

II 金融面に対する 引締め効果の浸透過程

1. 金融機関の貸出抑制

前章では、金融引締め政策の展開とその短期金融市場に対する影響をみたので、この章では、引締め政策の効果が金融面に浸透する過程を分析しよう。

(資金ポジションの悪化)

短期金融市場における資金不足の拡大と金利水

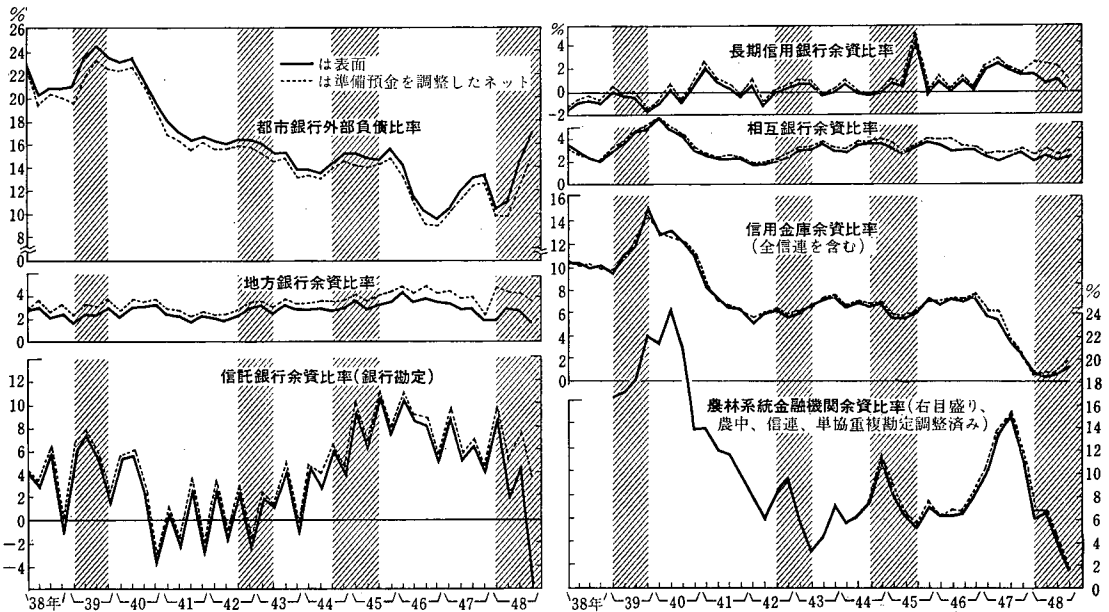
準の大幅上昇は、金融機関の資金ポジションの悪化および資金ポジションの悪化に伴う支払金利の増加(ないし受取金利の減少)を招いた。

まず資金ポジションの動向を業態別にみよう(図II-1-1)。都市銀行の外部負債比率は48年中ほぼ一貫して上昇したが、その上昇テンポは大企業の手元流動性が急激に低下したことを映じて過去の引締め局面に比べても一段と急である。一方、信託銀行と長期信用銀行の余資比率は資金調達面の不如意も加わって、従来の引締め期にはみられなかったような顕著な低下傾向を示し、両業態とも、11月末には逆に負債超過に転じた。この

(図II-1-1)

主要金融機関の外部負債比率、余資比率推移

(各期末残ベース、信託、長銀以外は季節調整済み)



- (注) 1. 外部負債比率、余資比率は外部負債または余資の実質預金(相互銀行は実質資金量)と債券発行高の計に対する割合。
2. 外部負債および余資の定義は次のとおり。

<外部負債>

都市銀行=(コール・マネー+完渡手形+借入金)-(コール・ローン+買入手形+金融機関貸付金+銀行引受手形)

<余資>

地方銀行、信託銀行および長期信用銀行=(コール・ローン+買入手形+金融機関貸付金+銀行引受手形<余資運用分>)-(借入金+コール・マネー+完渡手形)

相互銀行=(コール・ローン+買入手形+金融機関貸付金+銀行引受手形)-(借入金+コール・マネー+完渡手形)

信用金庫=(コール・ローン+金融機関貸付金+全信連短資+全信連預け金)-(借入金+国債・政保債引当て預け金)

農林系統機関=(コール・ローン+買入手形+金融機関貸付金)-(借入金+完渡手形)

(なお、いずれも46年7~9月以降インターバンク定期預金調整済み、都銀は輸入資金貸付も調整済み)

3. 準備率変更月 38/4、12、39/12、40/7、44/9、47/5、6、7、48/1、3、6、9、49/1

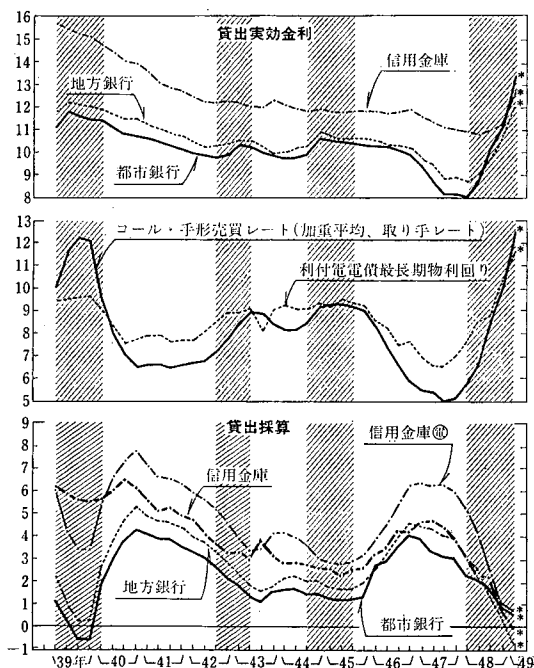
間、地方銀行、相互銀行、信用金庫、農林系統金融機関などの余資比率も前回引締め期のボトムを下回る水準に落ち込んでいる。

このような資金ポジションの悪化は、各業態を通じて、基本的にみれば46、47年の貸出著増によって形成された預金が、銀行券の大幅増発や一般財政(国債発行を含む)、外為会計の巨額の揚超によってはく落したためであるが、このほか、預金

(図Ⅱ-1-2)

都市銀行、地方銀行、信用金庫の貸出採算

(単位・%)



(注) 1. 都市銀行、地方銀行、信用金庫の貸出実効金利は次式により算出。

$$\text{貸出実効金利} = \frac{RLB - \delta RDB}{1 + \rho \delta}$$

ただしRLB……貸出約定平均金利のうち新規貸出にかかるものを推計。

RDB……預金平均金利(一般法人預金の預金種別別ウェイトで加重平均して算出)

δ ……預金歩どまり率(債務者預金残高/貸出残高…債務者預金統計による)

ρ ……預金準備率(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)

2. 貸出採算は、貸出実効金利-コール・手形売買レート(都銀は取り手レート、地銀、信金は出し手レート)。信用金庫の◎は貸出実効金利-利付電電債最長定期利回り。

3. *印の49/I期は推計。

準備率の大幅引上げに伴う所要準備増大の圧迫も大きかった。とくに信託銀行と長期信用銀行が負債超過に転じたのは、所要準備の増加によるものであり、また地方銀行と相互銀行の余資比率が前回引締め期を下回っているのも同じ理由からきている。

このように資金ポジションが悪化した結果、都市銀行ではまず第1に、金繰り上担保繰りが窮屈になる結果を招いた。第2に、各業態で外部負債に対する支払金利が増加し、あるいは余資から得られる受取金利が減少したが、48年中は、前述のように短期金融市場の金利が40年代の最高水準にまで上昇したため、支払金利の増加ないし受取金利の減少はきわめて大きかった。いま試みに、資金1単位から得られる貸出実効金利と、それに相応する資金ポジションの悪化に対して支払われる(ないし悪化によって受け取れなくなる)短期金融市場金利との差(貸出の経費を捨象した場合の貸出の採算)を調べてみると、図Ⅱ-1-2のとおりである。この試算結果によれば、貸出伸長によって資金ポジションを悪化させた場合の採算は、短期金融市場金利の急騰に伴って大幅に悪化しており、各業態とも48年10~12月期には前回のボトムを下回っている。とくに信用金庫の場合には、従来の引締め期には経験しなかったような悪化を示している。

(貸出の抑制)

加えて、前章で述べたように、日本銀行は窓口指導の対象を拡大し、その抑制も秋以降鋭角的に行った。資金ポジションの悪化に伴う資金繰りの圧迫と、短期金融市場の金利上昇に伴う採算の悪化は、金融機関の貸出行動に対して相乗的に作用し、貸出抑制の効果を発揮した。現実の貸出伸長

率は48年中に著しく鈍化した。いま全国銀行と相互銀行、信用金庫の貸出を合計してみると、四半期別の季節調整済み貸出残高(期中の月末3ヵ月平均)は、47年10~12月期の前期比+6.7%(年率+29.6%)から48年10~12月期の同+3.3%(同+13.9%)に鈍化しており、四半期別貸出増加額の前年同期比でみても、同じ期間に、+42.6%から逆に-33.0%へ逆転している。このような抑制は、39年および44~45年の引締め期にはみられなかったものである。

業態別にみても、農林系統金融機関、政府系金融機関、保険会社の貸出は48年中は高い伸びを続けたが、それ以外ではいずれも鋭角的な貸出抑制が行われている。ただその背後にある貸出抑制の動機については、業態別に若干のニュアンスの違

いがあるように思われる。地方銀行、相互銀行、信用金庫については、日本銀行の窓口指導が比較的緩い形で行われているにもかかわらず、貸出を自主的に抑えた向きも少なくなかった。同様の傾向は、信託銀行の一部にもみられた。これらの業態においては、余資水準の低下に伴う資金繰りのひっ迫や短期金融市場金利の高騰に伴う貸出採算の悪化が、貸出抑制の動機として大きく響いたとみられる。一方、都市銀行と長期信用銀行については、日本銀行の窓口指導による面が大きいですが、しかしこれらの業態についても資金ポジションの悪化が貸出抑制のいま一つの動機として強く働いていることを見のがすことはできない。都市銀行は資金ポジションの悪化につれ、外部負債の担保繰りがしだいに困難となってきたため、その面か

(表Ⅱ-1-1)

金融機関業態別貸出動向

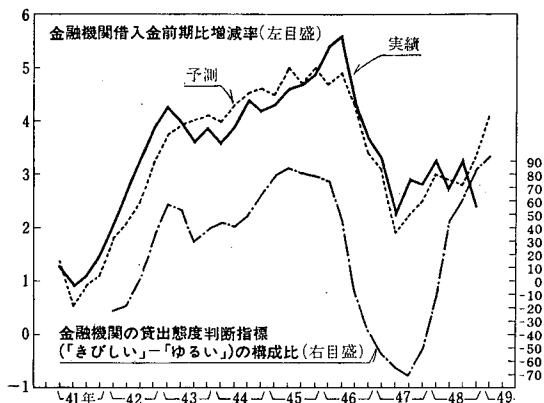
(単位・%)

	増加額前年比増減率					季節調整済み残高前期比伸び率				
	47年	48年				47年	48年			
		10~12月	1~3月	4~6月	7~9月		10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
全国銀行・相互・信金	42.6	31.0	11.8	-17.8	-33.0	6.7	5.8	5.3	4.1	3.3
全国銀行	40.0	18.7	-3.4	-23.2	-36.8	6.5	5.4	4.8	3.8	3.1
都市銀行	32.1	23.1	-5.1	-32.1	-40.3	6.7	5.0	4.7	3.5	2.8
地方銀行	65.0	10.8	-7.8	-7.8	-31.9	6.4	5.8	5.2	4.3	3.7
信託銀行	20.1	6.4	-3.9	-25.8	-33.4	6.3	5.7	4.7	3.8	3.3
長期信用銀行	39.2	28.8	14.9	-19.8	-41.0	6.5	6.1	4.7	4.1	3.0
相互銀行	66.8	38.1	8.2	-1.7	-30.3	6.9	6.6	5.8	4.6	4.1
信用金庫	41.2	196.3	275.4	3.8	-16.7	7.6	7.7	8.2	5.6	4.1
信用組合・ 全国信用協同組合	44.1	112.7	49.8倍 (4881.8)	40.6	3.0	6.3	6.8	9.1	7.3	5.0
生保・損保	-5.9	40.7	104.4	32.1	32.2	4.1	4.9	4.7	4.5	4.5
農林系統金融機関	54.8	7.7倍 (668.6)	15.0倍 (1396.3)	277.1	156.5	5.5	10.4	11.3	9.5	10.6
政府系金融機関	-20.9	4.9	66.5	44.7	64.9	3.8	3.6	5.5	5.3	4.3

- (注) 1. 信託銀行は信託銀行銀行勘定と全国銀行信託勘定の合計。
 2. 相互銀行は融資量(金融機関貸出を除く)。
 3. 信用金庫は信用金庫と全信連の合計(重複勘定調整済み、金融機関貸出を除く)。
 4. 農林系統金融機関は農中、信農連、単協の合計(重複勘定調整済み、金融機関貸出を除く)。
 5. 政府系金融機関は日本開発銀行、日本輸出入銀行、中小企業金融公庫、商工組合中央金庫、国民金融公庫、農林漁業金融公庫、北海道北開発公庫、公営企業金融公庫。
 6. 増加額前年比増減率は期中増加額の対前年同期比増減率。
 7. 季節調整済み残高前期比伸び率は、月末季節調整済み残高の期中平均の対前期比伸び率。

(図Ⅱ-1-3)

主要企業(全産業)金融機関借入金前期比増減率の予測と実績対比および金融機関の貸出態度判断指標実績



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。
2. 季節調整済み。

らも貸出を抑制し、外部負債のいっそうの増加を防ごうという意識が強まっている。また長期信用銀行も、前述のように負債超過に転じたことによって、貸出の伸長には新たな制約が加わっている。

48年中における貸出の抑制は、時期的にみると、秋口以降においてとくに顕著である。これは8月末に窓口指導の手直しと公定歩合の2%引上げが行われたほか、短期金融市場においても金利のいま一段の上昇と資金不足の著しい拡大をみたためである。こうした金融機関の貸出態度の変化は、資金需要者である企業の側からみるといっそう明白である。日本銀行「企業短期経済観測」によると、図Ⅱ-1-3に示したように、48年10~12月期には、金融機関借入金の実績値が企業の予測値を大きく下回るに至り、貸出態度に関するデフュージョン・インデックスも、過去の引締め期のボトム並みの厳しさを示している。

(貸出の内容)

ここで市中貸出の内容をみると(表Ⅱ-1-2)、

(表Ⅱ-1-2)

業種別・規模別貸出推移(全国銀行、相互、信金計)
(季節調整済み残高前期比伸び率・%)

	47年 10~12月	48年			
		1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
合計	6.4	5.5	4.7	4.3	2.5
一般企業	5.9	4.7	4.2	3.6	1.6
うち大企業	4.8	4.4	3.9	3.8	1.8
大企業製造業	2.4	2.3	2.6	2.3	1.7
大企業非製造業	6.9	6.3	5.0	5.0	1.8
中小企業	7.4	5.1	4.7	3.5	1.2
中小製造業	6.7	3.6	5.1	4.5	1.8
中小非製造業	8.0	5.8	4.6	2.9	1.1
製造業	3.7	2.9	3.5	3.2	1.6
非製造業	7.4	6.1	4.8	4.0	1.5
個人	13.5	14.6	9.9	8.0	5.0
地方公共団体等	4.2	3.1	8.1	9.1	6.7
その他	7.5	17.2	11.9	11.4	25.0

(注) 1. 業種別貸出統計および別途調査の地方公社向け貸出統計(全国銀行)による。
2. 全国銀行の資本金50万円以下の企業向け貸出を中小企業向け貸出とし、また相互・信金の企業向け貸出はすべて中小企業向け貸出とした。
3. 地方公共団体等は業種別貸出統計による地方公共団体向け貸出と上記地方公社向け貸出の合計。
4. 地方公社向け貸出相当額は中小非製造業から差し引いている。
5. その他は金融・保険業向け貸出、国内店名義現地貸等。

秋口以降の貸出の増勢鈍化は、中小企業向け、非製造業向け(とくに商社、不動産)および個人向け(住宅ローン等)においてとくに顕著であり、それに比べれば大企業製造業向けの増勢鈍化は小幅にとどまっている。また地方公共団体および地方公社向け貸出は引き続き高い伸びを示している。これは46~47年の緩和期以降、中小企業、非製造業および個人向け貸出が一貫して進められてきたことの反動による面が大きいが、同時に注目されるのはやや長い目でみると、都市銀行においても長期的な大衆化路線の観点から中小企業向け融資枠を維持しようとする傾向が強くなり、秋口以降の増勢鈍化にもかかわらず、企業向け貸出に占める中小向けシェアは、過去の引締め期に比して格別低下していない点である。

一方、大企業製造業向け貸出の増勢鈍化が比較的小幅にとどまっていたのは、48年後半に支払ベースの設備資金需要がしだいに高まってきたほか、価格急騰などを背景とする増加運転資金需要、手元流動性の低下に伴う流動性温存ないし補てん需要の台頭などによる面が大きい。とくに、石油危機の発生に伴って暮れには先行きに備える流動性温存などから一時的に要資が高まるという若干の波もみられた。もっとも、業種別にみると跛行性はかなり顕著であり、48年中に関しては鉄鋼、石油、化学、電気機械などの需資は比較的落ち着いていた。

(貸出金利の急上昇)

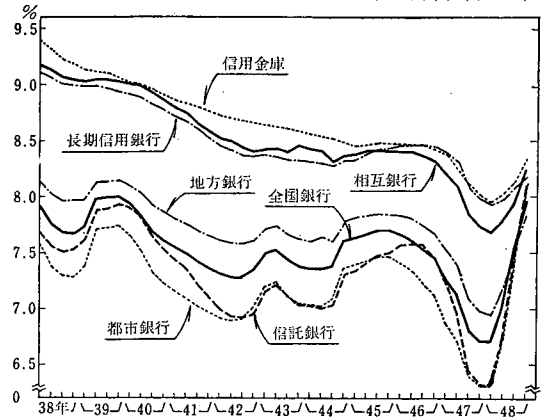
最後に貸出金利の推移をみると、全国銀行貸出約定平均金利は、第1次公定歩合の引上げに先だつ48年3月に+0.005%と29ヵ月ぶりに上昇に転じたあと、第1、2次公定歩合引上げおよび第1次長期貸出最優遇金利引上げを背景に逐月上昇幅を拡大し、6月には11ヵ月ぶりに7%台に達した。その後も第3、4次公定歩合引上げと第2、3次長期貸出最優遇金利引上げに促進されて急ピッチの上昇を続け、10月には前回引締め期のピーク(45年10月7.700%)を上回り、さらに第5次公定歩合引上げと第4次長期貸出最優遇金利引上げの影響もあって49年1月には8%台に、続いて3月に9%台に達した。一方、従来引締め期を含めほぼ一貫して低下傾向をたどってきた相互銀行と信用金庫の貸出約定平均金利も、第1次公定歩合引上げの行われた48年4月以降、かなり大幅な上昇に転じている(図Ⅱ-1-4)。

このような貸出金利の大幅上昇は、公定歩合の引上げに伴う全国銀行の自主規制金利の引上げ(5回、通計4.75%ポイント)や長期貸出最優遇金利

(図Ⅱ-1-4)

貸出約定平均金利の推移

(四半期末、単位・%)



の引上げ(4回、通計1.7%ポイント)など制度的要因によるほか、預金金利の大幅引上げ(4回、1年定期で通計2%ポイント)、短期金融市場金利の大幅上昇と資金ポジション悪化に伴う外部負債コスト(および余資の機会費用)の増高など資金コスト面の要因による面も見のがせない。また引締め政策の一段の強化を背景に金融機関の貸出態度が著しく厳しくなった48年秋口以降は(前掲図Ⅱ-1-3参照)、企業が金利上昇を甘受して資金量を確保しようという態度を強めたことも、貸出金利の上げ足を速めている。

さて、こうした貸出金利の急上昇は、いくつかの点で、従来の引締め期には見られなかった特色を生み出している。第1は、自主規制金利、なかならず標準金利と長期貸出最優遇金利が、1年間の間に5回あるいは4回とあいついで引き上げられた結果、これらの金利が適用されている優良大企業向け金利が、いわば自動的に大幅の引上げをみた反面、その他の一般企業向け貸出金利については、金利改定交渉の遅れが生じ、かえって上げ幅が小幅となったことである。その結果貸出金利の構成をみると、上下の差が著しく縮小し、また

標準金利や長期貸出最優遇金利の適用先が増加している。第2に、短期金利である標準金利が通計4.75%ポイント引き上げられたのに対し、長期貸出最優遇金利は通計1.7%ポイントの引上げにとどまっているため、長短貸出金利の格差が著しく縮小をみたことである。以上の二つの特色の結果、第3に、優良大企業向け短期貸出の多い都市銀行の貸出約定平均金利は、中小企業向け貸出ないしは長期貸出の多いその他業態の貸出約定平均金利に比し、その上げ幅が大きくなっている(前掲図Ⅱ-1-4)。とくに48年11月以降、都市銀行の貸出約定平均金利は、地方銀行よりも高くなり、さらに49年1月には長期信用銀行を、また2月には信託銀行をそれぞれ上回った。

もっとも、以上の三つの特色は、規制金利の引上げ幅など制度的要因のみによって説明しきれるものではない。標準金利以外の短期貸出金利の上げ幅が小さいことや、長期金利の上げ幅が小さいことの背後には、大衆化路線を背景に優良中小企業向け貸出や住宅ローン等個人向け貸出を確保しておきたいという中期的融資戦略の影響がうかがわれる。また都市銀行の貸出金利が地方銀行の貸出金利を抜いて上昇したことについても、都市銀行の資金コストが外部負債の増加と短期金融市場金利の高騰から地方銀行のそれを上回って上昇しているというコスト面の事情や、地方銀行では、48年央以降、低利の地方公共団体や地方公社向け貸出が著増しているといった融資構成上の理由も響いている。

2. マネー・サプライの増勢鈍化

(マネー・サプライの抑制要因)

以上のような金融機関の貸出抑制を主因に、48

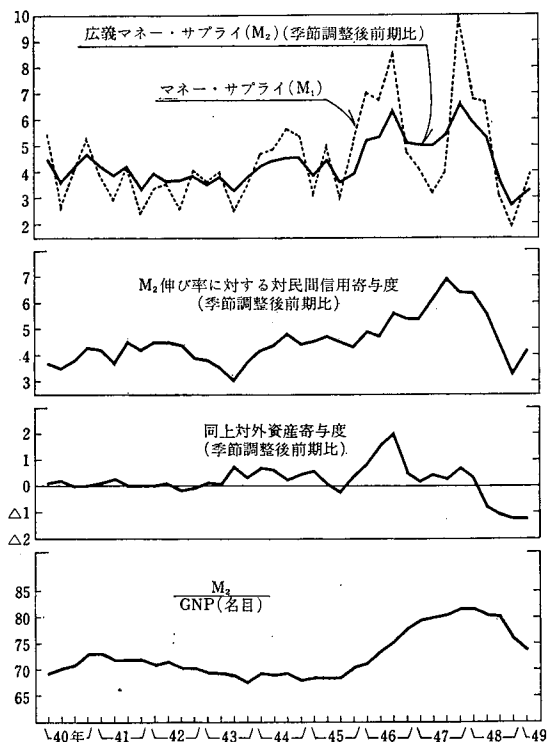
年中のマネー・サプライは、著しい増勢鈍化を示した。定期性預金を含む広義マネー・サプライの季節調整済み残高は、47年10~12月期に前期比+6.7%(年率29.6%、前年同期比23.8%)の高い伸びを示していたが、48年に入って増勢は急速に鈍化し、名目成長率を下回るようになり、とくに10~12月期には前期比+2.7%(同11.2%、+18.8%)と、40年代における最低の伸び率にまで落ち込んだ。この間における4.0%ポイントの伸び率低下のうち、3.2%ポイント(寄与率80%)は、金融機関の対民間信用供与の抑制によるものである(図Ⅱ-2-1)。

信用供与の抑制と並んで、マネー・サプライの

(図Ⅱ-2-1)

マネー・サプライおよび同関連指標の推移

(単位・%)



(注) 1. M_1 、 M_2 とも、各四半期中の月末3ヵ月平均残高の対前期比伸び率。

2. 49年1~3月のGNP(名目)は、日本銀行調査局推計。

増勢鈍化に大きく寄与したいま一つの要因は、対外資産の動向である。対外資産は、国際収支の逆調を映じ、48年4～6月期以降、広義マネー・サプライの純減要因となった。前述の広義マネー・サプライの伸び率低下4.0%ポイントのうち、1.9%ポイントは、この対外資産の動きによるものである。なお、48年中、4回にわたって行われた預金金利引上げのたびに、定期性預金と流動性預金との間に資金シフトが生じたため、定期性預金を除く狭義マネー・サプライは、やや不規則変動を示しているが、大勢としては広義マネー・サプラ

イと同じような増勢鈍化をみせている(図Ⅱ-2-1)。

(保有主体別の動向)

こうしたマネー・サプライの動向を保有主体別に調べるため、一般預金における個人預金と法人預金の動向をみると、法人預金の伸び率低下がとくに顕著であり、48年中のマネー・サプライの増勢鈍化は主として対法人について生じていることがわかる。そこでマネー・サプライの供給要因を対法人と対個人とに分けてみると(表Ⅱ-2-1)、広義マネー・サプライのネットの動きとし

(表Ⅱ-2-1)

マネー・サプライ(M₂ 末残ベース)の前年比増加率に対する対法人、個人別通貨供給の寄与度

(単位・%、P:表中のピーク)

			47 年				48 年				
			3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	
マ ネ ー ・ サ プ ラ イ			24.0	22.8	22.0	24.7	25.1	24.7	22.9	16.8	
信用 供 与 先 別 (注)	対外資産を通じて形成される通貨	対法人(A)	5.4	3.8	2.0	2.3	1.3	△ 0.2	△ 1.8	△ 3.7	
		対個人(B)	△ 4.4	△ 4.6	△ 3.9	△ 3.8	△ 4.9	△ 4.6	△ 4.8	△ 4.2	
	政府の財政活動を通じて形成される通貨	対法人(C)	3.4	4.9	5.5	4.6	5.4	P 5.8	5.2	5.4	
		地方公共団体向け信用	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	
	民間金融機関の対民与信によって形成される通貨	対個人(D)	1.4	1.3	1.7	2.1	2.5	3.1	3.4	2.9	
		対法人(E)	22.5	22.2	23.3	24.3	P 24.9	23.3	20.7	16.2	
	そ の 他		△ 5.0	△ 5.7	△ 7.4	△ 5.6	△ 4.9	△ 3.5	△ 0.5	△ 0.6	
対 個 人 (B + D)			△ 3.1	△ 3.3	△ 2.2	△ 1.7	△ 2.4	△ 1.5	△ 1.4	△ 1.3	
対 法 人 (A + C + E)			31.0	30.9	30.8	31.2	P 31.6	28.9	24.1	17.9	
一般預金の前年比増加率			個人預金	+ 19.5	+ 21.3	+ 24.2	+ 25.8	+ 26.9	+ 26.1	+ 23.7	+ 15.3
			一般法人預金	+ 31.0	+ 27.3	+ 23.2	+ 26.5	+ 23.7	+ 22.4	+ 20.7	+ 8.5

(注) マネー・サプライ統計の信用供与先別内訳を、次の方法で組み替えてある。

1. 対外資産を通じて形成される通貨=対外資産……全額法人向けとみなした。
2. 政府の財政活動を通じて形成される通貨=政府向け信用からマネー・サプライ対象機関の対政府取引(「その他」に移管)を除いたもの……対個人、対法人の分類は次によった。
 個人 { 受……租税(源泉・申告所得税)、食管、郵貯、保険(1/2)、国鉄・電電(8割)等。
 払……社会保障関係費、防衛関係費(1/2)、交付金(1/2)、食管、保険、公庫(住宅、農漁)等。
 法人 { 受……租税(所得税以外)、運用部、保険(1/2)、国鉄・電電(2割)等。
 払……防衛関係費(1/2)、交付金(1/2)、運用部、産投、国鉄・電電、公庫(住宅、農漁以外)等。
3. 民間金融機関の対民間与信によって形成される通貨=民間向け信用……個人向け貸出の増減額を対個人とし、残りを対法人とした。

ては、法人に供給され、個人からその一部を引き上げるという構造を持っていることがわかる(その間法人から個人へ給与支払を中心にネットの流入が生じていることはいうまでもない)。これを48年中に限ってみると、対法人向けの供給が大きく細っている反面、個人からの引揚げには格別の変化がみられない。対法人向けの供給鈍化は、前述のとおり、金融機関の信用供与抑制と対外資産の減少によって生じている。ただここで注目されるのは、政府の財政支出活動を通じて法人に供給された通貨は、48年中に前年比5%台と46、47年よりも高い伸びを示していることである。大型財政は、後述のように大きな所得創出効果をもったが、同時に企業流動性を下支えるという金融面の効果をもあわせ持っている。48年の場合は、そうした効果が対民間信用供与抑制と対外資産の減少によって相殺されたわけであり、その結果、法人企業に対するマネー・サプライの供給抑制が実現したといえよう。

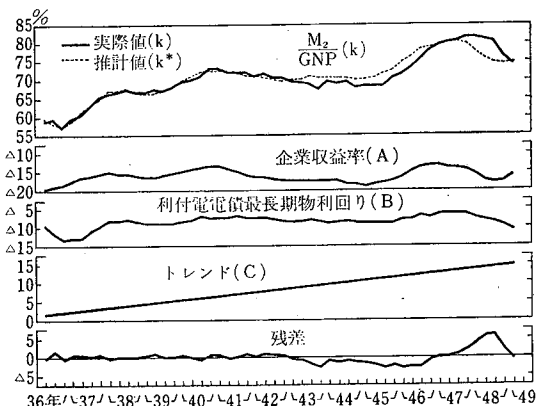
(マーシャルのkの動向)

さて、財政面からの下支えはあったものの、大勢としてマネー・サプライは48年中に急激な増勢鈍化を示したが、経済の規模に比べると、その水準は48年中は総じてまだ高かった。いま広義マネー・サプライ残高を名目GNPで除した比率(一種のマーシャルのk)をみると、図Ⅱ-2-2に示したように、この比率は引締めが一段と強化された48年10~12月期以降急速に低下しているものの、なおその水準は過去の引締め期よりは高い。

もっとも、マーシャルのkには、長期的な上昇トレンドがあるほか、債券の利回りや実物投資の予想収益率が低下すれば通貨の選好が強まって上昇するという循環変動もある。そこで、これら三

(図Ⅱ-2-2)

現実のマーシャルのkと所望されたマーシャルのkの差



- (注) 1. 計測期間 35/I~48/III、49/I期のkは見込み。
2. 所望されたマーシャルのkの計測。

$$k^*_t = -9.913 \sum_{i=0}^2 w(i) YC/AS_{t-i} - 0.951 RBTT_t + 0.254 T_t$$

(A)	(B)	(C)
(-6.745)	(-4.443)	(13.312)
+87.319		
(32.403)		

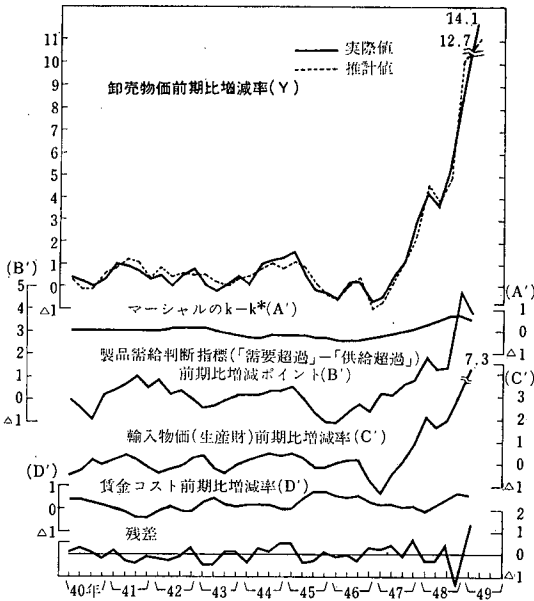
$\bar{R}^2 = 0.925$, $D \cdot W = 0.313$, カッコ内は t 値
 YC/AS = 企業の総資産営業利益率(季節調整済み)
 $RBTT$ = 利付電債債最長期物利回り
 T = トレンド
 $w(i) = (0.25, 0.50, 0.25)$

つの要因によって、いわば所望されたマーシャルのkを計測し、それと現実のマーシャルのkとのギャップがいわゆる過剰流動性の代理変数であり、それが物価上昇の一因となったという想定の下に回帰方程式を計測したところ、図Ⅱ-2-2、図Ⅱ-2-3およびその(注)に示したような結果を得た(説明変数のt値と回帰式の決定係数はともに十分に高い)。図Ⅱ-2-2に明らかのように、48年中の現実のマーシャルのkは、かなり所望水準を上回っており、それが図Ⅱ-2-3に示したように、物価上昇の一因を成している。しかし、両者のギャップは急速に解消しており、49年1~3月期以降は過去の引締め期並みに逆のギャップが発生しているとみられる。もとよりこれは一つの推計にすぎず、いわゆる過剰流動性を量的にとらえることは本来困難であるが、金融面

(図Ⅱ-2-3)

卸売物価変動要因別分解

(単位・%)



- (注) 1. 計測期間 40/I~49/I、49/I期は一部見込み。
- 2. 現実のマーシャルのkと所望されたマーシャルのkの差を用いた卸売物価変動の計測。

$$\begin{aligned}
 WPI_t = & 0.031(k-k^*)_t + 0.047(k-k^*)_{t-1} + 0.047(k-k^*)_{t-2} \\
 & + 0.031(k-k^*)_{t-3} + 0.063 \cdot DSDI_t + 0.160 \cdot IPI_t \\
 & + 0.160 \cdot IPI_{t-1} + 0.104 \cdot ULCM_t + 0.104 \cdot ULCM_{t-1} \\
 & + 0.347(+4.594E') \\
 & = 0.157 \sum_{i=0}^3 w^1(i) (k-k^*)_{t-i} + 0.063 \cdot DSDI_t \\
 & + 0.320 \sum_{i=0}^1 w^2(i) IPI_{t-i} + 0.208 \sum_{i=0}^1 w^3(i) ULCM_{t-i} \\
 & + 0.347(+4.594E')
 \end{aligned}$$

R²=0.939、D・W=1.989、カッコ内はt値

- WPI …卸売物価指数(総平均)
- k-k* …現実のマーシャルのkと所望されたマーシャルのkの差
- DSDI …製品需給判断D. I. (需要超過-供給超過)
- IPI …輸入物価指数(生産財)
- ULCM …資金コスト
- w¹(i) …(0.20, 0.30, 0.30, 0.20)
- w²(i) …(0.50, 0.50)
- w³(i) …(0.50, 0.50)
- △ …前期比増減率
- △ …増減ポイント

- D. I. を除きいずれも季節調整済み。
- 3. E' は石油問題ダミー変数(48/IV期および49/I期1、その他の期0)。石油問題の発生に伴う異常な物不足感の高まりとそれに基づく買い急ぎ、売り借しめの動きを示す変数。製品需給判断D. I. は調査時点のずれもあってこの影響を追いきれなかったが、本来は需給要因と考えられるので、図ではB'に加えてある。

からする物価上昇要因の急速な解消を示すものとして、注目される。

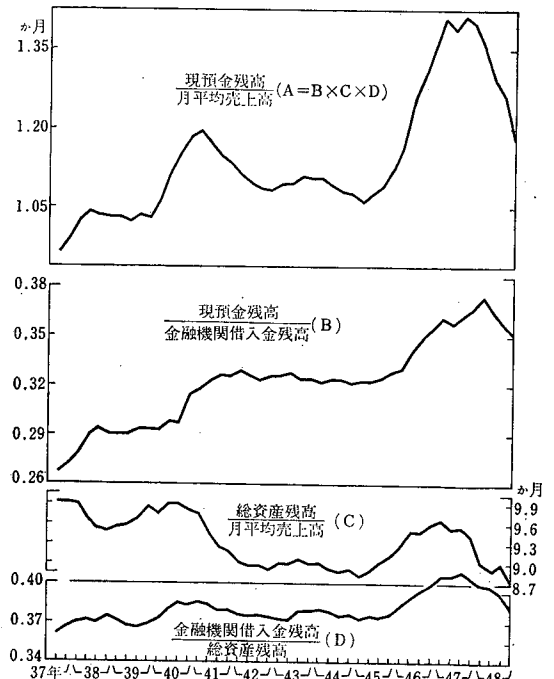
3. 企業金融のゆとりとその解消過程

(企業の手元流動性の低下)

以上のマーシャルのkの動向は、48年中における企業の手元流動性の動向とはほぼ一致しているように思われる。法人企業(全産業)の保有現預金対売上高比率をみると、図Ⅱ-3-1のとおり、47年7~9月期をピークとして低下傾向に転じている。もっとも、この比率の48年1~3月期までの低下は、もっぱら総資産回転率の上昇と総資産借入依存度の低下によるものであり、企業保有現預金の対借入金比率は48年1~3月期まで上昇を続けている。日本の企業は取引先金融機関との円滑な取引関係を維持するため、借入金の一定割合の

(図Ⅱ-3-1)

現預金対売上高比率の要因別分解(全産業)



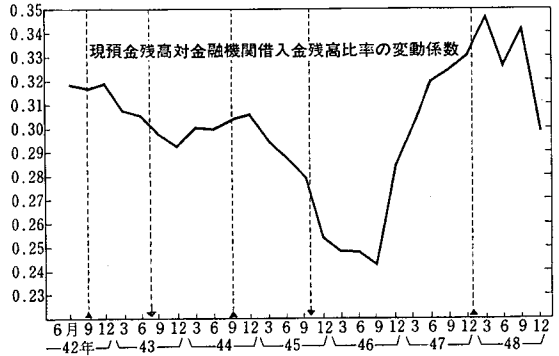
- (注) 法人企業統計による。ただし、48/IV期については、日本銀行「主要企業短期経済観測」により推計。

預金を事後的な平均残高として残しておこうとする傾向があることを考慮すれば、この現預金対借入金比率の変動の方が、企業の手元のゆとりを端的に示しているように思われる。この現預金対借入金比率は、図Ⅱ-3-1に示すように48年4～6月期から低下に転じており、前掲図Ⅱ-2-2のマーシャルのkの下方転換の時期ともほぼ一致している。

こうした企業の手元流動性の動向をより正確にみるため、現預金に短期運用有価証券を加え、その対借入金比率をみると、表Ⅱ-3-1のとおりである。この比率も、48年4～6月期以降、かなり急速な低下を示しているが、48年10～12月期に至ってもなお過去の引締め期の水準よりは高い。手元流動性の本格的な窮迫は、49年に入ってから、とくに5、6月の決算資金流出期かと思われる。

(図Ⅱ-3-2)

資金繰りひっ迫度の業種間跛行性(製造業12業種)



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

$$2. \text{変動係数} = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}}{\bar{x}}$$

ただし

- n : 業種数 (=12)
- x_i : i 業種の現預金対借入金比率
- \bar{x} : x_i の平均値
- ▲ : 引締め開始時点
- ▼ : 引締め解除時点

(表Ⅱ-3-1)

主要企業の手元流動性比率

(単位・%)

		2期前	1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目	
手元流動性対借入金残高比率	全産業	今回	32.2	33.5	34.4	33.4	32.1	30.4	28.6
		前回	26.6	26.7	26.5	26.2	26.2	26.0	26.2
		前々回	n.a.	27.6	27.8	28.0	27.0	26.9	*26.8
	製造業	今回	32.7	34.3	35.8	35.9	35.8	34.4	33.1
		前回	28.8	29.0	29.1	29.1	28.8	28.6	28.7
		前々回	n.a.	30.1	30.2	30.5	29.1	29.2	*28.9
	非製造業	今回	31.5	32.5	32.7	30.3	27.6	25.6	23.2
		前回	23.2	22.9	22.4	21.6	22.3	22.0	22.4
		前々回	n.a.	23.9	24.2	24.0	23.8	23.6	*23.4
	うち商社	今回	35.7	37.2	35.8	32.5	28.4	26.2	23.3
		前回	24.1	23.8	22.4	22.4	22.3	21.5	21.6
		前々回	n.a.	27.2	27.4	28.1	27.3	26.7	*25.7

(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。
 2. 引締めの開始期は今回48年1～3月期、前回44年7～9月期、前々回42年7～9月期。
 3. 手元流動性＝現預金残高＋短期運用有価証券残高。
 4. 季節調整済み。
 5. *印は引締め解除期を示す。

がみられた。とくに選択的規制の対象となっていた商社、建設、不動産の手元は早くからかなり詰まっており、電力、機械も資材・原燃料の値上がりや回収悪化などから、48年10～12月期以降急速に低下している。一方、造船、自動車はかなり急速に手元が落ちているものの、なおゆとりを残しており、石油、紙・パルプ、鉄鋼、合繊、化学、セメントなどの素材メーカーは、石油危機発生後の販価引上げに伴う自己資金の増加もあって49年に入ってもなお余裕がある。このような手元流動性の業種ないし企業による跛行性は、先行する国際収支黒字の影響の相違や選択的規制の影響、さらには物不足に伴う超過利潤発生のかたよりを映じたものである。それが過去の引締め局面に比べてとくに大きかったことが、企業金融全体の引き締めを遅らせ、企業活動を制約するまでのラグを大きくしたといえよう。ただ、48年10～12月期に

はその跛行性もしだいにならされはじめており、
 手元流動性が本格的に落ち込む49年上期には、ほ
 ぼ解消するものと思われる(図Ⅱ-3-2)。

(自己資金の動向)

さて、企業の資金繰り、すなわち企業流動性の
 状態は、こうした手元流動性の動向のほか、金融
 機関からの借入れの難易(金融機関信用のアペイ
 ラビリティ)、収益動向を映じた自己資金の状
 況、企業間信用の状態などによっても左右され
 る。金融機関信用のアペイラビリティについて
 は、すでに前節で金融機関の貸出動向を分析す
 る際、貸出態度の推移として述べたので、ここ
 では自己資金と企業間信用を分析しよう。

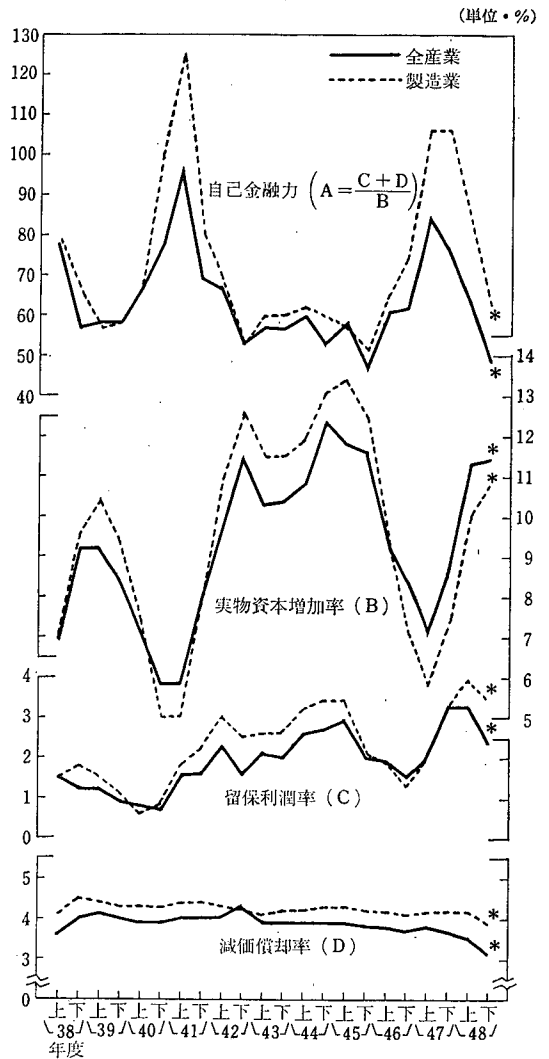
企業の自己資金の状況を、内部留保、引当金お
 よび減価償却の合計の実物投資(設備投資と在庫
 投資の合計)に対する比率によってみると、この
 比率は全産業の場合47年度下期から低下しはじ
 め、48年度下期にはほぼ前回引締め期並みの低さ
 になると見込まれる。しかし、これは商社その他
 の非製造業の比率が著しく低下しているためであ
 り、製造業だけみると、48年度下期はかなり低下
 するものの、総じて48年度中は42~45年度の水準
 よりも高い(図Ⅱ-3-3)。この比率は、実物資
 本の増加率(実物投資+実物資本)、留保利潤率
 (内部留保・引当金+実物資本)および減価償却率
 (減価償却+実物資本)に左右されるが(図Ⅲ-3-
 3(注)参照)、48年度中の製造業の比率が高いの
 は、実物資本の増加率が低く、反面留保利潤率が
 高いためである。換言すれば、48年度中、とくに
 上期は、設備投資中期循環の上昇局面に入ったば
 かりであるために実物投資の水準が低く、反面「価
 格景気」ないし「インフレ景気」ともいふべき状
 況の中で高収益をあげていたために自己資金依存

度が高かったといえる。

業種別にみると、造船、紙・パルプなどではそ
 の傾向がとくに顕著であり、また鉄鋼、一般機

(図Ⅱ-3-3)

企業自己金融力の分解



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」による。ただし、*印の48/
 下については日本銀行「主要企業短期経済観測」により推
 計。

2. 自己金融力(A)

$$= \frac{\text{内部留保} + \text{引当金} + \text{減価償却}}{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}$$

$$= \left[\frac{\text{内部留保} + \text{引当金}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} (C) \right. \\
 \left. + \frac{\text{減価償却}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} (D) \right] \\
 + \frac{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} (B)$$

械、自動車、化学なども主として設備投資の水準が低いために自己金融力が高い。反面、非製造業の自己金融力が低いのは、投資水準が高い一方、減価償却率が低いためである。なおこうした一般的傾向とは別に、48年度下期、とくに11～12月には、石油危機発生を契機とするコスト先取りのな値上げにより、石油、紙・パルプ、鉄鋼、化学、セメントなどでは一時的に自己資金の著増がみられた。

(企業間信用の推移)

次に企業間信用の動向を日本銀行「企業短期経済観測」によってみると(表Ⅱ-3-2)、企業間の決済条件は、非製造業が48年4～6月期から、製造業は同7～9月期からそれぞれ悪化傾向に転じたが、10～12月期に至り石油危機に伴う物不足

の激化から、非製造業の受取り条件を除き、いずれも一時的な好転をみた。しかし49年1～3月期には、さすがに再び悪化傾向に戻っている。非製造業における決済条件の悪化が、製造業よりも1四半期早く始まったのは商社、建設、不動産などの資金繰りひっ迫が早くから始まったためである。また10～12月の物不足激化の影響も、製造業、非製造業では対照的となっている。製造業では、物不足に伴う売り手市場化を背景に回収を強化したため、反面で支払条件も若干短縮したものの、全体として与信超過は縮小し、資金繰り好転要因となった。こうした傾向は、石油、鉄鋼、化学においてとくに顕著である。これに対して非製造業では、建設、不動産などを中心に引き続き回収条件が悪化している反面、資材・原燃料確保の

(表Ⅱ-3-2)

引締め開始後の企業間信用比率の推移

(引締め開始1期前を100とした指数、季節調整済み)

			1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
今	売上債権比率	主要企業	100.0	94.9	94.6	96.1	92.0	97.3
		(うち製造業)	(100.0)	(96.2)	(94.6)	(98.2)	(90.5)	(96.4)
		(うち非製造業)	(100.0)	(94.3)	(95.0)	(95.6)	(94.4)	(99.6)
		中小企業製造業	100.0	95.9	98.1	101.1	96.1	< 99.4>
回	買入債務比率	主要企業	100.0	96.5	96.9	100.4	95.2	107.9
		(うち製造業)	(100.0)	(99.1)	(99.6)	(106.6)	(101.3)	(117.9)
		(うち非製造業)	(100.0)	(94.7)	(94.9)	(95.9)	(90.0)	(100.6)
		中小企業製造業	100.0	95.6	98.4	102.8	98.0	< 96.8>
前	売上債権比率	主要企業	100.0	99.7	99.7	100.0	100.8	103.4
		(うち製造業)	(100.0)	(99.5)	(99.5)	(99.5)	(100.0)	(103.2)
		(うち非製造業)	(100.0)	(100.3)	(100.5)	(101.4)	(102.9)	(104.9)
		中小企業製造業	100.0	101.4	100.9	100.0	101.1	102.8
回	買入債務比率	主要企業	100.0	101.3	101.3	103.1	105.7	108.8
		(うち製造業)	(100.0)	(100.8)	(102.5)	(105.1)	(108.4)	(112.7)
		(うち非製造業)	(100.0)	(101.4)	(100.2)	(101.8)	(103.3)	(105.2)
		中小企業製造業	100.0	103.6	102.8	101.2	102.4	102.8

- (注) 1. 日本銀行「主要企業・中小企業短期経済観測」による。
 2. 売上債権比率=売上債権残高/月平均売上高。買入債務比率=買入債務残高/月平均売上高。
 3. 引締め開始期は今回48年1～3月期、前回44年7～9月期。
 4. < >内は予測。

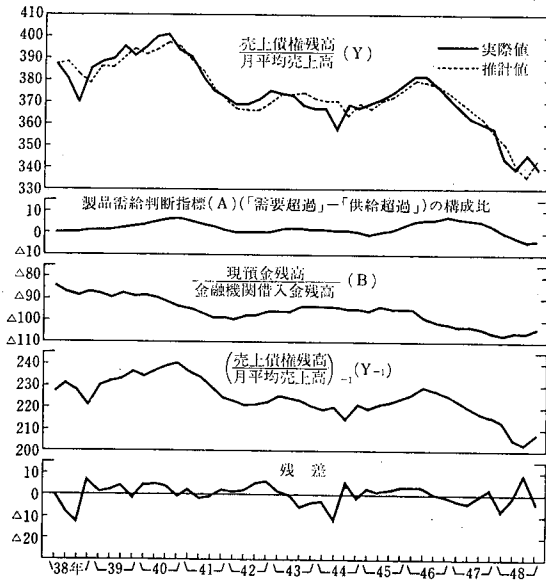
ために支払条件を改善したため、与信超過幅は大幅に拡大した。なお商社は、回収を強化したものの、支払条件の改善の方が大きく、全体として与信超過が拡大した。

このように、10～12月期には決済条件が一時的に好転したこともあって、総じて48年中は、過去の引締め期に比して、決済条件の悪化幅＝企業間信用の膨張が小さい。これは石油危機を別にしても、総じて48年中は過去の引締め期に比して商品の需要超過傾向が著しく強く、また企業の手元流動性も高かったため、売手、買手の力関係からも、また金融面からも、決済条件長期化の要因が少なかったためといえよう。このことは、図Ⅱ-3-4に示したように、回帰分析の手法によっても統計的に確認できる。

(図Ⅱ-3-4)

売上債権比率の変動要因別分解(製造業)

(単位・%)



$$Y_t = -0.110A_t - 3.006B_t + 0.598Y_{t-1} + 243.672$$

$$(-2.14) \quad (-4.66) \quad (5.24) \quad (4.08)$$

$R^2 = 0.889$, $D \cdot W = 1.86$, カッコ内は t 値。

計測期間 38/I ~ 48/IV

- (注) 1. 法人企業統計季報による。Aを除きいずれも季節調整済み。
 2. 48/IV期については、日本銀行「主要企業短期経済観測」により推計。

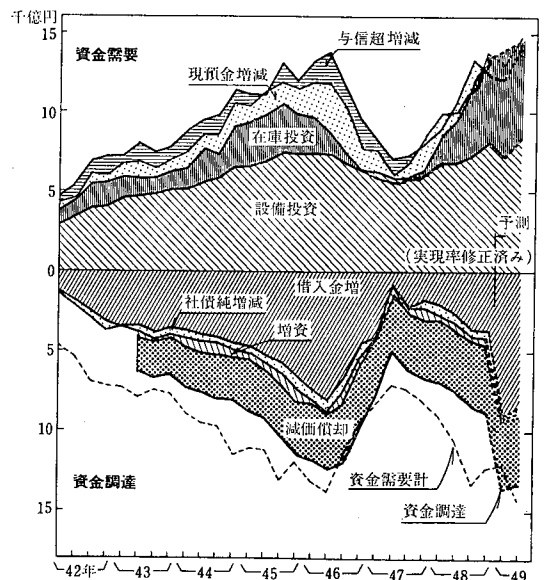
(企業金融のひっ迫)

以上、企業流動性の諸側面をみたので、ここで企業の資金繰りに対するそれら諸要因の影響をまとめておこう。まず日本銀行「企業短期経済観測」の主要企業製造業についてみると(図Ⅱ-3-5)、設備投資の規模は、48年10～12月期に至ってようやく前回ピークを上回る水準に達した程度でさしたる資金繰り圧迫要因とはなっていないかった。しかし在庫投資の規模は48年7～9月期以降急速に拡大し、同時に金融機関貸出の増加が厳しく抑えられたため、自己資金の高水準および企業間与信超過の縮小ないし受信転化にもかかわらず、手元流動性の低下が始まった。

同じような傾向は、「資金繰り判断D. I.」についても認められる。主要企業製造業では、48年7～9月期に至って、資金繰りが「苦しい」とす

(図Ⅱ-3-5)

製造業主要企業資金需給バランス



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。
 2. 社債、増資、減価償却は原計数、その他は季節調整済み。
 3. 資金需給要計と資金調達計との間のギャップは、有価証券、投資、収益勘定等の変動に伴うもの。

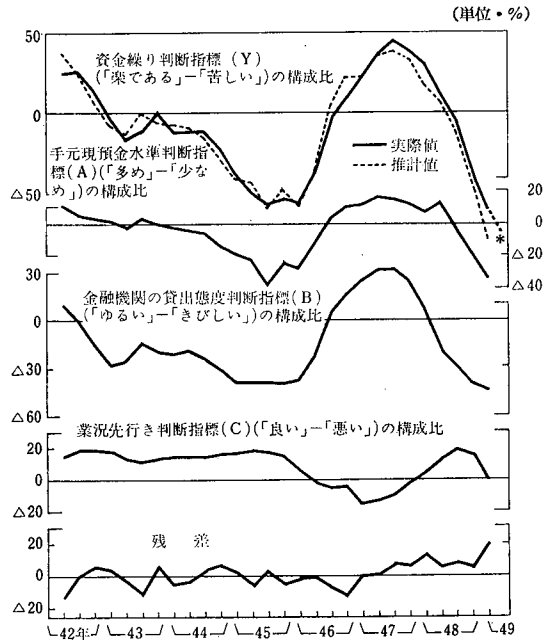
る企業の構成比が「楽である」とする企業のそれをようやく上回ったが、この時期までの資金繰りひっ迫は主として金融機関の貸出態度が厳しくなったためであり、順調な業況を背景に自己資金はむしろ緩和要因として働いていた。しかし10~12月期以降は手元流動性の低下が進み、49年に入ると業況の先行き観の悪化から自己資金の見通しも楽観を許さなくなったため、金融機関の貸出態度がますます厳しくなったこととあいまって、「資金繰り判断D. I.」は、過去の引締め期のボトム並みに低下した(図Ⅱ-3-6)。

次に、主要企業非製造業では、今回の景気上昇が当初財政、消費主導型であったこともあって、設備投資の水準が初めから高く、48年にはさらに在庫投資や企業間と信超過の増加が加わったため、資金需要は著しく高くなった。一方金融機関の貸出は、商社、建設、不動産を中心に抑えられたので、手元流動性の低下と資金繰りのひっ迫は早くから始まり、金繰りのひっ迫感は48年末にはほぼ前回引締め期のボトム並みとなった。

この間中小企業製造業は、手元流動性(現預金対借入金比率)の水準が48年10~12月期に至って

もかなり高いため、金融機関の貸出態度が7~9月期以降かなり厳しくなってきたにもかかわらず、48年中は資金繰りが徐々に苦しくなる程度で推移した。しかし49年に入ってからは、さすがに(図Ⅱ-3-6)

製造業主要企業の資金繰り判断



$$Y = 0.92A + 0.47B + 0.39C - 0.26$$

$$(5.01) \quad (5.74) \quad (4.22)$$

$$R^2 = 0.950, D \cdot W = 1.48, \text{カッコ内は } t \text{ 値。}$$
 (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。
 2. 計測期間は42/Ⅱ~48/Ⅱ。
 3. *印は49/6月までの企業の予測。

(表Ⅱ-3-3)

中小企業製造業の流動性比率および判断指標

(単位・%)

		2期前	1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
流動性比率	今回引締め期	44.1	44.1	44.2	44.7	44.5	44.1	
	前回	44.2	44.3	44.2	43.7	43.2	42.5	42.0
資金繰り判断D. I.	今回	2	3	6	5	0	△ 12	△ 25
	前回	△ 7	△ 4	△ 5	△ 8	△ 12	△ 18	△ 23
金融機関の貸出態度判断D. I.	今回	44	33	24	△ 1	△ 15	△ 41	△ 58
	前回	0	△ 1	△ 1	△ 11	△ 19	△ 29	△ 31

(注) 1. 日本銀行「中小企業短期経済観測」による。
 2. 流動性比率=現預金残高/金融機関借入金残高。
 3. 資金繰り判断D. I.=「楽である」-「きびしい」。
 4. 金融機関の貸出態度判断D. I.=「ゆるい」-「きびしい」。
 5. 引締め開始期は今回48年1~3月期、前回44年7~9月期。

前回引締め期並みのひっ迫感に近づいている(表II-3-3)。

なものとなり、年末の水準も利付電債債(最長期(図II-4-1))

4. 資本市場のひっ迫

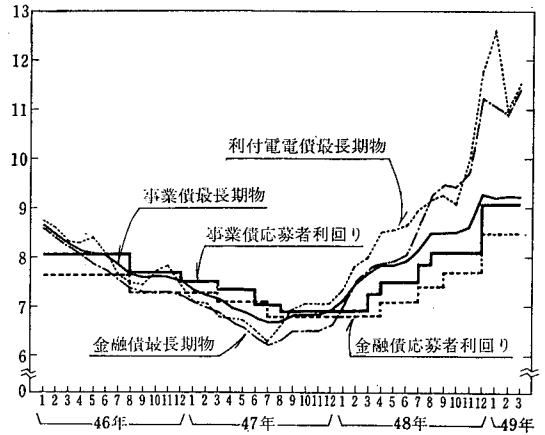
以上の企業金融の動向は、すでにみた金融機関の与信態度と並んで、48年中の資本市場に大きな影を落としている。

(公社債流通市場の動向)

まず48年中の公社債流通市場をみると、既発債の市場利回りは、47年10~12月期に上昇に転じた後、48年中、5~6月、9~10月の2度にわたって若干の足踏みはしたものの、ほぼ一貫して過去の引締め期を上回る急テンポの上昇を続けた。その結果、48年中の利回り上昇幅は近年にない大幅

債券利回りの推移

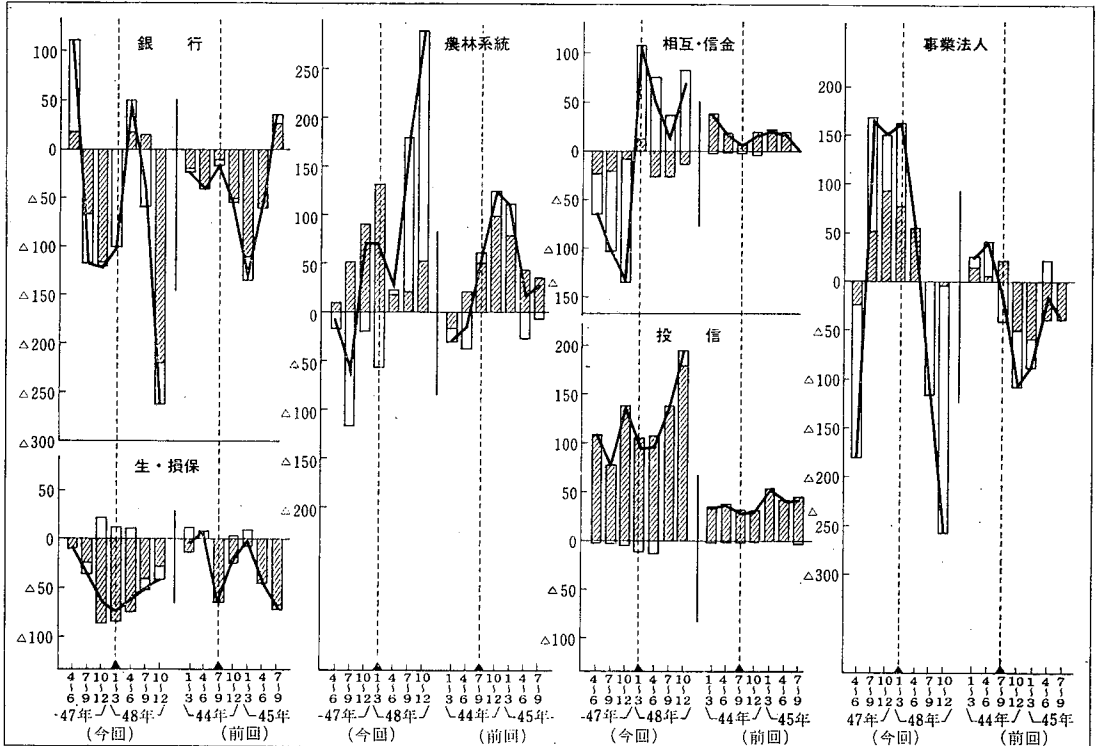
(単位・%)



(注) 事業債および金融債利回りは店頭気配相場、利付電債利回りは上場相場。

(図II-4-2)

業態別にみた債券ネット売(△)買額(指数)の推移



- (注) 1. 罫……無条件売(△)買超額
- ……条件付売(▲)買超額
- 折線……総売(▲)買超額
- 2. ▲は引締め開始期
- 3. グラフの目盛りは売(△)買超額を指数化したもの。

物)が11.6%と37年7月以来の高水準に達し、また事業債(AA格、最長期物)の店頭気配相場は9.24%と店頭気配相場発表再開(40年8月)以来の最高水準を記録した(図Ⅱ-4-1)。

48年中の取引主体は、無条件売買と条件付き売買を合計したネットでみるかぎり、都市銀行、生・損保、事業法人が売りの主体となり、投資信託、農林系統金融機関、中小企業金融機関、官庁共済が買い手に回った点で、過去の引締め期と大きな違いはない(図Ⅱ-4-2)。都市銀行は、資金ポジションの悪化幅を極力小幅にとどめ、さらに外部負債の担保切れを回避するためにも、日本銀行借入担保非適格債を中心に債券の売却を増やし、年間で3,000億円強の売却超を記録した。また事業法人も、企業流動性の低下がしだいに本格化しはじめた9月ごろから売却超に転じ、とくに11月の決算期ごろから49年にかけて一段と売却幅を拡大した。これに対し買い手金融機関は、従来の引締め期に比して余資水準の低下幅が大きいうえ、累次にわたる金利政策の強化、これに伴う利回りの先高観、さらに高騰した短期金融市場金利との裁定などもあって、しばしば買い控える場面もあったため、市場利回りは前述のような高騰をみる事となった。

しかし48年中の市場動向を、無条件売買と条件付き売買に分けていまいし仔細にみると、超緩和期における条件付き売買市場拡大の反動や48年中の外国為替相場変動の影響が色濃く投影された結果、従来みられなかった次のような特徴が認められる。まず信用金庫、農林系統金融機関は緩和期に大量に売った条件付き債券の戻り玉消化で手一杯となったため、無条件売買市場では、信用金庫が過去の引締め期とは逆に売り超となり、また農林

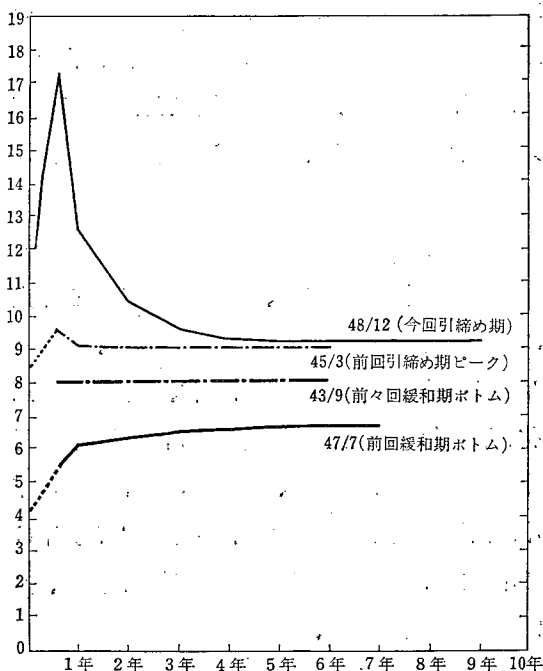
系統金融機関は過去の引締め期に比し、買超額が小幅化し、買超総額に占めるウェイトも大きく低下した。一方事業法人は、緩和期の手元流動性温存の一形態であった条件付き買入債券の期日売戻しによって資金を調達しえたため、無条件売却を増やした過去の引締め期とは様変わり、無条件市場で、買超となった。この間外人は、秋ごろから円先安を予想して投資資金の回収を図ったため、46~47年とは様変わり、無条件市場で売却超となった。

こうした取引態様に共通していえることは、従来の引締め期に比し、採算重視の合理的取引が増加したということであろう。従来は、資金繰りの必要上、採算をある程度度外視して投売りをする

(図Ⅱ-4-3)

利回りの期間別構造

(単位・%)



(注) 期間別利回りは、それぞれ次のものを使用。

2か月……手形売買レート(買い手)

3か月、6か月……債券の条件付き売買レート

1年以上……既発債(事業債)の店頭気配相場

主体と、これに買い向かう余資保有主体との間のいわば一方通行が取引の大宗を占め、長短市場金利はほとんど同じように上昇した。しかし今回は、短期金融市場金利や条件付売買利回りが大幅に上昇した反面、長期債の市場利回りの上昇は相対的に小幅にとどまり、その結果欧米先進諸国の金融ひっ迫期における金利の期間構造と同じように、短期金利の方が長期金利よりも高い形で市場金利の均衡がみられた(図Ⅱ-4-3)。

これは、売却の主体が、キャピタル・ロスの大きい長期債の売却を極力避け、期日の近い債券を中心に売却したり(都市銀行)、条件付き買入債券の売戻しや買戻し条件付きの債券売却を行う傾向が強いこと、一方買手は、長期的高利回り運用資産の確保という見地から長期物の無条件買入れを安定的に続ける傾向が強いこと、などによる面が大きい。さらに市場構造の点でも、今回緩和期を通じ、都市銀行の事業債および金融債の消化シェアが低下した一方、安定的債券保有者としての個人の消化シェアが上昇したことも引締め期の長期債売却を少なくしている一因であろう。

(株式市場の推移)

次に株式市場をみると、市況は年初および年央に一時強調を示す場面もみられたものの、大勢としては引締め政策のあいつぐ強化、国際収支の悪化、石油危機の発生などを背景に下げ続け、12月中には年中最安値(18日、旧ダウ 3,958円。なお年中最高値は1月24日の5,359円)を記録した。下げの中心は47年の上げ相場の主役を演じた鉄鋼、重電等の大型株であり、また年末には損保などいわゆる優良株も外人売りから大きく下げた。

48年間の主体別売買状況を見ると、引き続き個人と外人が売却し、これを事業法人、証券会社、

銀行、生・損保が購入するというパターンを続けており、47年と大差はないが、その間の推移を仔細にみると、次のような特徴がうかがわれる。まず外人は、石油危機発生に伴う円先不安を背景に11月以降売却を著しく増やしたため、年間売却超数で個人を抜き、売りの最大手となった。一方、事業法人、銀行、生・損保の買入超数は、金融のひっ迫を映じ、前年比半減した。また投資信託は、年前半の利食い売りから前年とは様変わり売却超となった。

もっとも、こうした傾向は、金融引締めが一段と浸透した年末から49年にかけて大きく変わった。事業法人は手元流動性の低下を映じて売り超に転じ、一方個人と投資信託は値ごろ観から小幅の買超に変わっている。

(起債市場の変化)

以上、流通市場の動向をみたので、次に発行市場の推移をみよう。48年を中心とする起債市場を特徴づけたものは、なんとといっても、発行条件の上方改定(応募者利回りの引上げ)がひんばんかつ大幅に行われたことであろう。すなわち、事業債は48年4月を皮切りに、5月、8月、9月、49年1月の計5回、応募者利回りで通計2.207%の引上げが行われ、長期国債、政保債、地方債、金融債についても、48年5月を皮切りに、計4回の引上げが行われた。

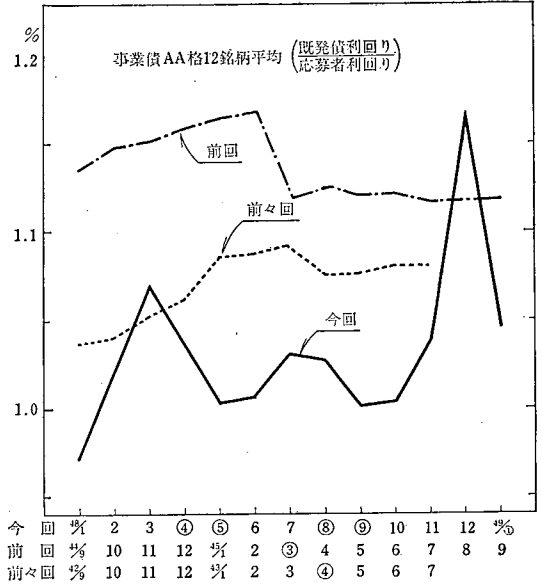
このうち事業債の第1回改定は、経団連資本対策委員会の「事業債の発行条件弾力化の申し合せ」(46年6月)の趣旨に沿い、市場利回りが応募者利回りを上回った後、数ヶ月のうちに、公定歩合の第1回引上げに先だって起債関係者の自主的な話し合いにより決定されたことが注目される。またその後も市場利回りの上昇に追随し、ひんばん

に引き上げられた結果、過去の引締め期に比べれば、市場利回りと応募者利回りの乖離幅は小幅にとどめられた(図Ⅱ-4-4)。

このように、金融ひっ迫期において、公社債発行条件の弾力的変更が行われるようになったことは、公社債市場における金利機能回復の芽として大きく評価すべきであろう。しかし、48年中の応募者利回りの引上げは、市場の実勢利回りとの関係からみて、無理なく新発債が消化されるほど十分なものであったとはなおいいきれない。この点、48年における世銀債等円建外債の応募者利回りは、金利の先高をも織り込んで、その時点の市場利回りを下回らない水準に決められることが多かった。これは、海外資本市場のあり方を映じたものとして参考となろう。

(図Ⅱ-4-4)

新発債応募者利回りに対する既発債利回り水準



(注) ○印は発行条件改定実施月。

(表Ⅱ-4-1)

事業債起債計画(純増ベース)

(単位・億円、%)

		純増額	前年度比	うち電力債	
				前年度比	前年度比
46年度実績		5,407	+ 83.4	2,598	+ 79.8
47	〃	2,334	- 56.8	2,664	+ 1.8
48	〃	4,001	+ 71.4	3,836	+ 45.1
3月調査時点	48年度(上期)	5,385 (2,188)	+ 130.8 (+ 132.5)	3,618 (1,626)	+ 36.9 (+ 42.9)
	(下期)	(3,198)	(+ 129.6)	(1,992)	(+ 29.7)
6月調査時点	48年度(上期)	5,385 (1,673)	+ 130.8 (+ 77.7)	3,618 (1,625)	+ 36.9 (+ 42.9)
	(下期)	(3,712)	(+ 166.5)	(1,993)	(+ 29.7)
9月調査時点 (起債調整前)	48年度(上期)	7,755 (1,885)	+ 232.3 (+ 100.3)	4,434 (1,509)	+ 66.4 (+ 32.6)
	(下期)	(5,870)	(+ 321.4)	(2,925)	(+ 94.2)
9月調査時点 (起債調整後)	48年度(上期)	5,855 (1,885)	+ 150.9 (+ 100.3)	4,434 (1,509)	+ 66.4 (+ 32.6)
	(下期)	(3,970)	(+ 185.0)	(2,925)	(+ 94.2)
実績	48年度(上期)	4,001 (1,885)	+ 71.4 (+ 100.3)	3,836 (1,509)	+ 45.1 (+ 32.6)
	(下期)	(2,116)	(+ 51.9)	(2,327)	(+ 54.5)

(注) 公社債協会調べ。

また、度重なる応募者利回りの引上げにもかかわらず、事業会社の起債意欲にはほとんど影響せず、むしろ起債希望額は高まりさえしたので、48年度下期から、関係者の話し合いによる起債額の調整が行われた(表Ⅱ-4-1)。こうしたいわば資金の需要超過とそれに伴う信用割当は、金融機関の貸出抑制に伴う企業金融の引き締めから、資本市場に対する需要が急増したことが一因であるが、同時に応募者利回りの引上げ幅が不十分であるため発行者コストが長期借入実効金利より、かなり低い(表Ⅱ-4-2)という事情も響いていることは否めない。

この結果、48年度中における事業債の起債額(純増ベース)は、下期に起債調整によって若干

(表Ⅱ-4-2)

長期資金調達コスト比較

(単位・%)

	株式額 面発行	社債	転換 社債	長期借入金	
				実効 金利	(参考) 長期プライム・レート
昭和40年度末	17.60	8.313	—	9.088	8.4
41 /	12.61	8.313	8.5	8.868	8.2
42 /	13.59	8.313	—	8.886	8.2
43 /	14.20	8.563	—	9.198	8.2
44 /	14.67	9.007	8.7	9.117	8.2
45 /	15.07	9.007	8.9	9.665	8.5
46 /	14.97	8.417	8.15	9.291	8.2
47 /	15.55	7.822	6.8	8.789	7.7
48年5月	(9月)	8.395	7.0	9.165	8.0
8 /	16.39	8.763	7.5	9.615	8.3
10 /	(3月見込み)	9.078	7.9	10.000	8.6
49年1月	16.53	10.127	9.7	10.877	9.4

- (注) 1. 額面増資コスト=配当率×(1+実効税率)として算出。
 2. 社債コストはAA格事業債の発行者コスト(企業担保付)。
 3. 転換社債コスト=クーポン・レート+1%。
 4. 長期借入金実効金利(長期信用銀行)

$$= \frac{\text{プライム・レート} - (\text{各期の預金利率} \times \text{債務者預金比率})}{1 - \text{各期の債務者預金比率}}$$
 ただし、48年8月、10月、49年1月については、債務者預金比率が各月とも48年9月並みと仮定して推計。

抑制されたものの、4,001億円に達し、前年度比+71.4%の著増をみた。一方転換社債についても、企業の起債意欲は根強く、49年1~3月期に入って起債額の圧縮が図られたものの、年度間発行額は4,103億円と前年度を42%方上回る増加となった。

(増資動向)

このように企業の起債額は、従来と同じように、引締め期に入ってかえって増加しているが、この間、企業の増資は、過去のいわゆる金繰り増資とは様変わりし、48年に入って減少傾向を示している。48年度中の増資調達額は7,288億円、前年度比-43.9%の減少となった。

これは47年度を境に、発行形態の主流が額面発行から時価発行に移行したことから、株価が低迷する金融ひっ迫期の増資が困難化しているためである。資本市場において流通市場と発行市場が金利機能によってつながり、資金の需給調整が金利変動によって自律的にコントロールされるメカニズムは、債券市場よりも株式市場において、一歩先んじて動きはじめているといえよう。

このようなメカニズムで増資の抑制がかなり行われたため、48年度における企業の資本市場からの調達額は、合計15,392億円と前年度を15%方下回り、全体としてみれば引締め政策の影響は発行市場にも及んだと評価することができよう。

(公共債の発行状況)

この間、公共債の発行状況をみると、新規長期国債、政府保証債、地方債を合わせた48年度中の市中公募額(発行額ベース)は20,719億円と高水準の前年度を7%方下回った。これは、新規長期国債の発行予定額が年度途中における税の大幅自然増収見込みと債券の消化地合い悪化を考慮して再

度にわたり減額修正され、結局前年度を2,000億円強下回った(シ団引受け額、当初予定19,039億円→実績15,000億円、前年度17,150億円)ほか、政府保証債の公募額も同様の事情から当初計画比減額修正され、ほぼ前年度並みにとどめられた(当初予定4,546億円→実績4,039億円、前年度4,024億円)ことによる。一方、地方債の公募額は、48年度から公募地方債の発行団体が従来の8団体から18団体に拡大されたことを主因に1,680億円と前年度(1,202億円)を大きく上回った。これは、従来から縁故地方債の発行量増大が地方銀行等の大きな資金負担要因となっている実情等にかんがみ、これを極力市場公募に切り替えていこうとの趣旨からとられた措置であるが、地方債の応募者利回りが民間債に比べ劣っているところから、消化地合いは必ずしも芳しくなかった。この点、公共債といえども市場の実勢に即していまいっそう弾力的に発行条件を動かしていく必要があることを物語っているといえよう。

5. 資金循環の変化と特色

最後に、これまでに検討した金融動向の諸側面を、資金循環の観点から総括してみよう。

(資金循環規模の縮小)

国内経済部門(法人企業、政府、公社公団・地方公共団体、個人の4部門)の資金調達総額(以下、資金循環規模とよぶ)は、47年に29兆9,757億円、対前年比+27.8%の大幅拡大を示したあと、48年には法人企業部門の借入金増加の減少を中心に、31兆3,985億円と、前年比+4.7%の小幅な増加にとどまった(表Ⅱ-5-1)。この間の推移を資金循環規模の対名目GNP比率(季節調整済み)で見ると(図Ⅱ-5-1)、46~47年を通じて上昇

(表Ⅱ-5-1)

国内経済部門の資金調達

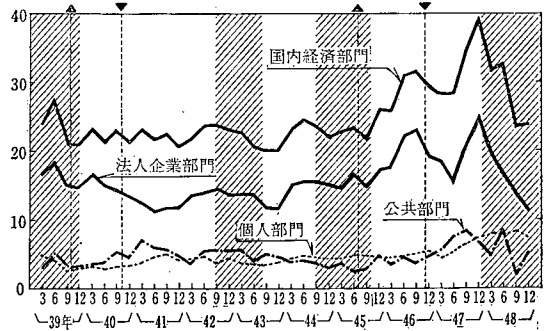
(単位・億円)

		昭和46年	47年	48年
部門別	法人企業	162,949	181,648	170,548
	個人	38,249	53,766	86,732
	公共	33,332	64,343	56,705
	政社公団・地方公共団体	8,402	31,778	8,624
形態別	借入金	185,781	232,990	266,417
	市中借入金	160,888	202,888	215,498
	銀行借入金	95,278	119,819	92,964
	その他金融機関借入金	65,610	83,069	122,534
	政府借入金	24,893	30,102	50,919
	証券発行(うち債券)	37,126	62,746	48,717
	対外信用	11,623	4,021	-1,149
源泉別	国内	219,130	294,721	315,731
	海外	15,400	5,036	-1,746
合計(A)		234,530	299,757	313,985
(前年比増加率・%)		(38.9)	(27.8)	(4.7)
(A) / 国内総投資(%)		80.6	90.4	69.1
(A) / 名目GNP(%)		29.6	33.1	27.8

(図Ⅱ-5-1)

資金循環規模の対名目GNP比率の推移

(単位・%)



(注) 1. 国内経済部門の資金調達額および名目GNPはいずれも季節調整済み。
2. ▲および▼は従来の山・谷を表わす。

した同比率は、47年10~12月期をピークに低下しはじめ、とくに銀行貸出の抑制が一段と厳しくなった48年7~9月期以降急落し、10~12月期には

ほぼ今回緩和期以前の水準にまで低下した。もっとも、これを残高ベースでみると、資金調達残高の対名目GNP比率(季節調整済み)は、47年末の162.5%から48年末には153.3%へと低下したが、なお緩和期の46年9月末(153.5%)並みの水準にとどまっている。これは、すでにみたように48年後半にマネー・サプライの増勢鈍化にもかかわらず、「マーシャルのk」がなお比較的高水準に推移していることと、いわば表裏の関係にあることは、いうまでもない。

(国内経済部門の資金調達面の変化)

48年の資金循環の動きを資金調達サイドについてみると(表Ⅱ-5-2)、法人企業と中央政府の資金調達額は前年比減少した反面、個人と公社公団・地方公共団体のそれは前回引締め期にはみられなかったような高い伸びを示した。その結果、

(表Ⅱ-5-2)

資金循環規模および資金の流れ
(金融引締め局面の変化)

(単位・%)

	前 回 (44/Ⅳ~45/Ⅲ)	今 回 (48/Ⅰ~48/Ⅳ)	(参考) 今回緩和 (47/Ⅰ~47/Ⅳ)
資 金 循 環 規 模	18.2 (100.0)	4.7 (100.0)	27.8 (100.0)
法 人 企 業 部 門	25.7 (67.1)	-6.1 (54.3)	11.5 (60.6)
公 共 部 門	-13.9 (12.9)	-11.9 (18.1)	93.0 (21.5)
政 府	-61.8 (2.0)	-72.9 (2.8)	278.2 (10.6)
公 社 公 団・地 方 公 共 団 体	11.0 (10.9)	47.6 (15.3)	30.6 (10.9)
個 人 部 門	23.2 (20.0)	61.3 (27.6)	40.6 (17.9)
資 金 の 流 れ	18.3 (100.0)	4.0 (100.0)	28.4 (100.0)
金 融 市 場	16.4 (89.8)	3.9 (93.7)	39.0 (93.7)
銀 行	4.5 (35.2)	-16.6 (35.9)	42.9 (44.7)
そ の 他 金 融 機 関	30.5 (37.2)	24.5 (39.0)	38.7 (32.6)
うち 中 小 企 業 金 融 機 関	27.8 (16.6)	3.7 (17.5)	71.2 (17.6)
農 林 水 産 金 融 機 関	92.4 (8.7)	74.2 (10.5)	26.5 (6.3)
政 府 金 融	16.6 (17.4)	19.2 (18.8)	29.6 (16.4)
証 券 市 場	58.2 (7.7)	53.0 (6.8)	-15.3 (4.7)
外 資 市 場	-1.9 (2.5)	*-1.7 (5.0) (-0.5)	-67.3 (1.6)

- (注) 1. 金融引締め後4四半期の累計額の前年同期比増減(-)率。カッコ内は構成比。
2. 資金循環規模は、法人企業・公共・個人の国内経済3部門の資金調達総額。
3. *印は実額(単位・千億円)。< >内は前年同期の実額。

資金循環全体に占めるウェイトも、法人企業部門が前年に比べ低下し、個人部門と公社公団・地方公共団体が上昇した。法人企業部門の資金調達が減少したのは、いうまでもなく引締め政策の浸透に伴い借入増加額が減少したためであるが、その間、同部門の投資超過が設備投資の急増を主因に増大したため、流動性の取崩しが行われた。また、政府部門の資金調達の減少は、租税の自然増収と公共投資繰延べなどによる面が大きい。これに対し、個人部門の資金調達の伸びが高いのは、48年後半に消費者ローン、住宅ローンが抑制されたものの、48年を通じてみれば、数年来の大衆化路線の定着もあって、なお高い増勢を維持したためである。また、公社公団・地方公共団体の資金調達の伸びが高いのは、中央政府に比べて公共投資の繰延べが少ないうえ、地価の騰勢が頭打ちと

なった下期を中心に、土地先行取得などの動きが広範化したためである。

(資金の供給経路の変化)

次に、こうした国内経済諸部門に対していかなる経路を通じて資金が供給されたかをみると(表Ⅱ-5-2)、金融機関貸出および証券投資(いわゆる間接金融)の伸びが48年には前年の3.9%増に抑えられた反面、証券市場経由の資金の流れ(いわゆる直接金融)は前年縮小の反動もあり大幅な増大を示し、また海外からの資金流入は従来とは様変わりした純減となった。いわゆる間接金融の動きのなかでは、銀行のウエイトが前年よりかなり低下し、農林系統金融機関および政府金融のウエイトが上昇したことが目だち、とくに後2者のそれは前回の引締め期に比べても高まった。

(個人の金融資産蓄積)

最後に、貯蓄超過部門である個人部門におい

て、金融資産残高の蓄積がどのようなテンポで進んでいるかをみると、46年6月以降増勢を高めてきた残高前年比は、46年12月の+18.6%、47年12月の+22.8%から48年6月には+23.9%に上昇し、これをピークとして48年後半には増勢鈍化に転じ、12月末に+20.8%となった。その大宗を占める通貨および定期性預金残高の伸び率も47年末の+26.0%から48年6月末に+27.4%とピークに達し、同年12月末には+22.9%と低下した。

このように48年中における個人の金融資産蓄積のテンポが所得・貯蓄水準の上昇にもかかわらず低下したのは、引締め効果の浸透に伴って土地売却代金の流入等が減少したほか、下期を中心に住宅ローン・消費者ローンなど金融機関の個人向け融資が抑制されたためとみられる。