

I 金融引締め解除 と漸進的緩和

昭和50年は、48年以來の長期にわたる厳しい金融引締め政策が漸進的に緩和された年であった。公定歩合は4月以降4回にわたって通計2.5%引下げられ、11月には預金準備率の引下げが10年ぶりに実施された。この間市中貸出に対する窓口指導の運営もしたいに緩和された。

こうした漸進的緩和政策の展開とその背景について、まず振り返ってみよう。

1. 緩和政策の展開とその背景

(引締め政策の漸進的緩和)

公定歩合は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解除する趣旨から4月16日に0.5%引下げられ(9.0→8.5%)、さらに6月7日に0.5%の引下げが行われたが、その間においては物価の動向に注目しつつ漸進的に引締めを緩和するという慎重な政策運営が図られた。

49年秋ごろから50年初めにかけては、景気が停滞する一方物価面ではかなり着きが見られるに至ったが、それにもかかわらずこのように引締めの緩和が慎重に進められたのは、物価の安定を定着させていくためにはなお相当の努力を要するものと考えられたからである。

50年初めにかけては、減産が強化されるなかで製品在庫の調整が進捗したが、製品在庫率はかつてない高水準にあり、設備稼働率もなお低下が続いていた。そうした中にありながら、2～3月には鉄鋼、繊維を中心に商品市況が上伸したが、これはコスト圧力の上昇等から企業の価格引上げ意

欲が極めて強いことを背景に、春需に対する期待等だけでも仮需による価格上昇がもたらされやすい状況がなお続いていたことを示している。こうした状況の下では、金融緩和を進めるに当たっても慎重な配慮を続けることが必要であった。

春ごろの段階では需要の先行きについてまだ見極め難い面を残していたことも事実である。48年末をピークとするその後の景気後退は、単に在庫循環の後退局面というだけでなく、石油危機発生後の交易条件の激変等に対する調整過程という側面をもつものであった。それに先立つアメリカの新経済政策実施のころから通算すると、わが国経済は約3年間にわたり価格や所得のかつてない激動を経験したのであり、そうした状況の下では企業の投資行動や家計の消費態度が着きを取戻したかどうかを確認することが極めて重要であった。

(景気回復へ一層の配慮)

物価動向を注視しつつ金利体系上の問題も勘案しながら金融緩和を漸進的に進めるという政策運営は基本的には50年中を通じて維持されたが、物価の着き傾向が定着してきたと判断されるに伴い、夏ごろからは漸次景気の着実な回復に配慮するという方向が強められた。すなわち8月13日の第3次公定歩合引下げ(8.0→7.5%)に続いて、10月23日には公定歩合を1.0%引下げる(同24日から実施)とともに、金利調整審議会の答申に基づき金融機関の預貯金等の金利の最高限度を0.5ないし1.0%引下げることを決定した(11月4日から実施)。また11月には40年7月以来10年ぶりに預金準備率の引下げが行われ、51年に入ってから2月に第2次引下げが実施されたほか、窓口指導の運営に当たっても一段と弾力的な配慮が加えられ

た。

このように、政策運営の重点がしだいに景気回復におかれるようになったのは、50年春先に景気は底入れしたものの、最終需要の伸び悩みからその後の回復テンポは鈍い一方、物価は引続き落着いた推移を示したためである。また夏場にかけての需要動向から家計の消費態度や企業の投資行動がこれまでよりは低い成長を前提とした慎重なものに変化してきたことがより明確になったことも上記のような政策展開の一因となった。

(緩和政策の効果)

以上のような金融政策の展開や財政支出の進捗を反映して、マネーサプライは漸増し、貸出金利も4月以降順調に低下した。またこの間、企業金融は業種・企業間に跛行性は残しつつも全体としてはしだいに緩和傾向を強め、年末にかけて企業の手元流動性もかなり急速に回復した。こうした政策緩和は50年春ごろからの景気のたち上りに大きく寄与したが、その後の実体経済の回復テンポは鈍く、景気は秋口から年末にかけ足踏み状態となった。金融緩和が進んだにもかかわらず景気回復力が弱かったのは、政府の第4次不況対策の効果が補正予算の成立遅延等から年内にはほとんど現れず、その他の国内最終需要も総じて伸び悩んだうえ、輸出の停滞が秋口まで続いたことによるものである。中期的にみて成長制約要因が強まる傾向の下でこのように最終需要が盛上りを欠いている局面においては、金融緩和が実体経済の回復に先行しすぎると投機的な思惑を助長しインフレ心理を再燃させやすいという側面もあるわけであり、50年のような経済動向のなかでは、金融政策を適度に緩めることによって実体経済の回復力を円滑に引出す地合いを整えることに主眼が置か

れたのである。

(残された課題)

50年の金融政策の運営を振り返ってみると、それがかつて経験しなかったような経済情勢を背景とするものであっただけに今後解決すべきいくつかの課題を提起したことも事実である。

その一つは、金利の弾力化の必要性についてである。激しいインフレーションとその収束の過程を経て、企業や家計の支出活動は予想される物価変動の影響を一層強く受けるようになってきているとみられるが、そうした状況のもとでは金利水準を適時かつ弾力的に変化させることが政策効果を高めるうえで従来以上に重要になってきているといえよう。戦後の高度成長過程において定着してきたわが国の金利体系やその決定方式、さらにはその背景となっている金融構造を急に変えることは容易でないが、預貯金金利の面で金利弾力化を進めることは是非とも必要であり、今後関係各方面で一段の努力が要請されよう。

第2には、公共債大量発行下におけるマネーサプライの調節についてである。50年度には国債、地方債等公共債の発行が巨額に達したが、政府が国会に提出した「中期財政展望」等によれば、50、51年度にとどまらず中期的にも公共債への依存度は高水準を続けることが見込まれている。従来はマネーサプライの増加はほとんどが金融機関の民間部門向け与信によるものであったが、今後公共部門の大幅な資金不足がある程度長期にわたって継続するという新たなマネーフローのもとで、マネーサプライの大幅な変動を避けつつ、経済活動の拡大に見合った通貨供給の適度な伸びを維持していくためには、金融政策によって金融機関の企業向け信用を調整してだけでなく、財

政面においても、公共債発行等に節度をもつことが必要であり、特に市場原理に基づいて発行、取引を行うという慣行を確立することが大切といえよう。

次に、50年中における以上のような金融政策の運営をより直接的に反映する短期金融市場の動向についてみてみよう。

2. 短期金融市場と金融調節の動向

50年中における短期金融市場の動向には、三つの大きな特徴がみられた。それは、①財政資金の大幅払超と銀行券の増勢鈍化によって、市場に大幅な資金余剰が生じたこと、②金融政策が緩和に向うなかでも市場金利は夏場まで比較的高い水準のまま推移したこと、③年前半を中心に市場規模の拡大傾向が強まったこと、であった。

(資金需給の推移と金融調節)

まず、資金需給の推移についてみると(表Ⅰ—2—1)、銀行券の発行超幅は年間9,493億円と47年以降の最低となり(49年は15,687億円)、年間平均発行残高の前年比伸び率も+13.6%と40年(+12.5%)以来の低い伸びとなった。このように銀行券の伸びが大きく鈍化したのは、名目的な経済の伸びが著しく鈍ったことが主因であるが、ここ一兩年の間に給与の銀行振込制が急速に普及するなど、銀行券節約的な動きが増えていることも一因であろう。銀行券平均発行残高の伸び率を月ごとの推移でみると、49年秋以降総じて鈍化傾向をたどったが、50年春先まではまだ根強さを残していた。しかし、4月以降は、50年春闘ベア率が前年を大幅に下回るなど個人所得が伸び悩み、個人消費の回復も鈍かったため銀行券の増勢は目立って鈍化した。こうした傾向は結局50年いっぱい続

(表Ⅰ—2—1)

資金需給実績

(単位・億円)

	48 年	49 年	50 年
銀行券増減(△)	17,884	15,687	9,493
財政資金揚(△)払	△ 23,224	9,585	24,010
一般財政	8,340	27,028	62,159
(純一般)	3,895	17,585	50,821
うち〔租税〕	△114,733	△145,085	△135,102
(食管)	4,482	9,484	11,299
(代預)	△ 37	△ 41	39
国債	△ 12,724	△ 13,659	△ 31,871
(新規長期国債)	△ 14,214	△ 14,856	△ 32,076
(新発行・償還)	1,490	1,197	205
(短公債・償還)	△ 18,840	△ 3,784	△ 6,278
外為	△ 3,424	△ 6,805	△ 6,924
その他の			
資金過(△)不足	44,532	12,907	△ 7,593
準備預金増(△)減	△ 12,672	△ 3,533	4,485
日銀信用増減(△)	57,204	16,440	△ 12,078
うち貸出	1,474	△ 5,914	992
オペレーション	55,730	22,354	△ 13,070
うち(債券売買)	22,693	20,720	5,523
(買入手形)	33,166	1,505	△ 18,593
(T・B・売出手形)	△ 129	129	—

いたが、特に冬季民間ボーナスの水準が低かったことや地方公務員ベアの実施の遅れがみられたことなどから年末にかけて伸びが一段と弱まった。

一方、50年中の財政資金対民間収支は24,010億円の大規模な払超となった(前年同9,585億円)。外為会計の支払著増をみた46年(同23,932億円)をも上回るこの巨額の払超は、法人税を中心とする租税の減収(前年比-6.9%、9,983億円減)や50年度予算における公共事業費の前倒しの支出、財政投融资の増加などから一般財政が62,159億円というみぞうの大規模な払超となったことによるものである。租税の減収、公共事業費の追加等のための財源として、11月の50年度補正予算で赤字補てんのための特例公債22,900億円を含め34,800億円の国債増発が計上されたことの影響から50年中の国債発行超

額(短期国債を含む)は31,871億円と前年(13,659億円)比2.3倍に達したが、これによる資金引揚げは上記一般財政の払超幅の約半分にとどまった。この間、外為会計も48年以降の揚超傾向を続け、年間では6,278億円の揚超となった。

以上の結果、50年中の資金需給は49年(12,907億円の資金不足)とは様変りの7,593億円の資金余剰となったが、40年以降年間通計で資金余剰となったのは、外為会計の支払が著増した46年に次いで2度目のことである。年間の推移を四半期ごとにみると、1～3月、4～6月に大幅払超となったあと、7～9月、10～12月は国債の大量発行を主因に小幅の資金不足を示した。

以上のように、50年中の資金需給は総じて余剰基調で推移したが、これを受けて日本銀行信用は年間12,078億円の減少と4年ぶりの収縮をみた。季節的な繁閑をならしつつ市場の余剰資金を吸収するに当たって、日本銀行は主として手形のオペレーションを活用したが、日々の変動等につき微調整を要する際には従来どおり貸出を中心に調節を行った。債券オペレーションは年末の資金不足期における買入を主体に5,523億円の買入超となった。

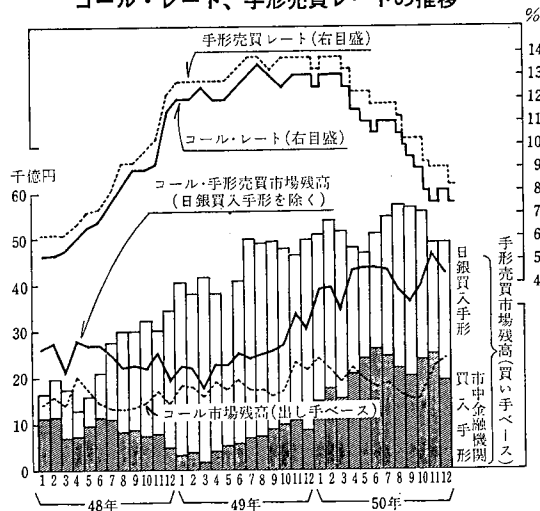
このように、日本銀行の金融調節は、年間を通じてみれば市場の余剰資金を吸収するかたちとなったが、日々の調節については、春先までの抑制気味の運営に対し、その後は、前節でみたように政策の重点がしだいに景気回復に置かれるようになったのに歩調をあわせて弾力的な運営に移されていった。

(短期金融市場金利の動向)

こうした政策運営を反映して、短期金融市場金利は漸次低下したものの、年前半は比較的高い水

(図 I-2-1)

コール・手形売買市場資金量(平残)および
コール・レート、手形売買レートの推移



(注) レートは出し手(買い手)レート。いずれも月末(ただし、50年中は変更ごとにプロット)。

準を続け、その後は低下テンポが速まるという推移をたどった(図 I-2-1)。

コール・レート(無条件もの出し手レート、以下同じ)は、年初、年央の資金繁忙期の引上げをさみつつも、おおむね公定歩合引下げを節として低下傾向をたどり、49年末の13%から8月央の10.5%まで低下、その後は9～11月の資金余剰期入りに伴う低下や10月の公定歩合1%引下げ、11月の預金準備率引下げ等もあって下げ足をやや速め、年末には7.5%へ低下した。一方、手形売買レートは手形期間がコール資金より長いこともあって季節的な需給の繁閑はさして響かず、3月以降一本調子の下げとなった。もっとも夏場までの低下テンポは2%(13.25→11.25%)とこの間の公定歩合引下げ幅1.5%を若干上回る程度であったのに対し、9月から年末までの低下は3.0%(11.25→8.25%)と加速した。

この結果、50年末におけるコール・手形売買レ

ートは、各々48年7月ごろの水準まで戻ったが、40年以降についてみると、この2年半における短期金融市場金利は資金需給の変化を映じてフレキシブルな変動を示した時期であったといえる。

(市場規模の拡大)

この間、短期金融市場の市場規模は49年秋ごろからの拡大傾向をさらに強めた。50年中のコール・手形売買の出合残高は前年比6割強の著増となり、特に手形売買市場の規模拡大が目立った(図I-2-1)。これは、上にみたような市場金利の推移を映じて、地方銀行、中小企業金融機関、農林系統金融機関等出し手筋の放資意欲が根強く尾を引いたことのほか、金融機関の業態によって、企業の資金需要や公共債引受け等の資金負担に若干異なる動きがみられたことなどを反映したものである。

すなわち、引締め下にあった49年中は、市場資金の恒常的な取り手である都市銀行が資金ポジションの大幅な悪化をみただけでなく、長期信用銀行、信託銀行(銀行勘定)さらには農林系統金融機関ですらマネーポジションに陥り、地方銀行、信用金庫の余資比率も前回引締め時を下回っていた。このため、49年秋ごろから50年前半にかけては、中小企業金融機関、農林系統金融機関等出し

手筋は市場放資を積極化するという動きを示した。これら金融機関では、中小企業の資金需要の落着き傾向が長引こうとの見通しもあって、比較的長期かつ採算上有利な手形市場での余資運用を増加させる傾向を強めたのである。一方、都市銀行は後向き資金需要が素材関連や設備関連の大企業中心に根強かったため、資金ポジションの悪化懸念から多額の債券売却を行ったものの、なお手形売却を中心とするコール・手形売買市場での取入れを増加させた。

年央ごろからは、国債、地方債等公共債の多額の増発が日程にのぼり、その発行代り金流入の帰すうや地方公共団体の借入需要の増大とも絡んで、先行きの資金ポジションに対する不安感が台頭した。このため、資金ポジション改善のための既発債売却の動きが強まり、秋以降はローンポジションにあった地方銀行でさえ一部に既発債の売却に踏み切る向きがみられた。その他出し手金融機関も市場金利の低下などから漸次貸出、有価証券等による資金運用を増加させる動きを示したため、年後半の市場出合い残高の伸びは年前半に比べ若干鈍化し、就中手形売買取引の増勢が弱まった。