

## Ⅱ 企業金融の

### 緩和持続とその特色

昭和51年は、マネーフローが急激な変化をみせた50年の特徴をそのまま受け継いだ年であり、これが銀行行動、企業行動にも大きな影響を与えた。すなわち法人企業部門を大幅に上回る公共部門の資金不足額拡大から引続き大量の公共債が発行されたが、これに伴い金融機関相互間の資金偏在傾向が強まり、大量の既発債売却が行われた。一方、企業金融面では、ほぼ一貫して資金需要が低調に推移したことに加え、金融機関の融資態度が積極味を増したため一段と緩和が進展した。さらに企業では、資金の効率的運用を図るため、有価証券保有というかたちで流動性を維持しようとの動きを強めたことも大きい特徴であった。この間、公共債大量発行や年初の景気の急回復をながめてマネーサプライ管理には引続き十全の配慮が払われたことはいうまでもない。

以下では、このような特色を中心に、51年中の  
(表Ⅱ－1－1)

金融情勢を回顧することとする。

#### 1. 公共部門の大幅な資金不足持続

(公共部門は引続き法人企業部門を大幅に上回る資金不足)

まず、51年中の資金の流れをみてみよう。前年の50年においては、公共部門の資金不足額が前年比倍増したのと対照的に法人企業部門の資金不足額は前年比半減し、この結果、公共部門の資金不足額は法人企業部門の資金不足額のほぼ2.1倍に達した。こうした資金の流れにみられた急激な変化は51年にもそのまま受け継がれた。

すなわち、51年中における経済各部門の資金過不足の動きをみると(表Ⅱ－1－1、図Ⅱ－1－1)、まず公共部門の資金不足額は、年後半にかけ税収持直しなどからやや頭打ちとはなったものの、年中12.5兆円(前年10.8兆円)と引続き大幅なものとなった。これを政府と公社公団・地方公共団体に分けてみると、後者の資金不足額は地方財政状況の好転等から前年並みにとどまったのに対し、政府部門の資金不足額の拡大が目立ってい

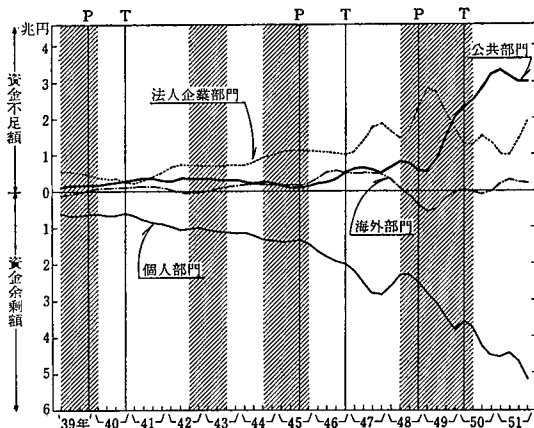
部 門 別 資 金 過 不 足

(単位・億円、カッコ内前年同期、△印資金不足)

	50 年 中	51/ 1～6 月			7～12月			51 年 中
			1～3 月	4～6 月		7～9 月	10～12月	
法 人 企 業 部 門	△ 51,968 (△ 101,306)	△ 8,216 (△ 11,876)	△ 3,993 (△ 3,169)	△ 4,223 (△ 8,707)	△ 44,710 (△ 40,092)	△ 13,824 (△ 17,249)	△ 30,886 (△ 22,843)	△ 52,926 (△ 51,968)
個 人 部 門	157,492 ( 138,875)	67,765 ( 46,383)	19,585 ( 3,939)	48,180 ( 42,444)	121,275 ( 111,109)	31,549 ( 31,176)	89,726 ( 79,933)	189,040 ( 157,492)
公 共 部 門	△ 107,530 (△ 50,861)	△ 57,102 (△ 38,177)	△ 15,961 (△ 3,567)	△ 41,141 (△ 34,610)	△ 68,235 (△ 69,353)	△ 14,867 (△ 13,996)	△ 53,368 (△ 55,357)	△ 125,337 (△ 107,530)
政 府	△ 37,968 ( 9,794)	△ 20,852 (△ 6,899)	4,344 ( 9,129)	△ 25,196 (△ 16,028)	△ 34,792 (△ 31,069)	△ 4,315 (△ 1,750)	△ 30,477 (△ 29,319)	△ 55,644 (△ 37,968)
公 社 公 団・ 地 方 公 共 団 体	△ 69,562 (△ 60,655)	△ 36,250 (△ 31,278)	△ 20,305 (△ 12,696)	△ 15,945 (△ 18,582)	△ 33,443 (△ 38,284)	△ 10,552 (△ 12,246)	△ 22,891 (△ 26,038)	△ 69,693 (△ 69,562)
海 外 部 門	2,006 ( 13,292)	△ 2,447 ( 3,670)	369 ( 2,797)	△ 2,816 ( 873)	△ 8,330 (△ 1,664)	△ 2,858 ( 69)	△ 5,472 (△ 1,733)	△ 10,777 ( 2,006)

(図Ⅱ-1-1)

## 部門別資金過不足の推移



- (注) 1. いずれも季節調整済み、3期加重移動平均値(ウエイトは1:2:1)。  
2. Pは景気の山、Tは景気の谷を表わす。斜線部分は金融引締め期。

る。一方法人企業部門の資金不足額は、年後半にかけ増加したものの、年間通計では5.3兆円(前年5.2兆円)とほぼ前年並みで公共部門の資金不足額の4割程度にとどまった。ちなみに今回同様公共部門の資金不足額が法人企業の資金不足額を上回った40~41年の場合には、実物投資の回復等からわずか3四半期(季節調整後、3期加重移動平均ベース)で再び法人企業部門の資金不足額が公共部門の資金不足額を上回るようになったが、今回の場合はこうした状態が49年10~12月以降すでに2年余りにわたって続いているのが大きな特徴である。この間、個人部門の資金余剰額は、個人所得が伸び悩んだものの、慎重な消費態度の持続などから18.9兆円、前年比+20%と根強い拡大傾向を示した。また、海外部門は、わが国の国際収支(経常収支)が好転を続けたこともあって、前年の0.2兆円の資金余剰から本年は1.1兆円の資金不足と、47年(2.0兆円の資金不足)以来4年ぶりに資金不足に転じた。

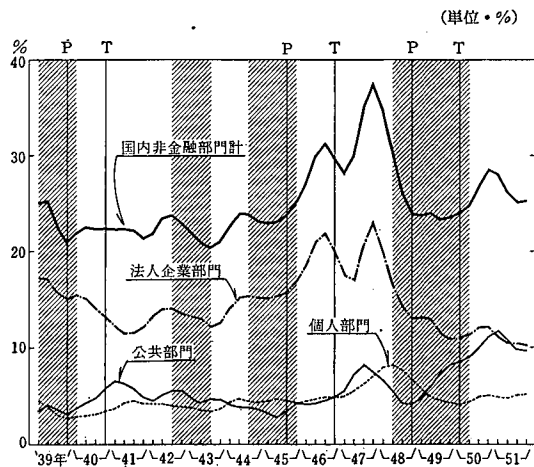
以上のように51年の場合、高水準の貯蓄性向を映じて個人部門の貯蓄超過額(資金余剰額)が引続き拡大傾向をたどったのに対し、公共部門、法人企業部門を合わせた国内部門の投資超過額(資金不足額)の拡大テンポは比較的緩やかなものにとどまったため、個人部門の貯蓄超過額を国内部門の投資だけでバランスさせることができず、経常収支の黒字幅(海外部門の資金不足額)拡大を招来する形となった。このように国内部門の貯蓄超過分を海外部門の投資超過で吸収することは、例えば後進国援助等資本流出によって黒字幅が適度にとどまる限り問題はないが、それを超えて海外部門の資金不足幅が拡大し続ける場合には国際均衡上問題であろう。

## (経済諸部門の資金調達)

以上のような部門別資金過不足構造の変化はそのまま金融面に投影されている。経済諸部門の資金調達の動向をみると(表Ⅱ-1-2、図Ⅱ-1-2)、まず公共部門では、大幅な資金不足額に対

(図Ⅱ-1-2)

## 資金調達額の対名目GNP比率の推移



- (注) 1. いずれも季節調整済み、3期加重移動平均値(ウエイトは1:2:1)。  
2. Pは景気の山、Tは景気の谷を表わす。斜線部分は金融引締め期。

(表Ⅱ-1-2)

## 国内経済部門の資金調達動向

(単位・億円)

		50 年		51/ 1～6月		7～12月		51 年	
			前 年		前 年		前 年		前 年
法 人 企 業		170,884	159,912	68,957	62,479	103,886	108,405	172,823	170,884
うち借 入 金		149,727	131,290	58,527	56,112	91,103	93,615	149,630	149,727
有 価 証 券		27,857	14,143	8,021	11,548	11,364	16,309	19,385	27,857
(うち事業債)		( 12,878)	( 5,415)	( 3,006)	( 5,913)	( 3,611)	( 6,965)	( 6,617)	( 12,878)
対 外 信 用		△ 6,700	14,479	2,409	△ 5,181	1,399	△ 1,519	3,808	△ 6,700
個 人		69,032	64,835	27,902	20,489	54,459	48,543	82,361	69,032
公 共 部 門		138,875	89,269	89,406	57,714	84,497	81,161	173,903	138,875
政 府		66,398	28,333	42,834	20,010	55,558	46,388	98,392	66,398
うち政府短期証券		13,451	5,259	8,139	3,960	△ 7,487	9,491	652	13,451
長期国債		39,742	18,435	41,132	14,033	36,623	25,709	77,755	39,742
借 入 金		13,158	1,758	△ 6,404	1,915	26,083	11,243	19,679	13,158
外 貨 債 等		47	2,881	△ 33	102	339	△ 55	306	47
公社公団・地方公共団体		72,477	60,936	46,572	37,704	28,939	34,773	75,511	72,477
うち公社・公団債		15,818	13,160	8,550	8,974	7,456	6,844	16,006	15,818
地 方 債		15,185	14,184	15,563	9,735	6,801	5,450	22,364	15,185
借 入 金		41,597	33,749	22,112	19,047	14,629	22,550	36,741	41,597
外 貨 債 等		△ 123	△ 157	347	△ 52	53	△ 71	400	△ 123
部門別構成比(%)	法 人 企 業	45.1	50.9	37.0	44.4	42.8	45.5	40.3	45.1
	個 人	18.2	20.7	15.0	14.6	22.4	20.4	19.2	18.2
	公 共 部 門	36.7	28.4	48.0	41.0	34.8	34.1	40.5	36.7
	うち政 府	17.5	9.0	23.0	14.2	22.9	19.5	22.9	17.5
	公 社 公 団・ 地 方 公 共 団 体	19.2	19.4	25.0	26.8	11.9	14.6	17.6	19.2

応した資金調達のため前年に続き国債を中心に大量の公共債の発行が行われ、年間の調達額は17.4兆円、前年比+25.1%と著増した。この結果、51年を通して公共部門が法人企業部門に代って最大の資金調達者の地位を占めるというかつてない事態が起きるに至った。公共部門のうち公社公団・地方公共団体では、資金不足額が前年に比べてきほど増加しなかったこともあって、地方債、公社公団債全体で前年比1兆円増程度の増発にとどまったものの、資金不足額拡大が大きかった政府部門では、国債が前年に比べ2.5兆円増、特に資金

運用部を除く民間引受けの長期国債は4兆円から7.8兆円へとほぼ倍増した。こうした大量の公共債は従来同様その大宗が市中金融機関により引受けられており、個人や企業等非金融部門の引受けは徐々に増加してきたとはいえそのウエイトは依然小さい。このように公共債の引受けが引続き金融機関中心に行われる場合、マネーサプライの増加につながりやすく、それだけマネーサプライの管理の必要性が一段と高まってきたといえよう。また、こうした公共債の大量引受けは、金融機関の資産運用中に占める公共債のウエイトを急

速に高め、また公共債引受けシェアと資金量シェアとの間にかなりの格差が存在したため金融機関業態間のいわゆる資金偏在傾向が強まるなど、いくつかの問題を提示することとなった。

一方、法人企業部門の資金調達額は51年中 17.3兆円とほぼ前年(17.1兆円)並みにとどまった。これは、50年には手元流動性ほてん需要が増大したのに対して、51年は資金不足額が前年比横ばい程度にとどまったうえ、企業の手元流動性積増しも頭打ちとなったためであり、特にこの傾向は年後半にかけ強まった。この間、法人企業部門の資金調達を資金形態別にみると、対外信用が前年の0.7兆円の減少から51年は0.4兆円の増加と様変わりとなったほかは、有価証券が設備資金需要の低調を映じた事業債の半減などから1.9兆円(前年2.8兆円)と大幅に落込み、借入も企業の慎重な借入態度を映じ前年比ほぼ横ばいにとどまった。こうした法人企業部門の資金調達の増勢鈍化は、法人企業部門の資金需要自体が鎮静していたことによるもので、その結果、公共部門と法人企業部門との資金需要の競合といった問題は現実のものとはならなかった。

#### (マネーフローの中期的構造変化)

50、51年に顕著にみられたマネーフロー構造の変化は、景気の現局面が回復初期に当り、企業投資が盛上りに欠ける一方、財政政策が積極的に景気刺激の役割を果しているという循環的性格に負う面が少なくない。しかしながら、資源エネルギーの制約等から今後従来に比して低い成長率が持続するとすれば、最近の構造変化は同時に中期的な構造変化につながっていく性格をもつものとみることができよう。日本の家計の貯蓄性向は国際的にみても非常に高いが、この高水準の家計の貯

蓄が、過度の海外部門の赤字(経常収支の黒字)を招くことなく投資とバランスのかたちをとるためには、企業投資、公共投資、個人住宅投資のいずれかの増大が必要である。個人住宅投資はすう勢的に増大していくとしてもさほどの増加にはなるまいとみられ、また企業投資も成長率屈折見通しの下ではかつてのような大幅な増加は予想されず、政府の50年代前期経済計画によってもその対GNP比率は51年度に比して多少高まる程度にすぎない。結局、減速経済下の貯蓄・投資のバランスの姿としては、公共投資が相対的にウェイトを高め、従って高水準の公共債発行が続く可能性が強い。このようなマネーフロー構造の中期的な変化を展望すれば、前述のようなマネーサプライの適切な管理、資金偏在傾向の激化に対する取組みなどといった問題のほか、公社債流通市場の整備・育成、さらに金融政策の有効性維持の観点からみた金利機能の一層の活用などについて一層の検討が要請されよう。

以下では、こうした51年中におけるマネーフロー構造の変化を踏まえて金融機関、資本市場の動向やマネーサプライの動きを検討してみよう。

## 2. 金融機関の資金運用・調達状況

上記のような51年中におけるマネーフローの変化は金融機関の資金運用面にもそのまま投影されることとなった。第1に、公共部門の大幅な資金不足が前年比さらに拡大し、これをファイナンスするため大量の公共債が発行された結果、主要金融機関の有価証券投資(純増ベース)は国債を中心に前年比5割弱の増加を示した。第2に、法人企業部門では、資金不足幅が前年並みにとどまり、手元流動性積上げの動きも一服したことをうけ

て、金融機関の貸出(純増ベース)は前年比7%弱の増加にとどまった。

#### (有価証券投資は大幅の増加)

51年中の主要金融機関の有価証券投資は、前年をさらに上回る大幅な増加となった。

全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、信用金庫を合わせた51年中の有価証券投資純増額は、64,530億円と、50年に比べ+48.5%と大幅な増加となり、限界預証率も都市銀行の大幅上昇を主因に31.0%と前年(22.6%)を大きく上回った(表Ⅱ-2-1)。この結果、51年末における預証率は18.3%(50年末16.5%)と、既往最高水準に達した。

このように有価証券投資が急増した主因はいうまでもなく、国債をはじめとする公共債の発行額が大規模であった前年をも上回り、またその大部分が従来同様、これら主要金融機関を中心に引受けられたためである(51年中における主要金融機関の長期国債引受け額53,754億円、50年中間27,427億円)。このほか、信託銀行や中小企業金融機関の一部では、需資低調をながめ、既発債購入を含め有価証券投資に対する態度をやや積極化(表Ⅱ-2-1)

する動きがみられた。

こうした公共債の大量引受けに対処、ポジション調整を図るため、都市銀行を中心に大量の債券売却が行われたことも、51年における特徴的な動きであった。すなわち、都市銀行では、50年に引き続き地方債、金融債を中心に大規模な手持ち債券の市中売却を実施し、従来債券売却についてやや消極的であった地方銀行、相互銀行も51年には有価証券の市中売却を大きく増やした。これらの債券は、余資運用難にあった農林系統金融機関や実物投資に消極的な事業法人等のほか、上記一部金融機関によって購入されたが、このことはまた後述のように現先市場での取引を活発化させることとなった。

こうした既発債大量売却の背景には、主としてこれら金融機関の公共債引受けシェアが資金量シェアに比べ相対的に高く決められている事情が響いており、今後も大量の公共債発行が行われれば、金融機関の売却意欲は底流として引続き根強いものと思われる。51年中の有価証券投資(純増額)の内訳をみると(表Ⅱ-2-2)、前記のよう

主要金融機関預貸証率推移

(単位・%)

	預 証 率				預 貸 率			
	51 年 中 限界預証率		51年末預証率		51 年 中 限界預貸率		51年末預貸率	
全 国 銀 行	34.6	( 23.7)	20.0	( 17.9)	71.2	( 72.0)	87.9	( 90.3)
都 市 銀 行	34.9	( 16.9)	19.9	( 18.0)	78.5	( 75.2)	96.0	( 98.3)
地 方 銀 行	31.0	( 27.9)	19.1	( 17.4)	72.0	( 73.6)	81.7	( 83.1)
信 託 銀 行	39.2	( 29.0)	21.5	( 18.6)	59.6	( 66.0)	81.8	( 85.5)
長 期 信 用 銀 行	35.2	( 30.1)	20.1	( 17.9)	63.4	( 66.0)	82.4	( 85.2)
相 互 銀 行	21.0	( 15.8)	12.3	( 11.2)	78.4	( 82.7)	82.4	( 82.9)
信 用 金 庫	17.8	( 22.1)	13.1	( 12.4)	84.4	( 85.7)	81.5	( 81.1)
全国銀行・相互銀行・信用金庫計	31.0	( 22.6)	18.3	( 16.5)	73.7	( 74.9)	86.5	( 88.4)

(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. 預貸率および預証率の分母は実質資金量(都市銀行は債券発行高を、信託銀行は信託元本を、また相互銀行は掛金を含む)。

3. カッコ内は前年。

(表Ⅱ-2-2)

全国銀行、相互銀行、信用金庫の有価証券投資増加状況

(単位・億円)

	合 計	うち国 債	地 方 債	社 債 等	株 式	そ の 他
50 年 中	43,453 (+ 59.4)	21,937 (△ 3,849)	5,537 (- 51.3)	12,055 (- 7.7)	3,323 (+ 25.0)	565 (- 85.9)
51 年 中	64,530 (+ 48.5)	44,609 (+ 103.0)	7,232 (+ 30.6)	8,249 (- 31.6)	4,262 (+ 28.3)	178 (- 68.5)

- (注) 1. 全国銀行には信託勘定を含む。  
2. カッコ内は前年比増減(一)率・%、前年比算出不能のところは前年の実数を記入。

な大量の公共債引受けや金融債、地方債の市中売却を映じ、国債が全体の7割、地方債が1割を占めており、この結果、51年末における金融機関の保有有価証券に占める公共債のシェア(図Ⅱ-2-1)は41.7%(50年末同31.3%)に達している(特に都市銀行では48.1%<50年末同35.2%>)。

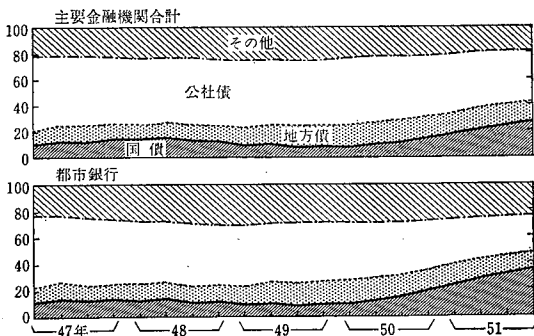
(貸出は一段と伸び悩み)

次に、全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、信用金庫を合わせた貸出の動きを、貸出残高(四半期別、期中の月末3ヵ月平均)の前年比でみると、50年1～3月(+11.2%)を底に極めて緩やかな上昇を続けてきたが、51年1～3月(+12.9%)をピークに再び低下に転じている(表Ⅱ-2-3)。この結果、主要金融機関合計の51年中の限界預貸率は73.7%(前年同74.9%)、51年末の預貸率は86.5

(図Ⅱ-2-1)

金融機関保有有価証券の内訳(構成比)

(単位・%)



(注) 主要金融機関とは全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、信用金庫の合計。

(表Ⅱ-2-3)

金融機関業態別貸出状況

(残高伸び率・%)

	50年	51 年				
	10～ 12月	1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	10～ 12月	
全国銀行・相互・信金	12.5	12.9	12.7	12.4	12.2	
全 国 銀 行	11.6	11.9	11.7	11.5	11.2	
都 市 銀 行	10.8	11.0	11.1	11.1	10.7	
地 方 銀 行	12.5	13.1	12.3	11.7	11.8	
信 託 銀 行	11.8	12.4	12.3	11.9	11.6	
長期信用銀行	12.2	12.4	12.4	12.0	11.5	
相 互 銀 行	15.2	15.5	15.2	15.0	15.1	
信 用 金 庫	16.4	17.1	17.2	16.3	15.8	
信 用 組 合	17.2	18.0	18.1	17.9	17.1	
生 保 ・ 損 保	16.8	16.2	14.7	13.8	13.3	
農 林 系 統 金 融 機 関	9.7	10.2	8.7	8.1	7.7	
政 府 系 金 融 機 関	21.6	20.7	20.0	19.6	18.6	
うち中 小 3 公 庫	19.6	17.9	16.0	15.8	15.6	
合 計	13.6	13.8	13.5	13.1	12.8	

- (注) 1. 残高伸び率は期中月末3ヵ月平均の前年同期比。  
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。  
3. 相互銀行は融資金。  
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)。  
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)。  
6. 政府系金融機関は日本開発銀行、日本輸出入銀行、商工組合中央金庫、中小企業金融公庫、国民金融公庫、住宅金融公庫、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。  
7. 全国銀行、相互銀行、信用金庫、信用組合、農林系統金融機関は金融機関貸出を除く貸出。

%(前年末同88.4%)と引続き低下し、極めて低水準であった50年をも下回った(表Ⅱ-2-1)。

このように51年中の貸出の伸びが低かったの

は、①企業の資金需要が、慎重な生産・投資活動を映し鎮静傾向にあったこと、②収益改善がはかばかしくないことに絡んだ企業の金融費用の節減意欲の高まりから、借入返済の動きが漸次拡大していったこと、③一方、金融機関の融資態度は弾力化の度合を強めつつも、企業倒産高水準を背景とした与信管理面への配慮もあって、過去の緩和期に比べればかなり慎重であったこと、などのためであろう。企業需資の動向をみる前にまず金融機関の融資態度について振返ってみよう。

都市銀行、長期信用銀行等では、年央ごろまで景気回復のテンポが比較的速かったこともあって、先行き需資が本格的に台頭するとの期待がなお強く、加えて窓口指導の継続や、前回緩和期の貸込みに対する反省等が貸出基盤強化の対象を一部の優良企業にとどめるなど、かなり慎重なものであった。しかし、景気の足踏み傾向が目立ちはじめた秋口以降は、主力先企業の需資鎮静が長びこうとの見方が強まったうえ、年央までに従来から持越してきた貸出案件をほぼ消化し終ったこともあってしだいに積極味を加え、特に優良中堅・中小企業への新規開拓や引締め期に低下したシェアの引上げについて強い意欲をみせるようになった。一方、中小企業金融機関では、もともと都市銀行、長期信用銀行等に比べ国債引受け負担が低いことに加え、コール・レート等短期金融市場金利が50年後半以降低下テンポを速めていったことが響き、50年秋ごろよりかなり弾力的な貸出態度で臨んできていたが、年央ごろには貸出計画が大幅な未達となったところから、貸出伸長に対する前傾姿勢をさらに強めた。特に年後半には、都市銀行等の融資態度が上記のように中小企業金融機関の取引先にも喰い込む姿勢を強めたため、これ

に対抗する意味合いからも、地元中小非製造業を中心とした需資の掘り起しに本腰で取組む動きが目立っている。

しかしながら、このように都市銀行、長期信用銀行、中小企業金融機関ともに、基本的には貸出態度を漸次弾力化していったものの、前回緩和期に過度の貸込みを行った結果、貸出内容を悪化させたことに対する反省や、企業倒産の高水準持続、年後半における企業収益の改善傾向一服などに伴う先行きの企業経営に対する根強い警戒観などから、従来の緩和期に比べれば、かなり慎重な面を残していたのが大きな特徴であった。

ちなみに窓口指導対象金融機関と非対象金融機関の貸出動向を振返ってみると(図Ⅱ—2—2)、従来の緩和期には前者の伸びが高まる一方、後者の伸びが鈍化しているが、今次緩和期には資金需要の低調と比較的慎重な融資態度が相まって両者そろって伸び悩んでいる姿がうかがわれる。

#### (貸出内容における特色)

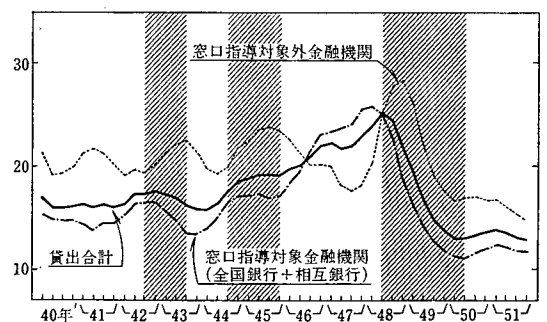
上記のように、貸出全体が伸び悩むなかにも貸出内容の面ではいくつかの特色がみられた(表Ⅱ—2—4)。

その第1は、大宗を占める一般企業向け貸出が伸び悩み、なかでも、非製造業向け貸出が相対的

(図Ⅱ—2—2)

貸出の推移(残高前年同期比)

(単位: %)



(表Ⅱ－2－4)

全国銀行、相互銀行、信用金庫の貸出先別貸出状況

(単位・億円)

	50年中 貸 出 増加額	貸出増加 額に占め るシェア	51年中 貸 出 増加額	貸出増加 額に占め るシェア
合 計	138,272 (+ 23.8)	100.0%	147,621 (+ 6.8)	100.0%
一 般 企 業	110,752 (+ 15.0)	80.1	118,480 (+ 7.0)	80.3
うち 製 造 業	42,994 (- 16.4)	31.1	40,291 (- 6.3)	27.3
" 非 製 造 業	67,758 (+ 50.9)	49.0	78,189 (+ 15.4)	53.0
個 人	25,140 (+ 87.1)	18.2	30,868 (+ 22.8)	20.9
うち 住 宅 信 用	17,806 (+ 32.0)	12.9	22,039 (+ 23.8)	14.9
地方公共団体	2,380 (+ 24.7)	1.7	1,727 (- 1)	- 1.2

- (注) 1. 金融保険業向け貸出を除く。  
2. カッコ内は増加額前年比・%。  
3. 非製造業＝合計－(製造業＋地方公共団体＋個人)  
4. 業種別貸出統計による。  
5. 住宅信用は全国銀行、相互銀行の合計で信用金庫を含まない。

に高い伸びを示した反面、製造業向け貸出は、増加額でみて50年に続き前年を下回るなど、極めて低調に推移した点である。製造業向け貸出を業種別にみると、継続投資を抱える鉄鋼などがかなりの増加をみたものの、その他の製造業では借入抑制の動きが広汎化、特に輸出好調が続いた自動車では51年通計では返済超となっているのが目立つ。これに対して、非製造業向け貸出増加は、卸・小売業、特に商社に負うところが大きい。これは、引締め期間中の未充足借入需要が根強く残っていたほか、前向き資金需要も店舗改装資金、貿易関連資金などを中心に漸次増加をみたためである。金融機関業態別にみると、高水準の未充足借入需要を残していた都市銀行、信託銀行等の非

製造業向け貸出が高い伸びを示した一方、相互銀行、信用金庫では前年を若干下回る増加にとどまった。

第2に、前年著増をみた地方公共団体向け貸出が51年には純減に転じたことである。これは、春先以降税収が持直した一方、支出態度が比較的抑制的であったため、地方公共団体の資金不足幅がさほど拡大しなかったのに加え、貸出のかんりの部分が地方債に振替えられたこと(地方債発行額<純増ベース>50年中 15,818億円→51年中 22,364億円)も響いている。

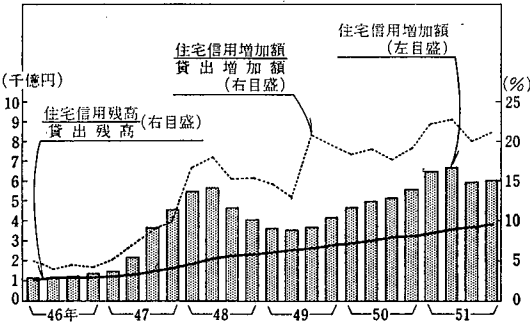
さらに第3は、特に年前半に目立った点であるが、個人向け貸出が住宅ローンを中心に引続き高い伸びを示し、貸出全体をいわば下支えしたことが挙げられよう(図Ⅱ－2－3)。もっとも、秋口以降最近にかけて借入申込みの主体が比較的所得層へ移ってきており、小口の案件が増えているという事情などを背景に、一本調子の増加テンポから鈍化傾向に転じている。ただ、その他の企業需資等が低調なために貸出に占めるシェアは現状おおむね上昇傾向にある。

(貸出金利は緩やかながら引続き低下)

次に貸出金利の推移をみてみよう。全国銀行

(図Ⅱ－2－3)

住 宅 信 用 の 動 向



- (注) 1. 全国銀行および相互銀行の合計。  
2. 季節調整済み数による。



(銀行勘定)の貸出約定平均金利は、50年10月の第4次公定歩合引下げの影響を受けて年初にかなり急ピッチの低下を示したあとも、上記のような金融機関の融資態度弾力化や企業の強い利下げ要請とが相まって、優良中堅・中小企業を中心とする調整利下げが進捗、緩やかながらも一貫して低下を続け、51年通計では $-0.338\%$ の低下(50年4月から12月までの低下幅 $-0.896\%$ )となった。この結果、50年4月の第1次公定歩合引下げ以降、12月までの通算低下幅は $-1.234\%$ 、同期間の公定歩合引下げ幅に( $2.5\%$ )対する追従率は $49.4\%$ と、前回緩和期における最終追従率(45年10月以降48年3月まで $49.1\%$ )を上回った。

こうした貸出金利の動きを長短別にみると、全国銀行の短期金利は、51年中も $-0.512\%$ とかなりの低下(50年4月以降の通算では $-2.033\%$ の低下)を示し、公定歩合引下げ幅に対する12月末の追従率は $81.3\%$ (前回緩和期における最終追従率は $71.3\%$ )にまで達した。一方、長期金利は、51年中 $-0.102\%$ の低下(50年4月以降の通算では $-0.169\%$ 低下)にとどまったが、これは、47~48年の緩和期に増大をみた低利の長期貸出が回収される一方、比較的高利の長期貸出に振替わったこと(ちなみに長期信用銀行の長期貸出金利は51年中 $+0.140\%$ と上昇)による面が大きく、こうした実情を勘案すると、長期貸出金利も基調としては低下傾向にあったといえよう。

一方、50年中には利下げがやや遅れていた中小企業金融機関の金利低下も、51年に入ってからかなりピッチが早まった。すなわち、こうした業態では、相対的に金利水準の低い都市銀行等の中小企業向け貸出態度弾力化に対抗して取引基盤の維持、確保を図るため、取引先中堅・中小企業に対

する防衛利下げをかなり前向きに実施せざるをえず、このため相互銀行の貸出約定平均金利は2月以降都市銀行、地方銀行を上回る低下を続けたほか、信用金庫の低下幅も、51年通計では全国銀行を上回った(相互銀行貸出約定平均金利の51年中低下幅は $-0.506\%$ <50年4月以降の通算では $-0.932\%$ の低下>、信用金庫同 $-0.404\%$ <同 $-0.577\%$ >)。

なお、更年後の貸出金利動向をみると、1、2月には小幅の低下にとどまったものの、3月以降は公定歩合の第5、6次引下げの影響もあって、再び下げ幅を拡大している(52年3月の全国銀行貸出約定平均金利 $8.128\%$ )。

#### (資金偏在の強まり)

最後に資金吸収・ポジション面についてみると、まず主要金融機関の預金残高の前年比伸び率は、4~6月までは緩やかに上昇を続けた。これは法人預金为企业の手許流動性復元を映じてかなりの増加をみたことによる面が大きい。しかし、年央以降はこうした動きが一巡したうえ、秋口になると景気の足踏みから今後の景気回復に対し企業が警戒的見方を強め、金融コストの引下げをねらって手許流動性の圧縮を図ったり、収益性が相対的に高い債券運用のウェイトを上げる動きが拡大、一方では個人預金も伸び悩むなど、資金吸収地合いは悪化し、預金残高の前年比伸び率も再び低下傾向をたどっている(表Ⅱ-2-5)。

こうした資金運用、吸収の動きは金融機関の資金ポジションにも反映、主要金融機関の外部負債(余資)比率は、50年中にかなりの改善をみたあと、51年に入ってから年央までは引続き好転をみたが、その後預金の伸び悩みを映じて悪化に転じ、大量の既発債売却にもかかわらず、結局51年

(表Ⅱ－2－5)

主要金融機関の資金量推移

(残高伸び率・%)

	50年	51 年				
	10～ 12月	1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	10～ 12月	
全 国 銀 行	14.5	15.9	16.3	15.9	14.3	
都 市 銀 行	13.6	16.2	16.8	16.4	14.4	
地 方 銀 行	14.3	15.1	14.6	14.6	13.9	
信 託 銀 行	15.7	15.5	17.1	16.4	16.9	
長期信用銀行	16.7	17.3	17.2	16.3	15.4	
相 互 銀 行	14.9	15.7	15.9	16.5	16.1	
信 用 金 庫	16.3	16.3	16.3	15.8	15.3	
全国銀行・相互銀行・信用金庫計	14.8	15.9	16.2	15.9	15.0	

- (注) 1. 資金量は実質預金(相互銀行は実質資金量)と債券発行高の合計。  
2. 残高伸び率は期中月末3ヵ月平均の前年同期比。  
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。

を通してみると小幅の悪化を余儀なくされた(表Ⅱ－2－6)。こうした動きは主要金融機関の各業態にはほぼ共通しており、51年末の外部負債(余資)比率をみると、都市銀行の外部負債比率はほぼ50年末と同水準のマネーポジションとなったほか、その他の業態でも軒並み預証率の上昇(地方銀行、相互銀行)や預金の伸び悩み(地方銀行、信用金庫)などから余資比率が若干低下した。

この間、農林系統金融機関の資金ポジションをみると、もともと法人向け貸出については金融ひっ迫期の一時的伸長という性格が強く、金融緩和を映じて貸出の伸びが大きく鈍化したうえ、国債引受け負担がさほどでないこともあって、一貫して改善傾向をたどっている。

このように、主要金融機関と農林系統金融機関のポジションは、51年中対照的な動きを示したが、前者では債券の大量売却を進め、後者ではこれを購入するといったポジション調整の動きがあったことを勘案すれば、業態間における資金偏在

(表Ⅱ－2－6)

主要金融機関の外部負債・余資比率の推移

(単位・%)

	51 年			
	3月末	6月末	9月末	12月末
全 国 銀 行	△ 5.6 (△ 7.8)	△ 5.2 (△ 7.2)	△ 5.6 (△ 7.2)	△ 6.4 (△ 6.3)
都 市 銀 行	△ 14.8 (△ 20.4)	△ 14.4 (△ 18.4)	△ 15.6 (△ 19.3)	△ 16.3 (△ 16.5)
地 方 銀 行	2.4 ( 3.1)	3.4 ( 3.0)	3.3 ( 3.2)	2.2 ( 2.5)
長期信用銀行	1.2 ( 0.9)	0.9 ( 1.7)	0.5 ( 1.7)	0.5 ( 1.1)
信 託 銀 行	△ 0.4 ( 0.3)	0.1 (△ 1.2)	0.8 ( 0.4)	△ 0.2 ( 0.1)
相 互 銀 行	2.6 ( 3.5)	3.5 ( 4.1)	2.9 ( 3.1)	3.4 ( 4.6)
信 用 金 庫	9.0 ( 11.4)	9.4 ( 11.7)	8.5 ( 9.9)	8.2 ( 9.3)
全国銀行、相互銀行、信用金庫計	△ 2.9 (△ 4.2)	△ 2.4 (△ 3.6)	△ 2.9 (△ 3.9)	△ 3.4 (△ 3.1)
参考 農林系統金融機関	5.5 ( 1.3)	6.3 ( 1.0)	6.4 ( 2.2)	7.8 ( 5.4)

- (注) 1. 外部負債・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＋売渡手形＋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>)－(コール・マネー＋売渡手形＋借入金)

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)－(コール・マネー＋売渡手形＋借入金)

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)

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

3. カッコ内は前年。

は国債発行額の増大を主因に実質的には一段とその傾向を強めたものといえよう。

3. 緩和傾向を強めた企業金融

51年中の企業金融は、緩和傾向を一段と強めた。これは在庫調整の進展等から春先には後向き

資金需要が急速に減退し、その後も前向き資金需要が企業の慎重な生産・投資態度を映じて盛上りを欠いたため、総体としての資金需要が落ち着いた推移をたどる一方、金融機関からの資金調達環境も好転を続けたためである。こうしたなかで、企業の手元流動性は、企業の金利負担軽減を企図した慎重な借入態度等から50年末をピークに緩やかな低下傾向をたどる一方、資金の効率的な運用のため短期有価証券投資に向う動きが目立った。

#### (企業の資金需要および調達状況)

まず日本銀行「主要企業短期経済観測」により企業の資金需要と調達、および手元流動性の増減の動向(図Ⅱ-3-1、資金需要等を期中の売上高で除した比率)についてみよう。

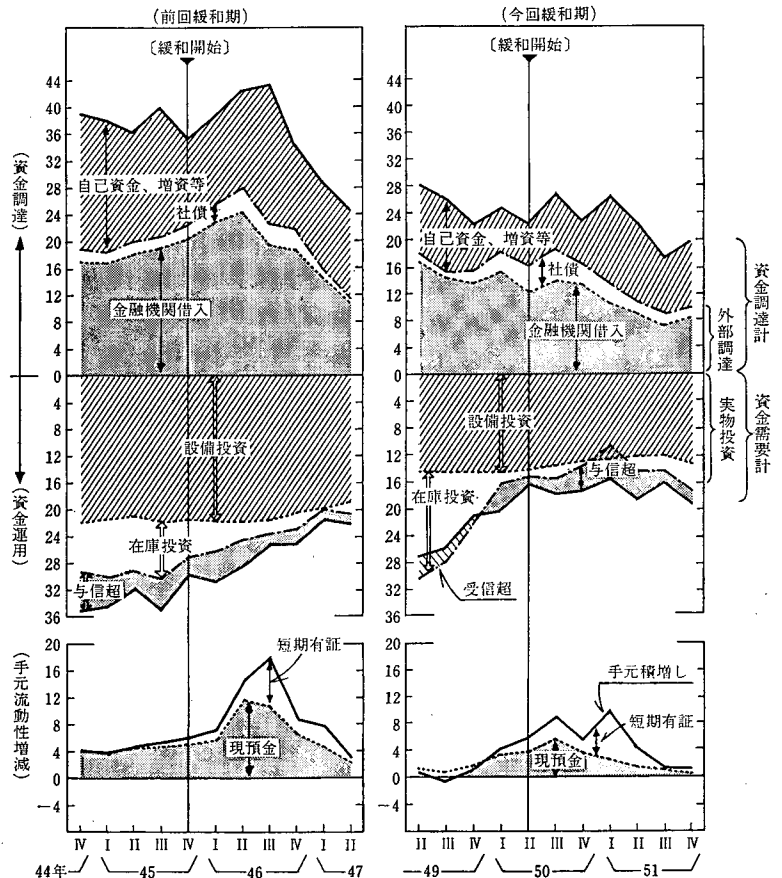
51年中の資金需要の動きをみると、在庫投資は、51年1～3月に調整進捗から純減となったあと景気足踏みを背景に秋以降後向き在庫が若干積上ったが、設備投資がかなり低いまま推移したため実物投資需要全体としてはやや増勢をみせながらもほとんど盛上りのない状態で終始した。この間、企業間信用の与信超幅は、51年1～3月まで拡大したあと、しだいに縮小した。これは、大企業の手元流動性回復が51年1～3月ではば一巡し、その後大企業の借入需

要が鎮静してきたこともあって、金融機関が中堅・中小企業向けの貸出を積極化しはじめたことによるものである。この結果、資金需要全体としては50年に比較しほぼ横ばい程度の落ち着いた推移を示した。一方、資金調達サイドでは51年に入り金融機関からの借入の増勢鈍化が目立った。これは自己資金等による調達が、水準としてはなお低位ながら収益回復などから50年に比較すれば増大傾向を示したこと、また企業が金利負担軽減意欲を強め51年4～6月以降急速に手元流動性の積増

(図Ⅱ-3-1)

#### 主要企業の資金調達・運用状況(売上高対比)

(単位: %)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業、季節調整済み)。  
2. 設備投資、在庫投資、自己資金、増資等については期中実施ないし実現額の、借入金、社債、現預金、短期有証、与信超については前期比増減額の、それぞれ期中月平均売上高に対する比率。

しテンポを落したことなどを反映している。この点、前回緩和期には、資金需要は在庫調整の進展などから、むしろ落込みを持続した一方、金融機関の貸出態度が積極化し、手元流動性として蓄積されるかたちで企業の金融機関借入が高水準を続けたのとは対照的である。

#### (企業の手元流動性の状況と資金繰り判断)

このように、50年中高まった企業の手元現預金水準は、対売上高比率、対借入金比率のいずれでみても51年4～6月以降低下傾向を強め、前回の引締期を除けば過去のボトムに近い水準まで低下してきている(図Ⅱ-3-2)。しかしながら、このような手元現預金水準の低下は企業自身、手元現預金水準を窮屈なものと判断していないことから明らかに(同図Ⅱ-3-2、下段)、企業の資金繰りが窮屈化したことを意味しているわけではない。51年中の手元現預金水準判断D. I. (「多目」-「少な目」)は、50年に比較しむしろ好転しているし、また最終的な企業の資金繰り感の指標ともいえる資金繰り判断D. I. (「楽である」-「苦しい」)をみても、50年中は「苦しい」とする企業の方が「楽である」とする企業よりも相当

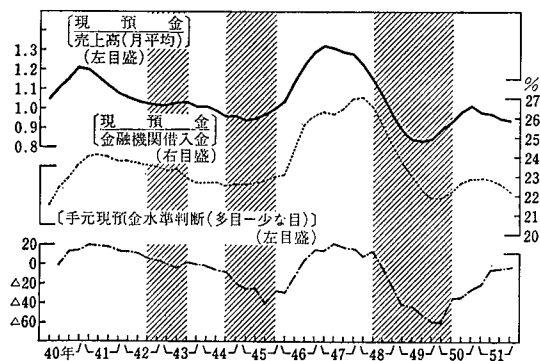
多かったのに対し、51年中は「苦しい」とする企業と「楽である」とする企業がほぼ等しくなる(註)に至った(図Ⅱ-3-3)。こうした企業の資金繰り判断を支えている背景をみると、まず第1に金融機関の貸出態度判断D. I. が51年中も一貫して好転を続け、金融機関の貸出態度を「ゆるい」とみる企業の割合が「厳しい」とみる企業の割合をかなり上回るに至った事情が挙げられる。ちなみに、企業の資金繰り判断D. I. を現預金対売上高比率、および金融機関の貸出態度判断D. I. で説明する回帰式を計測してみると(図Ⅱ-3-4)、貸出態度判断D. I. のパラメーターの統計的有意性はかなり高く、資金繰り判断に対する貸出態度判断の影響の大きさを示唆している。

(注) もともとこの資金繰り判断は、過去の例からみて「楽である」とする方が「苦しい」とする方を上回る例は少ない。従って両者がほぼ等しいことは金融緩和が一段と進展したものと解してよい。

第2に現預金以外の流動性資産、すなわち短期保有有価証券の保有が高水準となっていることも企業の資金繰り判断を好転させている大きな要因である。企業の短期保有の有価証券は、前回緩和期に著増したあと引締期にはいったんその大部分

(図Ⅱ-3-2)

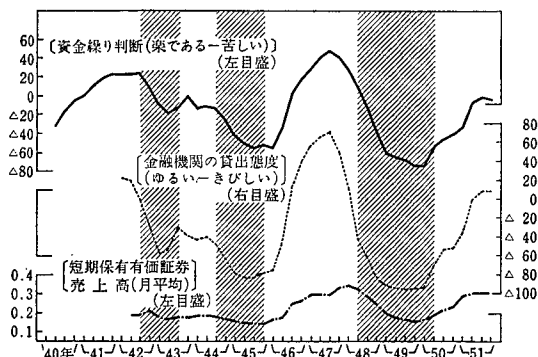
#### 手元現預金水準およびその判断指標の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業)、手元現預金水準判断を除き季節調整済み。  
2. 図の斜線部分は金融引締め期。

(図Ⅱ-3-3)

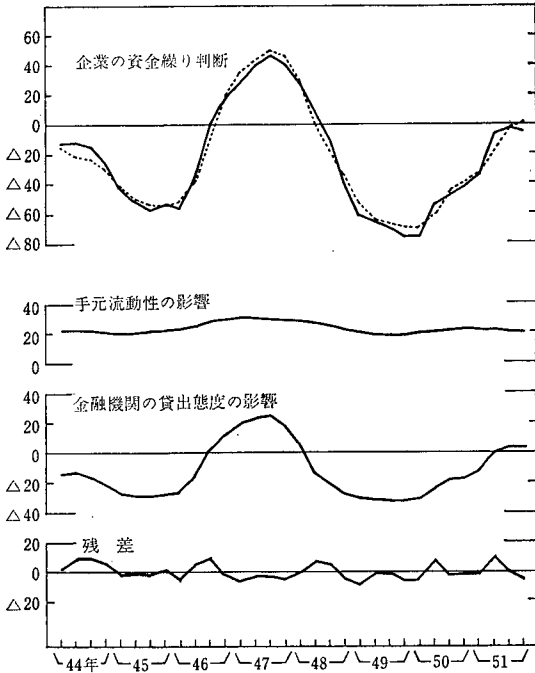
#### 資金繰り判断および関連指標の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業)、ただし短期保有有価証券/売上高は季節調整済み。  
2. 斜線部分は金融引締め期。

(図Ⅱ-3-4)

## 企業の資金繰り判断の変動要因



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業、季節調整済み)。  
 2. 資金繰り判断 D.I.=  

$$0.4763(1 \text{ 期前の資金繰り判断 D.I.}) + 0.3395 \text{ 貸出態度判 (11.2479) (9.0521)}$$

$$\text{断 D.I.} + 22.9367 \left[ \frac{\text{現預金}}{\text{売上高}} \right] - 22.9783 \left[ \frac{\text{現預金}}{\text{売上高}} \right] - 1.6305$$

$$\bar{R}=0.9773, \text{ D.W.}=1.4905, \text{ 計測期間: } 44/\text{I} \sim 51/\text{IV}$$

が取崩されたが、今回緩和期に入って再び増加傾向を強めており、これまでのピークに近い水準まで達した。こうした短期保有有価証券は、大部分が売戻し条件付きのいわゆる現先取引によるものとみられるが、この現先取引が企業同士で行われている場合には、企業全体としての流動性を高めるものではないが、金融機関ないし証券会社との間で行われている場合には、実質的には定期性預金の増加と類似した性格のものとなり、企業の資金繰り判断を好転させることとなる。後述の金融機関の大量の債券売却増、証券会社の自己現先売り増を考えると、現在企業が保有している短期有価証券のうちかなりの部分は、こうした潜在的

な手元流動性の性格を帯びたものとみられよう。

## (企業金融の業種別動向)

この間、業種別の動向をみると電機、自動車等早めに在庫調整の進展した先では、在庫調整は50年中にはほぼ一巡し、その後の積増しも緩やかであったため、実物投資に伴う資金需要が徐々に増加するにとどまる一方、輸出好調、収益の好転なども加わって、金融機関借入金は大きく増勢鈍化し、むしろ現先市場での運用の著増が目される状況であった。これに対し非鉄、石油等では、在庫調整はある程度進んでいたものの、赤字資金需要の発生から、また鉄鋼、化学、紙パ等の業種では、在庫調整のずれ込みや既往設備支払の増すう、さらには収益の悪化等から、50年中資金需要は根強い増勢を続けたが、51年に入って輸出増加や減産実施等から在庫調整が徐々に進展、かたがた既往設備の支払負担もようやく軽減されてきたため資金需要はさすがに落ち着いてきた。こうした状況下、これらの業種でも資金調達についてそれまでの借急ぎの姿勢からしだいに抑制色を強め、資金運用面についても、企業間信用の解きほぐしや現先市場での運用を増やすなど効率的運用に注力するようになった。

この結果、50年中さほど好転をみなかったこれらの業種の資金繰り判断D.I.も51年中かなりの好転となり、企業金融の緩和は着実に定着していった。

このように資金需要が全般に低調化したなかで、51年中やや目立ったのは、商社と中堅・中小企業の動向である。すなわち、商社では51年に入って輸出入の増加に伴う貿易関連資金需要が根強い増勢をみせたのに加え、景気足踏みを背景とし

た平電炉、合板等系列企業に対する援助資金(在庫融資、赤字資金はてん等)も増大した。

また、中堅・中小企業については、51年年初の景気急回復に伴い増加運転資金需要が漸増、夏場には金融機関に対する商手割引の持込みが目立ちはじめた。これには大企業需資が全般に低調化していく中で、金融機関が中堅・中小企業に対する取引基盤の拡大強化をねらって需資掘起こしを図ったことも影響したものと思われる。中小企業の資金需要については、最近に至るまで、非製造業、特に小売店舗、飲食店の増改築資金、建売り住宅の建設資金等で依然比較的根強いものがあるが、一方製造業関係では、大企業同様に収益対策上借入を極力抑制、さらには返済しようとの動きが漸次拡大してきている。

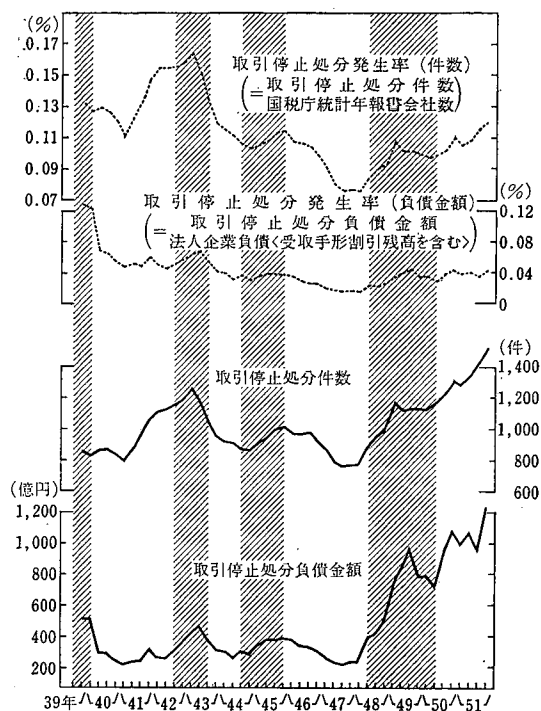
なお、51年秋ごろから更年後にかけて再び生産財中心に売れ残りによる在庫の積上りがみられ、後向き在庫資金需要が再発、資金繰りの跛行性が拡大していく要素が出てきているが、調達環境の好転を支えに大半の企業が金融費用の増大を避けるべく極力手元の取崩しや資産売却によって賄おうとの姿勢にあるため、需資規模自体は比較的小規模なものにとどまっている。

#### (企業倒産は高水準で推移)

51年中の企業倒産の動き(全国銀行取引停止処分)をみると(図Ⅱ-3-5)、件数は年初からはほぼ一貫して増加、また負債金額も秋口以降増勢を強めるなど、前年に引続き高水準で推移した。更年後も3月には既往ピークを示すなどこうした傾向は特に改まっていない。取引停止処分の発生率をみても、件数発生率(取引停止処分件数/会社数<国税庁統計年報書による>)は年後半にかけ高まっているが、ただ、負債金額発生率(取引停止処

(図Ⅱ-3-5)

#### 全国銀行取引停止処分推移



- (注) 1. 季節調整済み。  
2. 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。  
3. 斜線部分は金融引締め期。

分負債金額/法人企業負債<法人企業統計季報による>)は、50年中に比しほぼ横ばいに推移しており、取引停止処分の平均が小口化していることを物語っている。業種別には、建設業の増加が目立つほか、年後半には構造問題を抱える繊維も増加した。こうした倒産動向の背景としてはこれまで系列企業等を下支えしてきた大企業、商社で連結決算制度の導入等から従来の取引関係を見直す動きが強まってきているといった事情が挙げられようが、基本的には、石油危機後の経営環境の変化に対し、十分適応しえなかった企業が、何らかのきっかけをもとに、引続き経営の破たんに追い込まれているという事情が存在している。

#### 4. マネーサプライの動向

以上のように金融機関の貸出態度が弾力化する一方、企業金融は緩和傾向を強め、これを映じて企業の現預金積増しも頭打ちとなった状況を反映して、51年中のマネーサプライは、年初に伸び率をかなり高めたあと、4～6月以降漸次落着き基調をたどった。

##### (預金の保有者別動向)

まずマネーサプライの大宗を占める預金をその保有者別に一般法人預金と個人預金に分けて、その伸び率(季節調整済み、前期比年率)の推移をみると(図Ⅱ-4-1)、一般法人預金は50年中一貫して上昇傾向をたどったあと、51年に入ってから伸び率が鈍化し、下期には低下傾向を強めた。一方、個人預金は50年中+17%前後の安定した伸びを続けたあと、51年1～3月にはさらに伸び率を高めたが、4～6月以降伸び率はかなり鈍化した。

##### (マネーサプライの落着きとその背景)

このような法人・個人部門の預金動向を映じてマネーサプライ( $M_2$ 平残)の伸び率(季節調整済み、前期比年率)は1～3月+17.3%に達したあ

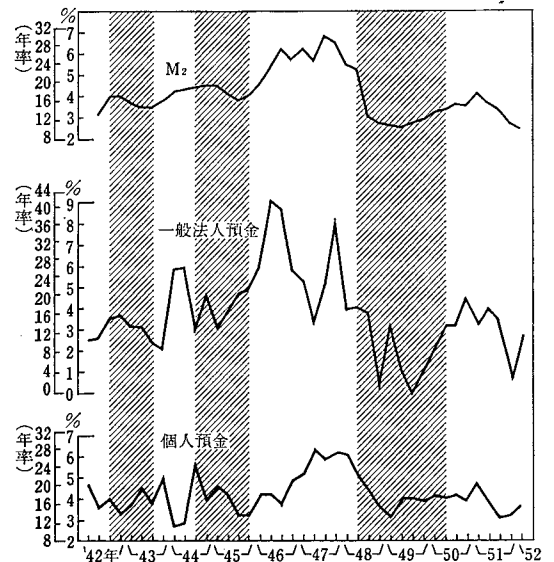
(表Ⅱ-4-1)

と、4～6月+15.1%、7～9月+13.8%、10～12月+11.3%と漸次低下し、52年1～3月には+10.1%となった(表Ⅱ-4-1)。

こうしたマネーサプライの増勢鈍化は金融機関の貸出態度など供給側の事情によるものではなく、 $M_2$ に対する需要が鈍化したことに起因した

(図Ⅱ-4-1)

$M_2$  および一般法人預金、個人預金の前期比伸び率推移



- (注) 1.  $M_2$  は平残、一般法人預金、個人預金は末残。  
2. いずれも季節調整済み。  
3. 斜線部分は金融引締め期。

最近の  $M_2$  の伸び率推移

(単位: %)

		半 期 ベ ー ス				四 半 期 ベ ー ス					年 間	
		50/1～6	7～12	51/1～6	7～12	51/1～3	4～6	7～9	10～12	52/1～3	50 年	51 年
平 残	季節調整後前期比 (年 率)	6.4 (13.2)	7.1 (14.7)	7.8 (16.2)	6.5 (13.4)	4.1 (17.3)	3.6 (15.1)	3.3 (13.8)	2.7 (11.3)	2.4 (10.1)	...	...
	原計数前年同期比	12.3	13.9	15.5	14.8	15.3	15.6	15.2	14.3	12.6	13.1	15.1
末 残	季節調整後前期比 (年 率)	6.0 (12.4)	7.4 (15.3)	7.7 (16.0)	6.5 (13.4)	4.1 (17.3)	3.3 (14.0)	3.3 (14.0)	2.8 (11.8)	2.5 (10.2)	...	...
	原計数前年同期比	11.5	13.9	15.8	14.7	15.6	15.9	15.2	14.2	12.5	12.7	15.2

(注) 末残は期中月末残高の平均。

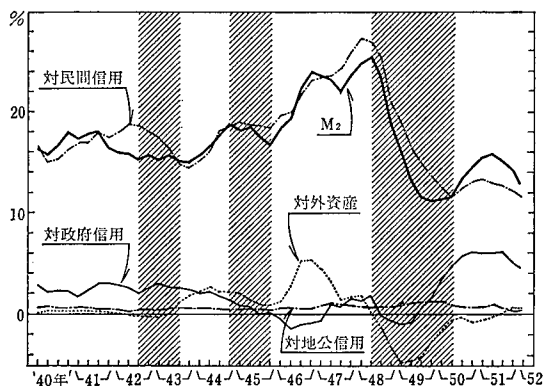
ものであった。 $M_2$ に対する需要鈍化は、基本的には名目GNPの伸びが景気足踏みを映じて鈍化した(いわゆる取引動機の需鈍化)ためであるが、これに加え、 $M_2$ に対する資産選好が弱まっている点(いわゆる資産動機の需鈍化)も見逃せない。すなわち、前節(「3. 緩和傾向を強めた企業金融」参照)でみたように、①銀行信用のオペラビリティが上昇している中で、②企業では収益動向を勘案し、 $M_2$ と借入の両建てを極力圧縮して金利負担の軽減を図っており、また③一部の企業では資金の効率的運用の見地から、現先取引等を通じ相対的に高利回りでかつ流動性も余り低くない短期有価証券等への運用を増やしていることが $M_2$ の伸びの鈍化にかなり影響しているものと思われる。

#### (供給要因別動向)

このようなマネーサプライの動向につき、供給要因別にその寄与度(期中各月末残高3ヵ月平均ベースの前年同期比伸び率)を整理してみると(図Ⅱ-4-2)、まず、対民間信用の寄与度は50年4～6月(+11.6%)を底に漸次上昇し、51年1～

(図Ⅱ-4-2)

マネーサプライの要因別寄与度の推移(末残ベース、前年同期比)



- (注) 1. 期中3ヵ月の平均による。  
2. 図の斜線部分は金融引締め期。

3月には+13.4%に達したが、その後は前述した通貨需要の鈍化を背景にしたいに低下してきている。一方、対政府信用の寄与度も50年中一貫して上昇し、50年10～12月以降51年7～9月までは+6%強の高水準で推移したが、51年10～12月以降は財政収支の払超幅縮小を映じて低下している(52年1～3月+4.3%)。この間、対外資産や対地方公共団体信用の寄与度はいずれもレベル自体は対民間信用や対政府信用に比較し大きなものではないが、対外資産は国際収支の黒字幅拡大を映じ寄与度は上昇傾向となる一方、対地方公共団体信用は、地方財政収支がやや改善したこともあって年後半以降低下傾向をたどった。

#### 5. 資本市場の動向

前記のような51年中のマネーフローの変化(「1. 公共部門の大幅な資金不足持続」参照)は、資本市場にも大きな影響を及ぼした。まず公共債の発行は国債を中心に50年をさらに大幅に上回ったため、起債市場は前年比+47%の拡大をみた。しかし、より重要なことは、こうした公共債の大量発行が債券の流通市場に及ぼした影響であろう。すなわち前述のように公共債、特に国債は従来同様、その大部分が金融機関によって引受けられ、都市銀行や地方銀行等が資金ポジション調整のため手持ち債券の大量売却を図った一方、農林系統金融機関や事業法人が積極的に買い向ったため、流通市場における取引は前年比+28%と大幅に増加した。特に条件付売買市場(以下現先市場という)では、証券会社が手持ち債券増加をファイナンスするために売却額を増やす一方で、事業法人は主として短期中心の余資運用を図ったた



め、現先残高はコール市場に匹敵する規模に達した。

(公社債流通市場)

すなわち公社債流通市場では、売買高の大宗を占める縁故地方債、利付金融債の売買が一段と増加したため、51年中の債券売買高は前年比+28%と拡大した(表Ⅱ-5-1)。これは、主要金融機関において国債をはじめ公共債の引受けが著増(「2.金融機関の資金運用、調達状況」参照)したため、引受け負担の大きい都市銀行、地方銀行等では前年にもまして縁故地方債、利付金融債中心に売却増加を図ったためである。この結果全国銀行の51年中の売却超額は前年を1兆円方上回る2兆5千億円程度の規模に達した模様である。さら

に、相互銀行・信用金庫でも、ポジション悪化に対処し年央以降従来の買い方から売り方に転ずる向きが多く、51年中を通してみても小幅売り越しないし買い越し幅の縮小をみた。これに対し買い越しが目立ったのは農林系統金融機関、事業法人等であった。農林系統金融機関は前年に比べ一段と買い越し幅を拡大したものとみられ、引続き購入者のうちで最大手の地位を占めた。また事業法人でも、資金繰り緩和の持続から短期債中心に債券運用を図る動きが広範化、買い越し額は前年を大きく上回り農林系統金融機関に迫る地位に近づいた模様である。また、官庁共済が有利な運用を求め債券投資を活発化したのも特徴的であった。

(表Ⅱ-5-1)

公 社 債 の 種 類 別 売 買 高

(単位・億円、%、カッコ内構成比)

		合 計			うち 無 条 件 売 買			現 先 取 引		
		50 年	51 年	前年比	50 年	51 年	前年比	50 年	51 年	前年比
国 債		12,426 ( 2.4)	24,241 ( 3.6)	+ 95.1	4,239 ( 1.8)	7,497 ( 2.5)	+ 76.9	8,187 ( 2.9)	16,744 ( 4.5)	+104.5
政 保 債		10,161 ( 1.9)	25,776 ( 3.8)	+153.6	5,475 ( 2.3)	14,445 ( 4.8)	+163.8	4,686 ( 1.6)	11,331 ( 3.1)	+141.8
地 方 債	公 募	7,339 ( 1.4)	20,346 ( 3.0)	+177.2	4,085 ( 1.7)	9,843 ( 3.3)	+141.0	3,254 ( 1.1)	10,503 ( 2.8)	+222.8
	縁 故	97,713 ( 18.6)	158,555 ( 23.6)	+ 62.3	46,731 ( 19.6)	68,167 ( 22.7)	+ 45.9	50,982 ( 17.8)	90,388 ( 24.3)	+ 77.3
金 融 債	利 付	203,903 ( 38.9)	243,860 ( 36.3)	+ 19.6	69,748 ( 29.2)	81,543 ( 27.2)	+ 16.9	134,155 ( 46.8)	162,317 ( 43.6)	+ 21.0
	割 引	16,339 ( 3.1)	21,006 ( 3.1)	+ 28.6	13,230 ( 5.5)	17,315 ( 5.8)	+ 30.9	3,109 ( 1.1)	3,691 ( 1.0)	+ 18.7
事 業 債	電 力	19,992 ( 3.8)	22,927 ( 3.4)	+ 14.7	11,208 ( 4.7)	13,185 ( 4.4)	+ 17.6	8,784 ( 3.1)	9,742 ( 2.6)	+ 10.9
	一 般	9,993 ( 1.9)	12,226 ( 1.8)	+ 22.3	6,811 ( 2.9)	8,452 ( 2.8)	+ 24.1	3,182 ( 1.1)	3,774 ( 1.0)	+ 18.6
加入者引受電電債		68,200 ( 13.0)	56,980 ( 8.5)	- 16.5	34,058 ( 14.3)	29,713 ( 9.9)	- 12.8	34,142 ( 11.9)	27,267 ( 7.3)	- 20.1
そ の 他 共 合 計		524,924 (100.0)	671,984 (100.0)	+ 28.0	238,502 (100.0)	299,744 (100.0)	+ 25.7	286,422 (100.0)	372,240 (100.0)	+ 30.0

この間現先市場では、都市銀行、地方銀行筋からの無条件売却玉を抱えた証券会社が、こうした手持ち債券のファイナンスを図るため自己現先売りに向い、一方では上記のように事業法人が余資運用として相対的に高利回りで流動性もさほど低い現先運用を行ったため、取引規模は前年比+30%の拡大をみた(現先市場残高、50年末18,347億円、51年末20,839億円、52年3月末25,436億円)。なお現先取引の規模の拡大に対処し大蔵省では、51年3月、現先取引の健全化を図るため、証券局長通達「債券の条件付売買の取扱いについて(注)」を発出した。

(注) 本通達の骨子は次のとおりである。

1. 売買される有価証券……①国債、地方債、特殊債、社債、②上記であっても他人名義登録債は原則として取扱わない、③また、当該証券に係る権利関係についても留意する。
2. 売買約定単価……スタート価格は市場価格の上下2%の範囲内(既発債取引と同一の値幅制限)。
3. 期間……1年以内
4. 残高……各社の資産状況に照らし過大なものにならぬよう留意するとともに、一取引先に過度に集中しないこと。

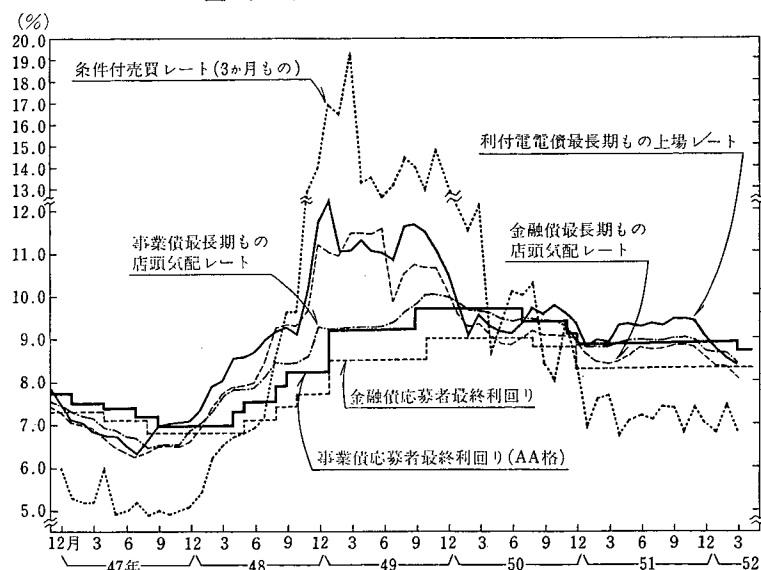
51年中における既発債レートの変動をみると(図Ⅱ-5-1)、上記のように年間を通じて都市銀行等の売却意欲が極めて強く、余資金融機関の購入態度も、先行き見通し難からなお慎重であったため、長期債の流通利回りは比較的高水準で推移した(例えば利付電債最長期もの上場レートは51年1~3月、年末の一時期を除き9.2~9.5%で推移)。これに対し、現先レ

ートは、買い大手である事業法人が専ら現先市場で余資運用を図り、長期債購入には極めて慎重なビヘイビアで臨んだため、3か月ものでは7%前後の低水準で推移した。この結果、長短金利の乖離幅は2.1~2.3%に達し、これまでの金融緩和期における最高乖離幅(47年10~12月2.0%)を上回った。

51年末以降、更年後の既発債レートは、都市銀行等がしだいに売り控えの姿勢をとる一方で、農林系統金融機関は引き続き根強い買い意欲を示し、信託、一部生・損保の購入姿勢にも動意がうかがわれたため、しだいに低下傾向をたどった。このため事業債、縁故地方債等一部債券ではすでに1月ごろから流通利回りが応募者利回りを下回っていたが、3月と4月に通計1.5%の公定歩合引下げが行われたこともあって、利回り低下気運が促進され、3月後半から4月にかけてこうした傾向が各種債券にも軒並み拡大するに至った。このため3月には事業債の基準発行条件が0.2%引下げら

(図Ⅱ-5-1)

### 主要債券利回り推移



れたのをはじめ、5月発行分から国債、利付金融債、事業債等の発行条件が0.6～0.8%方引下げられた。

#### (起債市場)

次に51年中の起債状況(純増ベース、表Ⅱ-5-2)をみると、公共債(国債、政府保証債、公募地方債)は国債の増発を主因に前年比47%増と、高水準であった前年(同2.2倍)をさらに上回った(前年比、国債+39%、政府保証債2.3倍、公募地方債2.3倍)。一方事業債の起債は前年比25%減の低水準にとどまり、電力債(前年比6割増)を除いた一般事業債だけをみると、企業需資低迷の実情を反映し前年比8割方の著減となった。この中で電力債が著増をみたのは、設備投資促進という実体面の事情のほか電力・ガス事業会社の社債発行わくが倍額に引上げられたことによる面も響いて

(表Ⅱ-5-2)

#### 増 資 ・ 起 債 状 況

(単位・億円)

	事業債	電力債	一般 事業債	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
47 年	2,664 ( 5.3)	2,556	108	1,270 ( 2.5)	10,563 (20.9)	14,497 (28.7)	18,999 (37.7)	16,934 (33.6)	15,740	682	512	50,430 (100.0)
48 "	3,459 ( 6.3)	3,222	237	5,260 ( 9.5)	9,295 (16.8)	18,014 (32.7)	17,771 (32.2)	19,384 (35.1)	18,090	540	754	55,169 (100.0)
49 "	3,939 ( 8.6)	4,708	△ 769	2,488 ( 5.4)	5,394 (11.8)	11,821 (25.8)	17,911 (39.1)	16,119 (35.1)	15,311	△117	925	45,851 (100.0)
50 "	9,713 ( 9.6)	3,776	5,937	4,080 ( 4.0)	9,960 ( 9.8)	23,753 (23.5)	26,321 (26.0)	51,081 (50.5)	48,146	1,336	1,599	101,155 (100.0)
51 "	7,249 ( 6.5)	5,994	1,155	590 ( 0.5)	6,324 ( 5.6)	14,163 (12.6)	22,687 (20.2)	75,193 (67.1)	67,068	4,372	3,753	112,043 (100.0)
51年1～3月	1,929 ( 7.8)	1,250	679	65 ( 0.3)	1,319 ( 5.4)	3,313 (13.5)	4,097 (16.6)	17,200 (69.9)	15,495	636	1,069	24,610 (100.0)
4～6 "	1,591 ( 5.1)	1,575	16	205 ( 0.7)	818 ( 2.6)	2,614 ( 8.4)	5,340 (17.1)	23,297 (74.5)	21,474	1,016	807	31,251 (100.0)
7～9 "	2,073 (10.2)	1,667	406	205 ( 1.0)	2,508 (12.3)	4,786 (23.5)	3,988 (19.6)	11,620 (56.9)	9,577	1,167	876	20,394 (100.0)
10～12 "	1,656 ( 4.6)	1,502	154	115 ( 0.3)	1,679 ( 4.7)	3,450 ( 9.6)	9,262 (25.9)	23,076 (64.5)	20,522	1,553	1,001	35,788 (100.0)
52年1～3月	1,329 ( 6.0)	1,446	△ 117	30 ( 0.1)	3,231 (14.5)	4,590 (20.7)	6,194 (27.9)	11,436 (51.5)	9,266	1,274	896	22,220 (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. カッコ内は構成比(%)。

いる。

この間の消化状況をみると、まず国債の個人消化は、上記のような既発債市況、なかんずく長期債市況のじり安傾向を映じて秋口以降やや不振となったものの、年末以降更年後にかけて市況の好転に加え個人消化の促進を目的とした中期割引国債の発行(52年1月)もあって好調な地合いを続け、結局51年度中のシ団引受けに占める証券団取扱いの比率は17.2%と、当初計画(7%以上、目標10%)を大きく上回った。国債の個人消化の増加は消化層の多様化につながり、特にそれが金融機関引受けの場合とは異なって、マネーサプライの増加を招かない点等を考慮すると、こうした傾向は望ましい方向といえよう。次に事業債の消化状況をみると、前記のような既発債利回りの動向を反映して5月以降売れ足が鈍化したが、年末には

既発債市況の好転や発行量が低かったことを背景に好転し、更年後もこうした好調地合いが続いている。こうした状況下において、前記のように各種債券の発行条件が改訂されたが、大量の公共債発行が持続している中で、各種債券の円滑な消化を図っていくためには国債・地方債を含めた発行条件を今後とも弾力的に市場実勢に即して改訂していくことが望まれるところである。

#### (株式市場)

51年中の株式市場をみると、株価は比較的動きの少ない足どりをたどった。すなわち株式市況は、景気回復期待の高まりを背景に年初を安値として上伸に始まった後、再度にわたる信用取引規制の実施(1月13日、2月2日)、政局不安から2月以降軟調な展開が続いた。その後、6月末にかけて一時企業業績の回復をはやし上伸基調となったものの、夏場以降は景気中だるみ懸念、総選挙、OPECの原油値上げ等の不透明材料がいや氣され総じて軟調に推移した。もっとも12月入り後は、投信の積極的な買い姿勢を契機に買い氣が広まり大幅に反騰(12月22日、委託保証金率、貸借担保金率引上げ40→50%)、結局3年5ヵ月ぶりの高値で越年した。年間のダウ変動率 $\left(\frac{\text{ピーク}-\text{ボトム}}{\text{年間平均株価}}\right)$

は、上記のような株価の一高一低を映じ13%と戦後最低を記録した。この間、主体別売買の特徴的な動きをみると、前記のとおり悪材料が山積した中で、年間を通じて生・損保を含む金融機関が、さらに12月には投信が、買越し幅を拡大したことが株価を下支えないし押上げるうえで大きな役割を果たした。一方、個人は引続き株式市場からの撤退傾向を強めたほか、外人も夏場以降11月末にかけての株価軟調をいや氣、10～12月には大幅売越しとなった。この間、47年から48年初にかけての株価急騰に大きな役割を果たした事業法人は、4～6月以降小幅ながら買越しに転じたものの、年間を通じては売超にとどまっており、47年当時とは異った落ち着いた動きに終始した。

#### (増資動向)

この間の増資状況を見ると、51年中の有償増資調達額(全国上場会社1、2部合計、以下同じ)は6,324億円と、鉄鋼、電力の大口割当増資が集中した前年(9,960億円)に比べ4割方減少、企業の設備資金需要が低調なまま推移した事情をそのまま映じている(表Ⅱ—5—2)。なおこの間、転換社債の発行も590億円と前年(4,080億円)の7分の1に減少した。