

(表 I-1-1)

資金需給実績

(単位・億円)

I 金融面に現われた

引締め効果とその特色

昭和49年は、前年に引き続き、戦後の日本経済において最も長期にわたり、かつきわめて厳しい引締め政策の実施された年であった。年間を通じて公定歩合や預金準備率の変更等目だった政策措置はとられなかったが、窓口指導を通じて民間金融機関の貸出抑制が図られ、マネー・サプライの増勢は大幅に鈍化した。こうした引締め策の効果が景気・物価面にしだいに現われ、秋ごろ以降卸売物価の騰勢は目だって弱まり、年末ごろ以降消費者物価も落ち着き傾向を示した。

以下では、まず引締め政策が金融面に及ぼした影響とその特色について、①金融市場、②マネー・サプライ、③市中金融、④企業金融、⑤資本市場、の五つの側面からみることにしよう。

1. 短期金融市場と金融調節の特色

49年中の短期金融市場では、銀行券の増勢鈍化と財政資金の大幅払超を映じて市場の資金不足がここ1、2年になく小幅であったが、都市銀行のポジションが悪化を続けたことや、日本銀行の抑制的な金融調節方針などから市場の需給は引き締め基調で推移し、コール・レート、手形売買レートはともに39年引締め時並みの高水準となった。

(資金需給の動向)

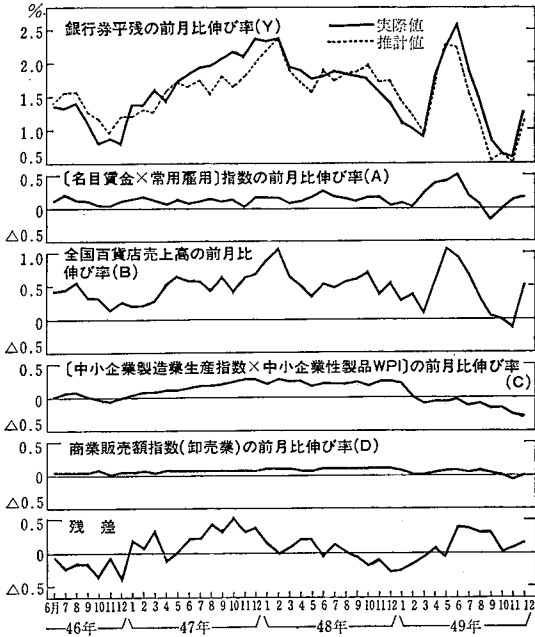
まず、資金需給の推移についてみると、銀行券の発行超は年間15,687億円と47、48両年を下回り(表 I-1-1)、年間平均発行残高の前年比伸び率も、著伸した48年(+26.9%)を大きく下回る

	47年	48年	49年
銀行券増減(△)	19,030	17,884	15,687
財政資金収(△)支じり	△ 1,101	△ 23,224	9,585
一般財政	△ 2,692	8,340	27,028
(純一般)	△ 3,969	3,895	17,585
(食管)	1,188	4,482	9,484
(代預)	89	△ 37	△ 41
国債	△ 15,806	△ 12,724	△ 13,659
(新規長期国債)	△ 17,943	△ 14,214	△ 14,856
(発行・償還)			
(短期証券)	2,137	1,490	1,197
(償還)			
外為	17,397	△ 18,840	△ 3,784
その他	△ 1,310	△ 3,424	△ 6,805
資金過(△)不足	21,441	44,532	12,907
準備預金増(△)減	△ 782	△ 12,672	△ 3,533
日銀信用増減(△)	22,223	57,204	16,440
うち貸出	14,413	1,474	△ 5,914
オペレーション	8,528	55,730	22,354
うち(債券売買)	△ 1,631	22,693	20,720
(買入手形)	7,159	33,166	1,505
(TB・売出手形)	3,000	△ 129	129

+20.3%にとどまった。このように、銀行券の伸びが48年に比べ鈍化したのは、景気実体面、なかんずく個人所得の伸び悩みや消費活動の停滞を映じたものであるが、伸び率の水準自体が引き続き2割台と48年を除けば36年(+22.9%)以来の高さとなっているのは、物価高騰による名目成長率の高さ(49暦年の名目成長率+18.6%、実質成長率-1.8%)に照応するものといえよう。銀行券平均発行残高の伸び率を月別にみると(図 I-1-1)、48年末ごろから49年春ごろにかけては消費活動の落込みを主因に急速に伸びが低下したが、その後夏ごろまでは、大幅賃上げを映じた企業の賃金支払いの増加とこれに伴う消費の回復を主因に増勢を取り戻した。しかし、その後、所定外労働時間の減少などから企業の賃金支払いが減少さ

(図 I-1-1)

銀行券の変動要因



$$Y = 0.077A + 0.299B + 0.067C + 0.032D + 0.819$$

(2.840) (5.710) (2.721) (0.767) (12.087)

$R^2 = 0.714$ $DW = 0.742$ ()内は t 値

(計測期間：昭和34年4月～49年12月)

(注) 説明変数、被説明変数とも季節調整後3ヵ月移動平均の前月比伸び率。

となり、消費活動が再び停滞の色を濃くしたこと、および中小企業関係の決済用現金需要も生産・売上げ不振を映じて減少したことから、銀行券の伸びは秋ごろ以降再び鈍化した。

一方、49年中の財政資金対民間収支は3年ぶりの大幅払超(9,585億円)を記録した。48年の巨額の揚超(23,224億円)と比べるとまったくの様変わりである。これは前年大幅揚超を記録した外為会計が小幅の揚超にとどまったことにもよるが、なんといっても、外為会計以外の財政収支が40年以来9年ぶりに払超(13,369億円)となったことが主因である。とくに9月以降年末にかけての財政資金の払超幅はかつて例をみない規模に達した。49年中の一般財政支出は、実質GNPベースでは後にみるように若干の減少となったが、名目ベース

でみた対民間収支では、人件費や地方交付金の増加、社会保障関係費等移転の支出の増大などからかなりふくらみ、さらに数次にわたって打ち出された政府系中小金融機関、住宅金融公庫等に対する巨額の財政投融资の追加もあって、対民間払超額は空前の規模に達したのである。

以上の結果、49年中の資金需給上では、資金不足額が比較的小幅(12,907億円)にとどまり、前年(同44,532億円)はもとよりのこと、47年の資金不足額をも下回った。

(金融調節の推移)

49年中の日本銀行の信用供与額は16,440億円と48年(57,204億円)に比べれば3分の1弱の規模にとどまったが、金融調節にあたっては前年に引き続き抑制方針を堅持した。日本銀行の信用供与形態をみると、資金不足月には債券および手形の買オペレーションを活用し、資金余剰期には主として買入手形の期日落ちによって信用の回収を図った。49年中は、前述したように、財政資金の大幅払超を主因に金融市場の資金不足幅が縮小をみた。が、季節的フレは引き続き大きく、こうしたフレについては、日本銀行は買入手形の増減によって機動的に対処した。

この結果、年間を通じてみると、債券売買は20,720億円とほぼ前年(22,693億円)並みの買入超となったのに対し、買入手形は48年(33,166億円)を大きく下回る1,505億円の増加にとどまった。この間、日本銀行の貸出は輸入資金貸付の回収を主因に5,914億円の減少(前年は1,474億円の増加)となった。

このように、市場の不足資金の大部分を日本銀行は債券、手形の買入れで供給したため、日本銀行信用の供与を受けた金融機関にとってその調達

コストはかなり高い水準となった。

(短期市場金利の一段高)

以上のような金融調節の結果、49年中の短期金融市場はどのような変化を示したかを次にみよう。

まず、49年には市場金利が一段高となったことが特徴的である。コール・レート(無条件物出し手レート、以下同じ)および手形売買レート(買い手レート、以下同じ)は2月にいずれも今回引締め期のピークを更新したあと、7～8月の資金不足期にはさらに一段高となり、コール・レートで13.5%、手形売買レートで13.75%といずれも40年代としては最高の水準に達した。その後、9～10月の資金余剰期にはコール・レートで1.0%、手形売買レートで0.5%の低下をみたが、11～12月には同幅だけ上昇したため、結局12月の市場繁忙期には7～8月と同水準に戻った。この結果、49年中では両レートとも1.5%の上昇をみたことになるが、48、49両年の今回引締め期を通じてみれば、コール・レートで9.25%、手形売買レートで8.75%の上昇と、公定歩合の大幅引上げを映じてその上昇幅は前3回の引締め期のいずれをも大きく上回っている。

市場金利がこのように一段高となったのは、都市銀行の市場資金取入れ意欲がきわめて強かったことと、前述した日本銀行の抑制的な金融調節方針によるものである。都市銀行の資金ポジションは、企業の手元流動性の取崩しを映じた企業預金のはく落を主因に、48年に引き続き大幅な悪化を示し、その悪化幅が市場全体の資金不足額を上回る規模に達したこともあって、都市銀行の外部資金取入れ意欲はほぼ年間を通じてきわめて強かった。

(短期市場資金量の増大)

こうした市場金利の一段高は、資金の取り手である都市銀行等の貸出の限界的採算を悪化させ、貸出抑制の一因となった一方で、出し手金融機関にとっては、市場での資金運用を増加させる誘因となった。このため、市場の資金量(コール・手形売買市場合計、日銀買入手形を除く、平残)は3月をボトムにして増勢に転じ、米代金、公務員給与、地方交付金等の財政資金の支払いが著増した年後半、とくに11、12月には大幅に増加し、11月には既往最高水準に達した(図I-1-2)。

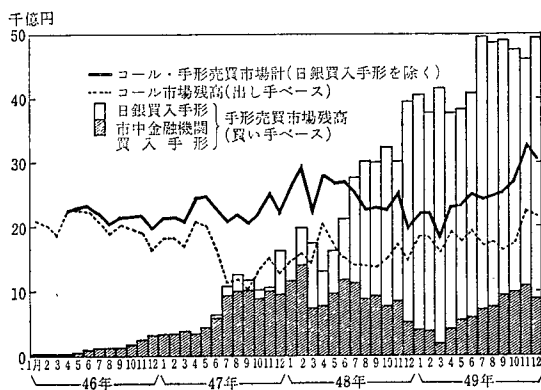
これを市場別にみると、コール市場残高は年初に若干増加し、10月まではほぼ横ばいに推移した後、11月、12月には顕著な増加をみた。他方、手形売買市場残高は年初から3月までは減少傾向を示したが、4月以降着実な増勢をたどった。前記市場残高の増加は結局手形売買市場残高の増勢を映じたものである。

こうした手形売買市場残高の増加は48年後半(残高は低下傾向)とは対照的な動きであるが、これには、資金の出し手金融機関のビヘイビアの変化も影響していると考えられる。

すなわち、48年には公定歩合、準備率の引上げ

(図I-1-2)

コール・手形売買市場資金量(平残)の動き



(表 I-1-2)

市場資金出し金融機関の業態別シェア

(単位・%)

	48年				49年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
地方銀行	8.5	28.9	20.9	19.7	10.8	24.6	15.6	15.9
信託銀行	22.4	25.4	26.3	24.2	24.0	19.8	18.8	18.3
長期信用銀行	5.5	4.5	4.4	2.7	4.6	3.7	2.2	1.8
相互銀行	6.7	6.3	7.6	7.5	10.6	10.2	11.7	10.5
全信連・信用金庫	8.4	4.8	8.6	10.8	20.3	22.3	30.9	29.5
農林系統	26.5	13.0	15.9	14.5	10.8	1.4	2.8	5.2
外銀	2.1	1.5	1.5	0.8	0.8	0.9	2.0	3.0
その他計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) コール・手形市場(日本銀行手形オペを除く)合計、平残ベース。

などがあいつぎ、市場で金利先高感が支配的であったこと、市場の資金不足傾向濃化から先行きの資金繰りに対する不安感が強まり、流動性温存のインセンティブが強く働いたこと、などから手形は買い控えられた。しかし、49年の春ごろ以降、手形売買レートが上昇したことに伴い、全信連、信用金庫、相互銀行等の金融機関は手形売買市場への資金放出を積極化した(表 I-1-2)。他方、これら中小企業金融機関は緩和期における貸し進みの結果、おしなべてポジション悪化を招き、ポジション改善の必要性に迫られていたが、時あたかも、49年春ごろを境にして中小企業関係需資の増勢がしだいに鈍化傾向をたどりはじめたため、これら金融機関は短期金融市場への資金放出を積極化するゆとりを回復した。この傾向が上記市場金利の一段高により、拍車をかけられたものということができよう。

(50年4月の公定歩合引下げ)

なお、本年4月16日以降、日本銀行は公定歩合を0.5%引き下げて8.5%としたが、これは、最近

の内外情勢にかんがみ、石油問題発生後の異常事態に対処した強い引締め態勢を続ける必要はないと判断したためである。しかし、物価についてはコスト圧力が依然として根強く、現段階でその安定が十分定着したとはみられないこと、および日本経済には中期的にもろもろの成長制約要因が強まり、こうした環境の下で真の物価安定を達成していくためには慎重な経済運営が必要であることなどの理由から、今後ともかなりの期間抑制基調の政策運営を維持するとの方針が表明された。今回の公定歩合引下げが上記の幅となったこと、準備預金率を据え置いたことおよび窓口指導による市中貸出抑制を継続することが表明されたことなどは、いずれもこうした方針の現われである。

2. マネー・サプライの顕著な増勢鈍化

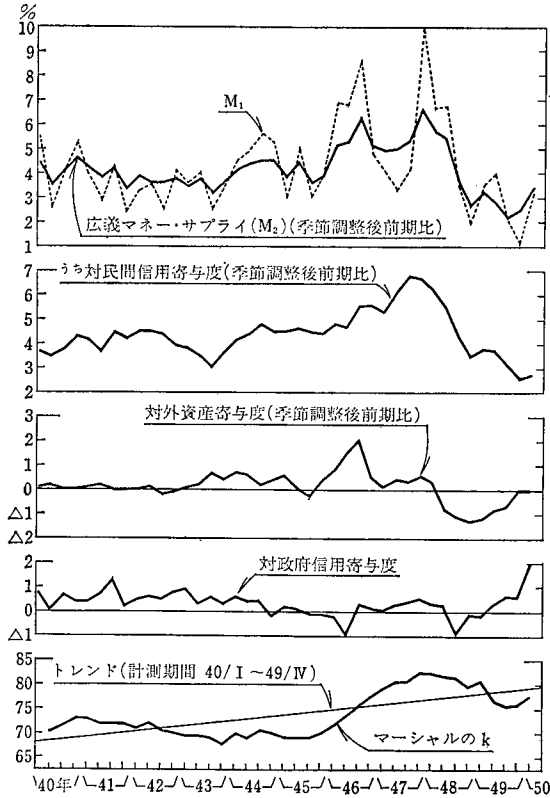
49年中のマネー・サプライは、48年に引き続き、年末近くに至るまで増勢鈍化傾向を続けた。すなわち、定期性預金を含む広義マネー・サプライ(M₂)の季節調整済み残高は、47年10～12月期に前期比+6.7%(年率+29.6%、原計数前年同期比+23.8%)と統計開始(30年)以来の高い伸びを示現したのち、ほぼ一貫して増勢鈍化傾向をたどり、49年7～9月期には同+2.2%(同+9.1%、+18.8%)と逆に統計始まって以来最低の伸び率まで落ち込んだ(図 I-2-1)。このような鋭角的な伸び率低下は、過去の引締め期にも類例をみない。もっとも10～12月期には、財政資金の支払増や輸出の好伸などを映じて同+2.5%(同+10.4%、+11.2%)とやや伸び率を高めた。

(増勢鈍化の要因)

このようなマネー・サプライの増勢鈍化をもたらした第1の要因は、なんとといっても金融機関貸

(図 I-2-1)

マネー・サプライおよび同関連指標の推移



(注) 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伸び率。

出や社債、株式投資の抑制指導を通ずる対民間信用供与の抑制である(表 I-2-1)。47年10~12月期から、49年7~9月期にかけて M_2 の伸び率は4.5%ポイント低下したが、このうち、約8割までは対民間信用の抑制によるものであった。過去の引締め期における M_2 の伸び率低下に果たした対民間信用の役割と比較しても、今回の対民間信用抑制の度合いは群を抜いている。

次にマネー・サプライの増勢鈍化に大きく寄与した要因は、対外資産の動向である。わが国の国際収支は長期資本の流出超持続および原油価格高騰に伴う貿易収支の逆調から48年春ごろ以降49年秋口まで大幅赤字を続けたが、このため、マネ

ー・サプライ上、対外資産は48年4~6月期以降49年7~9月期まで M_2 の純減要因となった。この結果、対外資産の動きは上記期間中 M_2 の伸び率を1.3%ポイント押し下げる形となった。過去の引締め期には、輸出ドライブや外資導入の活発化などから対外資産の動きはおおむねマネー・サプライ増加要因として働いており、今回のように純減要因となったのはきわめて異例といえよう。

この間、対地方公共団体信用供与は、今次引締め期を通じ一貫してマネー・サプライの伸び率を下支えする要因となり、また、対政府信用供与は公共事業支出の繰延べの影響などから一時(48年7~9月期以降49年1~3月期まで)純減要因となったが、49年4~6月期以降は再び増加要因に転じ、とくに10~12月期には、公務員給与追払い等財政支出の増大により、 M_2 の伸び率が反転上昇する要因の一つとなった。

(マーシャルのkの動き)

M_2 の供給量を経済規模と対比してみるため、 M_2 残高を名目GNPで除した比率(一種のマーシャルのk)の推移をみると、前掲図 I-2-1 に示したように、47年10~12月期の82.4をピークに、その後はほぼ一貫して低下傾向を続け、49年7~9月期には、75.6と2年足らずの間に6.8ポイントの大幅低下を記録した。その後10~12月期には75.7と若干上昇みとなったが、これは名目GNPの伸びが低下した一方、前記のように M_2 の伸びも若干上昇したためである。

マーシャルのkが低下を続けたことは、引締め開始以来、 M_2 の伸びが経済規模の拡大テンポ以下に抑えられてきたことを示しているが、その水準をみると、49年10~12月期のマーシャルのkの水準はすでに流動性急増過程にあった46年後半の

(表 I-2-1)

マネー・サプライ関連指標

(末残3ヵ月平均、単位・%)

	引締め開始直前期	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目	6期目	7期目	8期目	
	47/10~12月	48/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	49/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
今 回	M ₂ 季節調整後前期比 <同上年率換算>	6.7 <29.6>	5.8 <25.3>	5.5 <23.9>	3.7 <15.6>	2.7 <11.2>	3.3 <13.9>	2.8 <11.7>	2.2 <9.1>	2.5 <10.4>
	うち対民間信用寄与度	6.7	6.2	5.5	4.3	3.5	3.8	3.7	3.1	2.6
	対外資産寄与度	0.6	0.3	-0.8	-1.1	-1.3	-1.2	-0.8	-0.7	-0.0
	対政府信用寄与度	0.5	0.3	0.2	-1.0	-0.1	-0.2	0.3	0.6	0.6
	対地公信用寄与度	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
M ₂ 原計数前年比	23.9	24.9	25.5	23.4	18.8	16.0	13.1	11.5	11.2	
前 回		44/4~6月	7~9月	10~12月	45/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	*46/1~3月	4~6月
	M ₂ 季節調整後前期比 <同上年率換算>	4.4 <18.8>	4.5 <19.3>	4.5 <19.3>	3.8 <16.1>	4.5 <19.3>	3.6 <15.2>	3.9 <16.5>	5.2 <22.5>	5.3 <23.0>
	うち対民間信用寄与度	4.4	4.8	4.5	4.5	4.6	4.5	4.4	4.8	4.7
	対外資産寄与度	0.6	0.2	0.4	0.6	0.1	-0.3	0.4	0.8	1.5
	対政府信用寄与度	0.4	0.4	-0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-1.0
対地公信用寄与度	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	
M ₂ 原計数前年比	16.5	18.0	18.8	18.2	18.6	17.5	16.7	18.3	19.3	

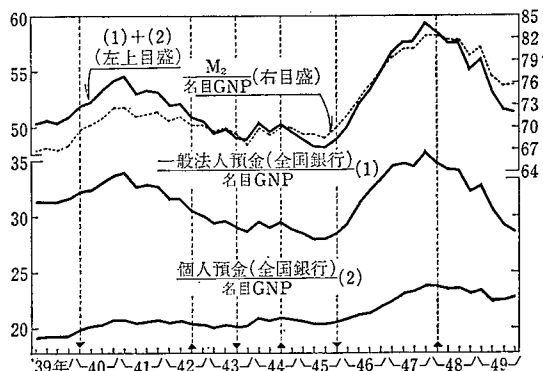
(注) *印は、前回の引締め解除期を示す。

水準とほぼ見合う比較的高いところにある。もっとも、マーシャルのkには、個人の金融資産蓄積の高まりなどを背景に長期的上昇トレンドがあるので、過去の同一局面と対比する場合にはこうした長期的トレンド線を考慮に入れなければならない。

さらに、マーシャルのkが同一水準にあっても、通貨の部門別保有状況いかにによっては、経済活動に与える影響が異なってくることも考慮する必要がある。このため、マーシャルのkを部門別に分割してみる必要があるが、ここでは、資料の制約上、全国銀行の一般預金における個人預金と法人預金の対GNP比率の動き(図I-2-2)から、部門別マーシャルのkの動向を推測することとする。

まず、個人預金の対GNP比率には明りような上昇トレンドがあり(前記マーシャルのkの長期上昇トレンドも、主として個人部門における上昇トレンドを反映したもの)、47年10~12月期には(図I-2-2)

一般法人預金および個人預金の対名目GNP比率



(注) 1. 季節調整済み(名目GNPはEPA法、他はセンサス局法による)。
2. ▲印は引締め開始期、▼印は引締め解除期。

このトレンド線をかなり上回っていたが、これをピークに下降に転じ、49年4～6月期にはトレンド線を下回るに至った。しかし、その後はむしろなだらかな上昇傾向を続けており、49年末にはほぼトレンド線上にあって、その水準も47年前半並みの高さとなっている。一方、一般法人預金の対GNP比率は、47年10～12月期(35.7%)をピークに下降に転じ、49年4～6月期以降急テンポの低下を続け、10～12月期にはかつてのボトム(45年4～6月期、27.8%)に近い水準(28.7%)にまで落ち込んだ。

この事実は今回の長期にわたる引締めの影響が、法人預金に集中的に現われていることを物語っており、ここから推測するかぎり、法人部門のマーシャルのkは総体としてのマーシャルのkをかなり上回る低下をみたものとみられる。

3. 金融機関貸出の抑制とその特色

上記のように、マネー・サプライ増勢鈍化をもたらす主因となった金融機関貸出の抑制とその特色について次にみることにしよう。

48年初めに金融引締めが開始されてから2年の間に、民間主要金融機関の貸出はかつてない急激な増勢鈍化をみた。これは日本銀行の窓口指導によるところが大きいだが、同時に、金融機関の側においても、資金ポジションの大幅悪化による資金繰りの窮屈化、短期金融市場のレート上昇による貸出機会費用の増大(貸出採算の相対的低下)といった市場ルールを通じての貸出抑制要因が働いていることも見のがせない。今回引締め期における金融機関貸出の特色としては、このほか、①選別融資規制対象業種向け貸出の落込みが目だったこと、②中小企業向け貸出については比較的弾力的

な配慮がうかがわれたこと、③住宅融資枠の確保等個人大衆化路線の方針は維持されたこと、④他方、地方公共団体等向け貸出が増勢を続けたこと、などを指摘することができる。

(貸出増勢の急激な鈍化)

全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、信用金庫を合わせた金融機関貸出残高の前年比伸び率を四半期別(期中の月末3ヵ月平均)にみると、48年4～6月期(+26.1%)をピークに以後每期低下を続け、引締め開始後2年を経過した49年10～12月期には+11.8%にまで落ち込んだ(表I-3-1)。貸出の増勢が鈍化しはじめた時期は業態によってずれがあり、資金規模の小さい金融機関ほどその時期が遅れている。また、中小3公庫を中心とする政府系金融機関の貸出の増勢はほとんど低下をみなかった。

こうした貸出増勢鈍化のテンポを過去の引締め期と比較してみると、都市銀行、信託銀行、長期信用銀行では、過去3回の引締め期のいずれをも上回る鋭角的な低下であり、また地方銀行、相互銀行、信用金庫では48年4～6月期ないし7～9月期以降、39年の引締め期と同程度の角度で低下している。

(厳しい窓口指導)

今回の引締め期に貸出の増勢鈍化がきわめて鋭角的であった背景としてまずあげられるのは、日本銀行が金融機関貸出に対する窓口指導を過去の引締め期に比べて一段と強力に行ったことである。すなわち、日本銀行は48年1～3月期に都市銀行、長期信用銀行および信託銀行に対する窓口指導を強化した際、地方銀行および相互銀行に対しても自主計画の遵守を要望したが、さらに4～6月期以降は、地方銀行(前回引締め期には上位

(表 I-3-1)

金融機関業態別貸出残高の推移

(単位・%)

	47年	48年				49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	10~12月
全国銀行・相互・信金	25.3	26.1	26.1p	23.6	19.8	17.1	14.6	12.8	11.8
全国銀行	25.3	25.4p	24.8	22.2	18.3	15.9	13.9	12.5	11.5
都市銀行	25.7p	25.2	24.4	21.4	17.0	14.7	12.7	11.5	10.8
地方銀行	24.5	25.9p	25.4	23.4	20.2	18.2	15.9	13.9	12.7
信託銀行	26.6p	26.0	25.1	22.0	18.5	16.0	14.3	12.8	11.5
長期信用銀行	23.9	24.6p	24.4	23.0	19.1	15.4	13.9	12.8	11.7
相互銀行	25.8	28.4p	28.1	26.1	22.9	19.6	16.9	15.3	14.3
信用金庫	24.5	28.9	33.9p	32.3	28.1	24.0	17.2	13.4	11.5
信用組合、全国信用協同組合	20.4	22.7	30.7	32.8p	31.2	27.6	20.4	16.1	14.0
生保・損保	16.1	16.5	18.1	19.4	19.9p	19.1	18.6	18.1	17.1
農林系統金融機関	13.0	21.6	32.6	41.8	48.8p	42.0	33.3	24.3	21.1
政府系金融機関	18.0	16.3	17.8	19.4	20.1	21.6p	20.8	20.7	21.6p
うち中小3公庫	22.9	19.6	21.5	25.0	24.9	25.8	25.8p	25.6	25.3
合計	23.0	24.1	25.2p	24.2	21.8	19.5	16.8	14.8	13.8

- (注) 1. 残高の伸び率は、期中の月末3ヵ月平均の対前年比、Pは伸び率のピーク。
 2. 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(以下同じ)。
 3. 相互銀行は融資基(金融機関貸出を除く)。
 4. 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)。
 5. 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)。
 6. 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、商工中金、国民金融公庫、農林漁業金融公庫、北海道東北開発公庫、公営企業金融公庫。

行のみ対象)、相互銀行に対して貸出抑制の枠を指導するとともに、上位信用金庫に対しても自主計画遵守を要請するようになった。このような窓口指導対象金融機関の拡大に加え、貸出抑制の度合いも、とくに48年7~9月期以降はきわめて鋭角的で、また期中においても情勢に即応して、都市銀行、信託銀行、長期信用銀行に対する指導枠を2度(48年8月および49年2月)にわたり削減するなど、厳しい運営を続けた。また今回は貸出抑制指導の内枠として10大商社に対する貸出枠を指導したほか、借入れ保証についての抑制指導や市場経由株式取得額の圧縮要請などきめの細かい指導を行ったが、これらも、並行的に実施された大蔵省による選択的融資規制とあいまって、窓口指導による貸出抑制を支援した。

(資金ポジションの悪化と貸出採算の悪化)

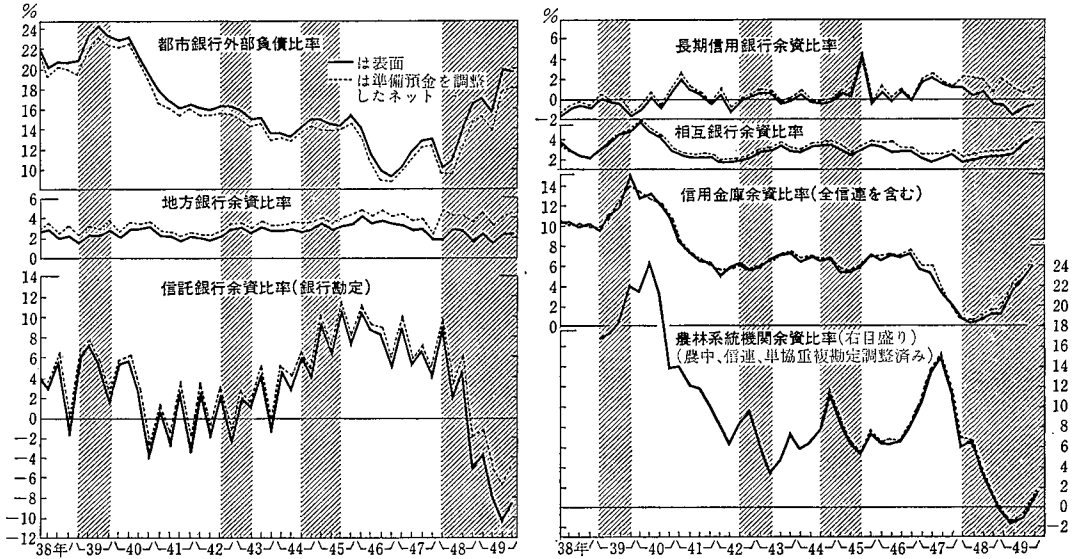
しかし、同時に金融機関側においても、貸出を抑制せざるをえない事情が働いていたことも無視できない。その第1は、資金ポジションが大幅に悪化し、資金繰りが窮屈化したことである。すなわち、各業態の資金ポジションの動向をみると(図 I-3-1)、都市銀行の外部負債比率は、引締め開始以降急速に上昇、前回および前々回引締め期の水準を大幅に上回っている。また信託銀行(銀行勘定)、長期信用銀行はいずれも48年10~12月以降マネー・ポジションに転じ、その悪化度合いも信託銀行の場合はかつてなく大幅である。このほか農林系統金融機関も、49年に入って同業態はじめてのマネー・ポジションに転じた。

一方、ローン・ポジションを維持している業態

(図 I-3-1)

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、長債・信託を除き季節調整済み)



でも、余資比率でみると、地方銀行は前回引締め期の水準を下回っており、また信用金庫は引締め開始以降改善を続けたものの、引締め開始期前後の水準が相当低くなっていたため、水準としては過去の引締め期をなお下回っている。

このような資金ポジションの悪化は、全体としては銀行券の大幅増発のほか、外為会計の巨額の揚超(48年中)や一般財政の揚超(48年度および49年度上期)による市場の資金不足を映じたもので

あるが、このほか、5回にわたる預金準備率の引上げに伴い所要準備預金が大幅に増大したことも響いている。こうした資金ポジションの悪化は、金融機関の貸出態度に抑制的に働いた。その傾向は、ポジション意識が総じて健全な地方銀行、相互銀行、信用金庫でとくに強かったと思われる。ちなみにこれらの業態では、四半期別貸出実績が期初計画を下回った先が少なくなかったが、49年末に日本銀行が実施したアンケート調査結果(注1)によ

(注1) 「金融機関(地方銀行、相互銀行、信用金庫)の資産運用態度アンケート調査」(49年12月末実施)。

同調査において、四半期の貸出実績が期初計画を下回ったと答えた先について、各期ごとにその理由を聞いたところ、次の結果を得た。

(各期ごとにそれぞれ二つまたは一つの理由を選択。その構成比・%)

	地方銀行										相互銀行										信用金庫									
	48年				49年				48年				49年				48年				49年									
	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10						
企業需資期初予想以下	50.0	80.0	60.0	100.0	36.4	32.6	40.6	39.1	40.0	41.2	42.9	30.0	27.6	12.5	35.1	21.1	70.6	64.8	52.3	54.4	68.1	55.6	71.6	78.0						
余資比率改善の要	50.0	20.0	40.0		0	45.4	19.6	31.3	56.5	60.0	47.1	57.1	70.0	69.0	37.5	37.8	47.4	17.6	26.8	32.3	35.6	22.9	12.8	5.8						
コール・手形運用の有利化	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.5	2.7	0	0	0	0	0	0	0.7	0.4	1.9						
有価証券投資に注力	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.7	0.4	0.5						
貸出リスク増大	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.4	2.5	8.1	5.3	0	0.4	1.5	1.1	2.1	1.6	2.4						
歩積・両建整理の進捗	0	0	0	0	0	18.2	47.8	28.1	4.4	0	11.8	0	0	0	45.0	16.2	26.3	11.8	7.0	13.8	8.9	5.6	29.2	17.8						

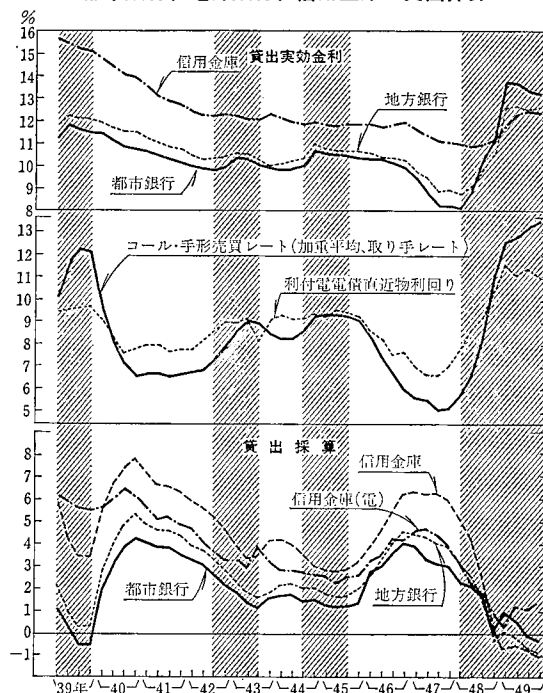
ると、その理由としては「資金需要が期初予想を下回ったため」という回答と並んで、「余資比率の改善を図る必要があったため」という回答が多かった。また、これまでいずれかといえばポジション意識が乏しかった都市銀行にも、ポジション面の制約から貸出を抑制せざるをえないとの意識が働いたようである。このほか、信託銀行でも、マネー・ポジションが長期化するにおよんで、さすがに貸出を抑制せざるをえないとの意識が強まった。

(短期市場金利の上昇)

金融機関の貸出態度に抑制的に働いたまひとつの要因は、短期金融市場の金利がかなりの高水準になったため、外部負債を調達して貸出をする際の採算が大幅に悪化(ないしコール・手形売買市場での資金運用が有利化)したことである。都市銀行、地方銀行、信用金庫の貸出実効金利は貸出金利の大幅上昇を主因にかつてない大幅上昇を示しているが、短期金融市場の金利上昇がそれ以上に大幅であったため、貸出実効金利と、その貸出に伴い増加する外部負債に対して支払われる(ないし余資の減少によって受け取れなくなる)金利との差(貸出経費を捨象した場合の貸出の採算)をみると(図I-3-2)、各業態とも49年中は収支ほぼトントンのところであり、限界的な貸出の採算が40年代としては最も悪化していることがわかる。こうした貸出採算の悪化は、都市銀行に対しては、ポジションをさらに悪化させてまで貸し進むインセンティブを弱める方向に作用し、また余資金融機関に対しては、貸出よりもコール・手形売買市場での運用ないし有価証券投資を有利化する方向に働く。この点、前記アンケート調査において、貸出実績が期初計画を下回った相互銀行、

(図I-3-2)

都市銀行、地方銀行、信用金庫の貸出採算



(注) 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(電)は貸出実効金利-利付電電債直近物利回り。

信用金庫が、その理由として49年4～6月以降は「コール・手形売買市場での運用が有利化したため」(このほか、信用金庫では、「有価証券投資に注力したため」)をあげる先がわずかとはいえみられる(前記(注1)参照)ことも一つの参考となる。

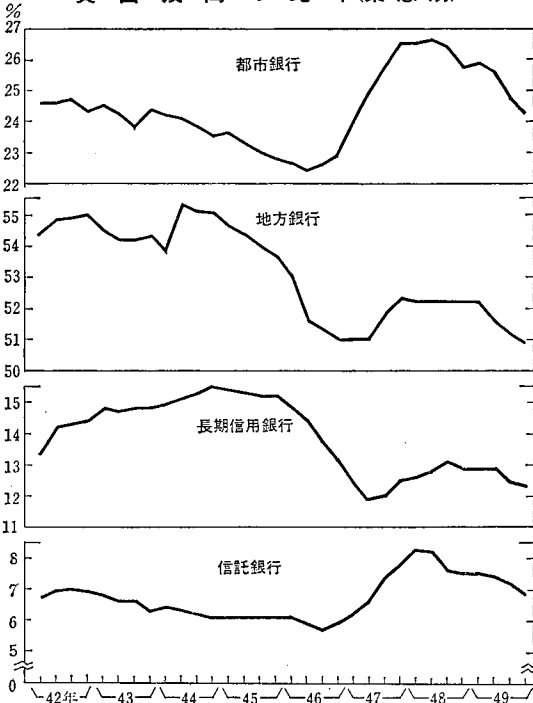
(貸出内容にあらわれた特色)

このような主要金融機関の貸出抑制の結果、貸出内容には次のような特色があらわれた。第1は、非製造業向け貸出の増勢が著しく鈍化したことである。全国銀行の業種別貸出動向をみると、非製造業向け貸出残高の前年比伸び率は47年12月末+35.7%から49年12月末には+9.8%にまで低下しており、とくに選別融資規制の対象となった建設(同+41.3→+11.6%)、不動産(同+73.4→+6.2

%)、卸小売(同+23.8→+7.9%)、サービス業(同+40.5→+7.4%)向け貸出の落込みが目だっている。こうした選別融資規制対象業種向け貸出の落込みについては、当初は規制による抑制という色合いが濃かったが、49年に入ってからこれら業種の資金需要自体が落ち着いたことによる面も大きい。この間、製造業向け貸出(残高前年比伸び率、47年12月末+12.9→48年12月末+10.0→49年12月末+13.2%)をみると、設備資金貸出は、ほぼ一貫して増勢鈍化(同+12.8→+9.6→+8.6%)を続けた。一方、運転資金貸出は、48年中は低調に推移したが、49年に入ると、諸資材・原料価格の高騰を映じて決済資金需要が増大し、また年央ごろからは滞貨・減産等後ろ向き資金需要が増高

(図I-3-3)

企業向け貸出残高に占める中小企業向け貸出残高の比率(業態別)



(注) 1. 各四半期末。
2. 季節調整済み。
3. 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。

したため、伸び率を高めた(同+1.30→+10.2→+15.4%)。

第2の特色は、中小企業の資金需要が大企業の資金需要に比べて早めに落ち着きに向かったにもかかわらず、中小企業向け貸出のウェイトがそれほど目だった低下を示さなかったことである。企業向け貸出残高に占める中小企業向け貸出残高の比率を業態別にみると(図I-3-3)、都市銀行や信託銀行では、引締め期に入って低下はしている

(表I-3-2)

総貸出に占める住宅ローンのシェア推移

(単位・%)

		全国銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	信用金庫	
総貸出増加額に占める住宅ローン増加額シェア	46年中	3.4	2.8	4.4	5.0	4.5	(46年度中) 9.3	
	47年中	5.9	5.6	8.4	5.8	10.5	(47年度中) 13.2	
	48年	1~3月	11.6	10.8	25.8	11.1	22.5	(47/10~48/3) 12.4
		4~6月	15.9	14.4	26.4	16.6	23.6	(48/4~9) 14.5
		7~9月	10.6	10.6	10.8	14.8	12.4	
		10~12月	10.0	9.5	10.7	16.5	13.7	
	49年	1~3月	11.7	10.7	15.7	15.7	16.5	(48/10~49/3) 10.1
		4~6月	15.1	12.3	24.2	23.0	17.7	(49/4~9) 28.6
		7~9月	13.1	12.3	14.1	19.3	17.2	
		10~12月	11.3	10.6	12.0	18.3	13.5	
	総貸出残高に占める住宅ローン残高のシェア	46年末	1.8	1.4	2.3	2.0	2.2	46/9月末 4.5
		47年末	2.6	2.2	3.6	2.7	4.0	47/9 " 6.0
48年		3月末	3.0	2.6	4.1	3.7	4.7	48/3 " 6.9
		6月	3.4	3.0	4.7	4.2	5.4	48/9 " 7.7
		9月	3.7	3.2	5.0	4.6	5.8	
		12月	3.9	3.5	5.3	5.0	6.2	
49年		3月末	4.1	3.6	5.6	5.3	6.4	49/3 " 7.9
		6月	4.3	3.8	5.8	5.8	6.7	49/9 " 8.5
		9月	4.6	4.0	6.1	6.1	7.1	
		12月	4.8	4.2	6.4	6.4	7.4	

(注) 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。

ものの、過去の引締め期に比べなお相当高い水準にある。これは、前回緩和期以降目だった中小企業重視の姿勢を引締め期においても基本的には崩さなかったことを物語っている。こうした中小企業向け貸出の優遇は、過去の引締め期によくみられたいわゆるシフト需資(都市銀行等から貸出選別を受けた中小企業需資が中小企業金融機関に向かう動き)が、今回引締め期にはほとんどみられなかったことからもうかがいすることができる。

第3に、住宅ローンの増勢がさほど鈍化しなかったことに示されるごとく、金融機関が社会的要請もあって、大衆化路線を崩さなかったことが挙げられる。今回引締め期中の総貸出増加額に占める住宅ローン増加額のシェアは、最も低下をみた48年10～12月期においても10%と46、47年のそれを大幅に上回っており、この結果、総貸出残高に占める住宅ローンのシェアは引締め開始後も一貫して上昇を続けてきた(注2)(表I-3-2)。民間金融機関は、全体としての貸出枠繰りが窮屈化しても、住宅ローン需要には概して優先的に応需してきた。また金利も、企業向け貸出金利がかなり上昇をみたなかで、住宅ローンについては49年10月まで据え置いた。

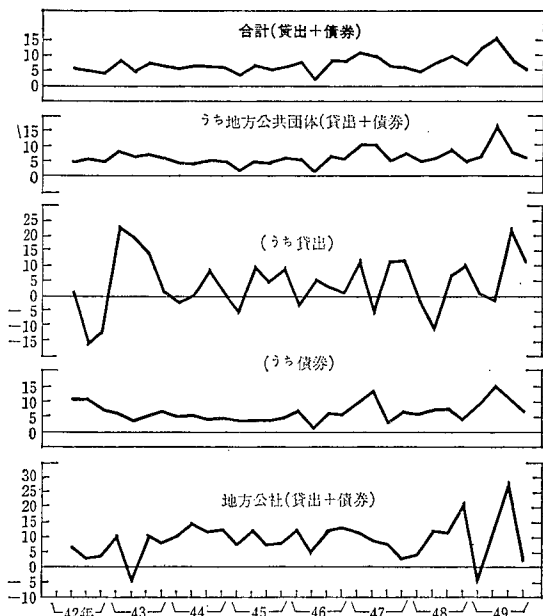
(注2) 増加額ベースでは、急増をみた47年ないし48年前半に比べるとさすがに若干減少したが、これには狂乱物価の中で住宅価格が高騰し、住宅取得が困難化したため、住宅ローン需要自体が低下したことも大きく響いている。

第4の特色は、地方公共団体や地方公社等向け信用の増大である。今回引締め期には地方財政の膨張や地方公社の土地取得資金需要の増大を映じて、地方公共団体および地方公社に対する信用供与の増大が目だった。全国銀行の地方公共団体お

(図I-3-4)

全国銀行の地方公共団体等に対する与信状況

(季節調整済み残高前期比伸び率・%)



よび地方公社に対する信用供与残高(貸出と債券引受けの合計)の季節調整済み前期比伸び率をみると(図I-3-4)、引締め開始後も高い伸びを続けており、とくに49年1～3月期から49年4～6月期にかけてはかつてない高い伸びを示した。地方公共団体および地方公社に対する信用供与のウェイトの高い都市銀行、地方銀行についてやや詳しくみると、48年1月～49年12月の間における地方公共団体および地方公社に対する信用供与増加額は、同期間における貸出と有価証券投資全体の増加額に対し、都市銀行で11.3%(46、47年計では3.4%)、地方銀行では18.8%(同9.2%)に達しており、引締め前に比べると大幅に上昇している。こうした地方公共団体および地方公社の需資増大は、民間金融機関の資金繰りを相当圧迫した。前記アンケート調査の結果でも、地方銀行では、「地方公共団体等の資金需要が増大したため」、

「貸出実績が計画を上回った」とする先がかなりあり、とくに48年10～12月期と49年1～3月期にそれが目だった。なお、地方債取得による信用供与も、その大部分は資本市場を通さない縁故債の引受けであり、実質は貸出の変形とみなされる。地方公共団体等の資金需要は、地域福祉の向上要請などから今後ますます増大が予想され、民間金融機関(とくに地方銀行)の資金供与との関係が今後大きな問題となるものと思われる。

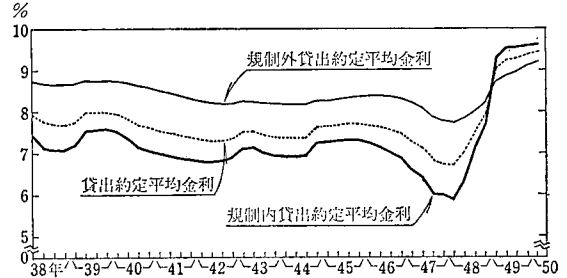
(貸出金利上昇にあらわれた特色)

全国銀行の貸出約定平均金利は、第1次公定歩合の引上げが実施された48年4月以降上昇に転じ、49年12月末までに通計+2.658%と従来にない大幅上昇を示した。また、従来金融の繁閑にかかわらずすう勢的に低下を続けてきた相互銀行、信用金庫の貸出約定平均金利も今回はかなり上昇をみた(表I-3-3)。

全国銀行の貸出約定平均金利をいわゆる規制内・外別にみると(図I-3-5)、規制内貸出約定平均金利は公定歩合引上げにスライドして標準

(図I-3-5)

全国銀行貸出約定平均金利の推移



金利が大幅上昇をみたことを主因に48年4月～49年12月の間に+3.690%の大幅上昇となった。これに対し規制外貸出約定平均金利は、その大宗をなす長期貸出金利の引上げ幅(最優遇金利の引上げ5回、通計2.2%ポイント)が比較的小幅であったほか、住宅ローン金利が社会的配慮から最近まで据え置かれたといった事情もあり、48年4月～49年12月間の上昇幅は+1.380%と規制内金利上昇幅の4割程度にとどまった。この結果、49年3月以降、短期貸出金利である規制内貸出約定平均金利が、長期貸出中心の規制外貸出約定平均金利をはじめて上回るという逆転現象を生じた。また

(表I-3-3)

今回引締め期における業態別貸出約定平均金利の推移

(単位・%、△印は低下)

	全国銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行 (銀行勘定)	長期信用 銀行	信託銀行 (信託勘定)	相互銀行	信用金庫
48年 1～3月	△0.012	0.006	△0.037	0.004	△0.041	△0.009	△0.045	△0.049
4～6月	0.311	0.415	0.211	0.444	0.040	0.216	0.102	0.058
7～9〃	0.475	0.627	0.319	0.693	0.099	0.296	0.166	0.096
10～12〃	0.431	0.530	0.375	0.564	0.090	0.297	0.278	0.203
49年 1～3月	1.098	1.328	1.044	1.165	0.200	0.715	0.934	0.739
4～6〃	0.192	0.183	0.247	0.177	0.104	0.038	0.243	0.288
7～9〃	0.045	0.031	0.057	0.044	0.086	0.010	0.091	0.148
10～12〃	0.106	0.101	0.099	0.156	0.123	0.410	0.160	0.218
50年 1～3月	0.032	0.014	0.049	△0.041	0.102	0.046	0.058	0.078
48年4月～ 50年3月中上昇幅	2.690	3.229	2.401	3.202	0.844	2.028	2.032	1.828
50年3月末	9.402	9.562	9.353	9.530	8.790	9.761	9.721	9.792

(注) 信託銀行(信託勘定)は、信託専業7行の貸付信託、指定合同勘定の計数。

貸出先別にみても、公定歩合との連動性の相対的に乏しい中小企業向け貸出金利の上昇幅の方が、大企業向け貸出金利の上昇幅よりも総じて小幅であった。

以上のような特色を映じて、大企業向け貸出の多い都市銀行の貸出約定平均金利は、48年11月以降中小企業向け貸出の多い地方銀行の水準を上回り、さらに49年1月ないし2月には長期貸出の多い長期信用銀行、信託銀行(銀行勘定)の水準をもそれぞれ上回るに至った。もっとも、49年4～6月以降は上げ遅れていた中小企業向けについても貸出金利の引上げが漸次進展し、また同10月以降は長期貸出最優遇金利が引き上げられたこともあって、こうした業態別の金利水準格差はいくぶん縮小の方向に向かった。

4. 企業金融のひっ迫とその特色

今回の引締め期における上記のような金融機関の貸出抑制は、企業の資金需要との相対関係でも相当厳しいものであったため、企業金融は49年末に至るまでほぼ一貫してひっ迫化の方向をたどった。その過程で、企業金融の業種別・規模別跛行性が従来に比べ著しかったこと、および企業間信用の拡大テンポが緩やかであったこと、などが今回の引締め期における企業金融の特色として目だった。

(企業金融のひっ迫過程)

主要企業全産業の手元流動性(現預金+短期運用有価証券/金融機関借入金)は、48年1～3月期をピークに低下に転じて以来、逐期大幅低下を続け、49年10～12月期にはほぼ前回引締め期並みの水準にまで落ち込んだ。

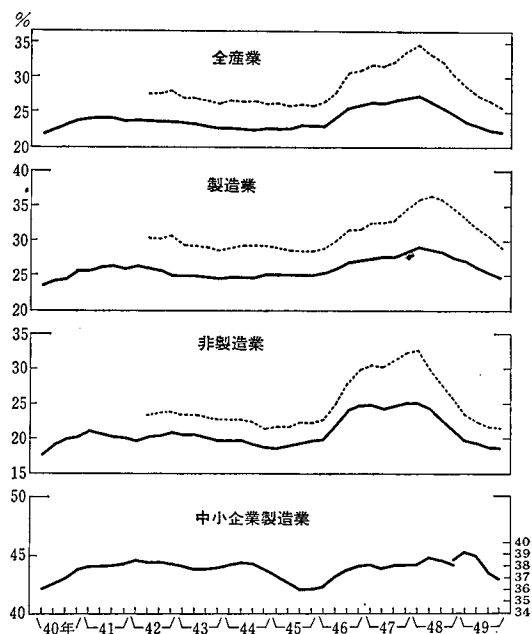
これを業種別にみると、製造業では、49年10～

12月期に至ってもなお小幅ながら前回引締め期を上回る水準にある。一方、非製造業では手元取崩しのテンポが製造業に比べ一段と急速だったため、49年7～9月期に早くも前回引締め期を下回ったが、10～12月期には財政資金の支払増や輸代金の流入などから下げ止まりに転じた(図I-4-1)。

このように、今次引締め下に企業の手元流動性が急テンポな低下をみたのは、基本的には、資金需要が概して高水準を続けた反面、金融機関の厳しい貸出抑制態度を主因に資金調達がそれに伴わなかったことによるものである。

いま、企業の資金需要を代表するものとして企業の実物投資額(在庫投資と設備投資の合計)をと(図I-4-1)

手元流動性比率の推移



(注) 1. 手元流動性比率

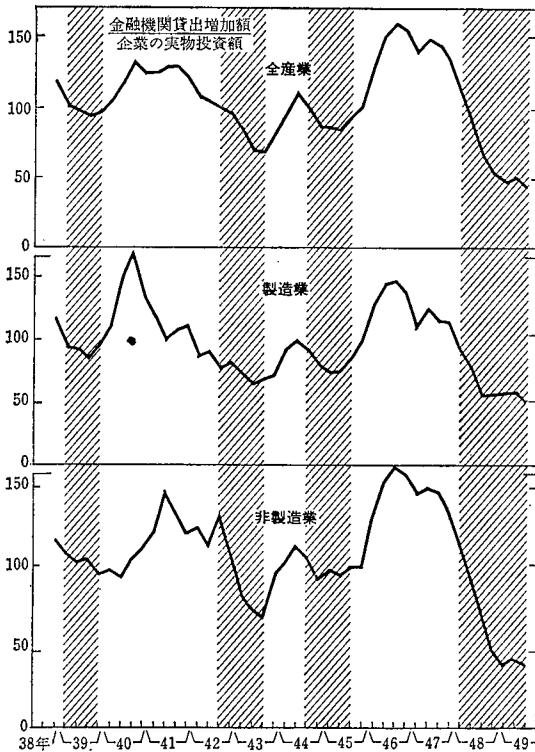
$$= \frac{\text{現預金残高} + \text{短期運用有価証券残高}}{\text{金融機関借入金}} \quad (\text{点線は} \frac{\text{現預金残高} + \text{短期運用有価証券残高}}{\text{金融機関借入金}})$$

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。ただし、中小企業製造業は同「中小企業短期経済観測」(40/I～48/IV、左目盛)および同「全国企業短期経済観測」(48/IV～49/IV、右目盛)による。

り、これと主要金融機関(全国銀行、相互銀行、信用金庫)の企業向け貸出増加額とを対比してみると(図I-4-2)、この比率(貸出増加額を分子、実物投資額を分母とし、45年10~12月期=100で表示)は今回引締め開始時には過去の引締めの同一局面に比べて非常に高い水準にあったが、その後急速に低下、48年10~12月期にはかつてない低い水準に落ち込み、その後もゆるやかな低下を続けている。これを製造業と非製造業に分けてみると、製造業では上記比率が48年10~12月期以降ほぼ下げどまり横ばいとなっているのに対し、非製造業では一貫して低下を続けている。これ

(図I-4-2)

企業の実物投資と金融機関貸出増加額の関係



- (注) 1. 金融機関貸出増加額は、全国銀行、相互銀行、信用金庫の一般企業向け貸出合計。
 2. 実物投資は、在庫投資と設備投資の合計(法人企業統計による)。
 3. いずれも季節調整済み、3期移動平均値。
 4. 45/IVを100とした指数。

は、前述のような選別融資規制の影響などによるものであるが、企業の実体需資と金融機関の融資態度のこうした相対的關係が前述の製造業、非製造業別手元流動性の動きとなって現われたものといえよう。

(企業金融引き締まりの跛行性)

以上のような企業金融引き締まりの過程で、業種別・規模別にみた企業金融の跛行現象が目だった。

まず、業種間の跛行性についてみると、今回引締めに関わらず緩和期間中の金融資産蓄積にばらつきがあったことなどから、引締め開始時点において業種間にみられた手元流動性水準の跛行性は従来の引締め期を上回っており、これが、全体としての手元流動性水準が高かったことと並んで48年中引締めの浸透を遅延させる一つの要因となった。また、48年春から夏にかけて目だった物不足に伴う超過利潤の発生が業種により区々であったことも、こうした跛行性を強める要因となった。49年中は各業種とも手元流動性がおしなべて低下に向かう中で、今度は選別融資規制業種(建設・不動産、商社など)をはじめ、価格凍結対象業種(石油、電力)、不況業種(繊維、非鉄等)などの資金繰り悪化が著しかった一方、世界的な需給ひっ迫を背景に好収益を享受しえた鉄鋼、化学両業種の資金繰りは余裕含みで推移するという形で跛行性が顕著にみられた。もっとも、このような業種別跛行性も秋口以降鉄鋼の輸出にかげり現象がみられるようになり、また、化学も一部品目を除き需給がおおむね緩和し、両業種の資金繰りも漸次繁忙化に向かったため、年末にはほぼ解消するに至った。

49年末から50年初頭にかけて、鉄鋼、化学、

紙・パルプ等素材関連業種では在庫調整の遅れから一段と資金繰り繁忙感が強まった一方、電機、自動車等加工産業では在庫調整一巡から、また、従来最も資金繰りひっ迫感の強かった建設・不動産、商社等でも財政の支払い進捗や在庫資金負担の縮小、傘下企業の資金援助要請の減少などから需資が峠を越したため資金繰りひっ迫感が薄らぐ方向が現われた。このように、主として在庫調整の進捗状況の違いにより、石油危機当時とはまったく逆の跛行現象がみられはじめている。

また、業種別跛行性と並んで規模別跛行性も今次引締め過程で目だった特色である。

すなわち、中小企業の資金繰りは、今次引締め全期間を通して大企業ほどのひっ迫を示さず、過去の同一局面とは対照的な動きとなった。中小企業の手元流動性は、前掲Ⅰ-3-2図に示すとおり、引締め開始後も49年4～6月まではおおむね横ばいないし積み上がりぎみで推移し、ようやく49年7～9月期以降低下に転じたものの、その水準は49年10～12月期になっても前回引締め期をかなり上回っている。このように中小企業の資金繰りが引締め下にもかかわらずさほどのひっ迫を示さなかったのは、主として次の三つの事情によるものである。

まず、第1に、中小企業は大企業に先だって投資態度を慎重化させてきたため、前向きの資金需要、とくに設備資金需要が早く減少に向かい、このため中小企業の資金需要は全体としても落ち着いた動きを示したことである。

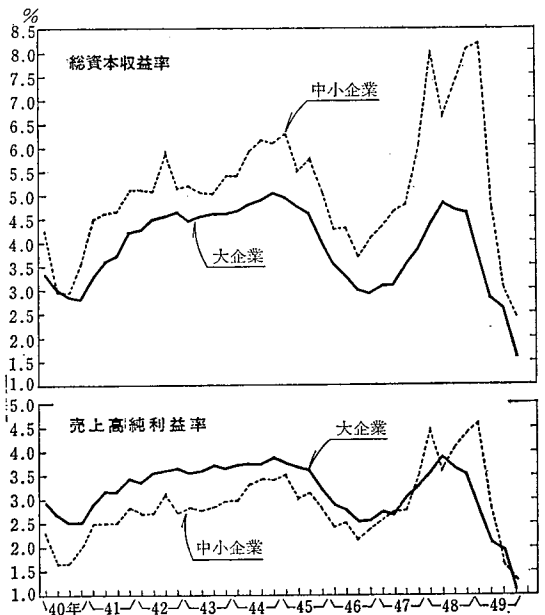
第2は、49年央以降収益環境が悪化したものの、総じてみれば今次引締め下の中小企業の業況は大企業に比べ好調裡に推移したことである。ちなみに、規模別利益率の動きをみると(図Ⅰ-

4-3)、中小企業の売上高純利益率は長らく大企業のそれを下回っていたが、47年央以降逆に上回っており、また、総資本収益率は従来から中小企業が大企業を上回っていたが、47年央以降その格差を一段と拡大した。もっとも、このような収益面での対大企業優位性は49年後半以降急速に失われたが、長期にわたる高収益持続の結果、その内部資金化を通して中小企業の企業体質は従来の引締め期に比べ格段に強化され、資金繰り面でも緩和要因として大きく寄与した。

第3は、引締め開始以降政府系金融機関の中小企業向け貸出が急増したことに加え、民間金融機関筋でも優良中小企業向け貸出に対する弾力的姿勢を堅持したこと(前述3.参照)である。以上のように、今回の引締め過程で目だった企業金融の

(図Ⅰ-4-3)

規模別利益率の推移



- (注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」による。
2. 規模別は資本金区分による(中小企業は1億円未満、大企業は1億円以上)。
3. 季節調整済み。

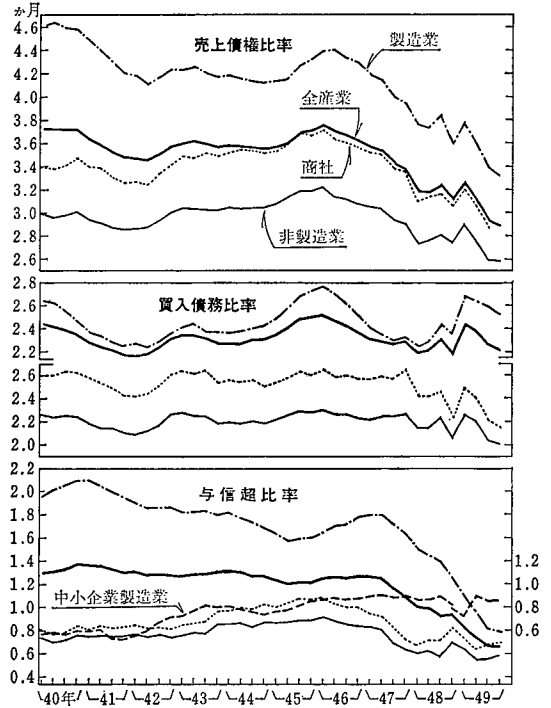
業種別・規模別跛行性には、選別融資規制および政府系金融機関の中小企業向け貸出増大がそれぞれかなり寄与している。

(企業間信用の拡大テンポは緩やか)

次に、今次引締め下の企業金融面での第2の特徴である企業間信用の動きに目を転じよう。全産業の企業間信用は売上債権比率、買入債務比率とも48年7～9月期から上昇に転じたが、48年10～12月期には石油危機に伴う物不足の激化からいずれも急低下し、その拡大傾向はいったん中断された。その後49年1～3月期にはその反動もあって両比率とも大幅に上昇したが、4～6月期以降は再び低下に転じ、金融引締め下としては従来にみられない特異な動きを示した(図I-4-4)。もちろん、売上債権比率、買入債務比率の動きは輸出入等海外取引に大きく影響されるため(注3)、両比率が低下した事実からただちに49年4～6月期以降企業間信用が縮小しつつあったと即断することはできない。企業に対する聞込み調査等によれば、むしろ49年4～6月期以降企業金融のひっ迫を映じて支払条件を悪化する動きが広範化しており、とくに製品需給の引き緩み現象が定着してからは、48年にはほとんどみられなかった下請筋に対する支払条件悪化、いわば垂直的企業間信用の拡大に手をつける業種(自動車、電機、造船ほか)も増加するなど、企業間信用は過去の引締め期に比べそのテンポは緩やかながら、明らかに拡大傾向にあったとみられる。これは、中小企業製造業の与信超比率が49年4～6月期以降かなり上昇していること(大企業からの受信超減の反映)によっても裏付けられる(図I-4-4)。このように、今次引締め下の企業間信用の動きは過去の同一局面に比べて、①その拡大テンポが緩やかであったこ

(図I-4-4)

企業間信用比率の動き



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」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
 与信超比率=(売上債権残高-買入債務残高)/月平均売上高
 3. 中小企業製造業のうち40/I～48/IVは日本銀行「中小企業短期経済観測」(左目盛)、48/IV～49/IVは同「全国企業短期経済観測」(右目盛)による。
 4. 季節調整済み。

と、②企業間信用の拡大が大企業相互間で始まり、垂直的拡大は、49年になってはじめて本格化したこと、の2点において特徴的であった。

(注3) 輸出代金の回収は国内販売代金の回収よりも総じて早いため、輸出が国内向け売上げを上回って伸びる場合には、売上債権比率の低下要因として働く。これは輸出の伸びと売上債権比率の変動を業種別にみた場合、輸出の伸びが大きい業種ほど売上債権比率の低下が顕著となっているところからうかがえる。

また、輸入債務の決済期間は対国内買入債務のそれに比べて総じて長いため、輸入が伸び悩む場合は買入債務比率の低下にかなり寄与することとなる。現に商社・石油、非鉄等輸入債務のウェイトの高い業種の買入債務比率の低下が49

年後半とくに目だっているのはこの辺の事情を物語るものであろう。

(企業倒産の水準とその評価)

以上のような企業金融の状況を背景に、企業倒産は件数、負債金額とも漸次増勢を強め、49年4～6月期には件数、負債金額がそれぞれ1ヵ月平均937件、1,404億円とかなりの高水準に到達した。その後、増勢はやや鈍化したものの引き続き増加基調をたどり、結局、49年通年では、件数11,681件、負債金額16,490億円と、従来の年間最高(43年)を上回った。

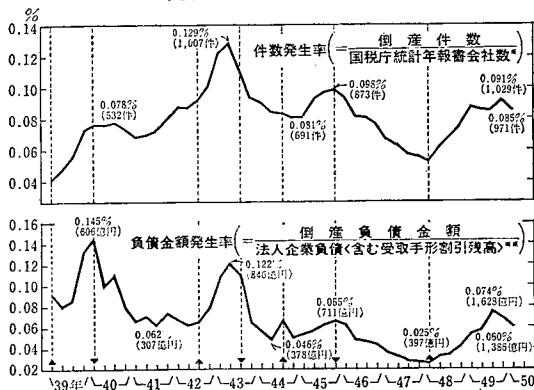
しかし、こうした企業倒産の水準を単純に絶対値で過去と比較するのは適当でない。なぜなら、経済規模の拡大を映じ企業数は毎年増えており、また負債金額も業容の拡大や物価上昇の影響からそれ以上に増加しているため、これに伴ういわば当然増的部分を調整する必要があるからである。このため企業倒産の件数を会社数(国税庁統計年報書による)で除し、また倒産企業の負債金

額を全産業負債額(法人企業統計季報による)で除した倒産発生率をみると(図I-4-5)、件数発生率は、48年1～3月期に40年代の最低(0.053%)まで低下した後、49年1～3月まではかなりのテンポでその水準を高めてきたが、その後横ばいに転じたため、49年10～12月期(0.091%<今次引締め下ピーク>)においても、なお、過去の引締め期ピーク(前回45年10～12月期0.098%、前々回43年4～6月期0.129%)をかなり下回っている。また、負債金額発生率も、最近時の水準は、前回引締め期のピーク(44年7～9月期)を若干上回っているものの、前々回引締め期のピーク(43年4～6月期)に比べれば半分強程度にとどまっている。

また、50年1～3月に入ってから、倒産件数、負債金額の絶対水準そのものも目だって落着きを示した。このように、少なくともマクロ的にみるかぎり、本年1～3月までのところ企業倒産の実勢は、なお、過去の引締め期ほどには達しなかったとみてよからう。

(図I-4-5)

倒産発生率の推移



- (注) 1. 倒産は東京商工リサーチ調べ。
 2. 季節調整済み。
 3. ▲は引締め開始時点、▼は引締め解除時点。
 4. 法人企業負債(受取手形割引残高を含む)は法人企業統計季報(資本金1千万円以上)による。
 5. 国税庁統計年報書会社数(*)の49年4～6月以降および法人企業負債(**)の49年10～12月以降は日本銀行調査局推計。

5. 資本市場のひっ迫とその特色

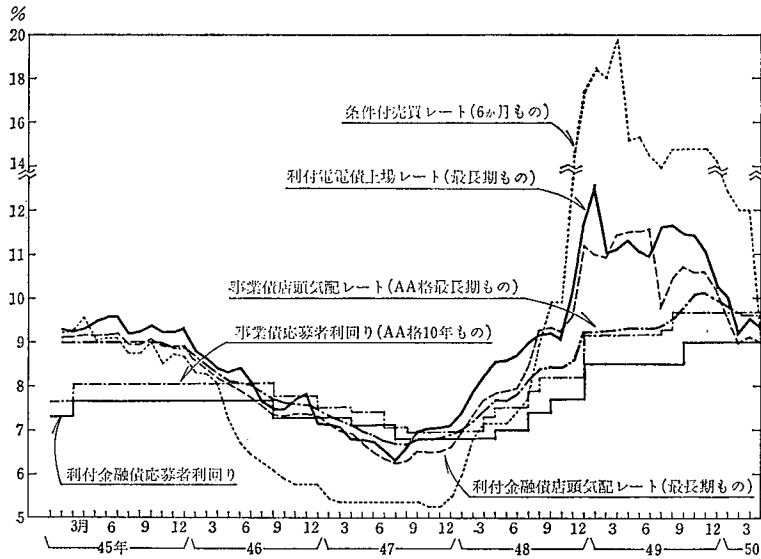
49年中の資本市場は公社債市況、株式市況とも低迷裡に推移し、これに伴い起債、増資の両発行市場とも狭あい化が目だった。

(公社債流通市場の推移)

まず、49年中の公社債流通市場をみると、無条件ものの市場利回りは、年央に金融の引き緩み感や政策手直し期待を映じて若干低下する場面はあったものの、総じて高水準に推移した。利付電電債(最長期もの)上場レートは、1月に13.3%と37年6月以来の高レートを記録した後も、ほぼ11%台で推移したほか、AA格事業債(最長期もの)店頭気配レートもじりじりと上伸し、10月から12月

(図 I-5-1)

主要債券利回りの推移



(表 I-5-1)

今回引締め下における各主体の売買態度の変化

(単位・億円)

	48 年			49 年		
	買入れ	売却	ネット	買入れ	売却	ネット
銀行	4,274 (11.8)	5,598 (15.1)	△1,324	7,490 (16.0)	7,339 (15.9)	151
生・損保	273 (0.8)	1,653 (4.5)	△1,380	673 (1.4)	1,343 (2.9)	△ 670
農林系統	4,475 (12.4)	3,139 (8.5)	1,336	6,876 (14.7)	5,603 (12.2)	1,273
相互・ 信 金	1,778 (4.9)	2,121 (5.7)	△ 343	4,693 (10.0)	3,665 (7.9)	1,028
投資信託	9,411 (26.1)	6,235 (16.8)	3,176	9,001 (19.2)	6,384 (13.8)	2,617
事業法人	3,727 (10.3)	2,951 (8.0)	776	4,985 (10.7)	6,249 (13.6)	△1,264
売買額 計	36,116 (100.0)	39,052 (100.0)	△ 936	46,814 (100.0)	46,131 (100.0)	683

- (注) 1. 計数は主要証券会社4社を通じた売買額。
 2. 銀行には都市銀行、地方銀行、信託銀行、長期信用銀行を含む。
 3. 合計欄のネットは証券会社の買入れ(△)または売却。
 4. カッコ内は売買額にしろるシェア(%)。

初にかけて10%台の高レートを更新した(図 I-

5-1)。

この間における主体別売買動向をみると(表 I-5-1)、従来引締め期において売り大手であった事業法人は、資金繰りが極端に窮屈化した9月以降さすがに売却を進める動きが増加したものの、市場の利回りをながめてキャピタル・ロスをさらって極力売り切りを避けようとの姿勢が強く、その結果ネットの売却超額は前回の引締め期を大きく下回った。他方、中小企業

金融機関は49年後半には中小企業需資の落着きに加え、利回り天井感などから積極買いに転じ、結局49年中ではかなりの買入れ超となったが、その背後には債券運用により収益確保をはかるという長期的な戦略姿勢がうかがわれ、注目される。同様に、農林系統金融機関も、先行き収益確保の観点から積極的に玉入替えを図りつつ、結局49年間ではほぼ前年並みの大きな買入れ超を記録した。

49年中を通じて、公社債流通市場における売買はきわめて活発に行われ、市場規模は前年に比べかなり拡大した。これは従来引締め期にみられた売り一色の取引態様が改善され、各主体の債券収益を強く意識した売買態度が強まった結果、玉入替え(バスター取引)が取引態様の主流となったためである。

次に条件付売買市場の動向をみると、48年末石油危機発生に伴う先行き見通し難などから市場は混乱し、レートは急騰商状を呈した。更年後も、事業法人による年度末の資金対策などから続騰、

3月末には6ヵ月もの(出し手レート、以下同じ)で19.7%にまで達した。こうした状況下、証券会社を中心に、委託現先(顧客から委託された条件付売却)枠を自主規制する形で市場の整備が図られたため、4月以降市場はしだいに落着きをとり戻した。6、7月には輸出好調、財政支払増から早々に決算・賞与資金調達にめどをつけた一部事業法人が小口運用に回ったためレートは小幅低下したが、その後は短期金融市場レートが高水準を持続したこともあって、レートはほぼ14%台で推移した。もっとも、年末から更年後は企業の資金繰り一息感を映じてレートは急落に転じた。

このように、条件付売買レートは市場の中心的な存在である事業法人をとりまく金融情勢の変化を如実に反映した動きを示したが、このことは売買残高の動きにも現われている。事業法人は今回引締め期間中、条件付売買市場を資金調達の場合として活用する姿勢を強めたが、企業金融の著しい跛行性を映じて、手元繰りの苦しい業種の売りを中心に売却残高(資金調達)は引締め初期から増加をみたのに対し、買残高(資金運用)の取崩しはようやく48年10月以降顕著となった。企業の潜在的な売り希望は引締め初期にみられた商社、スーパー、リース等一部業種から、引締め浸透に伴い漸次増加し、49年末ごろにはほぼ全業種にわたった。もっとも、レートの急騰や前述の自主ルールにより売却総枠が規制されたこともあって、売却残高の急増は抑えられた。なお、48、49両年の引締め期間を通ずる企業の総調達額はおよそ5,000億円に達し、46、47両年の緩和期間中に積み上げた分がほぼ取り崩された形となった(注4)。

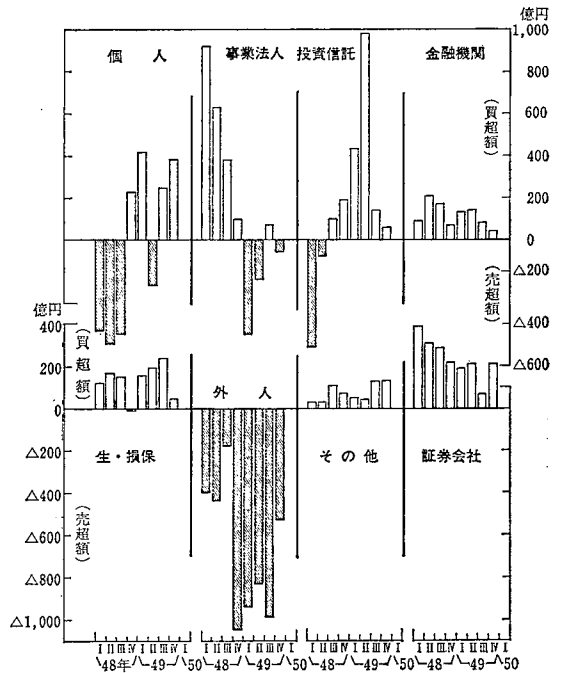
49年12月末 1,118 〃
(主要証券会社15社ベース)

(株式市場の動向)

次に49年中の株式市況をみると、6月を境にして前半高、後半安となったものの、石油価格高騰の影響、海外株式相場の低迷、国内経済活動の鎮静化に伴う企業業績の悪化など内外環境の厳しさを映じて、総じてみれば、軟調裡に推移した。49年におけるこのような相場の停滞ぶりはやや長期的にみると、従来の高度成長経済下におけるキャピタル・ゲイン指向型投資態度に対応した株価水準から、安定成長経済下における利回り重視の株式投資姿勢と、それに対応する株価水準へ移行する過程での調整局面として位置づけることもできよう。なお、更年後1~3月には、海外株価の上昇、外

(図I-5-2)

株式市場における主体別売買状況



(注) 1. 東証1、2部合計。
2. 主要証券会社11社取扱い分(東証調べ)。

(注4) 事業法人の買越し残高の推移

45年9月末	1,252億円
47年12月末	6,148 〃

人投資の回復などもあり、多少戻り足となった。

49年中の主体別売買状況をみると(図I-5-2)、売り方の大手は外人投資家と事業法人で、一方、買いの中心は投資信託であった。この間、個人、一般投資家は仕手色の強い相場展開をながめて、ほぼ一貫して見送り姿勢をとった。

外人投資家は、ほぼ通年、大量に売り続けたが、こうした外人売りの背景には日本経済の先行きに対する悲観的な見方、および欧米株価に比して日本の株価がなお高水準であったことがあげられよう。また事業法人も資金手当てのため手持ち株式の売却を図る動きが3月から6月にかけてかなり目だったが、緩和期の大量の購入量に比べれば売却量はむしろ少なく、年後半も企業金融のひっ迫にもかかわらず売却額はさほど増えなかつ

た。これは、短期的投資意図による分の売却が前半に一巡したあと、他企業との取引関係改善を目的とする株式持合い、あるいは安定株主工作等の動機による保有分については売却も容易でなく、むしろ金融クロス(持株の現売・信用買)などによって資金調達を図ったためである。

(起債市場の推移)

次に発行市場の推移をみると、まず、起債市場では、事業債の起債総額は9,485億円と48年(8,052億円)比16%増にとどまり、純増ベースでみても、電力債は4,708億円と48年(3,222億円)比46%増となったものの、電力債を除く一般事業債は、769億円の純減(48年純増237億円)となり、事業法人にとって49年の起債環境はきわめて厳しいものであった(表I-5-2)。これは、企業金融のひっ

(表I-5-2)

増 資 ・ 起 債 状 況

(単位・億円)

	事業債	電力債	一般 事業債	時 価 転換社債	有償増資 調達額	小 計	金融債	公共債	長 期 国 債	政 府 保証債	公 募 地方債	合 計
45年度	2,949 <12.5>	1,445 —	1,504 —	1,145 <4.8>	6,613 <27.9>	10,707 <45.2>	8,666 <36.6>	4,297 <18.2>	3,250 —	639 —	408 —	23,670 <100.0>
46年度	5,407 <14.0>	2,598 —	2,809 —	850 <2.2>	5,410 <14.0>	11,667 <30.2>	15,409 <39.9>	11,520 <29.9>	9,356 —	1,679 —	485 —	38,596 <100.0>
47年度	2,334 <4.2>	2,644 —	△ 310 —	2,880 <5.3>	12,981 <23.6>	18,195 <56.0>	18,272 <33.1>	18,519 <33.7>	17,150 —	822 —	547 —	54,986 <100.0>
48年度	4,001 <7.9>	3,836 —	165 —	4,103 <8.1>	7,310 <14.5>	15,414 <30.5>	16,708 <33.1>	18,356 <33.4>	17,448 —	△ 21 —	929 —	50,478 <100.0>
49年度	4,358 <8.5>	4,443 —	△ 85 —	2,835 <5.5>	6,124 <12.0>	13,317 <26.0>	19,423 <37.9>	18,462 <36.1>	17,326 —	216 —	920 —	51,202 <100.0>
49年 1～3月	1,031 <13.3>	1,267 —	△ 236 —	483 <6.3>	1,526 <19.8>	3,040 <39.4>	2,897 <37.5>	1,784 <23.1>	1,398 —	54 —	332 —	7,721 <100.0>
49年度 4～6月	1,061 <7.9>	1,300 —	△ 239 —	520 <3.9>	1,224 <9.1>	2,805 <20.9>	3,486 <26.0>	7,135 <53.1>	7,183 —	△ 173 —	125 —	13,426 <100.0>
7～9月	845 <10.6>	1,022 —	△ 177 —	700 <8.8>	1,335 <16.7>	2,880 <36.1>	2,483 <31.2>	2,606 <32.7>	2,614 —	△ 169 —	161 —	7,969 <100.0>
10～12月	1,002 <6.2>	1,119 —	△ 117 —	780 <4.7>	1,309 <7.8>	3,091 <18.5>	9,045 <54.1>	4,590 <27.4>	4,113 —	171 —	306 —	16,726 <100.0>
1～3月	1,450 <11.1>	1,002 —	448 —	835 <6.4>	2,256 <17.2>	4,541 <34.7>	4,409 <33.7>	4,131 <31.6>	3,416 —	387 —	328 —	13,081 <100.0>

- (注) 1. 起債は純増ベース。
2. 増資は全国市場1、2部合計。
3. < >内は構成比(%)。

迫を背景に企業の起債意欲が一段と高まった(49年度起債希望額は4月時点で前年度実績の2倍に上った)ため、48年に引き続き発行調整を余儀なくされたことによる。

49年度入り後12月末までの起債額を企業の起債希望額との対比でみると、電力債については調整後起債予定額がほぼ希望どおり消化されているほか、公共性の高い、特殊債、ガス、陸運業や基幹産業である鉄鋼などは優先的に発行されるなど、公共性の強い部門や基幹産業優先の発行が行われている。反面、その他業種の起債額は49年中低水準に推移したが、50年1～3月には消化地合いの好転などを背景にかなりの増加をみた。

このような発行調整の一方、事業債の発行条件改訂については、48年中ほどではないが、従来の引締め期に比べればかなりひん繁に行われた。49年中の改定は1月、8月、9月の3回にわたったが、8月の利上げは、47年10月に設けられた発行条件弾力化のためワイド・バンド条項を0.05%から0.1%に拡大のうえ一般事業債にはじめて適用したものであり、また続いて行われた9月の条件改訂ともども、従来のような公定歩合に先導された引上げと異なり、市場実勢を勘案して実施され、これが国債をはじめとする公共債、金融債の発行条件や預金金利、長期貸出金利等金利体系全般の手直しの呼び水となった点においていずれも

特筆さるべきものであり、金利弾力化に関し一歩前進したものとして評価できよう。

(増資動向)

次に、増資についてみると、49年度の有償増資調達額(全国上場会社1、2部合計、以下同じ)は6,124億円と急減した前年度(7,310億円)をさらに下回る結果となった(前掲表I-5-2)。これは、市場要因として、時価発行増資が株価低迷から困難となったうえ、49年9月に一応の完成をみた時価発行増資に関する自主ルールによって直接発行量が抑制されることになった結果でもあるが、より基本的には引締め浸透に伴い企業の設備資金需要が落ち込んだうえ、先行きの収益見通し難から企業の増資態度が慎重化したことが主因である。

このように総調達額が減少する中で増資形態としては、株主割当て増資のウエイトがしだいに高まり、株価低迷期における限界資金調達手段として再び見直された形となった。時価発行増資は47年以降、わが国の株式発行形態として盛行をみ、発行市場において価格機能を生かすものとして歓迎されたが、それが発行市場に真の意味で定着するためには、今回の株価低迷期を経過し、かつ一時の行き過ぎを是正するための自主ルールの制定などの試練を経る必要があったといえよう。