

Ⅱ 金融政策の展開

この章では、昭和47年末まで2年余に及んだ今回の金融緩和と政策の展開を3期に分けてあつてみよう。第1期は、45年10月、46年1月、5月、7月と4次にわたって公定歩合を引き下げたにもかかわらず、金融緩和がそれほど広がらなかった段階であり、第2期は、46年8月の米国新経済政策の発表以降、平価調整による黒字不均衡是正を国内政策の面から促進するため、46年12月、47年6月と2回にわたり公定歩合が引き下げられ、さらに金融緩和が図られた時期である。これに対し第3期は、47年後半からで、緩和の過度の浸透に対し漸次警戒的な運営に移行した時期であった。

1. 金融逼迫の解消

日本銀行は45年10月公定歩合を0.25%引き下げ、44年9月以前の水準(6%)に戻し、金融引締め政策を解除した。この引締め政策の目的は、既に前章でみたように国内物価の安定を図ることにあった。卸売物価は44年2月以降15ヵ月間の連騰を記録したが、45年5月に至りようやく騰勢頭打ちとなり、引締めが解除された10月まで一高一低を繰り返していた。一方、鉱工業生産や銀行券などの増勢は、45年7～9月期に入ってようやく鈍化し、経済活動の基調に変化がうかがわれた。

このような実体面の変化を反映し、引締め政策が解除された45年10～12月期から翌46年4～6月期にかけて、金融市場の自律的な緩和が進み始めた。これを資金需給実績についてみると(表Ⅱ-1-1)、この3四半期の間に銀行券の発行額は

7,790億円とほぼ前年同期(7,560億円)並みにとどまった(銀行券平残の年率増加率15.9%、それに先立つ3四半期の年率増加率17.9%)。この間一般財政および国債発行額の合計は税収の鈍化にもかかわらず、資金運用部の余資増高を主因に5,649億円の揚超となったが(前年同期は1,919億円の揚超)、外為会計が国際収支の黒字拡大および46年5月のマルク投機に伴う短資流入を反映して17,238億円という巨額の散超を記録した(同3,759億円の散超)ため、財政資金対民間収支は全体で11,589億円の散超(同1,840億円の散超)となった。この結果、同期間中の金融市場では5,087億円の資金余剰が発生し、前年同期の5,644億円の資金不足とは様変わりとなった。

このような金融市場の緩和をさらに促進するため、日本銀行は公定歩合を46年1月、5月、7月と相次いで引き下げ、また都市銀行の資金繰り指導を緩和していった。さらに、短期的な市場調節を政府短期証券の買戻し条件付売却、債券の売戻し条件付買入れ、貸出などで調節しつつ、債券の買切りオペレーションで資金を供給したので、前述の資金余剰と合わせ、同期間中に日銀貸出は2,712億円減少した。

このような資金需給の動向を反映し、地方銀行、相互銀行、信用金庫などの資金ポジションは急速に好転したが、次章で分析するように都市銀行の資金ポジションは大企業製造業の資金需要が引締め期中から引き続き根強く続いたこともあって、なお目だった好転はみせなかった。

この間コール・レート、債券市場利回りなどの市場金利は、前述した資金需給の自律的緩和や日本銀行の積極的な市場操作、さらに公定歩合引き下げもあって、緩やかな低下傾向をたどり始めた

(表Ⅱ-1-1)

資 金 需 給 実 績 (45年7月～48年6月)

(単位・億円)

| | 45年7～12月 (カッコ内は 10～12月) | 46 年 | | 47 年 | | 48 年 |
|-------------------|-------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | | 1～6月 | 7～12月 | 1～6月 | 7～12月 | 1～6月 |
| 銀 行 券 増 減 (△) | 10,254 (11,261) | △ 3,471 | 11,988 | △ 3,581 | 22,611 | △ 5,629 |
| 財 政 資 金 揚 (△) 払 | 2,427 (9,957) | 1,632 | 22,300 | △ 7,979 | 6,880 | △ 8,498 |
| 一 般 財 政 | 2,888 (8,732) | △ 6,817 | 1,565 | △ 1,955 | △ 736 | 4,068 |
| (純 一 般) | △ 2,235 (4,821) | △ 4,214 | △ 842 | 603 | △ 4,570 | 6,052 |
| (食 管) | 5,941 (4,883) | △ 3,566 | 3,390 | △ 3,697 | 4,885 | △ 3,022 |
| 国 債 | △ 3,156 (△ 1,911) | △ 5,653 | △ 9,160 | △ 7,871 | △ 7,935 | △ 9,304 |
| (新規長期国債) | △ 1,660 (△ 976) | △ 1,661 | △ 5,431 | △ 9,060 | △ 8,883 | △ 9,364 |
| 外 為 | 2,695 (3,136) | 14,102 | 29,896 | 1,846 | 15,551 | △ 3,262 |
| そ の 他 | △ 265 (△ 38) | 1,326 | 2,420 | △ 535 | △ 777 | △ 868 |
| 資 金 過 (△) 不 足 | 8,092 (1,342) | △ 6,429 | △ 12,732 | 4,933 | 16,508 | 3,737 |
| 準 備 預 金 増 (△) 減 | △ 643 (622) | △ 107 | 142 | △ 1,154 | 372 | △ 8,247 |
| 日 銀 信 用 増 減 (△) | 8,735 (1,964) | △ 6,322 | △ 12,874 | 6,087 | 16,136 | 11,984 |
| 貸 出 | 2,060 (△ 421) | △ 2,291 | △ 14,434 | 6,309 | 8,104 | 1,162 |
| オ ペ レ ー シ ョ ン | 6,326 (2,277) | △ 4,038 | 1,996 | 496 | 8,032 | 10,822 |
| 債 券 売 買 | 6,326 (3,402) | 1,462 | △ 504 | △ 401 | △ 1,230 | 6,452 |
| 買 入 手 形 | ... | ... | ... | 897 | △ 6,262 | 4,811 |
| 短 期 証 券 売 買 | — (800) | △ 5,500 | 5,500 | — | — | — |
| 売 出 手 形 | ... | ... | △ 3,000 | — | 3,000 | △ 441 |
| 外 貨 手 形 売 買 | 349 (108) | 7 | △ 436 | △ 718 | — | — |
| 日 銀 貸 出 残 高 (期 末) | 23,533 | 21,242 | 6,808 | 13,117 | 21,221 | 22,383 |

が、都市銀行の資金ポジションが十分に好転をみなかったこともあって、その下げ足は46年後半に入るまで必ずしも速くはなかった(次章参照)。

一方貸出金利も、相次ぐ公定歩合の引き下げにより短期金利を中心に反落に転じたが、次章でみるように46年後半に入るまでどちらかといえは下

げ渋りの傾向を示した。この段階では、都市銀行を中心に、市中金融が必ずしも十分に緩和していなかったほか、預金金利や長期金利が従来の水準に据え置かれていたためである（ただし、預金金利は45年12月、1年6ヵ月物定期預金の創設に伴い最高限度が引き上げられた）。

このように日本銀行は各般の金融調節を通じて金融緩和を促進したが、緩和効果が企業段階に本格的に浸透するまでには、なお時日の経過を必要とした。

また、日本銀行は45年6月以来、海外に依存している輸入関係資金の一部を国内金融へ移行させる趣旨から、為替銀行に対し輸入資金貸付を実施したが、46年6月にはその趣旨を一段と徹底するため同貸付の貸付金額決定の基準となる移行比率を15%から30%へ引き上げた。一方これまでの輸出金融の優遇を是正するため、45年5月には輸出関係金利の引き上げを行ったが、輸出関係金利についてはその後の公定歩合引き下げに際しても据え置き、46年8月には商業手形割引歩合の水準に統合した（同時に輸出前貸手形について割引を廃止、以後は担保貸付のみ）。このような貿易金融面における調整は、わが国国際収支が黒字を続け、また海外金利も低下している事情を考慮したものである。

2. 金融緩和の促進

46年7～9月期に金融は本格的緩和の局面を迎えた。これはかねての金融緩和政策の効果の浸透過程にはかならないが、大企業製造業の設備投資が支払ベースでも一服し、資金需要が本格的な停滞期に入る一方、国際通貨危機の発生に伴い8月を中心に巨額の短資が流入し、外為会計の異常な

払超から金融市場の資金余剰が著増したことなどが、金融緩和の契機となった。ここで46年下期の資金需給実績をみると（表Ⅱ—1—1）、銀行券の発行額は11,988億円と前年（10,254億円）を若干上回り、また一般財政と国債発行額の合計は資金運用部の余資増高もあって7,595億円の揚超（前年268億円の揚超）を記録した。しかしこの間の外為会計の散超が29,896億円（同2,695億円）に達したため、資金余剰額は12,732億円と前年（資金不足8,092億円）に比し差引き2兆円ほどの引緩み要因となった。

このような短資、とくに輸出前受金の流入は、輸出金融を幅広く扱っている都市銀行の資金ポジションを著しく好転させることとなり、日本銀行に対する借入金の返済は急速に進み、年末には31年以来のいわゆるオーバー・ローン（都市銀行の日銀一般貸出に対する恒常的依存）は解消した。このほか都市銀行は外銀借入れにより日本銀行からの外為資金借りを返済する動きを示した。

一方日本銀行は、金融緩和進展の基調を維持しつつも、急激な短資流入によって金融市場に攪乱的な影響が及ぶことを回避するため、政府短期証券の買戻し条件付売却を引き続き実施したほか、8月には新たに売出手形制度を発足させ、余剰資金を機動的に吸収した。また、日本銀行は変動相場の下において中小企業関係の輸出取引を円滑化する趣旨から、46年9月から12月までの中小製造業者の製品の輸出にかかる期限付輸出手形を対象とする外国為替手形の買取りを行った。

12月に至り多角的通貨調整が合意に達し、わが国も円レートを米ドルに対し16.88%切り上げたうえ固定相場制に復帰したが、日本銀行は円切り上げに伴うデフレ効果を相殺して景気回復を促進

し、内外均衡の回復を図るため、公定歩合を0.5%引き下げた(第5次引き下げ後公定歩合は4.75%)。なお、その際日本銀行は市中金融の実情を考慮し、原材料や輸入物資の代金決済等のため振り出される手形であって商業手形に準ずると認められるものにつき、商業手形割引歩合なみの金利で担保貸付を行うよう制度を改めた。

ところで、資金需要の停滞と都市銀行の資金ポジションの大幅好転に加え、このようにオーバー・ローンが解消し、公定歩合もさらに引き下げられたことから、コール・レート、債券市場利回りなどの市場金利は本格的な低落を示し、次章でみるように金融機関の貸出態度は一段と積極化し、貸出金利の下げ足も速まった。このような金利の急落傾向は、46年9月には事業債のほか国債、政保債、地方債、金融債に及ぶ公社債全銘柄の発行条件の下方改定や、長期貸出の基準金利、貸付信託予想配当率等の引き下げなど、始めて長期金利の引き下げにも波及した。

さらに47年6月には、5月の第2次円対策のねらいもあって、かねて懸案であった預金金利の最高限度引き下げ(7月から0.25%ないし0.5%引き下げ)がようやく決定されるとともに、公定歩合についても第6次引き下げ(下げ幅0.5%、引き下げ後の水準4.25%)が行われた。これは、景気の早期立直りをはかり、それを通じて国際収支の黒字不均衡是正をいっそう促進しようという趣旨によるものであった。この結果、貸出金利はさらに低下し、公社債発行条件、長期貸出基準金利などの再引き下げにも波及し、わが国の金利は国際的にみてきわめて低い水準に低下することになった。

なお、日本銀行は円の大幅切り上げ後も国際収支の黒字が続いている状況にかんがみ、輸出優遇

金融を廃止することとし、47年3月には外国為替資金貸付および外国為替手形買取りの取扱いを停止するとともに、9月には輸出前貸手形制度および期限付輸出手形制度を廃止した。輸出前貸手形制度等の廃止にあたっては、同制度の対象となっている手形をそのまま商業手形に準ずる手形として取り扱うほか、本制度廃止後も中小企業金融に格別の影響が生じないよう金融機関を指導した。さらに日本銀行は3月には為替銀行に対する輸入資金貸付の趣旨を一段と徹底するため、貸付金額決定の基準となる移行比率を30%から50%に引き上げた。

このほか47年5月には準備預金制度の拡充強化を図るため、「準備預金制度に関する法律の一部を改正する法律」が改正施行令とともに実施された。これは、①新たに生命保険会社が本制度の対象となり、②対象債務として円預金のほか新たに金融債・信託元本・居住者外貨預金・非居住者関係債務を加え、③準備預金の計算基準として従来が残高のほか増加額にも準備率を適用しうることとし、また④準備率の最高限度を10%から20%(ただし居住者外貨預金・非居住者関係債務については100%)に引き上げることなどを内容とするものであった。これに伴い日本銀行は、さしあたり新法令に基づく準備率をその水準、対象とも従来を踏襲して設定したが、その後6月に至り海外短資の流入抑制に資するため、新たに自由円勘定に対する増加額基準の準備率を25%と定め(これに伴い従来の自由円預金に対する残高基準の準備率を廃止)、さらに7月には通貨不安の高まりから短資が一段と流入するおそれが生じたので、これを50%に引き上げた。

3. 金融緩和から引締めへ

わが国の景気は47年初にようやく緩やかな回復局面にはいったが、夏から秋ごろにかけてしだいに上昇局面へと移行した。

このような実体面の動向を映じ、金融市場もしだいに引き締まりに転じ、とくに47年後半には大幅な資金不足を記録した。すなわち、47年中の資金需給実績をみると(表Ⅱ-1-1)、上期中は主として外為会計の散超幅縮小から小締まりに転じ、4,933億円の資金不足(前年同期6,429億円の資金余剰)を記録したが、下期に入ると銀行券の増勢が一段と強まり、年末休日の関係も加わって22,611億円の発行超(同11,988億円の発行超)を記録したほか、一般財政と国債発行額の合計は税収の伸長を主因に8,671億円の揚超(同7,595億円の揚超)となった。このため、外為会計の散超が15,551億円に達したにもかかわらず、資金不足額は16,508億円に達し、前年同期(12,732億円の資金余剰)とは様変わりとなった。

このような市場の引き締まりに対し、日本銀行

は輸入資金貸付をはじめとする貸出と47年6月に開始した手形売買市場からの手形の買入れを中心とする買オペレーションで調整を行った。この間、日本銀行は余資を抱えた金融機関に対し9月以降国債の売切りオペレーションを実施し、融資態度が過度に積極化することを防ぎ、他方、資金ポジションが悪化し始めた金融機関に対してはその是正を求めた。さらに株価・地価の高騰に関連して株式投資、土地関連融資についての自粛を指導した。このように秋口以降、日本銀行はそれまでの緩和姿勢から漸次警戒的な政策運営へと移っていった。

以上のような日本銀行の金融調節を映じ、金融市場は47年後半から年末にかけてしだいに引き締まっていき、コール・レート、手形売買レートなどの短期市場金利は季節的に繁忙を呈する12月に向かって反騰に転じた。

この間景気上昇は逐次加速し、卸売物価などの高騰もさらに進んできたため、本年1月以降、日本銀行ははっきりと引締め政策に転換することとなった(V参照)。