

I 金融政策の展開と 短期金融市場の動向

53年中の金融政策の推移を振り返ってみると、公定歩合は3月に今回緩和局面として8回目の引下げが実施され、金融機関に対する窓口指導も各機関の自主的計画を尊重する方針がとられるなど、国内景気の着実な回復と国際収支の均衡化に寄与する趣旨から年間を通じて緩和政策の基調が維持された。

しかしながら緩和基調持続の一方で緩和政策の行過ぎから将来の物価動向に悪影響をおよぼすことのないよう慎重な配慮が払われ、そうした意味からマネーサプライの動向については従来以上に注視する方針がとられた。特に53年末以降景気回復基調に一段と底固さが加わる一方、卸売物価が海外原料品市況の上昇や為替相場基調の反転もあって騰勢に転じたことから、金融政策の運営についても、とりわけ物価動向への配慮が強められた。こうした情勢の下、日本銀行は、インフレを未然に防止し息の長い景気上昇を図る趣旨から54年4月、公定歩合を0.75%引上げた。その後、景気は拡大を続ける一方、石油情勢の悪化などに伴って物価動向が先行き一層警戒を要する状況となってきたため、7月には公定歩合をさらに1%引上げた。

以上のように、53年から54年にかけての金融政策は大きく転換したが、その間の事情についてやや詳しく振り返ってみよう。

1. 金融政策の推移とその背景

(53年3月の公定歩合引下げ)

53年初の景気情勢をみると、財政支出の増大に支えられて生産、出荷の水準が上昇しはじめ、在庫調整も徐々に進展をみたが、個人消費や設備投資など国内民間需要は引続き低調に推移した。一方国際収支面では、貿易収支、経常収支とも大幅黒字基調を持続した。こうした状況下、2月央以降為替市場では円高傾向が再び強まり、これが企業マインドや実体経済に与える影響が懸念されるようになったため、日本銀行は、国内景気回復と国際収支の均衡化に一層寄与する趣旨から公定歩合を53年3月16日からさらに0.75% (4.25→3.5%) 引下げた。この結果、公定歩合の水準は終戦直後の混乱期を除き戦後最低を記録することとなった。この間、為替市場において投機的な海外短資の流入が目立ったため、52年11月に設定した非居住者自由円債務の増加額に対する準備率の引上げ (50→100%) 等短資流入抑制措置を併せ実施した (なお本準備率は54年1月に緩和し2月に廃止)。これは、公定歩合引下げによる国際収支への影響と相まって為替市場に対し安定的効果がおよぶことをねらいとしたものであった。なお、公定歩合の引下げに伴行して、4月17日から預貯金等の金利の最高限度が引下げられ、これに伴って、ガイドラインとしての預金細目金利の引下げも実施された。こうした動きに追随する形で、国債、利付金融債、事業債等公社債の発行条件は、4月債から引下げられることとなり、貸出金利についても、都市銀行等では3月下旬以降貸出標準金利等の引下げを実施し、また長期貸出最優遇金利も引下げられた。

(金融緩和基調の維持)

以上の施策の結果、金融面では市中貸出金利が引続き低下し、企業金融の緩和感が一層浸透をみた一方、財政面では52年度第2次補正予算と53年度予算とを組合わせたいわゆる15ヵ月予算の執行が順調に進捗した。こうした政策効果に支えられて、景気は内需を中心に緩やかな回復傾向をたどった。すなわち、公共投資が高水準の伸びを持続したほか、個人消費が漸次底固さを増し、また設備投資も電力投資の増勢に加え秋口には公共投資関連メーカーの増設投資や中堅・中小製造業の合理化投資にも動意がみられはじめた。また国際収支面では、内需の回復に加え、51年以降の為替円高の累積の効果が徐々に現れたことから、経常収支の黒字幅がわずかながらも縮小に向った。

しかしながらこうした中で、円相場はドルの全面安商状を映じて10月まではほぼ一貫して円高傾向を強め、これが先行き景気にデフレの影響を及ぼすことが懸念された。こうした状況下、景気の回復傾向を一層確実なものとする見地から、10月には公共投資の追加を中心に補正予算が編成され、財政面から景気刺激策が講じられることとなった。また金融政策の運営に当たっても、景気の着実な回復を支援するため、引続き緩和基調を維持する方針がとられた。

以上のように、53年中を通じて金融政策は緩和基調の維持に重点をおいた運営が図られたが、それと同時に、金融緩和が行過ぎることによって将来における物価面に悪影響をおよぼすことのないようマネーサプライの動向について十分な注意が払われた。その一環として、日本銀行はマネーサプライに対する各方面の一層の関心と理解を深める趣旨から、7～9月以降四半期の初めにその期

中のマネーサプライについて見通しを公表することとした。また、秋口以降財政支出の増大に加え金融機関の貸出が増勢に転じ、この面からマネーサプライの増加を加速させる懸念が生じたこともあって、54年1～3月の金融機関に対する窓口指導に当たり、従来通り金融機関の自主性を尊重しつつも、資金需要の実勢を上回る過大な貸出計画の申出に対しては自粛を求めることとなった。

(警戒的中立から予防的引締めへ)

53年秋以降、国内景気の上昇傾向が一層明確化する一方、国際収支面でも経常収支の黒字幅縮小が急速に進展した。反面、商品市況や卸売物価は、海外原料品市況の上伸や為替相場の円安への転化によって騰勢に転じ、その後国内需給の改善が進むにつれてしだいに国内製品価格にも波及するに至った。この間金融面では、企業金融の緩和感が一層強まり、マネーサプライ水準の上昇に加え短期運用有価証券の高水準や借入アペイラビリティの高まり等からみて、市中流動性は全体としてやや過剰と認められる状況となった。以上のような情勢にかんがみ、日本銀行は、54年3月、金融政策の運営方針を物価重視の姿勢を強めた「警戒的中立」へ変更するとともに、4～6月の窓口指導に当たっては各金融機関に対し貸出抑制をより強く求めた。

さらにその後物価情勢は一層厳しさを加え、4月の卸売物価の上昇幅は前2ヵ月(各+0.9%)を大幅に上回ることが確実とみられるに至った。こうした事態に対処し、日本銀行は4月17日、インフレを未然に防止し息の長い景気上昇を図る趣旨から公定歩合を0.75%引上げ(引上げ後4.25%)、予防的引締め態勢に転換した。公定歩合の引上げは昭和48年12月以来約5年半ぶりのことであっ

た。なお本措置の決定に際しては、内外金利差の縮小を通じて為替相場に安定的な効果を及ぼすことも併せて期待された。その後日本銀行は7～9月の窓口指導を一層強化し、情勢の推移を慎重に見守ってきたが、景気は国内民需を中心に堅調を続ける一方、石油情勢の一段の悪化もあって物価動向は先行き一層警戒を要する状況となってきたため、物価上昇を極力抑制する趣旨から7月24日、公定歩合を1%引上げ5.25%とした。最近の卸売物価高騰の最大の要因は石油価格の上昇であるが、物価基調の安定を取戻すためにはそれが国内で増幅されるのを最小限度に抑制することが是非とも必要である。特に消費者物価への波及を極力くい止めようとすれば物価の上昇が卸売物価にとどまっている段階において早め早めの対策を打出すことが肝要であり、7月の日本銀行の措置はそうした判断に立つものであった。

(金利自由化・弾力化の進展)

以上にみてきたような金融政策の展開と並行して、その有効性を一層高める見地から、金利の自由化・弾力化が推進されたことも、53年以降の大きな特色であった。石油危機以後しだいに進展した金融環境の変化、すなわち国債の大量発行、それに伴う資金循環構造の変貌、さらには国民のニーズ多様化といった新たな状況の下で、資金配分の適正化を図り、金融政策の有効性を一段と高めるためには、金利機能の一層の活用が不可欠の前提である。こうした見地から53年以降短期金融市場における取引方法の変更や日本銀行の債券オペレーション方式の改定など金利の自由化・弾力化を目指した多くの措置が実施された(表I-1-1)。

まず短期金融市場の金利については、6月にコ

ールおよび手形売買レートの建値を市場実勢に合わせて一層弾力的に変更することにつき市場関係者の合意が得られ、実行に移された。またコール市場では、10月には自由レートによる7日物コールが発足、54年4月からは従来の無条件物を実質翌日物化し、7日以内の多様な期日物取引を認めることにするとともに、コールレートの建値制が全て廃止されることとなった。手形売買市場においても、6月に取得後1ヵ月経過の手形の転売買が自由化され、そのレートも実勢にゆだねられることとなったが、11月には、自由レートによる1ヵ月手形の新設、3・4山越え手形のレート自由化が行われた。さらに54年5月からは自由金利によるCDの発行が開始され、短期市場の金利弾力化の動きは、銀行間市場にとどまらず、一般企業や金融機関が広く参加する市場にまでおよぶこととなった。

次に日本銀行は、債券オペレーションについて、53年1月、従来上場気配相場を基準として定めてきた価格について公募入札方式により決定する扱いに改めた。日本銀行は53年中買オペレーションを4回実施したが、このうち6月、8月には単一価格による公募入札方式(いわゆるダッチ方式)により、12月(2回実施)には複数価格による公募入札方式(いわゆるコンベンショナル方式)によって行った。こうした動きに沿って財政当局も、資金運用部による国債の対市中売買に当り入札方式を採用することとしたほか、53年6月以降入札制(ダッチ方式)による中期利付国債の発行を行うこととなった。

このように金利の自由化・弾力化のための措置が相次いで実施された背景についてやや具体的にみてみよう。まず第一に、先に述べたとおり金融

間貸出の抑制を通じて金融政策の効果浸透を図る行き方にはおのずから限界が生ずることとなる訳であり、従って、金融、資本市場における金利裁定を通じて資金の流れが適切に調節されるわく組を整備していくことが望まれる。第二に、国債の大量発行に伴う消化難の発生といった問題を解決していくためにも従来にも増して国債発行条件を流通市場の状況に応じて弾力的に調整していくことが要請されている。特に国債残高の累増に伴い債券流通市場に占める国債のウェイトが近年格段に高まっているだけに、こうした面からの要請は一段と強まっている。第三に、金融、資本市場の国際化進展に伴い資本の流出入が一層金利感応的な動きを示すようになってきたため、国際収支調整の見地からも金利機能活用の必要性が高まっているといえよう。

こうした金利弾力化の動きは、前記のように53年来かなりの進展をみたが、その多くはなお狭い意味での金融市場である銀行間市場に限定されている。今後市場関係者の合意を得ながらこれを一層推進するとともに、銀行間市場と資本市場を結ぶものとして政府短期証券市場など一般企業、金融機関が広く参加する公開金融市場の整備、育成を前向きに検討することが課題になると思われる。

2. 短期金融市場と金融調節の動向

53年における短期金融市場は、銀行券が前年を上回る発行超を示したものの、財政資金が外為会計の大幅払超もあって前年とは様变りの払超に転じたため、資金不足額は前年を下回る水準にとどまった。こうした中で市場金利は、コール・手形売買市場の弾力化措置が相次いで実施されたた

め、資金需給の繁閑に応じ従来以上に弾力的な変動を示したが、3月の公定歩合引下げを契機として一段と低下し、その後も金融緩和の政策姿勢を映じて総じて低水準で推移した。この間、市場規模は、国債の大量引受に関連して金融機関営業間の資金偏在が一層強まったため引続き拡大基調をたどった。

(資金不足は前年比大幅縮小)

まず、資金需給の推移をみると(表I-2-1)、銀行券の発行超幅は、年末休日に伴う越年残高の高どまりの影響もあって、年間22,713億円と前年(同14,180億円)を大幅に上回った。平均発行残高の前年比伸び率も52年10~12月を底(+7.9%)に一貫して上昇を示し、年間としては+9.8%と48年以来5年ぶりに前年(+9.1%)を上回ったほか、更年後はさらに増勢を強めている。このように銀行券の伸びが回復に転じたのは、物価の落着きに(表I-2-1)

資 金 需 給 実 績

(単位・億円)

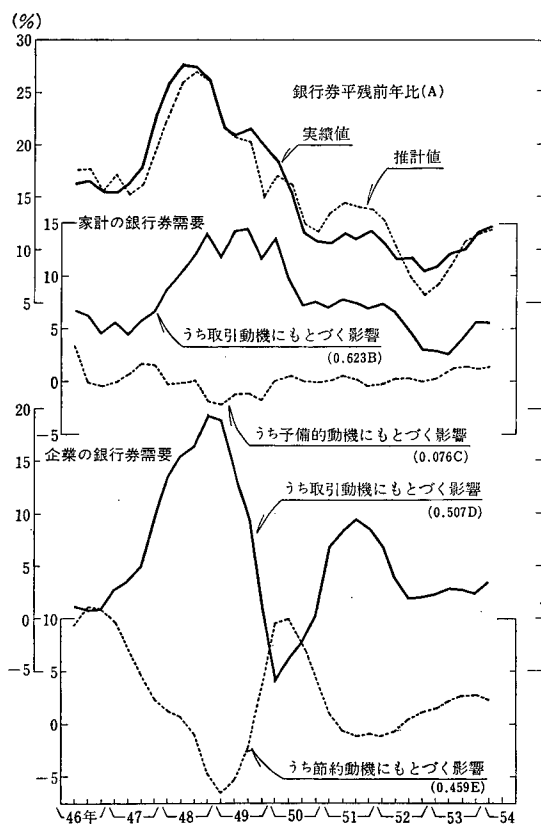
	51年	52年	53年
銀 行 券	14,029	14,180	22,713
財 政 資 金	6,161	△ 1,437	13,302
一 般 財 政	63,444	56,483	93,873
(うち一般会計関連)	(58,852)	(85,651)	(125,379)
(財政投融资関連)	(4,592)	(△ 29,168)	(△ 31,506)
国 債	△ 66,289	△ 74,488	△ 112,940
(うち新規中・長期国債発行)	(△ 66,675)	(△ 74,853)	(△ 113,573)
外 為 会 計	9,006	16,568	32,369
そ の 他	△ 6,118	△ 3,957	△ 3,151
資 金 過 不 足	13,986	19,574	12,562
準 備 預 金	1,861	877	△ 2,652
日 本 銀 行 信 用	12,125	18,697	15,214
(うち貸 出)	(1,785)	(2,756)	(4,365)
(買 入 手 形)	(1,763)	(5,000)	(△ 1,500)
(債 券 売 買)	(8,577)	(10,941)	(12,349)

(注) △印…「銀行券」は還収超、「財政資金」は揚超、「その他」は揚超、「資金過不足」は資金余剰、「準備預金」は積増し、「日本銀行信用」は信用縮小。

つれて萎縮が続いていた消費マインドが漸次解きほぐれに向い、個人消費が年初来増加基調をたどったことによる面が強いが、このほか売り上げの増大を映じて企業の取引決済需要がしだいに増加したためとみられる(図Ⅰ-2-1)。

一方、53年中の財政資金対民間収支をみると、年間の収支じりは前年の揚超(1,437億円)とは様変りに13,302億円の大幅払超となった。これは、(図Ⅰ-2-1)

銀行券の変動要因分解



(注) 要因分解式は次のとおり。

$$A = 0.623B + 0.076C + 0.507D + 0.459E$$

(9.03) (1.97) (10.10) (8.27)

$$\bar{R}^2 = 0.87 \quad D.W. = 0.50$$

(計測期間 46/Ⅱ～54/Ⅰ)

記号の説明；

- A……銀行券平残前年比
- B……消費支出前年比(家計調査ベース、全国全世帯)
- C……消費者コンフィデンス(ミシガン大方式、平均値からのポイント差)
- D……出荷額前年比(鉱工業出荷指数×WPI鉱工業品)
- E……通貨回転率の逆数(預金通貨平残÷出荷額)

外為会計がわが国経常収支の大幅黒字を背景に巨額の払超を示した(32,369億円、前年同16,568億円)ことによるところが大きい。一方、外為会計を除く財政資金の対民間収支じり(一般財政+国債)は、一般財政の払超幅拡大にもかかわらず国債発行額が巨額(112,940億円、前年74,488億円)に達したため、前年と同様大幅な揚超を記録した(19,067億円、前年同18,005億円)。一般財政の中味をみると、「臨時異例」の積極的な財政運営を映じて公共事業費、地方交付税交付金等を中心に一般会計関連の払超幅が前年比大幅に拡大した反面、企業需資の低調や市中貸出金利の低下等を背景に資金運用部の機関貸、地方貸が伸び悩んだこと等から、財政投融资関連は前年を上回る揚超となった。

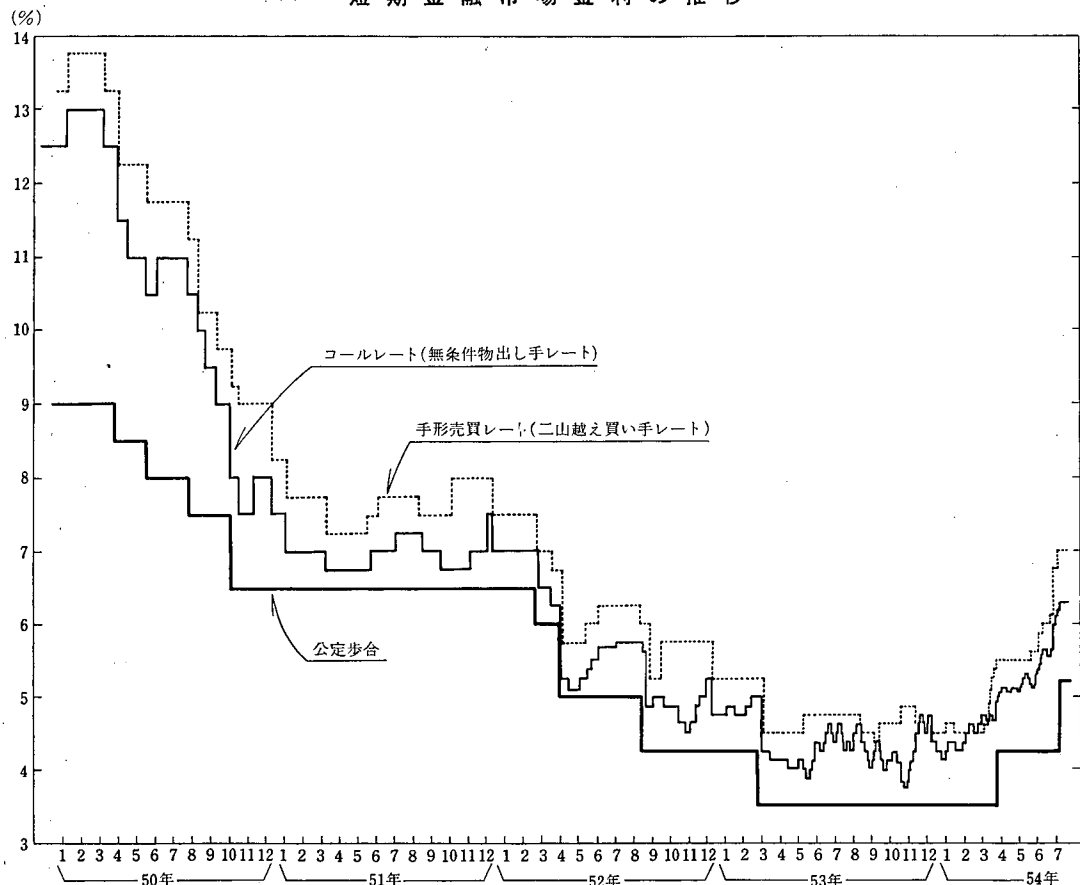
この結果、53年中の資金需給は、12,562億円の資金不足と前年(同19,574億円)比大幅に縮小し、これを映じて日本銀行の信用供与額も15,214億円と前年(18,697億円)を下回った。この間、日本銀行は、季節的な資金余剰期である4～6月および11月には、48年以来5年ぶりに売出手形制度を活用した。

(短期市場金利は戦後最低を記録)

こうした資金需給の中で短期金融市場金利の動向をみると(図Ⅰ-2-2)、まずコールレート(無条件物、出し手レート)は、3月の公定歩合引下げを契機として大幅に低下し、6月上旬には3.875%と戦後最低の水準を記録した。その後、夏場の資金不足期に向って上昇したが、季節的な資金余剰期を迎えた秋口以降再び低下傾向をたどり、地方交付税交付金の支払等もあって余剰地合いの強まった11月央には3.75%と既往ボトムを更新した。年末にかけては資金繁忙期入りから上昇

(図 I-2-2)

短期金融市場金利の推移



に転じたが、結局年末に4.375%と前年末を0.875%下回る水準で越年した。一方、手形売買レート(二山越え、買い手レート)も総じてコールレートと同様の動きを示し(この間、9月末には4.375%と既往ボトムを記録)、年末レートは4.50%と前年末を0.75%下回った。なお、更年後のコールレートは、1月に銀行券還流に伴い低下したあと、強含みに転じ、特に4～5月は季節的資金余剰期にもかかわらず公定歩合の引上げを反映して強調裡に推移している。この間、前述のとおり53年6月以降金利弾力化の一環としてコール・手形市場の自由化・弾力化措置が相次いで実施されたことか

ら、コール・手形売買レートは従来にない弾力的な変動を示した(53年中における無条件物コールレートの変動回数56回、前年20回)。

(市場規模の拡大テンポ強まる)

短期金融市場の市場規模(日本銀行買入手形を除くコール・手形売買の出合残高、平残ベース)は、53年中も前年に続き拡大基調をたどり、特に下期には、大幅な拡大を示した(表I-2-2)。このような市場規模の拡大は、基本的には、国債引受シェアと資金量シェアの間の業態間格差が著しいため、国債の大量発行に伴い金融機関業態間の資金偏在が一層強まったことによるものである

(表Ⅰ－2－2)

市場資金出し手金融機関の業態別動向

(単位・%)

		52 年			53 年		
		上 期	下 期	年 間	上 期	下 期	年 間
前年比増加率	地 方 銀 行	△ 6.7	16.0	3.4	△ 7.8	6.1	△ 0.8
	信 託 銀 行	49.0	43.0	45.7	45.0	30.3	37.1
	長 期 信 用 銀 行	36.4	13.0	25.1	△ 5.0	56.0	21.7
	相 互 銀 行	△ 22.0	△ 11.0	△ 17.1	3.0	0.7	1.9
	全国信用金庫連合会および信用金庫	△ 8.6	31.1	9.7	67.4	45.3	55.2
	農 林 系 統 金 融 機 関	47.5	△ 18.7	9.8	△ 20.2	19.1	△ 3.6
	そ の 他 と も 合 計	16.8	7.0	11.8	8.5	22.3	15.2
	コ ー ル 市 場	8.5	8.8	8.6	1.2	13.5	7.0
	手 形 売 買 市 場	26.0	5.4	14.8	15.5	29.9	22.7
残高構成比	地 方 銀 行	11.7	12.4	12.1	10.0	10.8	10.4
	信 託 銀 行	17.2	21.0	19.1	23.0	22.4	22.7
	長 期 信 用 銀 行	6.7	5.5	6.1	5.9	7.0	6.5
	相 互 銀 行	6.1	5.9	6.0	5.8	4.8	5.3
	全国信用金庫連合会および信用金庫	13.7	17.7	15.7	21.2	21.1	21.1
	農 林 系 統 金 融 機 関	27.5	21.1	24.4	20.2	20.6	20.4
	そ の 他 と も 合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	コ ー ル 市 場	48.9	46.1	47.6	45.6	42.8	44.2
	手 形 売 買 市 場	51.1	53.9	52.4	54.4	57.2	55.8

(注) コール・手形売買市場(日本銀行買入手形を除く)合計、平残ベース。

が、このほか、52年中市況上伸をながめて既発債購入等余資運用先の多様化を図ってきた農林系統機関を中心とする余資金融機関が、年央以降債券市況の低落に伴うキャピタルロス発生の懸念から余資運用先の重点をコール・手形売買市場に移す

ようになった事情も響いている。市場別には、余資金融機関が市場金利水準の低下のなかで相対的に利回りの高い手形運用指向を強めたため、手形売買市場の拡大が目立った。