

## Ⅱ 金融緩和の

### 一層の進展とその特色

上記のような金融政策の運営と短期金融市場の動向を反映して、金融機関の融資態度は一層弾力的となり、貸出金利の大幅な低下が進行した。この間、マネーフロー面では、政府の積極的な財政運営姿勢と国際収支の大幅黒字を反映して、公共部門と海外部門の資金不足が一段と拡大する一方、法人企業部門の資金不足は縮小を続けたが、こうしたマネーフローの変化は、企業金融の緩和を一段と進め、企業の資金繰りを好転させる結果となった。また資本市場、マネーサプライの面においても公社債市場の拡大、円建外債の発行増加、対外収支を通ずるマネーサプライの増加など、いくつかの特色ある動きがみられた。

以下、このような点を中心に52年中の金融情勢を振返ることとしよう。

### 1. マネーフローからみた金融面の特色

(公共、海外両部門の資金不足拡大)

まず、52年中の資金循環をみると、公共部門の資金不足が積極的な財政運営を映じて年後半に至り急拡大し、また、海外部門の資金不足も著しく増大したことが特色として挙げられる。この間、個人部門の資金余剰拡大傾向が持続し、法人企業部門の資金不足は引続き縮小、結局、これら国内民間部門全体では資金余剰がさらに拡大することとなった。こうした状況は、景気回復の低迷、經常収支の大幅黒字、財政面からの刺激策の展開といった実体経済面の事情をほぼそのまま反映したものである。

こうした経済各部門の資金過不足の動きをやや具体的にみると(表Ⅱ-1-1、図Ⅱ-1-1)、まず51年に頭打ち傾向をみせた公共部門の資金不足は、52年後半に入って再び急速な拡大傾向に転じ、年中13.5兆円と前年(12.5兆円)比1割方の増加となり、法人企業部門の資金不足に対比して

(表Ⅱ-1-1)

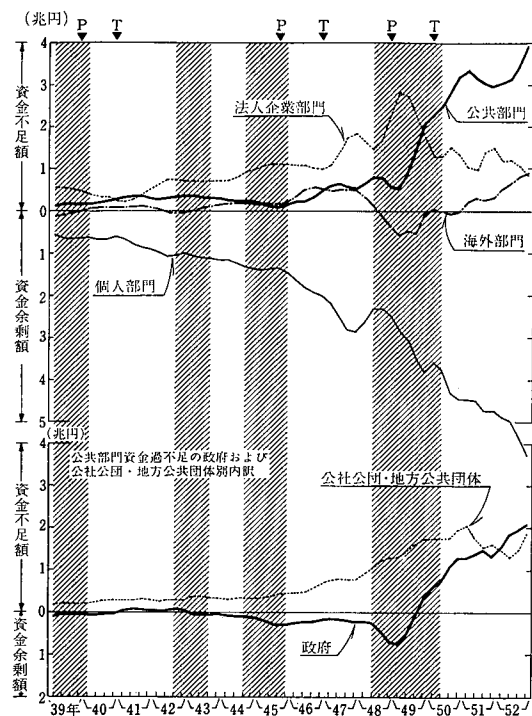
部 門 別 資 金 過 不 足

(単位・億円、カッコ内前年同期)

	50年中	51年中	52年中	上 期						下 期		
				52/1～3		4～6				7～9		10～12
個 人 部 門	157,492 (138,857)	189,040	204,058	72,511 (67,765)	11,337 (19,585)	61,174 (48,180)	131,547 (121,275)	31,656 (31,549)	99,891 (89,726)			
法 人 企 業 部 門	△ 51,968 (△ 101,306)	△ 52,926	△ 40,179	△ 10,004 (△ 8,216)	2,180 (△ 3,993)	△ 12,184 (△ 4,223)	△ 30,175 (△ 44,710)	△ 8,861 (△ 13,824)	△ 21,314 (△ 30,886)			
公 共 部 門	△ 107,530 (△ 50,861)	△ 125,337	△ 135,449	△ 54,043 (△ 57,102)	△ 11,046 (△ 15,961)	△ 42,997 (△ 41,141)	△ 81,406 (△ 68,235)	△ 14,121 (△ 14,867)	△ 67,285 (△ 53,368)			
政 府	△ 37,968 (9,794)	△ 55,644	△ 73,886	△ 27,811 (△ 20,852)	5,052 (4,344)	△ 32,863 (△ 25,196)	△ 46,075 (△ 34,792)	△ 6,771 (△ 4,315)	△ 39,304 (△ 30,477)			
公 社 公 団・ 地 方 公 共 団 体	△ 69,562 (△ 60,655)	△ 69,693	△ 61,563	△ 26,232 (△ 36,250)	△ 16,098 (△ 20,305)	△ 10,134 (△ 15,945)	△ 35,331 (△ 33,443)	△ 7,350 (△ 10,552)	△ 27,981 (△ 22,891)			
海 外 部 門	2,006 (13,292)	△ 10,777	△ 28,430	△ 8,464 (△ 2,447)	△ 2,471 (369)	△ 5,993 (△ 2,816)	△ 19,966 (△ 8,330)	△ 8,674 (△ 2,858)	△ 11,292 (△ 5,472)			

(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(ウェイトは1:2:1)。  
2. Pは景気の山、Tは景気の谷を表わす。シャドー部分は金融引締め期。

3.4倍(前年2.4倍)の高水準となった。これは、①中央政府部門において、景気回復に配慮した52年度当初予算が編成・執行され、その後も総合経済対策(9月)によって公共事業の追加が図られたため、政府投資が着実に拡大したのが主因であるが、②地方公共団体が、上期の公共事業契約促進や国に呼応した公共投資中心の9月補正などから年後半に至り支払を増やしたこともかなり影響している。この間③公社公団の資金不足幅は、立地難等に伴う事業費支払額伸び悩み(住宅公団等)や事業収入増大(国鉄、電電)などから足踏みを示した。ちなみに、49・50年にも公共部門の資金不足が急拡大したが、この時は、税収が伸び悩む一方で、物価の大幅上昇から福祉関係費や人件費が大

きく増加したため、貯蓄が急減をみ、資金不足幅が拡大したもので、石油危機後の経済の激変に伴う受動的な側面が強かった。これに対し52年の場合は、政府の積極的な財政運営を映じた能動的な色彩の濃い点が特徴といえよう。

次に海外部門の資金不足は、わが国の輸出が好調を持続した一方、輸入が生産停滞などを映じて伸び悩んだという事情から、経常収支黒字が逐期拡大したため、年中2.8兆円と前年(1.1兆円)比2.6倍の著しい拡大となった。特に10~12月については、法人企業部門を上回るかつてない大幅な資金不足が生じた。

こうした状況の下で、法人企業部門の資金不足は、投資活動の不活発を主因に年を通じて緩やかな縮小傾向をたどり、年中4.0兆円と低水準の前年(5.3兆円)をさらに下回り、名目GNPとの対比では2.2%と51年に続き既往ボトムを更新、また、個人部門の資金余剰は、住宅投資等が総じて低調に推移した一方、消費の伸び悩みに伴って貯蓄が漸増傾向を強めたことから、年中20.4兆円、前年(18.9兆円)比+8%の根強い拡大が続いた。

以上のような公共部門、海外部門の資金不足拡大、法人企業部門の資金不足低水準という傾向は51年以降しだいに強まっているが、こうした姿は公共債の発行増加や経常収支の大幅な黒字などにかがわれるとおり、53年に入ってから持続しているものとみられる。

## 2. 金融機関の融資態度と資金運用・調達動向

52年中の以上のような金融緩和政策の展開とマネーフローの変化は金融機関の融資態度や資金運用・調達動向にも大きな影響を及ぼした。すなわ

ち法人企業の資金不足縮小に伴う資金繰りの緩和や手元現預金圧縮の方針等を映じて一般企業向けを中心とする貸出の伸び悩みが顕著となり、金融機関の融資態度は一層弾力化した。また、こうした事情を背景に金融機関では円建外債、円建ローン等对外投资業務への取組み姿勢を積極化させるほか、貸出伸び悩みの著しい中小企業金融機関、農林系統金融機関を中心に現先運用も含め有価証券投資を積極化する動きも目立った。こうした中で貸出金利等資金運用利回りは大きく低下し、預金吸収の不振と相まって、金融機関の利鞘は縮小傾向を続けた。

#### (貸出の伸び悩み傾向強まる)

まず、全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、信用金庫を合計した貸出の動きをみると、年間増加額は前年を12.8%下回り、戦後緩和期では初めての減少となった(表Ⅱ-2-1)。これを残高の前年比伸び率によってみると(表Ⅱ-2-2), 51年1～3月(+12.9%)をピークに緩やかに下降傾向をたどってきたが、52年に入るとその低下テンポはしだいに速まり、52年10～12月には+9.3%と、金融緩和局面では既往最低(過去の緩和局面における最低の伸び率は43年10～12月の+13.8%)の伸び率にまで落込んだ。こうした貸出の伸び悩みは各業態を通じて均しくみられた現象であり、都市銀行が31年1～3月(+8.2%)以来の10%台割れとなったほか、地方銀行は戦後最低の伸び率となり、また信託銀行、長期信用銀行、相互銀行、信用金庫が各々の制度発足以来最低の伸び率となった。更年後、第8次公定歩合引下げ(53年3月)に伴う金利底値感の台頭もあって貸出残高の前年比伸び率はやや持直しているが、こうした状況に特に変化はうかがわれない。

(表Ⅱ-2-1)

#### 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)

	51年中 貸出 増加額	貸出増加 額に占め るシェア	52年中 貸出 増加額	貸出増加 額に占め るシェア
		%		%
合 計	151,840 (+ 7.3)	100.0	132,374 (- 12.8)	100.0
一 般 企 業	117,690 (+ 6.9)	77.5	94,303 (- 20.0)	71.2
うち 製 造 業	40,291 (- 6.3)	26.5	26,984 (- 33.0)	20.4
うち 非 製 造 業	77,399 (+ 15.3)	51.0	67,319 (+ 13.0)	50.8
個 人	31,070 (+ 23.6)	20.5	30,944 (- 0.4)	23.4
うち 住 宅 信 用	22,039 (+ 23.8)	14.5	21,039 (- 4.5)	15.9
地方公共団体	△ 1,727 (- )	- 1.1	2,538 (- )	1.9

(注) 1. カッコ内は増加額前年比・%。

2. 非製造業=総貸出-(製造業向け貸出+地方公共団体向け貸出+個人向け貸出+金融保険業向け貸出等)  
従って、表上では内訳の合計は総貸出に一致しない。

3. 業種別貸出統計による。

4. 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。

主要金融機関合計の52年中限界預貸率は65.7%(前年73.7%)、52年末の預貸率は84.2%(前年末86.5%)といずれも49年以降4年連続の低下となった(表Ⅱ-2-3)。

このように52年中の貸出の伸びが一段と低下傾向をたどったのは、なによりも実体経済面の停滞や前記のようなマネーフローの変化などを映じて法人企業の借入需要が著しい鎮静を続けたことが主因であるが、このほか銀行信用のアブゼイラビリティが上昇し、企業が先行きの手元繰回しに一段と自信を深めたことや、収益不芳下減量経営の一環として金融費用の節減を図る意向が強かったことなどから、手元流動性を極力圧縮し借入返済を図る動きが一般化したという事情も見逃せない(借入返済は電機、自動車、鉄鋼等でとりわ

(表Ⅱ-2-2)

## 金融機関業態別貸出状況

(残高伸び率・%)

	51年	52 年				
	10～ 12月	1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	10～ 12月	
全国銀行・相互・信金計	12.2	11.5	10.9	10.2	9.3	
全  国  銀  行	11.5	10.9	10.4	9.9	9.4	
都  市  銀  行	10.7	10.2	9.5	9.1	8.5	
地  方  銀  行	11.8	11.2	11.1	11.0	10.3	
信  託  銀  行	11.8	11.1	10.2	9.3	8.6	
長  期  信  用  銀  行	11.5	11.0	10.7	9.9	9.7	
相  互  銀  行	15.1	14.0	13.3	13.0	11.5	
信  用  金  庫	15.8	14.9	13.9	11.6	8.2	
信  用  組  合	17.1	15.3	13.3	10.7	7.9	
生  保  ・  損  保	13.3	12.7	11.9	10.2	9.5	
農  林  系  統  金  融  機  関	7.7	7.3	7.4	7.9	5.6	
政  府  系  金  融  機  関	18.6	17.8	17.6	16.6	16.0	
うち中  小  3  公  庫	15.6	15.1	15.0	14.1	13.8	
合          計	12.9	12.2	11.7	11.0	9.8	

- (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. 相互銀行は融資量。  
 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。

け目立った)。一方、金融機関側でも企業倒産の高水準持続をながめ債権保全への配慮を強めたことなども貸出の伸びを抑える一つの要因になったとみられる。ここで金融機関の融資態度をやや詳しくみてみよう。

まず都市銀行や長期信用銀行等については、企業需資の着き方が当分の間続くとの見通しを強めたこともあって、52年に入ってからその融資態度は一段と積極味を加え、金利を引下げて優良中堅中小企業向け貸出の伸長を図ったほか、過去の引締りに融資シェアを落とした既往取引先のシェア回復、さらには引締りに実施した生・損保、農林系統金融機関に対する保証分を貸出に切換えるといった動きを強め、これらが都市銀行等の貸出をかなり下支えしたものとみられる。長期信用銀行、信託銀行などでは設備資金需要の減退に加え、後記のように長期貸出金利に比べ短期貸出金利の下げ幅が大きかったことや、長期金利の先行き低下見通しに伴う企業の短期貸出へのシフトもあって、短期貸出への傾斜を余儀なくされ、短期貸出の貸出全体に占める比率がこれまでになく高

(表Ⅱ-2-3)

## 主要金融機関預貸証率推移

(単位・%)

	預  証  率		預  貸  率	
	52 年 中 限界預証率	52年末預証率	52 年 中 限界預貸率	52年末預貸率
全          国          銀          行	36.1 ( 34.6)	21.8 ( 20.0)	64.7 ( 71.2)	85.3 ( 87.9)
都          市          銀          行	28.0 ( 34.9)	20.8 ( 19.9)	69.8 ( 78.5)	93.2 ( 96.0)
地          方          銀          行	38.1 ( 31.0)	21.3 ( 19.1)	70.5 ( 72.0)	80.4 ( 81.7)
信          託          銀          行	47.3 ( 39.2)	24.9 ( 21.5)	46.4 ( 59.6)	77.2 ( 81.8)
長          期          信          用          銀          行	39.5 ( 35.2)	22.3 ( 20.1)	64.0 ( 63.4)	80.3 ( 82.4)
相          互          銀          行	19.9 ( 21.0)	13.2 ( 12.3)	81.1 ( 78.4)	82.2 ( 82.4)
信          用          金          庫	23.5 ( 17.8)	14.2 ( 13.1)	58.8 ( 84.4)	79.2 ( 81.5)
全国銀行・相互銀行・信用金庫計	32.9 ( 31.0)	19.9 ( 18.3)	65.7 ( 73.7)	84.2 ( 86.5)

- (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。

まったことが特徴的であった。

一方、中小企業金融機関では、このように都市銀行等が貸出を積極化する中で、既往取引先の確保に努力する一方、地元中小非製造業を中心とした新規貸出の開始等に一段と前向きに取組んだ。

もっとも、こうした姿勢にもかかわらず、一部の地方銀行や相互銀行、信用金庫では貸出が計画を大幅に下回る行庫もかなりみられた。この間、各金融機関とも債権保全面に対する配慮を強め、審査部門を強化する動きも見られたが、これには新規取引開始先の審査を強化し、貸出の一層の伸長を図るといった積極的な体制作りの側面もあったと思われる。

#### (貸出内容における特色)

次に貸出内容についていくつかの特色をみてみよう(表Ⅱ-2-1)。

第1に企業向け貸出をみると、その総貸出増加額にしめるシェアは71.2%と前年に比べ6.3%ポイントの大幅低下を示した。これは、製造業向け貸出が前年を大幅に下回った(-33.0%)ことによるところが大きい。このほか非製造業向け貸出増加額が51年とは様変りに前年を下回ったことも響いており、この点が本年の貸出内容の一つの特色ともなっている。

非製造業向け貸出が前年を下回ったのは、電力向け協融や一部不動産関連(建売住宅、マンション建設、土地手当等)、さらにはリース業や病院などサービス業向けなどが堅調に推移したものの、大宗をしめる卸・小売特に商社向けが売上高の不振に伴う運転資金需要の停滞や関連企業に対する投融资の鎮静化などから低調に推移したことによる面が大きい。もっとも更年期後、不動産向け貸出が小口中心に増加気配をみせはじめているこ

とはそれなりに注目されよう。

第2に個人向け貸出は、前記のとおり企業向け貸出の増加が大きく落込んだことから総貸出増加額にしめるシェアをさらに高めた(51年20.5%→52年23.4%)。もっとも、その増加額は、前年までの住宅ローンを中心とする著伸がとまったため、52年中としてはほぼ前年並みにとどまった。こうした貸出金額の伸び悩みについては民間住宅投資が低調裡に推移したことや住宅資金の小口化(申込み主体の低所得層への移行)、政府系金融機関借入へのシフトなどといった事情が指摘できるが、金融機関としては、長い目でみて住宅ローン等は貸出の下支え要因となるとの見方であり、引き続き積極的な融資姿勢を保っている。現に更年期後の住宅ローンは、再び増勢を取戻し、かなりの伸び率を示している。

第3に対外面の特色として、長期信用銀行、信託銀行や一部都市銀行で、年後半以降後述のような円建外債引受けの増加と並んで、非居住者向け円建シンジケートローンに注力する動きがみられはじめたことがあげられる。これは、非居住者がわが国の金利低下をながめて円建ローン借入や円建外債発行希望を強め、これに対し金融機関側でも国内での需資の落込みを補い、さらには中長期的な展望に立って業務の国際化、多様化を図る趣旨から積極的姿勢を強めていることによるものである。このような円建シンジケートローンの実施や円建外債の発行が、少なくとも結果的には前述のような経常収支の大幅黒字による海外部門の大幅資金不足の一部をファイナンスする形となった。

#### (貸出金利は大幅に低下)

こうした金融情勢や前記のような金融政策の展

開をうけて、全国銀行の貸出約定平均金利は急ピッチに低下、53年3月には既往最低水準を記録、その後も逐月低下を続けている。

貸出金利低下の推移を振り返ってみると、3、4月の第5、6次公定歩合引下げに伴う利下げ交渉は、これが定期預金金利の引下げ(5月)と併行的に行われたことに加え、上記のような需資低迷下各金融機関とも積極的な融資姿勢を持続したこともあって速やかな進捗をみ、このため5月(-0.191%)、6月(-0.250%)と低下幅を拡大、なかでも6月はこれまでにない大幅な下げ幅となった(それまでの最大の下げ幅は50年12月の-0.208%)。その後7、8月は利下げ交渉の一巡から金利低下テンポはややスローダウンしたものの、9月に実施された第7次公定歩合引下げや長期金利改定をうけて低下幅は再び拡大、11月末水準(6.913%)は48年5月以来4年6ヵ月ぶりに7%台割れとなった。その後1、2月には小幅の低下にとどまったものの、3月には第8次公定歩合引下げの影

響もあって低下幅は再び拡大、3月末の水準は6.657%と既往最低を記録(従来のボトムは48年2月の6.707%)、4月にはさらにこれを更新した。

今回緩和期(特に昨春以降)における金利低下状況を前回の緩和期と比較してみると次のような特徴がみられる。

第1に、長期貸出金利に比べ短期貸出金利低下のテンポが特に速かったことである。これを長期プライムレートと標準金利の比較でみると、標準金利の引下げ幅はこれまでの金融緩和局面でも長期プライムレートの下げ幅を上回るのが通例であったが(表Ⅱ-2-4)、今回の局面ではとりわけ両金利水準の乖離幅が大きい。すなわち、52年3月以降53年5月までの低下幅は、長期プライムレート-2.1%に対し、標準金利は-3.0%となり、この結果両金利の乖離幅は3.35%に達したが、これは表Ⅱ-2-4にみるとおり、40年代以降の金融緩和局面で最も乖離幅が大きかった45年から48年当時(3.2%)をも上回るものであった。

(表Ⅱ-2-4) 緩和期における長短貸出金利等の乖離幅

(単位・%)

		短期貸出 標準金利 (A)	長期貸出 プライムレート (B)	各期末における 乖離幅 (B) - (A)	(参 考) 国債応募者利回 りと短期貸出標 準金利との乖離 幅	事業債(AA格) 応募者利回りと 短期貸出標準金 利との乖離幅
前々々回緩和期 (40/1→42/8)		6.570→5.475 (△1.095)	8.7→8.2 (△0.5)	2.725	1.320	1.933
前々回緩和期 (43/8→44/8)		6.205→5.840 (△0.365)	8.2 ( 0 )	2.36	1.062	1.788
前回緩和期 (45/10→48/3)		6.25 →4.50 (△1.75 )	8.5→7.7 (△0.8)	3.2	2.217	2.484
今回緩和 期	50/4→52/2 (第1～4次 公定歩合引下げ)	9.25 →6.75 (△2.5 )	9.9→9.2 (△0.7)	2.45	1.477	2.144
	52/3→53/3 (第5～8次 公定歩合引下げ)	6.75 →3.75 (△3.0 )	9.2→7.1 (△2.1)	3.35	2.933	2.975

(注) 1. カッコ内は緩和期間中の下げ幅。  
2. 短期貸出標準金利の50/4以降は、各行の最優遇自主レート。それ以前は、全国銀行標準金利。

第2に、従来公定歩合の変更にそれほど敏感に反応しなかった中小企業金融機関の金利が、52年には一段と下げ足を速めた。例えば、相互銀行および信用金庫の貸出約定平均金利の52年中の低下幅は、相互銀行 -1.014%、信用金庫 -0.722%とかつてない大幅なものとなった(それまでの年間最大下げ幅、相互銀行47年 -0.594%、信用金庫同 -0.5%程度)。これは、都市銀行などが金利を引下げて積極的な貸出増加を図ったのに対応して、相互銀行、信用金庫でも取引先確保の観点から積極的に利下げを行ったことが大きく影響しているものとみられる。

#### (有価証券投資は増大持続)

主要金融機関の52年中有価証券投資(純増ベース)は、国債の保有増加額が1～3月に前年を大きく下回った(注)ことなどが響いて伸び率としては前年比 +5.5%とかなり鈍化した。その規模(68,065億円)は前年(64,530億円)に引続き既往最高となった(表Ⅱ-2-5)。

(注) 国債の保有増加額が1～3月中前年を下回った(前年同期比7割方の減少)のは、前年1～3月の引受が50年12月特例公債法成立に伴う大量の国債発行集中から多額に上ったため。

更年後は、15ヵ月予算の編成等積極的な財政運営を反映し多額の国債発行をみたことから、金融機関の有価証券投資額はさらに大きく増加しており、従って年度ベースでみると、52年度の伸び率(表Ⅱ-2-5)

は前年比 +46.9%と大幅な伸びとなった(前年度0.7%減)。

金融機関の有価証券投資態度を業態別にみると、まず都市銀行、地方銀行などでは、民間資金需要の低迷に加え、コール・手形レートの低落(地方銀行)を背景に、公共債を引続き大量に引受けたが、同時に、資金量シェアに比べて公共債の引受シェアが高いだけに、ポジション改善の必要から、前年同様大量の債券売却を行った。その場合、従来からの金融債、地方債などの売却に加え、国債の対市中売却も行われた。一方、中小企業金融機関や農林系統金融機関などでは、貸出が低調に推移したことに加え、コール・手形レートが大きく低落して有価証券利回りが相対的に有利となった状況をながめて有価証券を積極的に購入、特に余資運用の一環として現先運用にも注力したことが目立った。ちなみに、各種金利水準のコールレートとの乖離幅をみると、国債の応募者利回りは前回緩和期と同様、公共債の大量発行下、コールレート等短期金利に比べ低下幅が小幅にとどまっているため、コールレートをかなり大きく上回る水準で推移している。また今回緩和期(特に52年以降)の特徴として、現先レートが証券会社の自己現先売りの増加もあって過去の緩和期に比べコールレート比これまで以上に割高感を強めており、現先運用が従来に比して有利な投資

#### 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
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)
52 年 中	68,065 (+ 5.5)	36,430 (- 18.3)	11,311 (+ 56.4)	13,257 (+ 60.7)	6,077 (+ 42.6)	990 ( 5.6倍)

(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(+)率・%。

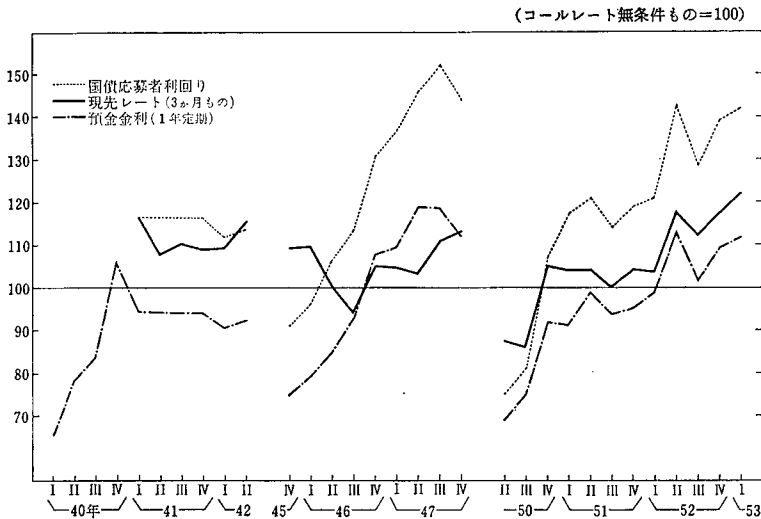
対象となってきたことがうかがえる(図Ⅱ-2-1)。また秋口以降内外金利差を背景として円建外債の起債が盛行をみたが、各業態とも国内貸出の伸び悩みを埋め合わせるねらいもあってその消化額は前年に比して著増した(金融機関の52年中消化額1,233億円。前年比3.8倍)。更年後も円建外債の金融機関消化額は1～3月中のみで813億円に達するなど、増加傾向が続いている。

(資金吸収・ポジション面の動向)

最後に資金吸収・ポジション面についてみてみよう。まず資金吸収面では主要金融機関の資金量残高前年比伸び率は、51年4～6月をピークに下降傾向をたどり、52年10～12月には+12.4%と50年1～3月(+11.6%)以来の低水準となった(特に相互銀行、信用金庫の10～12月の前年比伸び率は既往最低(表Ⅱ-2-6))。このように預金吸収が通年低調であったのは、法人預金が①企業の金融コスト節減のための手元圧縮、②債券投資など一層高利回りの資金運用への指向などにより不

(図Ⅱ-2-1)

各種レートとコールレートとの乖離幅(過去の緩和期との比較)



(表Ⅱ-2-6)

主要金融機関の資金量推移

		(残高伸び率・%)				
		51年	52年			
		10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
全 国 銀 行		14.8	13.3	12.7	12.4	12.6
	都 市 銀 行	14.4	12.1	11.1	10.4	11.5
	地 方 銀 行	13.9	12.7	12.5	13.5	12.7
	信 託 銀 行	16.9	16.4	16.1	15.6	15.5
	長 期 信 用 銀 行	15.4	14.5	14.4	13.1	12.8
相 互 銀 行	信 用 金 庫	16.1	14.2	13.2	12.8	12.0
		15.3	14.2	12.2	12.3	11.0
全国銀行・相互銀行・信用金庫計		15.0	13.5	12.8	12.5	12.4

- (注) 1. 資金量は実質預金(相互銀行は実質資金額)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。

ローにおける個人部門の資金余剰は拡大したものの、その運用が郵便貯金、債券投資等へ傾斜する傾向がみられたこともあり伸び悩んだためである。

以上のように資金調達・運用がともに伸び悩んだ状況の下で、主要金融機関の外部負債・余資比率は全体としては年間を通じてほぼ横ばい裡に推

移した(表Ⅱ-2-7)。もっともこれを業態別にみるとかなり区々の動きを示している。すなわち都市銀行では秋口までは国債の大量引受が大きく響いて外部負債比率は悪化傾向をたどったものの、その後債券売却に加え、自由円預金の増加や為替市場介入に伴う外貨代り金の流入などから年末には外部負債比率は前年を若干下回った。その他の業態では、信用金庫が貸出の



(表Ⅱ-2-7)

## 主要金融機関の外部負債・余資比率の推移

(単位・%)

	52 年			
	3月末	6月末	9月末	12月末
全 国 銀 行	△ 5.6 (△ 5.6)	△ 5.5 (△ 5.2)	△ 6.0 (△ 5.6)	△ 6.3 (△ 6.4)
都 市 銀 行	△ 15.1 (△ 14.8)	△ 14.8 (△ 14.4)	△ 16.5 (△ 15.6)	△ 15.6 (△ 16.3)
地 方 銀 行	2.6 ( 2.4)	2.8 ( 3.4)	3.0 ( 3.3)	1.2 ( 2.2)
信 託 銀 行	0.5 (△ 0.4)	△ 0.4 ( 0.1)	0.1 ( 0.8)	△ 0.6 (△ 0.2)
長 期 信 用 銀 行	0.1 ( 1.2)	0.8 ( 0.9)	0.5 ( 0.5)	1.0 ( 0.5)
相 互 銀 行	2.3 ( 2.6)	2.5 ( 3.5)	2.1 ( 2.9)	2.8 ( 3.4)
信 用 金 庫	8.2 ( 9.0)	9.4 ( 9.4)	9.2 ( 8.5)	9.5 ( 8.2)
全国銀行、相互銀行、信用金庫計	△ 3.0 (△ 2.9)	△ 2.8 (△ 2.4)	△ 3.3 (△ 2.9)	△ 3.3 (△ 3.4)
参考 農林系統金融機関	7.2 ( 5.5)	6.4 ( 6.3)	3.7 ( 6.4)	5.4 ( 7.8)

- (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)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。

## &lt;外部負債&gt;

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)

## &lt;余 資&gt;

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。

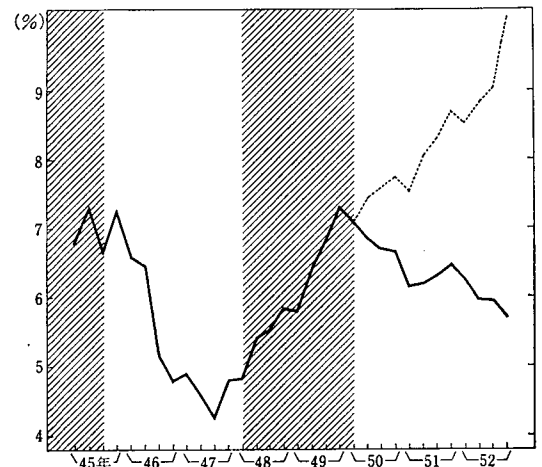
著しい不振を主因に年後半以降前年を大幅に上回る余資比率を示したのを除けば、信託銀行、地方銀行、相互銀行等大方の業態の年末の外部負債・余資比率は預金の伸び悩みのほか有価証券運用などに伴う預証率の上昇などから前年に比し若干悪化した。また農林系統金融機関の余資比率も年を

通じ一貫して低下を示した。これは、前年を上回る産米代金流入がみられたものの、貸出の伸び悩みに対処して債券投資等を一段と活発化したことが大きく影響している。

ちなみに、最近のポジション動向は、債券オペのほか債券の売却・購入によってかなり影響を受けているが、この点を金融機関のネットポジション偏差比率(各業態のネットポジション残高の絶対値の合計を実質資金量の合計で割ったもの)によってみると(図Ⅱ-2-2)、債券売却や債券オペにより調整したあとの現実のネットポジションについての同比率は、今回緩和期に入ってから緩やかながら低下傾向にあるのに対し、調整前の同比率(すなわち、債券売却等が行われなかったとした場合の偏差比率)はほぼ一貫して上昇、表面的な偏差比率の動きとは対照的となっている。このことは、債券売却等により調整されない限り都市銀行等と農林系統金融機関等との間の資金ポジ

(図Ⅱ-2-2)

## ネットポジション偏差比率の推移



- (注) 1. 偏差比率=ネットポジション残高の合計/実質資金量(預金、債券、掛金)合計  
2. 金融機関の範囲は、全国銀行、相互、信金、全信連、農林系統。  
3. 点線は、債券純売買、債券オペがなかったとした場合の偏差比率。シャドー部分は金融引締め期。

ション格差が一段と開く方向にあったことをうかがわせる。

以上のような金融環境の中で、利鞘が一段と縮小したことも、金融機関の経営面における特色の一つであった。金融機関の利鞘は47年度以降、経費率の上昇や資金調達構成の変化(定期性預金比率の上昇等)、資金運用構成の変化(短期貸出の比重増大、有価証券のなかでの低利回り債の比率上昇)などから引締めの一時期を除き趨勢的に縮小してきたが、特に52年度上期にはこれに、貸出金利の大幅低下による短期プライムレートと1年物定期預金金利の逆転(52年3月以降)が加わったほか、預金金利の低下効果と貸出金利のそれとの間のタイムラグ(前者が遅行するため利鞘圧縮要因)も加わって利鞘の縮小傾向は急速に強まり、都市銀行、地方銀行、相互銀行の総資金利鞘は既往最低水準となった(表Ⅱ-2-8)。もっとも、53年度上期以降は、既往預金金利引下げの効果が顕現

するため、新たな条件変化が加わらぬ限り利鞘はしだいに回復していくとみられるが、資金量の伸び悩み傾向等からみて、その回復テンポはなお緩やかなものととどまる可能性が強い。また、このように資金調達、利鞘両面にわたる厳しい収益環境の下では、従来のように量的拡大によって経費の増すを吸収することが難しくなっており、その意味で金融機関にとって経営の効率化、経営体質の強化が一段と重要な課題になってきたものといえよう。

### 3. 一段と緩和した企業金融

以上のように弾力的な金融機関の融資態度の下で、52年中の企業金融は、さらに緩和傾向を強めることとなった。

#### (主要企業の資金需要および調達状況)

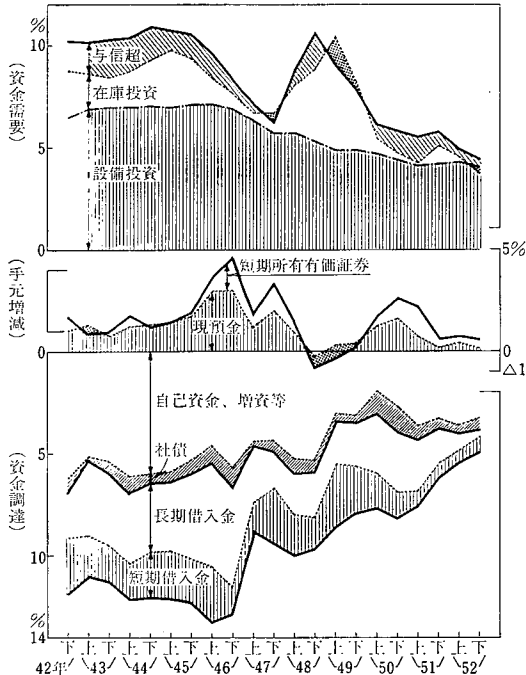
この点は日本銀行「主要企業短期経済観測」における主要企業の資金需要および手元流動性の増減状況等の動きにもはっきりと示されている(図Ⅱ-3-1、ただしいずれも期中の売上高で除した比率ベース)。資金需要の動きからみると、実物投資は設備投資の停滞持続や主として年後半における在庫調整の進展などから、全体に低水準の前年をさらに下回って推移した。一方金融投資も実物投資同様低調であった。すなわち大企業では、輸出伸長に加え、中堅・中小企業等への金融機関の融資態度積極化等から中小企業等への与信の必要が薄れたこともあって、与信超幅は51年央以降低水準に推移した。この間、現預金、短期所有有価証券など手元流動性の積増し需要も、景気回復の足踏みに加え、借入負担軽減のための手元流動性圧縮の意向が強かったこともあって、51年前半ごろの水準に比べれば低水準のうちに推移し

利 鞘 の 推 移

	預 貸 利 鞘		総 資 金 利 鞘	
	都市銀行	地方銀行	都市銀行	地方銀行
44/下	1.205	1.663	0.970	1.595
45/上	1.242	1.591	0.999	1.543
下	1.222	1.609	1.028	1.536
46/上	1.076	1.464	1.092	1.369
下	0.851	1.374	0.909	1.274
47/上	0.576	1.113	0.718	1.040
下	0.625	1.100	0.732	1.089
48/上	0.849	1.196	0.675	1.169
下	1.551	1.542	0.752	1.407
49/上	1.826	1.664	0.706	1.429
下	1.597	1.447	0.436	1.197
50/上	1.217	1.028	0.476	0.857
下	0.680	0.777	0.420	0.638
51/上	0.395	0.619	0.374	0.550
下	0.489	0.666	0.454	0.628
52/上	△0.002	0.389	0.245	0.414

(図Ⅱ-3-1)

## 主要企業の資金需要・調達状況(売上高対比)



- (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、暦年半年期ベース。  
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、現金、短期所有有価証券については期中増加額の、それぞれ期中売上高に対する比率。

た。もっとも秋ごろからは先行き値上りを見越して短期所有有価証券を購入する動きもみられたことなどから積増し需要はやや増加したようがわかる。

一方、資金調達面をみると、自己資金による調達は、減価償却が過去の高水準の設備投資の償却が尾を引いて小幅の縮小にとどまったことなどから、ほぼ51年と同程度の規模を維持した。このため、外部資金調達は一段と低調に推移、特に長期借入は設備投資の低迷を映じて急速な縮小をみた。

## (企業の手元流動性と資金繰り判断)

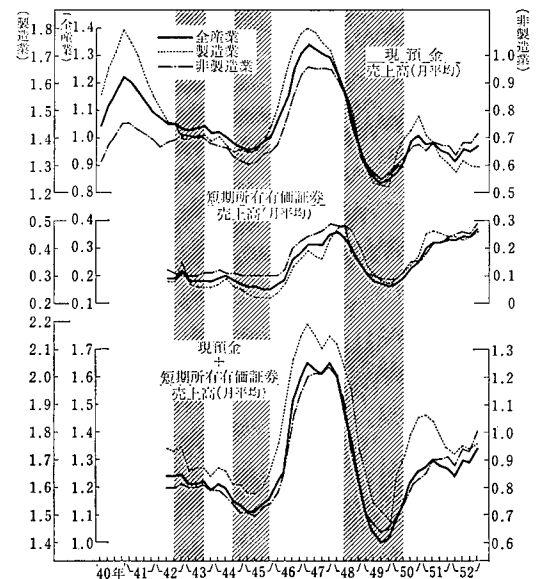
ここで企業の手元流動性についてやや詳しくみると(図Ⅱ-3-2)、まず手元現金の対売上高比率は、製造業では引続き緩やかに低下傾向をた

どる一方、非製造業では年末にかけて上昇するなど業種別跛行性を示しながらも51年央以降はほぼ横ばいに推移した。ただやや仔細にみると、年末にかけては非製造業の動きにリードされて同比率がやや上昇をみた。これは長期にわたる手元切りつめから圧縮余地がようやく乏しくなってきたところへ、商品市況に持直し気配が出てきたことなどから、商社などを中心に手元見直しの動きが生じたためとみられる。今回緩和期を前回緩和期(46、47年当時)と比較してみると、50年末にかけて手元回復のため一時上昇した後低下ないし横ばいに推移、緩和開始後はほぼ一貫して上昇を続けた前回緩和期と大きく異なっているのが特徴的であり、しかもその水準自体前回緩和期をかなり下回っている。

しかし、こうしたなかで有利な対象を求めての手元流動性の運用多様化傾向は着実に進展している。これは景気低迷のなかで収益力低下を背景に

(図Ⅱ-3-2)

## 主要企業の手元流動性の推移



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」、季節調整済み。  
2. シャドー部分は金融引締め期。

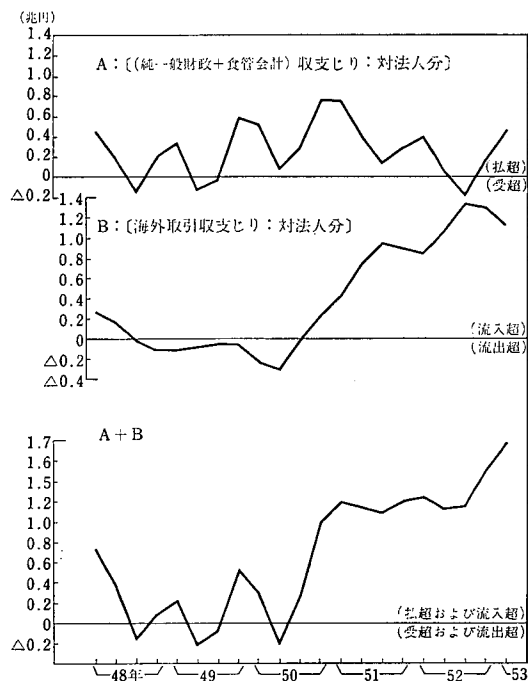
資産運用に肌目細かな配慮を加えるようになったことの現れとみられるが、こうした傾向を反映して短期所有有価証券の保有はじりじりと増加、52年末における対売上高比率はこれまでのピークと同じ水準に達し、特に非製造業ではすでにこれまでのピークを上回るに至っている(同図Ⅱ-3-2)。こうした動きは公共部門、海外部門の資金不足拡大というマネーフロー構造の変化に伴い企業への資金流入形態が多様化していることによっても助長されているように思われる。すなわち企業が銀行からの借入を行う場合、銀行との取引関係に対する配慮から現預金対借入金比率をある程度安定的に保つのは従来から広くみられた慣行であるが、52年中は図Ⅱ-3-3にみるように企業向け貸出が低調を続けるなかで企業に対する財政資金、輸出代金等の流入は高水準を続けた。このようなかたちでの資金流入の増加は、銀行預金でない有価証券運用等に振向けやすい側面を持っているとみられる。

以上の結果、現預金に短期所有有価証券を加えた広義の手元流動性全体としてみると年末にかけて非製造業の動きを主因に若干上昇、そのレベルは前回緩和期をかなり下回ってはいるものの、40年代前半の緩和期よりはむしろ上回っており、過去と比較し決して低いとはいえないものとなっている。

こうした事情は企業の判断指標の動きをみてもうかがえるところである(図Ⅱ-3-4)。これによると、手元現預金水準判断指標はほぼ横ばいに推移したが、金融機関の貸出態度に対する判断は、52年中もかなりのテンポで好転を続けて52年央以降は47年初頭に匹敵する水準まで達した。この結果、この両者を背景とした企業の資金繰り判

(図Ⅱ-3-3)

## 財政資金、海外取引の企業金融に対する影響



(注) 収支じりの各計数は、3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)。

1. 法人部門の対(純一般財政+食糧会計)取引収支じりの推計は次のとおり。

## 一般会計

租税については、所得税・相統税を控除した残り、防衛関係費・公共事業費・交付金およびその他項目については、人件費ないし用地費を控除した残りを対法人収支として計上。

## 特別会計

各金融公庫(住宅・農林漁業を除く)および治水等公共投資関係特別会計については受払とも全額対法人収支に計上、このほか対法人の受けとしては運用部、保険・国鉄・電電公社のうち個人料金収入等を推計し控除した残り、等を計上。対法人の払いとしては住宅・農林漁業金融公庫の全額、国鉄・電電公社のうち人件費を推計し控除した残り等を計上。

2. 国際収支の対法人収支じりのうち、主要項目は次のとおり。

貿易収支：輸出および輸入ユーザンス決済額。

貿易外収支：政府取引および旅行収支の払い等を控除した残り等。

資本収支：インパクトローン、外債、直接投資分。

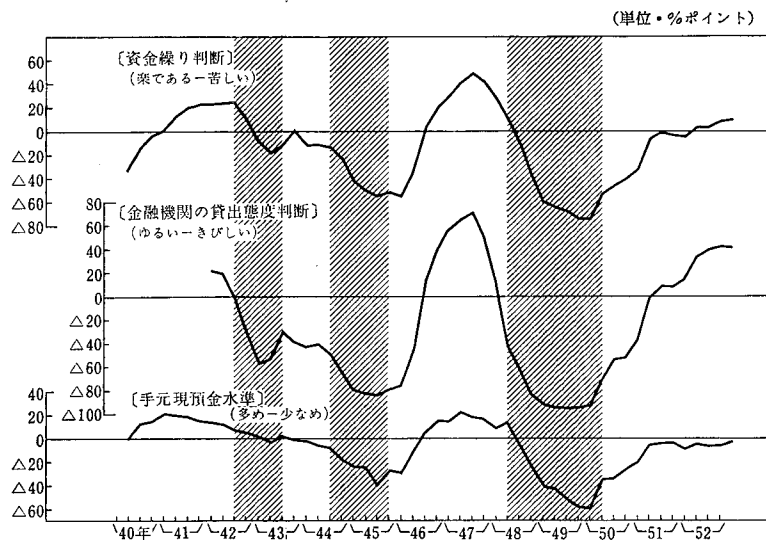
短資、誤脱：輸出前受金等。

断は52年中も着実に好転を続け、4～6月以降は、48年以来久方ぶりに「楽である」とする企業数が「苦しい」を上回る状況に転じた。

一方、中堅・中小企業の資金繰り動向をみると(図Ⅱ-3-5)、金融機関の貸出態度に対する判断は、年央以降今回緩和期では初めて「ゆるい」とみる企業の割合が「きびしい」とみる企業の

(図Ⅱ-3-4)

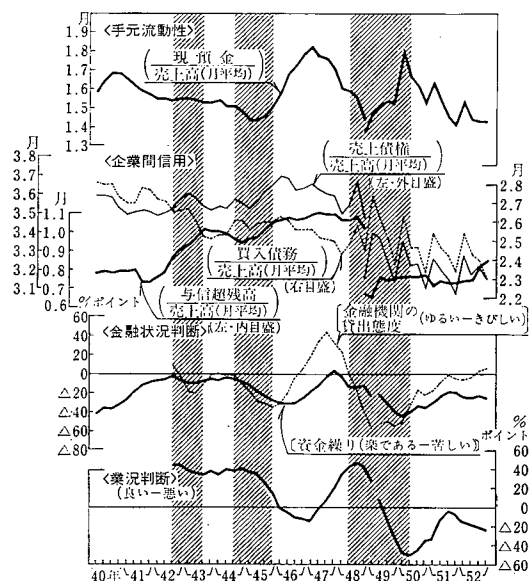
## 企業金融判断指標の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業)。  
2. シェード部分は、金融引締め期。

(図Ⅱ-3-5)

## 中小企業の手元流動性および関連指標の推移



(注) データは48/Ⅳ期ないし49/Ⅰ期を境に不連続。

割合を上回るなど前年に比べさらに好転した。資金繰り判断はほぼ横ばいにとどまっているが、これは中小企業の場合大企業以上に資金繰り全体の判断が業況に左右されがちであり、景況低迷(中

小企業の業況判断は51年に比べやや悪化。図Ⅱ-3-5)や倒産の増加のなかで資金繰り判断が好転しにくかったことも一因とみられる。このように中小企業の場合も、大勢としてみれば、金融機関の貸出態度好転や貸出金利の低下に支えられて、緩和感が広がっていった。

## (企業金融の業種別動向)

次に業種別の動向をみると、まず繊維、鉄鋼、非鉄、化学、紙パ、造船等業況低迷

が続いた業種については、売上げ不振、市況低迷等による滞貨・減産ないし赤字補てんなどの後向き資金需要が漸増したもの、設備資金需要の一層の鎮静化に加え、株式等資産売却(繊維、鉄鋼、化学)もあって需資水準はさほどの増すうをみなかった。一方、輸出好調の自動車、電機や財政関連需要の増加をみた建設、セメントなど比較的好調の業種でも、漸増した設備資金需要(自動車、電機)を輸出・財政資金の流入などで賄うかたちとなり、借入需要はそれほど高まらなかった。また51年中にはかなりの資金需要がみられた商社も52年には肩代り融資の一巡傾向や取扱高の伸び悩みなどから低調となった。こうした事情から、結局設備資金需要の増大をみた電力等を除き、総じて資金需要は低調のままに推移したが、この間、円高進行の企業金融面への影響もやや目立った。その第1は円シフト需要の増加とその後退である。すなわち52年春先から秋口まで鉄鋼、石油、商社等を中心に国内金利低下に伴う内外金利差の

拡大から輸入決済手形の期間短縮など種々のかたちで円シフトを進める動きが広がったが、その後円高進行に伴う先物ディスカウント幅の拡大から外貨金融が割安化したためしだいに影をひそめた。第2に、インパクトローンは52年には49年(金融引締め下取入れが減少)以来久しぶりに純減となった(2.3億ドル減、51年2.0億ドル増、50年0.9億ドル増)。これは国内金融の緩和、資金需要の停滞を主因とするものであるが、このほか一部の企業が収益対策のため円高進行による為替差益の計上を目当てに期限前返済を進めたことも響いている。

#### (企業金融の基調)

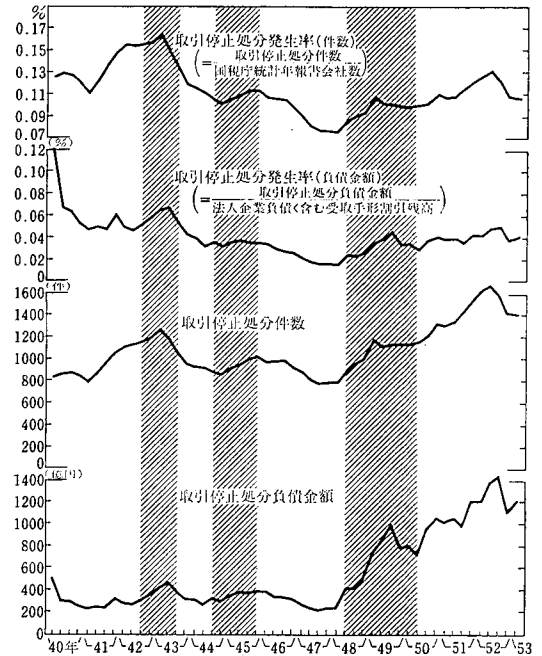
以上のように企業の資金需要停滞はすでにより長期にわたっており、企業部門が国内の資金調達全体に占めるウエイトは引続き低下をみた。こうした基調が当面急速に変化することはないであろう。ただ石油危機以降企業収益が総じて低迷を続けている状況では法人企業の貯蓄に高度成長期のような大幅な増加を期待することは難しく、従って今後仮に在庫投資や設備投資が上向いてくる場合、それが比較的ストレートに外部資金需要につながり易い側面を持っていることは考えておくべきであろう。

#### (企業倒産)

52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-3-6)、件数、負債金額とも年央以降やや減少傾向をたどったものの、総じてみれば高水準で推移し、年間累計では件数(18,741件、前年比+11.3%)、負債金額(15,109億円、前年比+18.5%)ともこれまでの最高を記録した。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<会社数は国税庁統計年

(図Ⅱ-3-6)

全国銀行取引停止処分の推移



- (注) 1. 季節調整済み。  
2. 法人企業負債は「法人企業統計季報」(資本金1千万円以上)による。  
3. ショドー部分は金融引締め期。

報書による>)、負債金額発生率(取引停止処分負債金額/法人企業負債<法人企業負債は法人企業統計季報ベース>)とも52年後半にやや低下したものなおかなりの高水準となっている。業種別には建設業のウエイトが引続き高かったほか、繊維、合板、中小造船、海運等構造不況業種の増加が目立ち、そのウエイトは51年に比べ大きく上昇した。この間、秋以降の急激な円相場の上昇により輸出関連中小企業を中心にいわゆる円高倒産の増加が懸念されたが、輸出価格の引上げや生産の合理化による企業の対応が予想外のテンポで進んだこともあってこれまでのところ、円高を直接の原因とする倒産は、さほど増加していない。

#### 4. マネーサプライは52年中落着いた推移

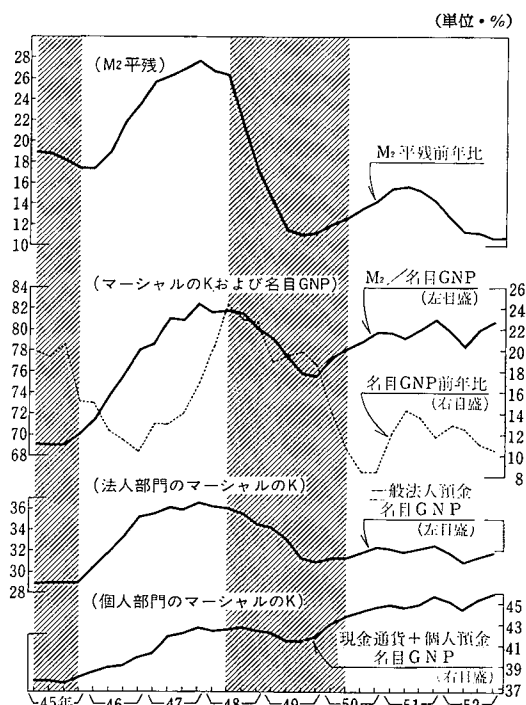
##### (マネーサプライの推移)

マネーサプライはすでにみたような企業需資の鎮静等から52年中落着いたままに推移した。

マネーサプライの中心的指標である  $M_2$  平残の前年同期比伸び率は(図Ⅱ-4-1)、51年後半に引続き52年前半もかなりのテンポで低下したあと、年後半になってからは弱含み横ばいに推移、52年10~12月期には10.7%と四半期平均の伸びとしては金融引締期の49年7~9月期の11.0%をも下回る既往最低となった。こうした  $M_2$  の落着き傾向は、景気回復の足踏みと物価動向の落着きに加え、すでにみてきたような企業の手元現預金抑制方針もあって、 $M_2$  に対する需要が弱かったこ

(図Ⅱ-4-1)

$M_2$  伸び率、およびマーシャルのK等の推移



(注) 1. マーシャルのKの  $M_2$  およびその内訳は月末残高(季節調整後)の期中3ヵ月平均、名目GNPは季節調整後年率計数。  
2. シャドー部分は金融引締め期。

とを映じたものである。更年後の動きに目を転ずると、 $M_2$  平残の伸びは、53年3月11.1%と6ヵ月ぶりに11%台を回復したあと、4月には預金金利引下げを見越したかけ込み預入的な動きもあって12%近くまで上昇した。

この間、52年秋から53年春にかけ国際収支の黒字幅拡大と短資流入が目立ち、これがマネーサプライの動きに影響を与えた。これに似た動きは、46、47年ごろの大幅黒字の時にもみられたところであり、以下最近の状況を当時と比較してみよう。

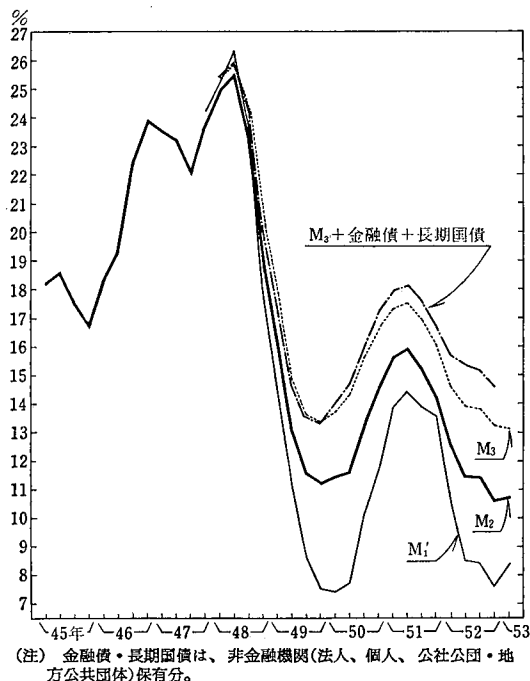
貿易等の経常取引や資本取引によって生ずる国際収支の黒字(総合収支の黒字及び自由円などの形態による短資流入<sup>(註)</sup>)は、介入の有無を問わずマネーサプライの増加につながるが、こうした対外収支の黒字は今回も前回同様巨額に上り、そのドル金額は前回はむしろ上回った(総合収支黒字は46年度80億ドル、52年度121億ドル)。

(注) ただし、自由円のうち外国金融機関名義分は「金融機関相互間の預り金はマネーサプライに計上しない」という統計上の約束ごとに基づいて除外される、などの例外はある。

しかし、今回と前回とはその状況にかなりの差異がある。まず異なるのはマネーサプライの伸び率である(図Ⅱ-4-2)。前回は伸び率が一貫して高まり、47年末から48年初にかけては各種マネーサプライとも前年比25%(ピーク時では27%)程度に達したのに対し、今回の  $M_2$  の伸び率は、前述のように更年後下げどまりないし伸びを高める気配がうかがわれるもののなお11%台の水準にある。もっとも、前回は各種マネーサプライともほとんど同一ペースの高い伸びとなったのに対し、今回は対象範囲の広いものほど伸び率も高く、 $M_3$  ( $M_2$  に郵貯、信託等を加えたもの)では13%台になる一方、より流動性の高い  $M_1$  は伸び率が8%

(図Ⅱ-4-2)

各種マネーサプライ指標(前年比、末残)

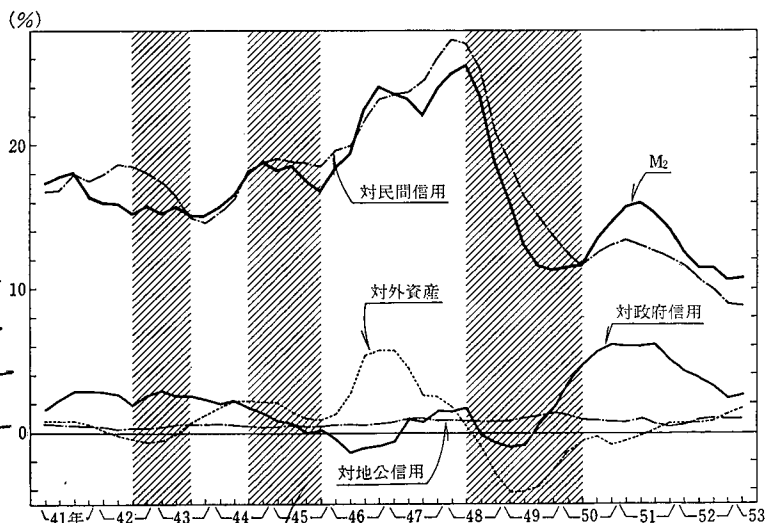


台とかなり低い。こうした動きは民間部門の資産運用の多様化を反映したものであり、マネーサプライの動きをみる場合 $M_2$ だけでなく各種マネーサプライ指標を総合的に注意

していく必要があることを示唆している(日本銀行ではマネーサプライ統計の多角化を図っているが、52年7月からは $M_3$ 、53年1月からは $M_1'$ の統計をも公表することとした)。このように今回と前回ではマネーサプライの伸び率が大きく異なるが、この背景は何といても前回の急増時に主たる供給要因となった対民間信用がこれまでのところ比較的低い伸びにとどまっ

(図Ⅱ-4-3)

マネーサプライの推移とその要因別寄与度(末残ベース、前年同期比)



ていることにある(図Ⅱ-4-3)。前回は金融引締め解除後対民間貸出が不動産向け、商社向けの著増を主因に一貫して増勢を強めたのに対し、今回の貸出伸び率は各業種を通じて前年比でおおむね一けた台の伸びにとどまっている。前回貸出が急増した背景をみると、大型補正予算、いわゆる列島改造ブームなどから民間に先行きの経済拡大ないし物価上昇への期待感が強まり、土地、貴金属等既存資産や株式を投機的に購入する動きが活発化してこれらに伴う資金需要が急増し、結局対民間信用の大幅な拡大を招いた。これに対し今回の貸出が落ち着いた状況が続けているのは、前述の事情のほか土地等既存資産への投機的な関心も前回と異なり鎮静していることによる。株式についても前回のようなインフレ期待から業績に関係なく買われる状況とは大きく異なっている。こうした状況の下では、対外収支面からの資金流入はむしろ借入の必要を低下させる要因として働き、民間資金需要の落着き基調を一層定着させる側面



さえ持ったと考えられる。

前回との相違の第2は、いわゆるハイパワードマネーの供給面での違いである。外為会計の払超（民間にとり外貨から円への交換を意味し総額は不変）それ自体はマネーサプライの増加をもたらすものではないが、金融機関にハイパワードマネーを供給してその分だけ金融機関の資金ポジションを改善させ、その限りで金融機関の貸出のふところを広げることになる。今回と前回の外為会計の払超幅を比較すると、ドルベースでは今回の方がむしろ大きいもののその間の円高化の影響から円ベースでは今回(52年10月～53年3月)3.1兆円と前回(46年4月～12月)の4.0兆円を下回った。さらにこの間 $M_2$ 残高や名目GNPが約2倍に拡大していることを考慮すれば、その金融機関ポジションや間接的にマネーサプライに与える影響度は前回に比べると相対的に小さいものであった（国際収支の黒字を主因とする対外資産の $M_2$ 増加寄与度は前はピーク時6%以上に達したのに対し、今回は昨年来やや高まったものの53年3月で2%程度）。また前は、資金ポジション好転が直ちに金融機関の貸進みを誘発したのに対し、今回は資金需要の低迷からそうした動きを誘うには至らなかった。

なお、経済全体の流動性水準をみる意味で $M_2$ の動きを名目GNPに対する比率、すなわちマーシャルのKによってみると（前出図Ⅱ-4-1）、52年のマーシャルのKの水準は一応46年、47年ごろのピークに近い高い水準に達しているが、これを法人部門、個人部門に分けてみると（同Ⅱ-4-1）、個人部門のマーシャルのKが所得水準上昇に伴う金融資産の趨勢的増加を映じて根強いトレンドを示し（すでに最近の水準は前回緩

和期の水準をかなり上回る）、これがマーシャルのK全体の水準を高めているのに対し、法人部門のマーシャルのKは企業の手元抑制姿勢を映じ前回緩和期を大幅に下回る水準となっている。

#### （今後のマネーサプライをめぐる問題点）

以上のように、現在のマネーサプライ動向は、昨秋以降顕著であった国際収支黒字の影響にもかかわらず、前回の引締め政策移行前に当る46、47年当時とはかなりの異なった状況にあるといえよう。しかしながら、今後国際収支面からの通貨供給増加要因が急速に減衰していくとは予想されず、しかも今後の経済環境の推移いかんによってマネーサプライの増加に結びつきやすい要因がいくつ伏在していることは見逃せない。第1は、財政要因によるマネーサプライの増加である。財政のうちマネーサプライの増加につながるのは、金融機関の対政府信用供与額、すなわち一般財政払超から国債の個人引受等を控除した分であるが、これまでのところそのマネーサプライ増加への寄与度は、前記の一般財政払超の伸び悩みや国債個人引受の着実な進展もあって年率3%程度とさして高いわけではない。しかし、今後は政府の積極的な財政運営姿勢を反映して一般財政払超幅が拡大していけば、財政面からのマネーサプライの増加要因は強くなってこよう。第2は、通常のマネーサプライ概念には含まれない有価証券等の金融資産がマネーサプライを上回る伸びを示していることである。資金循環勘定ベースでみた金融資産残高は48年以降マネーサプライの伸びを上回って増加しており、その対GNP比率は153%（52年12月末）とすでに47年当時（149%、47年12月末）を多少上回っている（図Ⅱ-4-4）。もっともこれは先に述べたように個人部門の所得水準上昇

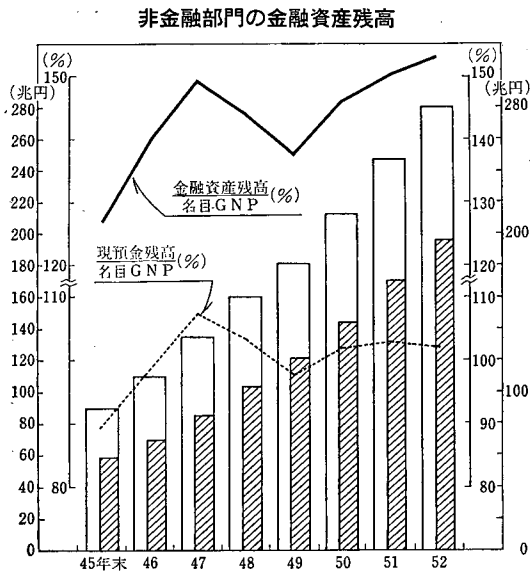
に伴う趨勢的な金融資産蓄積増加によるところが大きく(個人部門の金融資産対名目GNP比率、52年12月末107%、47年12月末94%)、法人企業のみをとればその比率はむしろ低下している(同前、43%、53%)ので、法人部門を中心に有価証券保有が高水準となった47年当時とは性格が異なっている。ただいずれにせよ、国債、金融債等マネーサプライに転化しやすい各種金融資産が、マネーサプライを上回る増勢を示していること自体に注目を怠ることはできない。

このほか留意すべきことは、金融機関資金ポジションの改善傾向である。前述のとおり、外為会計払超による金融機関資金ポジションへの影響は46、47年の流動性増加時期に比較すれば相対的には小さく、また大量の国債引受がポジションの

圧迫材料となっていることは事実である。しかし現実に外為シェアの高い都市銀行(52年10月から53年3月までのネット・ポジションは11,860億円の好転<前年2,717億円の悪化>)を中心に資金ポジション改善が進んでおり、これがいわば貸出余力の蓄積を意味することには配慮しておく必要がある。

以上のようにマネーサプライの増加につながりやすい諸要因が伏在していることからみてマネーサプライの適切な調整は今後の金融政策運営上の重要な課題の一つといえよう。ことに公共部門と民間部門の資金需要の競合が今後問題となる可能性があることを考えれば、後述のように金利機能の一層の活用により、公共・民間両部門の資金配分を円滑化し、マネーサプライの早めかつ有効な調整を図ることが肝要と考えられる。

(図Ⅱ-4-4)



(注) 1. 資金循環勘定による(現預金、郵貯、信託、有価証券の合計)。  
2. 斜線部分はうち個人部門の金融資産残高。

M<sub>2</sub>残高とM<sub>2</sub>以外の金融資産残高の前年比(%)

年 末	45	46	47	48	49	50	51	52
M <sub>2</sub> 残 高	16.9	24.3	24.3	16.8	11.5	14.5	13.5	11.1
M <sub>2</sub> 以外残高	18.2	20.5	20.3	20.3	17.6	20.2	19.9	17.4

5. 頻繁な条件改訂をみた資本市場

資本市場の52年中における特色としては、①公社債流通市場での公社債売買高が急増したこと、②その中で市場利回りがほぼ一貫して低下傾向を示し、発行条件が頻繁に改訂されたこと、③円建外債の発行の著増したこと、などが挙げられよう。以上こうした点に即して最近までの資本市場の特色をみていきたい。

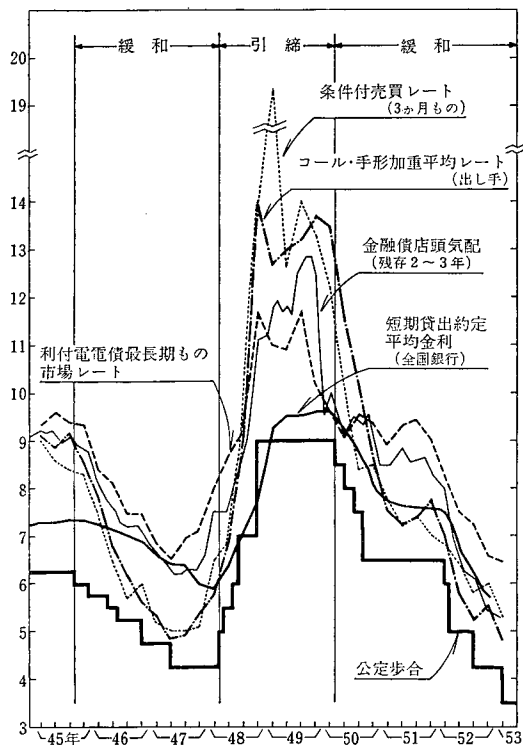
(市場利回りの低下と数次の条件改訂)

まず、公社債流通市場における市場利回りをみると(図Ⅱ-5-1)景気対策などについての先行き見通し難や発行条件改訂待ちなどから買い手が模様ながめ姿勢を持続した7月下旬から10月央にかけての一高一低の動きを除き、年初来ほぼ一貫して低下傾向を持続した。これは、景況足踏みを映じた民間資金需要の低迷、金融緩和の進捗等を

(図Ⅱ-5-1)

## 債券市場レートおよび関連指標の推移

(単位: %)



背景に、①大幅に低下した短期金利との裁定から農林系統金融機関、信託等余資金融機関の買い需要が増大したほか、②証券会社が市況先高観もあり手持ち債券の積増しを図ったこと(後にみる自己現先の増大)や、③事業法人のキャピタルゲインねらいの短期投資も活発化したこと、などによるものである。この結果、最長期物の市場利回りは年間通してみると $-2.2\%$ (国債)～ $-2.7\%$ (利付金融債)の低下となり(51年中 $+0.1\%$ <国債>～ $-0.5\%$ <事業債、利付金融債>)、市場利回り水準は既往ボトムの47年当時の水準を下回るに至った。こうした市場動向もあって市場利回りは年中おおむね応募者利回りを下回って推移、これをうけて3月発行の事業債に続き、5、7、8、10の各月4回にわたり、国債、政保債、金融債等全銘

柄の発行条件の引下げ(引下げ幅累計 $1.4\sim 1.8\%$ )が実施された。53年に入ってから、2月債から事業債の基準発行条件が $0.2\%$ 引下げられたほか、3月に公定歩合が $0.75\%$ 引下げられたこともあって利回り低下気運が促進され、4月ごろ国債、利付金融債、事業債等全ての銘柄について発行条件がさらに引下げられた。もっともその低下幅は短期金利が大きく低下したのには及ばなかった(52年3月～53年5月、国債応募者利回り $-2.047\%$ 、標準金利およびコールレート $-3.0\%$ )。またその中で、国債応募者利回りの引下げ幅は相対的に小幅にとどまる一方、事業債については比較的大幅なものとなるなど、債券の銘柄により下げ幅の相違がみられた(図Ⅱ-5-2)。このような引下げ幅の相違に伴って各種債券金利間の格差は従来に例のない狭いものとなり、これを一つの契機として金利体系や市場実勢尊重の意味が各方面で論議されるようになったのが52年の特徴であった。

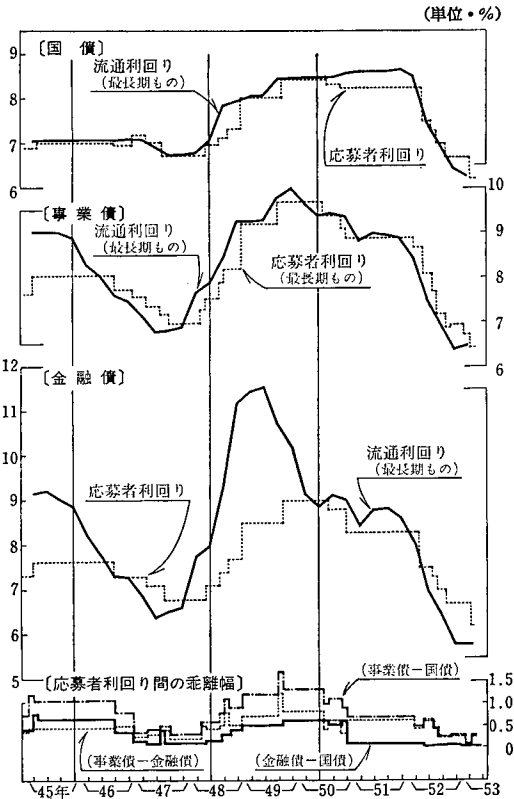
一方、現先取引レートは、3、6、9、12月の要資月に上昇し、余資月に低下するというパターンを繰返しつつ推移したが、金利の全般的な低下を背景におおむね前年を下回る水準で推移した。この間、現先売買残高に占める自己現先の比重が増大する一方現先期間が短期化する傾向がみられ、これらに伴い現先レートの変動が従来に比べ大きくなった。

## (大幅に売買量が増加した債券流通市場)

次に既発債の売買高が大幅に増加したことも公社債市場の大きな特色であった。すなわち、52年中の公社債売買高は条件つき、無条件売買とも前年比大幅に増加し全体で前年を $75\%$ 近く上回り、52年中113兆円と初めて100兆円を超えた(表Ⅱ-5-1)。このような売買高の大幅増加は、①公

(図Ⅱ-5-2)

主要債券の応募者利回り、流通利回り等の推移



(注) 1. 事業債の応募者利回りは、47/6月までは7年もの、47/7月～52/10月は10年もの、52/11月以降は12年もの(いずれもAA格)。  
2. 流通利回りは四半期末。

(表Ⅱ-5-1)

公社債店頭売買高の推移(東京市場)

		(単位・億円、カッコ内は構成比・%)			
		50年	51年	52年	前年比 (%)
国	債 (短期債を除く)	11,309 ( 2.2)	23,527 ( 3.6)	135,180 (11.9)	5.7倍
政府保証債		10,144 ( 2.0)	25,765 ( 4.0)	73,345 ( 6.5)	2.8倍
地方債	公募債	7,321 ( 1.4)	20,328 ( 3.1)	42,912 ( 3.8)	2.1倍
	縁故債	97,713 (19.2)	158,555 (24.4)	232,949 (20.6)	46.9
金融債	利付債	203,829 (40.0)	243,779 (37.6)	390,398 (34.5)	60.1
	割引債	16,339 ( 3.2)	21,006 ( 3.2)	30,363 ( 2.7)	44.5
事業債	一般債	8,684 ( 1.7)	10,475 ( 1.6)	17,795 ( 1.6)	69.9
	電力債	19,904 ( 3.9)	22,836 ( 3.5)	43,859 ( 3.9)	92.1
転換社債		1,060 ( 0.2)	553 ( 0.0)	1,646 ( 0.1)	3.0倍
加入者引受電債		66,656 (13.1)	55,245 ( 8.5)	61,560 ( 5.4)	11.4
その他とも合計		509,037 (100.0)	648,970 (100.0)	1,131,644 (100.0)	74.4
うち無条件		222,613 (43.7)	276,729 (42.6)	523,823 (46.3)	89.3
条件付		286,424 (56.3)	372,240 (57.4)	607,821 (53.7)	63.3

共債の大量引受けに伴う都市銀行等の大量売却、  
②農林系統等の余資増大に伴う買い需要増などが  
大きな要因であるが、さらに③一種の先物取引で  
ある着地取引が(注)活発化し、それと併行して現  
先取引も増加したこと、また④短期間のキャピタル  
ゲイン獲得をねらった事業法人等の短期債や現  
先の買い需要増加なども一因となっている。これ  
を種類別にみると、引続き利付金融債、縁故地方  
債、国債のウエイトが大きい、このなかで国債  
の増加が目立ち、年末近くには縁故地方債のウエ  
イトを上回る月もみられた。これは、従来の売買  
高の水準が極めて低かったことも一因とはいえ、

52年春ごろから徐々に金融機関保有国債の流動化  
が進んだこと(当初は特例国債のみであったが年  
末ごろから建設国債にまで拡大)によるところが  
大きい。一方、債券売買増加の背景を主体別にみ  
ると、国債等公共債の引受け比率の高い全国銀行  
がポジション対策のほか、決算対策もあって縁故  
地方債、金融債を中心に引続き大量の売却(52年  
中の売却超額は51年<2兆5千億円程度>をやや  
上回る2兆7千億円程度)を行った。ただ、全国  
銀行のうちでも都市銀行の売却が引続き大きく、

地方銀行の売却幅は需資低調下、やや縮減した。

さらに、相互銀行、信用金庫でも、公社債市場での売買をしだいに活発化させるようになり、52年中は地方債引受負担の増加に対応するための市中売却もあってかなりの売越しとなった。これに対し、買越しが目立ったのは農林系統金融機関、外人等であった。農林系統金融機関は貸出機会に乏しい折柄、中・長期債中心に大幅買越しとなり引続き市場での購入者のうちで最大手の地位を占め、このほか都市銀行等から直接購入を図る動きもみられた。また、外人も円高期待、内外金利差(先物調整後)拡大から大幅な買越しとなり、その対象は短期債のみならず中・長期債にも及んだ。この間、官庁共済は前年同様長期安定的な運用をねらいとして長期債を買越しした。事業法人は、売り買いとも膨張、中・長期債も物色するようになったものの、52年中に関してはキャピタルゲイン獲得を意図した値鞘稼ぎが中心で、ネットではほぼトントンとなり、前年の手元回復過程での大幅買越し(残存期間1—2年程度の短期金融債中心)の動きは一巡した。

(注) 着地取引とは、証券会社が顧客に対し、将来の一定期日に所定の利回り(価格)で債券を売却または買付けを行う旨約定する一種の先物取引。売却の場合、通常証券会社は先物取引の受渡し日までの間当該債券を事業法人等に自己現先で売繋いでいる。

この間無条件売買とならんで現先売買も自己現先の急増を反映して増加を続け現先残高は引続き拡大傾向をたどった(50年末18,347億円→51年末20,839億円→52年末31,400億円)。このような自己現先の急増は結局事業法人、官庁共済等の余資運用増により吸収された。

なお、こうした状況下、公社債流通金融のルートを多元化化していくことが債券流通市場の健全化

のために必要との判断から、日本銀行は52年12月証券金融会社を通じる公社債流通金融について制度の整備拡充をはかった。この間、行政当局でも証券会社経営の健全性維持の観点から自己現先の増加に対して警戒感を強め、53年1月より自己現先残高を必要最小限にとどめるよう指導を行うとともに、同年2月には自己現先増加の一因となっている着地取引について、その取引慣行、契約内容に未整備の面が多いため、着地取引の社内ルールに関するガイドラインを設けた。

#### (起債市場——円建外債の発行著増)

次に起債市場の動向をみると(純増ベース、表Ⅱ—5—2)、公共債は公共部門の資金不足の高水準維持を映じ、51年に著増したあと、52年も国債、政府保証債を中心に引続き大量の発行(前年比+15.5%、うち国債+13.1%、政府保証債+53.7%、公募地方債+9.6%)が行われた。一方、事業債は、10、11月ごろ金利底値感が台頭しかけたこともあり若干盛返したものの、年を通してみればかなり低調であった。このうち電力債は設備資金需要もあり高水準横ばいとなったが、一般事業債は企業の設備投資意欲鎮静を映じて、低水準の前年をさらに大幅に下回った。ただこうした中で事業債に新たに12年ものが導入され(11月)新発債については12年ものが主力となるに至った。このほか円建外債が急増したことも注目される(50年200億円→51年650億円→52年2,960億円)。これはわが国金利の大幅低下に伴う海外起債者の発行意欲増大を反映したものであるが、こうした傾向(53年も一段の増加見込み)は、長期資本の輸出に寄与したほか、わが国起債市場における期間多様化を大きく前進させた(5年、7年、8年、10年、12年、15年ものが発行された)という意義も無視できない。

(表Ⅱ－5－2)

増 資 ・ 起 債 状 況

(単位・億円)

	事業債			転換社債	有価増資	小計	金融債					合計	参 考		
	電力債	一般事業債					金債	公債	長期国債	政府保証債	公債地方債		円外債	建債	地方債許可額
48 年	3,459 ( 6.3)	3,222 ( 5.8)	237 ( 0.4)	5,260 ( 9.5)	9,295 (16.8)	18,014 (32.7)	17,771 (32.2)	19,384 (35.1)	18,090 (32.8)	540 ( 1.0)	754 ( 1.4)	55,169	400	12,489	
49 "	3,939 ( 8.6)	4,708 (10.3)	△ 769 ( 一)	2,488 ( 5.4)	5,394 (11.8)	11,821 (25.8)	17,911 (39.1)	16,119 (35.2)	15,311 (33.4)	△ 117 ( 一)	925 ( 2.0)	45,851	0	15,221	
50 "	9,713 ( 9.6)	3,776 ( 3.7)	5,937 ( 5.9)	4,080 ( 4.0)	9,960 ( 9.8)	23,753 (23.5)	26,321 (26.0)	51,081 (50.5)	48,146 (47.6)	1,336 ( 1.3)	1,599 ( 1.6)	101,155	200	23,669	
51 "	7,249 ( 6.5)	5,994 ( 5.3)	1,155 ( 1.0)	590 ( 0.5)	6,324 ( 5.6)	14,163 (12.6)	22,687 (20.2)	75,193 (67.1)	67,068 (59.9)	4,372 ( 3.9)	3,753 ( 3.3)	112,043	650	49,859	
52 "	6,050 ( 4.8)	5,739 ( 4.6)	311 ( 0.2)	1,200 ( 1.0)	8,173 ( 6.5)	15,423 (12.2)	23,815 (18.9)	86,872 (68.9)	75,881 (60.2)	6,877 ( 5.5)	4,114 ( 3.3)	126,110	2,960	40,085	
1～3 月	1,329 ( 6.0)	1,446 ( 6.5)	△ 117 ( 一)	30 ( 0.1)	3,231 (14.5)	4,590 (20.7)	6,194 (27.9)	11,436 (51.5)	9,266 (41.7)	1,274 ( 5.7)	896 ( 4.0)	22,220	120	5,455	
4～6 "	703 ( 1.9)	1,229 ( 3.4)	△ 526 ( 一)	0 ( 一)	1,891 ( 5.2)	2,594 ( 7.2)	5,664 (15.7)	27,889 (77.2)	25,340 (70.1)	1,618 ( 4.5)	931 ( 2.6)	36,147	100	14,374	
7～9 "	1,215 ( 3.9)	1,269 ( 4.1)	△ 54 ( 一)	500 ( 1.6)	1,539 ( 4.9)	3,254 (10.4)	4,497 (14.4)	23,552 (75.2)	20,675 (66.0)	1,901 ( 6.1)	976 ( 3.1)	31,303	920	11,654	
10～12 "	2,803 ( 7.7)	1,795 ( 4.9)	1,008 ( 2.8)	670 ( 1.8)	1,512 ( 4.1)	4,985 (13.7)	7,460 (20.5)	23,995 (65.8)	20,600 (56.5)	2,084 ( 5.7)	1,311 ( 3.6)	36,440	1,820	8,602	

(注) 1. 起債は純増ベース。  
2. 増資は全国市場1・2部合計。  
3. 長期国債起債額、地方債許可額はいずれも政府資金分を含まず。  
4. カッコ内は合計に対する構成比(%)。

次にこれら新発債の消化状況をみると、前述のように応募者利回りが市場利回りを通年上回って推移したほか、条件改訂を見越した事業法人等のかけこみ的な買い引合いもあり、順調な消化地合いが続いた。特に国債の個人消化状況についてみると、すでに前年より着実に拡大傾向をたどっていたが、52年においても中期割引国債の発行開始のほか、税制面での有利性、あるいは事業債の発行量減少や証券筋の販売姿勢積極化等から一段と増加し、結局、国債シ団引受額中に占める証券団取扱額のウエイトは52年度通計で前年度の17%から25%まで上昇した。

(株式市場)

52年中の株式市況は、51年中の比較のおだやか

な動きとはやや対照的にかなり大きく変動した。すなわち、市況は1月ごろ3年5ヵ月ぶりにダウ5,000円台に乗せた後、7月ごろまでは51年末から52年初にかけて急増した高水準の信用買残の整理局面となり、これにニューヨーク株安などいりや気されて、7月下旬には年初来の安値(4,849円)をつけた。かかる状況下、委託保証金率、貸借担保金率も1月下旬に60%(うち現金10%)に上げの後には順次引下げられ、7月下旬には30%(同ゼロ)と最低水準を示現した(以後53年3月まで据置き)。こうした信用規制の緩和等を背景に証券筋は営業姿勢をしだいに積極化、中低位株への仕手人気から相場は上昇に転じ、9月初めには年中高値(5,287円)を記録、信用買残も初の1兆円台乗

せとなった(10月8日 10,005億円)。しかし10月以降については円相場の急騰による先行き景況悪化懸念から株価は輸出関連株を中心に再び下落、11月下旬には前年12月以来の安値(4,597円)をつけ、結局、前年末比125円安の4,865円で越年した。この間、主体別売買の特徴的な動きをみると、生・損保を含む金融機関のほか、投信の買越し幅がかなり拡大した。一方、個人の株式投資は引続き慎重で大幅売越しを持続したほか、事業法人は、決算対策からの株式売却を中心に前年に続き売越しとなり、また、外人も企業業績の悪化等から売越し幅を大幅に拡大した。

なお、更年後の株価は様変りに上昇基調に転じ、3月下旬に5,360円と既往最高値(48年1月24日、5,359円)をほぼ5年ぶりに更新したあと、4月には初めて5,500円台に乗せた。こうした上伸は、円高効果の見直しに加え、内需振興あるいは外為散超を通ずる株式市場への資金流入への期待、金利全般の低下に伴う株式利回り採算の見直し、などが材料となったものといえよう。こうした中で株式投信の募集好調に伴う投信の買い姿勢活発化(投信の53年1～4月株式買越し額は、1,939億円とすでに52年<1,624億円>を上回る)や個人の信用買いが目だった。こうした株式市場の動きに対して、委託保証金率、貸借担保金率の引上げが3月に2回実施(30%→40%→50%＜うち現金ゼロ＞)されたあと、4月にもさらに強化された(50%→60%＜うち現金10%＞)。

#### (増資動向)

増資状況をみると、52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8,173億円と前年(6,324億円)を上回ったものの、前々年(9,960億円)に比べればまだ下回っており企業の

設備資金需要低調を映じて総じて低調なままに推移した。なお、転換社債の発行も、国内金利低下に伴う海外転換社債からのシフトもあって、1,200億円と、著しく低調であった前年(590億円)に比べればやや増加したものの、発行ゼロの月がかなりみられるなどそのレベルは依然低いままで推移した。

## 6. 金利弾力化の要請

以上のように、各種の長短金利は金融政策の方向に沿って低下を続け、公社債の発行条件もおおむね市場の実勢に沿って改訂をみてきた。こうした最近の金利の弾力的な変動が金融緩和の一層の進展に支えられて実現してきたものであることはいうまでもない。ところで金利弾力化の必要性はこれまでも繰返し各方面で述べられてきたところであるが、石油危機を経て低成長経済に移行しつつある今日、金利弾力化の要請は従来になく現実味と切実さを増してきている。すなわち、金利の弾力化は第1に金融政策の有効性確保の観点(後記)、第2に対外的な側面、すなわち、わが国の金融・資本市場の国際化が進みつつある今日、内外資本の円滑な流入流出を図り、資本取引面での国際収支の調整や国際協調を進める必要、等々種々の観点からその必要を増してきているといえよう(日本銀行調査月報52年7月号「わが国における金利弾力化の歩み」などを参照)。

いくつかの観点の中で今後とりわけ重要と考えられるのは、金融政策の有効性を確保し、景気の安定を図る観点である。前述のように企業は資金不足の縮小から相対的に借り手としてのウェイトを低める一方、公共債の大量発行が続き、また企業、個人の流動性の保有形態の多様化が進むなど

金融環境は大きく変わってきている。こうした環境の下では、民間信用量を直接的手段を中心に調整するのみではその効果に限界が生ずるおそれがあり、各種の金利が資金の需給を反映してより弾力的に変動し、金利のコスト効果を通じて資金需要の調整機能を強めることが必要となってくる。巨額の国債発行が今後とも続くと予想される中でマネーサプライの動向が注目されているが、こうした状況を考えれば、金利機能の活用によりマネーサプライの有効な調整に資することが当面の大きな課題といえよう。わが国の国債発行の推移を振り返ってみると、49年度まではさして大きな規模とはならず、市中滞留国債の残高も少なかったが、その後の大量発行により国債依存度及び国債残高の対名目GNP比率はかなりのテンポで上昇し(表Ⅱ-6-1)、国際的にみても比較的残高が多いとされる米国の比率に徐々に近づきつつある。

こうした中で仮に今後とも国債が金融機関引受を主体とする現在のような方式で行われていくとすれば、全国銀行を中心にポジション調整のための債券売却圧力が常に底流し、その他の金融機関のポジションや民間資金需要の動向いかによっては、これらが債券価格に対する持続的な圧迫材料となることも考えられる。公共・民間両部門の資金需要が双方ともそろって増加をみる局面でその競合が問題となってくるのは当然である。こうした環境の下で、公共・民間両部門間の資金配分を円滑化し、マネーサプライを有効に調整していくためには、民間の信用増大を適切に調節するとともに、公共部門についても、市場実勢に即した発行条件の一層弾力的な変更などを通じて公共債の発行量の見直しが、適時適切に行われることが必要とされよう。その場合、債券の種類、期間が

(表Ⅱ-6-1)

## 国債依存度等の国際比較

(単位・%)

		日本	米国	英国	西ドイツ	フランス
国債依存度	会計年度					
	72	16.3	10.1	2.9	4.3	黒字
	73	12.0	6.0	8.7	2.6	〃
	74	11.3	1.7	12.1	7.8	〃
	75	25.3	13.8	18.4	21.2	12.2
	76	29.4	18.2	14.1	16.0	3.5
	77	34.0	11.2	13.2	12.3	2.7
	78	32.0	13.4	n.a.	14.7	2.2
(年度末) 国債残高 名目GNP	会計年度					
	72	6.1	29.9	52.1	6.5	2.9
	73	6.5	28.9	46.0	6.3	3.9
	74	7.1	27.1	44.9	6.7	4.5
	75	10.0	27.8	42.8	9.4	3.7
	76	13.0	28.2	n.a.	10.6	n.a.
	77	16.9	29.5	n.a.	n.a.	n.a.
	78	20.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

- (注) 1. 国債発行額、国債残高は、日本以外については、それぞれ財政赤字額、長期政府債務残高、英国およびフランスのGNPはGDP。
2. 日本の77年度、78年度の国債発行額、国債残高は、それぞれ第2次補正後(77年度)、当初予算(78年度)ベース、GNPは政府見通し。

ニーズに応じて多様化されることによって公社債保有層、消化層の厚味を増すことができれば、公共部門の資金調達を円滑化に資するだけでなく市場利回りが徒らに乱高下しない市場を整備するうえで大きな意味を持とう。

52年春に打出された金融機関の国債売却自由化の方針や53年1月以降における債券オペレーションの価格弾力化等の措置は、既発債市場における市場利回りの弾力的変動を促進し、ひいては市場実勢を反映した発行条件の決定をもたらすうえに寄与するものと期待される。また財政当局による公募入札方式による新中期国債の発行も金利弾力化への歩みの一環として評価できる措置といえよう。金融緩和を背景に進められてきた金利弾力化への歩みが、市場体制の整備等と相まって今後とも着実に前進することが期待される。