

(図Ⅲ-1-1)

マーシャルのk、主要企業の資金繰り判断等

### Ⅲ 金融緩和の進展とその特色

以上、45年10月以降における金融緩和政策の展開を概観したので、つぎに、そのような政策を背景とする今次金融緩和の浸透過程をふり返り、その特色を考えてみよう。

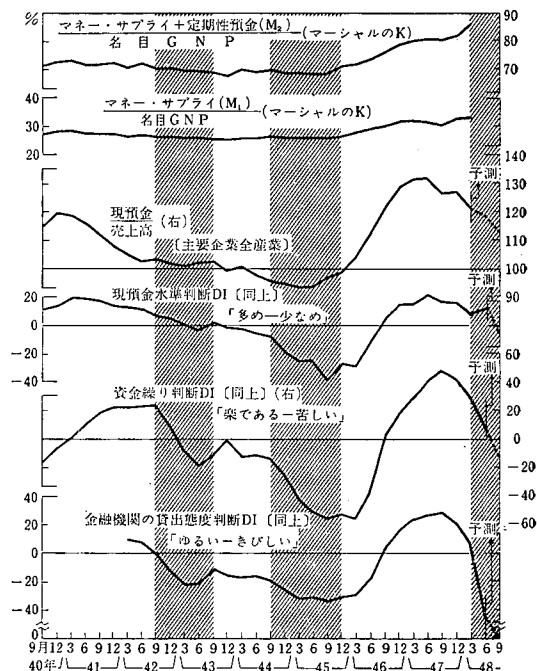
#### 1. 市中金融の動向

##### (1) 緩和促進の初発的諸要因

(金融逼迫の解消過程)

引締め政策が解除された45年10月頃の市中金融は、かなりの逼迫状態にあった。これは、それまでの引締めが比較的緩やかで金融機関貸出は過去の引締め期に比しむしろ高い伸びを示したにもかかわらず、5年続きの好況のあとを受けて大企業製造業を中心とする資金需要が著しく強く、かなりの未充足需要が緩和期に持ち越されたためである。

このように大きな資金需要は、40年代前半の設備投資の循環的上昇を映じ、設備資金需要が根強く尾を引いたことが主因である。また、引締め中における強気の在庫増しが滞貨に転じ、生産の減少と市況の低落が生じたため、後ろ向きの滞貨、減産関係などの資金需要が著しくかさんだことも響いている。またこの間における企業間信用の膨張も逸しがたい点であった。これらの事情は、引締めがマイルドなこともあり、連続好況に慣れた企業が強気で走り続けたことの反動といえようが、引締めが解除された45年10～12月期には、企業の手元流動性や資金繰り状況は40年以来の最も逼迫した状態となっていた(図Ⅲ-1-1)。一方



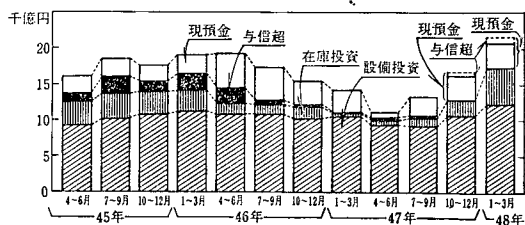
(注) 判断指標は2、5、8、11月。判断指標以外は季節調整済み。

金融機関の融資態度も、45年10～12月期には引締め解除にもかかわらず、すぐには積極化するに至らなかった。

このような市中金融の逼迫状態は、46年に入ると徐々に引緩みを示し始めた。これは、引締め期から持ち越された設備資金需要がなお根強く続き、景況の低迷を映じて赤字・減産資金など一部

(図Ⅲ-1-2)

主要企業資金需要の内訳(全産業)



(注) 47年10～12月、48年1～3月の与信超はマイナスの値を示す。  
資料：日本銀行統計局「主要企業経営分析」。ただし、四半期への配分は季節性を考慮のうえ、同「主要企業短期経済観測」によった。

の後ろ向き要資も依然あとを引いたものの、在庫調整の進捗から滞貨資金を含む一般の運転資金需要が漸次鎮静していったためである(図Ⅲ-1-2)。この傾向は年央に向かって赤字・減産資金な(表Ⅲ-1-1)

主要金融機関貸出増加状況

(貸出増加額前年同期比増減(△)率・%)

		45年10-12月 4-6月	46年7-9月 4-6月	47年7-9月 10-12月
業 種 別 貸 出	大 企 業	70.8	15.9	0.7
	製 造 業	75.2	△ 26.8	△ 33.5
	非 製 造 業	66.2	61.9	24.2
	設 備 資 金	60.7	23.6	△ 37.4
	運 転 資 金	77.0	11.5	24.9
	中 小 企 業	△ 1.9	76.1	80.3
	製 造 業	△ 6.3	27.9	64.5
	非 製 造 業	0.7	105.5	88.3
	設 備 資 金	△ 10.1	142.4	91.3
	運 転 資 金	1.1	56.8	77.0
	企 業 向 け 計	40.8	35.5	35.2
	製 造 業	47.8	△ 12.5	4.4
	設 備 資 金	48.5	4.9	△ 40.3
	運 転 資 金	47.4	△ 22.1	29.7
業 態 別 貸 出	非 製 造 業	35.0	78.6	53.7
	設 備 資 金	26.7	101.8	34.6
	運 転 資 金	38.9	69.2	61.7
	個 人 向 け	0.1	74.3	174.4
	地 方 公 共 団 体 向	284.2	88.7	40.0
	都 市 銀 行	66.6	37.3	44.7
	地 方 銀 行	27.4	30.3	59.7
	長 期 信 用 銀 行	76.5	37.8	21.0
	信 託 銀 行	61.1	41.0	23.6
	相 互 銀 行	7.5	49.9	60.6
	信 用 金 庫	△ 26.6	47.9	75.4
	計	38.4	38.5	48.1

どの要資が次第に落ち着いていったこともあって一層強まり、企業の資金需要はなお尾を引いた設備資金需要と手元現預金の補填需要などが中心となってきた。この間金融機関の貸出態度も、前述した日本銀行の緩和政策を背景に次第に積極化してきたため、企業の資金繰りは、膨張した企業間信用のときはぐしや手元流動性の回復と相まって、急速にゆとりを取り戻していった(図Ⅲ-1-1)。

このような動向を映じ、46年中頃までの銀行貸出の内訳では、大企業、とくに製造業向けの貸出伸長が目立ち、業態別には都市銀行、長期信用銀行および信託銀行の貸出増加が顕著であった(表Ⅲ-1-1)。なお、この間中小企業向けの貸出が比較的落ち着いていたのは、引締め期間中の中小企業向け貸出が都市銀行の大衆化路線などもあって(注)従来の引締め期ほど落込みを示さなかったことにもよるが、反面、都市銀行などでは、この段階ではその後にみられるほどには、中小企業に向かって貸し進む動機がまだ熟していなかったことも響いているものとみられる。

(注) 全国銀行、相互銀行、信用金庫、信用組合、商中、中小公庫、国民公庫の中小企業向け貸出増加額の前年比は、44/10～45/9の引締め中 +23.1%と、42/10～43/9の-16.0%、39/4～40/3の-28.9%とは様変わり増加。詳細は「昭和46年における金融・経済の動向」(日本銀行調査局『調査月報』47年2月号)の第17表-2参照。

#### (貸出金利の低下)

46年7～9月期に入ると、市中金融は大きな転換期を迎えた。その第1は、資金需要が本格的な停滞期に入ったことである。大企業製造業の大型設備投資の完工が一巡し、設備資金需要が減退し始めたほか、手元流動性の補填需要も収まり、反面前向きの資金需要は景気に底入れの気配が出は

- (注) 1. 主要金融機関の範囲は全国銀行(銀行、信託勘定)、相互銀行、信用金庫。  
2. 相互銀行、信用金庫の企業向け貸出はすべて中小企業向けとみなした。  
3. 業種別貸出は当座貸越を除く。  
4. 業態別貸出の信託銀行は、信託銀行の銀行勘定と全国銀行信託勘定を合算したものの。

じめたばかりのこの段階ではまだ台頭してこなかった(図Ⅲ-1-2)。企業の手元流動性や銀行信用のアベイラビリティは過去の緩和期並みに高まり、資金繰りも十分に緩和したので(図Ⅲ-1-1)、資金需要の腰は著しく弱くなってきた。

資金需要の停滞を映じ、貸出金利もこの頃から下げ足を速め始めた。全国銀行貸出約定平均金利の足取りをみると(表Ⅲ-1-2)、46年前半までは四半期ベースで0.05%ポイント以下の下げ幅にとどまっていたが、46年7～9月期以降、その下げ幅は急速に拡大している。その内訳をみると、規制内金利(1年以内で100万円超の貸出金利)の下げ足がこの時期から速まったほか、それまで上

昇してきた規制外金利(1年超、または100万円以下の貸出金利)もこの時期に反落に転じた。

規制内金利の下げ足が速まったのは、前述した運転資金需要の鎮静によるほか、相次ぐ公定歩合の引下げに伴い自主規制最高限度が大幅に引き下げられ、利下げ調整を要する貸出が著増してきたという事情も響いている。すなわち、規制内貸出は全銀協の自主規制金利が適用される貸出であり、その適用金利の事実上の下限は標準金利(現行では公定歩合の0.25%高)、上限は自主規制最高限度金利(現行では標準金利の1.75%高)となっているが、自主規制の申し合わせは新規貸出から適用されるため、公定歩合の引下げ、ひいては自主規制

(表Ⅲ-1-2)

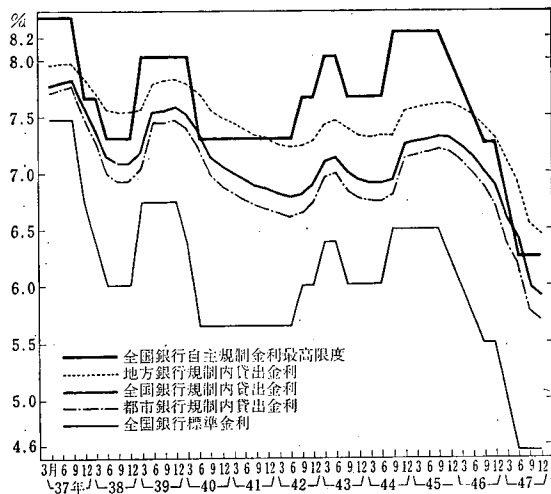
## 貸 出 金 利 低 下 の 内 容 (全国銀行)

(単位・%)

	公定歩合	貸出約定 平均金利	公定歩合 追 随 率	規制内金利	規制外金利	貸出構成変 化による要 因	金 利 低 下 による要因	総貸出残高 に占める規 制外貸出の ウエイト
45年10～12月	△ 0.25	0	0	△ 0.012	0.023	0	0	37.3
46年1～3月	△ 0.25	△ 0.030	6.0	△ 0.068	0.009	0.009	△ 0.039	38.1
4～6々	△ 0.25	△ 0.045	10.0	△ 0.094	0.006	0.010	△ 0.055	39.0
7～9々	△ 0.25	△ 0.075	15.0	△ 0.142	△ 0.015	0.016	△ 0.091	40.3
10～12々	△ 0.50	△ 0.086	15.7	△ 0.119	△ 0.059	0.008	△ 0.094	40.9
47年1～3月	△ 0	△ 0.184	28.0	△ 0.287	△ 0.084	0.018	△ 0.202	42.2
4～6々	△ 0.50	△ 0.143	28.2	△ 0.194	△ 0.102	0.012	△ 0.155	42.9
7～9々	0	△ 0.319	44.1	△ 0.406	△ 0.238	0.015	△ 0.334	43.7
10～12々	0	△ 0.087	48.5	△ 0.078	△ 0.097	0	△ 0.087	43.7
累積低下幅	△ 2.00	△ 0.969	48.5	△ 1.389	△ 0.557	0.088	△ 1.057	
40年1～3月	△ 0.36	△ 0.048	13.3	△ 0.062	△ 0.018	△ 0.003	△ 0.045	35.8
4～6々	△ 0.73	△ 0.109	14.4	△ 0.153	△ 0.036	0.002	△ 0.111	36.1
7～9々	0	△ 0.153	28.4	△ 0.212	△ 0.066	0.006	△ 0.159	36.5
10～12々	0	△ 0.073	35.1	△ 0.084	△ 0.047	△ 0.002	△ 0.071	36.3
41年1～3月	0	△ 0.066	41.2	△ 0.062	△ 0.073	△ 0.003	△ 0.063	36.2
4～6々	0	△ 0.051	45.9	△ 0.047	△ 0.059	0	△ 0.051	36.3
7～9々	0	△ 0.070	52.3	△ 0.062	△ 0.066	△ 0.006	△ 0.064	35.7
10～12々	0	△ 0.051	56.9	△ 0.030	△ 0.062	△ 0.009	△ 0.042	35.2
42年1～3月	0	△ 0.051	61.7	△ 0.047	△ 0.058	0	△ 0.051	35.2
累積低下幅	△ 1.09	△ 0.672	61.7	△ 0.759	△ 0.485	△ 0.015	△ 0.657	

(図Ⅲ-1-3)

## 規制内貸出金利とその制度的変動要因



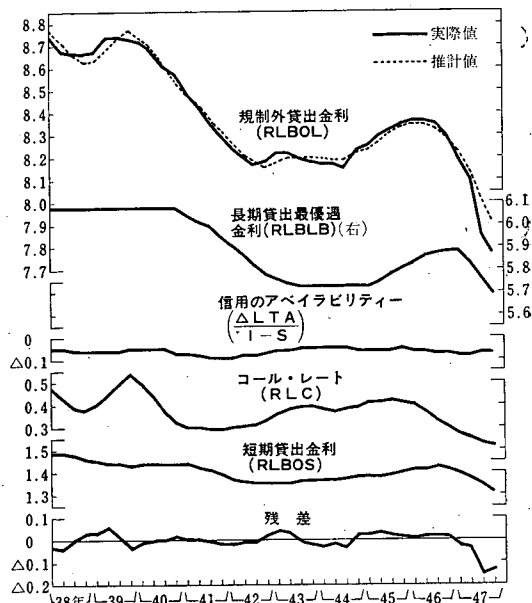
最高限度の引下げが相次ぐと、利下げ調整を要する貸出が増加し、それだけ金利低下促進要因として強く働くこととなる。図Ⅲ-1-3に示したように、46年7～9月期はちょうどそのような局面に当たっていた。

次に規制外金利については、前述の根強い設備資金需要を背景に、45年4月の長期貸出最優遇金利上げの影響が尾を引いて46年4～6月期まで上昇してきたが(既往貸出に遡及して金利変更する例は少ないので影響が一巡するまでには平均して2年ほどを要する。図Ⅲ-1-4の脚注参照)、設備資金需要の停滞から46年7～9月期以降さすがに下落に転じ、さらに46年8月に今次緩和期初の最優遇金利引下げが実施されたことも下げ足を拍車した(図Ⅲ-1-4)。

なお、今回緩和期における貸出金利の動向については、貸出構成の影響も見逃せない一つのポイントであろう。緩和初期においては、前述のように設備資金需要が根強く続いたため、これまでの緩和期とは異なり、金利水準の相対的に高い規制

(図Ⅲ-1-4)

## 規制外貸出金利の変動要因別分解



(注) 回帰式の計測は次のとおり。

(計測期間38/I～47/IV)

$$\begin{aligned} \text{RLBOL} = & 0.775 + 0.698 \sum_{t=1}^4 \frac{1}{8} \text{RLBLB}_{t-1} - 0.003 \sum_{t=1}^8 \frac{\omega_t}{36} \left( \frac{\Delta \text{LTA}}{\text{I-S}} \right)_{t-1} \\ & + 0.047 \sum_{t=1}^4 \omega_t \text{RLC}_{t-1} + 0.196 \sum_{t=1}^7 \frac{1}{8} \text{RLBOS}_{t-1} \\ & \bar{R}^2 = 0.987 \quad \text{ダービン・ワトソン比} \quad 1.004 \end{aligned}$$

【記号の説明】

RLBOL: 全国銀行規制外貸出金利(四半期末)

RLBLB: 長期信用銀行長期貸出最優遇金利

ΔLTA: 法人企業金融機関借入金(法人企業統計、全産業、季節調整済み)の期中増減額

I-S: 法人部門資金不足額(資金循環勘定、季節調整済み)

RLC: コール・レート(月越物、無条件物、日数加重による期中平均値)

分布ラグのウェイト  $\sum_{t=1}^4$ : ( $\omega_1=0.4, \omega_2=0.3, \omega_3=0.2, \omega_4=0.1$ )

$\sum_{t=1}^8$ : ( $\omega_1=0.8, \omega_2=0.7, \omega_3=0.6, \omega_4=0.5, \omega_5=0.4, \omega_6=0.3, \omega_7=0.2, \omega_8=0.1$ )

カッコ内は t 値。

外貸出のウェイトが飛躍的に高まり、これが貸出金利全体の低下幅を小さくした(表Ⅲ-1-2)。また46年後半以降の本格的緩和期には、後述のように非製造業、中小企業向けの貸出と事業者ローン、住宅ローンなどの個人向け貸出が著増したが(表Ⅲ-1-1)、これらの貸出は製造業、大企業向けに比し長期貸出のウェイトや小口貸出のウェ

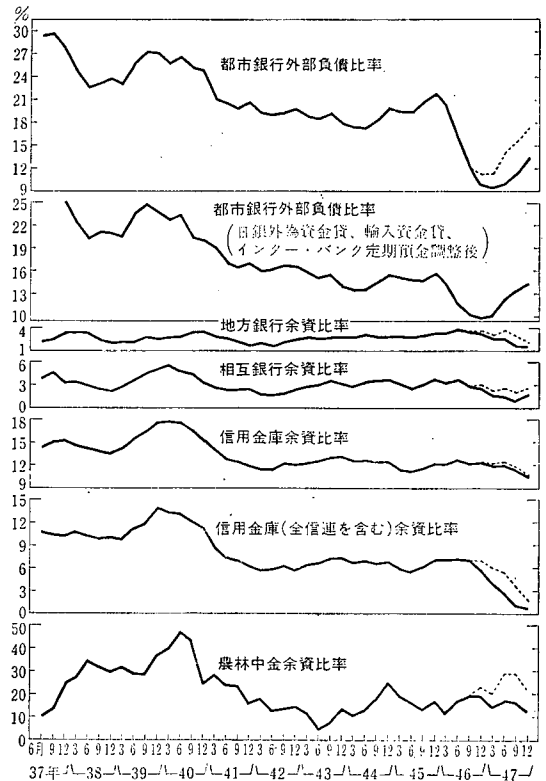
イトが高いため、規制外貸出の比重を高め、貸出金利全体の下げ足を相殺するはたらきを示した(表Ⅲ—1—2)。このような平均金利の低下阻止要因を考慮すれば、今回の個々の貸出金利の低下幅は、約定平均金利の計数に現われたよりもはるかに大幅であったといえることができる。

#### (資金ポジションの好転)

46年7～9月期を境に市中金融にひとつの転機をもたらした第2の要因は、8月のニグソン声明を契機とする海外短資の大量流入である。市中銀行、とくに都市銀行の資金ポジションはこれによって大幅に好転した。これは見方をかえれば、貸出との相対関係での預金情勢の好転ということでもある。ここで今回緩和期の資金ポジションの動向を業態別の外部負債比率ないし余資比率によってみると(図Ⅲ—1—5)、地方銀行、相互銀行、信用金庫などの余資比率は、引締め解除直前の45年7～9月期から46年4～6月期まで上昇(資金ポジションは好転)した後、7～9月期から下降(資金ポジションは悪化)に転じている。これに対して都市銀行の外部負債比率は、引締め解除後1四半期を経た46年1～3月期から低下(資金ポジションは好転)し始め、そのテンポは大量の短資流入をみた7～9月期に著しく速まった後、47年1～3月期まで続いた。もっとも46年10～12月期以降、後述のようにコール出し手側の金利裁定動機から都市銀行のインター・バンク定期預金の受入れが著増したので、これを外部負債とみなして調整すると、都市銀行の外部負債比率は47年1～3月期から上昇(資金ポジションは悪化)に転じている。なお図Ⅲ—1—5に示したように、今回緩和期における都市銀行の資金ポジション好転幅の半分近くは、46年7～9月期以降の日銀輸出

(図Ⅲ—1—5)

金融機関業態別外部負債、余資比率の動き



- (注) 1. 外部負債比率 =  $\frac{\text{外部負債残高}}{\text{実質預金残高}}$   
 2. 余資比率 =  $\frac{\text{余資残高}}{\text{実質資金量}}$   
 3. 点線はインター・バンク定期預金(46年10～12月以降増減分)調整後の比率。  
 4. 各比率は季節調整済み。

資金借入れの返済等によって説明できる。なお、円と外貨を合計した広義の外部負債比率によれば、都市銀行の資金ポジションは46年10～12月期から悪化し始めたことになる。

このように46年1～3月期および4～6月期には、各業態の資金ポジションがいっせいに好転しているが、これは既にⅡの1で述べたように、主として景気の沈滞に伴い銀行券の増勢や一般財政の揚勢が鈍化してきたうえ、国際収支の黒字幅拡大に伴う外為会計の散超拡大もあって、資金余剰が拡大してきたためである。なお地方銀行などの

資金ポジションが引締め解除に先立って好転し始めたのは、中小企業の資金需要が早めに落ち着いたためであり、都市銀行の資金ポジションが45年10～12月期にもなお悪化したのは、前述のように大企業製造業を中心に金繰りの繁忙が続き都市銀行の大企業向け貸出が著伸したためとみられる。

しかし46年7～9月期になると、既に余資の水準が十分に高まった地方銀行、相互銀行などと並んで、都市銀行の外部負債も急速に低下したため、金融機関の資金事情はいずれの業態においても著しく緩和することとなった。

## 2) 金融機関の貸出態度積極化

(短期金融市場の金利低下)

このように46年7～9月期を境に、大企業製造業を中心とするそれまでの資金需要は停滞期に入り、その傾向は47年4～6月期まで続く一方、金融機関の資金ポジションは軒並み好転し、本格的な市中金融の緩和期を迎えることとなった。その影響は、まず金融機関相互の短期貸借の市場である短期金融市場に現われた。コール・レートはこの頃を境に前回緩和期のボトムを割り、その下げ足はいっこうにおとろえず、47年中頃まで下げ続けた(図Ⅲ-1-6)。

このようなコール・レートの低下は、資金ポジションの好転を契機として始まったとみられるが、とくに前述のように地方銀行、相互銀行、信

(表Ⅲ-1-3)

### コ ー ル ・ レ ー ト の 計 測 結 果

被説明 変 数	RNDIS	説 明			変 数			定数項	<sup>-2</sup> R (DW)	計測期間
		日銀信用の フベイラビ リティーの 代理変数 $\frac{RESBO}{RRESBO}$	民間資金需要 ひいてはキャ ッシュ・ドレ インの代理変 数 $\sum_{i=1}^4 \omega t \left( \frac{CDA}{LBT} \right) - t$	都市銀行の需要の代理変数						
				$\Delta(LN-ZBI)$ DBO	$\Delta(LN-ZBI)$ LN	$\Delta(LN-ZBI)$ ZBI				
① R L C	3.090 (18.22)		-0.059 (-1.55)	-0.888 (-6.60)				-8.347 (-4.48)	0.946 (1.747)	38/Ⅱ～ 47/Ⅱ
②     〃	3.169 (20.83)	-3.577 (-1.62)		-0.704 (-4.04)				-8.886 (-5.85)	0.946 (1.597)	〃
③     〃	3.274 (20.76)	-3.731 (-1.58)				-0.056 (-3.57)		-9.405 (-5.63)	0.942 (1.491)	〃
④     〃	3.286 (20.78)	-4.261 (-1.88)					-0.089 (-3.56)	-9.221 (-5.60)	0.942 (1.478)	〃
⑤     〃	3.032 (15.07)	-9.910 (-4.97)	-0.088 (-1.99)					-2.146 (-0.81)	0.928 (1.626)	〃
⑥     〃	3.019 (16.30)	-4.406 (-2.00)	-0.074 (-1.92)	-0.658 (-3.53)				-5.283 (-2.22)	0.945 (1.715)	〃

(注) 1. RLC: コール・レート (出し手、月越物、無条件物の残高、日数加重平均)

RNDIS: 公定歩合 (商手割引歩合、日数加重平均)

$\frac{RESBO}{RRESBO}$ : 月末日までの準備預金の積み進捗率

$\frac{CDA}{LBT}$ :  $\frac{\text{現 預 金}}{\text{金融機関借入金}}$  (法人企業統計全産業、季節調整済み) ( $\omega_1=0.4$   $\omega_2=0.3$   $\omega_3=0.2$   $\omega_4=0.1$ )

LN: 本行信用残高 (準備預金、オペ累計額調整、季節調整済み)

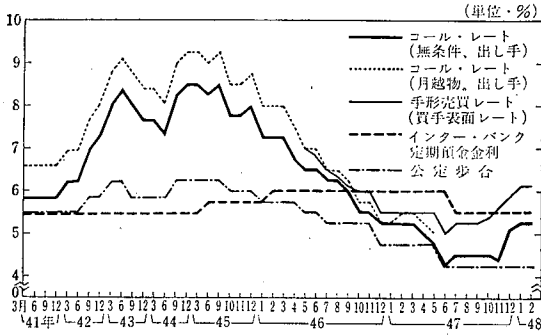
ZBI: 都市銀行外部負債残高 (準備預金、オペ累計額、インター・バンク定期預金調整、季節調整済み)

DBO: 全国銀行実質預金残高

2. カッコ内は t 値。

(図Ⅲ—1—6)

## 短期金融市場金利の動き



用金庫など出し手金融機関の資金ポジションが引締め解除前から好転し、コール・ローンの供給が増えてきたところへ、取り手である都市銀行の資金ポジションが46年7～9月期を中心に著しく好転し、コール・マネーの需要が減退したことも、この時期以降のコール・レートの下げ足を速めたとみられる。この間、公定歩合が相次いで引き下げられ、また日本銀行の一般貸出が年末に向かって解消していったが、このような動きも、コール・レート低下を促進した。こうしたコール・レートに対する諸要因の影響は、回帰分析の手法によっても確認することができる(表Ⅲ—1—3)。

## (貸出態度積極化の動機)

このような金融情勢を迎え、また引き続き金融緩和政策の下で金融機関の貸出態度は、この時期以降著しく積極化することとなった。

貸出積極化の第1の動機は、既にみた資金需要の本格的停滞と日本経済の不況長期化見通しに基づく先行きの資産運用難懸念である。このような懸念は、金融機関のシェア維持の意識とも結び付き、激しい貸出競争を展開させる動機として働いたようである。

第2の動機は、金融機関段階のいわば流動性上昇ないし資金ポジションの好転である。これを背

景として、少しでも収益の高い運用対象を求める動きが始まり、その一つが貸出態度の積極化に現われたといえよう。

第3の動機は、金利水準とくに貸出金利の低下が貸出の採算に及ぼした影響である。金融機関の経常純益に対する金利体系の変化の影響をみると、今次金融緩和の過程では、既述のように貸出金利が大きく低下したので、47年7月以降預金金利が引き下げられたにもかかわらず、預貸金利の利ざやはやは縮小した。その限りでは、預貸金利の相互関係の変化は経常純益を減少させる効果をもった。この傾向は、業態別には地方銀行、相互銀行などでとくに顕著であり、時期的には貸出金利の下げ足が速まった46年度下期と47年度上期に大きく現われた。ただこの間の大きな例外は45年度下期と46年度上期の都市銀行である。都市銀行の場合は外部負債をもっているため、コール・レートや公定歩合が貸出金利を上回る幅で低下したことが響き、45年度下期と46年度上期には金利体系の変化が経常純益を増加させる効果をもった(表Ⅲ—1—4)。

金融緩和期における金利の相互関係の変化は、このように概して利ざやの縮小を通じて経常純益を減少させる効果をもったが、このことは、金融機関が預金を通じて集めた資金を資産に運用するに際し、貸出の実質的採算が必ずしも不利になったことを意味するわけではない。金融機関は利ざやがプラスである限り業容拡大の要求もあって純預金の吸収に努力するし、今次緩和期にもこの事態に変化はなかった。しかも、こうして集めた資金を貸出に運用する場合と、コール・ローン放出(ないしコール・マネー返済)、手形買入れ(ないし手形売却抑制)など第2線準備資産に当てる場合

(表Ⅲ-1-4)

## 業 態 別 経 常 純 益 増 減 要 因

(単位・億円、△印は前期比減益要因)

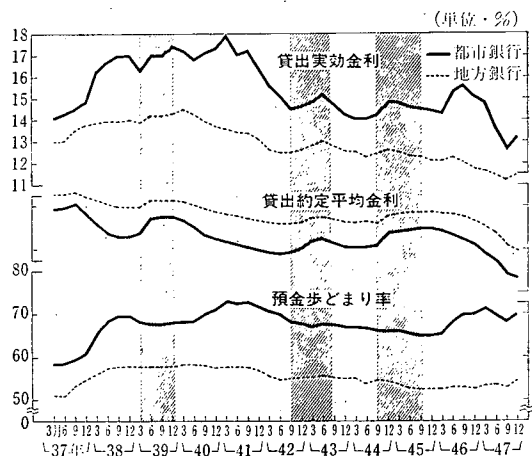
	都 市 銀 行			地 方 銀 行			信 託 銀 行			長 期 信 用 銀 行			相 互 銀 行		
	44/下期	45/下期	46/下期	44/下期	45/下期	46/下期	44/下期	45/下期	46/下期	44/下期	45/下期	46/下期	44/下期	45/下期	46/下期
	45/上	46/上	47/上	45/上	46/上	47/上	45/上	46/上	47/上	45/上	46/上	47/上	45/上	46/上	47/上
資金量増加による収益増減	214	716	1,337	388	473	554	108	159	197	67	93	160	190	215	270
貸 出	1,010	1,454	2,407	679	772	918	328	474	667	258	404	546	335	348	514
有 価 証 券	105	190	490	84	97	248	31	24	65	18	32	106	30	44	82
コール・ローン	—	11	4	17	78△	43	16	7	2	7△	5	11	8	31△	41
預金・債券・元本	△ 582△	888△	1,734△	386△	469△	662△	267△	343△	538△	210△	339△	511△	181△	207△	287
借入金・コール・マネー	△ 320△	50	171△	6△	5△	6	1△	2	1△	6	1	7△	2△	1△	5
金利変動による収益増減	235	66△	920	119△	151△	337	26	10△	170△	27	45	37	17△	59△	108
貸 出	373△	262△	869	98△	54△	331	26	41△	175	13△	20△	14	13△	16△	107
有 価 証 券	9	36△	147	28	3△	19	8△	5△	21	1	—△	15	8	1△	4
コール・ローン	—	—△	2	13△	56△	38	1△	12△	17	1△	4△	6	8△	30△	18
預金・債券・元本	△ 29	17△	131△	17△	48	47△	9△	21	41△	41	69	70△	11△	16	17
借入金・コール・マネー	△ 118	278	230△	3	4	5△	1	3	2△	1	—	2△	1	2	2
外国為替関係収益増減	331	122	45	—	1	2△	2	7	4	8	6	9	—	—	—
経 費 の 増 減	△ 287△	408△	471△	174△	239△	289△	53△	68△	98△	32△	13△	13△	106△	125△	140
人 件 費	△ 165△	208△	308△	119△	157△	191△	31△	35△	47△	5△	11△	13△	70△	80△	91
物 件 費	△ 117△	159△	165△	49△	73△	90△	20△	30△	47△	24	2	—△	33△	42△	42
貸倒引当金純繰入増減	△ 60△	143△	117△	27△	51△	10△	12△	38	16△	14△	55	13△	10△	14△	39
その他収益増減	46	71	68	17	33	56	20	30	59△	3△	3	13	10	15	18
経常純益増減	480	424△	58	323	66△	29	91	100	8△	1	69	219	101	32	1

とに分けて、採算上の優劣を比較してみると、金融緩和期における金利の相互関係の変化は、貸出の採算に有利に働いたとみられる。

いまこの点を端的に現わすために、コール・ローンを1単位回収し(ないしコール・マネーを1単位取入れ)、それによって貸出を行った場合の限界採算を試算してみよう。コール・レートと比較すべき貸出の金利は、貸出実効金利(貸出金利収入額から派生預金に対する預金金利支払額を差し引き、預金から引き出された資金額で除した率)である。図Ⅲ-1-7に示したように、貸出約定平均金利は、46年中頃から下げ足を速めてい

(図Ⅲ-1-7)

## 都銀、地銀の貸出実効金利とその変動要因



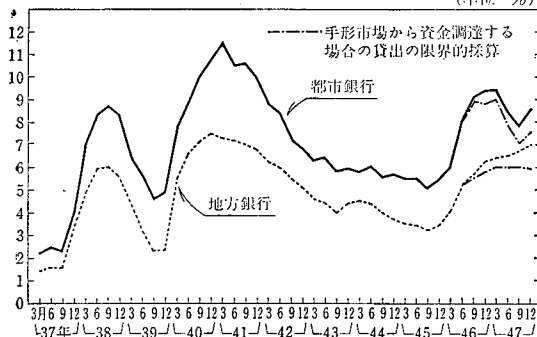


ったが、同時に企業金融は著しく緩和しその手元流動性が高まってきたので(前掲図Ⅲ-1-1)、貸し出した資金の多くが預金に直接、間接歩どまりようになり、貸出実効金利は、表面の約定金利ほどには低下せず、都市銀行では46年後半から47年前半にかけて一時高まりさえした。一方、これに対しコール・レートは前述のように急速に低下していったので、コール・ローンを取り入れて貸出を増加させたり、コール・マネーを取り入れて貸出を伸長させた場合の利ざやは、この時期以降大きく拡大した(図Ⅲ-1-8)。

(図Ⅲ-1-8)

## 都銀、地銀の貸出の限界的採算

(単位: %)



- (注) 1. 都銀、地銀貸出実効金利——コール・レート(各種条件物加重平均レート、都銀は取り手レート、地銀は出し手レート)。  
2. 貸出の限界的採算は以下の要領により算出。  
貸出(LB)を実行する時の預金歩どまり率を $\delta$ 、預金準備率を $\rho$ 、資金不足額をZBとする。

$$ZB = LB(1 + \rho\delta - \delta) \quad \dots\dots\dots (1)$$

この時の収支均衡条件は、貸出表面金利をRLB、平均預金金利をRDB、資金不足補てんコストをRZB、とすると、  
 $RZB \cdot ZB = RLB \cdot LB - RDB \cdot \delta LB \quad \dots\dots\dots (2)$

(2)式に(1)式を代入して整理すると、

$$RZB = \frac{RLB - \delta RDB}{1 + \rho\delta - \delta} \text{を得る。}$$

いま、これを貸出の実効金利と定義し、現実のマネー・マーケット金利をRLCとすると貸出の限界的採算は、

$$RZB - RLC = \frac{RLB - \delta RDB}{1 + \rho\delta - \delta} - RLC$$

となる。ただし、この場合貸出実行に伴う諸コスト(経費、貸倒れの危険等)は考慮に入っていない。

3. 貸出の限界的採算の算出にあたっては次の計数を使用。

RLB …………… 貸出約定平均金利

RDB …………… 一般法人預金の預金種類別ウェイトによる加重金利

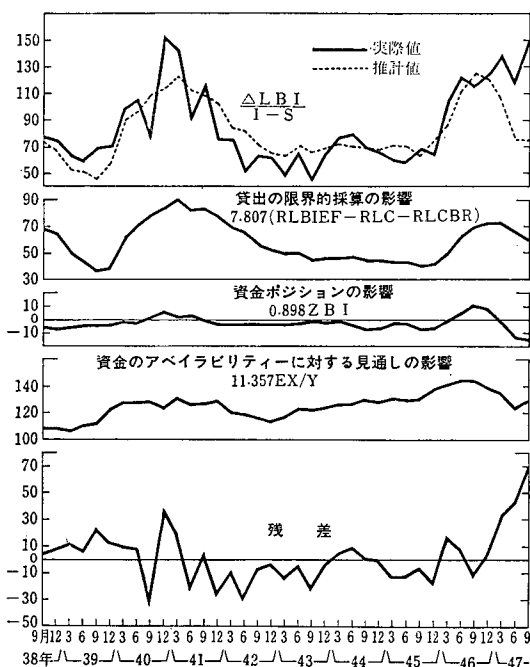
$\delta$  …………… 一般法人預金/一般法人向け貸出

$\rho$  …………… 定期性・その他預金別のウェイトにより加重平均して算出

以上のような貸出積極化の動機のうち、第2の流動性の影響と第3の金利低下の影響については、回帰分析の手法によってもある程度確認することができる。すなわち図Ⅲ-1-9と図Ⅲ-1-10は、都市銀行と地方銀行の貸出に関する計測式の1例であるが、46年後半以降の貸出著伸は資金ポジションの好転と貸出の採算関係の影響によ

(図Ⅲ-1-9)

## 都市銀行貸出の変動要因別分解



(注) 回帰式の計測結果は次のとおり。

(計測期間38/Ⅲ～47/Ⅲ)

$$\frac{\Delta LB}{I-S} = -98.831 + 7.807(RLBIEF - RLC - RLCBLR) \quad (4.16)$$

$$-0.898ZBI + 11.357 \frac{EX}{Y} \quad (-1.00) \quad (2.72)$$

$$R^2 = 0.617 \quad \text{ダービン・ワトソン比} = 1.795$$

[記号の説明]

ΔLB: 都銀貸出平均残高の期中増加額(季節調整済み)

I-S: 法人企業部門の期中資金不足額(資金循環勘定、季節調整済み)

RLBIEF: 都市銀行貸出実効金利(季節調整済み)

RLC-RLCBLR: コール・レート(各種条件物、日数による加重平均値、取り手レート)

ZBI: 都市銀行資金ポジション(日銀オペ、準備預金、インター・バンク定期預金調整後、季節調整済み)期中平均残高の前期比伸び率。

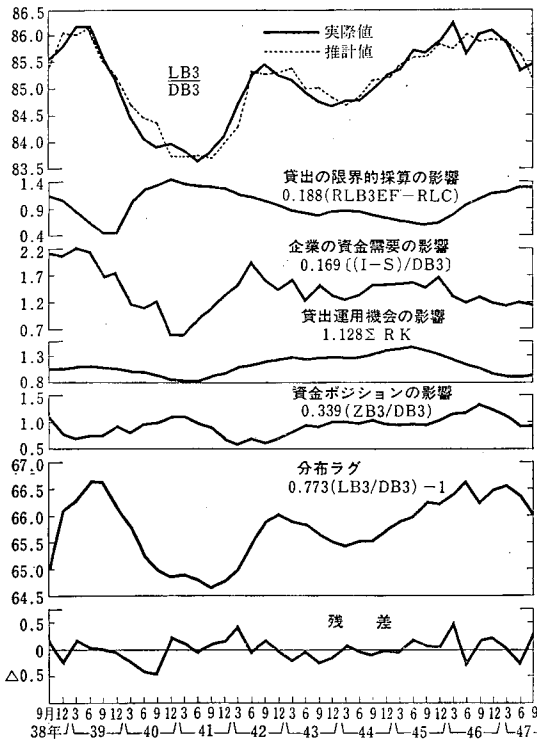
$\frac{EX}{Y}$ : 輸出比率(国民所得統計、季節調整後)

カッコ内はt値。

ってかなりよく説明できる。ただ都市銀行については、47年に入ってから、これらの諸要因では説明しきれない貸出伸長がみられるが、これは、前述した資金運用難懸念と絡んだ競争意識の高まりなど回帰式には取り入れられていない要因と関連して理解することができよう。なお後述のよう

(図Ⅲ-1-10)

地方銀行貸出の変動要因分解



(注) 回帰式の計測結果は次のとおり。

$$\begin{aligned} \frac{LB3}{DB3} = & -14.927 + 0.188(RLB3EF - RLC) + 1.128 \sum \omega_t RK - t \\ & + 0.169 \frac{I-S}{DB3} + 0.339 \left( \frac{ZB3}{DB3} \right)_{-1} + 0.773 \left( \frac{LB3}{DB3} \right)_{-1} \\ & R^2 = 0.917 \quad \text{ダービン・ワトソン比} = 2.078 \end{aligned}$$

【記号の説明】

LB3：地方銀行貸出期中平均残高(季節調整済み)

DB3： " 実質預金 " ( " )

RLB3EF： " 貸出実効金利 ( " )

RLC：コール・レート(各種条件、日数による期中加重平均値)

RK：企業総資産収益率(法人企業統計、全産業、季節調整済み)

I-S：法人企業部門の期中資金不足額(資金循環勘定、季節調整済み)

ZB3：地方銀行ネット余資平均残高(季節調整済み)

分布ラグのウェイト( $\omega_0=0.4, \omega_1=0.3, \omega_2=0.2, \omega_3=0.1$ )  
カッコ内はt値。

に、個人向け貸出が大幅に増加した動機も、この回帰式には取り入れられていない。

#### (貸出内容の変化)

以上のようないくつかの動機が絡み合って、金融機関の貸出態度は46年7～9月期以降著しく積極化し、市中金融の本格的な緩和が進んだが、その過程で貸出内容にも大きな変化が生じた。

都市銀行は前述した大企業製造業の需資沈滞を眺め、中小・中堅企業向け貸出と、事業者ローン・住宅ローンなど個人向け貸出を中心に融資の条件を緩和し、積極的な拡大を図った。一方地方銀行、相互銀行、信用金庫なども、貸出先細りの懸念や都市銀行などに対する融資基盤防衛の配慮もあって、中小企業向けを中心に融資積極化の方針を強めた。

その結果、46年7～9月期以降の貸出内容をみると、それまで著伸を示した大企業向けの伸びが著しく鈍化し、かわって中小企業向け貸出と個人向け貸出が様変わり伸長を示した(前掲表Ⅲ-1-1)。すなわち、大企業については、非製造業向けが金融緩和直後と同程度の着実な伸びを続けたが、製造業向けは前年水準を下回る増加に落ち込んだことがとくに目立った。一方、中小企業については、製造業向けも前年を上回る貸出増加をみせ始めたが、しかし何といても、この時期の貸出増加の中心は非製造業向けであり、前年の2倍近い増加額を示した。

非製造業のうち、とくに貸出増加が目立った業種は、建設、卸小売、不動産、運輸通信サービスの各業種であり、これに個人向け貸出を加えると、46年10月から47年9月に至る貸出増加額(全国銀行、相互銀行、信用金庫の合計)の実に72%に達した。

このような貸出内容の変化は、次章で検討するように、47年初から始まった今回の景気回復が公共投資、住宅投資、消費に主導された面が大きかったため、これらに関連した業種の多い非製造業や中小企業製造業の資金需要や個人向け貸出が比較的「開拓」されやすかったためであろう。

資金使途別にみると、この時期には中小企業向け設備資金が著伸しているが(前掲表Ⅲ-1-1)、これも47年初から始まった中小企業非製造業の設備投資回復と表裏を成す動きであった。

また個人向け貸出の内訳をみると、住宅ローンが急増しているが、これも47年に入ってからの間住宅建設の回復と表裏を成す動きであり、反面、消費者ローンは耐久消費財の普及一巡や割賦業者の資金繰り緩和を映じて伸び悩んだ。

最後に業態別の動向をみると、46年中頃まで大幅な伸長を示した都市銀行、長期信用銀行および信託銀行の貸出は、大企業製造業の需資停滞からさすがに鈍化し、かわって相互銀行、信用金庫の貸出増加額は中小企業向けの伸長から47年にかけて前年比5割前後の伸びに達した(前掲表Ⅲ-1-1および表Ⅲ-1-5)。

なおこの間の有価証券、実質預金など貸出以外の主要勘定の動向をみると(表Ⅲ-1-5)、地方銀行、相互銀行、信用金庫では、貸出が落ち着いていた46年中に有価証券の保有が大幅に増加したが、47年に入って貸出が著伸すると、有価証券の増加は抑えられた。一方都市銀行でも、有価証券投資の増加率は47年に低下したが、これは後述のような株式購入の自粛、電力債等の事業債の起債

(表Ⅲ-1-5)

## 金融機関業態別主要勘定増加状況

(単位・億円、カッコ内は前年比増減(一)率・%)

	実 質 預 金			貸 出			有 価 証 券		
	45年中	46年中	47年中	45年中	46年中	47年中	45年中	46年中	47年中
全 国 銀 行	71,281 (14.2)	136,782 (91.9)	166,923 (22.0)	65,375 (19.8)	107,634 (64.6)	141,770 (31.7)	8,184 (7.1)	20,898 (155.4)	36,390 (74.1)
都 市 銀 行	26,380 (7.3)	68,698 (160.4)	72,574 (5.6)	29,427 (17.4)	51,047 (73.5)	67,654 (32.5)	3,404 (49.1)	8,939 (162.6)	13,736 (53.7)
地 方 銀 行	20,861 (13.4)	28,742 (37.8)	41,414 (44.1)	18,842 (18.6)	24,972 (32.5)	37,526 (50.3)	1,544 (-29.0)	4,794 (210.5)	6,720 (40.2)
長期信用銀行	7,143 (15.2)	13,875 (94.2)	18,488 (33.2)	6,788 (20.2)	13,093 (92.9)	14,712 (12.4)	715 (7.5)	1,673 (134.0)	4,234 (153.1)
信 託 銀 行	16,895 (27.6)	25,466 (50.7)	34,445 (35.3)	10,316 (29.4)	18,520 (79.5)	21,876 (18.1)	2,519 (0.2)	5,490 (117.9)	11,698 (113.1)
相 互 銀 行	9,362 (9.9)	12,012 (28.3)	18,955 (57.8)	8,116 (9.9)	10,444 (28.7)	17,193 (64.6)	787 (-)	1,936 (146.0)	2,054 (6.1)
信 用 金 庫	13,157 (12.9)	15,972 (21.4)	23,532 (47.3)	11,550 (13.0)	11,650 (0.9)	21,258 (82.5)	752 (-19.2)	2,273 (202.3)	1,782 (-21.6)
以 上 合 計	93,801 (13.5)	164,767 (75.7)	209,411 (27.1)	85,042 (17.8)	129,729 (52.5)	180,222 (38.9)	9,724 (3.9)	25,108 (158.2)	40,226 (60.2)

- (注) 1. 長期信用銀行、信託銀行の実質預金欄にはそれぞれ債券、信託元本を含む。  
 2. 信託銀行は、信託銀行の銀行勘定と全国銀行の信託勘定を合算したもの。  
 3. 相互銀行の実質預金欄は実質資金量。

減少も響いているとみられる。これに対し長期信用銀行では、47年に入って大企業製造業向け設備資金貸出の停滞を主因に貸出の伸びが鈍化したこともあって、有価証券の増加率は46年並みの増勢を持続した。

他方実質預金の動向をみると、都市銀行、長期信用銀行(金融債発行を含む)、信託銀行(信託元本を含む)の伸びは47年には鈍化したのに対し、地方銀行、相互銀行、信用金庫の伸びは逆に高まった。これは、上記の貸出動向を映じた債務者預金の動きによるほか、後(Ⅲ—3—(1)、Ⅳ—1—(3))でみるように、大企業の土地・株式の購入を通じ、個人(個人業主を含む)に資金が流れたため、都市銀行などの法人預金から地方銀行などの個人預金へ資金がシフトしたことも響いているとみられる。

#### (貸出額の著増)

以上、金融機関の融資態度を中心に検討してきたが、ここで上述の融資態度を背景として実現した貸出額の実績をみておこう。

引締め政策が解除された直後の45年10～12月期には、各業態とも一挙に融資態度を積極化するには至らなかったのが、全国銀行、相互銀行、信用金庫を合計した貸出増加額は、前年同期比+21.2%と引締め期間中(44年10月～45年9月+20.2%)と大差のない伸びにとどまった。しかし46年になると、金融緩和を背景に融資態度は漸次積極化し、とくに都市銀行、長期信用銀行および信託銀行の大企業製造業向け貸出が著伸したことから、全国銀行、相互銀行、信用金庫の貸出増加額合計は、前年同期に比べ、46年1～3月期+49.2%、4～6月期+54.9%と高まっていった。その結果、45年10月から46年6月までの通算でみる

と、貸出増加額は前年比+38.4%という大幅な伸びを記録した(前掲表Ⅲ—1—1)。

次いで46年7～9月期に入ると、上述のように大企業製造業の資金需要沈静と巨額の海外短資流入から市中金融は大きな転機を迎えたが、全体としてみた貸出の増勢はその後も鈍化せず、前記と同様のペースでみた貸出増加額の対前年同期比は46年7～9月期+53.4%、10～12月期+51.1%と著増を続けた。これは既にみたように中小企業向けおよび個人向けの貸出がこの時期から大きく伸び始めたためであり、業態別には相互銀行、信用金庫の貸出増勢が急速に高まった。この傾向は大勢として47年上期まで続いたが、仔細にみると47年に入って都市銀行、長期信用銀行および信託銀行では大企業製造業の需資沈滞から貸出の増勢が鈍化してきたため、全体としてみた貸出増加額の対前年同期比も、さすがに47年1～3月期は+30.3%、4～6月期は+17.0%と鈍化した。この結果、46年7月から47年6月までの1年間の貸出増加額は前年比+38.5%と引締め解除後46年4～6月期までの伸び率(+38.4%)とほぼ同程度であった(前掲表Ⅲ—1—1)。

47年下期に入ると、後述のように資金ポジションが悪化し始めたこともあり、従来の積極的な融資態度を再検討する動きもぼつぼつ見られるようになったが、他方資金需要面では中小企業製造業や個人からの要資が嵩んできたこともあり、全体としてみると貸出増加額の前年比は+48.1%とやや高まりをみせた(前掲表Ⅲ—1—1)。もっとも、これには12月末休日の関係も響いているので、実勢としては、引き続き40%程度の増勢が続いたものとみられる。

### (貸出態度の若干の変化)

以上検討したように、引締め政策が解除されたのち47年末までの2年3ヵ月間は、貸出の内容や業態別内訳に変化はあったものの、全国銀行、相互銀行および信用金庫を合計した貸出増加額は、ほぼ一貫して年率40%程度の著増を続け、残高の増加率も年率24.7%の著伸を示した。しかしこの間に金融機関の貸出態度は47年後半に至り、ようやく微妙な変化を示し始めた。これは、次章で述べるように、47年夏以降、景気上昇が本格化するにつれ、中小・中堅企業を中心にかなり腰の強い増加運転資金需要が台頭し、またこれらの設備資金需要が持続したことによるものである。

また景気上昇の本格化につれ、金融機関からの現金流出と租税を中心とする財政資金の引上げがかさみ始めたが、これは、1年余にわたる貸出積極化の資金面に対するはね返りが、この頃になって現われてきたものといえる。その結果、都市銀行の外部負債は急速に増加し始め、また地方銀行、相互銀行、信用金庫の余資も低下し(前掲図Ⅲ-1-5)、一部には負債超過に転ずる向きも出てきた。

一方日本銀行も、前章でみたように、貸出競争の行き過ぎを抑えるため、都市銀行に対し節度ある融資態度を要請し、窓口指導を漸次強化して計画を大幅に上回る貸出に注意を喚起するなどの措置を講じた。

この結果、都市銀行は次第に融資方針の再検討を始めたが、末端営業店の積極的融資姿勢にはいわず弾みがついていたため、これが貸出計数に反映されるまでにはなお若干の時間を要した。

このほか、地方銀行の中にも、前述した資金ポジションの悪化から一部に融資方針再検討の気運

が台頭し、預金歩どまりの向上や付利方針の厳格化など貸出条件の改善を契機に、量的抑制を図る動きもみられ始めたが、相互銀行、信用金庫などを加えた全体の動きとしてみると、依然高水準の貸出が続いた。

資金ポジションの悪化傾向は、短期金融市場の需給にも響き始めた。すなわち、コール・レートや手形売買レートは年末の季節的繁忙期に向かって小幅上昇に転じ、年明け後は金融政策の転換も加わって、一高一低のうちにもジリ高傾向をたどり始めた(前掲図Ⅲ-1-6)。

## 2. 長・短金融市場の動向

### (1) 短期金融市場の変化

今次金融緩和期には、短期金融市場において前述のように大幅な金利低下が生じたが、同時に市場における取引形態にも大きな変化がみられた。

わが国においては、これまで翌日物、無条件物、月越物などコール資金の貸借市場(コール市場)がほとんど唯一の短期金融市場であり、したがって余資を有する金融機関の第2線支払準備は主としてコール・ローンから成っていた。いうまでもなく金融市場の発達した欧米諸国では、コール市場のほか、政府短期証券や手形の売買市場(割引市場)、あるいは期近債の売買市場が存在し、これらの市場が全体として短期金融市場を構成している。したがって、これらの国の金融機関の第2線支払準備は、コール・ローンのみならず、割引市場や債券売買市場で容易に換金しうる手形、政府短期証券、期近債などから成っている。

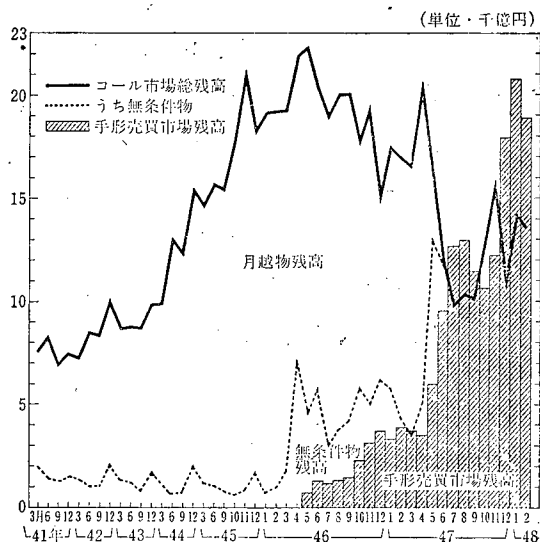
昭和46年に入ると、わが国でも2〜3ヵ月の貸借市場として手形売買市場を創設しようという気運が市場関係者の間に盛り上がった。その結果5

月下旬から、需給が季節的に引き締まる6～8月頃までの余資運用の場として手形売買市場が発足をみることとなった。当初手形売買レートは、月越物コール・ローンの出し手レートの0.25%高を中心とし、上下0.25%程度の幅のなかで建値が決まることを目安として発足した。これらの建値は短資会社が市場の実勢に従い自主的に決め、短資会社の売と買のレートの差は0.125%とされた。売買の対象となる手形は、優良商業手形、優良工業手形、貿易手形、優良単名手形、およびこれらの手形を見返りとして資金不足金融機関が振り出した為替手形となっている。また手形の期日は市場で割り引かれる月の翌々月以降のもので、かつ割引期間は2ヵ月以上3ヵ月までとされた。

昭和47年に入り、金融緩和が一段と進むにつれ、コール・レートの先安感やコール市場の需給緩和見越しから割高かつ比較的長期である月越物コール・ローンに対する需要が減退し、出合い残高も急減してくると、この機に、コール市場を翌日物と無条件物を中心とする1ヵ月以内の短期貸借市場に純化しようという気運が市場関係者の間に高まってきた。その結果コール市場における月越物の取引は6月1日以降廃止されたが、これに伴いこれまでコール・ローンの担保となっていた売買適格手形は手形売買市場に向けられ、手形売買市場の規模は、図Ⅲ-2-1に示すように着実に拡大した。そして47年夏ごろには手形売買市場の規模はコール市場のそれとほぼ匹敵するほどになった。これによってわが国の短期金融市場はコール市場と手形売買市場によって構成されることとなり、金融機関の第2線準備資産も、極めて流動性の高いごく短期の支払準備であるコール・ローンと、2～3ヵ月の短期運用である買入手形とに分

(図Ⅲ-2-1)

## コール、手形売買市場残高の動き



かれ、その性格および金利体系が明確化した。同時に、このような市場の変化に伴い、短期金融市場における日本銀行の金融調節も、手形売買オペレーションを加え、多様化することになった。

もっとも、手形市場が発足した直後の46年6～8月には国際通貨危機に伴う巨額の短資流入により、金融市場は予期に反して資金余剰となったため、手形市場における日本銀行の買オペレーションは行われなかった。日本銀行は、逆に余剰資金を吸収する必要にせまられ、8月以降売出手形制度を実施した。これは、日本銀行自身を支払人とする期間3ヵ月以内の為替手形を、市場レートを勘案して定められたレートで短資業者に売却し、コール市場から資金を吸収するものであり、売り出された手形は短資業者がコール・ローンを受け入れる際の担保に用いられた。また46年10～12月の季節的資金余剰期には、余資が高水準に達した農林中金、全信連に対して、日本銀行は直接手形を売却した。

その後47年5月の売出手形操作に際しては、短資業者を通じ、コール市場ではなく、手形売買市場に手形を売り出すこととし、レートもコール・レートではなく手形売買レートを勘案して定められた。これに伴い、短資業者は購入した売出手形をコール・ローンの担保に用いるのではなく、手形売買市場の買手に転売した。

さらに47年6～8月に至り、季節的な資金不足が表面化した際に、日本銀行は手形売買市場に流通する手形を対象として、短資業者を通じ、初めての買オペレーションを実施した。

この手形売買市場における売出手形と手形買オペレーションによって、短期金融市場に対する日本銀行の操作はいっそう弾力化しうることとなった。

## (2) 資本市場に対する緩和の影響

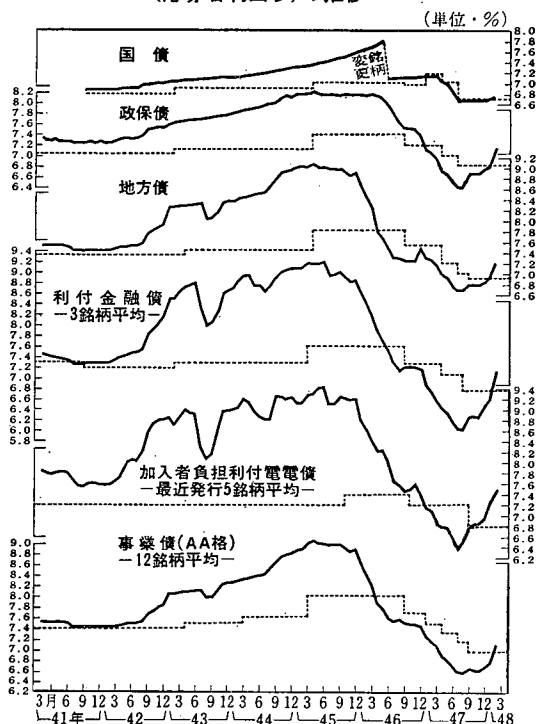
### (債券利回りの低下と発行条件の引下げ)

今回金融緩和の過程においては、資本市場にいくつもの顕著な動きがみられた。まず債券流通市場では、市場利回りが低下し、これに伴って債券の発行条件が累次にわたり改訂されたことである。

45年10月に公定歩合が引き下げられた後、しばらくは債券市場の利回りに大きな変化はみられなかったが、市中金融の逼迫感が急速に解消し始めた46年1～3月期から市場利回りもようやく下げ足に転じた。46年中頃になると、債券市場利回りはほとんどの銘柄で応募者利回りを下回るに至ったが、この頃から市中金融の本格的な緩和が進み始めたため、その下げ足は一段と加速された。こうした既発行債券の市場利回りの低下に伴い、新規発行債券の発行条件は5次にわたって弾力的に改訂された(46年9月、47年1、4、7、9の各月)。また、債券の期間についても10年のものが出現

(図Ⅲ-2-2)

### 既発行債利回りと発行条件 (応募者利回り)の推移



し、事業債(一般社債および転換社債)の発行格付<sup>(注)</sup>基準も弾力化された。しかし、このような相次ぐ発行条件の下方改訂にもかかわらず、47年末まで市場利回りは応募者利回りを下回り続けた(図Ⅲ-2-2)。

(注) 詳細は「わが国資本市場に対する金融緩和と国際化の影響」(日本銀行調査局『調査月報』48年1月)参照。

債券市場利回りの大幅な低落は、前述した市中金融の緩和を映じ、債券の需給が大きく変化したことによるものである。すなわち、債券の売り手である都市銀行は、46年7～9月期を中心に資金ポジションが大きく好転したため(前掲図Ⅲ-1-5)、その売却を細めたほか、後述のように事業債の起債は、銀行貸出の積極化を背景とする企業

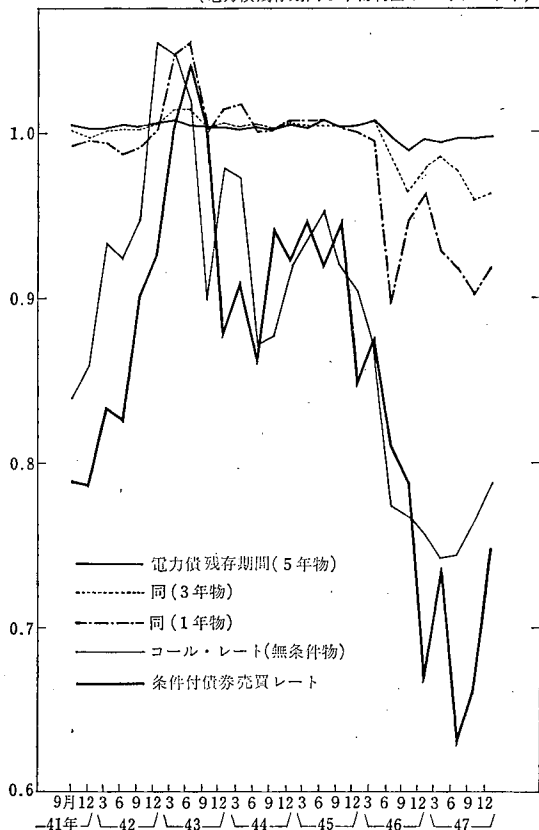
金融の緩和や設備資金需要の沈静を映じて減少していった。一方、相互銀行、信用金庫、農林系統金融機関などは、余資の上昇とコール・レートの低下から債券の買意欲を強めたほか、官庁共済、投資信託などの買需要も旺盛であった。また企業も、金融機関の貸出態度積極化や輸出前受金の流入などで高まった手元流動性の一部を債券買入れに振り向けた。さらに海外金利の低下、対日スワップ・マージンの拡大等から欧米機関投資家の大口債券投資も活発化し、また円切上げ不安、ないし再切上げ不安から外国海運会社等の対日債券ヘッジ買いも盛行をみた。このような需給動向を映じ、46年後半から47年前半にかけて、既発債は玉不足の傾向を強めた。このように債券市場利回りは急速に低下したが、そのなかで残存期間の長いものほど利回りは高く、短いものほど低いという、市場利回り相互間の較差は漸次拡大していった(図Ⅲ-2-3)。

債券市場の需給によりやく変化の兆しが現われたのは、47年秋頃からである。既にみたように、この頃には金融機関の資金ポジションは軒並み悪化し、短期金融市場の金利が反騰に転じたため、債券流通市場においても金利先高感が台頭し、買手筋が購入を手控えたことがその基本的原因である。また資金需要台頭を眺めて貸出態度を積極化した長期信用銀行の金融債発行が増えてきたことも、そうした傾向を強めた。この傾向は、年末頃から銀行等の一部に換金売りが現われ、他方先行きの金融引締め懸念から選別買いの傾向が強まったためにさらに進み、年明け後は金融政策の転換もあって、国債の一部銘柄を除き、既発債市場利回りは再び新発債応募者利回りを上回るに至った。

(図Ⅲ-2-3)

### 長短金利体系の推移

(電力債残存期間6年物利回りに対する水準)



なお、今回金融緩和の過程においては、やや特異な形ではあったが、欧米の期近債売りに似た取引が、条件付債券売買という形でかなり大規模に行われた。すなわち、条件付売買高は昭和46年中4兆6,136億円(前年比+63.5%)、47年中7兆1,753億円(同+55.5%)と急増し、47年末現在の売買残高は7,853億円と前年同月比35.8%増、前々年同月比77.3%増の水準に達した。このように取引が活発化したのは、基本的には手元流動性の上昇した企業が活発に買い向かい、これに対し信用金庫、農林系統金融機関が売り応じたためであった。

### (株式市況の過熱)

次に株式市場では、市況がこれまでに例をみな



いほどの高騰を示した。

45年10月、金融引締めが解除された頃は、企業業績の悪化懸念、製造業設備投資の鈍化見通しなど先行きについての不安感が台頭したことから、株式市場は無気力な閑散商状のうちに推移し、旧ダウ平均(東証1部、以下同じ)で2,000円の大台を割ったまま大納会となった。46年に入ると、相次ぐ公定歩合の引下げと財政支出の繰上げ措置などを好感して、相場はようやく上げ歩調に転じ、8月14日には旧ダウ平均で2,740円まで戻したが、翌15日のいわゆる米国の新経済政策の発表を契機に先行き不安感が高まり、大暴落を記録した。その後年末までは一高一低をくり返しながらも10月頃を底に緩やかな回復局面に入ったが、12月に多角的通貨調整の決着をみると、株価は年末に向かって10日間の連騰を記録した。さらに47年に入ると、相場は年間を通じほぼ一貫した騰勢を続け、ついにいわば過熱の様相を呈するに至った。47年中の年間上昇率は旧ダウ平均で91.9%に達し、出来高(全国8市場)も年間1,355億株と前年比66.5%

増となった(図Ⅲ-2-4)。

こうした株式市況の活況化は、前述した46年後半以降の市中金融の大幅緩和を背景とするものであったことは否めないが、47年秋口以降の株価高騰については、景気上昇の本格化に伴う企業業績の回復を映じ、いわゆる業績相場の色彩も加わった。

この間、株式市場における大手の購入先は法人企業と金融機関であった。法人企業の株式購入の動きは、金融機関の貸出積極化や短資流入による手元流動性の上昇を背景に、一貫して盛んであったが、これには金融緩和の影響のほか、株主安定化工作も絡んでいた。金融機関による株式購入は、当初融資先に対する取引基盤強化の狙いもあって都市銀行を中心に始まった。これに対して日本銀行は、47年4月以降、都市銀行に行き過ぎた株式購入の自粛を指導したため、その動きは漸次弱まっていった。

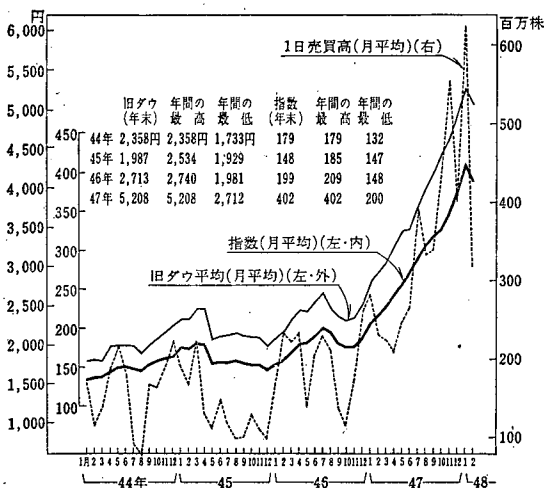
#### (発行市場の変化)

次に発行市場の動向をみると、企業の起債による資金調達額(事業債純増額)は、46年中かなりの高水準となったが、47年に入ると急減し、代わって時価転換社債の発行が47年7～9月期以降急増してきた。46年中の高水準の起債は大企業製造業の設備資金需要が尾をひいたためであるが、それが一巡し鉄鋼などの大型債の起債意欲が減退するにつれ、47年の起債は著しく減少した。この傾向は、金融機関の貸出積極化により、企業の手元流動性が高まったことによって促進された。そうしたなかであって、ひとり時価転換社債の発行が増加したのは、株価の高騰により発行コストが低落したためである。

一方、企業の増資による資金調達額(1・2部

(Ⅲ図-2-4)

#### 株価関連指数の推移



合計、公募プレミアム分を含む)は、46年度には前年比18%の減少をみたが、47年度には一挙に倍増した。46年度の増資不振は企業業績の悪化懸念から株価が冴えなかったためであるが、47年度に入って一転急増に転じたのは、もっぱら株価高騰による面が大きい。とくに時価発行増資が盛行を極め、有償払込総額に占める時価発行プレミアム額のシェアは約6割と額面払込額を大きく上回るに至った(表Ⅲ-2-1)。

(注) 海外におけるプレミアム額と額面払込額のシェアをみると、西ドイツの場合は下記の通りプレミアム額のシェアは25~40%と現在の日本より低

い。英国でも50%を超えることはないようである。なお米国は無額面株なのでプレミアムの問題は生じない。

	資金調達総額④	額面相当額⑤	$\frac{④-⑤}{④}$
1965年中	3,959百万D.M	2,646百万D.M	33.2%
66	2,712	2,037	24.9
67	1,906	1,396	26.8
68	3,145	1,816	42.3
69	2,797	1,821	34.9

このように時価転換社債発行や時価発行増資が盛行をみた裏には、企業の調達コストの低下、企業や金融機関の証券投資意欲の積極化、および証券会社の引受幹事競争などを指摘することができ

(表Ⅲ-2-1)

### 増 資 起 債 状 況

(単位・億円)

	有償増資総資金調達額		事業債純増額		時価転換社債	合 計
		うち プレミアム額		うち 電力債		
45 年 度	6,613( 24.8)	1,063( 106.8)	2,949( 8.9)	1,445( 27.9)	1,145( 816.0)	10,707( 31.7)
	< 61.8 >	< 9.9 >	< 27.5 >	< 13.5 >	< 10.7 >	< 100.0 >
46 "	5,410(△ 18.2)	1,143( 7.5)	5,407( 83.4)	2,598( 79.8)	850(△ 25.8)	11,667( 9.0)
	< 46.4 >	< 9.8 >	< 46.3 >	< 22.3 >	< 7.3 >	< 100.0 >
47 "	12,982( 140.0)	8,078( 606.1)	2,334(△ 56.8)	2,644( 1.8)	2,880( 238.8)	18,196( 56.0)
	< 71.3 >	< 44.4 >	< 12.8 >	< 14.5 >	< 15.8 >	< 100.0 >
46 年度 上 期	3,190(△ 13.6)	504(△ 36.4)	2,929( 114.0)	1,260( 78.7)	645( 10.3)	6,764( 19.8)
	< 47.2 >	< 7.5 >	< 43.3 >	< 18.6 >	< 9.5 >	< 100.0 >
下 期	2,220(△ 24.0)	639( 135.8)	2,478( 56.8)	1,338( 80.8)	205(△ 63.4)	4,903(△ 3.1)
	< 45.3 >	< 13.0 >	< 50.5 >	< 27.3 >	< 4.2 >	< 100.0 >
47 年度 上 期	4,457( 39.7)	2,883( 472.0)	941(△ 67.9)	1,138(△ 9.7)	630(△ 2.3)	6,028(△ 10.9)
	< 73.9 >	< 47.8 >	< 15.6 >	< 18.9 >	< 10.5 >	< 100.0 >
下 期	8,525( 283.3)	5,321( 732.7)	1,393(△ 43.8)	1,506( 12.6)	2,250( 997.6)	12,168( 147.8)
	< 70.0 >	< 43.8 >	< 11.5 >	< 12.4 >	< 18.5 >	< 100.0 >
47 年 4~6 月	1,177( 4.1)	888( 385.2)	22(△ 98.2)	204(△ 60.7)	120(△ 61.3)	1,319(△ 51.0)
	< 89.2 >	< 67.3 >	< 1.7 >	< 15.5 >	< 9.1 >	< 100.0 >
7~9 "	3,280( 59.3)	1,995( 521.5)	919(△ 45.3)	934( 26.0)	510( 52.2)	4,709( 15.6)
	< 69.7 >	< 42.4 >	< 19.5 >	< 19.8 >	< 10.8 >	< 100.0 >
10~12 "	5,013( 344.8)	3,531( 993.2)	904(△ 45.5)	853( 10.3)	605( 255.9)	6,522( 120.7)
	< 76.9 >	< 54.1 >	< 13.9 >	< 13.1 >	< 9.3 >	< 100.0 >
48 年 1~3 月	3,511( 221.2)	1,663( 426.3)	489(△ 40.4)	653( 15.6)	1,645(4600.0)	5,645( 189.8)
	< 62.2 >	< 29.5 >	< 8.7 >	< 11.6 >	< 29.1 >	< 100.0 >

(注) 1. カッコ内は前年比増減(△)率(%)。

2. < >内は構成比(%)。

(注) また企業や金融機関の時価転換社債投資の意欲や時価発行親引けは、前述した一般の株式や既発行債券購入の場合とほぼ同じ動機から著しく強まった。さらに証券会社の引受け競争は、一般的な競争動機に加え、採算上のうま味が大きいことによっても促進された。

(注) 時価発行増資、時価転換社債発行のコストについては、「わが国資本市場に対する金融緩和と国際化の影響」(日本銀行調査局『調査月報』48年1月号)参照。

### (証券投資の国際化)

金融緩和の影響と並んで、わが国資本市場の国際化も大きな変化といえよう。

46年度の外人投資家の対内証券投資については、株式投資はニクソン声明による株価暴落から売却の動きもあったが、債券投資は海外金利の低下、対日スワップ・マージンの拡大などから活発化した。とくに欧米機関投資家の大口投資が活発化、加えて円切上げ不安台頭に伴う外国海運会社等の対日債券ヘッジ買いも盛行した。このため、証券投資全体としてのネット取得額は45年度を上回った。

47年度にはいってからは、債券投資は落ち着きみとなったが、株式投資は通貨調整による円の大幅切上げにもかかわらず外人投資家の積極的な投資態度が目立ち、47年4～9月期中の証券投資全体としてのネット取得額は569百万ドルと46年度(546百万ドル)を上回った。もっとも、47年10月にはこうした外人投資の盛行を眺め外貨資金の流入を抑制する見地に立って、外国投資家の対日証券投資についての規制措置が強められたため、増加はとまり、11月以降は流出超に転じた。

一方わが国投資家による対外証券投資の自由化は、投資信託に対し外国証券の組入れが認められ

た45年2月以降始まった。その後外貨流出促進を図るねらいもあって、対外証券投資に関する規制は漸次緩和され、これに伴ってわが国投資家による外国証券の取得も増大した。とくに47年には、1,169百万ドルと46年(154百万ドル)を大幅に上回った。もっとも、都・長銀の外貨建私募債取得に際してはユーロ資金を取り入れこれを購入資金に充当するケースが多いため、対外証券投資の増大は必ずしも外貨流出にはつながっていない。

以上のような外人投資家による対日証券投資とわが国投資家による対外証券投資が増大するにつれ、わが国の証券会社の海外進出も急ピッチで進み、一方外国の証券会社のわが国進出も44年後半以降目だちは始めている。

なお、政府は、各国からの円建外債発行希望に対し、外貨流出促進策の一つとして、一定のルールのもとで積極的に認めるとの方針をとり、円建外債は、45年12月に第1回アジア開銀債が発行されてからアジア開銀債3回、世銀債5回、オーストラリア連邦債、カナダ・ケベック州債各1回と合計10銘柄1,240億円の発行をみている。

## 3. マネー・サプライの著増と資金循環の変化

### (1) マネー・サプライの増加と資金循環のメカニズム

#### (銀行貸出と通貨・準通貨の増大)

46、47両年にわたる金融緩和のおもな動きは上述のとおりであるが、その結果、金融諸指標はいずれも高い伸びとなった。なかでも注目されるのは、銀行貸出と並んでマネー・サプライ(現金通貨・預金通貨の合計、 $M_1$ )の増加である。マネー・サプライは年末残高の前年比伸び率でみて、

39年から45年にかけてはおおむね10%台で推移してきたが、46年には29.7%、47年には24.7%とそれぞれきわめて高い伸びを示した（表Ⅲ-3-1）。もっとも、平均残高の伸びでみると、46年は22.6%、47年は22.4%と月末残高ベースよりやや低めになり、45年以前との開きはある程度縮小することになる。もともと不況期には、実体経済の伸び率が鈍化し、これに伴いマネー・サプライの伸び自体は小さくなるが、反面、金融緩和を映じて、相対比では概して高くなるのが通常のパターンといえよう。このような動きからみて、46～47年のマネー・サプライはきわめて高い伸びを示したことになる。

統計上、マネー・サプライあるいは通貨供給高（ $M_1$ ）とは現金通貨と預金通貨の合計をさすが、このほかに定期性預金は準通貨とも呼ばれ、年末残高の対前年比では46年20.8%、47年24.7%と、上述のマネー・サプライとは異なり、47年の伸び率のほうが46年よりも上回っている。マネー・サプライ（ $M_1$ ）と準通貨の合計である広義のマネー・サプライ（ $M_2$ ）の動きをみると、46年24.3%、47年24.7%と2年間続いて高い伸び率を示してい

る。

いま、この広義のマネー・サプライ（ $M_2$ ）の供給要因をみると（表Ⅲ-3-1）、金融機関の民間向け信用供与が従来から80～90%のウエイトを占めていたが、この点は46～47年についてもほぼ同様であった。これに対し対外資産増加は、外貨の流入が巨額に上った46年には全体の18%とかなり高いウエイトをもったが、外貨流入もおさまった47年にはそのウエイトも8%に半減した。政府向け信用および地方公共団体向け信用は、47年には46年に比べて中央・地方を通ずる財政支出の拡大を映じて、それぞれウエイトを若干高めた。

このようにマネー・サプライは46～47年を通して大幅に増大したが、両年とも最大の供給要因は、金融機関の民間向け信用供与、とりわけ企業への貸出増大であった。そこで、今回の金融緩和期においてこうした金融機関の貸出と預金が増大していったメカニズムを、資金循環表に即して資金供給側である金融部門と資金需要側である法人企業部門および個人部門<sup>(注)</sup>についてみてみよう。

（注） 調査月報48年2月号「マネー・サプライの増加について」参照。

（表Ⅲ-3-1）

マネー・サプライの増加とその要因

	年間増加額(億円)		年末残高増加率(%)			$M_2$ の増加要因(百分比・%)			
	$M_1$	準通貨	$M_1$	$M_2$	うち 準通貨	対外資産	政府向け信用	地方公共団体向け信用	民間向け信用
昭和40年	15,830	22,889	18.2	18.0	17.9	3.5	9.4	2.8	84.3
41 "	14,288	26,995	13.9	16.3	17.9	2.2	15.2	1.8	80.8
42 "	16,526	29,224	14.1	15.5	16.4	△3.7	15.1	1.3	87.3
43 "	17,862	32,699	13.4	14.8	15.8	6.4	12.1	3.0	78.5
44 "	31,275	41,185	20.6	18.5	17.2	9.3	5.8	1.8	83.1
45 "	30,770	47,605	16.8	16.9	16.9	5.9	1.9	2.1	90.1
46 "	63,336	68,273	29.7	24.3	20.8	18.1	△2.6	2.2	82.3
47 "	68,330	98,093	24.7	24.7	24.7	7.5	3.6	2.5	86.4

## (資金供給側の事情)

前述のように45年秋以来、景気停滞に対処して6次にわたり公定歩合が引き下げられるなど金融の緩和が進められ、とくに46年には巨額の外貨流入により都市銀行のポジションは大幅に好転した。この間、長短金融市場の金利は低下したが、とくにコール・レートや手形売買レートの低下に伴って、マネー・ポジションにある都市銀行にとっては、これら短資市場からの資金調達コストが低下し、信用拡大は容易となり、一方、ローン・ポジションにあるその他金融機関にとっても、採算上の理由から短資市場への資金放出よりも顧客に対する貸出を選好するようになった。こうして

(表Ⅲ—3—2)

## 金融機関別貸出・実質預金残高増加率

貸 出

(単位・%)

	昭和 40年 末	41年 末	45年 末	46年 末	47年 末	48/3 月末
全 国 銀 行	14.2	14.7	16.9	24.2	25.6	25.3
うち 都市銀行	12.5	12.3	15.7	23.5	25.2	25.1
地方銀行	15.6	17.9	19.1	21.2	26.3	25.9
長期信用銀行	19.3	15.8	16.8	27.7	24.4	24.6
相 互 銀 行	17.0	17.5	18.7	20.3	27.7	28.1
信 用 金 庫	17.3	23.2	22.8	18.7	28.7	31.1
全国銀行信託勘定	22.1	13.1	19.5	23.2	25.6	25.4
生 保	26.1	11.5	28.5	23.1	16.2	16.8
計	15.8	15.3	18.5	23.2	25.5	25.6

実 質 預 金

(単位・%)

	昭和 40年 末	41年 末	45年 末	46年 末	47年 末	48/3 月末
全 国 銀 行	17.4	16.0	15.7	28.3	25.2	26.1
うち 都市銀行	17.6	14.9	13.7	31.3	25.2	24.4
地方銀行	16.2	18.0	17.7	20.7	24.8	27.9
相 互 銀 行	19.5	15.9	18.5	20.0	26.3	28.1
信 用 金 庫	17.2	18.6	20.8	20.9	25.5	26.5
計	17.2	16.3	16.8	26.2	25.4	26.3

全金融機関の信用のアベイラビリティは著しく上昇した。

このような金融緩和の基調のなかで、金融機関はそれぞれシェア維持の意識を強め、積極的な貸出態度をとった。そのため金融機関貸出は46～47年を通じて大幅に増大し、これが前述のようにマネー・サプライ増加の最大の要因となった。

これを業態別にみると(表Ⅲ—3—2)、46年には都市銀行の貸出の伸び率が著しく高く、地方銀行、相互銀行、信用金庫のそれはさほどの高まりをみせなかったが、47年には各金融機関ともほとんど同じような高い伸びを示した。こうした貸出増加の動きは預金増加の面にも同じようにあらわれた。これは、46年には外貨流入による預金増加が外国為替取引の扱いの多い都市銀行に生じ、緩和と基調のもとで貸出—預金増加の動きがこれら都市銀行から行われはじめ、その後次第に地方銀行等に及んでいったことを示すものである。

## (資金需要側の事情)

・資金の需要者である企業部門の側では、従来の金融緩和初期にみられたように、今回も45年10月から46年初めにかけては、これに先立つ引締め期に低下した手元流動性の補てんに努め(借入れ企業の預金となる)、また既往設備投資資金の未決済分の支払い(支払先企業の預金となる)なども活発に行われ、資金需要は比較的堅調のまま推移した。そのため貸出約定平均金利の低下もそれほど目だたなかった一方、これらの資金使途からいって預金歩どまり率は概して高かった。

しかし、46年1～3月期ごろにはこのような資金需要がほぼ一段落するとともに、46年5月のマールク投機を契機として輸出前受金の流入が増大し、法人企業部門の通貨残高は6月には前年同月

比34%増の大幅増加となった。こうして法人企業部門の手元流動性は46年6月には44年の引締め前の水準を回復した。

このような企業流動性の増大傾向は、46年8月の米国新経済政策発表後一段と顕著となった。法人企業部門の12月末の通貨残高は前年同月比39%増で、その限りでは6月末の伸びをやや上回る程度であったが、下期には単に通貨のみならず準通貨（前年同月比30%増）、信託（同30%増）、有価証券（同21%増）等も高い伸びを示した。これは46年上期にはみられなかった現象であり、実体経済の停滞、輸出前受金の流入等を背景に、企業が運転資金として必要な残高を上回る資金を、要求払預金から定期預金・公社債などの、金利の有利な金融資産に漸次シフトさせはじめたことを示すものとみられる。とくに47年にはいってからは、それがいっそう顕著になっており、売戻し条件付きの債券購入の動きが活発となった。また、このころには借入れ金利が著しく低下したため、企業が将来に備えて流動性を保持することも、ある程度引き合うようになってきた。

こうして法人企業部門の流動性は46～47年を通じて大幅に増大した。これは、その大部分が金融機関からの借入れ増加によるものであり、事実、借入金増加は46年には前年比45%の大幅増加を示し、47年にも著増をみた46年をさらに19%上回る増加となった。

#### （既存資産に対する投資と資金循環）

金融機関側の貸出態度の積極化に伴って、47年には企業の資産運用態度に微妙な変化が現われはじめた。すなわち、それまで企業はゆとりの生じた手元資金を主として定期預金や信託、公社債など金融資産に運用していたが、47年に入ると豊富

な資金を利用して土地や株式などの既存資産の購入に向かうといった動きも目立ち始めた。これには貸出金利の低下がかなり影響しているものと思われる。41年以降46年までの間に、株価は年平均12%、地価は同13%の上昇を示していたから、このような傾向が今後もある程度続くとの仮定に立てば、金融機関から借入れを行い、土地や株式に投資しておけば十分な収益をあげうるとの判断が成立しえたわけである。

このような既存資産への投資は、もちろん生産活動に直接結びつくものではなくGNPの増大にもつながらないが、一種の借入れ需要ないし通貨需要の要因となる。一方、土地代金や株式売却代金は、生産活動に伴う需資とは異なり賃金等を通ずる現金リークも少なく、企業に対して貸し出した資金はたいていそのまま金融機関に預金として還流したとみられる。これが金融機関全体としての預金歩どまり率を高くし、信用拡張を容易にすることとなった。また、上述のような時価発行によるプレミアム増資に伴う資金の動きも同様の役割を果たしたといえよう。

この場合、法人企業部門に土地や株式を売却する相手方となったのは、ネット・アウトすれば個人部門であった。47年の資金循環勘定によれば、法人企業部門の流動性増加額は46年のそれを下回ったのに対して、個人部門のそれは逆に46年を大幅に上回った（表Ⅲ—3—3）。このような個人部門の流動性の増大には、もちろん景気上昇にともなう個人の所得、貯蓄水準の上昇にもとづく面もあったが、こうした土地・株式の売却代金の流入増加によるものも多かったと思われる。

また個人部門においても、このような金融緩和を背景に、金融機関からの資金調達に、46年には

18%増であったが、47年には住宅ローン、消費者ローン、とくに前者を中心に前年比47%増の急増を示している。これは後述のとおり住宅建設や耐久消費財への支出を増大させ、景気回復の有力な要因となったが、それを通じてこれらの資金が法人企業部門に流入し、さらにその一部が所得循環等を経由して個人部門に還流するといった経路を通じて、経済全体の流動性を高める一つの側面を形成することとなった。

### (銀行預金の地域別比較)

なお、銀行預金の地域別増加額の前年比伸び率(表Ⅲ-3-4)によると、46年と47年では対照的な動きがみられる。すなわち、46年において増加率の大きかったのは、東京・大阪・兵庫・広島などであるが、そうした地域における輸出関連大企業の集中が大きな背景とみられる。ところが47年においては、むしろ土地代金が流入したとみられる大都市周辺、観光地または大規模な開発プロ

(表Ⅲ-3-3)

ジェクトが予想される地方府県の預金増加率の急上昇の傾向がみられた。

このような地域別預金増加の動きは、前述の企業・個人両部門の預金増加の動きとすべて結びつくものではないが、ともかく、地域的にかなりの程度資金の移動が生じ、預金増加の動きが全国的に広がっていったようにみられる。

### (2) 46～47年の資金循環の特色

#### (資金循環規模拡大のメカニズム)

以上のような46～47年における金融の動きを一言にしていえば、法人企業部門の流動性は大幅に増加したが、当初は実体経済の不振を映じて投資資金需要の盛り上がりがないまま、企業流動性は積み増しされ、かつその形態の多様化も行われた。その後、47年に入ると、景気の回復・上昇による資金需要の増大とともに、土地・株式などの

既存資産購入のための資金需要も増大してきた。

これに応じて、金融機関の信用供与は増大し、企

### 部 門 別 通 貨 保 有 増 加 状 況

(単位・億円)

	個 人		法 人 企 業		公 社 公 団 ・ 地 方 公 共 団 体		計	
	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>
昭 和 40 年	6,941 (- 3.7)	28,835 (- 7.5)	9,690 ( 109.0)	20,149 ( 57.9)	619 ( 309.9)	923 ( 88.8)	17,250 ( 43.8)	49,907 ( 12.4)
41 "	10,250 ( 47.7)	36,113 ( 25.2)	6,483 (- 33.1)	17,800 (- 11.7)	466 (- 24.7)	1,399 ( 51.6)	17,199 (- 0.3)	55,312 ( 10.8)
42 "	11,904 ( 16.3)	43,334 ( 20.0)	6,475 (- 0.1)	17,234 (- 3.2)	723 ( 55.2)	2,099 ( 50.0)	19,102 ( 11.1)	62,667 ( 13.3)
43 "	13,179 ( 10.7)	48,687 ( 12.4)	7,198 ( 11.2)	19,915 ( 15.6)	439 (- 39.3)	1,559 (- 25.7)	20,816 ( 9.0)	70,161 ( 12.0)
44 "	20,492 ( 55.5)	65,230 ( 34.0)	15,200 ( 11.2)	30,670 ( 54.0)	775 ( 76.5)	2,210 ( 41.8)	36,467 ( 75.2)	98,110 ( 39.8)
45 "	16,686 (- 18.6)	67,148 ( 2.9)	15,818 ( 4.1)	36,701 ( 19.7)	740 (- 4.5)	2,097 (- 5.1)	33,244 (- 8.8)	105,946 ( 8.0)
46 "	24,226 ( 45.2)	81,854 ( 21.9)	40,956 ( 158.9)	82,225 ( 124.0)	1,387 ( 87.4)	2,557 ( 21.9)	66,569 ( 100.2)	166,636 ( 57.3)
47 "	45,255 ( 86.8)	139,058 ( 69.9)	28,060 (- 31.5)	74,393 (- 9.5)	1,088 (- 21.6)	2,766 ( 8.2)	74,403 ( 11.8)	216,217 ( 29.8)

注 1. カッコ内は前年比増減(-)率(%)。

2. 本表は資金循環勘定から作成したものであり、したがってM<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>の計数は「マネー・サプライ統計」のものとは一致しない。とくに本表のM<sub>2</sub>には、「マネー・サプライ統計」の対象外である中小企業金融機関、農協の預貯金や郵便貯金が含まれている。

(表Ⅲ-3-4)

## 都道府県別一般預金増加額 (全国銀行のみ)

(単位・億円)

	昭和 45年	前年比 増減(-) 率(%)	46年	前年比 増減(-) 率(%)	47年	前年比 増減(-) 率(%)
北海道	1,025	- 3.2	1,903	85.7	3,086	62.2
東北	1,459	3.3	2,438	67.1	4,164	70.8
関東	24,102	11.7	49,861	106.9	55,317	10.9
茨城	597	18.9	674	12.9	1,494	121.7
群馬	416	4.3	581	39.7	1,194	105.5
千葉	1,216	13.4	2,013	65.5	3,712	84.4
東京	17,234	10.5	39,643	130.0	37,692	- 4.9
神奈川	2,774	22.2	3,857	39.0	5,759	49.3
北陸	1,359	- 11.8	2,166	59.4	3,486	60.9
中部	4,487	- 4.7	8,113	80.8	13,542	66.9
愛知	2,409	9.0	4,461	85.2	7,286	63.3
近畿	10,409	- 5.1	22,753	118.6	25,992	14.2
大阪	6,643	- 9.7	16,527	148.8	17,565	6.3
兵庫	1,606	3.1	3,079	91.7	3,820	24.1
中国	1,625	5.7	2,945	81.2	4,294	45.8
広島	680	1.5	1,558	129.1	2,075	33.2
四国	1,144	7.5	1,483	29.6	2,324	56.7
九州	1,950	7.2	2,989	53.3	4,981	66.6
合計	47,560	4.1	94,651	99.0	117,186	23.8

(注) 1. 沖縄県は含まない。

2. 日本銀行統計局「都道府県別預金および貸出残高」から作成。

業・個人両部門においてこれに見合う流動性が増大した。この間、法人企業部門から個人部門へ、都市から地方へという資金の流れも顕著であったが、それらはいずれもいずれかの金融機関の預金源となり、それが金融機関全体としての信用拡張を容易にした。このような金融機関の信用創造の進行のうえに、資本市場の拡大も加わって、46、47両年の資金循環規模の拡大テンポはきわめて急速であった。

いま、資金循環の規模を法人企業・個人・公共の国内経済諸部門の資金調達額の総計によってみると、46年は23兆円、47年は30兆円に上り、対前年比は46年は約4割増、47年は約3割の増加で、これは前回の金融緩和時である40年(前年比5.8%

増)、41年(同15.2%)に比べて著しく高い伸び率となっている(表Ⅲ-3-5)。部門別には、これら3部門とも両年を通じて著しい増大をみせたが、なかでも46年には法人企業部門が流動性の補填・積増しのために、47年には公共部門が財政支出の拡大を映じて、それぞれ大幅な伸び率の資金調達を行った。

## (投資・貯蓄バランスと資金循環の乖離)

一方、この間の経済実体面の動きをみると、GNP(名目)の成長率は46年11.3%、47年14.5%、国内総投資は同じく2.7%、15.0%にとどまっており、資金循環規模の伸び率は、いずれに比べても実体経済のそれよりもはるかに高いものであった。

これを部門別にみると、国民所得勘定からみた法人企業部門の「投資超過」は、製造業の設備投資の低迷を映じて、45年の4兆6千億円から46年は3兆円、47年は1兆9千億円と漸次縮小した。資金循環勘定の「資金不足」(金融負債純増分)は、本来ならばこれとほぼ見合うべき関係にあるはずであるが、実際には45年の4兆5千億円から46年は4兆1千億円、47年は6兆1千億円と高水準のまま推移したため、貯蓄・投資バランスとの乖離幅は、45年の1千億円から46年1兆1千億円、47年4兆2千億円と年を追って拡大した。他方、個人部門の「貯蓄超過」は、45年5兆4千億円、46年6兆1千億円、47年5兆9千億円に対して、「資金余剰」(金融資産純増分)は、45年5兆7千億円、46年7兆5千億円、47年10兆5千億円と逐年増大した。そのため、両者の乖離幅も45年の3千億円から46年1兆4千億円、47年4兆6千億円と前述の法人企業部門の乖離幅とほぼ見合った形で年々拡大した。これは、法人企業部門の資金調



：(表Ⅲ－3－5)

国内部門の資金調達

(単位・億円)

		昭和40年	41 年	45 年	46 年	47 年
部 門 別	法人企業	46,773	43,373	111,966	162,949	181,648
	個人	10,009	15,832	32,398	38,249	53,766
	公共	13,645	21,929	24,503	33,332	64,343
	政府	2,696	8,544	6,655	8,402	31,778
	公社・ 地方公共団体	10,949	13,385	17,848	24,930	32,565
形 態 別	借入金	55,724	59,030	136,241	185,781	232,990
	市中借入金	46,901	48,762	115,084	160,888	202,888
	政府借入金	8,823	10,268	21,157	24,893	30,102
	証券発行	14,437	23,424	28,595	37,126	62,746
	〔うち債券〕	〔 8,600〕	〔 19,843〕	〔 16,746〕	〔 27,785〕	〔 40,432〕
源泉 別	対外信用	266	－ 1,320	4,031	11,623	4,021
	国内	70,427	81,906	162,225	219,130	294,721
源泉 別	海外	179	－ 772	6,642	15,400	5,036
合 計 (A)		70,248	81,134	168,867	234,530	299,757
(前年比増加率・%)		( 5.8)	( 15.2)	( 19.2)	( 38.9)	( 27.8)
(A)／国内総投資(%)		66.8	65.5	60.2	81.4	90.5
(A)／名目GNP(%)		22.0	22.0	23.8	29.7	33.1

達額が実物面の所要額を上回って大幅に増大し、企業流動性の積増し、既存資産の購入にあてられるとともに、法人企業部門から流出した資金は種々の経路を通して個人部門に流入し、そこにおける金融資産の形成に向けられたことを示すものである。

このような金融の緩和は、若干のタイム・ラグを伴いながら、やがて実物投資の増大、ひいては経済拡大を呼び起こすこととなった(N－1－(3))が、ともかく、46～47年における資金循環規模の拡大テンポは、実体面のそれを大きく上回り、い

わゆる「モノ」の経済と「カネ」の経済との間に乖離を招くこととなった。しかし、この乖離は48年にはいって再縮小の方向に向かいはじめているようにうかがわれる。いうまでもなく、一方で、景気上昇に伴うGNPの増大、あるいは法人企業部門の「投資超過」の増大傾向があらわれはじめ、他方では、金融引締めへの転換にともなって金融機関の貸出増加が抑制されるにいたったからである。

(注) 調査月報48年6月号「昭和47年の資金循環」参照。