

# I 金融緩和政策の展開と 短期金融市場の動向

50年4月以降、漸進的に金融緩和策が進められ、51年春ごろには政策効果が企業金融面に十分浸透をみるに至った。その後も金融緩和の行過ぎから物価面に問題が生じないよう注意しつつ、引続き景気の着実な回復に必要な資金の供給を図っていくとの方針の下に、政策が運営された。金融機関に対する窓口指導もこうした方針に基づいて続けられた。

## 1. 金融緩和政策の持続とその背景

### (金融緩和基調の維持)

50年4月に公定歩合が引下げられて以来、年間を通じて金融緩和政策が漸進的に進められたが(6、8、10月 4回2.5%の引下げ)、51年に入ってから2月には前年11月に続いて預金準備率の引下げが実施され、また金融機関に対する窓口指導についても、その運営に一段と弾力的な配慮が加えられるなど、景気回復に重点を置いた政策姿勢が維持された。この結果、マネーサプライは徐々に伸び率を高め、51年春ごろまでには金融緩和は企業段階にも十分浸透した。

このため日本銀行は、51年春以降、通貨供給の行過ぎによって物価上昇を招くことがないように十分の留意を払いつつ、景気回復に必要な資金は円滑に供給するという政策運営の姿勢を維持した。このような景気と物価を両にらみした政策姿勢の下で、マネーサプライは51年4～6月をピークに逐期落着き基調をたどる一方、企業金融は引続き緩和傾向を強めた。しかしこうした金融政策効果

の定着にもかかわらず、輸出や財政支出などの外生的需要をてこに企業投資が盛上るといった経済拡大のメカニズムが作動するには至らなかったため、実体経済は51年夏場以降、足踏み状態に陥った(「Ⅲ実体経済の動向」参照)。

### (52年3月、4月の公定歩合引下げ)

52年に入っても、景気回復の足取りは依然足踏み状態にあり、企業の景況感にも明るさがうかがわれない状態が続いた。この間商品市況は軟調地合いを続け、国際収支も経常収支がかなりの黒字を示すに至った。こうした情勢にかんがみ、日本銀行は、景気により着実な回復に資するため、公定歩合を3月12日から0.5%(6.5→6%)引下げ、さらに4月19日には金利全般の低下を一段と促進するため再度1%(6→5%)の引下げを実施した。

このような2回にわたる公定歩合引下げに際し、いくつかの注目すべき動きがみられた。その第1は、3月の公定歩合引下げ時に、預金金利に関しては諸般の事情から要求払預金のみが引下げられたが、その際標準金利、並手貸出最高金利等市中貸出金利については、これまでのように銀行に対し公定歩合同幅の追随引下げの指導は行わず、各行がそれぞれの事情に応じ、貸出金利水準の引下げに極力努力するよう要請するにとどめられた点である。また今後の問題として公定歩合と標準金利との連動要請のあり方については、そのときどきの情勢に応じて考えていく旨が同時に表明された。

第2は、4月の公定歩合引下げに際しては、半月以内に長短市場金利をはじめ預貸金利の全面的低下が進められた点である。すなわち、公定歩合の1%引下げを機に、短期金融市場ではコール・

手形レートがそれぞれ1%の低下をみたが、一方日本銀行は5月6日から定期預金についてその金利最高限度を1%引下げるとともに同日以降のガイドラインとしての預金細目金利を変更した。この間、公社債市場における各種債券の流通利回りは前月の地合いをうけて4月上、中旬と低下し、応募者利回りをかなり下回っていたが、公定歩合引下げに伴う上記の金利動向を契機に国債、利付金融債、事業債等について5月債から発行条件が改訂された。また貸出金利の面でも都長銀、信託、地銀等がいち早く標準金利等を引下げ、また金融債の発行条件改訂を背景に、長期貸出最優遇金利も引下げられた。

以下では、まず上記金融政策の運営を直接的に反映する短期金融市場の動向から分析してみよう。

## 2. 短期金融市場と金融調節の動向

51年中における短期金融市場は前年とは様变りの資金不足となったが、50年4月以降漸進的に進められてきた金融緩和政策が51年中も続けられたため、年間を通じておおむね平穩に推移、市場金利も季節的なふれを伴いつつも弱含み横ばいで推移した。こうした中において国債大量発行の持続を背景に金融機関の業態間における資金偏在傾向がさらに強まったことが特徴的であった。

### (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)、銀行券の年間発行超幅は14,029億円と伸び悩みをみせた前年(同9,493億円)をかなり上回った。もっともこれには年末日における特殊事情(降雪の影響から年末日の還流がはかばかしくなかった点)が響いており銀行券の年間平均発行

(表I-2-1)

### 資金需給実績

(単位・億円)

	49年	50年	51年
銀行券増減(△)	15,687	9,493	14,029
財政資金揚(△)払	9,585	24,010	6,161
一般財政	27,028	62,159	64,357
(純一般)	17,585	50,821	54,225
うち〔租 税〕	△ 145,085	△ 134,645	△ 145,560
(食 管)	9,484	11,299	10,185
(代 預)	△ 41	39	△ 53
国 債	△ 13,659	△ 31,871	△ 65,930
(新 規 長 期 国 債 償 還 券 選 発 公 募 期 間 債 券 償 還)	△ 14,856	△ 32,076	△ 66,289
外 為	1,197	205	359
そ の 他	△ 3,784	△ 6,278	7,734
	△ 6,805	△ 6,924	△ 6,118
資 金 過 (△) 不 足	12,907	△ 7,593	13,986
準 備 預 金 増 (△) 減	△ 3,533	4,485	1,861
日本銀行信用増減(△)	16,440	△ 12,078	12,125
うち貸 出	△ 5,914	992	1,785
オペレーション	22,354	△ 13,070	10,340
うち(債券売買)	20,720	5,523	8,577
(買入手形)	1,505	△ 18,593	1,763
(T B・ 売出手形)	129	—	—

残高の前年比伸び率は+11.1%(前年同+13.6%)と昭和33年(同+3.8%)以来の低い伸びにとどまった。

このように銀行券の伸びが著しく鈍化したのは、基本的には実体経済面の足踏みから個人所得が伸び悩み、消費活動が51年初の一時期を除けば年間を通じて盛上りを欠いたまま推移したことによるものであるが、近年、給与の銀行振込み等の急速な普及から銀行券の節約的な動きが増えてきていることも一因と思われる。銀行券平均発行残高の伸び率を月ごとの推移でみると、50年後半に伸び悩んだ(50年前半+16.6%、後半+10.9%)あと、51年に入ると遅れていた地方公務員へのペア差額支給の実施もあって漸次増勢を回復、5月には12%を上回る水準に達した。しかし、夏場にな

ると51年のペア、夏季ボーナスの伸び率が前年を下回ったことなどが響いて個人所得が伸び悩んだため、6月、8月には再び10%台に落込んだ。その後、9～10月にかけて台風襲来等の特殊要因から一時的に増勢を回復したが、年末消費が不振に終わったことなどから年末に向けて鈍化傾向をたどった。

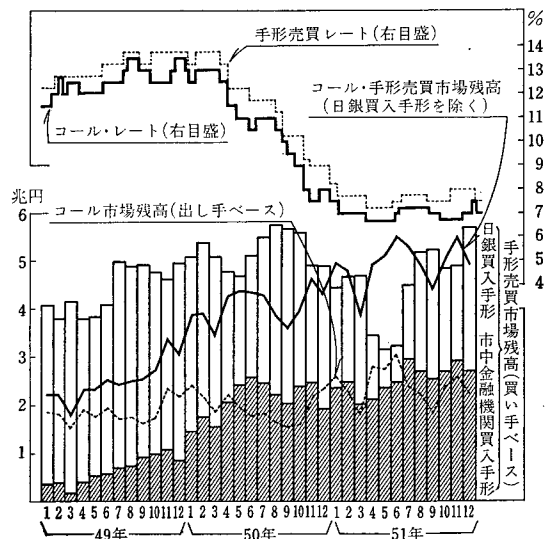
一方、51年中の財政資金対民間収支をみると、年間の払超幅は6,161億円と前年(同24,010億円)を大幅に下回った。外為会計は年初来の輸出好調等を映じて昭和47年以来4年ぶりに払超(7,734億円)となったが、これを除く財政の対民間収支じりは前年(30,288億円の大幅払超)とは様変りに若干の揚超(1,573億円)となった。これは基本的には、前年は50年度国債発行の遅れから秋口まで日本銀行の政府短期証券引受けにより財政支払いが進められたのに対し、51年はもっぱら国債発行によりこれをファイナンスしたという資金調達面での相違によるところが大きい。

この結果、51年中の資金需給は50年中(7,593億円の資金余剰)とは様変りに13,986億円の資金不足となり、これを映じて日本銀行の信用供与額は年間12,125億円(前年12,078億円の収縮)に達した。信用供与に当って日本銀行は従来同様資金不足期に債券および手形の買オペレーションを実施、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るなど弾力的に対処した。この結果、年間を通じ、債券買入は8,577億円と前年(5,523億円)を上回り、買入手形も1,763億円増と前年(18,593億円減)とは様変りの増加となった。この間、日本銀行の貸出は1,785億円の増加(前年992億円の増加)となった。

### (短期金融市場金利の動向)

このような政策環境の下で、日本銀行の金融調節は年間を通じて弾力的な運営が行われた。すなわち、短期市場金利は50年春以降51年の春先まではほぼ1年にわたり一本調子に低下したあと、4月以降季節的な資金需給の繁閑を反映する形でおおむね横ばいに推移した。まず、コールレート(無条件もの・出し手レート)をみると、50年後半以降下げ足を早めたあと年初の預金準備率引下げ時に低下(7.5→7.0%)し、その後は季節の繁閑に応じて上下0.25～0.5%の幅で変動を繰返した(前年末より若干低い7.0%の水準で越年)。52年に入って、3月、4月の公定歩合引下げを機に短期市場金利は一段と低下している(52年4月末5.25%)。一方手形売買レート(買い手レート)も預金準備率引下げ時に低下(8.25→7.75%)して以降は総じてコールレートと同様な動きを示し52年4月末のレートは5.75%となった(この結果、52年4月末におけるコール・手形売買レートはそれぞれ47年末(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。

48年初ごろの水準となった(図I-2-1)。

(市場規模の拡大基調続く)

この間、短期金融市場の市場規模は49年から50年にかけて拡大傾向を強めたあと、51年に入ってから引続き拡大基調を続けた。すなわち、コール・手形売買の出合残高(平残、日銀買入手形を除く)は50年中に前年比6割強の増加を示したあと、51年も前年比2割強の増加となった(図I-2-2)

市場資金出し手金融機関の業態別増加率とシェア  
(単位・%)

	50年			51年			
	上半期	下半期	年間	上半期	下半期	年間	
前年比増加率	地方銀行	59.5	21.2	39.7	10.5	9.7	10.1
	信託銀行	26.4	18.9	22.6	6.9	30.7	18.7
	長期信用銀行	50.4	4.3倍	2.5倍	2.0倍	13.1	47.1
	相互銀行	79.2	20.4	45.8	6.3 <sup>△</sup>	2.9	2.0
	全信連・信用金庫	2.2倍	5.1	47.2 <sup>△</sup>	18.7 <sup>△</sup>	16.5 <sup>△</sup>	17.7
	農林系統外銀	2.4倍	5.4倍	3.8倍	3.5倍	2.3倍	2.7倍
	その他共合計	81.5	48.4	63.2	20.2	22.4	21.3
	構成比	地方銀行	15.9	12.8	14.4	14.7	11.5
信託銀行	15.2	14.7	14.9	13.5	15.7	14.6	
長期信用銀行	3.4	5.6	4.5	5.8	5.2	5.5	
相互銀行	10.3	8.9	9.6	9.1	7.1	8.0	
全信連・信用金庫	26.0	21.2	23.6	17.6	14.5	16.0	
農林系統外銀	7.5	14.8	11.2	21.8	27.8	24.8	
その他共合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

(注) コール・手形売買市場(日銀買入手形を除く)合計、平残ベース。

2-1、表I-2-2)。

こうした市場規模の拡大は国債大量発行に伴い金融機関の業態間における資金偏在の傾向が強まったことによるものである。すなわち金融機関の業態別ポジション動向をみると都市銀行をはじめ地方銀行や相互銀行、全信連等中小金融機関のポジションが軒並み悪化したのに対し、農林系統機関のポジションは引続き好転を続けた。

都市銀行をはじめとして、地方銀行や相互銀行・信用金庫等中小金融機関の資金ポジションの悪化は国債、地方債等公共債の引受増(都市銀行、地方銀行、相互銀行)のほか、年央以降は景気の足踏みや前年を下回るベアを映じ、法人、個人預金等資金吸収面での伸び悩みが目立った(都市銀行、地方銀行、信用金庫)ことによるものであり、特に都市銀行ではこれに対処して大量の既発債売却を実施したにもかかわらず、なおポジションは大幅に悪化し、コール・手形市場への依存を強めた。これに対し農林系統機関では最近の金融情勢を映じた系統内外の投資機会の減少から引続き余資は高水準で推移し、この結果、市場における出し手の偏りという様相は一段と強まるに至った(農林系統機関のコール・手形売買市場残高に占めるシェア24.8%、前年11.2%、うち手形売買市場同39.9%、前年同12.8%)。