

# 昭和55年の金融および経済の動向

## 〔目 次〕

### はじめに

#### 1. 実体経済の動向

- (1) 物価動向
- (2) 国際収支の動向
- (3) 景気動向

### はじめに

わが国を巡る海外経済情勢を顧みると、53年末にはじまる原油価格の大幅上昇の影響から、主要国では物価の騰勢が加速する一方、55年入り後は景気が漸次後退色を強め、各国ともこうしたいわゆる第2次石油危機に対する厳しい対応を迫られた。まず景気面をみると、米国が55年春先から急角度の景気後退に見舞われ、その後緩やかな回復に転じたものの、年間では5年ぶりにマイナス成長を記録した。一方、欧州でも英国経済の不振が目立つほか、西ドイツ、イタリア等ほとんどの国で年後半にはマイナス成長に陥った。またアジア諸国でも、先進工業国の景気後退に伴う輸出の伸び悩みなどを背景に、年央以降総じて経済の拡大テンポが鈍化した。一方、物価動向をみると、景気の後退や原油価格上昇の影響一巡から、夏場以降騰勢はやや鈍化の傾向にあるが、前年比上昇率は一部の国を除き依然2けた台の高水準が続いた。また国際収支面では、石油輸入代金の増すうから米、英を除き大方の国で大幅な経常収支の赤字を余儀なくされた。

この間各国の政策運営態度をみると、いずれもインフレ抑制を最優先する慎重な引締め姿勢を堅

#### 2. 金融面の動向

- (1) 短期市場金利の推移と金融調節
- (2) 金融機関貸出とポジション動向
- (3) マネーサプライの推移と水準の評価
- (4) 企業金融の動向
- (5) 債券市場の動向

持し、そうした情勢下、金利は米国を中心に変動を孕みつつも高い水準を維持することとなった。

このような世界経済の環境の中で、わが国も、諸外国同様、原油大幅値上げの影響に対して厳しい調整を迫られた。オイル・インパクトという観点から昨年(54年)の日本経済を振り返ってみると、原油価格上昇の影響が物価および国際収支の面から年央以降は景気面へ波及していった。

すなわち物価情勢をみると、卸売物価は年初来春先まで急騰したが、5月ごろを境に、原油を含む海外原燃料価格の高騰一服や為替円高に伴って海外からの物価上昇圧力が後退したことに加え、金融、財政両面からの総需要管理策の効果浸透などから製品需給が引緩みに向ったことなどを背景として、かなり急速に鎮静傾向をたどった。こうした卸売物価の鎮静や賃金コストの落ち着き等を反映して、消費者物価も秋口以降は騰勢が鈍化した。また国際収支面では、経常収支の赤字は年央以降着実に縮小し、年末ごろにはおおむね均衡圏内に到達するに至った。一方、景気面では、物価の先高観後退とともに、春以降在庫調整の動きが表面化し、また実質所得の伸び悩みを背景に消費、住宅投資等の最終需要の増勢も鈍化するなど、年後半には業種別・地域別の跛行色を伴いな

がら、景気の「かげり」が徐々に拡がった。もっとも、減量経営で強化された収益基盤の上に立って、企業の業績は下期には減益となったものの55年度中比較的底固く推移し、これを背景に大企業の設備投資は大幅な増勢をつづけ、輸出の堅調と相まって景況を下支えた。

日本銀行は、以上のような情勢を総合的に判断して、機動的に政策運営を行ってきた。すなわち日本銀行は、原油価格が上昇したなかで、物価情勢が悪化の兆しをみせはじめたのに対処して、54年初から政策運営の重点を物価抑制の方向に変更し、そのあと54年中3回にわたり公定歩合を引上げ、金融引締めを強化したが、55年入り後、海外商品市況の高騰や電力、鉄鋼等大口値上げの決定などから一部に仮需の動きが台頭するなど、物価情勢は一層警戒を要する状況に立至った。このため2月19日に公定歩合を1.0%引上げ、次いで3月19日には政府の総合物価対策とも歩調を揃え公定歩合を一挙に1.75%引上げて、前回石油危機直後と同水準の9.0%とした。併せて3月および4月の2度にわたって預金準備率を上げるとともに金融機関に対する窓口指導を一段と強化した。その後日本銀行は、金融引締めの効果浸透を慎重に見守ったが、前述のように景気の拡大テンポがスローダウンする中で物価の騰勢が鈍化し、円相場も着実な円高歩調をたどるなど、経済活動全般にわたって落ち着き傾向がうかがわれるようになったので、8月20日に公定歩合を0.75%引下げ、次いで11月6日にさらに1.0%引下げた。また11月の公定歩合引下げの際には預金準備率の引下げを実施するとともに、窓口指導についても10~12月以降抑制色を緩和した。

また、日本銀行は、更年後も総需要が引続き伸び悩むなかで物価が落ち着きを示し、為替相場も総じて安定した推移をたどっている状況にかんがみ、3月18日、公定歩合を1.0%引下げる(引下げ

後6.25%)とともに、預金準備率の引下げを決定した。なお、その際日本銀行は、今後例えば海外金利の変動に伴い短資移動が活発化し、為替市場に影響が生じるような場合に、短期金融市場を一層適切に運営し、金融調節の円滑を期する趣旨から、公定歩合とは別に定める基準外貸付利子歩合による貸付方式を導入する方針を決定した。

以上のように、わが国経済は現在なお、第2次石油危機後の調整局面にあるが、現時点で今回の経済の軌跡を振り返ってみると、輸入物価の騰貴がホームメイド・インフレに転化するのを防止し、国際収支の均衡化もいち早く達成した一方で、景気の累積的な悪化を回避しうるなど、第1次石油危機当時と比べても、また国際的にみても、相対的に良好なパフォーマンスであったと評価できよう。こうした経済調整過程のかなめは物価上昇の早期抑制に奏功したことであり、その観点からみれば、今日までのパフォーマンスの良さは、原油価格が上昇しはじめた時点でインフレ防止に有利な国内環境(初期条件)に恵まれたという事情のほか、上記の政策対応と相まって、物価の安定なくして経済の健全な発展はありえないとの認識が浸透し、企業や家計が冷静に行動したこと等に負うところが大きい。

最近のわが国の物価は、主要先進諸国と比較して安定した推移を示しているが、長期的にみてエネルギー価格が持続的な上昇をたどることは避け難いと考えられる。こうした外からの持続的なインフレ圧力の下にあって、わが国経済が今後とも安定的な発展を維持していくためには、国内要因による物価上昇が生ずることのないよう引続き厳しい注意を払うとともに、経済全体の体質強化を通じ、海外からのインフレ要因を出来るだけ吸収していかなければならない。

これは、企業経営に対し厳しい合理化と生産性向上によるコスト引下げ努力を要求するものであ

るが、そうした状態を実現していくうえで基本的な条件として、まず需給の過度の引締まりを回避し、安易な価格引上げを抑制していくことが肝要である。これは一般的に企業内のコスト節減を促すとともに、とくに原油価格の相対的負担感がさらに強まることを通じて、石油等を節約するインセンティブが働くことになろう。

また、中長期的には設備投資の安定的な拡大を通じて生産性の持続的な向上を図る必要がある。民間設備投資のパフォーマンスは、今後の技術進歩や市場の構造等を含め多岐の要因に依存しているが、企業経営上もっとも大切な条件は、生産性と賃金の適正なバランスが確保されることであり、そうした条件のもとで、はじめて各種の投資誘因が実現されていくものと考えられる。こうした健全なパフォーマンスのいわば基盤となるのは物価の安定であり、これが確保されるならば、わが国経済および円に対する信認が維持され、それがまた物価の安定と交易条件改善による実質所得の増加をもたらすといった好循環を期待することができよう。

こうした政策課題を達成していくうえで、金融政策の機動的な運営が果す役割は大きい。そして国債残高が累積し、また内外資本交流が活発化する下で、引続きマネーサプライを適切に管理していくには、金利政策の有効性を高めていくことが重要である。そのためには金利の自由化をさらに推進していく必要があり、また当面自由化の難しい預貯金金利等については、一般金融情勢と調和を保ちつつ弾力的に変更される慣行が確立されることが望ましい。また、財政については、大幅赤字状態の持続が資本市場の緊張を高め、望ましい資源配分を阻害する可能性が強まりつつある状況にかんがみ、引続き可能な限り国債発行を圧縮し、その健全化を図ることが望まれる。

以下、55年中における経済情勢を振り返り、併せ

て今後の課題を考えてみることにしたい。

## 1. 実体経済の動向

### (1) 物価動向

(卸売物価は鎮静)

昨年中の物価の推移をみると、年明け後春先ごろまで急騰したが、卸売物価は5月から鎮静に向い、消費者物価も年後半には騰勢が鈍化した。

すなわち、卸売物価は産油国による原油価格の引上げが相次ぐなかで、54年中大幅な上昇を続けたが(54/4～12月の月率+1.5%)、55年に入ると騰勢が一段と強まり、年初来4か月連続して月率2%台の高騰を示した。これは、①OPECカラカス総会(54年12月)前後における原油再値上げや国際緊張の高まりを契機とする国際商品市況の急騰に加え、②為替円安の進行によって海外からの物価上昇圧力が一層高まるとともに、③景気拡大の持続や、電力・鉄鋼等大口値上げを見越した仮需の店頭などに伴う需給の引締まりを背景に、海外コスト高の国内での価格転嫁が進んだためであった。特に4月には、大口値上げの集中もあって、前月比+2.7%(前年比+24.0%)と、54～55年の物価上昇局面において最大の上昇幅となった。

しかし、5月になると卸売物価は下落に転じ(-0.2%)、以後12月まではほとんど横ばいで推移した。この結果、55年平均の上昇率は前年比+17.8%(54年+7.3%)に達したが、12月の前年同月比は+9.6%にまで低下した。

このように卸売物価が急速に鎮静化したについては、まず、原油値上りの一巡や米国の景気後退等を映じた国際商品市況の反落など、海外からの物価上昇圧力が後退したことが挙げられる。この点は、輸入品価格(円ベース)が年初来4月までに20%も高騰したあと、5月から12月までの期間は逆に7%下落したことに現われている。ただ輸入品価格を契約価格のベースでとらえると、5月以

降年率10%程度の上昇がつづいていた。これは、例えばそれまでの1年間(+58.1%)と比較すれば大幅な騰勢鈍化ではあるが、それでもなおかなりのインフレ圧力がわが国の周囲に残存していたといわなければならない。従って、5月以降輸入品価格が海外インフレからしゃ断されて下落したのは、この間における為替レートの円高化(5~12月中約17%)が大きく寄与した結果である。これに対して、55年4月までの1年間に輸入品は80%値上りしたが、これは円相場的大幅な下落(17%)により強く増幅されていた。

このように為替レートの変動が物価動向に大きな影響を与えた点は今回のひとつの特徴であった。為替相場は基本的には物価や国際収支など、一国のいわゆるファンダメンタルズの状況を反映すると考えられるが、54年から原油価格が上昇するにつれて円安が進行したのも、現実にはわが国の経常収支が当時大幅な赤字に陥っていたことの影響のほか、第1次石油危機の際にわが国のファンダメンタルズが物価を中心に著しく悪化したことが、いわゆる「石油に弱い円」の連想をよんで尾を引いたことは否定できない。従って、今後とも国内における物価上昇の抑制や国際収支の均衡等を通じて円の信認を維持していくことが、原油値上り等の海外からくるインフレ圧力に対する最良の防禦策であることを忘れてはなるまい。

卸売物価が鎮静した第2の要因は、国内需給の緩和であり、特に需給の変化を敏感に反映する国内市況商品の価格は5月以降続落歩調をたどった。

第3には、輸入品価格の上昇がいわゆるホームメイド・インフレに転化するのを回避しえたことを指摘できる。物価の上昇が輸入物価からの玉突的な波及にとどまる限り、輸入物価が鎮静すればいずれ国内物価も落ち着くわけであるが、こうした関係は、昨年における加工段階別に見た卸売物価

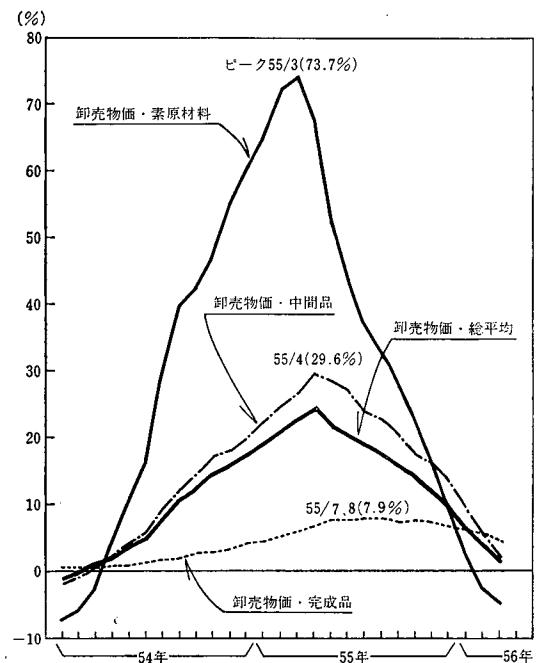
の推移に端的に現われている(第1図)。すなわち、素原材料(その8割弱が輸入品)の価格が昨年春ごろから着きに向った(前年比ピークは3月+73.7%)のにつづき、主としてコストの変動を反映するとみられる完成品(最終加工段階)の価格も、7・8月の前年比+7.9%をピークとして、秋口以降は騰勢が鈍化した。

また、もうひとつの指標として、企業が原燃料コストの上昇をどの程度販売価格に転嫁したかみてみると(第2図)、卸売段階(対象は市況が需給動向に敏感に反応する素材業種)・小売段階のいずれについてもコスト・アップに見合って販価が上げられたが、利潤マージン拡大による増幅の跡はみられない(前者の場合、年央以降は減産により固定費コストが上昇したため、販価が理論値を下回っている)。このように、ホームメイド・インフレ化を未然に防止しえたことが、第1次石油危機前後の物価情勢と大きく異なる点である。

〔第1図〕

#### 卸売物価(加工段階別)の推移

(前年比騰落率・%)

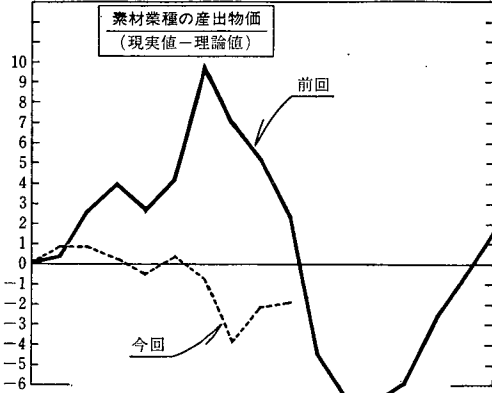


〔第2図〕

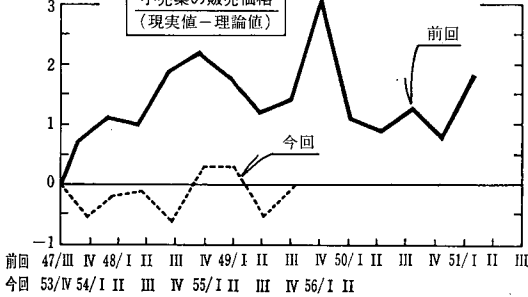
## コスト転嫁状況

(下記注により算出した価格の理論値  
<47/Ⅲ、53/Ⅳ基準>と現実値の差)

(%・ポイント)



(%・ポイント)



- (注) (素材業種) 1. 素材業種は天然繊維、化繊、鉄鋼、非鉄、紙パ、窯業の6業種。  
2. 産出物価の理論値は次式により算出。

$$P_o^* = \alpha(\dot{P}_I + K + \dot{P}_I \cdot K) + \beta \dot{f}$$

変動費コストの寄与度      固定費コストの寄与度

$$\left( \begin{array}{l} \alpha : \text{売上高変動費比率} \\ \beta : \text{ " 固定費 " } \\ K : \text{原単位、} P_I : \text{投入物価} \\ f : \text{単位当り固定費} \end{array} \right)$$

- (小売業) 1. 「法人企業統計季報」および卸売物価と消費者物価の共通品目指数(WPI・CPI対応指数)による。  
2. 小売価格の理論値は次式により算出。

$$P_o^* = \alpha \dot{P}_I + \beta \dot{f}$$

$$\left( \begin{array}{l} P_o : \text{対応CPI、} P_I : \text{対応WPI} \\ \alpha : \text{売上原価比率} \\ \beta : \text{売上高固定費比率} \\ f : \text{単位当り固定費} \end{array} \right)$$

## (消費者物価も騰勢鈍化)

一方、消費者物価は54年末から55年初にかけて、卸売物価からの波及の強まりや野菜の高騰などから騰勢を強め、特に4～5月には電気・ガス代等公共料金引上げに伴い大幅に上昇した。しか

し、年央以降は卸売物価からの波及が徐々に峠を越し、また秋口以降は季節商品の値下りもあって、騰勢は着実に鈍化した(月平均上昇率1～6月中0.9%、7～12月中0.2%)。なお、消費者物価の前年比の水準は9月にピーク(8.9%)に達したあとも、比較的高い状態がづついたが(12月7.1%。55年平均の前年比8.0%、54年3.6%)、これは前記の公共料金値上げがいわば「ゲタ」としてその後の水準に響いたことによる。

## (ホームメイド・インフレ回避の背景)

以上のように、今回の原油価格上昇の下にあっては、いわゆるホームメイド・インフレへの転化を防止しえたことが、第1次石油危機の際の物価情勢と大きく異なる点である。物価上昇がホームメイド化する直接的な契機としては、国内需給のひっ迫等を背景に利潤マークアップが拡大するか、生産性を上回って賃金が増加する場合であろう。その際、企業や家計が先行きの物価動向等に対して抱く「期待」が、需給関係や賃上げ決定などに大きな影響を与えると考えられる。

こうした観点から今次石油危機下においてホームメイド・インフレ化を回避しえた条件を探ってみると、第1に、原油値上げ直前の経済情勢(いわゆる初期条件)に今回は恵まれていたことが挙げられる。第1次石油危機が勃発した48年秋ごろを顧みると、当時景気はすでに過熱気味で、物価も2けたの上昇を示していた。これに対し、53年末ごろには、景気はまだ回復初期の段階にあり、なおかなりの供給余力が存在していたし、インフレ心理はほぼ完全に沈静していた。

第2は、54～55年の景気拡大過程においても、仮需による需給の過度の引締まりが避けられたことである。今回も原油価格が断続的に引上げられる都度、あるいは電力、鉄鋼の大口値上げが接近したような時期には、石油、化学、非鉄等一部品目について仮需が台頭した場面もみられたが、幸

い比較的短期間に収束し、前回のように仮需が仮需を呼んで需給が著しくひっ迫する事態には至らなかった。このように投機的な在庫増しが抑制されたについては、やはり素材産業における設備余力の残存(48年1～3月を100%とすると、55年初における今回のピーク時稼働率は約90%)が基本にあるが、それに加えて、金融政策の機動的な運営、なかんずく金利水準の適切な引上げが、インフレ心理の拡がりを抑制したことが大きく寄与したと思われる。

第3に、コスト・サイドの事情としては、賃上げ率が労働生産性の趨勢から大きく乖離しない範囲で決定されたことが重要である。55年の賃上げ(平均6.9%)に際しては、「マクロ経済との整合性」が強く意識されたといわれたが、その限りにおいては、前回49年の大幅賃上げ(32%)が、その後企業収益の激減を招き、やがて雇用の削減にも跳返ったという経験や、金融政策の機動的運営によるインフレ心理の抑制等が、労使双方の行動を自制させたといえよう。

#### (最近の物価動向)

更年後の物価動向をみると、卸売物価は2月まで下落したあと、3月は保合、4月は若干の上昇を示している。これは商品市況の底入れや石油製品値上げ等によるもので、目先きさらに小幅上昇する場面も予想されるが、基調としては引続き落ち着いた推移が見込まれる。これに伴い消費者物価も落ち着き傾向を強めており、4月(東京、速報)には前年比水準も5.0%とかなり低下した。

当面の物価をめぐる環境をみると、国際原料品市況は世界景気の停滞や高金利の持続を背景に、いましばらくは大勢落ち着き基調と予想され、原油の国際需給も引緩みがつづいている。国内では、重要なポイントとして春闘ベ・アの帰趨を見定めなければならないが、需給バランスは全体として当面なお緩和基調が見込まれる。

ただ、やや長い目でみれば、海外諸国の高インフレは早急な改善が困難とみられるし、石油をはじめエネルギー価格の上昇も不可避であるなど、海外からのインフレ圧力はなお根強いものがある。輸入物価に大きな影響を及ぼす為替相場の動向についても、内外金利差拡大の影響を常に念頭におかなければならない。こうした情勢にかんがみれば、わが国としては、物価の沈静を一層定着させることが引続き中心的な政策課題と考えられる。

#### (2) 国際収支の動向

##### (経常収支は大幅に改善)

昨年は国際収支面でも原油輸入代金の増すうによる赤字状態からほぼ脱却した年であった。経常収支は55年中107億ドルの赤字と、前年(同88億ドル)を上回る赤字幅となったが、それももっぱら前半年の大幅赤字(貿易収支季節調整後91億ドル)によるもので、年後半に入ると、貿易収支が夏ごろから黒字に転化したのに伴い経常収支は急速に改善し、年末にかけてはおおむね均衡圏内に達した(第1表)。

経常収支改善の背景を輸出入面からみると、輸出は年を通じて高い伸びをつづけた一方、輸入は年後半にほぼ横ばいになるといった対照的な動きを示したため、貿易収支は上期(季節調整後、+26億ドル)から下期(同、+43億ドル)にかけて様変わり改善した。このうち、まず輸出(55年中、前年比+25%)についてみると、年前半には前年来の為替円安の影響に加え、海外需要の旺盛な自動車、弱電等の伸長などから、輸出数量の増勢が高まった。しかし、年央以降は、欧米・東南アジア諸国の景気後退や為替円高の進行等から輸出の増加が抑制されたうえ、企業の減産適応力の強化に伴い、景気がスローダウンしたなかにあっても輸出プレッシャーがさほど強まりをみせなかったこともあり、数量ベースでは高水準ながらも伸びは

(第1表)

## 国際収支関連指標

(単位・百万ドル、%)

	53年	54年	55年	56年				1～3月*
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
經常収支(貿易収支 季節調整後)	16,534	△ 8,754	△ 10,746	△ 4,975	△ 4,109	△ 1,849	△ 224	△ 1,009
貿易収支(季節調整後)	24,596	1,845	2,125	△ 1,758	△ 876	1,421	2,927	3,332
ノンオイル収支(季節調整後)	48,029	35,316	54,888	10,642	12,891	14,436	16,628	16,936
原油輸入額(季節調整後)	23,433	33,471	52,763	12,400	13,767	13,015	13,701	13,604
原油価格(原計数 前期<年>比)	+ 2.1	+ 37.5	+ 74.2	+ 26.5	+ 6.4	+ 5.0	+ 1.0	+ 7.2
原油数量(季節調整後 前期<年>比)	△ 2.6	+ 3.9	△ 9.5	△ 6.9	+ 3.5	△ 8.5	+ 1.3	△ 5.5
数量収支(季節調整後 50年=100)	113.1	101.1	125.3	116.8	120.4	129.9	130.3	133.5
交易条件(原計数 50年=100)	113.2	96.1	76.9	76.0	75.8	77.4	79.0	79.3

\*暫定。

急速に鈍化した。これに対して輸出価格は、円高への調整や自動車などにおける貿易摩擦回避を意図した積極的値上げ、さらには高付加価値商品の相対的な増大などを映じてしり上りの上昇をたどり、この結果、年後半の輸出増加の過半がこうした価格要因によるところとなった。

一方、輸入は年前半大幅に増加したが、年央以降は大勢横ばいに転じた。こうした輸入の急激な鈍化は、原油価格を含めて国際原料品市況の上昇が春ごろを境に峠を越し、また景気のスローダウンに伴い原料品輸入需要も減退した事情を反映したものであった。特に原油の輸入量は、石油消費節約の進展を背景に年初から減少していたが、産業界に減産の動きが拡まるにつれて、年後半にはさらに減勢を強めた(55年中10%減、なお原油輸入金額<通関>は528億ドル、58%増)。

以上のようにみれば、55年前半は、輸出入「数量収支」(輸出数量/輸入数量)の改善が交易条件の悪化に相殺されて貿易収支の改善が進捗しなかったのに対して、年後半には「数量収支」の改善(輸入減が主因)と交易条件の緩やかな回復とが相まって貿易収支の黒字転化が可能になったといえよう。

原油価格が大幅に上昇するような場合、經常収支の悪化を防ぐには多かれ少なかれ「数量収支」の改善が必要とされるが、それに随伴して貿易摩擦等が生じ易い状況にかんがみれば、産油国向け輸出の増加等とならんで交易条件の改善により収支改善が進捗するのは望ましい方向である。そのためにも、為替レートの上昇が不可欠な要件であることは昨年の経験から明らかと思われる。

## (長期資本収支は流入超に)

昨年中の国際収支動向のうちひとつの特徴は、長期資本収支が16年ぶりに流入超(24億ドル、54年は126億ドルの流出超)に転じたことである。これは本邦資本の流出が円建貸付を中心に縮小したうえ、産油国や欧米機関投資家筋がわが国経済のファンダメンタルズ改善傾向をながめて、対日証券投資を著増させたため、外国資本が既往最高の流入超(132億ドル、前年37億ドル)を記録したこと、などによるものであった。

## (為替相場は円安から円高へ)

この間外国為替市場の動向を顧みると、円の対ドル相場は54年中はほぼ一貫して軟化したあと、更年後も經常収支の大幅赤字や物価上昇率の高ま

り、米国金利の急騰に伴う内外金利差の拡大などを反映して一段と円安が進行し、4月上旬には1ドル260円台にまで下落した。しかし、4月央になると、米国金利の急反落を契機として、一転して、急速な為替円高となった。このように55年前半の円相場は、米国金利の乱高下に大きく影響されたが、年央以降はわが国の物価情勢や経常収支の改善傾向がはっきりしてくるとともに、円に対する信認が強まり、秋口に米国金利が再上昇に転じた後も引続き円高歩調をたどった。

### (3) 景気動向

#### (景気には「かげり」が拡大)

以上のように、物価と国際収支面では石油値上りの影響に対する対応がすんだなかで、景気の拡大テンポは春ごろからスローダウンした。これを実質GNPの成長率で見ると、55年1～3月までの平均5%の「風速」(季節調整済み、前期比・年率)が、4～6月以降はならして3%台に鈍化した。鉱工業生産・出荷も夏場に大きく減少したあと、年内停滞基調で推移し、企業収益も年度下期には減益に転じるなど、いわゆる景気のかげり現象が徐々に広がっていった(第2表)。

景気のスローダウンは、まず、4、5月ごろ以降商品市況の先高観が後退し、金融引締め効果も浸透するにつれて、それまでの市況高騰過程で積増された在庫を調整する動きとして現われた。流通・ユーザー筋の在庫調整は夏場にかけて特に大幅化し、素材業種では夏期大幅減産を実施したが、製品在庫は増加をつづけた。こうした中間段階での在庫調整は年末にかけておおむね一巡するに至ったが、最終需要の鈍化に伴い、メーカー製品在庫の調整はさして進捗せず、更年後も大方の素材業種で引続き減産継続ないし強化を余儀なくされた。

一方、最終需要をみても、同じく4～6月期ごろから増勢が鈍化したが、そのうち大企業の設備

(第2表)

### 実質GNP、生産の推移

(50年基準、前年比、%。ただし、55年/1～6月、7～12月は季節調整済み前期比、%)

	53年	54年	55年	55年	
				1～6月	7～12月
民間最終消費	4.7	6.2	1.3	0.9	0.2
民間住宅投資	6.6	△ 1.0	△ 9.1	△ 5.5	△ 7.5
民間設備投資	6.6	12.5	6.4	3.6	2.6
民間在庫投資	△ 32.8	251.6	△ 7.4	△ 0.5	△ 29.5
政府支出	10.6	2.6	△ 2.4	△ 3.5	1.2
うち 固定資本形成	16.1	3.0	△ 4.5	△ 9.5	7.2
輸出等	0.2	6.6	19.2	11.4	4.7
輸入等	6.5	14.7	△ 3.9	△ 1.5	△ 6.2
実質GNP	5.1	5.6	4.2	2.1	1.7
鉱工業生産	6.2	8.3	7.1	5.6	△ 1.4
うち 加工業種	8.1	11.1	15.2	9.1	3.8
素材業種	4.1	4.1	△ 1.1	2.7	△ 6.4

(注) 加工業種は、機械、金属、ゴムを、素材業種は鉄鋼、非鉄金属、窯業・土石、化学、石油・石炭、紙・パ、繊維を、それぞれ合成。

投資が通年拡大をつづけ、輸出も高水準で推移したのに対して、個人関連需要が停滞に向ったのが特色であった。すなわち、個人消費は実質所得の伸び悩みを基本的背景とし、これに乗用車更新需要の一巡の影響等も加わって、年央ごろから伸び悩み、特に夏場には冷夏による季節商品の売行き不振も響いて停滞色を強めた。住宅投資はすでに54年から減少傾向にあったが、昨年さらに減勢を強め、新規着工戸数は127万戸(前年比15%減)にとどまった。これには住宅需要が量的には一応充足されたといった事情も響いているが、不振の主因は前年来の住宅価格急騰による住宅取得能力の低下にあると考えられる。こうした消費、住宅投資の停滞は、これと関連の深い中小企業の業況悪化を招き、その結果中小企業の設備投資には年後半、非製造業中心に抑制の動きが強まった。この間、公共投資については、物価抑制の見地から



54年度中5%の執行留保措置につづき、55年度上期も契約が抑制された(国の公共事業費の契約進捗率は上期中59.6%、前年66.7%)ことから、年前半は減少したが、10月以降は抑制解除に伴い増加に転じ、それなりに景気下支えの効果をもった。

このような需要項目ごとの動きに対応して、業種間の業況の跛行性もまた拡大した。この点を業種別の生産動向からみると(第2表)、加工業種では、自動車が内需不振と貿易摩擦問題を背景に年後半伸び悩んだが、全体として大企業設備投資の堅調や輸出の高水準持続を映じて増産基調で推移した。これに対し素材業種(建設資材を含む)では、在庫調整の圧力に加え、住宅・中小企業設備投資不振の影響を強く被り、年後半には大幅な減産を余儀なくされた。

#### (景気調整過程の性格)

こうした景気の「かげり」現象は、基本的には、原油価格上昇のデフレ効果が顕現化した過程と考えることができる。53年末以降における原油価格の大幅上昇に伴い、わが国の原油輸入額の増加は名目GNPのおよそ3%強と、第1次石油危機当時(4%程度)と大差ないスケールに達したが、これだけ大規模な産油国への所得移転が生じた以上、その影響によって国内景気がスローダウンすることは避けられないことであった。

総需要に対する所得移転のデフレ効果をそれ自体として観察してみると、原油価格の上昇が国内価格に転嫁され、国内における実質的な購買力がそれだけ減価し、やがて実質的な需要の減退が生じるという形で現われる。実質購買力の動きを、便宜上、国民所得の伸び率(名目GNP成長率で近似)と国内物価(内需デフレーター)上昇率の相対関係によってとらえてみると、54年後半から55年前半までの1年間は、原油値上りの国内物価への波及が進行するにつれて、経済全体として実質

(第3表)

#### 国民所得と国内物価の推移

(50年基準、季節調整済み、前期比、%)

	53年		54年		55年	
	7~ 12月	1~ 6月	7~ 12月	1~ 6月	7~ 12月	
名目GNP (≒国民所得)	4.6	3.9	3.5	3.3	4.7	
国内需要 デフレーター	1.5	1.6	3.6	3.5	3.1	

(注)「国民所得統計速報」による。

的な購買力が全く増加しなかったことが看取される(第3表)。また、そのうち雇用者所得についても同様の推移であり、消費者物価の騰勢が強まった55年前半には実質ベースで横ばいとどまったが、これが前記の消費停滞の基本背景といえよう。このような雇用者所得の伸び悩みは、企業が54年初から55年春に至るまでの輸入物価上昇によるコストアップに対して、石油節約その他のコスト圧縮努力によってその一部を吸収しつつ、残余は産出価格に転嫁した結果生じたものである。それに伴い企業収益は54年度中なお好調を持続したが、しかし、いったん消費を中心に総需要が鈍化しはじめると、それは減産に伴う固定費圧力の増加となって企業収益の悪化をもたらすこととなり、そうした現象が55年後半以降進行したといえよう。現実の企業収益は、製造業・大企業ベースでは、55年度上期にも円高に伴う為替差益発生もありなお若干の増益(日本銀行「主要企業短期経済観測」<以下「短観」と略称>ベース、+7%)をつづけたが、下期には減産強化に伴う労働生産性の停滞から大幅減益に陥った(同、実績見込み-23%)。

55年中におけるこのような景気情勢の推移に対して、金融政策は夏場まで引締めを継続し、8月の公定歩合引下げを機に緩和政策に転じた。この政策展開の効果を、金融政策がもっとも直接的に影響を及ぼし易い在庫投資の動きに即してみる

と、4月までの物価上昇過程における仮需的な在庫増しの規模を抑制し(実質在庫投資の対GNP比率のピークは54年10～12月の1.2%。第1次石油危機当時では49年1～3月の4.4%)、その後の調整度合をそれだけマイルドにした。同様に、財政政策も、需給引締めりがもっとも目立った55年1～3月に公共事業の一部を執行留保し、また55年度上期中も契約を抑制した結果、需給が緩和した秋以降に上積みして工事を執行することが可能となったが、これも景気面へのオイル・インパクトを軽減したと評価されよう。55年度下期における公共工事の増加にもかかわらず、関連資材の需給好転をもたらすには至らなかったが、これはこの間における住宅建築等の民需停滞が著しかったことが主因と考えられる。

#### (第1次石油危機当時との差異)

昨年来の景気調整過程の原因を石油価格上昇のデフレ効果に求めた場合、今回、産油国への所得移転のマグニチュードが第1次石油危機当時と大差ない規模にのぼったにもかかわらず、それにつづく景気調整の度合が、少なくとも55年中でみれば、前回より相当軽い点が大きな特色である。例えば実質GNPの成長率(50年基準)は、48年の8.8%から49年には-1.2%に急落し、50年にも2.4%にとどまったが、今回は54年5.6%、55年4.2%(実質GNPを45年価格でみれば55年中5.5%)とスローダウンは小幅であった。

前回のような激しい景気調整を回避してきた条件としては、すでに仮需的な在庫投資とその反動が比較的小幅であったこと、および公共投資の需要平準化効果を指摘したが、より基本的には次の2点が重要と思われる。

第1に、今回は輸入インフレのホームメイド化を防止しえた結果、その分いわゆるインフレのデフレ効果が軽減されたことである。第1次石油危機の際には、物価の極端な上昇が人々の将来に対

する予想を混乱させ、消費者心理の冷込み(消費性向の低下)、設備投資マインドの萎縮等を惹起し、これが実質所得の目減りによる需要減退を増幅したことは記憶に新しい。この種の支出マインド自体の萎縮は55年中は格別みられなかったが、これには最終需要財価格の上昇が今回は比較的抑制されたこと(例えば消費者物価の前年比ピークは55年9月8.9%、前は49年10月26.2%)が大きく幸いした。例えば55年中の実質消費の停滞(「家計調査報告」における勤労者世帯の実質消費前年比、54年3.1%→55年-0.8%)は、消費者物価上昇により実質可処分所得が伸び悩んだ(同2.4%→-1.4%)のと比例的に生じており、消費性向変動の影響は僅小であった。

第2に、需給の緩和が進行したなかであっても、大企業の設備投資が大幅な増加をつづけ(「短観」対象約520社の55年度実績見込みは前年度比25%増)、その意味で独立投資的性格が強くなっていることを挙げなければならない。これは、今回は石油危機直後から設備投資が減少に向い、実質ベースでは6年後の54年になってようやく48年の水準を回復した推移と鋭く対照的である。その一般的な背景として、設備の老朽化進行に伴う更新ニーズの高まりを指摘できるが、さらにエレクトロニクスを中心に一種の技術革新の開花期を迎えていること、また第1次石油危機後のような期待成長率の急激な屈折が生じていない状況の下では、エネルギー価格の相対的な高騰は省エネルギー投資の誘因を大幅に強めていること、などが重要である。

もっとも、投資誘因がいかに強くても、現実に設備投資が実行されるには企業経営上それを可能にする条件が必要である。その点、企業の収益を検討してみると、前述したように、製造業では55年度下期には6期ぶりに2割強の減益になったとみられるが、収益水準自体は全体としてはなお余

(第4表)

## 企業収益(製造業)の推移

(日本銀行「主要企業経営分析」ベース、前年度比)

	54年度	55年度 (見込み)	49年度	50年度
経常利益増減率(%)	52.5	△ 2.4	△ 30.9	△ 67.9
経常利益水準(48年度=100)	137.8	134.5	69.1	22.2
売上高増減率(%)	17.5	12.9	24.5	1.3
売上高経常利益率(%)	4.53	3.91	3.28	1.05
経常利益率変化幅(%ポイント) (△は増益要因)	1.06	△ 0.62	△ 2.63	△ 2.23
主要3固定費比率変化幅(%ポイント) (△は増益要因)	△ 1.42	△ 0.03	0.60	0.81
人件費比率変化幅(%ポイント) (△は増益要因)	△ 1.06	△ 0.38	0.43	0.19
金融費用比率変化幅(%ポイント) (△は増益要因)	△ 0.14	0.51	0.60	0.48
減価償却費比率変化幅(%ポイント) (△は増益要因)	△ 0.22	△ 0.16	△ 0.43	0.14
〈参考〉常用雇用名目賃金	7.9	7.7	27.4	9.8
物的労働生産性	9.7	3.9	△ 8.2	0.6

(注) 1. 55年度は「主要企業短観」により推計。

2. 常用雇用名目賃金は、製造業常用労働者名目賃金指数(労働省)、物的労働生産性は鉱工業生産指数(通産省)/製造業常用労働者雇用指数(労働省)により算出(55年度は速報)。

裕含みであった(第4表)。こうした収益基盤の底固さには、長期にわたる減量努力や原燃料投入面での合理化(原単位引下げ)等の効果が寄与しているのはいうまでもないが、短期的にみると、55年春のモダレートな賃上げ決定により減産下の固定費圧力が緩和されたことが強く影響している。それでも55年度を事後的に振返ってみると、春闘賃上げ率(6.9%)は製造業の労働生産性上昇率(4%程度)をかなり上回る結果となった。しかし、これが景気の下降局面で生じるいわば循環的なアンバランスであるかぎり、前回49年の賃上げがもとも生産性上昇によっては絶対に吸収しえない水準(32%)に決まり、それ故に企業体質を根本的に蝕み、賃金と物価の悪循環を定着せしめたのとは基本的に異なるものであり、今回の労使の冷静な対応ぶりが高く評価される。

いうまでもなく設備投資は生産性向上の主たる源泉であり、長い目でみて経済のいわゆるファンダメンタルズを支える基盤である。今日、西独が

経常収支の赤字から依然脱却しえていないのも、設備投資の停滞基調に少なからず起因していると考えられる。わが国のように資源の大半を輸入に依存し、今後とも強い輸入価格上昇圧力にさらされる可能性の高い場合、設備投資の適度の増大を図っていく必要性は一層大きいと思われるが、そのためには生産性と賃金の適正なバランス維持を通じて、企業経営の安定を図ることが極めて重要であることを、過去2回の石油危機下における設備投資ビヘイビヤールは示している。

## (当面の景気情勢と留意点)

最近の景気情勢をみると、素材業種における在庫調整の緩やかながらも着実な進捗などを背景に、3月後半以降商品市況が小反発を示している。これに第3次公定歩合引下げ等いま一段の金融緩和政策的心理的効果も加わり、企業マインドは幾分好転しているようにうかがわれる。この間、最終需要面では、大企業の設備投資が引続きかなりの増加を示し、輸出も米国景気の子想外に

速い拡大等を背景に増勢を持続している。一方、個人関連需要には未だはっきりとした回復の兆しはみられない。ただ、消費者物価が落着きの度を増しているのに伴い、家計実質所得も回復に向うとみられ、こうした状態が持続するならば、いずれは消費等にもその好影響が及んでいくものと期待される。

ただ、今後の経済動向を考える場合、世界経済全体としては今次原油価格上昇のインパクトから未だ脱し切っておらず、欧州諸国を中心に先進国の経済成長が鈍化していることを十分念頭におかなければならない。わが国の対外経済関係はこうした停滞含みの世界経済動向から強い影響を受けざるをえない。また、内にあっては、日本経済のインフレ体質化を未然に防止していくうえからも、国債発行に強く依存した財政状態を是正していく必要があり、財政需要に多くを期待すべきでない。

当面の経済をめぐる環境がこのようなものだとすれば、今後の景気回復局面においても、基本的にはかつてのような高い成長を望むことは難しい。また、以上のような「与件」の変化は、多かれ少なかれ産業構造の調整を迫るものであり、その現われ方いかんによっては、産業別の業況に強い跛行色が残る可能性もあろう。いずれにせよわが国はこうした厳しい経済環境に適應していかなければならず、企業経営上も引続き体質改善・強化の努力が必要とされよう。

## 2. 金融面の動向

### (1) 短期市場金利の推移と金融調節

昨年(注1)の短期金融市場を振り返ると(第3図)、すでに述べたように、日本銀行は物価情勢の悪化に対処して公定歩合を2月19日に1.0%、3月19日に

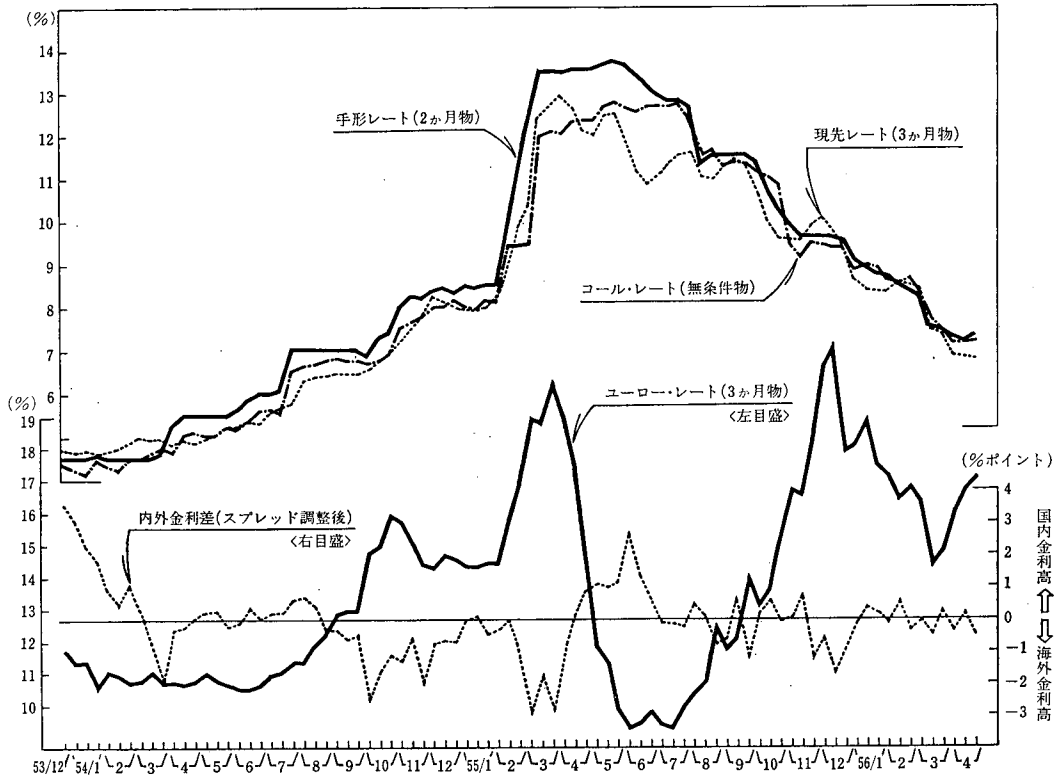
は1.75%引上げて引締めを強化したが、これと平仄を合わせ、日々の金融市場調節も厳しめに運営した。また、2月から4月にかけては米国の金利が急騰したが(プライム・レートでみると、2月央の15.75%から4月上・中旬には20.0%へ)、これはわが国の金融市場においても金利先高観を醸成するとともに、為替市場の直先スプレッドが内外金利差拡大を十分調整しきれなかったことから、金利裁定的な資本流出を誘発し(特に3月中)、短期市場金利の上昇を促した。これらの結果、コール・手形市場の金利は大幅に上昇し、3月の公定歩合引上げ後、コール・レート(無条件物、出し手)は12%強、手形レート(2山越<sup>(注1)</sup>、買い手)は13.5%と、前回引締め期(48~50年)のピークとほぼ同水準となった。現先レートやCDレートなどオープン・マーケットの金利もコール・手形レートとほぼ平行的に上昇し、現先レート(3ヵ月物)は4月上旬には13%弱に達した。

その後夏場まで、日本銀行は引締めの基本方針を堅持しながら、それまでに実施した政策効果の浸透状況を慎重に見守った。このため、コール・レートは、日々の需給を敏感に反映して変動しながら、8月央まで12%台で推移した。しかし、4月央以降米国の金利が急落し(プライム・レートは7月下旬~8月下旬には11.0%まで低下)、為替市場の円相場も上昇に転じたことから、金融市場では金利先安観が台頭し、短期市場金利のなかでも比較的期間の長いものは、コール・レートに先がけて軟化した。例えば、現先レート(3ヵ月物)は4月上旬から6月末にかけて約2%下落し、CDレートも4月下旬をピークとして7月央まで約2.5%低下した。こうした環境のなかで、都市銀行が資金ポジションの好転もあって手形の売り渋り傾向を強めた一方、海外金利の低下を背景に外

(注1) なお、55年10月15日以降、手形取引の期間単位が「山越え」方式から応答日基準方式に変更され、「2山越物」(月末を2回越える取引)は「2ヵ月物」になった。

〔第3図〕

## 短期市場金利の推移



- (注) 1. 手形レートは、55年10月以前は2山越。  
 2. 内外金利差=手形レート(2ヵ月物)-ユーロ・レート(3ヵ月物)-直先スプレッド(3ヵ月物)

銀筋が円転換資金による手形買入を行ったことなどから、手形レートも6月央以降軟化をはじめ、特に8月の公定歩合引下げ直前には大幅に低下した。

第1次公定歩合引下げ(8月20日、0.75%)後、日本銀行は金融市場の緩和を誘導する方向で市場調節を行った。このため、コール・レートは緩やかな低下をたどったが、9月に入り現先レートが各期間にわたり0.3%程度上昇し、手形レートも強含みで推移するなど、市場レートは一時下げ渋る場面がみられた。これには季節的な要因(期末協力預金による法人筋の現先運用減)のほか、①地方銀行等の債券売却増加に伴い証券会社の自己現先売りがかさんだ、②米国金利の再上昇に伴い、2～3月同様、国内市場で調達した資金を海外で

運用する動きがみられたこと等が響いていた。しかし、これらの動きが一巡した10月には、季節的な資金余剰期入りもあって、各市場レートともかなり急速に低下した。

11月6日の第2次公定歩合引下げ(1.0%)に伴い、各市場レートはさらに低下して10%台割れとなった。以後、コール・レートは季節的な資金余剰期である11月中旬まで低下した(ボトム、9.125%)あと、12月初の大幅資金不足期にかけて上昇したが、ならしてみれば9.5%前後の水準で推移した。一方、手形レートは、12月央にかけて米国金利が急騰した(プライム・レートのピーク、12月中・下旬21.5%)ことから、再び上昇圧力を被ったが、日本銀行が手形買入オペ実行等により資金を供給したこともあり、12月中9.5～9.625%でお

おむね横ばいで推移した。

56年入り後も短期市場金利は低下をたどった。コール・レートは年初に銀行券の大幅還流を受けて大きく低下、また手形レートも金利先安観を映じて1～2月中シリアンで推移したあと、3月の公定歩合引下げ(1.0%)を機にいずれも大幅に低下した。4月末現在、コール・手形レートとも7%そこそこの水準であるが、これはスイスの金利(コール、9%弱)をもかなり下回り、主要国のなかではもっとも低いものである。

以上、55年中における短期市場金利の推移をみてきたが、そこでの大きな特色は、海外を含めて各市場相互間の金利裁定取引が一層活発化したことである。第1に、国内市場どうしの関係を見ると、日本銀行の金融調節の主たる場であるインターバンク(コール・手形売買)市場の金利が、資金需給の波動等に応じて変動しつつも、ならしてみればその時々々の政策の大わくを反映した水準で形成され、他の市場金利も大局的にみればこれを軸に変動してきた。短期市場金利全般が中央銀行の政策意図を正確に反映して変動することは金利政策の実効を期すうえで極めて重要なことであるが、こうした諸金利の関連性の強まりは、53年以降におけるコール・手形レートの自由化、CD創設、金融機関の現先取引規制緩和、一部証券会社によるコール・マネー取入れの容認等一連の措置を背景とするものである。短期金融市場における中心的存在である都銀のCDおよび売現先による資金調達をみると、54年中急増したあと、55年には、CDが年央以降はポジション好転に伴い減少をたどるなど、量的には必ずしも一本調子に増加しているわけではないが、その時々々の金利観に基づく手形・CD・現先各市場間の自由な裁定行動は完全に定着したといえる。これを映じて、例えば各レートの55年春のピーク時に比べた下落幅は、本年4月末現在、手形レート(2ヵ月物)6.5

%程度、CDレート(120日未満)6.5%程度、現先レート(3ヵ月)6.1%程度と近接している。

もっとも、ごく短期間をとると、前述したようにオープン・マーケットの金利がインターバンク市場の金利から乖離する場面もみられた。CDについては、期間(3ヵ月以上6ヵ月以内)や金額(5億円以上)の制限が手形レートとの裁定を制約している面があり、これらは今後見直しを要する点であろう。ただ、現先取引については、もともとそれが長期債の売買という形式をとるため、債券簿価の変動を伴い、また証券会社の長期債保有をファイナンスするため利用される部分が多いこともあって、コール・手形レートと完全な裁定を期待するのは無理な面があり、今後短期金融市場の機能を一段と高めていくには、政府短期証券(TB)等のあり方を含めて全般的な見地から検討を加えていくべきと思われる。

第2に、海外市場との短期的な裁定取引については、在日外銀や本邦為銀の円転換・円投入、非居住者の現先運用や円預金、外貨預金など多様なルートにのぼり、55年12月の外為法改正による為替管理の原則自由化の影響もあり、これらの内外金利差を求める取引は先行き一層増大することが予想される。

理論的には、内外金利差は為替相場の直先スプレッドで調整される筋合にあるが、わが国の場合、現実にはこの調整が完全ではない場面がしばしばみられた(第3図)。そうした折には金利裁定的な資本移動が生じ、わが国の市場金利にも上昇ないし下降圧力が働いたが、昨年の場合、程なく内外金利差にほぼ見合ったスプレッドが形成されたので、日本銀行の金融調節等を通ずる国内市場金利の誘導が大きく阻害されるようなことにはならなかった。

最近の西ドイツの経験等に照してみると、直先スプレッドが表面的な内外金利差の正常な調整機

能を果しうるかどうかは、国際通貨情勢が安定するなかで当該国の通貨に対する信認が安定することが基本前提となる。西ドイツでは、本年1～2月にかけて、マルクに対する信認が弱まり、マルク相場が下落したが、このような場合、相場先安観から直先スプレッドは十分拡大しえなかったため、国内経済情勢からみれば金利引下げが望ましかったにもかかわらず、短資の流出から国内金利には強い上昇圧力がかかった。結局、西ドイツでは、2月20日にドラスチックな金融引締め措置を実施してマルク防衛の決意を内外に表明し、これによってマルク相場下落の歯止めがかかって漸く正常なスプレッドも形成されたが、結局これは米国の高金利に西ドイツの国内金利が鞅寄せされたことを意味する。この経験は、わが国においても、内外金利差から短資が大幅に流出するのを防ぎつつ国内経済情勢に適合した水準に金利水準を実現していくには、ファンダメンタルズの改善を通じて円の信認を絶えず維持していくことが最大の鍵を握っていることを示すものといえよう。

## (2) 金融機関貸出とポジション動向

### (窓口指導と金融機関貸出の推移)

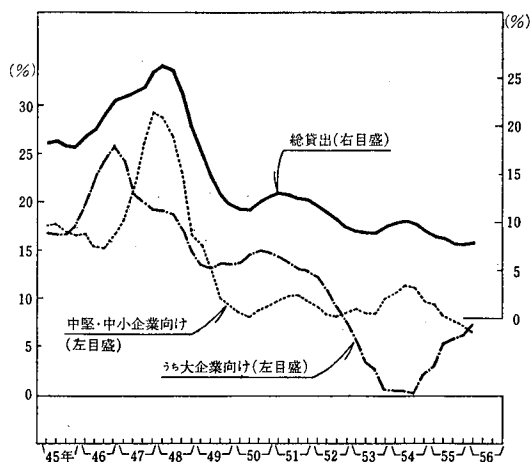
金融機関の貸出は引締め期間中増勢鈍化傾向をたどり、金融政策が緩和に転じてからも、全体として落ち着いた動きを示している(第4図)。

まず、55年夏までの引締め期間中における貸出の伸び率低下は、おおむね日本銀行の貸出抑制指導に沿ったものであった。日本銀行は54年初の窓口指導に当り、都銀等に貸出計画の自粛を要請したのにつづき、同年4月の公定歩合引上げ以降、窓口指導を漸次強化したが、55年1～3月期および4～6月期には、これに先立って実施した公定歩合引上げ(54年11月、55年2月および3月)とも平仄を合わせて、量的な抑制都合を一段と強化した。折柄、資金需要は大企業中心に増勢をたどり、特に4～6月期には季節的な決算・賞与資

〔第4図〕

### 金融機関貸出の推移

(残高前年比伸び率・%)



- (注) 1. 全図銀行(銀行協定および信託協定)、相互銀行、信用金庫の合計。  
 2. 大企業の定義は次のとおり…規模区分変更調整済み。  
 45/I～49/II 資本金50百万円超の法人企業(ただし卸小売、サービス業は10百万円超)。  
 49/III～53/I 資本金10億円以上の法人企業。  
 53/II以降 資本金10億円以上かつ常用従業員300人超の法人企業(ただし卸売業は常用従業員100人超、小売・サービス業は同50人超の法人企業)。  
 3. 中小企業は大企業以外の法人企業および個人企業。なお相互銀行および信用金庫の企業向け貸出はすべて中堅・中小企業向けとみなした。  
 4. 期中月末3ヵ月平均の前年比伸び率(ただし企業向け貸出の45/I～53/Iについては、期末残高の前年比伸び率)。  
 5. 56/Iは、全銀、相互の56/1、2月計数。

金や輸入決済資金、電力会社の不足資金などを中心にかなり盛上ったが、これらと並んで原燃料値上りに伴う一般運転資金需要が大きく膨れあがったのがひとつの特徴であり、物価上昇を金融面から追認するのを回避するには、このいわばインフレ増運資金に金融機関が応需する余地を極力圧縮する必要があると考えられた。また、7～9月期の貸出増加枠決定の際にも、おおむね前期並みの厳しさを維持することとし、引続きインフレ増運資金とみられる資金需要への応需率を低めるよう留意した。

こうした結果、都銀、長期信用銀行および信託銀行の貸出残高前年比は、54年3月末の7～8%台から、55年9月末にはいずれも6.0%に低下し

た。また、地方銀行、相互銀行の貸出残高前年比をみても、54年6月末の12~13%台(両業態に対する本格的な貸出抑制指導は54年7~9月期から開始)から55年9月末には各8.0%、8.4%に鈍化した。ただ、このうち地銀や相銀の一部については、55年初ごろから貸出枠を余す先がみられ、また信用金庫(窓口指導対象外)の貸出の伸びは55年春先からスローダウンしていた。これら金融機関の場合、主たる取引先である中小・個人企業の資金需要が比較的早い時期から鈍化したとみられることのほか、貸出採算や資金ポジションの悪化、さらには短期市場金利の上昇による余資運用の魅力増大などが貸出抑制的に作用していたことを見逃せない。

8月の公定歩合引下げ後、日本銀行は窓口指導の運営上も企業金融の緩和を促す方向に転換した。10~12月期については、大企業の手元流動性低下傾向や滞貨・減産資金など後向き需資の発生等の実情を考慮し、都銀には8期ぶり、長信・信託銀行には6期ぶりに前年を上回る貸出増加を認めることとした。また、更年後は緩和の方向をさらにすすめることとし、1~3月期については、都銀・長信・信託行には資金需要の実勢に見合って前年を2割強上回る貸出を認め、地・相銀は原則として自主計画方式に切替えた。さらに4~6月期には、第3次公定歩合引下げと平仄を合わせて一段の緩和を推進することとし、全業態にわたり自主的な貸出計画を尊重することにした(都銀・長信・信託行の計画は前年比6割前後の増加)。

こうした政策変化の下で、現実の貸出残高伸び率も、全国銀行・相互銀行・信用金庫全体として昨年10~12月には底を打ったあと、本年1~3月には回復方向に転じつつあり、4~6月にはいまだ少し伸びを高める見通しにあるが、少なくともこれまでのところのみる限り、回復のテンポは過去の緩和期に比べ緩慢である。これはもともと近年

の貸出残高増加率が1けた台と低く、引締め期間中の低下幅も過去に比べて小幅であったことのほか、総体としての借入需要の落ち着きを基本的背景とするもので、特に業態別にみて都銀・長信・信託行の貸出が順調に回復しているのに対して、地銀下位行や相銀・信金では引続き残高増加率が低下している点には、後で述べるような借入需要の企業規模別の強弱(大企業で根強く、中小企業では沈静——第4図および後掲第7図)がそのまま反映されているものとみられる。

一方、金融機関の融資態度をみると、昨秋以降総じて漸次積極化しているが、過去の緩和局面に比べると地・相銀や信金はもとより都銀等においても、収益や資金ポジション悪化の状況にかんがみ、これをさらに拍車するような行過ぎた貸進みは極力回避したいといった慎重な仕振りに転じる向きが増えており、この点が今次金融緩和下における貸出動向の大きな特色である。

#### (金融機関の収益事情)

そこで、まず金融機関の収益状況を概観してみると、全国銀行の営業純益(有価証券売買・評価損益計上前)は、54年度下期および55年度上期に高水準を達成したが、55年度下期には大幅な減益になったと見込まれる。これは主として、預貸金利鞘が縮小し、また高クーポン債を処分した結果有価証券利回りも低下していることから、利鞘の縮小が著しいことによるものである。このうち、預貸金利鞘(経費を含む)の縮小については、55年度下期に限ってみれば、預貸金利に先行して貸出金利が低下するという緩和初期に特有の金利変動タイミングのずれによるところが少なくないが、企業の資金需要が盛上りを欠くなかで、金利選好が高まっていること(その一例として定期性預金<特に2年定期>の比率が上昇)を背景に、趨勢的にも縮小傾向にある。例えば都銀の預貸金利鞘は、55年度上期には7期ぶりに順鞘(0.624%)と



なったが、この幅自体は前回引締め期のピーク(49/上、1.826%)に比べ約1/3であり、下期には再び逆転化した公算が大きい。現在、資金需要の実勢を無視して貸出の量的拡張に走るならば、利鞘の悪化を拍車することになりかねず、これが金融緩和下にあっても銀行等に貸進みを自制させる一因となっている。

また、3月の公定歩合引下げ(1.0%)後、都銀等は短期貸出標準金利(短期プライム・レート)の引下げを1年物定期預金金利と同幅の0.75%にとどめ、従来のように公定歩合にフル連動させなかったが、これにも利鞘の縮小がひとつの背景となっている。こうした金融機関の収益事情にかんがみれば、今後とも貸出金利の速やかな変動を伴う金利政策の実効を期していくには、コストとしての

預金金利の弾力的な変更が不可欠になっている。

(金融機関ポジションの動向)

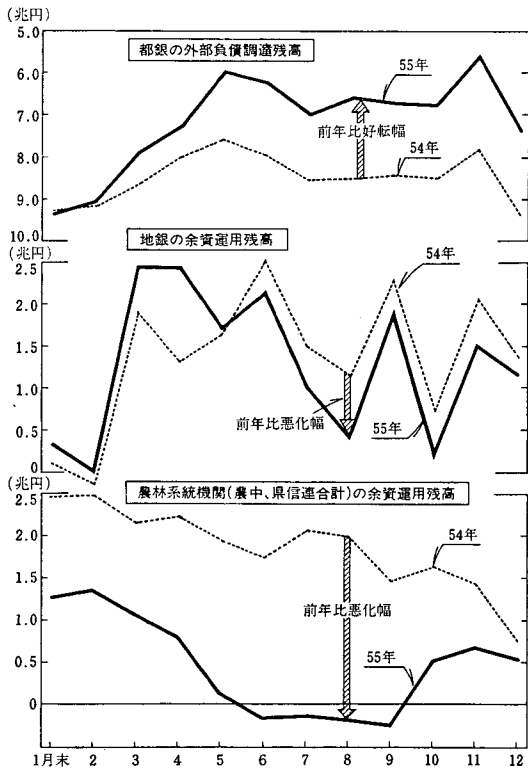
次に、金融機関の資金ポジションをみると、昨年は都銀が好転した反面、地銀や農林系の悪化が目立った(第5図)。金融機関全体のポジションは、資金需給上の過不足尻と日銀債券オペレーションの合計によって決まり(資金金剩および買オペは好転要因)、55年の場合、これらによりポジションは全体として1.5兆円好転したが、このうち都銀の好転が1.4兆円を占めた。従って、その他の業態は全体として小動きにとどまったが、そのなかで農林系(信連・農林中央金庫)、地銀、信託行はいずれも55年中約2千億円のポジション悪化となり、特に農林系は6～9月の期間異例のマネー・ポジションとなった。

こうした業態間のポジション動向の差をもたらした要因としては、第1に55年3月に円安対策として実施した資本流入促進策(海外公的当局から受入れる自由円預金への付利自由化、外貨持高規制対象外の「本支店自由円特別勘定」の設定)に伴い、かなり大量の資金が都銀に流入したことである。資金需給との関連でいえば、これは昨春以降の円高過程における外為会計の払超が、為替取引ともっとも関連の深い都銀のポジションを潤す結果となった。

第2は、昨年央から年末にかけて郵便貯金が著増したことの影響である。郵便貯金の増加額(利子元加後)は、54年中の約7.1兆円から55年中約9.6兆円に急増したと推定され、個人預貯金全体の増加に占めるシェアも54年の33%から55年には44%に上昇した。こうした民間預貯金から郵便貯金への大規模な資金シフトは、金融機関全体のポジションを圧迫したが、なかでも個人預金のウェイトの高い中小金融機関の資金量の伸びを相対的に強く抑制する結果となった。また、郵便貯金に吸収された資金の一部は、資金運用部等による既発

[第5図]

金融機関ポジションの動向



(注) 資金ポジション=(コールローン+買入手形+金融機関貸付+銀行引受手形+日本銀行預け金)-(コールマネー+売却手形+借入金)

債市中買入れ(55年の入札買入 1.4兆円、うち10～12月中 1.2兆円)や新発国債の引受け(シ団消化の減額)を通じていずれは市中に還元されたが、これらの国債関連取引では都銀のシェアが比較的高いため、結局財政資金の受払両面を通じて都銀以外のポジションに不利に働いた。

第3は、既発債売買を通じるポジション変動の影響で、都銀は55年の公社債引受額が前年を下回るなかで、ほぼ前年並みの大量の債券市中売却(約3.6兆円)を前倒しに行ったが、地銀は4～6月期の売却額が僅少にとどまり、7～9月にかけて著しいポジション悪化に悩む一因となった。もっとも、地銀もその後は積極的に債券を売却した結果、55年中の売却額は1.6兆円と前年(1.0兆円)をかなり上回った。この間、農林系では54年度下期につづいて信連段階での自主運用の動きが目立った。

以上、主として55年中のポジション変動要因をみてきたが、いまま少し長い目でみると、54年以降都銀のCDおよび売現先などオープン・マーケットにおける資金調達が増加(両者合計の残高、54年10～12月平均 1.4兆円、55年10～12月平均 2.0兆円)していることの影響を見落すわけにはいかない。ちなみに、全国銀行、相互銀行および信用金庫の資金量に占める都銀のシェアは、自由金利商品(CD、売現先、外貨預金および公的当局からの非居住者円預金)を除けば55年も引続き低下したが、これを含めてみると逆にかかなり上昇している。

以上のように、都銀以外の業態における資金ポジションの悪化は複合的な要因で生じたものであったが、いずれにしてもそれは、収益環境の厳しさと相まって、金融機関の貸出態度を慎重化させている。また、余資金融機関のポジション悪化は、後述のように、昨年夏ごろには既発債市場の利回りにも影響を与えたと考えられる。

最近のポジション動向をみると、郵便貯金へのシフトが更年後さすがに一巡したとみられるのに加え、地銀では債券売却の進捗等から、また農林系では系統下部における自主運用の落ち着きに伴い、いずれも55年末ごろ以降はポジションが持直している。しかしながら、金利自由化の進展、企業や個人の金利意識の高まりに伴い、市場金利での資金調達力の強弱がもたらすポジション面への影響が今後一層強まることは避けられない。勿論、ポジションは金融機関経営のかなめであり、それが悪化した場合への対応としては、個々の金融機関が資金調達力を勘案しつつ、収益意識に徹した資産運用をもって臨むのが基本であろう。それと同時に、ポジションの不測の変動がもたらさうる広範な影響にかんがみれば、例えば郵便貯金と民間預金との間でも商品性等の面で適切な均衡を図り、制度面から資金の流れが不自然に攪乱されるといったことのないよう、十分検討を加えていくべきものと思われる。

### (3) マネーサプライの推移と水準の評価

#### (マネーサプライの推移)

上記のような政策展開の下におけるマネーサプライの推移を、中心的な指標である  $M_2 + CD$  の前年比伸び率(平残ベース)で見ると、55年1～3月、4～6月は各 +10.6%、+10.1%と前年以來の緩やかな低下傾向を続けたが、7～9月に入り +8.4%と前期比2%ポイント弱のかなり急激な低下を示した。その後10～12月も低下幅は縮小したとはいえ、前年比伸び率は引続き低下した(+7.8%)。

更年後も、前年比伸び率は1～3月中 +7.6%と幾分低下したが、経済活動(取引需要)の状況やシフトの勢いの弱まり等からみて、前年比の水準も1～3月でほぼ下げ止まったとみられる。

#### (引締め下のマネーサプライ動向)

以上のような55年中のマネーサプライ動向を評

(第5表)

マネーサプライ(M<sub>2</sub>+CD)と信用面の対応

(%)

		54/ 4~6	7~9	10~12	55/ 1~3	4~6	7~9	10~12	56/ 1~3	
平 残	前年同 期比	12.3	11.7	11.2	10.6	10.1	8.4	7.8	7.6	
	季調後前 期比率 (同 年 率)	2.9 (12.0)	2.7 (11.1)	2.4 (10.0)	2.3 (9.6)	2.3 (9.5)	1.1 (4.5)	1.9 (7.7)	2.1 (8.7)	
末 残 (3 か 月 平 均)	前年同 期比	12.2	11.7	10.2	10.0	8.9	7.7	7.6	7.1	
	寄 与 度	対外資産 (実勢ベース)	△ 0.8	△ 1.3	△ 2.0	△ 2.4	△ 2.7	△ 2.3	△ 1.3	△ 0.6
		財政部門向け信用	4.9	4.1	3.5	2.9	2.6	1.5	1.2	1.5
		民間向け信用	9.5	9.9	8.9	9.1	9.0	8.5	8.5	7.8
		うち貸出	9.0	9.3	8.2	8.3	8.2	7.9	7.9	7.2
その他	△ 1.4	△ 1.0	△ 0.2	0.4	0.0	0.0	△ 0.8	△ 1.6		

(注) 対外資産は、マネーサプライ統計「信用面の対応」の対外資産(基準外為相場で円換算)を実勢相場で換算しなおしたものである。

価するに当っては、年前半の金融引締め期とそれ以後の時期とに分けてみるのが適当と思われる。はじめに55年4~6月までの緩やかな増勢鈍化について、金融機関の信用面の対応関係をみると(第5表)、まず「対外資産」が一貫してかなりの通貨縮小要因であった。これは国際収支(総合)の大幅赤字を映じたもので、その中心は石油輸入代金の対外支払であったが、こういう形で流出した流動性が金融機関の国内信用供与でどの程度補てんされたかが問題である。

その点、「民間向け信用」および「財政部門向け信用」の寄与度をみると、いずれも引締め期間中低下をたどった。このうち「民間向け信用」の鈍化は、すでに述べたような窓口指導と金利上昇を通ずる貸出の抑制を反映したものである。一方、「財政部門向け信用」は主としてマネーサプライ対象金融機関による国債保有残高を表わしており、従って国債の大量発行がつづいたなかでこれのマネーサプライへの寄与度が顕著に低下したことは、金融機関がいったん引受けた国債を市中に売却し(対象金融機関の購入分を差引いたネッ

ト売却額は、54年4月から55年6月まで計約7兆円)、その相当部分が企業等ノンバンク部門により購入された結果、それだけマネーサプライが減少したことを意味している。このような貸出の抑制および企業等の債券買入れによりマネーサプライの伸び率が低下した事態を、通貨需要という観点から考えると、この期間中みられた金利水準の下では、企業等は借入に依存して行過ぎた在庫投資を行うのを避け、また手元の余剰通貨については実物投資よりも有価証券への運用を選んだとみることができると言える。換言すれば、引締め期間中のマネーサプライの鈍化は、第2次石油危機下にあっても、前述したように有利な「初期条件」と機動的な金融政策運営によって、過度の需給引締めりを阻止してきた事態を、金融面から示すものである。

## (年央以降の伸び率低下についての見方)

次に、昨年7~9月以降についてであるが、通貨種類別の動向をみると(第6表)、直接決済目的に保有されるM<sub>1</sub>(現金+要求払預金)が7~9月以降前年を下回り、かつてない落込みを示してい

(第6表)

各種マネーサプライ指標の伸び率(前年比)

(%)

	54/4～6	7～9	10～12	55/1～3	4～6	7～9	10～12	56/1～3
M <sub>1</sub> (平残)	14.1	9.9	8.0	7.2	4.7	- 0.2	- 1.1	- 1.5
準 通 貨(平残)	11.0	11.8	11.8	11.4	11.8	12.1	12.0	12.0
M <sub>2</sub> +CD (平残)	12.3	11.7	11.2	10.6	10.1	8.4	7.8	7.6
M <sub>3</sub> +CD (末残)	13.2	12.9	11.6	11.2	10.3	P 9.5	P 9.8	P 9.4
M <sub>3</sub> +CD+金融債・国債(末残)	13.8	13.4	12.3	12.1	11.4	P 10.9	P 11.1	P 10.7

- (注) 1. M<sub>1</sub>=現金通貨+預金通貨(全国銀行、相互、信金、農中、商中の要求払預金)  
 2. M<sub>2</sub>+CD=M<sub>1</sub>+準通貨(上記金融機関の定期性預金)+CD  
 3. M<sub>3</sub>+CD=M<sub>2</sub>+CD+郵便局、農・漁協、信組、労金の預貯金+信託元本(金銭信託、貸付信託)  
 4. 金融債・国債=一般法人、個人等保有の国債・金融債(推計)  
 5. Pは速報。末残は期中3ヵ月平均。

るが、準通貨(定期性預金)はむしろ幾分伸びを高めており、結局 M<sub>2</sub>+CDの伸び率低下は M<sub>1</sub>の極端な落込みにより生じたものである。また、郵便貯金等を含めた M<sub>3</sub>+CDや、債券類を含めたより広義の金融資産になるほど伸び率低下の度合は緩やかであり、これらのことから、M<sub>1</sub>から長期金融資産(主として郵便貯金、債券)へのシフトが、55年7～9月以降におけるマネーサプライ伸び率低下の大きな要因であったことが分る。

こうしたシフトの背景は、第1に、経済活動(名目ベース)のスローダウンに伴う通貨の取引需要の落ち着きであり、これは実質成長率の低下だけでなく、物価の沈静による面も少なくない。

第2は、金利選好に基づくシフトで、郵便貯金や債券類が長期・固定金利商品であることから、金利先安観の強まりが、シフトの規模をとくに大きくしたと考えられる。また、郵便貯金の著増については、グリーンカード問題に関連してそれがクローズアップされたことも影響したとみられる。

そこで、このような場合、マネーサプライの指標としてどれがもっとも適当かという点が問題となる。まず債券類についていえば、すでに述べたとおり、これは引締め期間を通じて「M<sub>2</sub>+CD」からのシフトの主たる対象であった。従ってこれが増加したことは、企業や個人の保有する流動性の高い預貯金が金利機能を通じて長期の資産にブ

ロックされ、それだけ実物面への支出を抑制する要因として働いたと考えることができるので、これまでマネーサプライに含めることは適切でない。しかし、郵便貯金については、主力商品である定額貯金の場合、6ヵ月の据置き期間経過後は自由に引出しができ、銀行の定期預金と比べて流動性等の点で実質的な差は小さいとみられる。特に、昨年のように郵貯シフトがグリーンカード問題をきっかけにその有利さが改めて見直されたような場合においては、銀行預金から郵便貯金へのシフトが預金者の支出行動を制約する意味をもったとも考えにくい。

このようにみると、マネーサプライの中心的な指標は基本的には「M<sub>2</sub>+CD」と考えられるが、ただ昨年のようにその動きが大きく攪乱されたような場合には、その実勢を見誤らないために、郵便貯金等を含めたより広義の「M<sub>3</sub>+CD」といった指標をも併せていくことが必要と思われる。このような観点から第6表をみると、「M<sub>3</sub>+CD」の伸び率も、54年春以降趨勢的に鈍化をたどったが、55年7～9月のスローダウンが特に急激だったわけではなく、また10～12月以降の前年比伸び率はおおむね下げ止まり状態となっている。

#### (4) 企業金融の動向

##### (金融引締めと企業金融)

これまで述べてきたような環境の下における企

業金融の足どりを、金融政策の局面ごとに分けてみてみよう。まず、今次引締め期間中における企業の資金繰り状況を、「短観」対象企業の資金繰り判断によって窺うと、55年1～3月あたりから、石油関連需資や輸入決済資金のかさんだ業種（電力、ガス、化学、商社等）を中心に、いわば跛行的に引締め感が強まっていたが、全体としては55年8月時点でも、大企業、中小企業を問わず資金繰りが「苦しい」とする企業数は「楽である」と答えた企業数をやや上回る程度にとどまった。これは前回引締め期のピークには大多数の企業が窮屈感を訴えたのと著しい対照をなすものであった（第6図）。

企業金融の繁閑を規定する要因は、企業の資金過不足（実物投資と減価償却・内部留保の差）の規模と、これをファイナンスする手段としての手元流動性の水準および外部資金調達の可能性などであるが、こうしたフレームに即してみると、今回の引締め期には資金不足の規模が相対的に小さく（「短観」対象企業の場合、55年7～9月期で売上高の1～2%、48～49年のピーク時には4%程度）、これが量的逼迫感を稀薄にしたのもっとも大きな理由であった。

また、外部調達のアベイラビリティについては、前述したとおり、都銀など窓口指導対象先の貸出は逐期着実に抑制されたが、他方対象外の政府系金融機関や生保・外銀等の貸出は比較的高い増勢を示した。勿論、これら各機関の貸出全体に占めるウェイトがさほど高くないため、窓口指導の貸出抑制効果を大きく阻害するには至らな

ったが、内部資金比率の高さに加え、補完的な外部調達ルート拡大も、かつてのような強い引締め感が生じにくい一因であった。なお、これに関連して付言すると、55年12月の外為法改正によりインパクト・ローンの取入れも自由化されたが、これは企業の資金調達ルートを一層拡大するものであり、今後の金融政策運営上金利機能の活用が一段と要請されることを示唆するものといえる。

なお、企業の手元流動性（現預金および短期保有有価証券の月商比）は55年3月には1.06か月と前回引締め期のボトム（49年9・12月、1.00か月）近くまで低下した。ただ、この間売上高に対する借入金の比率がかなり低下しているため、企業が金融機関との円滑な関係を維持するために借入金の一定割合として据置く預金の部分を除いたいわば「自由準備」の水準<sup>(注2)</sup>は、今次引締め期間中わずかの低下しか示さなかったとみられ、これも資金繰りの裕りを残す要因であった。こうした売上高との対比でみた借入依存度の低下は、昭和50年代前半における財政・輸出主導型成長の帰結であり、企業部門の資金不足縮小と裏腹の関係にある。

そこで、企業の資金不足の拡大が比較的マイルドにとどまった背景を、引締め開始前の「初期条件」とその後の変化に分けて考えてみると、前者については、大企業では52年央以降約2年間にわたり異例の資金余剰基調にあった。これは減量経営の下、設備投資が自己資金をかなり下回る水準に抑制されたうえ、物価の落ち着きから在庫投資も

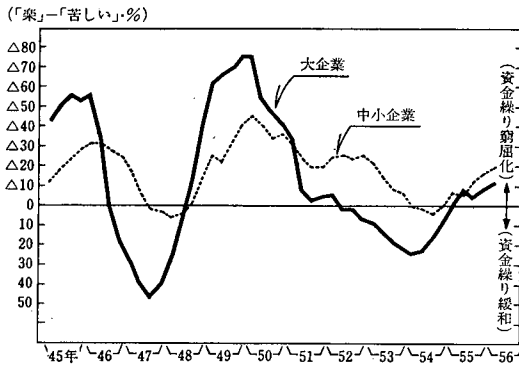
（注2） ここでいう「自由準備」を定義すると、手元流動性の総額から「借入残高に対する最低限の預金歩留り分」を差引いた残余である。最低限必要な預金歩留り額を算出するには、過去の最低歩留り率（「短観」対象企業の場合約24%）をひとつの基準と考えることができよう。すなわち、

$$\text{自由準備(比率)} = \frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}}{\text{月商 (手元流動性)}} - \frac{\text{借入金}}{\text{月商 (借入依存度)}} \times \text{最低歩留り率}$$

これの推移は第7図のとおりで、54～55年にもごくわずかしき低下しなかった。また逆に、55年8月以降も、大勢高水準横ばいであり、これは緩和感の浸透がやや遅れているものの、格別引締め感が強いわけではないという状態と整合的である。

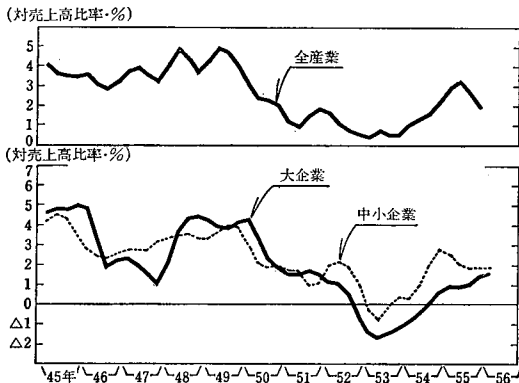
〔第6図〕

企業の資金繰り判断と資金需要の推移  
(資金繰り判断D. I.)



(注) 1. 大企業は、日本銀行「主要企業短期経済観測」の全産業、中小企業は「全国企業短期経済観測」の製造業(ただし、中小企業の49/I期以前は「中小企業短期経済観測」の製造業により接続)。

(資金需要<資金過不足+与信超増減>)

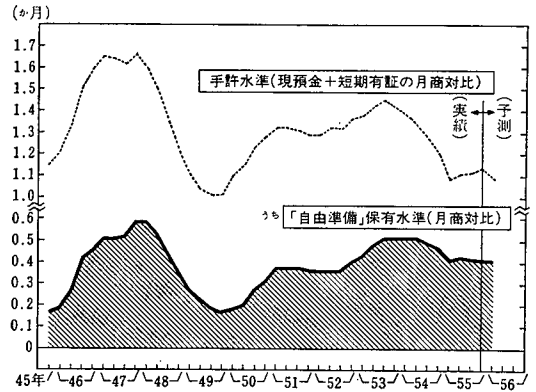


(注) 1. 大企業は日本銀行「主要企業短期経済観測」の全産業(除く電力、石油)、中小企業は「全国企業短期経済観測」のうち製造業(ただし、中小企業の49/I期以前は「中小企業短期経済観測」のうち製造業)により作成。  
2. 季節調整済み3期加重移動平均値。  
3. 56/Iは予測。

沈静していた状態を反映したものであった。この資金余剰は54年央ごろには解消し、それ以後は資金不足が漸増した。こうした資金過不足の短期的なフレは主として在庫変動により生じるが、今回の場合、前回とは逆に在庫増しが比較的抑制された結果、資金不足方向へのフレも小幅であった。従って、量的逼迫感がさほど高まらなかったのも、投機的な在庫投資抑制の結果としての意味合いが強い。

〔第7図〕

企業の手許流動性推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」、全産業(除く電力、石油)により作成。  
2. 56年3月末計数については、過去半年間の予測値の実現率(実績値)に基づき予測値を修正済み。

企業金融の量的な裕りという面からだけみれば、実際生じたよりも大幅な在庫増しも不可能ではなかったと考えられるが、そうした事態が回避された金融的な条件は、金利水準上昇の抑制効果であったと思われる。すなわち、現先市場やCD市場などオープン・マーケットが発達した結果、そこで成立している金利は、企業が在庫投資や企業間信用を増減させる際に参考とすべき指標としての重味を増しているとみられるが、現先やCDのレートは55年春には12~13%程度に高騰した。また、短期貸出金利も、企業の借入需要が弱いなかであって、公定歩合と連動して引上げられた結果、借手にとっての実効金利も短期市場レートとはほぼ同水準に達したと推定される。これは在庫投資の主たる対象である生産財の値上り率のピーク(卸売物価・中間品、55年4月の前年比約30%——第1図参照)を下回るが、その乖離幅は第1次石油危機当時(同・中間品の値上りピーク、49年1月約42%)よりはるかに小幅であった。言い換えれば、その意味での「実質金利」は前回よりかなり高めであったし、特に物価上昇率を過去1年間の実績値(前年比)ではなく人々が今後につ

いて予想する率(期待インフレ率)で考えるならば、早めの引締め発動・強化がインフレ心理の拡がりを抑制した分、今回は物価の前年比を基準とした計算値の示す以上に高かったと考えられ、これが金融面から在庫投資の抑制に寄与したと思われる。在庫投資の行過ぎの抑制はまた、通貨に対する取引需要の抑制を通じて、マネーサプライの落着き維持を可能にしたが、こうした経験は、53年末当時のように、マネーサプライの増勢に格別の変化が生じていないにもかかわらず、海外要因によって突然物価が上昇に転ずるような場合、物価上昇に対する機動的な金利の調整がマネーサプライ管理上も極めて重要であることを物語るものといえる。

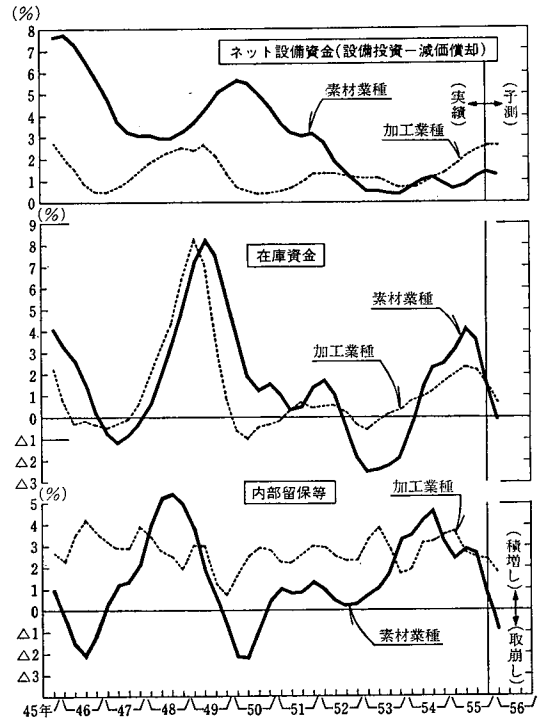
#### (昨夏以降の推移)

金融政策が緩和に転じて以後の企業金融状況を見ると、金融機関の貸出態度が弾力化しつつあるなかで、「短観」の資金繰り判断は56年2月調査までわずかながら悪化を示している(第6図)。これは、大企業の場合は、①特に加工業種(自動車、電気機械)では、設備投資が減価償却の範囲をかなり超えて増加をつづけているうえ、②素材業種では景気の「かげり」拡大に伴い企業収益がかなり減少しており、在庫調整の遅れから後向き資金もかさんでいることなど、主として資金不足の拡大に起因するものである(第8図)。また、昨年中央以降は金利先安観もあって、借入が相対的に抑制された結果、手元流動性もこのところ取崩されている。このため、更年後、大企業の借入需要は底固く推移している。

一方、中小企業の資金不足規模は54年末をピークにかなり縮小しており(第6図)、これを背景に借入需要も総じて落着いている。これは設備投資が抑制され、在庫の調整も着実に進んでいるといった事情を反映したものとみられ、その割に資金繰り緩和感の浸透が遅れ気味なのは、売上高の停

〔第8図〕

### 大企業製造業の資金過不足内訳 (主要企業短観、対売上高比率、3期加重移動平均)



(注) 1. 資金過不足=ネット設備資金+在庫資金-内部留保等  
2. 素材業種 {繊維、鉄鋼、非鉄、紙パ、化学、窯業} 加工業種 {一般機械、電気機械、自動車}

滞と業績悪化の影響ではないかと推察される。

このように昨年夏場以降の資金繰りが素材業種を中心とした企業の業況悪化に強く影響されている以上、今後在庫調整が進捗するにつれて、滞貨・減産資金需要の後退、企業収益の底入れなどから、企業金融も引緩みに向うと見込まれる。金利の低下は借入による手元流動性の復元を容易にし、この面からも緩和感の浸透に寄与しよう。

ただ、在庫循環による短期の波は別として、やや長い目でみると、設備投資の拡大過程がすでに3年余に及び、内部資金との関係でもかなり高めになっているので、設備投資の拡大基調が大きく崩れない限り、大企業を中心に資金不足は漸次拡大する可能性が強い。その点、52~54年ごろの企業金融とは相当局面が違ってきており、企業サイ

ドでみる限り、いわば大幅には緩和しにくい基調となりつつあるようにかがわれる。

#### (マネーフロー構造の変化)

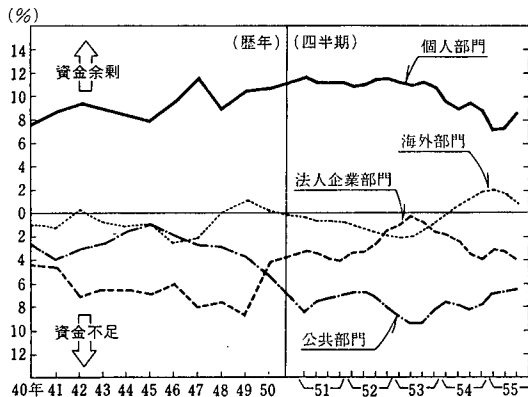
こうした状態をマクロ的なマネーフローの観点からとらえ直してみよう。

周知のように、昭和50年から53年ごろまでのマネーフローの特徴は、個人部門の大幅資金余剰、法人企業部門の僅少な資金不足、公共部門の大幅資金不足というパターンであった。これは、第1次石油危機後の経済調整過程において、家計が雇用不安や金融資産の目減りに対処して貯蓄率を高め、企業は投資抑制等の減量経営に努めたなかで、政府が国債発行による景気刺激政策を展開した事情を反映したものであった。

ところが、53年央以降、こうしたマネーフローのパターンは緩やかな変化を辿り、個人部門では消費マインドの改善(貯蓄率の低下)から資金余剰幅は縮小し、法人企業部門では設備投資の回復に伴い資金不足が拡大に向い、一方公共部門の資金不足は税収の増加や公共投資の抑制等を映じて緩慢ながら縮小を示してきた。55年には、こうした傾向がさらに強まり、法人企業部門と公共部門の資金不足幅はかなり接近するまでになっている

[第9図]

部門別の資金過不足(対名目GNP比率)



(注) 1. 資金循環勘定、GNP統計(50年基準)により作成。  
2. 四半期計数は季節調整済み、3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)

(第9図)。

先に述べたとおり、法人企業の資金不足は今後とも基本的には拡大の方向を辿ると予想されるが、その度合いかんでは、公共部門との間で資金調達上競合関係が強まることが懸念される。この意味で企業金融が引続き円滑に推移するか否かは、将来の財政運営に依存するところが大きいと思われる。

#### (5) 債券市場の動向

##### (債券流通利回りの推移)

国債を中心に昨年の公社債流通市場利回りの推移を振り返ってみると(第10図)、2月から4月初にかけて、物価の急速な上昇、為替円安の進行、これらに対処するための公定歩合第4・5次引上げ、米国金利の急騰などの悪材料が相次いだことから、長期債市況は暴落商状を呈し、4月8日には6.1%国債(10回)の上場利回り(東証、大口)は12.422%(74.45円)の最安値を記録した(54年末、同9.234%)。この過程で、有価証券の評価方法として低価法と原価法の選択を認めた54年11月の統一経理基準改正に沿って、都銀7行を含むかなり多くの金融機関が原価法に移行した。

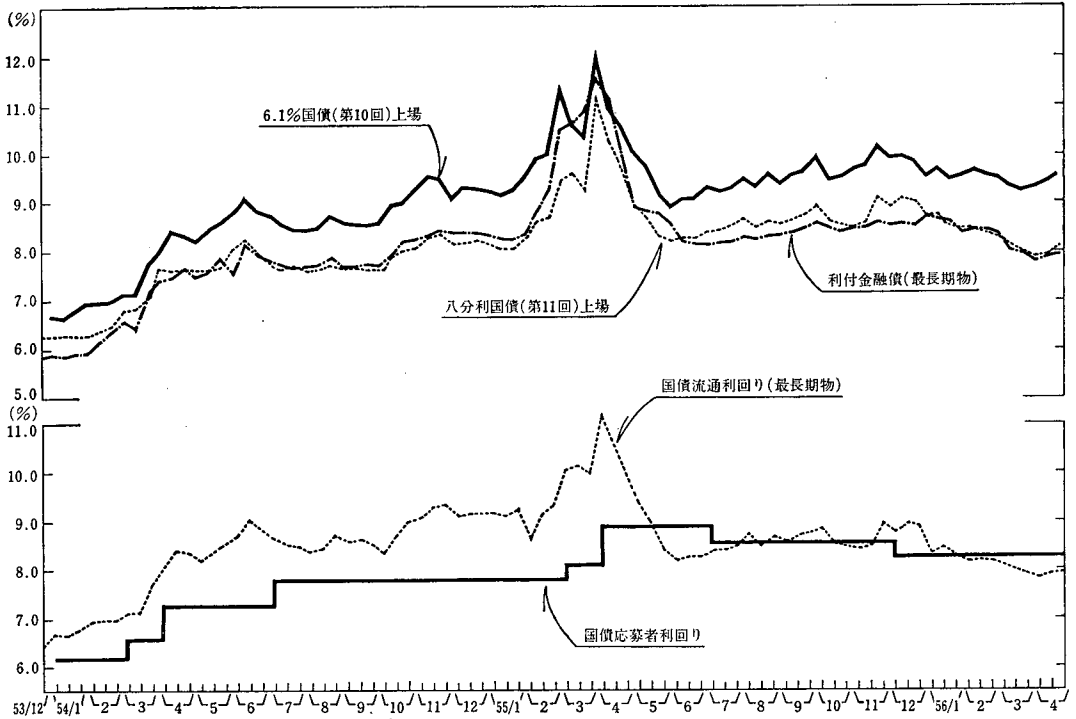
しかし、4月央以降、米国金利の反落、為替円高などから金利先安観が強まると、個人層や非居住者などが大量の買い手として現われ、またこれを背景に証券会社の玉手当も積極化したところから、都銀の大量売却を吸収しながら、6月初にかけて利回りは急速に低下した(6.1%国債、6月5日、8.770%、<87.48円>)。

こうした急ピッチの利回り低下(相場回復)に対する警戒感の広まりから、流通レートは6月央ごろから再び強含みはじめ、以後再度の公定歩合引下げや円高の進行といった好材料にもほとんど反応せず、年内総じてジリ高歩調で推移した。6.1%国債の上場利回りは11月末には再び10%台(10.050%)に乗せ、年末近くになってようやく幾



〔第10図〕

## 長期債利回りの推移



分低下した(55年末、9.75%)。

このような年央以降の動きについては、まず4～6月初の利回り低下が短期金利の大幅な低下を先取りしすぎた反動という面がある。9%を下回るような6.1%国債の利回りは、54年11月に公定歩合が5.25%から6.25%に上げられる以前の水準に相当するものであり、従って昨年央以降の金融情勢の推移のなかで行過ぎた金利先安観が是正されるにつれて、債券利回り面でも証券会社の玉整理等を通じて調整が進んだのは当然であった。ちなみに、本年3月の公定歩合引下げ(7.25%→6.25%)後、6.1%国債の利回りは9.2～9.3%となったが、これは公定歩合が同水準にあった54年11月から55年2月までの利回りとはほぼ等しく、ならしてみるならば長短金利の裁定がいわば正常に機能していることを示唆している。なお、昨夏以降は米国の金融情勢がわが国債券利回りのシリ高

を促す有力な材料となったが、これも主として、米国金利の上昇が市場関係者の先行き金利観を変化させるという経路で生じたこととみられる。

第2に、債券需給に即してみると、年央以降郵便貯金への資金シフトの影響等から余資金金融機関のポジションが悪化し、地銀が7～9月期以降大量の債券売却を行い、また農林系などでは債券買入れ余力が著しく低下した事情が利回りにも大きく響いた(第7表)。10～11月になると、国債整理基金による多額の国債市中買入れ(入札により7千億円弱、ほかに資金運用部による売戻し条件付買入れとして11～12月に約5千億円)が実施されたが、民間投資家が全面的に買いを手控える状態のなかでは、市況梃子入れの効果はほとんどなかった。

以上、55年中の債券利回りにつき概観したが、翻って今次引締めをはさんだ利回りの推移をみる

(第7表)

## 主体別債券対市中売買高(無条件)

(単位・億円)

	54年	55年	55/1~3	4~6	7~9	10~12
銀行	△ 34,734	△ 43,363	△ 7,659	△ 17,555	△ 7,909	△ 10,240
うち 都銀	△ 28,886	△ 36,367	△ 4,719	△ 19,977	△ 4,858	△ 6,813
地銀	△ 10,017	△ 16,024	△ 3,723	△ 1,691	△ 4,946	△ 5,664
長信銀・信託	4,169	9,028	783	4,113	1,895	2,237
農林系統	21,887	9,226	3,013	4,403	△ 1,450	3,260
相互・信託	△ 2,988	△ 4,719	△ 1,209	△ 1,091	△ 1,768	△ 651
生・損保	1,153	△ 2,267	△ 126	△ 1,224	93	△ 1,010
投資信託	7,993	4,625	280	2,324	982	1,039
官公庁共済	6,141	4,094	326	1,270	1,438	1,060
事業法人	8,543	4,896	1,035	1,472	1,490	899
外人	5,542	9,136	711	3,716	2,672	2,037
その他	976	23,009	5,722	3,666	6,572	7,049
うち 個人	△ 2,090	6,538	951	3,479	721	1,387
計	14,513	4,637	2,093	△ 3,019	2,120	3,443

(注) 1. 証券会社23社ベース。  
2. 売買超過、△は売り越し。

と、短期金利の上昇に先立って53年央ごろから強含みに転じたあと、54年から55年3月までは長・短金利がほぼそろって上昇し、昨春には再び長期債レートが短期金利の低下を先取りして大きく低下した。また、長期債レートの変動幅をみると、短期金利の変動に対して4割程度の追随率である。こうした長期債利回りの先行性、短期レートへの追随度合は米国や西ドイツの市場の状態ときほど変りがない(詳しくは55年10月号「調査月報」所収の「最近の金利変動の特色について」参照)。わが国債券市場のあり方については、国債大量発行下において流通市場に一層厚みを加え、市場機能の向上を期して常時検討を加えていく必要があるのはいうまでもないが、長・短金利間に裁定が働く以上、このように長期債利回りが金融情勢に応じて(特にその予想を織込みながら)変動したこと自体はごく自然な姿であった。

## (国債発行条件と発行額)

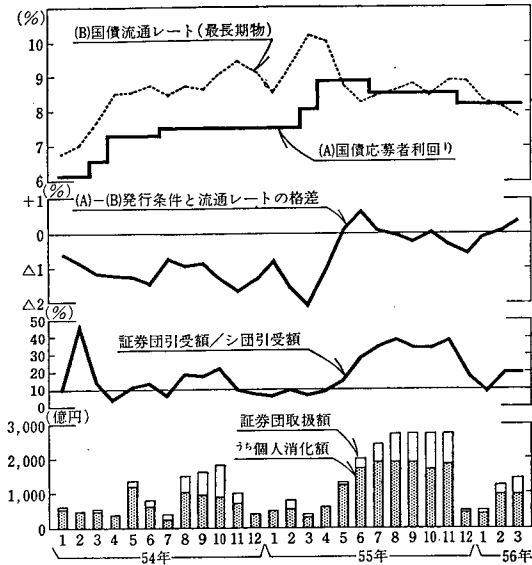
以上のように流通市場が推移したなかで、長期

国債の発行条件は55年中4回(3、4、7、12月)改訂された。4月の改訂により応募者利回りは年8.888%(クーポン8.7%)と過去最高になったが、当時の流通利回り(最長物、上場)は約10%とこれをはるかに上回っていた。しかし、4月以降の相場急騰に伴い、流通市場の利回りは5月下旬ごろから応募者利回りを下回りはじめ、これに伴い7月には発行条件が引下げられた(応利-0.342%)が、その後も両者の乖離は比較的僅小にとどまっていた。11月頃から前述のような事情から流通利回りがじり高を辿り、再び応募者利回りを上回るに至ったが、12月の条件改訂(応利-0.319%、クーポン-0.5%)はこうした局面で行われた。これは、第2次公定歩合引下げを受けて、国債の条件や長期プライム・レートなどをおおむね「3月の公定歩合引上げ以前の水準」に戻すとの考えに立つものであった。

国債消化地合は当然のことながら、発行条件の決め方によって左右される(第11図)。一般に流通

〔第11図〕

## 長期国債の発行条件と個人消化状況



市場の利回りには、その時点での金融情勢の予想等が織り込まれる以上、これをどれだけ発行条件に反映させるかが売行きを握っている。これを端的に示すのは長期国債発行額のうち証券団取扱分の動きで、応募者利回りが市場レート比低位にあった55年1～4月には、月平均5百億円程度にとどまったが、両者が接近ないし逆転した5～11月には同2千億円を上回り、12月、56年1月にはまた5百億円に減少した。長期国債の売行きが回復しはじめたのは、再び金利先安観が強まった本年2月以降のことであった。

一方、公募入札により発行される中期国債をみると、54年度中は金利体系維持への配慮もあり発行は計7回、1.0兆円(当初予定1.2兆円)にとどまったが、55年度にはほぼ毎月1回のペースで計1.7兆円(同2.0兆円)が発行された。これは応募者利回りがいわゆる「金利体系」に必ずしも固執することなく、利付金融債を上回る水準で募入決定された場合が計14回の入札のうち8回にのぼったのに伴い、個人投資家層中心に人気が高まったた

めである。

以上のように、発行条件と市場利回りの格差いかにによって国債の消化地合は55年中も大きく変動したが、55年5～11月における長期国債の消化好調と中期国債の自然体での募入決定に伴い、55年度中の証券会社扱いになる新発中・長期国債(割引国債を除く)は計3.6兆円、市中消化額に占めるシェア36.2%となり、前年度(1.5兆円、14.0%)を大きく上回った。これはマネーサプライ(M<sub>2</sub>+CD)の約1.8%に相当する額で、既述の金融機関によるノンバンクへの既発国債売却(55年度中約4.8兆円)とともに、国債発行代金の撒布によるマネーサプライ増加圧力を相殺する要因として働いた。

## (今後の課題)

更年後の債券流通利回りは、1～2月中高どまっていたが、3月の公定歩合引下げ前後には短期金利大幅低下の影響等から若干低下し、これを背景に国債、利付金融債など長期債金利は5月から0.3%程度(国債応利-0.359%)引下げられた。しかし、その後、米国金利上昇の影響等から市場関係者の金利先安観は大きく後退し、流通利回りはむしろ上昇をみている。

こうしたなかで、56年度も相当巨額の国債発行が予定されており、国債をめぐる環境の厳しさはなお当分つづくと思われる。かかる状況下、国債の円滑な消化を図りつつ、また国債発行に伴うマネーサプライ増加圧力を今後とも緩和していくには、何よりも国債発行量の減額を毎年着実に進めていくことが最も大切である。先行き企業部門の資金不足拡大が予想されるマネーフロー構造の下で、大量の国債発行がつづくならば、長期金利の高騰に伴い財政による民間資金のクラウディング・アウトといった事態に陥るおそれもあり、そうならば設備投資の安定的な拡大を通じて経済の体質を強化していくことも困難にならざるをえな

い。その点、56年度の国債発行額が2兆円減額されたのは高く評価されるが、引続き中期的な観点から減額の方で努力することが望まれる。また、国債の発行条件については、今後とも市場の実勢に即して一層弾力的に決定されることが望ましい。発行条件の適正な決定がマネーサプライ管

理上も大きな効果を持つことはすでにみたとおりである。市場実勢を最も的確に表わすのは公募入札の結果であり、その意味で公募入札による発行の育成・拡充に意を用いていくべきと考えられる。

## 金融関係参考計表

### 1. 資金需給と金融調節

(単位・億円)

年月中	銀行券	財 政 資 金						その他	資金過 (Δ)不足	準備 預金	日 本 銀 行 信 用			
		一 般 財 政			国債	外為	貸出				債券 売買	買入 手形		
		純一般	食 管											
53年度計	15,791	3,503	100,539	92,029	8,303	Δ103,224	6,188	Δ 2,302	14,590	Δ 617	15,207	7,858	12,349	Δ 5,000
54	16,378	9,370	148,682	136,110	9,153	Δ108,077	Δ31,235	Δ 4,235	11,243	Δ 7,193	18,436	Δ 8,532	3,081	21,000
55	1,915	28,603	116,277	112,543	2,600	Δ100,815	13,141	Δ 9,794	Δ16,894	Δ 1,348	Δ15,546	299	7,542	Δ20,500
55年1月	Δ34,644	Δ30,870	Δ 23,108	Δ 24,453	Δ 1,256	Δ 8,489	727	Δ 529	Δ 3,245	Δ 4,777	1,532	Δ 3,968	—	5,500
2	2,483	Δ 185	8,987	9,369	Δ 395	Δ 7,960	Δ 1,212	Δ 418	3,086	164	2,922	Δ 1,878	—	4,800
3	7,835	20,936	37,564	28,730	Δ 492	Δ 7,721	Δ 8,907	Δ 1,162	Δ11,939	Δ 6,733	Δ 5,206	Δ 3,293	—	Δ 4,800
4	234	33,092	43,412	43,139	Δ 924	Δ 7,755	Δ 2,565	Δ 416	Δ32,442	Δ 6,386	Δ26,056	Δ 5,869	—	Δ17,300
5	Δ11,372	2,665	8,078	16,932	Δ 876	Δ 10,797	5,384	Δ 365	Δ13,672	1,490	Δ15,162	1,538	—	Δ16,700
6	10,032	Δ 3,971	2,816	6,073	Δ 702	Δ 9,503	2,716	Δ 977	14,980	1,809	13,171	8,251	920	4,000
7	Δ 3,698	Δ29,199	Δ 20,197	Δ 23,370	3,539	Δ 8,921	Δ 81	Δ 762	26,263	Δ 1,442	27,705	4,902	2,803	20,000
8	Δ 1,778	Δ10,416	Δ 2,538	Δ 2,443	Δ 427	Δ 7,999	121	Δ 957	9,595	Δ 2,135	11,730	Δ 1,756	986	12,500
9	Δ 1,567	Δ 2,011	5,855	3,186	1,126	Δ 9,828	1,962	Δ 975	1,419	Δ 553	1,972	472	—	1,500
10	Δ 2,282	14	6,733	4,321	3,149	Δ 8,939	2,220	Δ 446	Δ 1,850	5,136	Δ 6,986	1,014	—	Δ 8,000
11	4,600	36,819	45,205	44,125	216	Δ 8,448	62	Δ 725	Δ31,494	135	Δ31,629	Δ15,629	—	Δ16,000
12	32,943	2,568	6,181	10,526	Δ 179	Δ 3,795	182	Δ 1,280	31,655	2,737	28,918	15,085	2,833	11,000
56年1月	Δ32,519	Δ25,799	Δ 21,477	Δ23,716	Δ 876	Δ 7,422	3,100	Δ 671	Δ 6,049	1,283	Δ 7,332	Δ 332	—	Δ 7,000
2	4,485	4,407	11,855	12,443	Δ 683	Δ 7,482	34	Δ 829	907	1,925	Δ 1,018	Δ 1,018	—	—
3	2,837	20,433	30,353	21,322	Δ 759	Δ 9,926	6	Δ 1,390	Δ16,206	Δ 5,347	Δ10,859	Δ 6,359	—	Δ 4,500

注. Δは銀行券…還取超、財政…揚超、準備預金…積増、貸出…回収、債券売買…売却を示す。

### 2. 公定歩合、預貯金金利等の推移

(%)

	52/5	9	53/3	4	54/4	5	7	8	11	55/2	3	4	8	11	12	56/3	4
(実施日) 公定歩合	5.0	(5) 4.25	(16) 3.5	→	(17) 4.25	→	(24) 5.25	→	(2) 6.25	(19) 7.25	(19) 9.0	→	(20) 8.25	(6) 7.25	→	(18) 6.25	→
預貯金金利																	
銀行																	
定期預金																	
3 か月	3.75	3.25	→	2.5	→	3.25	→	4.0	→	→	5.0	6.0	→	→	5.0	→	4.25
6 か月	5.0	4.5	→	3.75	→	4.5	→	5.25	→	→	6.25	7.25	→	→	6.25	→	5.5
1 か年	5.75	5.25	→	4.5	→	5.25	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25
2 か年	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5
普通預金	2.0	1.5	→	1.0	→	1.5	→	2.0	→	→	2.75	3.25	→	→	2.75	→	2.25
通知預金	2.25	1.75	→	1.25	→	1.75	→	2.25	→	→	3.0	3.5	→	→	3.0	→	2.5
郵便貯金																	
定 額																	
1年未満	4.25	3.75	→	3.0	→	3.75	→	4.5	→	→	5.5	6.5	→	→	5.5	→	4.75
1年以上	4.75	4.25	→	3.5	→	4.25	→	5.0	→	→	6.0	7.0	→	→	6.0	→	5.25
1年6月*	5.5	5.0	→	4.25	→	5.0	→	5.75	→	→	6.75	7.5	→	→	6.75	→	6.0
2年 "	5.75	5.3	→	4.6	→	5.3	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25
3年 "	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5
短期貸出・標準金利	5.25	4.5	3.75	→	4.5	→	5.5	→	6.5	7.5	9.25	→	8.5	7.5	→	6.75	→

## 3. 短期市場金利、為替相場の推移

(資金出し手ベース、%)

	コール(中心)		手 形			C D		現 先			為替相場 (対米ドル 終 値) 円
	無条件	7日物	1か月物	2か月物	3か月物	120日未満	150日超	翌月物	2か月物	3か月物	
54年1月末	4.5	4.5	4.5625	4.625	4.625	—	—	3.967	4.295	4.627	201.40
2	↓	4.625	↓	4.5	4.5 ~4.5625	—	—	4.361	4.797	4.887	202.35
3	4.75	4.8125	4.8125 ~4.875	4.625	4.875	—	—	4.846	4.909	4.960	209.30
4	5.125	5.25	5.3125 ~5.375	5.5	5.5 ~5.6875	—	—	4.401	4.712	4.874	219.15
5	5.25	5.375	5.4375	↓	5.625 ~5.6875	5.283	5.501	4.585	5.001	5.222	219.70
6	5.625	5.6875	5.9375	6.0	6.125 ~6.1875	5.476	5.615	4.818	5.164	5.322	217.00
7	6.5625	6.6875	6.875 ~6.9375	7.0	7.0 ~7.125	6.340	6.561	4.962	5.389	5.815	216.90
8	6.75	6.8125	6.9375 ~7.0	↓	7.0625	6.639	6.811	5.875	6.191	6.412	220.05
9	↓	6.875	6.9375	↓	7.0625 ~7.1875	6.874	7.020	5.989	6.275	6.457	223.45
10	6.9375	7.0625	7.1875 ~7.3125	7.3125 ~7.5625	7.75 ~7.875	7.392	7.250*	6.092	6.474	6.955	237.80
11	7.75	8.0625	8.25 ~8.3125	8.25 ~8.3125	8.3125 ~8.4375	8.040	8.155	6.955	7.556	7.777	249.50
12	8.375	8.3125	8.375	8.375	8.5	8.343	8.318	7.309	7.617	8.006	239.90
55年1月末	8.1875	8.25	8.4375	8.4375 ~8.5	8.5625 ~8.625	8.473	8.514	6.963	7.463	8.016	238.80
2	9.4375	9.5	9.75 ~9.8125	9.75 ~9.9375	9.9375 ~10.125	9.506	9.824	9.040	9.592	9.872	249.80
3	12.125	12.1875	12.75	13.5	13.75 ~13.8125	13.356	13.311	11.879	12.346	12.700	249.70
4	12.375	12.5625	13.0	13.5625	13.875	13.693	13.367	9.881	11.136	12.124	238.30
5	12.75	13.0625	13.5625 ~13.6875	13.6875 ~13.75	13.75	13.267	12.686	11.067	12.060	12.531	224.40
6	12.6875	12.9375	13.1875	13.1875	13.4375*	11.644	10.090	11.099	11.027	10.867	218.15
7	12.75	12.8125	12.8125 ~12.9375	12.6875 ~12.8125	12.6875 ~12.8125	11.660	11.390	11.902	11.822	11.542	226.85
8	11.625	11.6875	11.5	11.4375 ~11.5	11.375 ~11.4375	11.260	11.067	11.082	10.999	10.948	219.20
9	11.3125	11.375	11.5 ~11.5625	11.5	11.4375	11.475	11.027	11.568	11.367	11.312	212.00
10	10.8125	10.8125	10.25	10.25*	10.25*	10.211	9.740	9.202	9.446	9.568	211.75
11	9.5	9.75	9.75	9.625	9.625	9.759	9.167	9.486	9.725	9.800	216.75
12	9.375	9.375	9.4375	9.5	9.5*	9.792	9.200	9.455	9.435	9.425	203.60
56年1月末	8.875	8.9375	8.875	8.75 ~8.8125	8.875*	8.694	8.464	7.993	8.193	8.320	205.20
2	8.625	8.6875	8.5 ~8.625	8.375	8.375	8.464	8.327	8.440	8.459	8.461	208.85
3	7.4375	7.5	7.5	7.375 ~7.5	7.375 ~7.5	7.477	7.335	7.405	7.305	7.340	211.40
4	7.1875	7.1875	7.125	7.25	7.25	7.226	7.173	6.259	6.666	6.764	215.00

- (注) 1. \*印は月末時に出合いがなかったため、直近時点のものを記載。  
2. 手形の2か月物、3か月物は55年10月15日以前は2山越、3山越。  
3. CDは都・長銀、信託の月末日を含む1週間のもの。

4. 債券利回り等の推移

(1) 新発債応募者利回り等の推移

(単位・%)

	国債	政保債	地方債	事業債	金融債	長期貸出 最優遇金利
52年5月	7.487	7.676	7.889	8.090	7.500	8.400
6	↓	↓	↓	↓	↓	8.200
7	7.286	7.430	7.531	7.688	7.300	7.900
8	6.984	7.042	7.085	7.185	7.000	↓
9	↓	↓	↓	↓	↓	7.600
10	6.683	6.741	6.783	6.884	6.700	↓
11	↓	↓	↓	6.938	↓	↓
53年2月	↓	↓	↓	6.737	↓	↓
3	↓	↓	↓	↓	↓	7.100
4	6.180	6.240	6.281	6.436	6.200	↓
54年3月	6.582	6.641	6.683	6.876	↓	↓
4	7.286	↓	↓	↓	↓	↓
5	↓	7.343	7.386	7.579	6.800	7.700
8	7.788	7.844	7.889	8.022	7.300	8.200
55年3月	8.090	8.145	8.190	8.324	7.900	8.800
4	8.888	8.989	9.042	9.187	8.600	9.500
7	8.546	8.646	8.700	8.842	↓	↓
8	↓	↓	↓	8.742	↓	8.800
11	↓	↓	↓	↓	↓	↓
12	8.227	8.282	8.329	8.409	7.900	↓
56年4月	↓	↓	↓	↓	↓	8.500
5	7.868	7.924	7.969	8.063	7.600	↓

(2) 債券流通利回りの推移

(指標気配、いずれも最長期物、%)

	国債			金融債	事業債
	最長期物	6.1%国債(上場相場)	8.0%国債		
53年3月末	6.250	—(—)	6.215	5.762	6.471
6 "	6.272	—(—)	6.184	6.132	6.512
9 "	6.631	—(—)	6.452	6.160	6.738
12 "	6.435	—(—)	6.300	5.861	6.721
54年3月末	7.749	7.749(7.683)	7.126	7.080	7.420
6 "	8.742	8.742(8.846)	7.978	7.932	8.260
9 "	8.645	8.645(8.508)	7.643	7.692	7.849
12 "	9.133	9.262(9.234)	8.198	8.357	8.228
55年1月末	8.561	9.259(9.231)	8.028	8.208	8.075
2 "	9.357	10.039(9.983)	8.756	9.232	8.656
3 "	10.160	10.573(10.303)	9.472	10.827	9.809
4 "	9.997	10.643(10.499)	9.757	9.996	9.375
5 "	8.769	9.477(9.150)	8.552	8.731	9.218
6 "	8.252	9.051(9.030)	8.239	8.102	8.535
7 "	8.529	9.420(9.250)	8.537	8.139	8.480
8 "	8.604	9.435(9.500)	8.547	8.244	8.473
9 "	8.790	9.726(9.600)	8.770	8.396	8.500
10 "	8.529	9.560(9.470)	8.532	8.341	8.404
11 "	8.887	10.107(10.050)	8.950	8.527	8.537
12 "	8.866	9.778(9.750)	8.945	8.445	8.504
56年1月末	8.337	9.489(9.400)	8.601	8.506	8.331
2 "	8.177	9.585(9.500)	8.342	8.335	8.372
3 "	7.872	9.164(9.150)	7.904	7.842	8.191
4 "	8.005	9.477(9.480)	7.968	7.837	8.154

(注) 計数は売買気配の平均値。

5. マネーサプライ関連指標の推移

(%)

	平 残 増 加 率								末 残 増 加 率		
	銀行券 前年比	M <sub>1</sub> 前年比	季調済前期 (月)比(年率)	現金通貨 前年比	預金通貨 前年比	準通貨 前年比	M <sub>2</sub> +CD 前年比	季調済前期 (月)比(年率)	M <sub>1</sub> 前年比	M <sub>2</sub> +CD 前年比	M <sub>3</sub> +CD 前年比
54年1~3	12.0	11.1	2.4(9.9)	11.9	10.8	13.0	12.3	2.8(11.8)	11.6	12.3	13.6
4~6	13.1	14.1	3.8(15.9)	12.9	14.4	11.0	12.3	2.9(12.0)	13.4	12.2	13.2
7~9	11.4	9.9	0.7(3.0)	11.2	9.5	11.8	11.7	2.7(11.1)	9.6	11.7	12.9
10~12	10.3	8.0	1.2(4.9)	10.5	7.3	11.8	11.2	2.4(10.0)	5.5	10.2	11.6
55年1~3	9.8	7.2	1.3(5.4)	9.2	6.7	11.4	10.6	2.3(9.6)	5.8	10.0	11.2
4~6	8.8	4.7	1.2(4.7)	8.5	3.7	11.8	10.1	2.3(9.5)	0.9	8.9	10.3
7~9	5.6	-0.2	-3.6(-13.6)	5.3	-1.7	12.1	8.4	1.1(4.5)	-1.5	7.7	P 9.5
10~12	4.2	-1.1	0.2(0.7)	3.7	-2.4	12.0	7.8	1.9(7.7)	-1.8	7.6	P 9.8
56年1~3	2.6	-1.5	0.9(3.7)	2.5	-2.6	12.0	7.6	2.1(8.7)	-2.7	7.1	P 9.4
55年 1	9.3	6.5	-0.4(-5.2)	8.6	6.0	11.7	10.6	0.5(6.2)	4.5	10.1	11.4
2	9.7	7.0	1.2(15.2)	9.2	6.4	11.6	10.8	1.1(14.7)	6.2	10.2	11.4
3	10.4	8.1	1.4(18.2)	9.7	7.6	11.0	10.6	0.8(9.5)	6.6	9.7	10.9
4	10.0	7.0	1.3(16.1)	9.5	6.4	11.1	10.4	0.7(8.9)	0.3	9.0	10.5
5	8.1	4.1	-1.0(-11.3)	7.9	3.2	12.4	10.3	1.0(12.5)	1.9	9.1	10.5
6	8.3	3.0	-2.3(-23.9)	8.2	1.6	12.0	9.6	0.1(0.8)	0.7	8.5	10.0
7	6.7	0.5	-1.4(-15.5)	6.3	-1.0	12.1	8.8	0.3(3.4)	-2.0	8.0	9.5
8	5.7	-1.2	-1.2(-13.8)	4.9	-2.9	12.5	8.3	0.4(4.9)	-2.1	8.9	10.4
9	4.4	-0.1	1.3(16.8)	4.8	-1.4	11.7	8.0	0.5(6.7)	-4.3	6.1	P 8.6
10	4.6	-0.8	-0.7(-8.1)	4.2	-2.1	11.5	7.6	0.5(6.5)	-1.9	7.2	P 9.4
11	5.0	-0.9	0.4(4.8)	4.0	-2.2	11.9	7.9	0.9(10.9)	-1.6	8.5	P10.4
12	3.3	-1.5	0.5(6.2)	3.1	-2.9	12.7	7.8	0.8(9.8)	-2.0	7.2	P 9.6
56年 1	3.2	-1.8	-1.4(-15.6)	2.9	-3.1	11.9	7.4	0.2(1.8)	-1.7	7.2	P 9.5
2	2.6	-1.1	2.3(31.7)	2.4	-2.1	11.8	7.6	1.3(16.3)	-2.1	7.4	P 9.5
3	2.0	-1.6	1.0(12.3)	2.2	-2.5	12.4	7.7	0.8(10.5)	-4.2	6.9	P 9.2

M<sub>1</sub>=現金通貨\*+全国銀行、相互、信金、農中、商中の要求払預金(預金通貨)。

\*現金通貨 = 銀行券発行高+補助貸流通高-金融機関保有現金。

M<sub>2</sub>+CD = M<sub>1</sub>+上記金融機関の定期性預金(準通貨)+CD。

M<sub>3</sub>+CD = M<sub>2</sub>+郵便局、農・漁協、信組、労金の預貯金+信託元本(金銭信託、貸付信託)+CD。

四半期計数は月中平残または

月末残高の3か月平均による。

Pは速報。

## 6. 業態別金融機関貸出動向

(外貨建貸付を除く増加額、億円、%)

	都市銀行			長期信用銀行			信託銀行			地方銀行			相互銀行			信用金庫		
	増加額 前年比	残高 前年比		増加額 前年比	残高 前年比		増加額 前年比	残高 前年比		増加額 前年比	残高 前年比		増加額 前年比	残高 前年比		増加額 前年比	残高 前年比	
54年1～3	9,764	▲19.1	8.6	2,695	▲13.1	7.5	3,480	25.1	7.0	7,738	31.4	11.3	3,978	32.6	13.4	3,676	9.1	11.3
4～6	8,826	▲9.9	8.2	2,385	17.5	7.6	3,430	56.6	7.6	▲565	—	12.4	2,998	36.9	13.7	2,691	7.0	12.4
7～9	7,660	▲31.0	7.5	2,060	▲16.6	7.2	2,510	▲20.3	7.2	11,800	▲27.6	10.5	5,219	▲31.3	11.7	10,554	34.7	13.3
10～12	14,960	▲21.0	6.6	2,315	▲21.3	6.6	3,050	▲11.0	6.8	13,579	▲23.4	8.9	6,062	▲20.8	10.3	12,879	28.4	14.0
55年1～3	8,880	▲9.1	6.4	2,670	▲0.9	6.5	3,150	▲9.5	6.5	6,870	▲11.2	8.5	3,246	▲18.4	9.6	2,988	▲18.7	13.4
4～6	7,307	▲17.2	6.1	2,150	▲9.9	6.2	2,915	▲15.0	6.1	▲1,164	—	8.3	1,682	▲43.9	8.8	251	▲90.7	12.2
7～9	7,356	▲4.0	6.0	1,945	▲5.6	6.0	2,425	▲3.4	6.0	11,492	▲2.6	8.0	4,998	▲4.2	8.4	8,163	▲22.7	10.6
10～12	16,159	8.0	6.0	2,473	6.8	6.0	3,310	8.5	6.0	15,459	13.8	8.2	6,313	4.1	8.3	9,415	▲26.9	8.6
56年1～3	10,073	13.4	6.1	3,287	23.1	6.3	3,920	24.4	6.3	8,863	29.0	8.5	3,221	▲0.8	8.1	745	▲75.1	7.6

(注) 期末休日要因調整後。

## 7. 国債発行額の推移

(収入金ベース、億円)

	発行総額	シ 団 引 受	利付国債 (10年)		割引国債	入札発行 (中期国債)	運用部 引 受	発行残高 〈年度末・ 額面ベース〉
				うち 証券団取扱額				
50年度	52,805	44,405	44,405	3,009	—	—	8,400	149,731
51	71,982	61,844	61,164	9,440	680	—	10,138	220,767
52	95,612	85,612	83,512	20,514	2,100	—	10,000	319,024
53	106,740	93,740	91,540	17,771	2,200	10,000	3,000	426,158
54	134,720	97,720	95,520	10,895	2,200	10,359	26,641	562,513
55(※ 見込み)	142,700	85,700	83,600	20,583	2,100	17,316	39,684	705,098
56(予定)	122,700	70,100	68,100	—	2,000	17,600	35,000	—

(注) 55年度のシ団引受には3月末発行未済2,198億円を含む。



## (付) 昭和52年以降の主な金利自由化・弾力化措置

短 期 金 融 市 場			債 券 市 場	
コ ー ル 市 場	手 形 売 買 市 場	現 先 ・ C D 市 場 等	流 通 市 場、オ ペ 方 式 等	発 行 市 場
			(52年) 金融機関保有国債の売却自由化 (発行後1年末満を除く) (52/12) 日本銀行の債券オペ方式について割当額方式から希望額方式へ変更	(52/1) 5年もの割引国債の発行 (期間多様化)
(53/6) コール・レートの建値弾力化  (10) 自由レートによる7日ものコールの新設	(53/6) 振出し後1か月を経過した手形の転売および同レートでの自由化  (11) 自由レートによる1か月手形の新設、3、4山越え手形レートでの自由化		(53/1) 日本銀行の債券オペ価格について相場相場基準から公募入札方式への変更決定  (1) 公募入札方式による資金運用部の対市中国債売却実施  (6) 公募入札方式による日本銀行の国債買いオペ実施	(53/6) 公募入札方式による3年もの利付国債の発行(公募入札発行開始、期間多様化)
(54/4) コール・レートの建値を廃止し、レートをすべて自由化 期日物コールの期間多様化	(54/10) 2山越え手形レートの建値を廃止し、レートをすべて自由化	(54年以降) 金融機関の現先取引制限を緩和  (54/5) CD創設  (5) 非居住者の現先取引自由化	(54/5) 日本銀行、債券オペの機動化を決定(いわゆるクイック・オペ、54/6第1回実施)	(54/6) 公募入札方式による2年もの利付国債の発行
(55/11) 一部証券会社のコール取入を容認。		(55/3) 外国政府、外国中央銀行、国際機関が保有する非居住者自由円預金の金利自由化  (4) CD発行限度の引上げ	(55/5) 証券取引所上場(発行後7～9か月)以降の金融機関保有国債の売却自由化	(55/6) 公募入札方式による4年もの利付国債の発行
			(56/4) 発行後約3か月を経た金融機関保有国債の売却自由化	