

# 最近における通貨および金融情勢推移

## ——昭和36年度の回顧——

### 1. 景気局面の推移と特徴

昭和36年度における経済情勢を回顧すれば、景気過熱の段階から金融の引締めを中心とする景気調整の過程へと大きく変貌した。その間の推移をさらにやや詳細にあとづけると、そこにはおおよそ三つの時期的な変化がみられた。

その第1の時期は、いわゆる高度成長政策にさえられて前年度来の著しい経済膨張が続きついにその行き過ぎをみた時であり、年度初めから本格的な引締め政策のとられた7月ごろまでがこれにあたる。第2の時期は金融引締め措置の実施、強化以降年末ごろまでであって、この間流通段階を中心にその影響がしだいに浸透し景況にかなりの変化がみられはじめた。そして第3の時期は更年後最近に至るまでの間であり、この間においてはそれまで比較的順調に進んだ景気調整の歩みにやや足ぶみの傾向がみられた。

以上のような景気の足どりを過去における景気循環過程と比較すると、各時期について、それぞれ従来とかなり相違した特徴が看取される。まず第1の時期についてみよう。自然な景気循環の過程においては、好況が相当程度続くと景気はおのずから成熟し、これにつれて産業界の中にも生産、投資を調整する動きがなにかしかはきざしてくる。たとえば、前回の景気過熱時においては32年春の引締めをみる前に中小企業の設備投資は減少に向かっていたし、また物価の騰勢も31年暮れから繊維などについては反落に転じていた。こうした動きは、好況末期において依然拡大を続ける根強さのうちにも、需給関係にいくらか緩和のきざしが根ざしていた面のあることを示している。前回はこうした事情のうちに金融の引締めが行なわれたのであるが、これに対して今回の景気過熱

時には、こうした点でかなりの相違がみられた。好況末期とか景気成熟期とかいった現象が全く生じていなかったというわけではない。採算も頭打ちに向かっていたし、とくに金融は引き締まってしかるべき条件のもとにあった。しかし、こうした中にも35年前半来のなしくずしの調整により、在庫事情などには景気の身を軽くする要素もあり、またとくに今回の大きな特色として、いわゆる成長政策により景気の拡大が人為的にあおられ続けたことや貿易自由化を控えて投資活動に限りない需要の増大を生ずる環境にあったことも目立った。このような腰の強い需要の動向に対して金融の引締めがその調整を進めるべくこれにいどむ形となったところに前2回の景気調整とは著しい相違があったわけである。

第2の時期では、金融引締めのインパクトがまず流通部門の在庫調整を中心に順調に進んでいき、株価の急落、商品市況の軟化を招いた点では、前回の調整期とはほぼ同様の歩みであった。しかし、そうしたうちにも前述の需要の強さの底流は前回と今回とではかなり違っている。すなわち、前回は引締めの影響が流通部門の在庫調整に浸透するとともに、出荷や生産も減少に向かった。これに対して今回は在庫調整が進みながらも最終需要の旺盛にささえられ出荷はなお減少に転ずることなく、設備投資も生産も根強い増勢を続けた。こうした相違は経済拡大のうちにおける在庫投資、設備投資の動向やウェイトにある程度の違いがあることにもよるが、その根底には今回は業界全体に成長政策依存の強気観が一貫して流れていたという事情があり、引締めのインパクトは流通部門だけで、いわばとりあえず在庫を調整するという動きにとどまり、経済活動の全般にわたる圧力とはなりがたかった。

こうした情勢は、第3の時期における景気調整の推移にも大きく影響し、前回はほぼ自律的に調整が進んでいったのに反し、今回は生産、投資の調整が本格化しないままに株価は持ち直し、商況、物価も下げしぶるなどいわば調整の中だるみのうちに中間安定的な状態が生じている。つまり、前回は需要全般の力が金融の引締めにより比較的容易に押えられる程度の腰の弱さを持っており、引締め開始とともに業界の態度にも先行き不安感が一般化し、実体的にも、経済界のふんい気としても、調整が円滑に進みうる情勢にあった。これに対して、今回は、あくまでも成長政策が維持され、また自由化準備は設備投資でという考え方が一般化していたので、これをささえとして需要の基調は容易に改まらず、引締め当初のインパクトに対して一時業界に模様ながめの空気をかもしながらも、やがて需要の力が引締めに関発して、景気調整の進展を遅れさせることとなった。このように、今回における景気の過熱過程と引締め以降の動きについてみると、前回とはかなり異なり調整に対する抵抗的な環境が目立っている。

こうした経済情勢の動きと関連して、36年度間の金融情勢がいかなる推移をたどったかを検討してみよう。

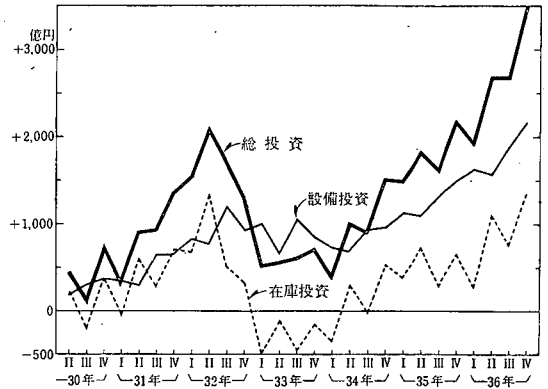
## 2. 資金の需要と供給

36年度間の金融情勢を回顧すると経済活動の根強い拡大に基づいて、資金需要は一貫して著しい旺盛さを続けた。設備投資はいわゆる技術革新を背景とし、しかも好況の永続を期待させるようなふんい気の中だけに今回の景気上昇過程を通じて著しいものがあつた。ことに36年にはいってからは所得倍増計画による高度成長政策と低金利政策の強行により政策的にもいっそうのあおりを受け、さらに貿易自由化の促進という面から合理化投資の名のもとに設備投資の増大が安易に是認されるふんい気にあつた。こうした設備投資の勢いは金融引締めをみた以降においてもなお根強さを

続け、設備投資を中心とする資金需要は、36年度を通じて旺盛な足どりを続けた。

〔第1図〕

企業の投資活動の推移



(注) 法人企業統計速報(全産業)による。在庫投資はたな卸資産の期中増加額。設備投資は有形減価償却資産および建設仮勘定の期中増加額。30～34年中は192～195社、35～36年中は180社でこの間は接続しない。

次に在庫投資の動きであるが、35年中は比較的安定的な動きを保った在庫投資が36年にはいと経済規模の急速な拡大を反映して、1～3月には流通段階の在庫投資の増大をみ、次いで4～9月にかけては生産の著しい増勢につれて原材料の在庫投資が増大した。その後は金融引締めにより流通部門の在庫調整がかなり進み、また年末ごろからは輸入原材料の在庫食いつぶしも行なわれたが、反面生産は高水準を続けたため、秋口以降生産者製品在庫が急増し、在庫投資全体としてみれば引き続き増加を示した。このように総在庫でみた投資活動は年度間を通じて著しい増加をみ、これに要する資金需要も一貫して根強いものがあつた。もちろん在庫投資に基づく資金需要の内容は在庫内容の変化につれて変わってきている。すなわち、大メーカーの増加運転資金は生産の増勢持続により一貫して根強い需要をみせた。しかしそうした資金も当初は所要原材料への投資や強気の在庫増によるものが主であつたが、引締めの浸透につれ製品在庫増大に見合う資金需要も増加した。しかしこれらも滞貨金融というより積極的な増加運転資金としての資金需要となって現われ、

一部業種によっては在庫凍結、買上げに要する資金需要が散見される程度にすぎなかった。一方商社の在庫投資に対する資金需要は年央までは業容拡大と自由化体制整備に基づく在庫投資の増大を反映して著しく旺盛であったが、引締め浸透に伴う流通在庫の圧縮によりやがてその資金需要は比較的早く落ち着きぎみとなった。

こうした設備、在庫に対する資金需要のほかに、年央までは大メーカー、大商社の系列企業に対する投融資のための資金需要も強く、また引締め後は決済条件の悪化に伴う手元流動性の逼迫に基づく資金需要も加わった。そのほか年度間を通じ法人税納付あるいは賞与支払などの増大による決算資金の需要も増大をみた。

ところでこのような引き続き資金需要の根強さに対して金融の引締めがどのように働いたであろうか。まず金融引締めをみる以前には銀行貸出をはじめ産業資金供給全般にわたり、かなり潤沢な資金供給が行なわれていたことは事実である。もとより、これには成長政策と低金利政策あるいはこれを背景とした証券市場の急膨張と銀行貸出の併進という事情が大きく作用した。かくて銀行貸出は昨年初来企業の資金需要の強さとあいまって増加を続け、4～6月にはいつてからは漸次本行(第1表)

の窓口指導が強化され銀行貸出は若干抑制されたものの設備貸出の膨張を中心にやはりその増勢はさして改まらず、さらに企業は多額の資金需要の調達を増資に求めたため、増資の著しい盛行を招いた。こうして引締め前においては企業の根強い資金需要に押されて資金供給が比較的豊かに行なわれたので、企業金融は資金需要の強さにもかかわらずかなりのゆとりを保った。企業の手元流動性をみても1～3月にはとくに社債の大幅発行を反映して異常な高まりをみせ、その後、4～6月には低下に向かったもののまだ1～3月の蓄積の一部が剝落したにすぎなかった。

こうした情勢のもとに7月および9月の2回にわたり、公定歩合がそれぞれ日歩1厘ずつ引き上げられ、また高率適用の強化(9月)、準備預金制度の準備率引上げ(10月)など金融引締めの諸措置がとられたのであるが、その後銀行貸出は都銀を中心に漸次抑制の度を強めた。銀行貸出の動きは10～12月には前年水準を下回る増加額に押えられ本年にはいっても抑制基調が続いている。

銀行貸出の抑制は、流通段階の在庫調整を促進し、商品市況の軟化をみるとともに、株式市場にも影響して株価の低迷を生じた。こういう点についてみる限り企業の資金需要は銀行貸出の引締め

### 全 国 銀 行 貸 出 増 加 額

(単位・億円)

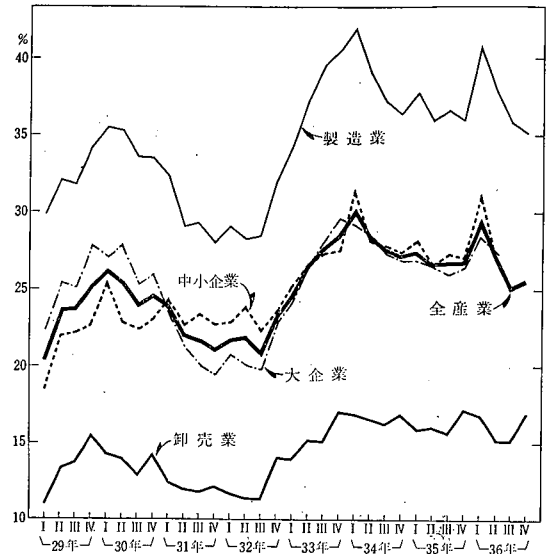
		合 計		設 備	前 年 同 期 比	運 転	前 年 同 期 比	大企業		中小企業	前 年 同 期 比
			%		%		%		%		%
今 回	35年10～12月	5,315	+ 37.1	934	+ 82.8	4,378	+ 30.1	3,610	+ 43.6	1,703	+ 25.0
	36年 1～ 3月	3,684	+ 68.4	723	+ 15.5	2,960	+ 89.6	2,686	+ 52.9	998	+128.9
	4～ 6月	3,352	+ 50.9	712	+ 23.4	2,639	+ 60.6	2,587	+ 44.4	765	+ 77.9
	7～ 9月	4,222	+ 7.5	855	+ 16.2	3,367	+ 5.5	2,923	+ 2.0	1,299	+ 22.7
	10～12月	4,557	- 14.3	775	- 17.0	3,782	- 13.6	3,101	- 14.1	1,456	- 14.5
	37年 1～ 2月	1,050	- 28.7	388	- 24.2	662	- 31.1	1,453	+ 6.4	- 403	前年実績 (108)
前 回	31年10～12月	2,259	+107.0	191	+376.3	2,067	+ 90.3	1,437	+ 157.0	822	+ 63.3
	32年 1～ 3月	2,317	+330.7	515	+436.4	1,801	+308.4	2,061	+1,149.1	256	- 31.4
	4～ 6月	1,710	+ 26.5	517	+147.4	1,191	+ 4.2	1,666	+ 143.9	44	- 33.9
	7～ 9月	2,527	- 18.6	480	+ 12.1	2,047	- 23.5	2,375	+ 27.2	152	- 87.7
	10～12月	3,041	- 11.8	479	+ 3.7	2,559	- 14.3	2,401	+ 20.5	640	- 56.1
	33年 1～ 3月	1,172	- 49.4	308	- 40.2	862	- 52.1	1,325	- 35.7	- 153	前年実績 (256)

37-1962  
32 1957

によって抑制されたと認められるが、この間資金需給に大きなギャップを生ずることとなった。とくに企業の強気の生産、投資活動は続き、こういう資金需要は容易には抑制されなかった。そして企業は所要資金を調達するためいわゆる駆け込みないし追加増資に急ぎ、また手持有価証券の換金処分を行なった。一方生保をはじめとする諸金融機関も借入申込みの増大に保有株式などの大量売却を行なった。こうした根強い資金需要と抑制的な資金供与とのギャップはもろもろの摩擦的な現象を起こすこととなった。株式相場はいっそうの低落を示し、従来手張りすぎの傾向にあった証券業者の資金繰りは急速に悪化した。さらに公社債投信には1～3月の無理な膨張の反動が現われ、投信受益証券をはめ込んでいた先の機関投資家、法人筋の換金急ぎの解約が急増し、証券業者の金

〔第2図〕

## 企業の通貨流動性の推移



(注) 法人企業統計季報による現金預金対売上高比率。36年第4四半期は同速報により推計。

(第2表)・

## 産業資金供給状況

(単位・億円、カッコ内は前年同期比増減%)

		合 計	株 式	事業債	貸 出				
					民間金融機関	政府金融機関および融資特別会計	外国為替貸付		
今 回	36年	41,716 (+42.5)	9,285 (+ 96.8)	3,857 (+152.4)	28,573 (+ 24.1)	26,275 (+ 26.1)	15,161 (+ 14.3)	2,297 (+ 5.1)	—
	1～3月	9,412 (+ 81.6)	1,556 (+ 18.8)	2,270 (+566.0)	5,585 (+ 58.2)	5,196 (+ 69.6)	3,126 (+ 66.8)	389 (- 16.1)	—
	4～6月	9,272 (+ 62.9)	2,464 (+189.8)	656 (+ 98.5)	6,151 (+ 36.3)	5,727 (+ 42.9)	3,546 (+ 46.3)	423 (- 15.7)	—
	7～9月	10,344 (+ 33.5)	1,831 (+ 84.3)	586 (+ 69.0)	7,926 (+ 23.7)	7,479 (+ 25.0)	4,123 (+ 7.2)	446 (+ 4.9)	—
	10～12月	12,686 (+ 19.1)	3,433 (+119.3)	343 (- 32.5)	8,909 (+ 3.9)	7,872 (+ 1.1)	4,364 (- 14.8)	1,037 (+ 31.1)	—
	37年 1～2月	3,148 (- 35.7)	950 (- 4.5)	216 (- 84.7)	1,982 (- 20.5)	1,621 (- 28.7)	1,023 (- 27.8)	360 (+ 62.2)	—
	37年 10～12月	5,581 (+ 93.2)	874 (+402.3)	262 (+162.0)	4,444 (+ 70.0)	4,184 (+ 81.0)	3,204 (+119.0)	286 (- 15.7)	26 (- 27.8)
前 回	32年 1～3月	4,177 (+177.2)	868 (+319.3)	266 (+180.0)	3,041 (+152.6)	2,765 (+189.8)	2,264 (+298.6)	290 (+ 4.7)	15 (- 44.4)
	4～6月	3,416 (+ 25.7)	301 (- 9.3)	176 (+ 74.3)	2,938 (+ 28.6)	2,684 (+ 28.4)	1,793 (+ 31.6)	260 (+ 23.8)	7 (- 58.8)
	7～9月	4,632 (+ 6.3)	659 (+ 84.1)	25 (- 78.7)	3,947 (+ 1.7)	3,508 (- 3.8)	2,503 (- 18.3)	446 (+ 71.5)	7 (- 70.8)
	10～12月	5,753 (+ 3.1)	1,026 (+ 17.4)	52 (- 80.2)	4,674 (+ 5.2)	4,231 (+ 1.1)	3,028 (- 5.5)	443 (+ 55.1)	—
	31年 10～12月	5,581 (+ 93.2)	874 (+402.3)	262 (+162.0)	4,444 (+ 70.0)	4,184 (+ 81.0)	3,204 (+119.0)	286 (- 15.7)	26 (- 27.8)

(注) 1. 株式は発行総額から金融、保険業の発行額を差し引いたもの。  
 2. 貸出の民間金融機関は全国銀行その他(信託協定、農林中金、商工中金、農協、信託連、信用金庫、相互銀行、生命保険、損害保険、信用組合、水産協、信漁連)の貸出残高の増減。金融機関相互の貸出、地方公共団体貸付および個人貸付を除く。  
 3. 政府金融機関は、明銀、輸銀、国民金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫。  
 4. 融資特別会計は資金運用部および余剰農産物資金融通特別会計。

繰りはいっそうひっ迫に向かった。こうした諸事情が相互に関連し合って株式市場は著しい低落をみせ、年末ごろからは増資調整を余儀なくされ、また起債市場の著しい狭隘化を招いた。このように現実には表面化した摩擦のほか、中小金融、輸出金融などは政策的に資金需要が強められていたため、実際にはかなり順調な融資を受けながら、資金調達難の声を大きくさせていった。

このように、金融の引締めは流通在庫にみられるように資金需要を現実には抑制する「効果」をあげた一方、抑制されざる根強い資金需要とのギャップから、資金の供給と需要との間にかなりの「摩擦」を生ぜしめることとなった。企業の手元の引締めから在庫の調整、商品市況の軟化、卸売物価の下落という一連の調整がすすみ、さらに輸入原材料の在庫調整による輸入の減勢にまで及んだ点は一応引締めの効果面といえよう。これに対し、1～3月危機や引締めの手直しを唱える向きも散見される至ったことは総じて摩擦面の影響であった。しかもこの摩擦は引締めに伴う資金供給減によるというよりもむしろ資金需要の強さによるものであった。むしろこういう摩擦に現われた資金需給のギャップはやがて資金需要を現実には押える圧力となり、景気調整を円滑に推進する道につながるべきものであり、資金需要が落ち着いてくれば、需給のギャップや摩擦は薄らぎ、摩擦は効果に転ずべき筋合であった。ところが、現実の過程においては政府の37年度経済見通し、とくに、下期における景気好転見通しや大型予算の編成など一連の成長持続政策により、産業界の強気観は変化せず、資金需要はいっこうに減退に転ずることとはならなかった。こうして金融引締めには当然随伴する摩擦は引締めの効果に転化することなく摩擦のまま強まり、それが行き過ぎた引締めのごとき社会的印象を与えたきらいがあった。これが年末ごろまでの金融情勢の特色であったといえよう。

こうして金融の引締めと、それに伴う銀行貸出の抑制にもかかわらず、産業界の資金需要は必ず

しも鎮静するに至らず、景気調整を本格化する契機をはばむこととなった。それが年明け後の1～3月の金融経済情勢であり、ここでは前の段階から引き継がれた引締めの効果面と摩擦面がそれぞれ違った形で尾を引いたようにかがわれる。その一つは効果面に連なるものであって、年明け後は引締めのインパクトにより資金需要が多少とも落ち着いた流通段階などの面では資金需給がひっ迫ぎみのうちにもほぼ均衡を取りもどし、資金繰りにも一服感が現われた。いま一つは摩擦面からくるものであり、中小企業金融や株価対策としての増資つなぎ資金などの供給がかなりの規模で行なわれ、資金需給のギャップが資金供給の側からも埋められた。こういう動きは一般的な設備資金などにもみられたところである。こうして、資金の需要と供給が双方から歩み寄ることによって、根強い資金需要が続きながら金融全般に安堵感が生まれるに至った。このような情勢を反映して実体経済面においても生産者製品在庫の著増にもかかわらず、最終需要の根強さにささえられて生産や投資活動は依然高水準を続け、また商品市況の一部にも下げしぶり模様を生じ、株式市場も反騰をみせるなど、いわゆる景気調整の中だるみといわれるものが現われてきたのである。むしろ、資金需要の動きは、いつまでも強いままに続くとはいえないであろう。ひところみられた樂觀的な気分は薄らいでおり、過剰生産や採算難を危惧する向きも漸次増加してきている。しかし、これまでの資金需給の動きの中に、前回の引締め時にはあまりみられなかった以上のような大きな特色が存することは、看過できないところであろう。

### 3. 金融構造変化の問題

以上のような年度間の金融情勢あるいは資金需給の動向は、最近におけるいま一つの問題、すなわちいわゆる金融構造の変化に関連するところも大である。最近金融構造上一般銀行の占めるウェイトが証券市場や中小金融機関に比し著しく低下

し、そのため主として銀行を対象として行なわれる中央銀行の金融政策に限界が生じているという見方があり、米国などでもそういう議論が聞かれるようである。いわゆる金融構造の変化は、すう勢的な動きとしてとらえる限り、ひとりわが国におけるだけでなく、米国その他の欧米諸国にも明らかに認められる重要な問題である。しかし、わが国の最近の金融事情において、こうした傾向が現実にとどの程度拡大し、またそれがいかなる理由によって生まれているかについては、にわかに即断しがたいところである。すう勢的、構造的な事情と循環的、需給的な事情とは峻別されねばなるまい。以下この点にやや立ち入って検討してみよう。

まず、最近における金融構造の変化をみるために、産業資金供給中に占める構成比(第3表参照)をみると、まず第1に株式、事業債を合わせた資本市場からの資金供給の比重がとくに昨年は目立って高くなっており、これに反して金融機関の貸出による資金供給の比重低下が顕著である。資本市場からの供給については、まず起債が昨年1～3月に公社債投信の発足により急膨張した。しか

し、その後公社債投信の無理な設定のトガメによる自律的な反動減と金融引締め本格化に伴う一般起債環境の悪化によって目立った狭隘化を招いた。この間増資は、昨年初めから引き続き企業の旺盛な投資活動意欲と株式市況の好調とにより拡大を続けたが、とくに起債の行きづまりと銀行貸出の抑制とをみた昨年後半以降は、企業の資金調達が増資に集中したため、昨年9月以降著しい伸びをみせ、引締め下における株式市場の低迷と混乱をいっそう激化し、ついに増資調整の問題を招いたのであった。こうして昨年は起債、増資を合計した資本市場からの資金供給が急増し、35年ごろまですう勢的にみて若干ずつ増大してきたその比重をここで急激に大きくさせる結果となった。次に金融機関の貸出による資金供給は、<sup>1)</sup>相対的にその比重を小さくしてきているが、とくに昨年来全国銀行貸出の相対的な地位の低下が目立ってきている。これは銀行の資金繰りのひっ迫、とくに金融の引締めによる貸出の抑制などによるものであることはいうまでもない。しかし、同じく金融機関のうちにあっても、相互銀行、信用金庫その他の中小専門金融機関は、取引先中小企業の成

(第3表)

産業資金供給構成比の推移

	合 計	株 式	事業債	貸 出							
				計	民 間 金 融 機 関					政府金融機関および融資特別会計	外国為替貸付
					小 計	うち 全国銀行	信 託	相 信	互 金	その他	
	億円	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
28 年	10,632	15.6	3.9	80.5	69.2	48.3	2.5	13.3	5.1	8.6	2.7
29 年	6,119	23.2	3.0	73.8	66.2	34.6	6.6	10.3	14.7	19.0	-11.4
30 年	6,764	14.1	3.9	82.0	68.9	36.4	12.8	10.6	9.1	14.4	- 1.3
31 年	14,165	12.5	4.1	83.4	76.8	57.9	4.6	7.9	6.4	7.3	- 0.7
32 年	17,982	15.9	2.9	81.2	73.4	53.3	2.5	8.3	9.3	8.0	- 0.2
33 年	16,310	14.3	3.5	82.2	72.4	46.7	5.0	9.8	10.9	9.7	—
34 年	21,051	11.2	6.9	82.0	73.1	45.2	5.9	10.7	11.3	8.9	—
35 年	29,272	16.1	5.2	78.7	71.2	45.3	5.4	11.3	9.2	7.5	—
36 年	41,716	22.3	9.2	68.5	63.0	36.3	4.1	11.9	10.7	5.5	—
( 1～6 月)	(18,685)	(21.5)	(15.7)	(62.8)	(58.5)	(35.7)	( 4.6)	( 9.2)	( 9.0)	( 4.4)	—
( 7～12月)	(23,031)	(22.9)	( 4.0)	(73.1)	(66.7)	(36.9)	( 3.7)	(14.1)	(12.0)	( 6.4)	—

(注) 1. 貸出の民間金融機関のうち「信託」は信託勘定のみ、「その他」は農林中金、商工中金、農協、信農連、生命保険、損害保険、信用組合、水産協、信漁連。  
2. 他の項目については第2表の注に同じ。

長、充実や長期にわたる好況の末端への浸透によって、着実にその取引規模を拡大してきており、しかも引締め政策のバッファー機能が託されるような環境にあったため産業資金供給に占める比重がとみに上昇している。

こうした金融構造の量的変化は、従来もすう勢的にみられたものであり、そのこと自体はそれほど問題とすべきことではないものとする。そもそも産業資金供給に占める株式、社債の比重の上昇は、基本的には国民の貯蓄形態に対する選好の問題であり、貯蓄の形態が預貯金から証券保有の形態に移行してきていることは、いわゆる間接投資から直接投資への移行としてこれを評価することもできる。また銀行貸出に対する専門金融機関貸出の増加は、米国における貯蓄貸付組合やクレディット・ユニオンの進出などにも類似の動きがみられ、経済の拡大を背景とした中小企業とこれら関係専門金融機関の拡大もある程度まで当然の成り行きといえよう。

ところでそうした金融構造の変化は昨年、とくに景気調整の過程において従来のすう勢以上に急激に現われたようにみられるが、こうした動きがいかなる背景ないし事情によるものであるかという点に問題がある。またこのような構造変化により、全国銀行貸出の比重が低下したことが、中央銀行の金融調節力の限界を意味し、あるいはそのために景気の調整に困難の度が加わっているかどうかという問題を生じよう。

まず最初に中央銀行の金融引締めが、どういう経路によって全体の産業資金供給を抑制し、景気の調整をすすめていくかについてみよう。中央銀行の公定歩合の引上げをはじめとする一連の引締め政策は、景気過熱に対する警戒を示すシグナルとして大きな意味をもつとともに、現実それぞれの金利に波及し、銀行の貸出態度を慎重にするとともに資金需要自体に対しても再検討を不可避にさせる。こうして産業資金は需給ともに抑制されてくる。現実の資金の動きは、需給関係により変化するものであり、供給の側が引き締めら

れれば単純に一方的に供給が押えられるという筋合いのものではない。なぜならば、自由経済のもとでは金融政策は直接に個々の資金源を統制し、配分するという性質のものではなく、競争的な金融市場における需給関係の変化をねらうものだからである。そして、この変化は、金利の変動を中心として資金需要および資金供給両側面におけるそれぞれの変化が生じ、それがからみ合って漸次一般的に波及していく。資金需要の側の強さが、現実の資金の流れにいかなる影響を及ぼすかは前節で述べたとおりである。したがって、金融の供給面に着眼した量的調整という見方は、自由な金融市場における多角的な動きの一面に関するものといえる。

ところで、日本銀行の金融引締めの影響は、当然のことながら、取引先である一般銀行の貸出抑制にはじまり、それは大企業とくに資金需要面に比較的弾力性の多い部門に対する資金供給の削減となって現われる。次いで大企業間および大企業と中小企業との取引を通じて漸次全経済界の資金繰りに影響し、ひいては銀行以外の金融機関の資金ポジションにも波及していくわけである。また証券市場についても同様であって、金利の引上げと引締めにより心理的にも実際上にも弱気観が濃化することはもちろん、さらに銀行借入による資金調達を抑制された企業が増資によってそれをまかなおうとすれば、市場に圧迫を加え、株式市況はいっそう低迷する。社債市場もこれとほぼ同様であるほか、とくに現状のように主として金融機関の買入れによりささえられている起債市場の場合は、金融機関の金づまりにより端的に狭隘化することとなる。このように日本銀行の金融引締めは、取引先銀行を通じて行なわれながら、しだいに全金融部門の資金需給をひっ迫させ、長期の資金需要を抑制していくものであり、とくにそういう需給事情が金利面に反映すれば、いっそう需要を弱くするであろう。こういう長期資本市場の変化は、再び短期金融市場にもはね返る。金利面からも需給面からも証券の処分は控えられざる

をえないからである。

このようにみてくれば、前述したいわゆる金融構造の変化については、やや別個の判断を必要としよう。引締めが銀行からその他の金融部門に浸透していく過程には若干の遅れは生ずるであろうが、その本筋は以上のようなものであるからである。現に今回の引締めにあたっても、こうした筋道に沿った引締めの浸透が現われたことは前節でも明らかなおりであるし、今後もそういう傾向をたどると思われる。ただ今回の引締めにあたり、問題とすべき点は、こうした引締めの浸透が別途にとられた個別的な金融措置によりむしろ阻害されたところにあり、そこから結果的に金融構

造の変化が助長されているといえよう。

まず第1に証券金融面における問題であるが、引締め以来、とくに昨年秋口から増資の動きが著しく活発になった。企業増資依存気運は10～12月には前年の2倍以上に上り、前年水準がすでに非常に高かったことを考慮すると異常な増資水準といえる。こういう傾向に対しても引締めによる抑制要因が浸透していなかったわけではない。引締め後株式市況は急落に転じ、前回の引締め時を上回る低下(今回7月18日→12月19日-31.2%、前回32年5月4日→12月27日-20.8%)を示した。こうして増資環境は漸次悪化し、一時は失権株の発生もみられるようになった。このような株価の

各種金融機関預金増減額

(単位・億円)

		全 国 銀 行		相 互 銀 行		信 用 金 庫		郵 便 貯 金	
		定期性 預 金	要求払 預 金	定期性 預 金	要求払 預 金	定期性 預 金	要求払 預 金	貯蓄性 貯 金	通 常 貯 金
今	36年1～3月	2,710 (+ 71.5)	1,014 (+376.1)	491 (+ 56.9)	82 (+ 9.3)	450 (+ 32.3)	- 139 前年実績 (- 91)	177 (- 11.1)	- 44 前年実績 (- 45)
	4～6月	1,111 (- 31.4)	925 前年実績 (- 294)	126 (- 59.2)	298 (- 49倍)	356 (+ 7.2)	77 前年実績 (- 45)	34 (- 78.2)	205 (+ 97.1)
	7～9月	2,182 (- 21.5)	299 (- 75.3)	763 (+ 76.2)	110 (- 50.5)	529 (+ 36.7)	328 (+ 78.3)	207 (- 14.5)	237 (+119.4)
	10～12月	1,728 (+ 2.6)	1,751 (- 55.3)	698 (+ 40.4)	580 (+ 51.8)	681 (+ 53.0)	900 (+ 35.7)		
	37年1～3月	1,599 (- 41.0)	- 496 前年実績 (- 1,015)	546 (+ 11.1)	1 前年実績 (- 82)	586 (+ 30.1)	- 258 前年実績 (- 139)		
前	31年10～12月	1,402 (+ 86.2)	1,810 (- 11.0)	94 (+ 2.2)	- 75 前年実績 (- 52)	159 (+ 34.7)	280 (+ 30.2)	214 (+ 30.5)	142 (+189.8)
	32年1～3月	1,306 (+ 48.1)	- 215 前年実績 (- 209)	92 (+ 61.4)	25 (- 89.8)	160 (+ 25.0)	- 55 前年実績 (- 36)	244 (+ 20.2)	140 (- 18.1)
	4～6月	1,224 (+ 19.1)	-1,092 前年実績 (- 635)	94 (+129.3)	- 26 前年実績 (- 1)	162 (+ 31.7)	- 57 前年実績 (- 9)	120 (+ 84.6)	45 (- 44.4)
	7～9月	1,205 (- 1.1)	40 (- 96.0)	130 (+ 58.5)	41 前年実績 (- 14)	184 (+ 30.5)	32 (- 58.4)	200 (- 2.4)	22 (- 75.6)
	10～12月	1,376 (- 1.9)	1,949 (+ 7.7)	181 (+ 92.6)	85 前年実績 (- 75)	213 (+ 33.9)	29 (- 89.6)	256 (+ 19.6)	341 (+140.1)

(注) カッコ内は前年同期比%。



急落とそれによる増資環境の悪化は株式所有に占める金融機関、法人筋など個人以外の比重の高いわが国の現状では、金融引締め時にはいち早く現われ、それが増資をチェックする力として働いていた。それにもかかわらず、こうした抑制が十分に効果をあげえなかったのは、株価対策気運の早期出現による。

第2に全国銀行の貸出抑制に対し、相互銀行、信用金庫その他の専門金融機関が比較的高水準の貸出を持続しえたという点である。この点は中小企業対策のため政府資金の投入が行なわれたことなどを一因としてあげよう。またこれら専門金融機関では銀行に比べ、引締め以降も預金事情が悪化していないに基づいている面を指摘することもできよう(前掲第4表参照)。しかし、こうした預金事情も実は景気調整の進展とのかねあいであり、調整が本格化していけば、この面でもかなり変化を余儀なくされる性質のものである。前回の引締め当時においても引締めの最初の段階ではまず全国銀行預金の悪化に始まったが、その後とくに要求払預金については専門金融機関にも激しい派生的影響がみられた。郵便貯金についてさえ、通常貯金は所得、消費停滞の反映の域を越え、全国銀行、専門金融機関の要求払預金と同様の波動を示した(前掲第4表参照)。こうした変化はそれぞれの預かりまた貸し出す資金が企業の金繰りを節として結ばれている以上、当然の動きであるといえよう。

以上のように、最近のいわゆる金融構造の変化は、すう勢的なものとばかりとはいえず、また、資金需給の前提としての構造変化というより資金需給の結果という面が強い。しかも景気循環に即した需給事情というより、政策的な措置によって生じた需給事情という色合いが濃かったといえよう。もちろん営業資金を中心とする金融部門と貯蓄部門を中心とする金融部門ではすう勢的にも循環的にも構造変化が生ずることはいうまでもない。またいわゆる二重構造の解消とか企業経営の正常化といった方向に沿ってすう勢的な構造変化

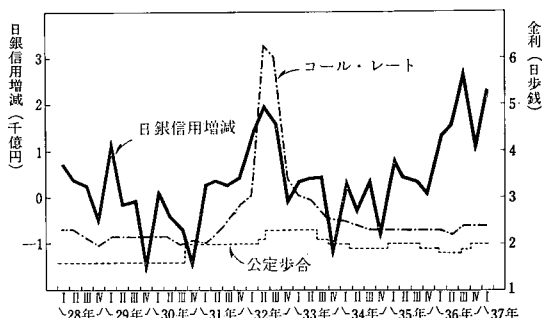
がかなり進行していることはたしかであろう。しかし結果的に表われた構造変化には諸々の事情が伏在することは十分注目に値する。

#### 4. 金融市場の推移と問題点

以上のような金融情勢の推移と表裏して、景気の調整に足踏みが生じたため、財政資金の揚超、銀行券の増勢にはそれほど大きな変化をきたさず、金融市場においても著しい窮迫が続いた。これを日本銀行勘定における現金需給バランスからみると、日本銀行の対市中信用供与額は、第3図にみるとおり年度間を通じて一貫して増加を続けた。その結果昨年10月以降日本銀行の貸出残高が銀行券発行高を上回り、更年後はこうした状態がむしろ常態化するに至った。

〔第3図〕

金 融 市 場 の 推 移



(注) 日銀信用増＝日銀貸出増＋日銀保有手形買入れ＋日銀債券買入れ－準備預金積み増し。

公定歩合は日銀商業手形割引歩合、コール・レートは東京、無条件物、最高、32年第4四半期以降は全国銀行協会自主申合せ金利。

過去の景気調整期においても、金融引締め後なお景気過熱時の余映として銀行券の増発、財政揚超の増大は続き、日本銀行貸出はなおしばらくは増加を続けるのが常であった。しかし、そうした金融市場の引締めりは、一面市中融資を制約し、やがて実体活動の鎮静とともに、日本銀行貸出も引締め後半年位で減少に転じた。むしろ今回の場合も日銀依存の増大が引締め圧力を強めているが、そういう圧力の波及が、前に述べたような資金需要の根強さと半ば構造的事情により妨げられ

なかなか実体経済の収縮に至らないため、日本銀行貸出の増勢も容易には衰えそうにない、というのがこれまでの推移であった。さらに今回は過去の息の長い経済成長からさらに超高度の成長へと休むひまもなく上昇したため、日本銀行貸出が銀行券発行高をこえることとなっているわけであり、結局、これは経済活動の勢いが度を越して強く、長く続きすぎたためにほかならない。管理通貨制度のもとではこうした表面的な動きやバランスは、それ自体としてはあまり意味のないことであるが、そうした現象を生んだ前述のような経済活動、なかんずく金融事情の不合理さの現われとして問題とされなければならない。すなわち、いわゆる成長経済の中における金融、経済の運営には自由経済、市場経済らしさが失われているのではないかということである。それが本行勘定の上に集中的に表面化したものが最近の姿ということができよう。

このような極端な日本銀行貸出の増大ないしオーバー・ローン<sup>1</sup>の激化は、金融市場に引締まりというよりもろもろのゆがみを生むことはいうまでもない。ことに季節的な事情が加重されるとき金融技術的にも円滑さを欠いてくる。金融引締めの持続のうちにおいて日本銀行が再三政府保証付債券の売戻条件付買入れを行なってきたことはそれに対処したものにはほかならない。これについて、金融全般にわたり引締まりを緩和するものと誤解している向きもあるが、生きた金融の複雑な需給および構造の動きからすれば著しく表面的な見方といえよう。すなわち、日本銀行は昨年8月財政揚超期に対処して500億円の政保債買入れを実施し、また本年2月、3月にも季節的な大幅財政揚超に対処し、それぞれ700億円の買入れを実

施した。いずれも季節的な著しい財政揚超が金融市場のゆがみを助長することを避けるため行なったものであることはいうまでもないところである。この措置はあくまで、日本銀行勘定の上ではたんに財政資金の揚超の一時的増大による貸出増加を技術的に政保債買入れの形に変えたものにすぎず、それによって銀行の資金量に対する圧迫の緩和をはかったものではなく、したがって産業資金の供給に対してはなんら緩和する要因となっていないことを見落してはならない。

このように36年度の金融情勢は、その後半には引締めが強化され、金融市場は窮迫を続けたが、市中の段階では、企業の資金需要は銀行貸出の抑制のうちにもなお旺盛さを続けた。しかもこうした貸出抑制が円滑に波及していくうえにもろもろの歯止めがあり、そのため資金供給面の削減圧力がなかなか資金需要ひいてはその裏にある投資需要を鎮静しうるに至らなかったことはいなみがたいところであった。こうした情勢と環境のうちにあって、金融政策の基本に触れるような問題もあったことは否定できない。自由経済体制のもとで自由な企業活動が営まれながら、全体として秩序が維持され、経済の行き過ぎが調整されるのは、結局所与通貨ないしは信用総量の範囲内での自由にとどまるからであろう。しかも、その信用総量は一方向的に統制されるのではなく、金融市場における需給関係として調整されていく。それが自由経済、貨幣経済の本筋である。そしてその中心に立つものが当然のことながら金利の機能にはほかならない。こうした市場の原理を素直に生かしていく努力が今後なお一段と重ねられなければならない。