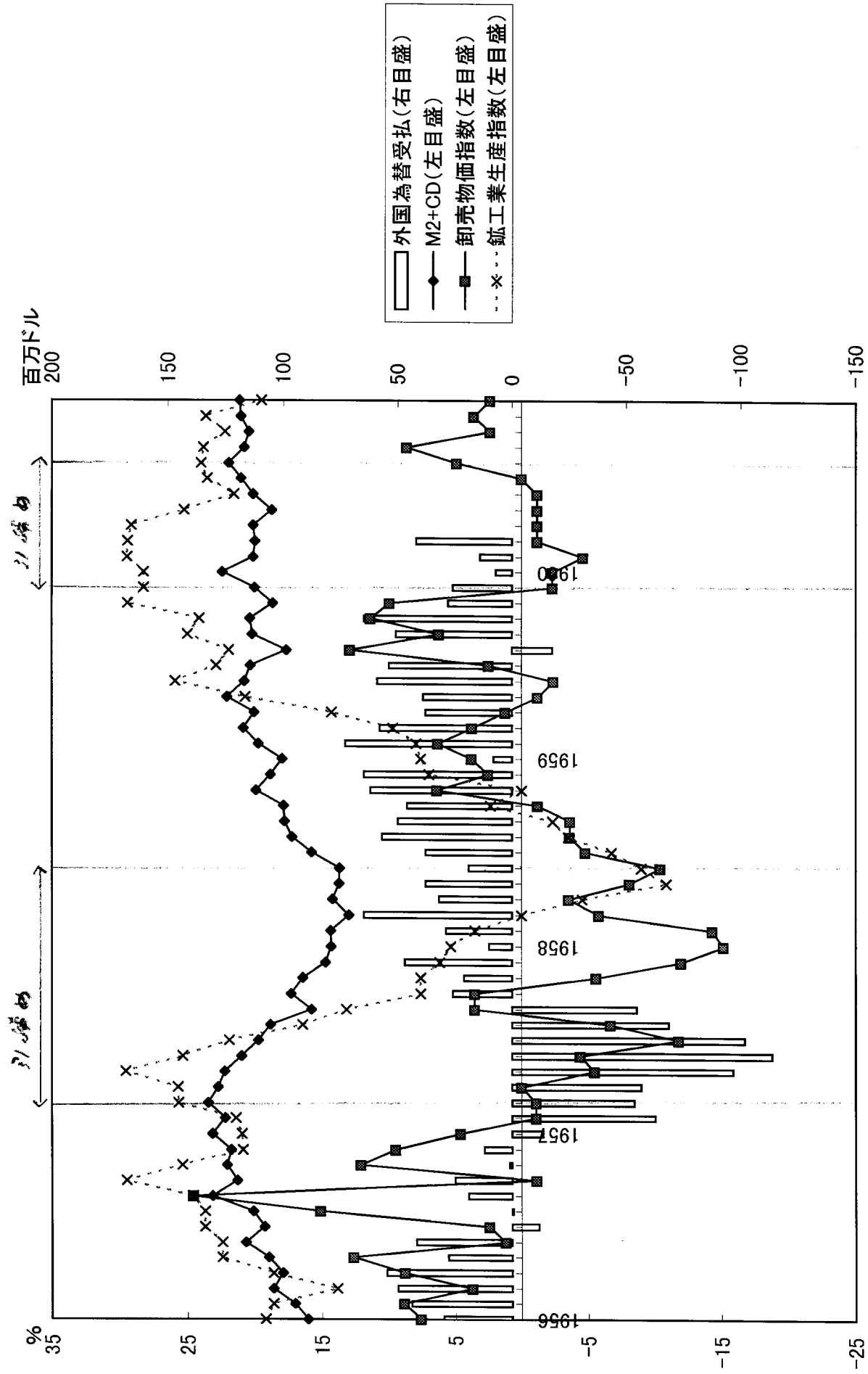
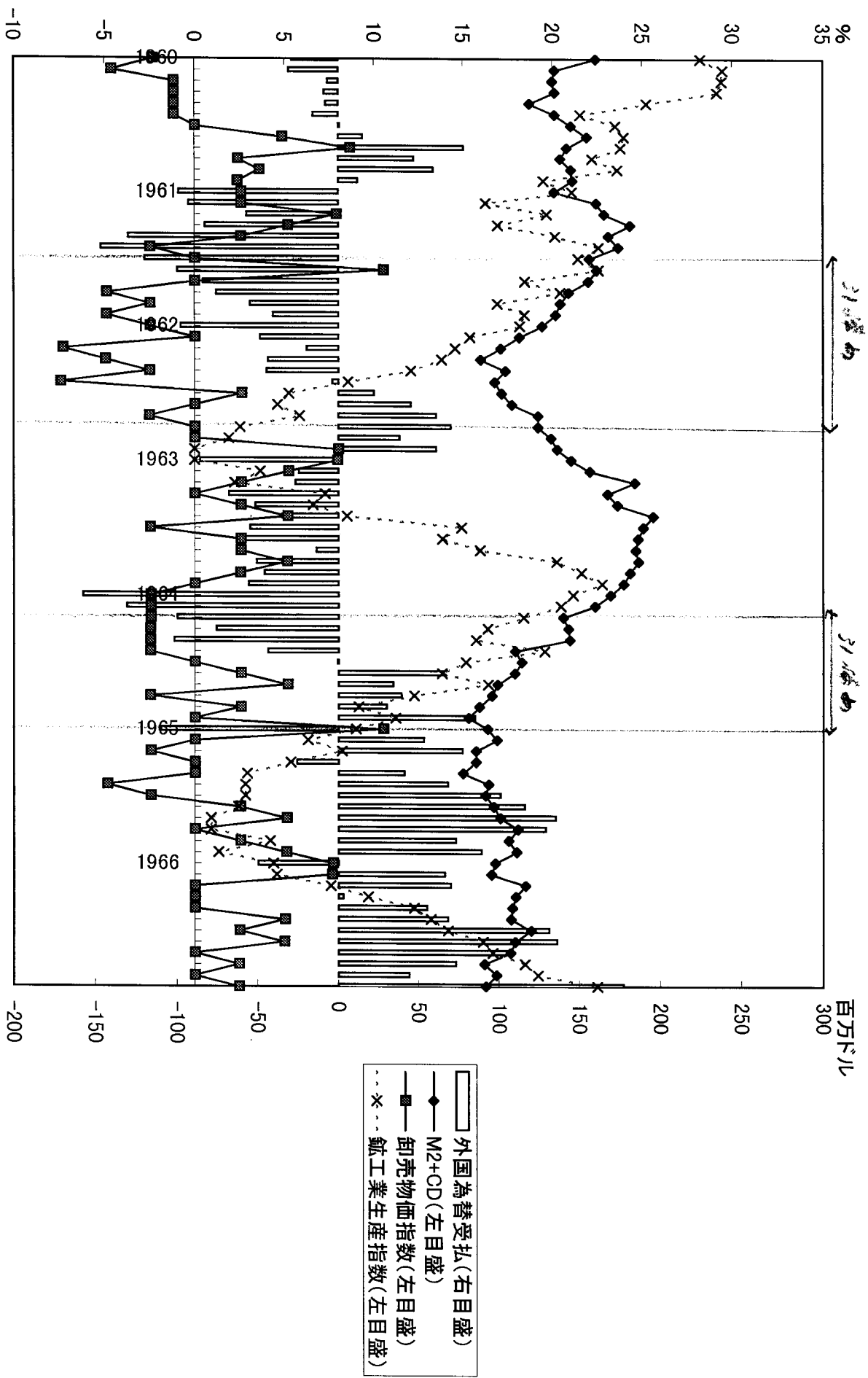


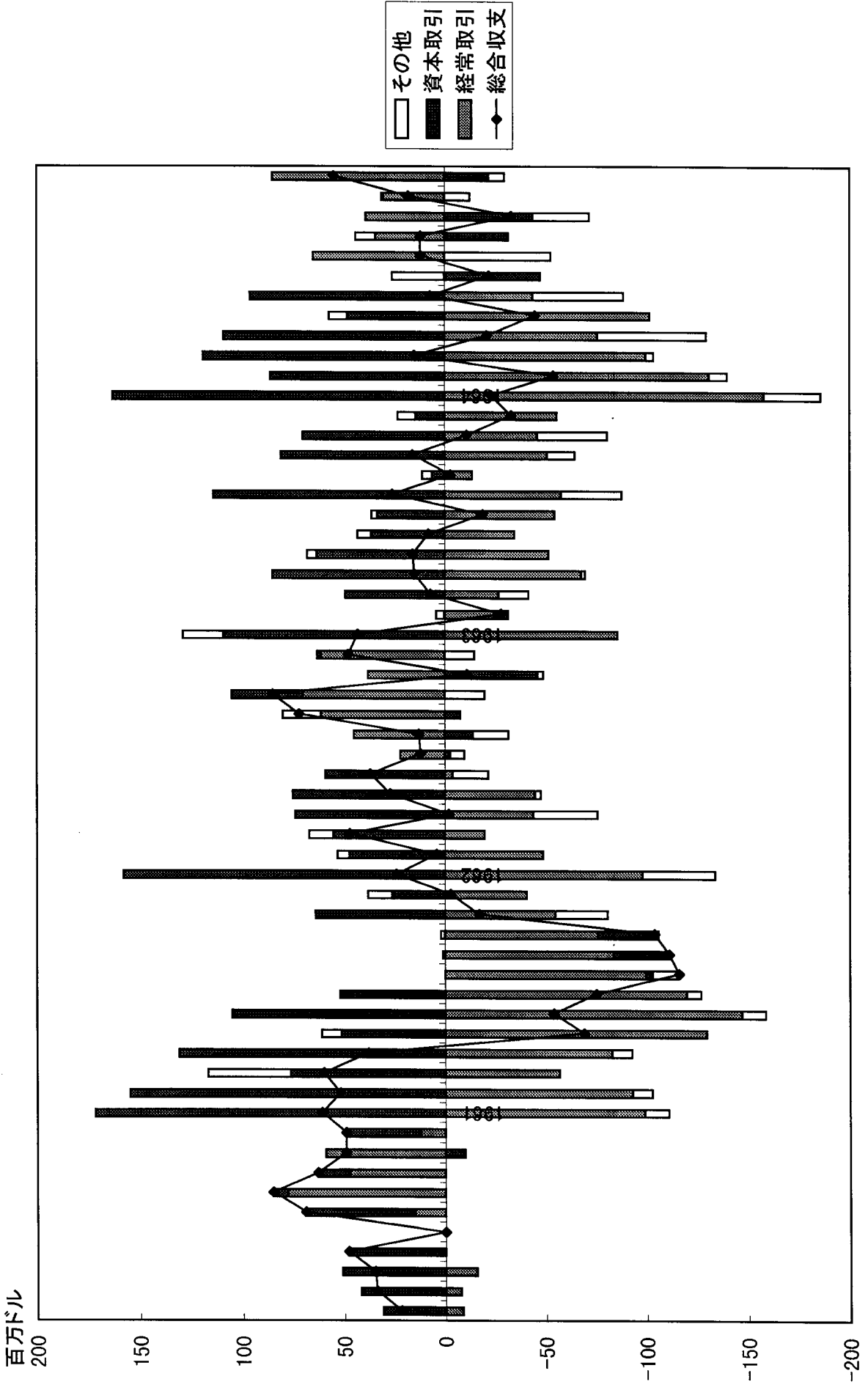
図 2

Graph5



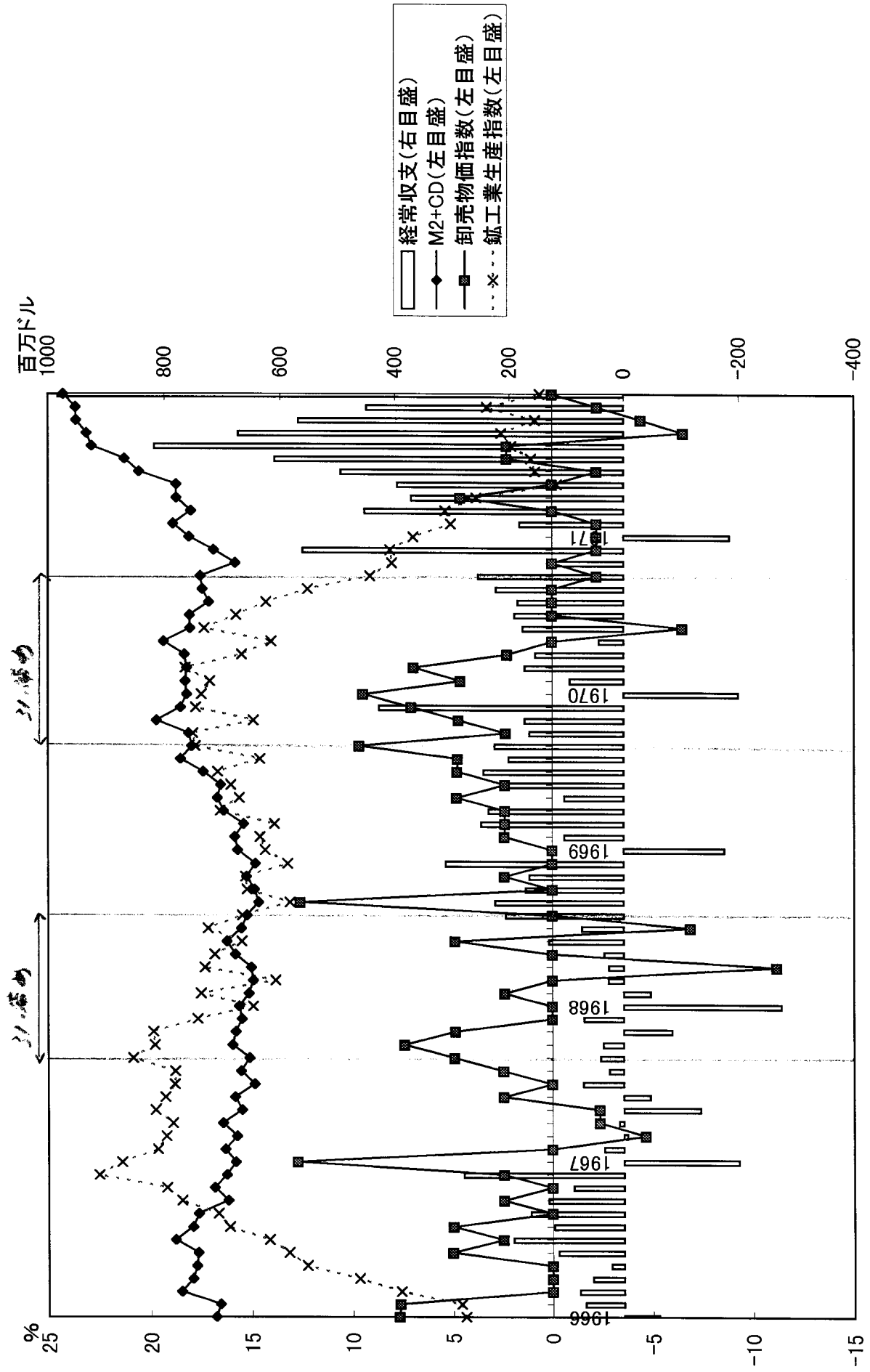
Graph2

図3



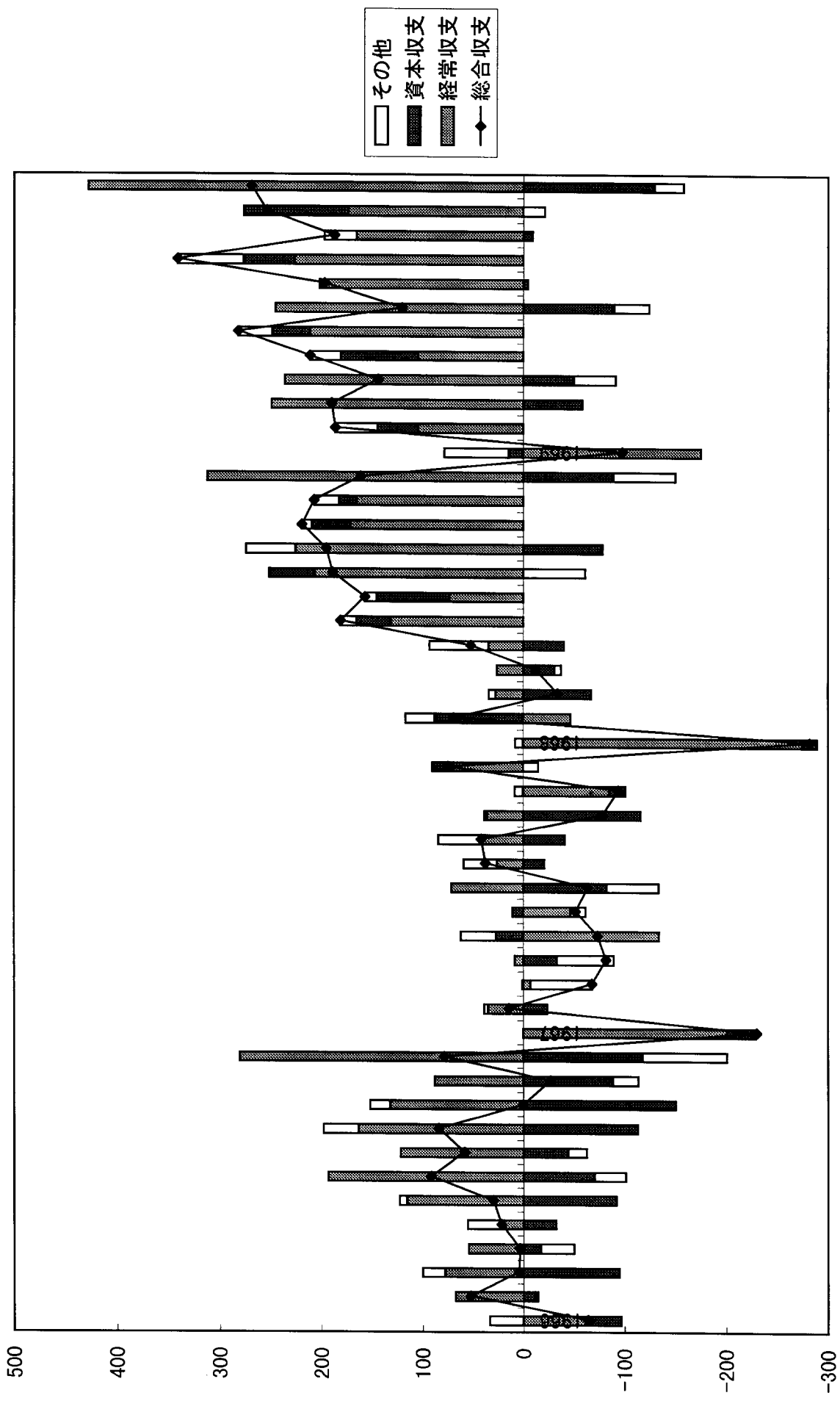
Graph6

国々



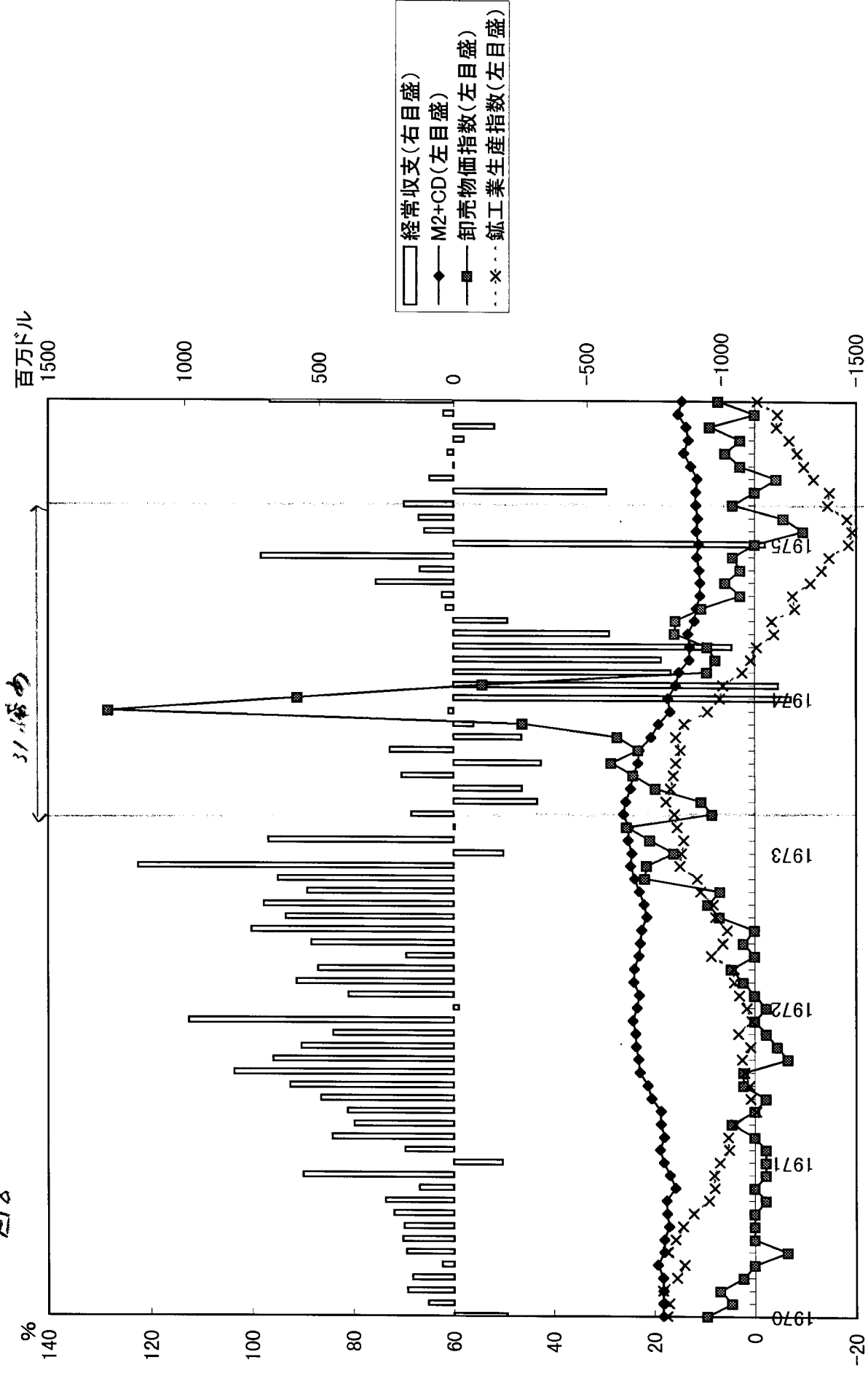
Graph6

275



Graph8

図8







Graph2

図 9

