

の貸出として適当なものの肩代りは一部実行されているが、未だ充分でない。又之と並んで債券発行銀行を特定し、コマーションベースにのり得る長期設備資金の供給を専門的に行はしめる一方、一般普通銀行の長期設備資金融資中債券発行銀行の貸出として適当なものは可及的にこれに肩代りさせる等、金融機構の整備が計られようとしている。

### (3) 外国資本の流入促進

通貨安定を確保し特に現行為替相場を堅持することが外国資本流入のための前提条件であるが、この外これ迄に既に実行されてきた外国資本の利潤の送金確保の外、今後は元本の送金保障も実行されるであろう。更にブレトンウッズ協定に参加し、その義務を忠実に履行すれば、同機構からの援助をうける可能性もある。

### (4) 資金運用部資金の産業資金への活用

資金運用部資金の殆んどすべては安定的性格を有し長期産業資金の源泉として適当であると考えられるので、通貨安定確保のため別途の措置を講ずることを前提とすれば、金融債の引受復活等産業資金への活用も決して絶望ではないであろう。

### (5) 投資の量的統制並に質的統制

現在既に過剰投資の気味が窺はれ又滞貨融資と目されるものも認められるので、之迄以上に投資の量的統制並に質的統制の強化が問題となるであろう。この点は明治年代には見られなかつたオーバーローン解消対策の一つであると考えられる。

### (6) 金利体系の正常化

日本銀行の公定歩合は昨年十月市中金利との較差を縮減する目的を以て引上げられたが、今後もこの線が引続き推進されることが当局者によつて表明されている。

尚最近オーバーローンの解消対策としては著名な石橋案木内案等の構想が発表されているが、それらを紹介し批判することは本調査月報の性質上適當と考えられないので、こゝには一切ふれなかつた。只オーバーローンの解消対策を樹立す

る場合には、それとインフレーション・デフレーションとの関係、為替相場との関係、貨幣制度の再建との関係等を充分に考えるという広汎な見地に立たねばならないということを一言するに止めたい。(吉 野)

## 外貨資金保有方式の推移

### 及びその問題点

昭和27・5・1

#### 目 次

#### 一、外国為替資金設置以降に於ける外貨保有残高累積の経過

#### 二、外貨保有残高累積に伴う円資金の供給過程

#### (一) 外国為替資金設置以降日銀外国為替貸付制度の発足まで

#### (二) 外国為替貸付制度による日銀資金の流入

#### (三) 昭和二十六年財政に於ける政府出資の積極化

#### (四) 日銀信用依存度の増加傾向

#### 三、現行外貨資金保有方式の問題点

#### (一) インヴェントリー・ファイナンスの問題点

#### (二) 借入金の問題点

#### (三) 日銀外為貸制度の問題点

#### (四) 日銀スワップ取引の問題点

#### む す び

#### 一、外国為替資金設置以降に於ける外貨保有残高累積の経過

終戦以降に於ける我国外貨資金の保有は、昭和二十四年十月末までは連合軍司令部により管理され、司令部の手によりその操作が行われた為、我国は外貨収支の如何に触れることもなく、まして国内財政金融との関連についても不問に附されたままの状態で推移した。今日から顧みれば、この間の時期は国際収支と財政

金融との関連が全く断ち切られて、外貨面では少額の輸出と多額の輸入とがガリ  
オア援助によつて支えられ、その資金操作は占領軍当局の手により管理が行われ  
る一方、円貨面では輸出入商品各々につき複數レートが適用され、輸出品に對し  
ては円安なレートを以て支払が行われると共に、輸入品については円高なレートを  
以て円の受入が行われ、不足資金は無償引渡された援助物資の払下げによつて  
これを補填されたところの極めて特異な時期であつたという外はない。

昭和二十四年十一月、外貨資金の計理上の移管が行われ、外国為替資金(註)が  
設置されて以来、外貨の収支と円の受払は單一レートを介して対応せしめられる  
ようになった。

司令部引継の外貨残高は米ドル貨一三五百万ドル、英ポンド貨一九百万ポンド  
であつてその後本年三月末までに至る間の外貨保有高の推移は第一表に掲げる通  
りである。次に米ドル貨、英ポンド貨、オープン勘定債権債務についてその増減  
の推移を辿り、外貨資金の累積が我国經濟に對して持つ意味について簡単に触  
れ、次項以下に於ける外貨資金保有方式檢討のための準備としたい。

(註) 外国為替資金は当初(二十四年十一月)貿易特別会計のなかに設置され、  
同年十二月以降外国為替特別会計となり、更に二十六年度以降外国為替資  
金特別会計に改められた。会計上右の三者は内容を異にしているが、ここ  
には政府の行う外国為替売買のための資金として右三者を含めて外国為替  
資金という用語を用いている。

#### (一) 米ドル貨

米ドル貨は昭和二十五年に入り、特に朝鮮動乱勃発以降顕著な増加状況を示  
し、十二月末四六二百万ドルに達し、そのうち一三六百万ドルは当面の資金繰り  
から当座勘定に置く必要がなかつた為通知預金に組み替えられる余裕ぶりを示し  
た。

二十六年に入ると共に、一―三月の大幅輸入によつて急激に減少し、六月には  
三三二百万ドルの残高となり、通知預金も全額解除して当座勘定に組み戻す必要  
に迫られた。然し七月以降再び増勢に転じ年末五八二百万ドル、本年三月末六四  
二百万ドルに達し、再びその一部(二〇二百万ドル)を通知預金及び定期預金に組

#### 外貨資金保有方式の推移及びその問題点

替える余裕を示している。米ドル貨の増減の経過は凡そ右の如くであるが、この  
間二十六年上半期に於いて英ポンド輸入信用状引当資金の補充の為約四二百万ド  
ル(一五百万ポンド)に及ぶ英ポンド貨とのスワップ取引が行われているので、  
三、四月頃から八、九月へかけての減少増加の過程は実質的にはさほど大きな下  
降上昇の波を打たなかつたものと見るべきであらう。然し何れにせよ、米ドル貨  
の増加の足取りは以上に見た如く朝鮮動乱以降顕著であつて、その収支の内訳を  
みると第二表に掲げる如く

(イ) 輸出入取引面では著しい支払超過となるに反し、

(ロ) 貿易外の受払に於て特需収入、米軍駐留に伴う諸収入等によつて貿易面の払  
超を上廻る受超を示している点

が注目される。

米ドル貨の蓄積は右の如く經常貿易外の経路によるウインドフオールな収入が  
その主因となつている点が看過されてはならない。米ドル貨資金の累積は国内的  
にはこれに見合う円資金を放出する關係からインフレ的影響を持つことは云う迄  
もないが、蓄積される外貨自体としては、当面資金の使途に制約を受けることも  
寡く、又価値の減損を來す懸念も認められず、簡単に云うならば金の蓄積に近い  
考え方をとることも許されるものと見てよいであらう。

#### (二) 英ポンド貨

英ポンド貨については我国貿易構成の關係から例年一―三月の羊毛、食糧等の  
買付期に減少して、三月頃を底として爾後漸増し、年の下期にピークに達する傾  
向にある。二十六年上期までの経過は正にその通りであつて、当時の英國との支  
払協定に附せられていたドル転換条項(一七百万ポンド以上の保有ポンド資金に  
ついて適用)によつてポンド圓諸国から屢々輸入制限措置がとられた為、その残  
高もさして増加を見なかつた。然し二十六年八月の支払協定の改訂によつて、ド  
ル条項が撤廃された結果その後の増加は極めて顕著であつて、二十六年末にはそ  
の保有高は七五百万ポンドに達し、減少過程に入るべき二―三月に至つても反つ  
て増加し、三月末九百万ポンドに達している。このうち三三百万ポンドは当面  
の資金繰りから当座勘定に置く必要がない為通知預金に組み替えられている状況



昭 二六・十月末	五二〇	四九(一三七)	八八	七四五
昭 二七・十一月	五四二	六一(一七三)	一〇一	八一六
昭 二七・十二月	五八二	七五(一一一)	一一一	九一四
昭 二七・一月	六〇一	八二(一三〇)	一二〇	九五一
昭 二七・二月	六二三	九一(一五六)	一三一	一、〇一一
昭 二七・三月	六四二	九九(一七九)	一四一	一、〇六二

(註) 英ポンド貸勘定については東京に於ける所謂 Shadow Account の残高を掲げてある。ロンドンの本勘定の残高は右の残高より若干低い点注意を要する。  
なお外国為替銀行の米ドル貨の持分については少額であるため、これを掲げること省略した。

(第二表) 米ドル勘定収支内訳(朝鮮動乱以降) (単位 百万ドル)

収 入	二十五 年三月	二十六 年六月	二十 七年二月	計	%
輸 入	四七・七	五四・六	六九・四	一、六五・七	一〇〇・〇
ガリオア償還	一九・三	一四・〇	一四・〇	四九・三	三〇・〇
特 需	五・〇	八一・六	五四・六	一八一・二	一一・三
円セ ー ル	五・九	一六・九	一六・七	四一・五	二・四・八
占 領 費	八七・七	五八・七	一〇七・二	二三三・六	一五・三
スワップ受	四・三	一〇・二	八三・〇	九五・五	二・一
オープン勘定決済	〇・五	五・〇	一七・〇	二二・五	一・四
支 出	〇・九	六六・二	八六・七	一五三・〇	九・三
輸 入	二四・一	六八・四	四三・六	一、三六・一	一〇〇・〇
スワップ払	一六・四	五七・〇	三三・〇	一、〇八・四	八〇・三
オープン勘定決済	三・二	三六・三	一・九	三九・五	二・九
そ の 他	六・五	五四・一	九四・七	一一五・九	一・三
収 支 差 額	一八・六	一三・八	二五・八	三〇・二	一五・六

## 二、外貨保有残高累積に伴う円資金の供給過程

前項に概観した外貨保有残高の累積に伴う円資金の供給過程は第三表に掲げる如くであり、又前掲外貨資金の累積過程と円資金の供給過程とを対照して図示す

### 外貨資金保有方式の推移及びその問題点

れば第四表の如くである。而して第三及び第四表に示される如く、外国為替資金発足以降の同資金に繰込まれた円資金の補充の過程は、これを四期に分けて観察することが便宜である。

#### (一) 外国為替資金設置以降日銀外国為替貸付制度の発足まで

外国為替資金が政府の一特別会計として設立されたのは二十四年十二月一日であり、司令部よりの外貨資金の計理上の移管はこれより一ヶ月早く十一月一日より行われた。司令部よりの移管に当つては当該外貨資金は無償取得の形に於て引継がれたから、特別会計として右外貨の受入は引継資本金として整理され、円の支払を伴わなかつた。十一月一日以降の外国為替の売買は外国為替資金より行われ、その資金源は当初十一月に繰入れられた政府出資四〇億円を以て充てられた。然しその後保有外貨資金の増加と共に、右の出資金のみでは賄い切れなくなつて、国庫余裕金の繰替使用を増額してこれを補充した。然し二十五年四月以降財政資金の余裕額の一時的流用のみでは資金に不足するようになると共に日銀よりの借入金を増加し、資金証券の発行をも行わざるを得ないようになつた。外国為替資金証券は一部日本銀行によつて引受けられたが、大部分は預金部、見返資金等の特別会計その他僅かの金額が在日外国銀行等により引受けられた。かくして外貨資金手持の裏付けは漸次固有の財政資金の枠外に資金源を求めて行く傾向となつた。特に二十五年六月以降朝鮮動乱勃発の影響を受けて、輸出の増大の外、特需による外貨受入が活潑化すると共に、外国為替資金は前年度よりの借入の外、当年度の借入限度(五〇〇億円)一杯の円資金の補充を受けたにも拘わらず、なお円資金に不足するようになり、九月に入つて外国為替の買取が危ぶまれるような窮迫状態となつた。

#### (二) 外国為替貸付制度による日銀資金の流入

朝鮮動乱勃発以降、輸入を促進せしめる必要が認められ、且つ一方前記の如き外国為替資金の円不足を至急に補う必要があつたため、右の要請に応じて日本銀行外国為替貸付制度が制定され、九月二十五日より発足をみた。同制度は輸入金融を緩和せしめたことの外に、外国為替資金の立場として見れば輸入為替取引に基づく円資金受入の時期を早める点に於いて著しい影響があつた。即ち従来輸入信

用状開設の時より船積書類到着に至る間の、所謂信用状開設保証金の積立は実質的には外国為替資金に属する外貨預金を以て充当されると共に、当該保証料が予約レートの引上の形を通じて徴求される取扱となつていたのに対し、新制度によつて信用状開設保証金は外国為替銀行がこれを積立てねばならぬこととなり、当該外貨の供給は日本銀行が外国為替資金より外貨を買入の上、外国為替銀行に貸付けることとされた。

但しこの間、外国為替銀行の保証金の積立は自己の外貨勘定の残高を以てせず、外国為替資金に当該外貨を預託してこれを保証金に充当する取扱とされた為、外国為替資金としては日本銀行に売渡した外貨が再び預入されることとなつて、その保有外貨残高には何等の影響を蒙らないこととなつた。従つて本制度は外国為替資金の資金繰りの上から見れば、信用状開設の段階に於いて日本銀行より信用状開設相当外貨額に見合う円資金を受け入れることとなり、従来の外貨決済の段階に於ける外国為替銀行よりの受入に先立つて円資金を補填する効果を齎した。本制度による輸入為替の取扱は発足以後急激に増加したから、外国為替資金の円貨の受入も従つて急増した。一方外国為替貸付制度発足後も、輸出為替、特需小切手等の買取は依然活潑であつたから、本制度により受入れられた円資金はこれら外貨債権の買取に充当されて行つたが、なお巨額の余裕を示すに至り、かくして借入金等も漸次返済して二十六年一月末には全部の返済を了するに至つた。かかる情勢は、信用状開設保証金に相当する外貨額が急激に日本銀行信用によつて裏打ちされた結果であり、結局従来財政資金と日銀信用とを限度一杯まで使用して辛うじて外貨保有の増加に応じて来た状態が、新制度により一挙に新たな形式に於ける日銀信用の受入に転形したものと見ることが出来る。信用状開設保証金の積立に要する外貨の時々の高は、貿易上通常保有さるべき運転資金量とみなさるべきものではあるが、二十五年九月以降二十六年三、四月頃迄に至る間の右積立金の残高は当時の外貨予算の運営方針にも関連して、異常且つ過大なものであつた点が否定出来ない。而して外国為替資金の円貨面の資金繰りがかかる措置によつて大規模に打開されたことは、一面外国為替銀行の輸入為替決済に伴う円資金の調達を繰り延べしめると共に、他面一時逼迫した輸出為替買取資金を再び潤沢に供給し得ることとなつて、輸入の促進措置にも拘わらずインフ

レーション的傾向に拍車を加えることとなつた点も否定出来ないであろう。

### (三) 昭和二十六年度財政に於ける政府出資の積極化

前項にも述べた如く、昭和二十五年年度末に於ける我国保有外貨の裏付けは引継資本部分を別とすれば大部分外為貸制度に基く日銀信用によつて構成され、一部年度末に繰入れられた政府出資がこれを補足する状態となつた。二十六年度に入り、折からの海外景況の中だるみに輸入取引は著しく萎縮し、又一方信用状開設保証金の積立に要する外国為替貸付の基準が従来の信用状全額より半額に改められた(二十六年三月)影響も加わり、外為貸制度に基く日銀資金の流入は急激にその流れを細くした。

即ち同制度に基く信用状開設保証金積立額の残高は二月末の一、四六九億円をピークとして四月末九三億円、五月末六七三億円、六月末五八五億円、七月末三九三億円、八月末三〇二億円と減少の一途を辿つた。これに対し、一―三月の大幅輸入の結果、一時外貨保有額も減少したが特需等に基く貿易外受取は依然相当額に上り、且つ八月の日英支払協定の改訂の影響等を受けて八、九月以降再び外貨の保有量は顕著な増加を示し初めた為、外国為替資金の資金繰りも著しい影響を受けることとなつた。

これより先、二十六年度予算としては、朝鮮動乱後の財政収支の状況、外貨手持高の累増傾向等に鑑み、一般会計より五〇〇億円を外国為替資金に繰入れることとされていた。五〇〇億円の算出根拠は二十六年度の国際収支に基く外貨の手持増加を七八百万ドル(二八〇億円)と見込み更に輸入の先行見透しから年度間の外為貸制度に基く日銀資金の受入額の減少等を見込んで概定されたものであるが、前述の如き情勢から外国為替資金の円貨面の資金繰りは六、七月以降急速に繁忙を加えた。かくして当初は国庫余裕金の繰替使用によつて不足資金を賄つていたが七月以降左の如く逐月一般会計よりの繰入れを要するようになり、上期中に予算全額を投入することとなつたが、それにも拘らず下期に入るに及んで為替の買取に窮迫する状態となつた。

四月 中	一〇億円	七月 中	一〇〇億円
八月 中	一九〇	九月 中	二〇〇
計	五〇〇		

外国為替資金は以上の如く、年度の半ばに於いて既に為替買取資金に窮し、且つ保有外貨は年度末に向い益々増加を予想される状況にあつたため、その補填の爲には財政資金か、日銀信用か、何れにせよ資金の追加供給を受けざるを得ない状況であつた。かくして租税収入の自然増加を歳入の大宗とする補正予算の編成（補正額は一、三六二億円）に際し、外国為替資金は三〇〇億円の追加繰入を受けることとなり、補正予算の国会通過後二十七年一月に二〇〇億円、三月に一〇〇億円と年度末に接近して繰入れられる状況であつたので、次項に於ても触れる如く、二十六年下期の外国為替資金の資金繰りとしては、右の予算補正措置のみでは凌ぐことが出来なかつたわけではあるが、ともかく二十六年度を通じて八〇〇億円の政府出資を受けた点からみてこの年度の外貨保有増加に対して政府資金によるインヴェントリー・ファイナンスが相当積極的に行われ、貿易面からするインフレ的傾向を抑制することとなつた点は否定出来ないであらう。

#### 四 日銀信用依存度の増加傾向

昭和二十六年に於ける外国為替資金の資金繰りは前項に触れた如く、年度の前半に於いて当初予算計上額全額（五〇〇億円）を一般会計より受入れ、更に借入金についても借入限度五〇〇億円全額を使用した、なお為替買入資金に窮する状態であり、且つ補正予算による財政資金の受入は予算の国会通過を俟つて行われる関係上当面の急迫を潤おすに間に合わない状況となつた。かくして為替買入資金の供給を受けるため、外国為替資金はその保有に関する米ドル貨を日本銀行に先買条件を附して現売し、これによつて所要円資金を調達することとなつた。二十六年十月に行われた右の取引は同年度の補正予算によつて追加出資を予想される金額についてその繋ぎ資金の供給の意味を以て行われたものである点に注目し

（第三表） 外貨保有高に対する円資金補填の推移

年 月 末	引 継 外		財 政 資 金				日 銀 信 用				合 計
	貨 資 本	政府出資	国 庫 余 裕 金	資金証券	計	借入金	資金証券	外為貸	スワップ取引分	計	
二四・十一月	六八五	四〇	二四	—	六四	—	—	—	—	—	七四九
十二月	六八五	四〇	八〇	—	一一〇	五四	—	—	—	五四	八五九

外貨資金保有方式の推移及びその問題点

なければならぬ。然し十一月以降資金繰りの逼迫によつて更に第二次、第三次とこの種の取引を累ねて行くと共に、繋ぎの対照となる財政資金は二十六年度補正予算の計上予定額から、二十七年年度予算の政府出資予定額及び借入限度内借入予定額、更に国際通貨基金出資の爲の外貨売却見合額等までに及ぶようになった。次に昨年十月以降本年三月末迄のスワップ取引の推移を見れば次の通りである。

	十 月中売却	一〇、八〇〇	買戻	月末残高	一〇、八〇〇
十一月	一九、一八八	〇	〇	二九、九八八	〇
十二月	一九、八〇〇	〇	〇	二九、九八八	〇
一月	三〇、六〇〇	〇	〇	六〇、五八八	〇
二月	二五、九九二	〇	〇	七六、三九二	〇
三月	一五、五八八	〇	〇	九一、九八〇	〇

以上の如く外国為替資金が現在日本銀行との間に行つてゐるスワップ取引は、全てやがて外国為替資金に受入れらるべき円資金を引当とするものであり、その意味に於てはかかる方式による日銀信用の放出は財政措置の繋ぎの範囲を出ていないといふことは間違いない。然し同時に当面の外国為替資金の資金繰りの上から言えば、それは飽くまで日銀信用の受入れであり、インヴェントリー・ファイナンスの意味を厳密に考えるならば、それが持つところの通貨増発抑制の傾向は一段と弱められて来ている点を看過出来ないであらう。

なお年度末に於いて七〇〇億円の外国為替資金証券が発行され、従来の資金証券（二二〇億円）国庫余裕金（四八〇億円）は実質的に借替えられて向う一年償還を延期されることとなつたが、新年度早々国庫余裕金による消化分は激減して、日本銀行保有分が四一〇億円に激増した点も注目されねばならない。

（単位 億円）



[illegible]

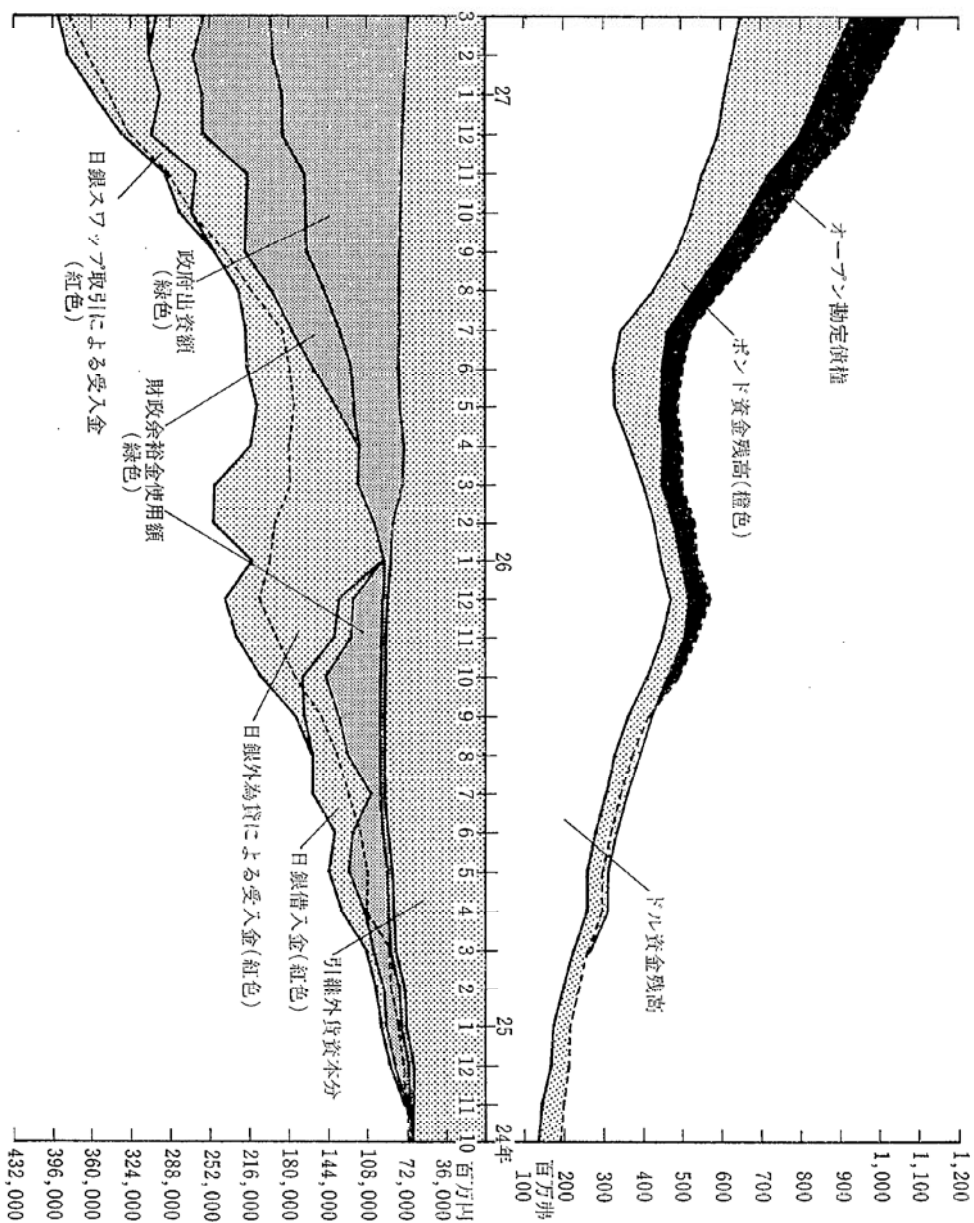
(註) (1) 引継外貸資本は二十六年以降、二十五年迄の政府出資及び同年度までの発生損益を加えて「外国為替特別会計より引継」として整理されているので、二十六年四月以降は同月以降の「外国為替特別会計より引継」の残高より右政府出資(四〇〇億円)及び発生損益(二十四年度一〇億円、二十五年二八億円各損失)の差引額(三六二億円)を控除して算出した。

(2) 政府出資は出資額全額を表わし、損失処理のための減資措置を捨象して掲げた。

(3) 資金証券は二十五年度中は預金部、見返資金の外、若干在日外国銀行等の分もあるが、少額であるため全額財政資金の項に含めた。二十六年度は見返資金、一部資金運用部に保有されていたが、年度末のみは一部日銀保有となった。

(第四表)

外国為替資金に於ける外貨資金残高及び円資金補充関係概念図



- 註 (1) 本図は第二表及び第三表により作成したものである。
- (2) 上図の点線は外貨資金保有高の総額を示す。24年11月より25年9月迄の間に於て橙色部分に喰い込んでゐるのは、オープン勘定が債務超過を示していた関係による。
- (3) 下図の点線は外貨資金総額を円貨換算して、円資金補充面に投影したものである。
- (4) 緑色部分は全体として財政資金による補充を、紅色部分は全体として日銀信用を示す。



### 三、現行外貨資金保有方式の問題点

以上に概観した終戦後の我国外貨保有高の累積及びこれに伴う外国為替資金への円貨供給の経過に鑑み、財政金融上の見地から現行外貨保有方式について検討を加えれば左の如くである。

#### (一) インヴェントリー・ファイナンスの問題点

所謂インヴェントリー・ファイナンスは政府会計に於ける固定的な手持資産(その多くは収益を生まず、且つ元本価値変動のリスクにさらされているものである)の増加に要する円資金の調達を借入金以外の当該年度の歳入自体のなかから賄おうとするものである。その資産が外国為替にせよ又食糧、その他緊要物資にせよ、何れにしてもかかる措置を施すことによつてインフレーションの発生を未然に防止しようとするものであり、それは一応最も実質的な均衡財政上の措置とみることが出来る。

外貨の手持増による国内購買力の増加は金本位制度下に於ける金による国際経済の自動調整作用への信頼からすれば、これを抑制すること自体に問題はあるわけであるが、実際には金本位制度下に於てさえ、かかるメカニズムに対する信頼から離れて貿易インフレの傾向に対しこれを抑制する方途が講じられて居り、金本位制崩壊後に於ては国内経済を国際的均衡関係よりも優位において見る風潮の強まると共に、外貨の手持増を国内経済に響かせないための措置はむしろ一層意識的且つ積極的に講じられているように見受けられる。第一次大戦以来最近迄に至る間の貿易インフレの抑制方法としては我国では政府の正貨買入、或いは外国為替の集中を行う特別会計への出資等所謂インヴェントリー・ファイナンスの外、政府余裕金の一時的流用、銀行引受手形、スタンプ手形制度による金融市場余裕資金の吸収、外国公債の内地発行、海外事業への投資の奨励、中央銀行公定歩合の引上等の措置が行われて居り、更に海外諸国の例を見ても市中銀行預金支払準備率の引上、為替平衡資金を通ずる金融市場の操作、その他輸出税の引上、輸出代金預金の一部凍結等の措置が見受けられる。

外貨保有のためのインヴェントリー・ファイナンスについては、これを検討する場合

(1) 国際収支の国内物価、通貨に対する影響をいかに考えるか、換言すれば金為替本位制の自動調整作用にどの程度の信頼をつなぐべきか。

(2) 国際収支の国内面への影響を抑制する必要があるとしても、政府出資による方法がどの程度妥当であるか。

以上二つの点に焦点を向けねばならない。

先ず第一の点については、金為替本位制度の自動調整作用の前提となるべき自由な国際決済機構が金本位制の崩壊以後、戦時戦後を通じて益々歪められ、強力な為替管理の出現によつてその機能を發揮すべき基盤を喪つており、国際通貨基金の理想にも拘わらず実際には為替管理を撤廃し難い情勢に發展して来ている事実を想起せねばならない。更に我国の経済基盤はいままお国際経済機構の一環として確固たる安定を保っているとは云い難く、今後とも国内経済維持の観点からの経済政策を無視し難い点などから考慮すれば、金為替本位制度の自動調整作用に大幅の信頼をつなぐことは困難とみられ、国際収支面からの国内経済への影響はこれを適宜抑制遮断する措置が原則として引続き必要となるものと考えられる。

次にその方法としての政府出資については、技術的にみて、予算編成の当初における当該年度の外貨の増減見透しが極めて困難である点、租税収入が時期的に偏るため信用調整上の効果を薄くする点等に於て弱点を持つことは一応指摘するべきであろう。従つて財政余裕金の流用等も含めて広い意味の市場余裕資金が外貨保有の増減に伴う資金面の調整を可能ならしめる状態にある場合には、外貨保有の裏付けは財政出資よりもむしろ市場余裕資金によるのが適切であることは多言を要しないところである。即ち具体的に云えば外貨資金の増加の過程に於て、預金の増加、コール資金の吸収、政府短期証券の市場売却その他の方法を通じて為替銀行、政府会計等に外貨保有に要する円資金の調達が行われる限り、その方法によることが望ましい。

而して日本銀行が外貨を保有する場合も、同時にその貸出が回収され、日銀全体の資産として貸出が外国為替に切替えられて行く状態にあるならば、資金調節的な効果に於て異なるところはないこととなる。

然し日本銀行の保有外貨が固定的に増加するにも拘わらず、その貸出が回収されない場合に於ては、固定的な外貨の増加を日本銀行が保有することは信用膨脹を招来することとなり、その程度の如何によつては政府による外貨保有を図ることが必要となり、それは貿易インフレの傾向を防ぐ上に最後の手段としてその役割は極めて重要となるのである。かくの如き場合もし年度当初に於て外貨増減の見透しが困難であるならば、財政余裕金の流用により当面の調節を図り、次年度に於て政府出資に切換えても差支えないが、経済情勢の見透し如何によつてはある程度概算で年度当初から出資を計上することも實際上考慮する必要がある。

## (二) 借入金の問題点

現行外国為替資金特別会計法に於ける外国為替資金の借入金は一時借入金として、その償還期限は一年以内とされている。一時借入金の限度は昭和二十六年年度当初予算に於ては五〇〇億円、補正予算に於て二〇〇億円追加されて七〇〇億円となつたが、二十七年年度に於ては更に三〇〇億円を追加し一、〇〇〇億円となつてゐる。借入の形式は日銀その他よりの借入金、外国為替資金証券の発行、国庫余裕金の繰替使用よりなり、これらを通算してその限度内にとゞまることを要するものとされている。既述の如く二十六年度末に於ては同年度の借入限度一杯までの借入を了しているが、この借入額の償還は二十七年年度末まで延ばされ得ることとなつた関係上二十七年年度中を通しては新限度一、〇〇〇億円と共にその借入総額は一、七〇〇億円迄可能となつてゐる。借入金についての問題はその供給源が財政資金にあるか、市場資金にあるか、若しくは日銀信用によるかの点、並びに借入金の限度を如何に見るかの点に存すると共に、その償還の弾力性如何も検討されねばならない。然しその前にインヴェントリー・ファイナンスと短期借入金との差異に付て一言述べておかなければならない。抑々インヴェントリー・ファイナンスが政府会計における固定的な手持資産の金融方式であるのに対し、短期借入金はその性質上原則として年度内に償還され得る一時的な手持資産の金融方式である。これと並んで今一つ大切な点は右に関連してインヴェントリー・ファイナンスの場合には手持資産が必ずしも収益を生まず且つ元本価値の変動のリスクを多分に帯びているのに対し、短期借入金の場合には手持資産は可及的にそ

## 外貨資金保有方式の推移及びその問題点

の様な危険性がないものであることが望ましいということである。このような点を念頭におきつつ先ず借入金の供給源についてみると、二十五年年度中は借入金として財政余裕金、日銀信用を半々に受入れたが、二十六年年度に入つてからは財政余裕金の流用がその主要部分をなしている。然し今後の財政事情からみれば、現在の余裕金(見返資金及び一般会計の余裕金)は漸次消滅し、政府手持の資金証券は日銀に売戻される見透しが強い点が看過されない。これと共に、従来の外国為替資金証券が殆んど全く市中銀行に消化されなかつた点も注目されねばならない。それは市場に余裕資金がなかつたことが根本的な原因であるが、同時に資金証券の割引率が従来日歩一銭三厘、新年度からは一銭五厘と政府会計は別としても一般金融市場の引受を殆んど期待し難い条件となつてゐることもその原因である。

次に借入金償還の弾力性の問題については、外貨の増減が本来季節的なものであるとすれば、借入金も亦年度間を通じては償還の弾力性を有する筈である。然し借入金の実際の経過をみると、二十五年年度は外貨貸付の発足後の特殊な事情により借入金の皆済をみたものの、二十六年年度は漸次累増を見ると共に、これを償還することは当分見込み得ない状況にある。前述の二十六年度末に行われた資金証券への一括借替措置なども実質的には会計法上定められた一年の償還期限を若干繰延べした極めて疑問の存する措置と云うべきであらう。

かくの如く借入金は本来外貨保有量の季節的増減に対応すべき資金調達方式であるに拘わらず、現状はかかる性格を逸脱している傾向が見られ、特に日銀信用への依存度が高まつてゐる点などからみれば、償還期限を限定した借入金によつて政府会計が外貨保有を図ること自体に無理を生じてゐる点が否まれないように考えられる。又借入限度自体にも格別の根拠が見られず、貿易の消長によつては反つて不合理な枠となつて来ている点も併せて注目されるべきであらう。

## (三) 日銀外為貸制度の問題点

本制度は二十五年九月発足したが、当初は輸入信用状開設より船積書類到着後の外貨決済までの段階(後に所謂甲種貸付となる信用状開設保証金積立の段階)及び外貨決済より通常三ヶ月間円決済の猶予を認める段階(後の所謂乙種貸付)を自

動的に継続して融資する方式によつて行われた。後に甲種、乙種の段階に分れ(二十五年十二月以降)又甲種(要融資額は信用状金額の半額に改められ(二十六年三月以降)更に二十六年十一月に至り乙種貸付は廃止されて国内金融の一環として輸入貿易手制度に切替えられた。

二十七年二月に至り磅圓及びオーブン勘定圓よりの輸入については、品目に制限が附せられ、条件等は若干従来の制度と異なるものの、再び外貨決済後の相当期間円決済を猶予する意味に於いて外貨貸付制度が拡大されて今日に至つてゐる。

外国為替資金の立場から見れば、この制度の外貨決済後の融資段階は国内商業乃至工業金融の段階に属するものであり、外貨保有方式の問題には関係がないことは瞭らかである。

これに対して、輸入信用状開設保証金の貸付は外国為替資金の立場からは、外貨面では保証債務が附随的に発生し、将来に於ける外貨引落を約束されることとはなるが、現実の外貨バランスを動かすものではないのに対し、円貨面では現実に日銀資金が流入してその円貨バランスを補填して行く点に於て一種の円の前置措置の観を呈している。然し乍ら、輸入信用状開設保証金の積立自体は現在の制度に於てこそ外国為替管理委員会名義の外貨勘定に預託して行われているが、本来それは為替銀行夫々の自行名義の外貨勘定に積立てられて保証金に充当さるべきものであり、その円資金源としては為替銀行は自己資金、預金或いはコール資金の取入れ等によつてこれを賄うことが当然であると考えられる。尤もこの点、為替銀行が外国為替資金に属する外貨を直接貸付乃至預託を受けて積立金に充当する措置も考えられないではないが、それは財政による外貨資金保有を前提として政府会計が金融業務を営むこととなる弊を伴うので、矢張り為替銀行は自ら円資金を調達して外国為替資金から所要外貨を買取りこれを自己名義の外貨勘定中に保有して行くことが将来とるべき方向であると考えられる。

而して、かくの如き保証金の積立額は、時々輸入信用状の発行残高に應じて為替銀行が保有を要する金額に相当するものであり、その意味に於いて貿易取引上からみた一國の必要外貨運転資金に当るものと認められる。

以上の検討によつて明らかな如く、現在の日銀外国為替貸付制度は本来為替銀

行が保有すべき経常的な外貨運転資金を日銀信用によつてカバーし、而も外国為替資金の勘定中にこれを包摂せしめて、その保有を図つてゐる極めて変態的な制度であると云わなければならないわけである。

#### (四) 日銀スワップ取引の問題点

二十六年十月以降行われている外国為替資金と日本銀行との間の米弗貨のスワップ取引は既述の如く、現状に於てはそれは外国為替資金が政府の追加出資、国会の承認を得た借入限度内の借入金を受入、その他今後受入を予想される円資金等を償還財源とする繋ぎ資金の日銀からの供給と見るべきものである。スワップ取引による円資金の調達については次の点に問題があると考えられる。

(イ) かかる方法による円資金の調達がインフレーション的傾向を伴うものと見られる点

(ロ) かかる方法による円資金の調達は財政資金による調達を建前とし乍ら、實質的には右の建前をのりこえて、通貨発行制度として金為替準備制度の線に近づいている点

先ず第一の点については、スワップ取引が財政出資等の見込額の範囲において行われるとは云え、それが当面信用膨脹を招くものである点は疑問の余地がない。又将来の借入金の受入を引当としてゐる部分については、当該借入金の日銀以外から借入れられるならばとも角、日銀からの借入によつて反対取引が行われる場合には財政の繋ぎではなく實質的には日銀からの借入の時期を早めたことと同じ結果になり、場合によつては借入金の限度を意味のないものにして行く点も指摘される。

第二の点については、スワップ取引による円資金の調達が三月末既に九〇〇億円を突破し、単に財政の繋ぎ措置というのには、あまりに過大な信用の流出を齎らしている点が看過されない。特に将来日銀借入によつて切替えられる部分については、財政資金による調達の建前は既に崩れむしる金為替を準備とする日銀信用の供給の状態に實質上転化してゐるものと認むべきであらう。

#### むすび

外貨資金の保有は司令部より引継以降、以上に概観した如き推移を以て今日に

及んで居り、特に朝鮮動乱以降、国際収支面の激動によつて極めて波瀾の多い経過を辿つて現在に至つてゐる。それは一口に云えば、財政による外貨保有を建前とする方式というべきであり、為替銀行、中央銀行の立場は著しく消極的となつてゐる点が否定出来ない。而して財政による外貨保有の今日迄の経過は、客観的にみて、一面に円滑を欠き、妥当を失した面を持つと共に、反面国際収支面からするインフレーション的傾向を抑制した面も看過することが出来ないものと認められる。而して現状に於てはさきにも述べた如く、その建前が若干動揺して來てゐる点も否定出来ないであらう。従つて外貨保有方式に關する將來の方向を考えるとすれば、以上の如き問題点を検討すると共に、根本的に外国為替取引、国際収支、財政金融通貨の關連に於ける為替銀行、日銀、財政のあり方を検討し、内容的には為替金融、通貨制度、為替平衡資金等に亘る分野について更に詳細な検討を要することとなる。

而してこれ迄の外貨資金の保有状況が財政金融の基本的情勢を背景として——特に所謂ドッジ安定政策の下に——かかる経過を辿つて來た点を考慮すれば、將來の保有方式というものも將來の財政金融の基調——特に財政の動向——に対し深甚な考慮を払ふことが必要であらう。

(大塚)

## 金利引下問題の検討

昭和27・7・1

### 目次

はしがき

#### 一、企業の側からみた金利問題

- (一) コストとしての金利及び収益との關係における金利
  - (二) 企業資本からみた金利、租税、配当の問題
  - (三) 海外金利との關係
- 二、金融の側からみた金利問題

### 金利引下問題の検討

- (一) 金利体系の歪みの現状
  - (二) 銀行収支の観点
- 三、財政の側からみた金利問題
- (一) 金利に關する財政の立場
  - (二) 金利決定機構に於ける政府の役割
- むすび

はしがき

最近の景気沈滞に關連して金利引下に関する論議が各方面に活潑となつてゐる、不況期に金利引下の要請が強くなるのは、例えば昭和六、七年当時の金融情勢の動きにも見られる現象であるが、然し現在の金利問題を單に不況期に通用の金利引下問題として把えることは充分ではない。

終戦後の我国金利の推移をみると、各種金利のうち当初の数年間、市中貸出金利のみが独歩的に上昇して、日銀金利、市中預金金利、或いは公社債利率等いずれもその相互關係を離れてとり残され、企業としても又、インフレーションの進行による借入元金の減価を期待して金利の高さを度外視するような傾向が瀰漫してゐた。然しドッジ安定政策の実施された昭和二十四年以降は右の傾向は漸次改まり、金利体系の歪みも金融機關の經理上の立場と關連を保ち乍ら逐次調整されて來てゐる。而してその方向は市中貸出利率の引下と共に、日銀公定歩合、市中預金利率等の引上におかれてゐるが、なお現在の金利の状態が多くのアブノーマルな關係を残している点是否定できないところである。かかる意味における金利の正常化は当面の景況の如何とは別にとりあげられなければならない面を持つており、又この外にも輸出産業、海運業等海外企業と接觸する部門の間には国内的な見地とは別箇の金利に対する要請も生じてゐる。

斯くの如く、金利引下については種々の角度から問題があり、その処理にあたつてはこれらの要請に妥当なウエイトをおいて判断することが必要であると共に他面広く我國經濟の資金需給の現状、資本蓄積の段階、並びに企業の資本構成のあり方等について総合的に検討を加えることを怠つてはならない。以下このよう