

昭和56年の金融および経済の動向

〔目 次〕

1. はじめに
2. 実体経済の動向
 - (1) 景気の動向
 - (2) 物価の動向
 - (3) 経常収支の動向
3. 金融面の動向
 - (1) 短期金融市場の動向と金融調節
 - (2) 金融機関の融資態度とポジションの動向
 - (3) 債券市場の動向
 - (4) マネーサプライの推移と水準の評価
 - (5) 企業金融の動向
 - (6) 財政部門の動向

1. はじめに

(海外情勢)

わが国経済を取巻く海外経済情勢をみると、53年末から55年にかけて断続的に実施された原油価格引上げの影響から、55年中景気後退、物価の騰勢、国際収支不均衡といったいわゆるトリレンマにおそわれ、その後56年にかけてもこうした第2次石油危機の後遺症が景気面を中心に色濃く尾を引いた。すなわち、景気動向をみると、米国が55年夏以降緩やかな回復に転じたあと56年初には一時的に成長率を高めたものの、春頃から個人消費、住宅投資等家計支出の鈍化、輸出の伸び悩みを主因に停滞気味に推移し、年末にかけては在庫調整の本格化とともに一段と景気後退色を濃化した。一方、欧州でもフランスが56年央以降個人消費の増加等からやや持ち直しをみたほかは総じて景気は停滞基調で推移し、こうした中であって欧米諸国の雇用情勢は悪化の度合を強めた。また、発展途上国でも、欧米諸国の景気停滞の影響や国際商品市況の軟化等から景気は不冴え裡に推移した。一方、物価面では、各国とも上昇率はなお高くインフレ期待も依然として拭ききれないが、世界的な石油需給の緩和や各国の長期にわた

る緊縮政策の効果浸透などから騰勢が鈍化しており、とりわけ米国では、前年後半に12~13%であった消費者物価の前年比上昇率は年末にかけ1桁まで低下し、更年後3月には7%前後にまで低下している。また、米国、西ドイツ、イギリスをはじめ多くの国で、雇用情勢の悪化やインフレ率の低下を背景に賃金上昇率が鈍化の兆候をみせており、こうした傾向が今後定着するか否かが注目される。この間、国際収支面でも、景気停滞、省エネの促進を背景とした原油輸入の減少、原油をはじめとする国際商品市況の落ち着き等から先進工業国全体としての赤字幅は大幅に縮小し、反面、産油国の経常収支黒字幅は急速に縮小するなど、不均衡の是正が進んだ。

一方、各国の政策運営態度をみると、総じて「インフレを抑制してこそ持続的成長が可能となる」との基本姿勢を崩さず、物価鎮静を政策目標の軸に据えた厳しい緊縮政策が金融面中心に展開された。とくに米国金利の高どまりは世界的に未曾有の高金利現象を長期化させる一因となり、また米国金利の不安定は為替相場にも大きな影響を与える要因となった。すなわち、こうした高金利の発端となった米国では、財政赤字の圧縮が芳しくない状況下インフレ心理の鎮静のために厳しい

金融引締めスタンスが続けられ、欧州主要国でも国内インフレ抑制と為替相場の下落防止のため、高金利政策が維持された。一部欧州諸国では昨秋以降、インフレ率の低下、国際収支の改善等を眺め、失業問題の深刻化に対処して為替相場が比較的安定した時機をとらえて金利引下げに踏切る動きがみられるが、米国金利が財政赤字拡大懸念などから高どまりしているだけに、世界的な高金利の是正にはなお時日を要するとの見方が強い。

(景気動向と物価、国際収支)

このように海外各国が第2次石油危機後の後遺症ともいべきインフレ、不況両面からの圧力に呻吟する中であって、わが国経済も年間を通じて原油価格上昇に端を発した国内経済の調整過程から脱け切れない状況が続けた。すなわち、大企業設備投資および輸出が底固い動きを示す一方、個人消費、住宅投資、中小企業設備投資といった最終需要が盛上りを欠くという展開の中で、55年春に表面化した在庫調整は、56年秋口まで尾を引き、素材業種を中心に厳しい減産態勢の継続、強化を余儀なくされた。こうした国内経済調整の長期化は、原油価格上昇に伴うわが国から産油国への所得移転の直接的影響(物価上昇による実質所得の低下)からほぼ脱却しえたのちも、いわばその間接的な影響(名目家計所得回復の遅れと関連部門への波及)が長く尾を引き、個人消費、住宅といった家計関連支出およびこれに関連の深い中小企業の設備投資が停滞を余儀なくされたためであった。

その後、秋口にかけて在庫調整が一部業種を除いてほぼ終了し、この面からの生産に対する重石が外れる局面に入ったが、上記のような家計支出関連部門およびこれと関係の深い中小企業部門の需要はなお一進一退の域を脱しうるまでに至らなかった。そうしたところへそれまで伸長を続けてきた輸出が大きく鈍化、また公共投資の上期前倒

しの反動減も顕現化し、これら外生需要の落込みが、景気回復を制約する貌となっている。これを実質GNPでみると、56年第4四半期(速報)は約7年振りにマイナスとなり、56年年間でみた実質GNPも+2.9%と51~54年の5%台、55年4.2%のあと大きく低下した。更年後もこうした流れに大きな変化はなく、生産、出荷は昨秋以降足踏みの様相を呈している。

こうした景気展開の中で物価は落着き傾向を続けた。55年央頃を境に急速に鎮静化傾向に転じた卸売物価は、56年春先から夏場にかけて為替円安に伴う石油製品の値上げを主因にわずかながら上昇をみたが、石油関連以外の国内品は需給引緩みを背景に落着いた動きをたどり、年末にかけては保合い圏内の小動きで推移した。

また、消費者物価はこうした卸売物価の落着きに加え、公共性料金の引上げも全体として小幅にとどまったこと、さらには賃金ならびに個人消費の落着き等を背景にサービス料金が安定した動きを示したことから総じて落着き基調で推移し、56年初7%台であった前年比上昇率は逐月伸び率を低め年末にかけては3~4%台にまで低下した。

一方、国際収支面では、56年4月には54年春から続いた経常収支赤字基調が黒字に転化するなど着実な改善を示し、その後も多少のフレはあるものの趨勢的に黒字幅を拡大した。もっとも、11月以降は上記輸出の停滞を主因に経常収支の黒字幅は目立って縮小した。

(財政の動向)

この間財政面では、経済活動の緩慢な推移を眺めて公共事業契約の前倒し発注が推進され、公共工事着工額は春以降増加傾向をたどったが、年末にかけてはこの反動減が現われた。

財政バランスは、歳出抑制方針にもかかわらず56年度も予想以上の悪化を余儀なくされているが、これには第1次石油危機後公共事業の大幅拡

大が図られたことの後遺症、国債費や社会保障関係費等硬直的、構造的な支出要因の増大、成長鈍化に伴う税収の伸び悩み、等複合的要因が絡んでおり、収支悪化がいわば循環的な性格にとどまらないだけにその改善は容易ではない。

しかし、財政赤字拡大によるインフレの懸念を払拭し、同時に中長期的にみて民間経済の活力を生かしていくためには、今後とも財政再建への努力が続けられなければならない状況にある。

(金融政策の展開)

日本銀行は以上のような内外経済情勢の展開を注視しつつ、機動的、弾力的な政策対応を行ってきた。すなわち、55年8月には、第2次石油危機による物価上昇が鎮静に向うことが明確となったため、公定歩合をそれまでの9%(第1次石油危機後のピークと比肩)から8.25%へと引下げたが、その後も物価の鎮静傾向が定着し、また、円相場も引続き落着き気味に推移する一方、経済の各分野に停滞色が強まったことに配慮して、55年11月、さらに56年3月と各々1%の公定歩合引下げを実施し、これと併せて預金準備率の引下げも行った。また窓口指導についても55年10~12月以降抑制色を緩和した。さらに56年12月には、こうした措置実施以降も、物価が安定基調を続けるなかで景気の展開はなお緩やかなものにとどまったため、為替相場が頃来の円安を改めつつある機をとらえて公定歩合の0.75%追加引下げに踏切った。

なお、こうした基本的な政策運営方針を続ける中で、内外諸情勢の変化に即し、日本銀行は種々の角度から所要の対応を行っている。

例えば第1に、米国の高金利と乱高下の持続が予想される状況下、56年3月の公定歩合引下げ時には、内外金利差に基づく短期的な資金移動が円相場に好ましくない影響をもたらす事態に備えて「基準外貸付制度」を新たに導入した(この制度は今までのところ発動していない)。また、本年3

月以降の資金余剰期に当っては米国高金利の持続を主因に為替相場がとかく円安に振れ易い地合いにある点にかんがみ、行過ぎた金利先安観に歯止めをかける方向で市場調節を実施している。

第2に、財政収支の悪化を背景に国庫の資金繰りが逼迫気味に推移したため、政府は多額の短期証券の発行を行い、日本銀行は保有残高の累増を余儀なくされた。こうした状態にあって日本銀行は資金余剰期の金融調節に当って従来の売出手形によるオペレーションに加え保有短期証券の売却を実施した。この調節手段は流動性の吸収先が金融機関段階にとどまらず一般企業にも短期の投資対象として受入れられたため、資金吸収が遙かに円滑となり、またインターバンク市場とオープンマーケットとの金利裁定を促進することになった。こうした方向を更に拡充していくことは、金利機能を通ずるマネーサプライのコントロールの視点からみても望ましいといえよう。

いずれにしても、昨今における金融政策の運営は、世界的な高インフレ下において未曾有の国際的高金利状態が持続し、一方国内にあっては財政赤字の巨大化に伴って裁量的財政政策の余地が狭まり、その分金融政策の負担が高まるなど、一層難しさを増しているのが実情である。

(現状と展望)

以上みてきたように、わが国経済は第2次石油危機のもたらしたインフレ圧力を逸早く克服し、また国際収支も現状ほぼ均衡圏内にあるが、景気の展開は極めて緩やかなものにとどまっている。56年秋口からみられている輸出の鈍化も、石油危機の影響をなお克服しきれないでいる世界経済の現況が日本経済に投影した面が強く、わが国のみ独り高い経済成長を望むことは困難であることを物語っている。このところ石油価格が安定しているほか、主要国におけるインフレ率も着実に低下しようとしているうえ、在庫調整も進捗するな

ど、世界経済回復へ向けての素地が形成されつつあるとみられる。ただ、各国の失業率は極めて高く、インフレ抑制のためにとられた高金利政策の後遺効果もお尾をひくとみられるだけに、わが国を取巻く経済環境はなお厳しく、そうした中で景気の展開も引続き緩やかなものにとどまるものと予想される。

日本経済は既に2年にわたって低目の成長を続けているが、この間企業の経営マインドは総じて比較的平静を維持しているようにうかがわれる。これは二度にわたる石油危機をどうにか乗り切りつつあるといった企業家の自信、その背後にある企業収益の底固さに支えられている面が大きい。こうした収益基調の底固さは、原油をはじめとする国際商品市況の落ち着きから企業の交易条件が安定裡に推移しているといった事情のほか、第1次石油危機後企業が努力を傾注した省エネ、原単位低下、在庫管理の徹底、さらには新製品開発等効率化を軸とした積極経営の効果が累積的に顕現していることや、生産性とのバランスに意を用いたモデレートな賃金上昇等、労使一体となつての絶えざる経営合理化努力を続けてきたことの成果によるところが大きい。このように民間経済主体は、石油危機乗切りの過程で中低成長経済への適応を着実に進めつつあり、これが低成長下で企業が平静を保ちうる基本的背景をなしていると思われる。当面、景気の展開が引続き緩慢とみられる状況下、経済の基本的バランス(企業収益、雇用等)が引続き安定を続けうるかについては、いわゆる構造不況業種の在り方の問題を含めて、今後とも慎重に見守る必要があるが、少なくとも例えば第1次石油危機後当時に比べ、企業の体質が強化されていることは疑いを容れない。現在、引続きこうした方向で企業体質の強化を進めることが、流動的な国際経済の中で日本経済の耐久力、転換能力を高め、健全性を維持するために不可欠

であるが、こうした過程を円滑かつ確実に進める上で、金融、財政政策の果すべき役割もまた大きい。

(内外通貨価値安定の重要性)

まず、市場原理を通じこうした調整を円滑に進めるには、物価安定を最優先した政策運営を引続き堅持することが肝要である。インフレ下では企業の合理化努力が緩みがちになるほか、インフレを前提とした投資、経営活動を通じて資源配分自体に歪みが生ずることは、内外の経験が示すところである。今後の物価を巡る環境をみると国内景気の展開は引続き緩やかとみられるが、同時に、上記のような企業の中低成長経済への適応進捗とも関連してこのところマクロ的にみれば生産能力の伸びが低下しつつあるやにうかがわれる点にも十分留意する必要がある。また、海外諸国のインフレ率はこのところ低下傾向にあり、こうした動きが定着することが期待されるが、現段階ではインフレマインドが払拭されたとは言い難く、また政治経済情勢も流動的である。それだけに、今後とも総需要を適切に管理することにより、輸入インフレのホームメイドインフレ化を防止しうだけの態勢を常に整えておくことが肝要である。こうした物価安定重視の政策は、為替相場安定のためにも必要であるが、同時に為替相場の円高方向への安定が、物価安定を持続的なものにするほか、競争促進を通じて企業の合理化努力、体質強化努力を促す役割を果たすことも忘れてはならない。逆に為替相場の円安化は物価ないし企業収益に対して悪影響を及ぼすのみならず、貿易摩擦問題を激化させるおそれが多いなどの弊害をもたらすことはいうまでもない。日本銀行は、円安進行の局面では内外金利差の拡大の抑制、時々の必要に応じた平衡介入等を通じて市場心理に弾みがつくのを極力防止してきたが、これもこうした配慮に基づくものである。

(マネーサプライ管理と金利機能)

以上のように円の内外部価値の安定を確保するには、金融政策の機動的な運営、これらを通ずるマネーサプライの適切な管理が大切である。マネーサプライは昨年初をボトムにしてそれ以降漸次伸び率を高め10～12月には10%台に達し、1～3月も2桁台の伸びを示している。こうした推移は金融緩和姿勢を端的に反映したものといえるが、現在のマネーサプライ水準は今後の景気回復を支える上で既に十分な水準となっており、今後は物価の安定確保の観点からこれ以上その伸びが加速することのないよう留意する必要があると考えられる。ところで、マネーサプライの適切な管理を実現するうえで、金利機能の果たす役割が極めて重要である。既に短期金融市場における金利の自由化を極力推進してきた結果、インターバンク市場とオープンマーケット市場の金利裁定が活発化しているほか、債券流通市場との間の長短金利の裁定も次第に円滑化する方向にあり、日本銀行の金融調節態度の変化が各経済主体に迅速かつ広範に波及する環境は、一段と整いつつあるように思われる。今後も新外為法下、活発な内外資本交流が予想されるほか、巨額にのぼる既発国債の償還期接近による期近債市場の拡大、さらには企業、個人等の金利選好の高まり等を背景に、金利自由化の潮流はさらに進展するものと予想すべきであろう。もとより今後の金利自由化推進にあたっては、金融機関の健全性、信用秩序の維持等の面にも十分配慮していかなければならないが、自由化による混乱を防止しつつ金利機能活用を場を拡充していくことはマネーサプライ・コントロールの上で不可欠なことである。日本銀行としては、金融調節の効果を一層高めるため、こうした点を念頭に置きつつ今後とも金融市場の整備と金利機能活用に引続き努力していく意向である。

2. 実体経済の動向

(1) 景気の動向

(緩やかな景気の展開)

56年中のわが国経済は、引続き第2次石油危機による後遺症の克服過程として位置付けることができよう。53年末からの原油価格上昇の影響の足どりを振返ってみると、まず物価面では、55年後半には製造業の投入、産出価格がともに顕著な騰勢鈍化を示すなど国内品への波及はほぼ一巡し、それ以降卸売物価、消費者物価とも多少の起伏はあるがおおむね落ち着いた動きを続けた。また、国際収支面についても、輸出の増加、輸入の着きによる貿易収支の黒字幅拡大を主因に56年4～6月期以降秋頃まで経常収支の黒字拡大傾向が続いた。このように、わが国経済は石油危機の直接的インパクトは比較的短期間で克服したが、その間接的影響は56年中も尾を引き、在庫調整が秋口まで続くなど、景気の足どりは緩やかなものとどまった。また、業種・企業規模別等の跛行性も色濃く残存した。

すなわち、55年4～6月以降調整局面に入った民間在庫投資は、56年入り後も秋口まで調整を続けたが、メーカーがカルテル結成等を梃子に減産強化を行ったにもかかわらずこのように在庫の調整が長引いたのは、最終需要の回復が全体として緩やかなものとどまったためであった。大企業の設備投資は、省エネ、合理化、技術革新、新製品絡みの研究開発等需要動向に比較的左右されにくい自律的な投資誘因が根強かったことや、収益基盤も安定していたことなどを背景に総じて堅調な動きを示し、また、輸出も昨秋までは根強い増加を示し景気を下支えた。しかし、個人消費、住宅投資といった家計支出は実質所得の伸び悩みを背景に停滞気味に推移した。すなわち、個人消費は可処分所得が時間外収入の伸び悩み、公租公課

負担の増大等からベア率(7.6%)をかなり下回る伸びにとどまったため、物価が安定化傾向を強めたにもかかわらず盛上りを欠くままに推移した。また住宅投資も、所得伸び悩みに加え、人口移動、婚姻件数の鈍化といったいわば構造的な要因も加わって低迷状態を続けた。こうした家計関連支出の停滞を映じてこれと関連の深い中小企業の設備投資は非製造業を中心に低調裡に推移した。この間、公共投資をみると、年度前半には公共事業契約前倒しの効果もあってある程度景気の下支え的役割を果たしたが、下期にはその反動から減少し、年度間としてはほぼ景気中立的なものとなった。

こうした景気の推移を56年中の実質GNP成長率でみると(第1表)、1～3月(季節調整済み前期比、年率)+3.0%のあと4～6月は+4.8%と伸びを高めた。しかし7～9月は国内民需の伸び悩

みから3%台に低下し、その後10～12月には国内民需が緩やかな回復傾向を示す中で輸出が大幅な落込みを示したため、50年1～3月以来約7年振りのマイナス成長となった。また56年中では前年比+2.9%と前年の伸び(+4.2%)をかなり下回り、年間を通じた需要項目別の寄与度をみても、秋口までの輸出の増勢等から経常海外余剰の寄与度が全体の7割強を占める外需依存色の濃いパターンとなった。

(石油危機の後遺効果と景気パターン)

上記のように56年中の景気は回復感に乏しい展開となったが、これは基本的には第2次石油危機の影響が56年中も尾を引いたことによるものであった。景気の流れをやや長い眼で振り返ってみると、原油価格上昇に伴い産油国への所得移転が生じ国内の実質所得の伸びが低下を余儀なくされたのは前回石油危機後と同様であったが、これに対

(第1表)

実 質 G N P、生 産 の 推 移

(暦年計数は前年比・%、() 内容与度・%
(四半期計数は季節調整済み前期比・%)

		55 年	56 年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
実 質 G N P	民 間 最 終 消 費	0.6	0.6(0.3)	0.2	0.3	0.1	0.5
	民 間 住 宅 投 資	△ 9.6	△ 1.0(△ 0.1)	2.4	6.2	△ 4.3	△ 2.9
	民 間 設 備 投 資	6.5	1.6(0.3)	△ 0.1	0.0	△ 0.2	1.4
	民 間 在 庫 投 資	22.4	△ 48.8(△ 0.5)	△ 30.5	△ 32.6	△ 6.8	91.1
	政 府 支 出	△ 1.7	4.0(0.8)	3.3	△ 0.4	0.7	△ 1.4
	うち 固定資本形成	△ 3.5	4.8(0.5)	△ 2.0	0.6	2.3	△ 0.8
	輸 出 等	18.7	16.4(2.9)	3.9	8.0	5.8	△ 4.5
	輸 入 等	△ 4.0	5.7(△ 0.8)	4.2	3.8	2.1	2.6
	実 質 G N P	4.2	2.9(2.9)	0.7 <年率 3.0>	1.2 <年率 4.8>	0.7 <年率 3.0>	△ 0.9 <年率 △ 3.5>
	国 内 需 要	0.7	0.8(0.8)	0.6	0.2	△ 0.1	0.5
経 常 海 外 余 剰	うち 国内民間需要	1.2	0.0(0.0)	0.0	0.4	△ 0.3	0.9
	経 常 海 外 余 剰	637.7	54.2(2.1)	3.3	19.4	14.6	△ 19.3
	鉱 工 業 生 産	7.0	3.1	1.0	0.5	2.1	2.0

(注) 経済企画庁「国民所得統計速報」、通産省「通産統計」より作成。

する各経済主体の対応は前回と今回とでは大きく異なっていた。前回危機後は、交易条件悪化による所得移転の影響が企業部門に大きく現われるかたちとなった。これは、原油価格上昇の国内製品価格への転嫁が一部行政介入等によって抑制されたこと、原油輸入の先行きに対する不透明感が国内に激しいインフレ期待をもたらし賃金が急上昇(49年春闘ベア率31.8%)をみたこと、等によるものであった。こうした賃金コストの上昇は再び製品価格に転嫁されたが、それでも企業にとって大規模な収益スクイーズが発生し(48年下期以降4期連続、通計8割の大幅減益<主要企業短観、製造業>)、労働分配率は急上昇をみた。こうして輸入インフレのホームメイド化と労働分配率の上昇が進行した結果、インフレとこれによるデフレ効果が強く長く尾を引き、個人消費が停滞する一方、設備投資も企業の期待成長率の屈折という要因も加わって急落した。このような最終需要の停滞が在庫調整の深度を強め、両者が相乗しあうかたちで景気調整を長期かつ大規模なものとしたのであった。

これに対し、今回の場合はこうした経験をも踏まえ、プライスメカニズムの活用と総需要抑制による輸入インフレのホームメイド化の回避に努力が払われたため、原油価格上昇の国内価格への転嫁はいわば比較的合理的な範囲にとどまりえた。また総需要抑制策の早期発動もあって、賃金上昇率は産油国への所得移転に配慮した節度あるものとなり、この結果前回とは対照的に労働分配率は極めて安定的に推移した。ちなみに、石油危機発生時と2年後の労働分配率を比較すると、前回は7.7%ポイントの急上昇となったのに対し、今回は

1.3%ポイントとほぼ横ばい圏内の動き(注1)にとどまっており、企業と家計とがおおむね均等にオイルショックの負担を分かち合ったかたちとなっている。

こうした石油ショックへの対応パターンは、その後の景気の姿を大きく規定した。ホームメイドインフレの回避と労働分配率の安定は、企業収益の減少を小幅なものにとどめ(減益は55年下期以降2期、通計4割弱)、このため大企業を中心に独立的投資(省エネ、合理化、新商品開発等のイノベーション投資など)の継続を収益面から可能にした。企業は、第1次石油危機の衝撃から立直る過程で省エネ、原単位低下、在庫管理の徹底等経営効率化を強力に推進してきたが、第2次ショック後これがさらに促進され、そうした企業努力の成果が累積的に顕現化してきたことも企業収益の基盤を底固いものとした要因として見逃せない(第2表)。これらを背景に企業マインドは総じて平静を保ち、前回のような大規模な雇用調整の発生も回避された。

反面、原油価格上昇に伴う所得移転を家計部門もほぼ均等に分担したことを反映して、実質可処分所得は伸び悩みを余儀なくされ、これが直接、間接に景気の足どりに影響を与えた。すなわち、実質家計所得の鈍化は、上記のように個人消費、住宅投資といった家計関連支出の停滞に繋がり、それはまた家計部門への依存度が高い中小企業の業況悪化を招来し、中小企業非製造業を中心とする設備投資の停滞をひき起こすなど、実質所得の動きにいわばマイナスの加速度効果をもたらす結果となった。ちなみに中小企業の民間消費への依存度を産業連関表等に基づく最終需要部門別生産

(注1)

労働分配率(雇用者所得)
国民所得)の推移

(単位・%)

45年度	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
53.6	57.9	57.6	58.8	64.3	66.5	66.8	67.5	66.1	67.4	67.4

* 経済企画庁国民経済計算より作成。

(第2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)

	55年度	56年度 (見込み)	49年度	50年度
経常利益増減率(%)	6.7	△ 8.1	△ 30.9	△ 67.9
経常利益水準(48年度=100)	147.1	135.2	69.1	22.2
売上高増減率(%)	15.4	6.5	24.5	1.3
売上高経常利益率(%)	4.19	3.64	3.28	1.05
経常利益率変化幅(%ポイント) (△は減益要因)	△ 0.34	△ 0.55	△ 2.63	△ 2.23
主要3固定費比率変化幅(%ポイント) (△は減益要因)	0.54	△ 0.16	△ 0.60	△ 0.81
人件費比率変化幅(%ポイント) (△は減益要因)	0.77	△ 0.13	△ 0.43	△ 0.19
金融費用比率変化幅(%ポイント) (△は減益要因)	△ 0.46	0.17	△ 0.60	△ 0.48
減価償却費比率変化幅(%ポイント) (△は減益要因)	0.23	△ 0.20	0.43	△ 0.14
<参考> 常用雇用名目賃金(%)	7.7	6.2	27.4	9.8

(注) 1. 56年度は日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。
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「毎月勤労統計調査報告」)により算出(56年度は速報)。

誘発依存度によってみると(第3表)、48.1%(うち非製造業56.4%)と大企業(37.4%)に比しかなり高いウエイトとなっており、家計関連需要の伸び悩みは相対的に中小企業に大きく影響したことがわかる。また雇用者所得の推移を企業規模別にみると(第4表)、小規模企業の雇用者ほど伸び率が低く、家計関連需要の伸び悩みが中小企業の業況低迷をもたらし、これがさらに家計所得の伸びを制約する要因として働いたという側面を裏づけている。このようにみえてくると、家計関連需要の伸び悩み、中小企業の業況低迷は、原油価格上昇のインフレ圧力を吸収し、とくにインフレのホームメイド化を防止しえたことの盾の反面という性格を持つものであった。

(業種別の跛行性)

こうした石油ショックの吸収過程で、上記のような企業規模別の跛行性のほか、業種別の跛行性も目立ち(第5表)、これがまた全体の景気展開を

(第3表)

最終需要部門生産誘発依存度

(単位・%)

		民間最終消費	公共投資	民間固定資本形成 (住宅+設備)	輸 出
規模別	大企業	37.4	8.5	24.9	24.4
	中小企業	48.1	9.5	23.9	13.8
	うち非製造業	56.4	13.6	24.2	5.4
業種別	加工業種	19.0	10.9	37.8	31.5
	素材業種	37.9	12.7	25.4	22.6
	うち鉄鋼	12.6	14.9	33.8	37.8
	繊維	77.3	3.4	6.9	11.5
	化学	58.0	6.9	10.6	22.1
	紙・パ	55.9	10.5	17.2	14.6
	木材・木製品	26.8	14.9	52.5	5.2

(注) 1. 行政管理庁「産業連関表54年延長表」、中小企業庁「56年度中小企業動向に関する年次報告」より作成。
2. 生産誘発依存度＝各最終需要項目の生産誘発額／生産額
3. 加工業種は、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械。素材業種は、鉄鋼、非鉄、繊維、化学、石油、窯業・土石、木材・木製品、紙パ。

(第4表)

企業規模別・業種別雇用者所得

(前年比・%)

		55年	56年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
規 模 別	事業所規模 100人以上	10.8	8.7	8.7	9.8	7.2	9.0
	30～99人	10.2	5.9	7.0	6.2	5.4	5.0
	5～29人	8.7	5.8	9.0	7.6	2.9	3.7
	合計(事業所規模 5人以上)	9.9	7.1	8.2	8.2	5.4	6.3
業 種 別	製 造 業	8.9	7.0	6.7	6.3	7.3	7.6
	素 材 業 種	6.7	3.8	4.0	3.0	3.8	3.9
	加 工 業 種	10.1	8.5	8.0	7.8	8.4	9.0
	非 製 造 業	7.3	7.3	6.6	8.5	6.7	7.5
	合計(事業所規模 30人以上)	7.9	7.2	6.7	7.8	6.9	7.6

(注) 労働省「毎月勤労統計調査報告」、総理府「労働力調査報告」より作成。規模別は、1人当り賃金(毎勤)と雇用者数(労働)により算出。業種別は、1人当り賃金、常用雇用者数(毎勤)により算出。

(第5表)

製造業の業種別・規模別跛行性(56年中)

	業 種 別		規 模 別	
	素材業種	加工業種	大 企 業	中小企業
生 産 (前年比、%)	△ 3.2	9.0	5.0	0.7
出 荷 (前年比、%)	△ 3.0	8.5	3.2	0.6
輸 出 (前年比、%)	4.7	14.1		
稼 働 率 (前 年 比 ポイント差)	△ 6.6	△ 4.6		
雇 用 者 数 (56/12末 前年比、%)	△ 2.2	2.0	2.1	0.1
収 益 (経常利益、 前年度比%) <除く石油>	△ 41.1 <△ 15.2>	13.4	△ 7.3	△ 7.6

(注) 1. 通産省「通産統計」、労働省「毎月勤労統計調査報告」、日本銀行「短期経済観測」より作成。

2. 素材業種は鉄鋼、非鉄、繊維、化学、石油・石炭、紙パ、窯業・土石。

加工業種は一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、金属製品。

3. 収益は56年度実績見込み。

緩やかなものにする方向に作用したことも否めない。こうした跛行性は加工と素材業種の間にも顕著にあらわれた。その背景をみると、

① 加工業種においては変動費コストの上昇を極力抑えるため部品点数の削減、軽量化等原単位の低下を推進してきたが、これが素材業種にとっては加工業種からの需要後退となって跳ね返ったこと、

② アルミ産業等エネルギー多消費型素材産業の国際競争力が低下した反面、先端技術集約型加工業種の競争力は向上をみていること、

等の要因のほか、

③ 上記のような輸出・設備投資の堅調、個人消費・住宅投資・政府支出の停滞といった最終需要項目間の跛行性が業種間跛行性の大きな要因として作用しているとみられる。これを最終需要部門別生産誘発依存度によりみると(第3表)、加工業種は総じて輸出ならびに民間固定資本形成への依存度が高いのに対し、素材のうち繊維、化学、紙パ、木材・木製品等の業種は消費、住宅等個人支出部門や政府支出への依存度が高い。このことは加工業種においては個人消費等の低迷を設備投資の堅調および秋口までの輸出の増加によりカバーし得てきたのに対し、素材の大半の業種においては家計・政府支出の停滞のインパクトを大きく受けたことを示唆しているといえよう。

(景気の現状)

以上のように、わが国経済は56年も年間を通じて、石油価格上昇に端を発した国内経済の調整過程から脱け切らない状況が続けた。秋口にかけて在庫調整が一部業種を除いてほぼ終了し、この面からの生産に対する重石が外れる局面に入ったが、上記のような家計支出関連部門およびこれと関係の深い中小企業部門の需要はなお一進一退の域を脱しうるまでには至らなかった。そうしたと

ころへそれまで景気を下支えてきた輸出が昨秋から急速に鈍化したうえ、財政支出の上期前倒しの反動が顕現化し、これら外生需要の落込みが、景気の足どりを重いものにしている。このうち輸出については、世界経済が未だ第2次石油危機の影響から脱却し切れず停滞を続けるなかで秋口までいわば需要先喰いの性格も加わって伸長してきたが、米国の在庫調整本格化、欧州諸国の景気停滞長期化、ならびにこれらの影響をうけた発展途上国の輸入余力の低下等が表面化するなかで、すでに海外に輸出された商品がいわゆる現地在庫の調整に迫られ、その結果減少に転じたという性格も強い。その意味でも、石油危機の世界経済に対する影響は、輸出を通じてわが国にもなお尾を引いているとみることができよう。

このところ、石油価格が安定しているほか、主要国におけるインフレ率も着実に低下し賃金上昇率も鈍化の兆候を示しはじめているうえ、在庫調整も進捗するなど、世界経済は石油危機の影響から漸次脱出する素地を固めつつあるとみてよいと思われる。仮に主要国の景気が最悪期を脱し、本年下期から来年にかけて緩やかながら回復に向かうとの展望にたてば、現地在庫の調整が進捗し、輸出のこれ以上の落込みは回避されよう。ただ各国とも失業率は極めて高く、輸入制限的な動きが強いほか、インフレ抑制のためにとられた高金利政策の影響がなお尾をひくとみられるだけに、わが国の輸出環境は引き続き厳しく、輸出回復の足どりは自ずから鈍いものとなる可能性に留意しておく必要がある。

一方、財政支出については、政府が決定した上期前倒し措置の効果が年央頃から現われ、若干の下支え効果をもたらすものと考えられる。この間、個人消費、住宅投資等家計関連需要ならびに中小企業の設備投資等については引き続き目立った回復は期待できまいが、大企業の設備投資は底固

く推移するものと思われる。こうした内外需要のごく緩やかな展開の中にあつて、企業マインドは先行き不透明感をやや強めつつも、総じて平静さを保っているようにうかがわれる。これには上記のように企業収益の基盤が大きく崩れていないことが基本的背景となっているが、このほか、金融緩和の持続、原材料・燃料価格の落ち着きなど、企業経営を巡る環境が比較的安定しているという事情も見逃せない。ただ、内外情勢は引続き流動的であり、今後の景気や企業マインドの展開については、引続き注目していく必要があることはいうまでもない。

(2) 物価の動向

(卸売物価は鎮静傾向持続)

56年中の物価動向をみると、卸売物価、消費者物価ともに安定した推移をたどった(第6表)。

まず卸売物価は、55年央以降の鎮静傾向を続け、56年平均上昇率は前年比+1.7%(55年+17.8%)と低い伸びとなった。この要因としては、第一に海外からのインフレ圧力の減退が指摘できる。すなわち、53年末以降の原油価格の上昇は56年春頃にはおおむね一巡し(通関輸入単価<ドル建>前年比: 55年+74.2%→56年+13.1%)、また、非鉄、穀物等の国際原料品市況についても軟調地合いで推移した(非原油輸入素原材料価格同+14.4%→-6.1%)。このような原油をはじめとする国際商品市況の落ち着きは、世界景気の停滞が続いているほか、前回石油危機後の各国の原燃料消費節約努力の効果顕現など石油危機に対する世界経済の調整進捗を基本的背景としている。

一方、国内要因をみると、景気の緩慢な展開を映じて国内需給が小緩み気味に推移したことを背景に、商品市況は落ち着いた動きを示した。こうした中で、為替相場は秋口まで円のシリ安となったが、水際段階の価格上昇の国内品への伝播は需給引緩みがこれを遮断するかたちでごく限られた分

(第6表)

物 価 関 連 指 標

(前期<年>比要因寄与度、()内前年同期比・%)

		55 年	56 年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	57 年 1～3月
卸 売 物 価	総 平 均	17.8	1.7	△ 0.7 (4.1)	1.1 (0.4)	1.4 (1.1)	△ 0.1 (1.7)	0.2 (2.6)
	国 内 品	12.3	1.2	△ 0.7	0.1	0.6	0.2	0
	石 油 製 品	3.2	0.7	△ 0.1	0.2	0.4	0.2	0
	輸 出 入 品	5.5	0.5	0	1.0	0.8	△ 0.3	0.2
	為 替 要 因	0.8	△ 0.5	△ 0.4	0.7	0.8	△ 0.3	0.4
	為 替 相 場(円/ドル) (前期<年>比・% △印は円高 ▼印は円安)	226.83 (▼ 3.5)	220.74 (△ 2.7)	205.70 (△ 2.4)	220.25 (▼ 7.1)	232.11 (▼ 5.4)	224.88 (△ 3.1)	233.56 (▼ 3.9)
消 費 者 物 価 (全 国)	総 合	8.0	4.9	(0.9 6.6)	1.6 (4.9)	0.3 (4.2)	1.1 (4.0)	0 (3.1)
	基 調	4.6	2.9	0.4	1.0	0.6	0.4	0.2
	一 般 工 業 製 品	3.0	1.7	0.2	0.5	0.5	0.3	0.1
	民 間 サ ー ビ ス	1.6	1.2	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
	公 共 性 料 金	1.9	1.1	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2
	季 節 商 品	1.5	0.9	0.4	0.2	△ 0.5	0.6	△ 0.4
	生 鮮 食 品	1.1	0.5	0.8	0	△ 0.4	△ 0.1	0.3

(注) 1. 日本銀行「卸売物価指数」、総理府「消費者物価指数」より作成。

2. 消費者物価の各項目の内訳は次のとおり。

一般工業製品＝工業製品＋出版物－たばこ－塩－被服

民間サービス＝民営家賃＋間代＋個人サービス＋外食

公共性料金＝公共サービス料金＋電気・都市ガス・水道＋米類＋たばこ＋塩

季節商品＝生鮮食品＋被服＋その他(生肉、鶏卵等)

野にとどまりえた。

以上のように56年中の卸売物価の鎮静は海外、国内両要因とも落ち着いた動きを示したことによるが、今後の物価を巡る環境をみると、海外インフレが払拭されるまでにはなお曲折が予想され、その影響がわが国に及ぶ可能性も否定し去るわけにいかない。第1次石油危機の苦い経験に照らしてみても、輸入インフレのホームメイドインフレ化を防止しうるだけの態勢を常に整えておくことが必要なことはいうまでもない。これに関連し、企業の中低成長経済への適応進捗を反映してこのところマクロ的にとらえた生産能力の伸びが低下しつつあるやにうかがわれる点にも留意しておく必要が

あろう。

なお更年後は、再び円安の進行が輸出入品価格の上昇というかたちで卸売物価の上昇圧力として作用した(卸売物価年初来4月までの上昇率+1.0%、うち為替要因寄与度+1.4%)。需給地合いの引緩みによりこれが直ちに国内物価に転嫁される度合いは幸い軽微にとどまっているが、円安化が長期化すれば企業のコスト上昇を招来し、これが潜在的なインフレーション圧力として蓄積されるばかりか、企業の景況感にも悪影響を及ぼすおそれが少なくない点に注意しなければならない。

(消費者物価も落ち着いた基調を継続)

消費者物価も卸売物価同様、56年を通じて落着

き基調を続けた。これを前年比上昇率(全国)で見ると、56年6月に4%台へと低下、その後逐月上昇率が鈍化し、9月には+3.9%と54年9月以来2年振りに3%台を示現した。またその後年末にかけても安定基調を持続し、56年中平均上昇率は4.9%と前年(+8.0%)を大幅に下回った。

こうした消費者物価着きの基本的背景は上記卸売物価の鎮静傾向にあるが、このほか公共性料金の引上げが年度を通じてみれば小幅にとどまったこと、人件費の上昇が比較的穏やかなものにとどまりこの面からの上昇圧力が比較的小幅であったこと、さらには消費動向の落ち着き等から需要面からの上昇圧力も弱く、卸小売・サービス段階でマージンを拡大する動きが抑えられたこと等の事情も影響している。換言すれば消費者物価の極めて良好なパフォーマンスは、穏やかな賃金上昇率、消費の伸び悩みなど56年中の景気展開を規定した諸要因といわば裏腹の関係にあった点も見逃しえないと思われる。

(3) 経常収支の動向

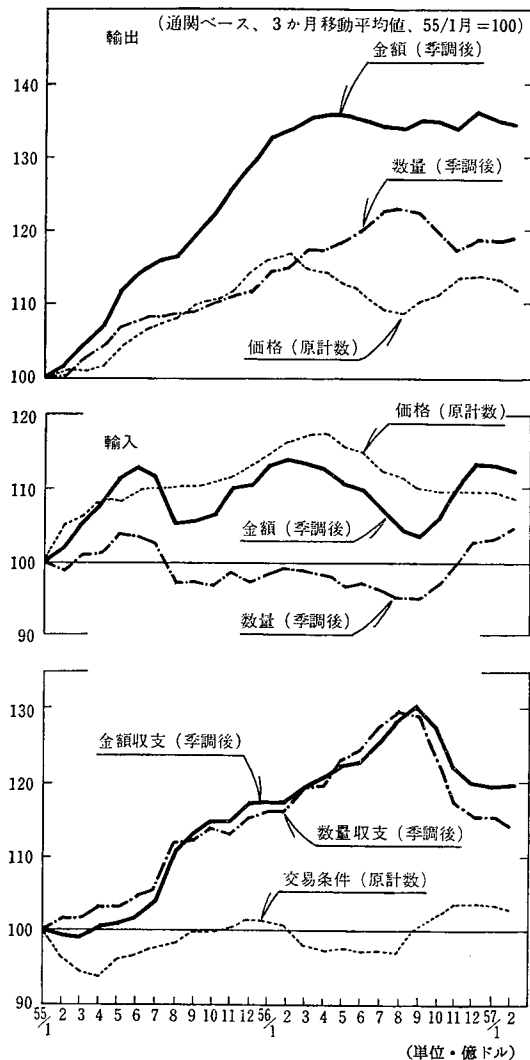
(経常収支は3年振りの黒字)

昨年中の国際収支の推移をみると(第1図)、54年春頃から赤字を続けてきた経常収支は56年入り早々おおむね均衡圏内に入り、その後も輸出の堅調持続等を背景に貿易収支が黒字拡大をみたため、経常収支の黒字は秋口まで拡大基調をたどった。その後年末にかけては海外景気の悪化等から輸出が増勢鈍化をみたことに加え、輸入が増加に転じたこともあって黒字幅は縮小したが、56年中

を通じてみると48億ドルの黒字と53年以来3年振りの黒字を記録した(55年107億ドルの赤字)。

経常収支の動きを輸出入面からみると、まず輸出についてはVTR、NC工作機械、オフィスコ

〔第1図〕 国際収支関連指標



	53年	54年	55年	56年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	57年 1～3月*
貿易収支 (季節調整後)	246.0	18.5	21.3	199.7	35.8	50.6	66.1	48.6	43.9
経常収支 (貿易収支 季節調整後)	165.3	△ 87.5	△ 107.5	47.7	△ 5.4	16.7	27.5	10.3	9.3
長期資本収支 (原計数)	△ 123.9	△ 129.8	23.2	△ 96.7	△ 5.4	△ 24.0	△ 36.7	△ 30.6	△ 56.5
総合収支 (原計数)	59.5	△ 166.6	△ 84.0	△ 21.4	24.2	△ 45.7	13.7	△ 13.7	△ 32.9

* 速報。

(注) 日本銀行「国際収支統計」より作成。

ンピューター等の先端技術集約型商品や米国油田開発ブームを映じたシームレスパイプ等の伸長に加え、プラント、船舶の既往受注分の引渡し期入りもあって昨秋頃まで年率12～13%の数量増を示した。しかし、その後は鉄鋼、自動車、合繊、精密機器、家電等広範な品目にわたって輸出の急速な鈍化がみられ、10～12月の通関輸出数量は、船舶引渡しの延引等特殊要因も加わって前期比(季調済み) -4.6%と54年1～3月以来ほぼ3年振りの減少を示した。欧米景気の停滞は既に55年春頃からみられたところであるが、そうした輸出環境の中にありながらわが国の輸出は秋口まで前年比1～2割の高い伸びを続けてきた。こうした輸出の増加は、基本的にはわが国の輸出構造が世界需要の動向にマッチした結果であるが、ただ昨年前半の伸びは海外諸国の末端需要を凌駕するものとなったため、現地在庫の積上がりを招来、輸出先市場での在庫調整の動きが本格化するに従ってやや際立った輸出停滞を招く一因となったとみられる。

一方、輸入に眼を転じると、上記のような国内経済活動の停滞や省エネ効果等から昨秋まで数量面でかなりの落込みをみたことに加え、原油をはじめとする国際商品市況の軟調地合いから輸入価格が弱含みに推移したこともあって、秋口までは総じて減少傾向をたどった。しかしその後は輸入素原材料の在庫調整が原油等一部品目を除きおおむね一巡したほか、航空機、非貨幣用金の入着増等特殊要因もあって増加に転じた。

以上56年中の貿易収支の推移をみてきたが、これを交易条件(輸出価格/輸入価格)と数量収支(輸出数量/輸入数量)に分けてみると、秋口までの動きは、交易条件の改善傾向が幾分頭打ちとなった一方、数量収支が大幅な改善を示し、これが貿易収支の黒字幅拡大に寄与した。しかしこうした傾向は昨秋から大きく変化し交易条件は原油を

はじめとする国際商品市況の軟化を主因に緩やかな改善傾向をたどった反面、数量収支はむしろ悪化に転じている。この間為替相場は円安化しており、仮に円安化がなかったとすれば海外原材料市況の低下のメリット(交易条件の一層の改善)は一層大きかったとみることができる。ただ、海外経済の停滞が続き、とりわけ失業問題は当分極めて深刻とみられるだけに、貿易摩擦問題の解消は必ずしも容易ではないと思われる。こうした状況下、非関税障壁の撤廃等市場開放の努力と並んで、為替相場を円高方向に安定させ、交易条件の改善を柱にした均衡のとれた収支バランスを維持していくことが肝要であろう。

3. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向と金融調節

(56年中の資金需給は既往最高の余剰)

56年中の資金需給(第7表)は、実体経済の緩やかな展開を背景に銀行券の伸びが落ち着いた動きを示す中で、財政資金がかつてない大幅な払超となったこと等から、これまでの最高である46年(1.9兆円の余剰)を大幅に上回る3.2兆円の資金余剰を記録した(55年同0.8兆円)。

このような大幅な資金余剰に対して日本銀行は貸出の回収、買入手形の決済、売出手形の実施等により資金の吸収を図った。またとりわけ資金余剰が嵩んだ時期(5、11月)には、日本銀行保有の政府短期証券(TB)の対市中売却を実施した。こうしたTBの売却は、財政資金の支払いが増加した反面、税収伸び悩みや長期国債発行の遅延(後述)から歳入が伸び悩み、TBの発行(大蔵省証券の発行残高、55年末2.7兆円→56年末4.3兆円)、日本銀行の保有残高が大幅に増加している状況下では当然の金融調節方法であり、更年後も売出手形等と並ぶ余剰資金の吸収手段のひとつとして、4月以降の大幅資金余剰期にも活用された。

(第7表)

資金需給実績の推移

(単位・億円)

	53 年	54	55	56	前年比増減(△)額
銀 行 券	22,713	13,593	2,786	8,905	6,119
財 政 資 金	13,302	8,539	19,442	43,310	23,868
一 般 財 政	93,873	133,654	118,988	127,540	8,552
国 債	△ 112,940	△ 95,470	△ 100,155	△ 84,047	16,108
外 為	32,369	△ 29,645	609	△ 183	△ 792
そ の 他	△ 3,151	△ 2,279	△ 9,012	△ 2,056	6,956
資 金 過(△)不 足	12,562	7,333	△ 7,644	△ 32,349	△ 24,705
準 備 預 金	△ 2,652	△ 490	△ 10,555	3,202	13,757
日 本 銀 行 信 用	15,214	7,823	2,911	△ 35,551	△ 38,462
貸 出	4,365	△ 2,258	△ 1,131	△ 8,551	△ 7,420
債 券 売 買	12,349	3,081	7,542	—	△ 7,542
買 入 手 形	△ 1,500	7,000	△ 3,500	△ 23,000	△ 19,500
売 出 手 形	—	—	—	△ 4,000	△ 4,000

(短期市場金利は低下傾向)

年間の短期金融市場の動きをみると(第2図)、上記のとおり日本銀行は公定歩合を2回、計1.75%引下げ、また金融市場の調節も緩和の方向で運営したため、短期市場金利は軟化傾向をたどった。

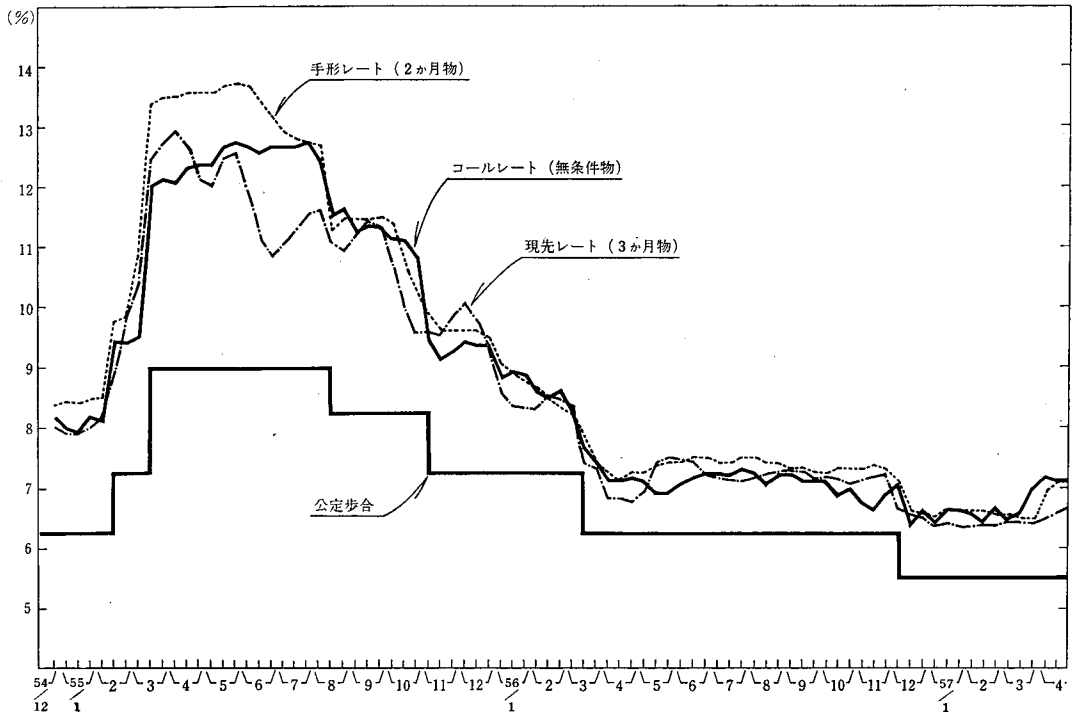
すなわち、コール、手形等短期市場金利は55年後半来低下基調を続けた後、公定歩合引下げのあった56年3月央辺りには一段と下げ足を早め、この結果コールレート(無条件物)は8%台割れとなり、また、現先レート(3ヵ月物)も4月初には6%台に低下した。もっとも、その後、米国金利の反発、円相場軟化から4月央を境に金利先安観が急速に後退したことに加え、夏場の資金不足を控え都市銀行を中心に資金取入れ姿勢が強まったこと等から市場金利は小反発したが、年央から10月初までは各市場レートともおおむね7%前後の圏内で安定裡に推移した。10月から11月にかけては季節的な資金余剰期に加え米国金利の低下もあ

って再び金利先安観が台頭、市場金利は緩やかな低下傾向をたどり、12月の公定歩合引下げ後には各市場レートとも6%台に低下した。もっとも57年3月央以降は、折から為替円安が進行するなかで、目先き資金余剰期入りを織込んだ行過ぎた金利先安観が拡がる懸念が生じたため、これに歯どめをかける方向で市場調節を実施、このため、3～4月の資金余剰期においても各レートとも7%台とやや強含み気味の推移を示した。この間、市場規模をみると、コール・手形市場は、前年郵貯の大幅増加の影響等からポジションが不芳であった地相銀、農林系等出手筋の資金量回復を映じて拡大傾向をたどり、年間平残では7.7兆円と前年を2割強上回った。

一方、オープンマーケットでは、CDの大幅増加が目立った。これは事業法人等で増加した手許余資を短期・高利回り金融資産に運用する選好が一段と高まり、これに応えるかたちでCDを利用した現先取引が活発化し、都銀等も資金調達多様

〔第2図〕

短期市場金利の推移



化の一環としてCDの発行を増やしたことが背景である。この反面、公社債現先市場は都銀のポジション好転などに伴い証券会社の委託売りが減少したことや上記CD現先へのシフトがみられたこと等から伸び悩んだ。

以上のような国内短期金融市場の推移における特徴的な動きとして、第1に、近年市場取引、金利の自由化・弾力化を推進してきた結果、国内各市場相互間の裁定取引が一段と活発化したことが挙げられる。このことは上記のように日本銀行の金融調節スタンスを反映してまずインターバンク市場の金利水準が決まり、これに敏感に反応するかたちでオープン市場金利が変動するという関係がより明確化したことに現われている。しかし一方で、例えばCDについては期間面での制限(3ヵ月以上6ヵ月以内)のほか取引ロットの制約(5億円以上)があるなど商品の市場性が限定されている面も残されており、これが両市場間の裁定取

引をある程度制約している点は見逃せない。また、こうした裁定関係を一層円滑にするためにも、既に多額の発行残高(57/3月末、計15.1兆円)を擁し信用力が最も高いTBについて、将来公募入札制を実現し、流通市場を創設・育成していくことを展望すべきであろう。

第2に、55年12月の外為法改正による為替管理の原則自由化移行もあって、海外市場と国内市場との一体化が一段と進んだことも大きな特徴である。こうした取引は、為銀の円転換・円投入、非居住者円預金等従来からみられた形態のほか、56年中には、事業法人が内外金利差を眺めてインパクトローンや居住者外貨預金等の取引を活発化させた面にもあらわれた。今後もこうした海外市場との取引はさらに活発化し内外市場の一体化が一段と進展するものと予想され、その国内金融市場へのインパクトが強まる方向にあることは留意しておく必要がある。

(内外金利差の拡大)

56年中の外国為替市場は、米国金利乱高下の影響を大きく受けながら、年間ではかなりの円安となった(第3図)。すなわち、円相場は、海外に比べたわが国のファンダメンタルズの良好さや米国金利の天井感の強まり等を背景に、前年からの円高地合を受けて、56年1月6日には199円60銭(直物、終値)と54年2月以来の200円台割れを示し、その後も月末まで200円絡みの安定した動きを示した。しかし、2月以降は、①米国金利の反発、②ポーランド情勢の緊迫化や仏社会党政権誕生(5月10日)、伊内閣総辞職(5月26日)等欧州の政情不安定を主因に、円相場はジリ安商状をたどり、8月初めには55年5月以来の240円台となった。その後8月半以降は米国金利の小幅軟化や海

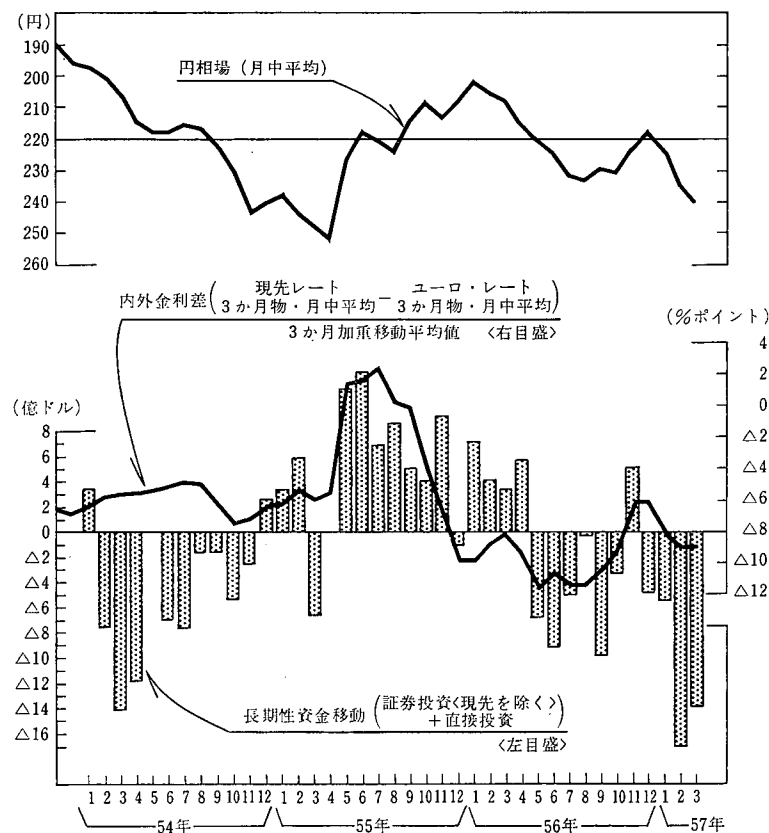
外筋の円買い再燃期待などから円安訂正の動きがでて9～10月にはおおむね225～235円のレンジで推移した。また、11月に入ってから、米国金利低下予想の強まりを背景にやや円高となったが、12月にはポーランド情勢が緊迫の度合を強めたことに加え、米国のマネーサプライの大幅増加から米国金利先高観が強まる中で円相場は反落した。更年後もこうした地合は変わらず春先にかけてはかなり急テンポに円安化した後、一時やや円高方向に戻す場面もみられたが、5月末にかけて再び円安に振れるなど不安定な地合いを続けている。

このような外国為替市場の展開を国際収支との関係でみると、経常収支が秋口まで黒字幅を拡大した反面、米国金利の上昇、国内金利の低下による内外金利差の拡大を背景に長期資本収支が大幅

な流出超となったことが特徴であり、こうしたことが為替相場の円安化に作用したとみられる(第3図)。とりわけ8月初にかけては米国金利の上昇等から内外金利差が12%にまで拡大し、証券投資や直接投資を中心とする本邦資本の流出を主因に長期資本収支は大幅流出超を記録した。円相場はこうした資本の動きやそれを見越した市場心理の勢いに影響されるかたちで240円台を突破した。このように、56年初以降の円相場は、米国の高金利ならびにその不安定な動きの影響を強く受けたのが特色である。このような状況下で日本銀行は、先にみたように3月半以降、資金余剰期の金融調節にあたって、内

〔第3図〕

円相場の推移と内外資金移動の動向



外金利差の拡大を防ぐ方向で市場レートを誘導している。なお、56年3月の公定歩合引下げに際し、基準貸付利子歩合とは別に定める利子歩合を適用する新貸付方式(基準外貸付制度)を新たに導入し、内外金利差に基づく短期的な資金移動のフレが為替相場に影響をもたらすような事態が生じた場合、短期金融市場を通じて適切に対処しうる態勢を整えた。

以上のように大幅な内外金利差が存在するなかで金融政策面では所要の対応を行ってきたが、今後も内外資金交流が一段と活発化するものと予想されるため金融政策運営に際し、対外面からの制約に一層配慮する必要がある。

(2) 金融機関の融資態度とポジションの動向

(窓口指導と金融機関貸出の推移)

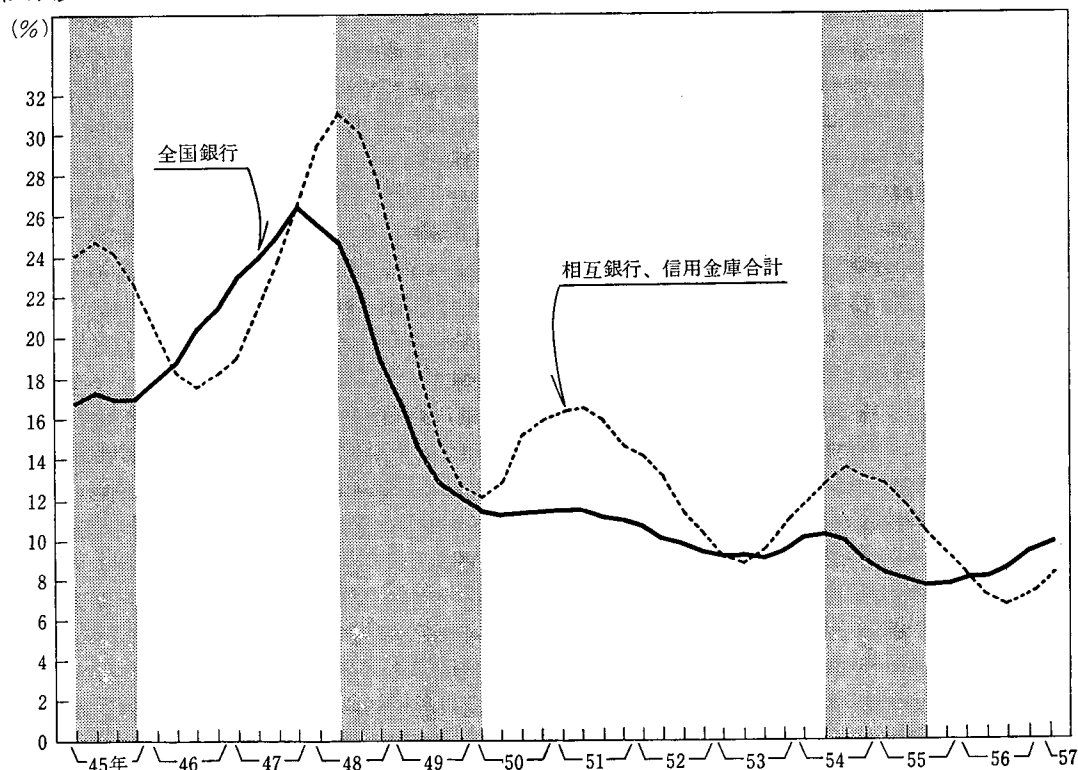
55年8月の公定歩合引下げ後、日本銀行は企業

金融の緩和を促す方向に窓口指導の運営を転換したが、56年に入ってからこうした金融緩和政策を維持し、1～3月には都長銀、信託銀行に対して資金需要の実勢に見合ったかたちで前年を2割強上回る貸出増加を認め、また地相銀については原則として各行の自主計画を極力尊重する方式に切替えた。また、4～6月にはこの方式を全業態に適用することとした(都長銀、信託行の貸出増加額計画は前年比6割程度の増加)。その後、年後半についても引続き自主計画尊重の方針を採り、また7～9月には円安進行に伴う予想以上の石油関係需資の増加について計画の期中増額を認めた。更年後1～3月の計画については各行の自主計画を全面的に尊重することとし、4～6月についてもこうした方式を継続している。

このような金融緩和政策推進の中で、全国銀行

〔第4図〕

金 融 機 関 の 貸 出 動 向 (残高前年比)



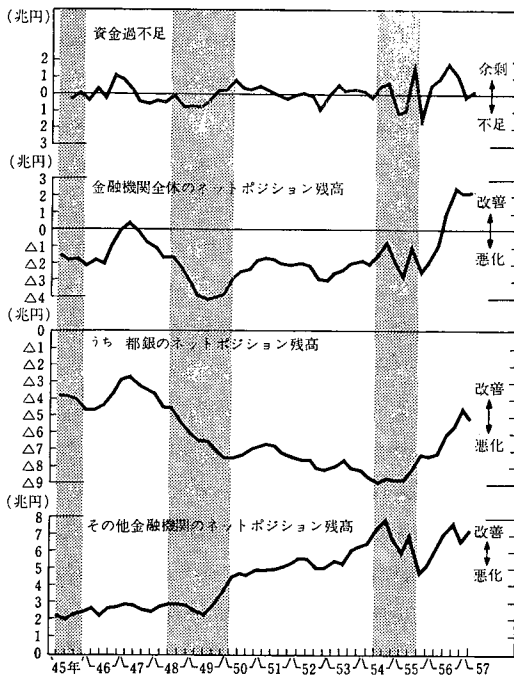
- (注) 1. 国内店名義外貨建貸付を含む。
金融機関貸出を除く。
2. シャドー部分は引締め期。

の貸出(第4図)は、55年10～12月以降着実に伸びを高めたが、企業の資金需要が落ち着いていることや後述のように金融機関サイドも採算重視の大枠の中での融資態度積極化というスタンスを維持していることから、その増加テンポは過去の局面に比べて総じて鈍いものとなっている。こうした貸出の動きを業態別にみると、都長銀、信託行等の貸出が比較的高い伸びをみているのに対して、地銀下位行や相銀、信金では56年入り後も貸出の伸びは低下傾向をたどり、夏場にかけてようやく上昇に転じたものの、その回復テンポはごく緩やかなものにとどまっている。これは基本的には後述のように、大企業では設備投資の堅調等を背景

〔第5図〕

金融機関の資金ポジションと都銀の資金調達力

(1) 金融機関の資金ポジション動向



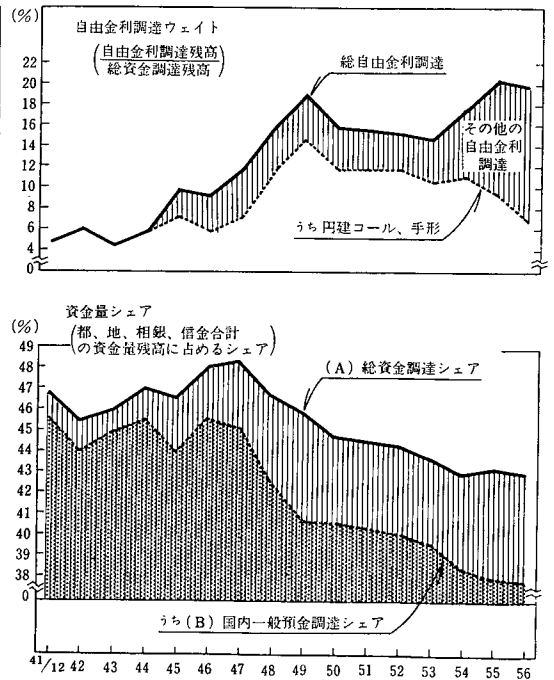
- (注) 1. 計数はいずれも季節調整済み。
2. 資金過不足(債券オペ調整後)
= 日本銀行借入(売出手形-貸出-買入手形)
増減+準備預金増減
= 金融機関全体のネットポジション増減
3. 各業態のネットポジション
= (コールローン+買入手形+金融機関貸付
+銀行引受手形+日本銀行預け金)-(コール
マネー+売却手形+借入金)
4. シェド部分は引締め期。

に資金需要が相対的に底固く推移した一方、中小企業では非製造業を中心に設備投資が停滞を続け、資金需要も沈静基調を続けたことを映じたものとみられるが、都銀等が優良中堅・中小企業への貸出姿勢を強めたこともある程度影響している。

(資金ポジションの動向)

次に金融機関の資金ポジション動向をみると(第5図)、56年中は各業態とも著しいポジションの好転をみており、残高ベースでも金融機関全体としては56年4月以降小幅ながらローンポジションとなった。これには税收伸び悩みや前年著増の郵貯の伸び低下等を映じた金融市場での大幅な資

(2) 都銀の資金調達力



- (注) 1. 自由金利調達資金残高は、コール、手形、CD、非居住者円、外貨預金等の合算により試算。
2. 総資金調達残高は自由金利調達資金残高と国内一般預金(実質預金から非居住者円・外貨預金を控除)の合計。

金余剰が基本的背景となっているが、とりわけ都銀等では期日指定定期預金等の新商品開発により資金吸収に努めたこともポジション好転に寄与しているとみられる。

また都銀では、国内における一般預金の調達シェアが低下するなかでCD、現先等オープンマーケットからの資金調達にも注力したが、こうした自由金利商品による資金調達のウエイトが最近では20%前後にまで達している。このように最近では、自由金利による資金調達力如何が金融機関のポジションを左右する度合を強める傾向にあるが、このことは同時に金融機関の調達コストを高めがちであり、運用利回りとのバランスを従来以上に重視する必要性等を通じて、金融機関の収益意識をさらに徹底させる要因として働いているとみられる。

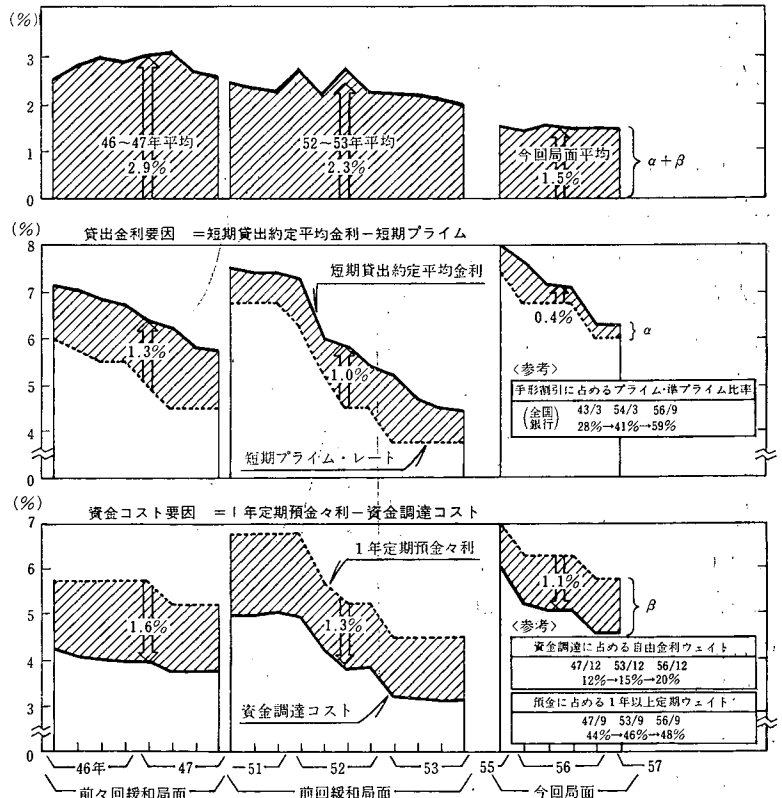
(金融機関の収益動向)

この間、金融機関の収益動向をみると、全国銀行の経常利益(有価証券売買、評価損益計上前)は、55年度下期に大幅減益となったあと、56年度上期はやや持直した。これは、預貸金利鞘(経費を含む)が貸出金利の低下等から縮小をみたものの、預金増を主因に資金量が回復傾向をたどったことによるものである。その後、下期は預貸金利鞘の改善と資金量の増加が相まって各業態ともかなりの増益となったとみられるが、このうち、預貸金利鞘の改善については、預金利率が、高利回り

時に預入された定期預金の期日到来や57年1月の要求払預金金利引下げの効果もあって貸出金利を上回る低下をみた等いわば循環的要因によるところが大きい。反面、こうした中において法・個人の利回り重視姿勢の強まりを背景に定期預金のウエイトが趨勢的高まりをみているなど、構造的な利鞘縮小要因は根強く働いている。ちなみに都銀における短期貸出の採算を試算すると(第6図)、貸出金利面ではプライム、準プライム運用比率の上昇によって短期貸出の平均金利と短期プライムレートとの格差がひと頃に比べて大幅に縮小している一方、資金調達面では、上記のような資金調

(第6図)

都市銀行の融資採算の推移(試算)



(注) 1. 短期貸出約定平均金利-資金調達コスト

$$= \frac{\text{短期プライム・レート} - \text{1年定期預金金利}}{\text{短期貸出約定平均金利}} + \frac{\text{短期プライム・レート} - \text{1年定期預金金利}}{\text{資金調達コスト}}$$

規制金利体系 貸出面 資金調達面

2. 資金調達コストは、国内一般預金(実質預金から外貨預金、非居住者円を控除)平均金利と自由金利調達資金(コール、手形、CD、非居住者円、外貨預金等)金利の加重平均値として算出。

達全体に占める自由金利調達分のウェイト上昇のほか、規制金利による調達分の中でも期間の長い定期預金の比率が上昇しているなど、貸出、調達両面から利鞘縮小方向に働いている。

今次金融緩和局面において金融機関の融資態度は漸次前向きとなっているが、こうした構造的な利鞘縮小要因を背景に採算重視、債権保全全面に対する配慮が強くなっており、総じて過去の緩和局面に比べ貸進みに慎重であることが特徴となっている。

この間、全国銀行の貸出金利は、公定歩合の引下げ等を背景に大幅な低下を示し、とくに短期金利は急テンポで低下、更年後1月末には6.88%と55年2月以来約2年振りに7%台割れを示した。

このように56年中の貸出金利は金融緩和政策の浸透を映じて大幅な低下をみたが、今後とも貸出金利の速やかな変動を通じて金融政策を有効に機能させるためには、預貯金金利全般が金融政策の方向に沿って迅速に変更されるような体制が必要であり、昨年8月の「金融の分野における官業の在り方に関する懇談会」の答申で金利の一元的決定の必要性が強調されているのは、こうした基本的考え方にしたものである。この点昨年12月の公定歩合引下げ後の預貯金金利引下げに際しては、この答申の趣旨が十分に尊重され、金利調整審議会の

答申に基づく民間預金金利の決定に郵貯金利が速やかに追従するという自然な姿となった。

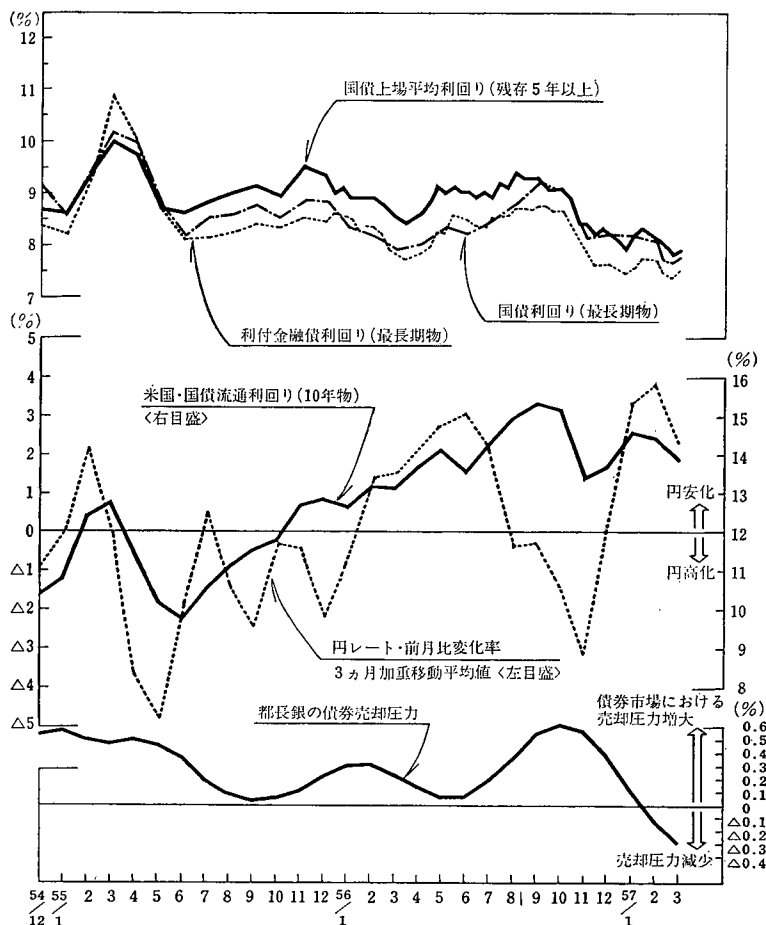
(3) 債券市場の動向

(債券流通利回りの推移と特色)

56年中の債券流通利回りの推移(第7図)はおおむね次の3つの局面に分けてとらえることができる。すなわち、第1は、56年初から4月央にかけての利回り低下局面である。55年央以降債券流通利回りは総じて上昇傾向をたどったが、56年入り後は米国金利の軟化に加えコール、手形等国内短期市場金利が足並みを揃えて低下したことから債

〔第7図〕

長期債利回りの変動要因



(注) 都長銀の債券売却圧力は、貸出および有価証券(売却前)の前月比伸び率が資金量(預金+債券)の伸び率を上回った部分(対資金量比率、季調後、5ヵ月加重移動平均値)。売却額は、証券会社22社ベースの計数を使用(ただし、長期信用銀行については55年3月以前は推計)。

券利回りの先安観が強まり、機関投資家が購入を積極化させた一方、都地銀が4～5月にかけての資金余剰期を前に売り姿勢を後退させたため利回りは低下傾向をたどり、3月には各銘柄ともおおむね55年6月頃の水準まで低下した。

第2は、その後秋口にかけての利回り上昇局面である。4月央以降は米国金利の反発や国内景気回復期待の強まりを背景に国内短期市場金利の下げ止まり感が漸次強まり、つれて農林系統等の購入が細った一方、それまで手控えられていた都地銀の売却が嵩んだことから利回りは上昇に転じた。その後、夏場にかけても米国金利の堅調持続、円相場の軟化のほか、長信行等の売却高水準もあって利回りは引続き上昇傾向をたどった。

第3の局面は秋口からの利回り低下である。とりわけ11月には、米国金利の低下や国内における公定歩合引下げ期待の強まり等を背景にして債券利回りは各銘柄とも急速に低下し、56年末にかけてはおしなべて55年中のボトム時の利回り水準を下回った。

更年後の動きをみると、米国金利が反発し、為替相場も円安化したものの都銀等の市中への売却圧力後退等から利回りは総じて低下気味に推移したが、5月以降は国債の増発懸念等を背景に反転上昇をみている。

以上のような債券利回りの推移を踏まえて債券市場のパフォーマンスの特徴点を整理してみると、第1に、海外金利とりわけ米国金利および円相場の動向が債券の流通利回りに大きな影響を及ぼした点が指摘できる。例えば56年秋口にかけての利回り上昇場面では、米国金利の反発およびそれに伴う円相場の軟化が債券市場における各参加

主体の金利上昇予想を促し、利回り上昇要因として作用した。この背景には、金利、金融取引の自由化、為替管理の原則自由化等が進展するなかで、債券市場参加主体が海外金融市場との裁定を活発化させつつあるという事情がある。56年の場合は、大幅な内外金利差が存在するなかで、海外金利(とくに米国金利)の振幅が大きかっただけに債券利回りの予想形成にこうした海外要因が強く作用したとみられる。

第2に、金融機関の資金ポジションの変化が債券市況面に及ぼしている影響も引続き看過できない。57年に入って米国金利の反発、円相場の軟化がみられたが、資金ポジションの好転を映じてこれまで売却の主役であった都銀等の売り圧力が後退し、また地相銀、信金等でも売超幅の縮小ないし買超幅の拡大が目立っており、これが全体として債券市場の需給を改善させる方向に作用した。これらの結果、債券利回りはいわば海外要因と国内要因との微妙なバランスの中で2月頃までおおむね安定裡に推移した後、3月央にかけては金融市場における大幅余剰を織込んで金利先安観が強まり、急速な低下を示した。

さらに第3の特徴としては、従来、投資家の直利指向等の影響から需給が引緩み基調にあった6.1%国債といった低クーポン債と他の高クーポン債との利回り格差が秋以降かなり縮小したことが挙げられる(注2)。これには10月以降証券会社が6.1%国債を対象とした新型投信設定のため同国債の手当てを増やしたことが響いている。

(国債の発行条件と発行額)

このような債券流通市場の推移のなかで、長期国債の発行条件は56年中3回(5、6、9月)にわ

(注2) 6.1%国債(10回)と7.7%国債(21回)との利回り格差

	55/12月末	56/3	6	9	12	57/3
6.1%債④	9.750%	9.150	9.900	10.144	8.710	8.352
7.7%債⑤	8.962	8.030	8.580	9.150	8.110	7.751
④-⑤	0.788	1.120	1.320	0.994	0.600	0.601

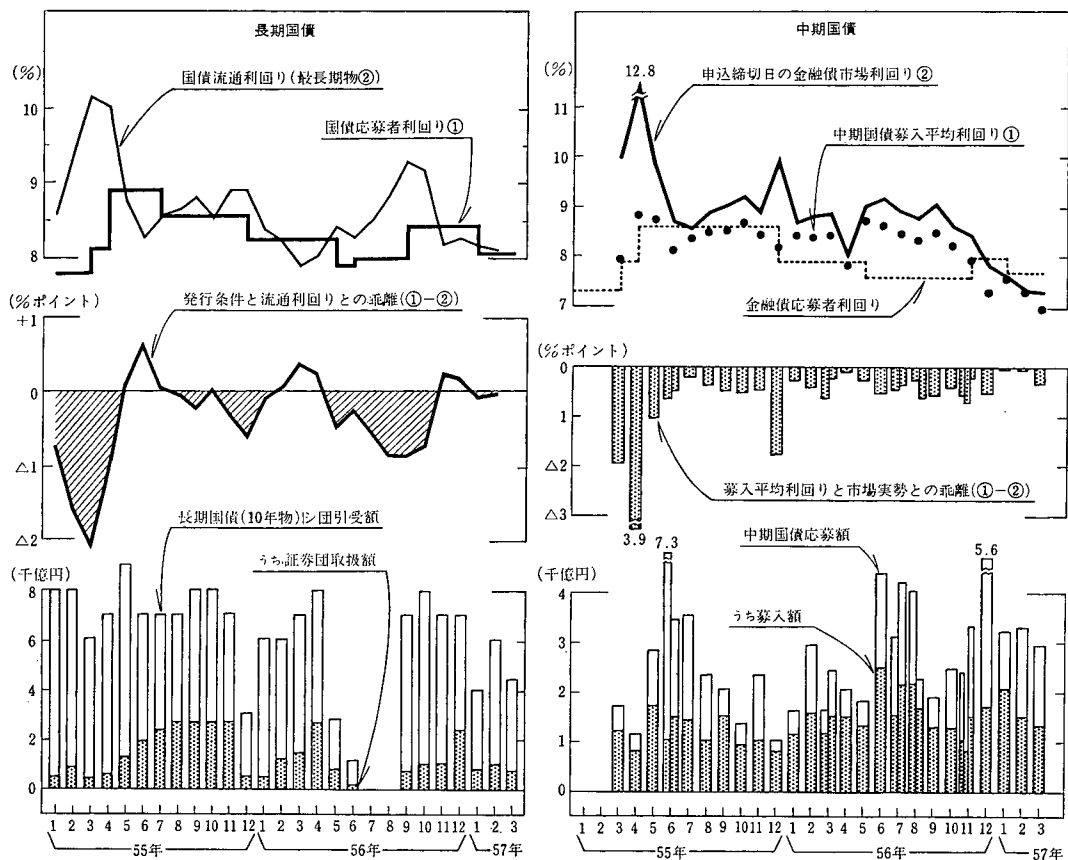
たり改訂された。すなわち、年初から春先にかけては金利先安観の強まりから流通利回りは低下傾向を示し、この結果、応募者利回りを下回る状態が続いた。これに伴い、5月には発行条件が引下げられた(応利 -0.359%)が、流通利回りは金利先安観の後退等を映じて4月央以降既に上昇傾向をたどっており、このため逆に応募者利回りは流通利回りを大幅に下回った。その後6月には発行条件の小幅引上げ(発行価格を50銭引下げ、その結果応利 $+0.091\%$)が行われたが、夏場にかけて流通利回りが上昇したことから両者の乖離は一段と拡大した。こうした状況から9月には発行条件の再度引上げ(応利 $+0.408\%$)が実施され、これを

背景に11月には長期プライムレートが引上げられた($+0.4\%$)。その後年末にかけて流通利回りが大幅に低下し、応募者利回りを下回るに至り、57年1月には発行条件が引下げられた(応利 -0.352%)。

この間、国債の市中消化状況を証券団による新発長期国債取扱額によってみると(第8図)、発行条件が流通利回りを上回っていた2~4月にかけては好調であったが、5月分については払込日に売残りが生ずる等低調裡に推移した。また6月以降は応募者利回りと流通利回りとの乖離幅が一段と拡大し、56年度債の発行は6~8月には遂に休債という事態に陥った。こうした中で、9月にはシ団金融機関を対象とする個別契約による期間6

〔第8図〕

国債発行条件の推移と国債発行状況



(注) 申込締切日の金融債市場利回りは、残存期間が発行された中期国債の期間におおむね対応した銘柄の利回り。

年ものの国債発行が実施された(非市場性国債)が、その発行条件は8.287%と当時の長期国債の条件(7.959%)を上回るものであった。その後9月には上記のように条件が改訂されたうえで発行再開となったが売行きは依然として不冴え裡に推移した。もっとも11月以降は金利先安観の強まりなどを背景に売行きは回復した。

一方、公募入札により発行される中期国債(借換分を除く)についてみると、55年度中1.7兆円発行されたあと、56年度は長期国債からの振替り分も加わり、14回、計2.1兆円と前年度を上回る発行をみた。こうした中期国債の円滑な消化は、応募者利回りがおおむね市場実勢をもとに決定されたためであり、先の長期国債の休債といった事態とあわせ考えると、今後の国債消化にあたっては、こうした公募入札方式を定着・拡大させていくことが望ましい。

(今後の課題)

以上みてきたように、53年以降推進されてきた金融取引および金利自由化の動きはさらに進展し、その効果として、企業や機関投資家など経済主体の金利選好が強まり、市場間の裁定取引も一段と活発化してきているのが現状である。こうした事情を背景に、債券利回りについても内外金融情勢の変化に即応して弾力的に変動する傾向が強まっている。このような基本的な流れは今後も続くことが予想され、このことは、債券取引の中心をなす国債についても市場実勢を尊重した発行条件の設定に一層注力することが重要になっていることを意味していよう。

上記のように長期国債の発行の遅れなどから、短期国債が大量に発行され、その大部分が日本銀行引受けといったかたちで底溜り的に増加することは、後述のようにマネーサプライ・コントロールの面でも決して好ましいことではない。こうした問題を解決するためには、財政赤字そのものの

縮減努力と並んで、上記のように長期国債の発行条件設定について市場実勢の一層の尊重を柱にスムーズな市中消化を図ることが望ましい。

(4) 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)

こうした状況下、マネーサプライは金融緩和政策を映じて伸び率を高めた。マネーサプライの推移を中心的な指標である $M_2 + CD$ (平残ベース) の前年比伸び率でみると、56年1～3月には+7.6%の低い伸び(55年7～9月+8.4%、10～12月+7.8%)であったが、その後4～6月+7.9%、7～9月+9.6%と伸び率を高め、10～12月には+10.6%と6四半期振りに10%台に乗せた。57年入り後は1～3月も引続き+10.6%、4～6月は+10%前後の伸びを続けるものと予想される(第8表)。

このような56年中のマネーサプライの伸び率回復の要因を通貨需要の動きに則してみると(第9図)、まず金利が低下するなかで経済活動が極く緩やかながら回復傾向をたどり、通貨に対する取引需要が持直し気味に推移した。また、55年夏頃には金利先安観の強まりなどを背景としてマネーから郵便貯金、債券等へ大規模のシフトが発生したが、56年に入りこうした金利先安観等に基づく他の金融資産へのシフトは一巡した。逆に、56年秋口にかけては一時長期金利の先高観が強まり、9～10月には借り急ぎの動きがでたことも一時的にマネーサプライを押上げる要因として働いたとみられる。

こうした年間を通じてみたマネーサプライの動きは、上記のような攪乱要因(前年、本年における郵貯等へのシフトの動きの差が、前年対比でみた本年後半の伸びを実勢以上に高めた)を除けば、おおむね政策姿勢に応じた足どりであったものと評価することができる。ちなみに日本銀行は、53年7～9月以降、マネーサプライの短期見通しを

(第8表)

マ ネ ー サ プ ラ イ の 推 移

(前年(同期)比・%、()内は季節調整済み前期比・%)

	M ₂ +CD			M ₃ +CD (末 残)	(参考) M ₃ +CD+ 金融債・国債 (末 残)
	(平 残)	M ₁ (平 残)	準 通 貨 (平 残)		
52年平均	11.4	7.0	14.1	13.9	15.1
53	11.7	10.1	12.7	13.7	14.9
54	11.9	10.7	11.9	12.8	13.5
55	9.2	2.6	11.9	10.2	11.4
56	8.9	3.3	11.6	P 10.3	P 11.4
55/1～3月平均	10.6(2.3)	7.2(1.2)	11.4	11.2	12.1
4～6 〃	10.1(2.2)	4.7(0.9)	11.8	10.3	11.4
7～9 〃	8.4(1.2)	△ 0.2(△ 3.2)	12.1	9.5	10.9
10～12 〃	7.8(1.8)	△ 1.1(0.2)	12.0	9.8	11.1
56/1～3月平均	7.6(2.1)	△ 1.5(0.8)	12.0	9.4	10.8
4～6 〃	7.9(2.5)	△ 0.4(1.8)	12.7	10.5	11.8
7～9 〃	9.6(2.8)	6.5(3.6)	11.1	10.6	11.2
10～12 〃	10.6(2.8)	8.9(2.5)	10.8	P 10.7	P 11.6
57/1～3月平均	10.6(2.1)	6.8(△ 1.2)	12.0	P 11.6	P 12.3

(注) 1. M₁=現金通貨+預金通貨(全銀、相銀、信金、農中、商中の要求払預金)2. M₂+CD=M₁+準通貨(上記金融機関の定期性預金)+CD3. M₃+CD=M₂+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・個人等保有の金融債・国債(推計)

公表(当該四半期のM₂+CDの前年同期比を期初に公表)しているが、昨年中のマネーサプライ実績はこうした見通しの範囲内で漸次伸び率を高めてきた(第9表)。なお、上記シフトの影響が小さい広義マネーサプライをみると、M₃+CD(前年比伸び率)では56年1～3月の9.4%から10～12月の10.7%へとその変化はM₂+CDに比べて穏やかであった。

こうしたマネーサプライの動きを金融機関の信用面の対応関係からみた場合(第10表)、金融緩和の浸透を背景に「民間向け信用」の寄与度が貸出を中心に上昇していることのほか、「財政部門向け信用」が政府短期証券の日本銀行引受の大幅な増加から上昇したのがやや目立っている。上記のように日本銀行の政府短期証券引受は56年度中急増したが、財政赤字がこのように事実上中央銀行信用によりファイナンスされることは、直接マネーサプライを増加させるのみならず、ハイパワー

(第9表) マネーサプライの見通しと実績

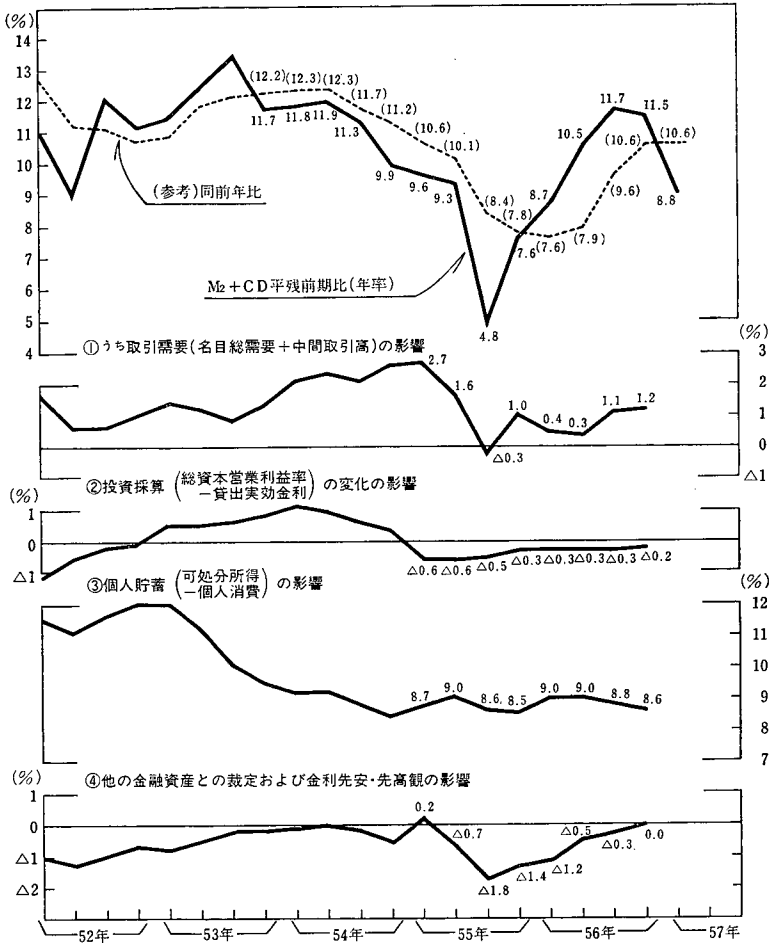
(M₂+CD平残前年比)

	見 通 し(公表文)	実績
53/7～9	おおむね11%台(若干の振れがあるとしても12%前後)	12.1%
10～12	12%台	12.2
54/1～3	12%台	12.3
4～6	12%台	12.3
7～9	12%前後	11.7
10～12	11%前後	11.2
55/1～3	10%程度	10.6
4～6	10%台	10.1
7～9	10%弱	8.4
10～12	8%程度	7.8
56/1～3	7%程度	7.6
4～6	7%台	7.9
7～9	9%台	9.6
10～12	10%台	10.6
57/1～3	11%前後	10.6

ド・マネーの供給増大を通じて金融機関のポジションを好転させ、マネーサプライの増加圧力として働く。こうした圧力に対して、政府短期証券に

〔第9図〕

マネーサプライの変動要因(通貨需要関数による推計)―季調後前期比<年率>寄与度―



〔推計式〕 $(M_2 + CD)_{前期比} = \frac{0.27 \times (名目総需要 + 中間取引高)_{前期比}}{(3.78)} + 151.01 \times (総資本営業利益率)_{全産業} + 0.65 \times (個人貯蓄)_{19.70} + 140.14 \times (預金金利)_{1年定期} + 452.20 \times (利付金融債上場利回り \cdot 預金金利の上昇・低下幅)_{(2.05)}$

(注) 中間取引高は、名目総需要等の最終取引の背後にある製造業間取引高の変動を表す指標として試算(鉱工業出荷指数<内需、通産省試算>×卸売物価指数<国内工業製品>に基準時点<昭和50年>の金額を乗じて算出)。

(マネーサプライ水準の評価)

このようにマネーサプライは56年春頃から漸次伸び率を高めてきたが、この間、実体経済の展開は緩やかで物価も落ち着き基調を強めてきたため、マネーサプライと名目取引高の関係から得られるマーシャルのKは上昇傾向をたどり、10～12月以降は52～53年の金融緩和期の水準を上回った(第10図)。周知のようにマーシャルのKには個人定期預金の趨勢的增加等を反映した上昇トレンドが存在するが、そのトレンドを勘案してみても、7～9月以降は50年代のトレンドを上回る状態が続いている。これは、実体経済の回復テンポが鈍く、金利低下が促される局面で緩和政策をとってきたことを反映したものである。52、53年当時の金融緩和局面でもマーシャルのKはほぼ6四半期にわたりトレンドを超えて上昇を続けた。当時も、こうしたマネーサプライ動向のもとでなだらかな景気回復と物価の落ち着き傾向とが持続したが、その後54年に入り第2次石油危機に

対処して急遽金融引締めを実施し比較的早期に所期の効果を挙げる事ができた。

こうしたこれまでの経験のほか、最近の内外物価情勢の落ち着き、金融機関の採算を重視した融資態度、企業の慎重な借入姿勢等を総合的に勘案す

るオペは、事業法人、機関投資家等に売却される段階でマネーサプライの減殺効果を持ちうるわけであり、TB累増下の金融調節手段として当然の方向である。

(第10表)

マネーサプライ(M₂+C D)と信用面の対応

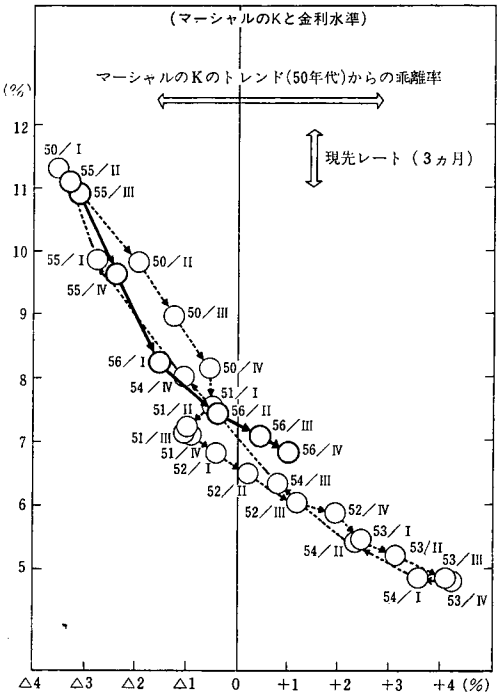
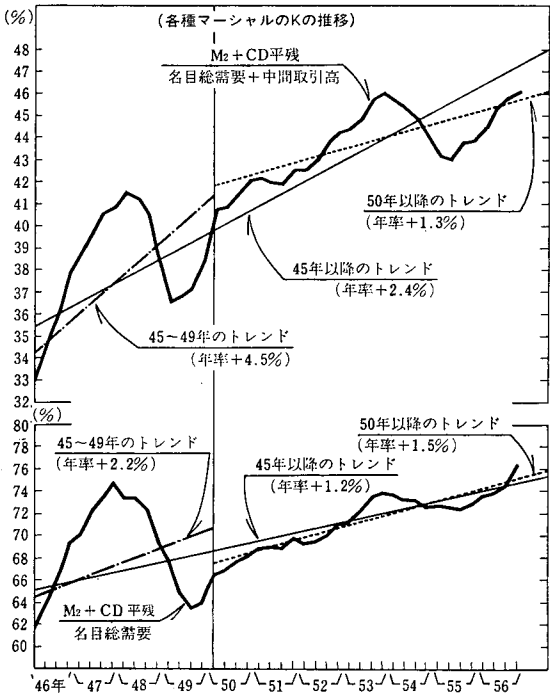
(%)

		53年平均	54	55	56	56/ 1～3月 平	4～6 均	7～9	10～12	57/ 1～3
M ₂ + C D 平 残(前年比)		11.7	11.9	9.2	8.9	7.6	7.9	9.6	10.6	△ 10.6
寄 与 度 平 残 均 ベ ー ス 上 の 寄 与 度	対 外 資 産(短期)	1.4	△ 1.5	△ 1.9	△ 0.1	△ 0.4	0.2	0.0	△ 0.1	△ 0.7
	財 政 部 門 向 け 信 用	2.7	4.1	2.1	2.6	1.5	2.5	3.2	2.9	2.9
	うち 通 貨 当 局 分 (日銀・外為特会)	△ 1.3	1.4	1.0	1.7	0.7	1.3	2.7	1.9	1.6
	民 間 向 け 信 用	8.7	9.5	8.8	7.8	7.8	7.1	7.9	8.4	9.4
	うち 貸 出	8.2	8.9	8.1	7.2	7.2	6.5	7.2	7.7	8.7
	そ の 他	△ 1.0	△ 0.4	△ 0.4	△ 1.4	△ 1.7	△ 1.8	△ 1.3	△ 0.6	△ 0.3

(注) 寄与度(未残ベース)は月末休日要因調整後。

〔第10図〕

マ ー シ ャ ル の K と 金 利 の 動 向



(注) 1. マーシャルのK = $\frac{M_2 + CD}{\text{名目総需要} + \text{中間取引高}}$
2. 3期移動平均値で作図。

ると、最近のマネーサプライの水準はいわば適正
圏内の中でも上限に近い動きとみられ、これまで
の一連の金融緩和政策の推進により最近のマネー

サプライ水準は今後の景気回復を支えるうえで既
に十分な程度になっているものと判断される。従
って、今後実体経済の展開がなお緩やかと予想さ

れる中で、マネーサプライの伸びが一段と高まることはやや長い目でみた物価面への悪影響など、好ましくない事態に繋がるおそれが大きいものと考えられる。いずれにせよ、マネーサプライの動きについては実体経済の動き、為替相場の諸情勢を睨み合せながら慎重に注視していくことが必要である。なお、近年における金利・金融取引の自由化を背景としてこのところ企業の手許には、後述のように現先、CD等金利変化に敏感な金融資産が蓄積されているが、この種の資産は市場金利水準如何では容易に決済通貨に転化する性格を持っており、今後マネーサプライを適切にコントロールするためには、こうした企業の資産選択の変化ならびに金利選好の高まりに十分留意しつつ、金利水準を機動的に調整し金利機能の活用を通じて実物投資の機会費用としての余資運用利回りに速やかな影響を与えることがますます重要となっている。また、既にみたように、金融機関サイドでも、その資金調達のかなで自由金利による調達のウエイトが上昇していること、さらにはインターバンク市場金利とオープン市場金利との連動性が強まっていること等を総合的に勘案すると、通貨の需要・供給両面の事情から、マネーサプライ・コントロールにおける金利機能活用の重要性が増している。ちなみにこれまでの経験でも、金融の繁閑を示す市場金利とマーシャルのKのトレンド線からの乖離率との間には、比較的安定した相関関係が存在している(第10図)。

(5) 企業金融の動向

(企業の資金繰りに緩和感拡がる)

実体経済活動の緩やかな展開を背景に企業の資金需要は56年中落着いた動きを示し、資金繰りは上記のような金融機関の貸出態度弾力化もあって緩和傾向をたどった。企業の資金繰り状況を日本銀行「主要企業短期経済観測」における資金繰り判断(D. I. 「楽である―苦しい」)の推移でみると

(第11図)、55年夏に金融引締めから緩和政策へ転換した後も設備投資の堅調持続、素材業種を中心とする後向き在庫の積上がり等から56年初までなお悪化を続けた。しかし、56年春先にかけて緩和感が浸透しはじめ、秋以降は全体として資金繰りが「楽である」とみる企業数が「苦しい」とみる企業数を上回る状態が続いている。こうした背景をみると、まず資金需要面では設備資金が全体として底固く推移した一方、運転資金については在庫調整が徐々ながら進捗をみたことを映じて春以降素材業種を中心に後向き在庫資金負担が軽減、また前向き増運資金も動意に乏しい状態が続いたことから全体としての需資が落着き傾向をたどったことが指摘できる。この間、金融機関の貸出態度も漸次弾力化してきており、さらに企業の手許資金のうち借入見合いの預金を控除した余裕資金(いわば自由準備)の水準が収益の改善等を映じて高水準を続けたことも、資金繰りを緩和する方向に働いた。

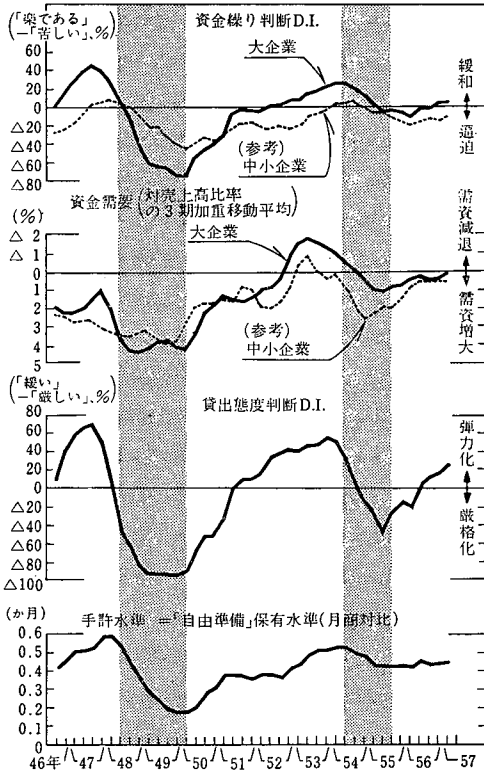
こうした企業の資金繰り状況を規定する大きな要因である企業の需資基調を「短期経済観測」をもとにやや詳しくみると、大企業では、加工業種は、設備資金需要が高水準ながらも増勢が幾分鈍化したほか、運転資金もおおむね落着き基調で推移した。一方、素材業種は、設備資金は鉄鋼等の業種を中心に引続き増勢傾向をたどったが、運転資金が石油関連で円安化に伴うハネ資金の増嵩等から需資増加局面もみられたものの全体としては在庫調整の進捗に伴う後向き在庫資金負担の軽減もあって落着いた動きを示した。年末から更年後にかけての動きをみると素材業種は在庫調整の進展から引続きモダレートな需資基調を続けている反面、加工業種の一部では輸出の鈍化等から幾分増加しているよううかがわれる。

一方、中小企業では、大企業同様に在庫調整の進捗に伴う資金負担の軽減がみられたほか、個人消

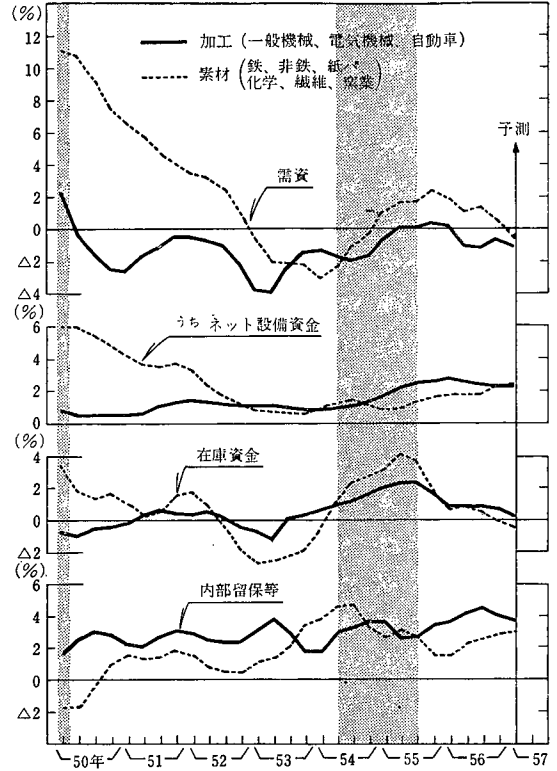
〔第11図〕

企 業 金 融 の 動 向

(1) 大企業の資金繰り動向



(2) 大企業製造業の資金需要動向
(対売上高比率、3期加重移動平均)



- (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」のうち中小製造業(ただし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. 資金需要=資金調達増減-資金運用増減=ネット設備資金+在庫資金-内部留保等+与信超増減
 3. 自由準備(月商対比) = $\frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券} - \text{借入金}}{\text{月商}} \times \text{最低歩留り率}(24\%)$
 4. 57/Iは予測。ただし56/IVなみの予測値の実現率に基づき修正。
 5. シャド部分は引締め期間。

費および建設活動の停滞が大企業に比し強い度合で影響したこともあって業務拡大に必要な運転資金が落着き傾向をたどり、全体としては沈静裡に推移した。

(企業金融構造の変化)

以上みてきたように56年中企業の資金繰りは緩和基調をたどったが、こうした中において企業金融の構造面でいくつかの変化が看取された(調査月報56年9月号「最近の企業金融動向について」参照)。まず、第1に金融の繁閑のフレが小幅化していることである。54~55年の金融引締めの過

程では資金繰り面に些程逼迫感が強まることなく推移したが、逆に緩和期に入っても資金繰りの緩和度合は過去の同局面と比較すると幾分鈍くなっている。これには、50年代入り後の安定成長経済への移行に対応した企業金融構造の変容が影響している。すなわち、まず資金需要の面では、①設備投資を中心とする企業の実物投資規模が相対的に低下したこと(実物投資の対売上高比率、40年代平均9%→50年代平均5%弱)、②減量経営努力による収益基盤の強化等を通じ自己金融力が強化されたこと、の両面から、企業需資の規模(対

売上高比率)は40年代の平均4.5%から50年代には1.8%へと大幅な下落をみている。こうした需資規模の変化のほか、外部資金調達ルートが多様化による調達力の強化も、資金繰りの繁閑のフレを均す方向に作用したとみられる。日本銀行「資金循環勘定応用表」をベースに企業の外部資金総調達額に占める各種調達ルートのウェイトをみると(第11表(1))、①市中金融機関からの円ベース借入シェアが大幅に低下する一方、債券発行および政府系金融機関からの調達シェアが上昇していることのほか、②昭和55年末の外為法改正等により内外金融資本市場の一体化が進んだことを背景に、外貨建て資金調達とりわけインパクトローンによる調達ウェイトが上昇していること、が目立っている。

企業金融の構造変化のいまひとつの側面は、CDや債券類等自由金利性の資産運用対象が多様

化する中で企業の利回り重視姿勢が強まり、これら商品を中心に手許余資の有利な運用を求める動きが活発化したことである。「資金循環応用表」によって企業の資金運用形態の変化(増加額構成比)をみると(第11表(2))、現預金の保有割合が大幅に圧縮されている(40年代平均91.9%→50年代平均71.5%)一方、現先を含む有価証券やCD、外貨預金等自由金利商品の運用ウェイトが大きく上昇(同4.5%→27.8%)しており、56年中の増加額のうち約半分がこうした自由金利商品の運用にあてられるに至っている。

(6) 財政部門の動向

(財政再建下の56年度予算)

56年度予算は、歳出の抑制、国債の減額を指向して編成された。その結果、一般会計の予算規模は前年度当初予算比+9.9%と34年度(+8.2%)以来の1桁台の伸びとなった。歳出面をみると、国

(第11表)

企業の資金調達・運用構造の変化

(1) 企業の外部調達の多様化

(構成比・%)

		40～50年 平 均	51～56年 平 均	うち			40～50年平均 ↓ 51～56年平均 変化ポイント
				54年	55年	56年	
外 部 調 達	借 入 金	88.6	85.1	79.4	87.4	85.1	△ 3.5
	うち市中借入	79.9	73.2	64.3	76.4	72.7	△ 6.7
	(うち円借入)	(79.3)	(70.3)	(63.5)	(70.5)	(64.6)	(△ 9.0)
	(インパクト・ローン)	(0.6)	(2.9)	(0.8)	(5.9)	(8.1)	(+ 2.3)
	政 府 借 入	8.7	11.9	15.1	11.0	12.4	+ 3.2
	債 券 発 行	4.4	6.7	10.1	4.4	6.5	+ 2.3
	うち国内債	4.1	5.0	7.0	3.2	4.8	+ 0.9
	外 債	0.3	1.7	3.1	1.2	1.7	+ 1.4
	株 式 発 行	7.0	8.2	10.5	8.2	8.4	+ 1.2
	外 部 調 達 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
うち外貨建調達計 (インパクト・ローン+外債)		0.9	4.6	3.9	7.1	9.8	+ 3.7

(注) 1. 日本銀行「資金循環勘定応用表」、大蔵省「国際金融局年報」等より作成。インパクト・ローンは大蔵省「国際金融局年報」および日本銀行「国際収支統計月報」より、インパクト・ローンの返済期間等を推計して試算(56年は、全国銀行の貸出状況等から試算)。

2. 56年は56/1～9月中。

(2) 企業の資金運用の多様化

(構成比・%)

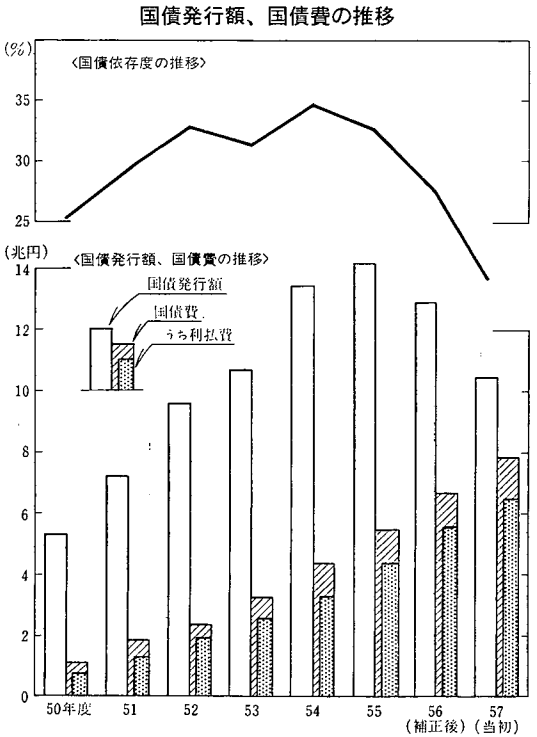
		40～50年 平 均	51～56年 平 均	うち			40～50年平均 ↓ 51～56年平均 変化ポイント
				54年	55年	56年	
現 預 金		91.9	71.5	64.3	54.2	57.8	△ 20.4
	うち 流動性預金・現金	43.4	16.9	5.0	△ 24.3	△ 1.6	△ 26.5
	定期性預金	48.5	48.4	41.9	69.1	48.8	△ 0.1
	C	0	6.2	17.4	9.4	10.6	+ 6.2
	D						
債 券		4.5	21.6	27.0	38.9	36.9	+ 17.1
信 託		3.5	6.9	8.8	6.8	5.3	+ 3.4
資 金 運 用 計		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
うち 自由金利運用(CD+債券)		4.5	27.8	44.4	< 50.5> 48.3	< 49.6> 47.5	+ 23.3

(注) 1. 日本銀行「資金循環勘定応用表」より作成。
2. 自由金利運用の55年中、56年中の上段< >内は、55/12月中の居住者外貨預金増加額(約14億ドル、大蔵省「国際金融局年報」)を加えた計数。
3. 56年は56/1～9月中。

債費および地方交付税交付金を除いた一般歳出が + 4.3%の伸び(55年度 + 5.1%)となり、その内訳も公共事業関係費が55年度当初比伸び率ゼロとされたほか、社会保障関係費についても所得制限や受益者負担の強化により歳出規模が圧縮された。また歳入面では過度の国債依存是正を目指して国債発行額を55年度当初比2兆円減額、その結果、一般会計の国債依存度(当初予算ベース)は26.2%と52年度(29.7%)以来4年振りに30%を下回った(第12図)。もっともその後、補正予算で国債の増発(6.3千億円)を余儀なくされたほか、税收伸び悩みがひびいて収支決算はかなり厳しい状況に追い込まれることになった。

上記のような予算の下で、国の公共事業関係費や公社公団の建設費等を含めた広義公共事業関係費は前年度当初比 - 0.6%とわずかながら減少となり、政府は上記のような経済活動の緩慢な推移を眺めて景気面への配慮から公共事業契約の前倒し発注を推進した。この結果、国の公共事業費の上期契約進捗率は70.5%と前年度(59.6%)を大きく上回り公共工事着工額は春以降増加傾向をた

〔第12図〕



(注) 国債費および利払費は54年度までは決算額。55年度は補正後、56、57年度は当初予算ベース。

どったが、年末にかけてはこの反動減が現われた。これをGNPベース公的固定資本形成(実質)

でみると4～6月前期比+0.6%、7～9月+2.3%と増加したあと10～12月-0.8%と減少した。56年中を通してみると、物価の落ち着きもあって+4.8%の伸びとなっており、また公共事業関係以外の歳出についても地方財政の増加等からGNPベース政府最終消費支出(実質)は56年中+3.6%となった。

財政再建を目指して抑制的な予算を編成するとの方針は57年度についても基本的に受継がれ、一般会計予算規模は前年度当初比+6.2%と56年度に比して一段と伸びを低め、とくに一般歳出は+1.8%の伸びと30年度以来の低い伸びとなっている。こうした歳出抑制により国債の発行額を前年度当初比1兆8,300億円減額し、国債依存度を21.0%まで低下させるというのが予算の姿である。ただ前述のように、56年度において大幅な税収不足が懸念されるなど財政をめぐる環境は厳しさを増しているのが実情である。なお、57年度も、こうした予算の枠内で景気面への配慮が行われ、公共事業につき前年度を上回るペースでの上期前倒し発注を行うことが決定された(上期契約進捗率目標77.3%)。

(財政再建の課題)

財政収支バランスは昭和50年代に入り大幅に悪化した。これには第1次石油危機後の景気回復遅延を逃め52～53年を中心に建設国債増発による公共事業の大幅拡大が図られてきたことの後遺症、2度にわたる石油危機後の成長鈍化の中で税収が伸び悩んでいること、さらには歳出の内容においても国債費や社会保障関係費等の硬直的、構造的な要因が拡大し、これが国の収入力にあわせた支出の抑制を難しくしていること、等の複合的要因が絡んでおり、収支悪化の原因が単に循環的な性格にとどまらないだけにその改善は容易ではない。しかしこうした財政バランスの悪化を放置するならば、国債利子負担の増大から財政硬直

化を促進することによって将来の裁量的財政政策の余地が喪われ金融政策への負担がますます高まる一方、国民経済における財政部門のウェイトがさらに上昇し、やがて民間経済の活力を弱めることにもなりかねない。ちなみにわが国の国債利子負担(対一般会計比)は13.0%(57年度当初予算ベース)と既に欧州主要国を凌いでいるほか^(注3)、財政赤字の規模の対名目GNP比率も欧米主要国に比し圧倒的に大きく、このため家計貯蓄率が高いにもかかわらず公共部門全体の赤字の民間純貯蓄に対する比率(第12表)は、米、西独を上回っているなど、国際的にみても日本の財政は厳しい

(第12表)

民間純貯蓄に対する財政赤字比率の 国際比較(GNPベース)

(単位・%)

	中央政／民 間 府赤字／純貯蓄			公共部／民 間 門赤字／純貯蓄		
	日本	米国	西独	日本	米国	西独
45年度	(黒字) 1.8	17.6	(黒字) 1.3	0.5	15.0	9.5
46	5.1	26.4	1.6	8.3	23.3	18.0
47	6.1	20.2	4.2	11.0	4.0	13.8
48	0.1	5.0	2.9	12.3	(黒字) 7.1	9.5
49	11.2	11.7	9.4	28.3	4.8	26.9
45～49(平均)	4.1	16.2	3.4	12.1	8.0	15.5
50	24.4	56.1	26.3	42.6	51.7	56.1
51	25.8	44.5	22.5	34.8	30.6	41.8
52	31.6	36.7	19.7	36.6	14.5	28.3
53	37.1	21.8	19.9	47.3	0.2	30.2
54	36.2	10.2	17.3	42.1	(黒字) 8.2	31.0
55	34.0	42.0	18.0	39.5	22.0	37.5
50～55(平均)	31.5	35.2	20.6	40.5	18.5	37.5
56	...	39.2	16.1	...

- (注) 1. 日本以外は暦年計数。
 2. 日本の公共部門赤字＝一般政府赤字＋公的企業赤字。
 3. 米国の中央政府赤字は社会保障基金収支(黒字)を含む。
 4. 民間純貯蓄は民間総貯蓄から固定資本減耗を控除した計数。

現実に直面している。

また金融面とのかかわりをみても、先行き民間部門の資金調達との競合、その阻害が懸念されるほか、既に述べたように、このところ赤字の相当部分がTBによりファイナンスされており、こうした傾向が今後も続けば、やがてマネーサプライ・コントロールのうえでも支障をきたす要因となりかねない。

景気が足踏み様相を強める中にあって、財政バ

ランスの改善は難しさを加えているが、財政再建は中長期的にみて避けて通れぬ政策課題である。米国において大幅な財政赤字の持続が金融・資本市場を大きく圧迫し、このため高金利が続き民間の設備投資を中心とする経済の活性化がなかなか実現できない状況や、財政の肥大化を背景に生産性の低下を余儀なくされスタグフレーションに苦悩している一部欧州諸国の現況にかんがみても、財政再建は国民的課題であると思われる。

(注3) 国債利子負担の歳出規模に対する比率(%)

	日本	米国	西独	英国
56年度	11.8	12.8	7.4	7.7
57 〃	13.0	13.7

日本以外は暦年計数。日本の56年度は補正後予算ベース、57年度は当初予算ベース。米国の57年度は実績見込み。

金融関係参考計表

1. 資金需給と金融調節

(単位・億円)

	銀行券	財政資金				その他	資金過 (△)不足	準備 預金	日本銀行信用					
		一 財	般 政	国 債	外 為				貸 出	買 入 手	入 形	売 手	出 形	政府短期証券 売却(△)償還
54年度中	16,378	9,370	148,682	△108,077	△31,235	△ 4,235	11,243	△ 7,193	18,436	△ 8,532	21,000	—	—	—
55 "	1,915	28,603	116,277	△100,815	13,141	△ 9,794	△16,894	△ 1,348	△15,546	299	△20,500	—	—	—
56 "	9,847	46,415	131,183	△76,916	△ 7,852	940	△37,508	3,928	△41,436	△ 3,346	△19,690	△18,400	—	—
56年 1 月	△32,519	△25,799	△21,477	△ 7,422	3,100	△ 671	△ 6,049	1,283	△ 7,332	△ 332	△ 7,000	—	—	—
2	4,485	4,407	11,855	△ 7,482	34	△ 829	907	1,925	△ 1,018	△ 1,018	—	—	—	—
3	2,837	20,433	30,353	△ 9,926	6	△ 1,390	△16,206	△ 5,347	△10,859	△ 6,359	△ 4,500	—	—	—
4	154	30,649	39,862	△ 9,379	166	△ 179	△30,316	6,059	△36,375	△10,875	△20,500	△ 5,000	—	—
5	△ 6,943	19,565	22,589	△ 3,588	564	△ 14	△26,494	2,334	△28,828	△ 992	—	△13,000	△14,836	—
6	9,503	△ 4,475	△ 3,007	△ 1,400	△ 68	1,231	12,747	△ 1,536	14,283	△ 667	—	10,000	4,950	—
7	△ 2,203	△12,526	△ 7,661	△ 2,932	△ 1,933	△ 111	10,434	△ 535	10,969	83	—	1,000	9,886	—
8	△ 997	1,332	4,611	△ 2,662	△ 617	83	△ 2,412	2,618	△ 5,030	△ 30	—	△ 5,000	—	—
9	△ 1,974	△ 3,994	13,157	△17,092	△ 59	△ 521	2,541	△ 3,386	5,927	△ 73	—	6,000	—	—
10	△ 1,613	△ 2,772	4,695	△ 7,362	△ 105	743	416	3,250	△ 2,834	166	—	△ 3,000	—	—
11	6,872	27,981	34,161	△ 6,222	42	155	△21,264	△ 1,389	△19,875	39	—	△ 5,000	△14,914	—
12	31,303	△11,491	△ 1,598	△ 8,580	△ 1,313	△ 553	43,347	△ 2,074	45,421	11,507	9,000	10,000	14,914	—
57年 1 月	△30,975	△30,491	△23,839	△ 5,739	△ 913	△ 1,137	653	556	97	5,097	△ 9,000	4,000	—	—
2	5,223	7,551	14,144	△ 5,708	△ 885	2,172	△ 4,500	2,502	△ 7,002	△ 7,002	—	—	—	—
3	1,497	25,087	34,066	△ 6,250	△ 2,729	△ 930	△22,660	△ 4,471	△18,189	△ 599	810	△18,400	—	—

(注) 1. △は銀行券…還収超、財政…揚超、準備預金…増増し、手形売買…売却を示す。

2. 日本銀行が金融調節のため行った政府短期証券の売却、償還については、日本銀行信用の内訳として計上。

3. 日本銀行信用には、上記内訳のほか、債券売買、債券短期買入を含む。

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	12	57/1
(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	→	(11) 5.5	→
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	→	3.75
6 か月	5.0	4.5	→	3.75	→	4.5	→	5.25	→	→	6.25	7.25	→	→	6.25	→	5.5	→	5.0
1 か年	5.75	5.25	→	4.5	→	5.25	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25	→	5.75
2 か年	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5	→	6.0
普通預金	2.0	1.5	→	1.0	→	1.5	→	2.0	→	→	2.75	3.25	→	→	2.75	→	2.25	→	1.75
通知預金	2.25	1.75	→	1.25	→	1.75	→	2.25	→	→	3.0	3.5	→	→	3.0	→	2.5	→	2.0
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	→	4.25
1 年以上	4.75	4.25	→	3.5	→	4.25	→	5.0	→	→	6.0	7.0	→	→	6.0	→	5.25	→	4.75
1 年 6 か月 "	5.5	5.0	→	4.25	→	5.0	→	5.75	→	→	6.75	7.5	→	→	6.75	→	6.0	→	5.5
2 年 "	5.75	5.3	→	4.6	→	5.3	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25	→	5.75
3 年 "	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5	→	6.0
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	→	6.0	→

3. 短期市場金利の推移

(資金出し手ベース、%)

	コール (中心)		手 形			C D		現 先		
	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
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
2	9.4375	9.5	9.75 ~ 9.1825	9.75 ~ 9.9375	9.9375 ~ 10.125	9.506	9.824	9.040	9.592	9.872
3	12.125	12.1875	12.75	13.5	13.75 ~ 13.8125	13.356	13.311	11.879	12.346	12.700
4	12.375	12.5625	13.0	13.5625	13.875	13.693	13.367	9.881	11.136	12.124
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
6	12.6875	12.9375	13.1875	13.1875	13.4375※	11.644	10.090	11.099	11.027	10.867
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
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
9	11.3125	11.375	11.5 ~ 11.5625	11.5	11.4375	11.475	11.027	11.568	11.367	11.312
10	10.8125	10.8125	10.25	10.25※	10.25※	10.211	9.740	9.202	9.446	9.568
11	9.5	9.75	9.75	9.625	9.625	9.759	9.167	9.486	9.725	9.800
12	9.375	9.375	9.4375	9.5	9.5※	9.792	9.200	9.455	9.435	9.425
56年1月末	8.875	8.9375	8.875	8.75 ~ 8.8125	8.875※	8.694	8.404	7.993	8.193	8.320
2	8.625	8.6875	8.5 ~ 8.625	8.375	8.375	8.464	8.327	8.440	8.459	8.461
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
4	7.1875	7.1875	7.125	7.25	7.25	7.237	7.134	6.259	6.666	6.764
5	6.9375	7.0625	7.2500	7.4375	7.4375	7.540	7.419	7.237	7.385	7.487
6	7.2500	7.3125	7.4375	7.5	7.5	7.581	7.571	6.728	7.118	7.230
7	7.3125	7.3750	7.5	7.5	7.5	7.511	7.570	6.639	6.997	7.125
8	7.25	7.4375	7.4375	7.375 ~ 7.4375	7.375	7.527	7.505	7.002	7.241	7.283
9	7.125	7.25	7.25	7.25	7.3125 ~ 7.375	7.485	7.471	6.919	7.074	7.147
10	7.0	7.0	7.0625	7.25 ~ 7.375	7.375	7.405	7.406	6.568	6.900	7.086
11	6.875	7.25	7.375	7.25 ~ 7.375	7.25 ~ 7.3125	7.242	7.100	7.144	7.187	7.216
12	6.625	6.625	6.625	6.5625	6.5625	6.622	6.582	6.512	6.510	6.518
57年1月末	6.625	6.6875	6.6875	6.625	6.5625※	6.587	6.522※	6.146	6.291	6.379
2	6.6875	6.75	6.6875	6.5625	6.5	6.672	6.467	6.253	6.370	6.398
3	7.0	7.0	6.5625※	6.5※	6.5※	6.649	6.651	6.314	6.376	6.415
4	7.125	7.1875	7.1875	7.125	7.0625	7.085	6.909	6.699	6.667	6.672

(注) 1. ※印は月末時に出会いがなかったため、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月以前は2山越、3山越。

3. C D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

(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	政保債	地方債	事業債 (AA格、 12年もの)	金融債	長期貸出 最優遇金利
54年3月末	6.582	6.641	6.683	6.876	6.200	7.100
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月末	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	↓	↓
11	↓	↓	↓	↓	↓	8.800
12	8.227	8.282	8.329	8.409	7.900	↓
56年4月末	↓	↓	↓	↓	7.600	8.500
5	7.868	7.924	7.969	8.063	↓	↓
6	7.959	8.015	8.061	8.147	↓	↓
7	↓	↓	↓	8.164	↓	↓
9	8.367	8.375	8.375	8.409	↓	↓
11	↓	↓	↓	↓	8.000	8.900
12	↓	↓	↓	↓	↓	8.600
57年1月末	8.015	8.025	8.025	8.063	7.700	↓
3	↓	↓	↓	↓	↓	8.400
4	7.811	7.822	7.822	7.861	7.500	↓

	国 債			金融債	事業債
	(参 考)				
	6.1% 国 債	7.7% 国 債			
54年 3 月末	7.749	7.749	6.848	7.080	7.420
6 "	8.742	8.742	7.997	7.932	8.260
9 "	8.645	8.645	7.680	7.692	7.849
12 "	9.133	9.262	8.348	8.357	8.228
55年 3 月末	10.160	10.573	9.952	10.827	9.809
6 "	8.252	9.051	8.252	8.102	8.535
9 "	8.790	9.726	8.790	8.396	8.500
12 "	8.866	9.778	8.989	8.445	8.504
56年 1 月末	8.337	9.489	8.661	8.506	8.331
2 "	8.177	9.585	8.452	8.335	8.372
3 "	7.872	9.164	8.063	7.842	8.191
4 "	8.005	9.477	8.086	7.837	8.154
5 "	8.374	10.009	8.667	8.255	8.272
6 "	8.217	9.913	8.597	8.478	8.242
7 "	8.486	10.101	8.815	8.507	8.450
8 "	8.836	10.235	9.229	8.703	8.647
9 "	9.259	10.166	9.204	8.764	8.561
10 "	9.118	9.782	9.098	8.682	8.555
11 "	8.133	8.973	8.134	7.886	8.125
12 "	8.222	8.820	8.222	7.643	8.075
57年 1 月末	8.119	8.675	8.108	7.541	7.964
2 "	8.063	8.630	8.057	7.679	7.931
3 "	7.796	8.437	7.794	7.523	7.867
4 "	7.788	8.366	7.731	7.408	7.850

(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

(前年比%)

	平 残 増 加 率								未 残 増 加 率	
	銀行券	M ₁	季調済前期 (月)比(年率)	現金通貨	預金通貨	準通貨	M ₂ +CD	季調済前期 (月)比(年率)	M ₃ +CD	M ₃ +CD +金融債
55年 1~3	9.8	7.2	1.2 (5.0)	9.2	6.7	11.4	10.6	2.3 (9.6)	11.2	10.9
4~6	8.8	4.7	0.9 (3.6)	8.5	3.7	11.8	10.1	2.2 (9.3)	10.3	10.1
7~9	5.6	- 0.2	- 3.2(-12.3)	5.3	- 1.7	12.1	8.4	1.2 (4.8)	9.5	9.4
10~12	4.2	- 1.1	0.2 (0.7)	3.7	- 2.4	12.0	7.8	1.8 (7.6)	9.8	9.8
56年 1~3	2.6	- 1.5	0.8 (3.2)	2.5	- 2.6	12.0	7.6	2.1 (8.7)	9.4	9.5
4~6	2.1	- 0.4	1.8 (7.3)	2.0	- 1.1	12.7	7.9	2.5 (10.5)	10.5	10.5
7~9	4.9	6.5	3.6 (15.4)	5.0	6.9	11.1	9.6	2.8 (11.7)	10.6	10.4
10~12	6.1	8.9	2.5 (10.3)	6.4	9.7	10.8	10.6	2.8 (11.5)	P10.7	P10.7
57年 1~3	5.8	6.8	- 1.2(- 4.9)	5.8	7.1	12.0	10.6	2.1 (8.8)	P11.6	P11.5
56年 1	3.2	- 1.8	- 0.3(- 3.2)	2.9	- 3.1	11.9	7.4	0.3 (3.7)	9.4	9.4
2	2.6	- 1.1	1.0 (13.3)	2.4	- 2.1	11.8	7.6	1.0 (13.3)	9.4	9.5
3	2.0	- 1.5	0.5 (6.4)	2.2	- 2.5	12.4	7.7	0.8 (10.1)	9.4	9.5
4	0.7	- 4.1	- 1.3(-14.2)	0.8	- 5.4	14.6	7.9	0.9 (11.4)	9.6	9.7
5	2.8	- 0.3	2.2 (29.3)	2.4	- 1.0	12.0	7.5	0.6 (8.0)	11.3	11.3
6	2.9	3.3	2.7 (38.4)	2.9	3.4	11.4	8.3	0.9 (10.9)	10.5	10.4
7	4.3	5.6	0.3 (3.2)	4.5	5.9	11.0	9.0	1.0 (12.2)	10.8	10.7
8	5.0	6.7	0.8 (9.7)	5.2	7.1	11.0	9.6	1.0 (13.0)	10.1	9.9
9	5.4	7.3	0.9 (10.9)	5.5	7.8	11.2	10.1	1.0 (12.9)	10.9	10.7
10	5.8	8.3	0.9 (11.2)	5.9	9.0	11.4	10.8	1.0 (12.3)	11.2	11.0
11	5.7	8.2	0.4 (5.2)	6.3	8.7	10.9	10.4	0.7 (9.1)	10.0	9.9
12	6.8	10.1	1.4 (17.9)	6.9	11.2	10.1	10.5	0.8 (9.5)	P11.1	P11.1
57年 1	4.9	7.0	- 3.1(-31.5)	5.1	7.6	12.0	10.7	0.5 (6.3)	P12.0	P11.9
2	6.3	6.3	0.5 (6.5)	6.1	6.3	12.2	10.6	0.9 (11.7)	P12.0	P11.9
3	6.4	7.1	1.5 (19.2)	6.2	7.3	11.7	10.5	0.7 (8.6)	P11.0	P10.9

M₁=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+補助貨流通高-金融機関保有現金

M₂+CD=M₁+上記金融機関の定期性預金(準通貨)+CDM₃+CD=M₂+郵便局、農・漁協、信組、労金の貯蓄金+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. 外国為替相場の推移（東京市場）

	米ドル直物相場 (終 値)	同先物相場・3か月物 (終 値)	(スプレッド・年率)	(参考)ユーロ・レート (3か月物)
55年12月末	203.60 円	199.45 円	(d 8.153%)	17.8125 %
56年1月末	205.20	200.70	(d 8.771)	17.375
2	208.85	204.65	(d 8.044)	16.75
3	211.40	207.70	(d 7.000)	14.6875
4	215.00	210.05	(d 9.209)	17.0
5	223.50	217.90	(d 10.022)	17.8125
6	225.75	219.95	(d 10.276)	17.625
7	239.75	232.80	(d 11.595)	18.6875
8	228.75	222.45	(d 11.016)	18.75
9	231.55	225.75	(d 10.019)	17.9375
10	233.35	228.40	(d 8.485)	15.6875
11	214.15	211.75	(d 4.482)	12.0625
12	220.25	216.35	(d 7.082)	13.8125
57年1月末	228.45	223.75	(d 8.229)	14.6875
2	235.20	230.30	(d 8.333)	15.0625
3	248.30	243.05	(d 8.457)	15.4375
4	236.30	231.75	(d 7.702)	15.0625

(注) dはディスカウント、pはプレミアムを表わす。

7. 業 態 別 金 融 機 関 貸 出 動 向

(外貨建貸付を除く増加額、単位 億円、%)

	都市 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	長期 信用 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	信託 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	地方 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	相互 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	信用 金庫	増加額 前年比	残高 前年比
55/1～3	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
56/1～3	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	696	△ 76.7	7.5
4～6	11,036	51.0	6.6	3,386	57.5	7.0	4,925	69.0	7.2	△ 4,818	—	7.7	481	△ 71.4	7.5	△ 3,244	—	6.1
7～9	15,060	2.0倍	7.6	4,210	2.2倍	8.4	4,550	87.6	8.2	18,773	63.4	9.2	8,420	68.5	9.0	9,002	10.3	6.3
10～12	22,743	40.7	8.4	4,734	91.4	9.6	4,941	49.3	8.8	22,117	43.1	10.4	9,361	48.3	10.1	10,582	12.4	6.5
57/1～3	12,439	23.5	8.6	4,410	34.2	10.1	5,255	34.1	9.3	10,425	17.6	10.6	4,534	40.8	10.6	2,800	4.0倍	7.3

(注) 期末休日要因調整後。

8. 国 債 発 行 額 の 推 移

(収入金ベース、単位億円)

	発 行 総 額	シ 団 引 受	利付国債 (10年)	うち 証券団取扱額	割引国債	定率直接発 行および入 札発行	運用部引受	発行残高 (年度末・) 額面ベース)
51年度	71,982	61,844	61,164	9,410	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	141,702	84,702	82,602	20,583	2,100	17,316	39,684	705,098
56(実績 見込み)	129,000	55,192	53,192	10,860	2,000	29,568	44,240	822,734
57(予定)	104,400	51,800	49,800	—	2,000	17,600	35,000	—

(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年未満を除く) (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 of 自由化		(53/1) 日本銀行の債券オペ価格について上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 of 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) C D 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) C D 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) 都銀のコール放出を容認			(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	