

金融引締め の 現段階

—前回引締めとの対比において—

1. はしがき

5月の公定歩合引上げ以来、金融経済情勢はかなり著しい変化をみせた。しかしながら、この間の引締め効果の現われ方は主として物価の低落その他流通段階を中心とするものであり、生産や投資活動の面では現在に至るもまだ本格的な影響はみられない。しかも、ごく最近では物価の下げ止まりまたは反発や金融引緩み感の台頭など、早くも一種の中だるみ感を支えるような動きすらみられる。

もとより引締め政策を契機とする経済の調整過程は必ずしも一本調子に進むとは限らず、速度が鈍ったかにも見える現在においても基底においては引締め効果は依然浸透しつつあるものとみられよう。したがってまだ最終的に引締めの成否を評価する段階にはないことはいまでもない。しかし引締めのいわば第1段階を一巡しようやく微妙な動きをみせている時、現在までの引締め過程を整理し、とくにこれを今回ときわめて似かよった条件の下で引締めが行われた28、29年当時の情勢と対比してみることの意義は少なくないであろう。引締めの現段階を明らかにすることが今後の引締め過程を円滑に進める大前提と考えられるからである。

2. 引締め政策の背景と政策手段

引締め過程の検討に入る前に、引締め政策が発動されるに至った契機と政策手段について前回と対比してみておこう。

周知のごとく、今次引締めは31年来の投資ブームの発展が輸入の激増をもたらし、とくに本年に入つてからは保有外貨の急減によつて外貨繰り上りきわめて切迫した事態を招くに至つたために採られたものである。

この基本的な点については、前回引締め当時の事情もほぼ同様であつた。すなわち、動乱ブーム以来惰性的に続いたインフレ傾向によつて、経済は27、28年と引続き拡大し、とくに28年に入ると個人消費や財政支出の膨脹に加えて民間投資需要が再び拡大し、内需の増大傾向は著しいものがあつた。この結果国際収支は輸入の増大を主因に27年末ごろから逆調に転じ、28年1～6月間に140百万ドルの大幅赤字を示現した。しかも28年夏ごろからは下期外貨予算の削減見越し、西日本の水害発生などから物価の先高人氣がいよいよあおられ、国際収支への圧迫が一段と強まるという事態を示しつつあつた。

かくて前回、今回いずれの金融引締め政策も内需の行き過ぎた増大とこれによる国際収支の危機を直接の契機として実施されたものといえるが、そこには若干の相違点もあることは見のがせない。すなわち国際収支の赤字の幅においても、外貨残高の枯渇の度合においても、今回の外貨危機は前回以上のものであつて、しかもきわめて短時日の間に緊迫の度を加えていつた。これは先行する投資ブームの規模の大きさを物語るものにはかならないが、今回の引締めの第1の特色に数えられるであろう。

一方政策手段の点はどうであつたか。今回の引締めについて主な事項をみると、まず5月8日に公定歩合が引上げられるとともに、いわゆる窓口指導が強化されたが、これに踵を接してユーザンスの規制、MOF預託外貨引揚げ、輸入保証金率の引上げなど資金面よりする輸入抑制策が講ぜられた。次いで翌月には財政投融资削減などを主内容とする政府のいわゆる総合対策が決定され、わずか1か月余の間に一応の措置が出そろつた。これに対し、今回はまず高率適用制度の強化によつて実質的な本行金利の引上げが図られ、次いで別口外為貸、輸入決済手形、輸入物資引取スタンプ

手形制度など各種の輸入金融の優遇措置が縮小ないし整理されるとともに、輸入保証金率の引上げが行われた。この間本行の窓口指導が強化されて行つたことはいうまでもなく、また高率適用制度の厳格化、輸入金融制度の整理は約半歳にわたつて漸進的に行われた。一方財政面では29年度予算がいわゆる1兆円の緊縮予算（一般会計歳出予算9,995億円、補正後の前年度予算10,255億円、このほか財政投融资の約500億円削減）という形で生まれ、さらに29年6月には実行予算による歳出の削減が図られるとともに財政投融资計画の圧縮方針が決定された。

このように具体的な引締手段は基本ラインにおいては両者全く共通なものがあり、政策の強度についても両者間に格別の差異は認められないといつてよい。しかしやや詳しくみれば両者の間の差異は決して少なくない。たとえば今回は同じく金利政策といつても高率適用制度の強化に代り公定歩合の引上げという形がとられ、かつこれと同時に臨金法に基く規制金利の最高限度が引上げられ、市中金利の引上げが促進された。このように正統的な金利政策方式が採用されたことは前回にみられなかつた著しい特色である。一方、前回では別口外為貨をはじめ主に輸入金融を中心とした各種の優遇制度が広範に整理され、いわば質的優遇の廃止という引締措置のウエイトが大であつたが、今回はそういう形の引締めを行う余地が比較的乏しく、金利を中心とする一般的量的引締めの強化に重点が置かれているといえる。こういう相違はいわゆる窓口指導のねらいについても大なり小なり現われているといえるのであつて、今回のそれは金利政策によつて生ずべき反応を促進するものと性格づけられるであろう。総じて今回の引締措置は市場の機能を通ずる引締めという色合いが比較的強いといえよう。

さらに前回と今回との重要な相違として逸し難い点は、これら各種の措置が打ち出された時間的な手順ないしテンポの問題であろう。前述のように前回の引締措置は、28年9月末の高率適用制度の第1次強化から最も引締強化措置の集中した翌年1～3月までに約半年間を要し、さらに翌年6月の財政削減措置に至るまでほぼ3四半期間にわたつて相次いで実施されていつた。これに対し今回は5月8日の公定歩合引上げから1か月余の間に各種の措置が集中して打ち出された。これは事態の緊迫度が前回より相当強かつたためにほかならない。こういった集中的引締めは経済一般に対する当初の影響ないし衝撃といつた面でもかなり違つた効果を持つはずである。

ただしこの点を余りに強調することは疑問である。前回の引締めは28年9月から開始されてはいるが、28年中の措置としては高率適用制度の第1次の強化と輸入金融の若干の規制にとどまり、2次高率金利の引上げ（市中貸出金利との逆相関係示現）を含む主要措置は29年1～3月中に集中して行われた。さらに28年10～12月中は財政の季節的散超期に加え、災害対策などで2次にわたり617億円の増額補正予算が組まれるような状況下にあつた。これらの点から判断すれば、前回においても引締措置の主要部分は短期間にある程度集中して打ち出されたとみてもよく、今回の引締めとの相違は程度の問題にとどまるともいえる。

以上のごとく前回と今回との引締めを対比する場合、政策を促した契機、政策の目標ならびに手段などの点において、基本的には両者に全く共通した面が多いと同時に、若干の相違点もあるということをもまず注意しておく必要がある。それは次に述べる引締浸透のプロセスについても、これと照応して基本的には共通しながら若干の相違が生ぜざるをえないと考えられるからである。

3. 引締効果発現の過程

[引締効果発現の定型的プロセス]

前後2回の引締政策を対比させて検討する場合、引締効果の発現して行くプロセスについて、一つの定型的な展開過程を想定して置くのが便宜である。きわめて概括的に図示すれば次のようなものであろう。

これは前回の引締め、とくに主要な引締措置が集中的に発動され、本格的な引締圧力が加えられたと考えられる29年2、3月以降の事態の発展をそのまま図式化したものにすぎないが、引締下における経済の調整過程が、市場のメカニズムを通

じて実現されて行く一般的なプロセスをかなりよく示していると考えられる。おそらくは今回の引

締めにおいても基本的にはこういう順序を経るとみて差支えないであろう。

引締政策の心理的衝撃
通貨供給の抑制] → 物価低落・流通在庫調整 → 製品在庫増大 → 生産・投資活動の停退 → 所得効果発現
(第1段の輸入減少) (第2段の輸入減・輸出圧力増大)

この場合以上のような引締まりのプロセスを促進して行く起動力の中心は、いうまでもなく金融、通貨面の圧力である。上記の過程が具体的にいか

は信用膨脹の大きさが反動的に強い引締圧力を結果したといつてよいであろう。

[注] 都市銀行の本行借入依存度 $\left(\frac{\text{借入金}}{\text{自己資金} + \text{預金} + \text{借入金}} \right) \%$:

(前回)	28年12月	19	29年3月	24	29年6月	22
(今回)	32年3月	9	32年6月	15	32年9月	17

に実現されて行くかは、金融的圧力の強さとか加わり方によつて色々相違を生ずるのであろう。またそれだけではなく、そのときの多くの経済条件によつても大いに左右される。引締前のブームがどの程度の大きさでどの段階まで進んでいたかは、引締後の諸条件に多くの特色を生ぜしめるであろうし、引締後の市場人気の動き、企業の反応の仕方、さらには全般的な政策環境などがどうであるかも重視しなければならない。

しかし経済界への実際の引締効果についてみる場合は、市中貸出がいかに抑制され、とくに財政資金揚超の度合と相まつて預金通貨供給がどの程度抑えられたかの点がより重要である。前回には29年1～3月期の財政資金揚超期に銀行貸出の抑制効果が挙がり、預金通貨は季節的關係を考慮に入れてもかなり著しい減少をみせ、その傾向は財政が散超に転じた4～6月期にまで持続された。この間の企業金融への圧迫はかなり大きかつたとみてよい。今回は前述したように財政揚超額が大きくそれだけ経済界への資金的圧迫が強いため、銀行貸出の抑制は前回より困難であつたが、引締以来の貸出抑制傾向はかなり顕著で、預金通貨への圧迫は決して小さくない。もつとも今回は都市銀行を中心に月末貸出が翌月初めへズレ込むという傾向が少なくなく、このため月末ベースでみた貸出、預金は実勢より若干過少に現われるという傾向がある点に注意を要する。したがつて現在までの銀行貸出の抑制効果はある程度割引して考えなくてはならないが、その場合でも上述した傾向の大勢には変りはなく、これによる企業金融への圧迫度合は、最近の著しい企業間信用の増大傾向の中にもうかがわれる通りである。

〔具体的検討〕

(1) 金融的圧力の強さ

引締政策下の金融的圧力の強さは、まず市中銀行の資金不足の度合とこれを補填するために本行から借入れる場合の条件の緩厳によつて決まる。これは市中銀行段階が受ける引締めの圧力であるが、次にこれを背景に市中銀行が産業界に与える引締圧力は一応区別してみる必要がある。

第1に市中銀行の本行依存度についてみると、前回に比し今回の方が水準は低いが、悪化のテンポはきわめて早く、公定歩合および高率適用金利を含めた実効借入金利負担も大きい。このような今日の都市銀行の大規模かつ急激な本行借入依存傾向は、昨年来の著しい信用膨脹に支えられた景気の過熱が、その余波として短期間に巨額な財政揚超をもたらした結果生じたものである。この関係は前回も共通した現象であるが、今回の財政揚超規模は前回よりはるかに大きい(財政揚超額29年1～9月間 1,832億円、32年1～9月間 5,401億円)。引締めに先行するブームの激しきないし

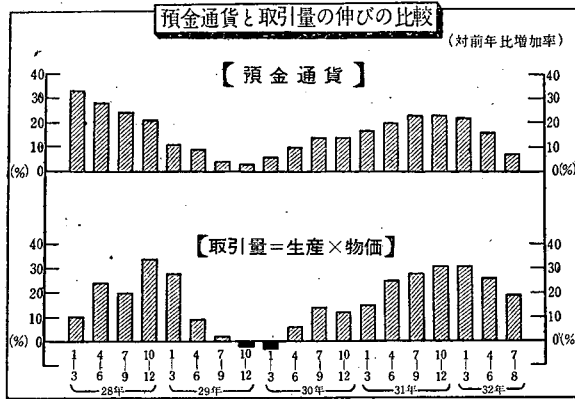
なお経済に与える金融的圧力の強さは、単に金融指標の面だけでなく、これに対応する資金需要の動向いかんにもよる。いまこの立場から預金通貨供給の伸びと、これに対応する取引量(通貨需要)の伸びの推移とを比較してみると、次図の通りである。これから明らかなことは、前回においては引締めによる通貨供給の圧縮に対する経済の反応は著しく弾力的で、29年の後半から翌春にか

財政資金と預金通貨供給

(単位、億円)

区 分	前 回 引 締 め			区 分	今 次 引 締 め		
	財政資金	銀行貸出	預金通貨		財政資金	銀行貸出	預金通貨
28年10～12月	1,685	1,527	1,195	32年 1～3月	Δ 2,612	2,350	Δ 111
29年 1～3月	Δ 2,111	246	Δ 863	4～6月	Δ 1,777	1,682	Δ 905
4～6月	330	148	Δ 85	7～8月	Δ 638	1,049	Δ 915
7～9月	Δ 51	744	Δ 36				

けては通貨面の圧縮以上に取引需要自体が縮小し、その結果通貨面の圧力が緩和されるという傾向を示していることである。これに対して今回は、現在までのところ取引需要の伸びがさほど目立つた減退を示していない点に注意する必要がある。これは一面においては引締め効果がまだ生産段階にまで十分進んでいないことを意味するが、他面資金供給力に限度がある以上、今後は漸次かえつて引締めらざるをえないことを物語るものであろう。



ごく最近の事態としては、前述した揚超財政による金融市場への圧力が漸減し、さらに差当り第3四半期の季節的散超期入りもあつて、金融市場に多少とも引緩み気分が生じたと言われている。これは輸入の減少とか納税資金の手当難よりする租税の延滞納など引締めの効果と目されるものによつておのずからもたらされた面もあるが、後述のごとく輸入の減少は一時的ではないかとみられるし、生産や投資の減退に基く本格的な資金需要の減退に基くものではないことを忘れてはならない。

(2) 物価低落と在庫および生産調整の動き

前回は、引締めの強化とともに思惑人氣が冷や

され、卸売物価は29年2月をピークに反落に転じ、7月の底に至るまで6.2%という大幅な棒下げを演じた。輸入思惑商品の値下りと繊維、金属類の下げ幅が大きいのが、概して各品目にわたる全面安商情であつた。今回の引締めを現在までのところとみると、5月以来8月の底まで本行指数では2.3%の低落にとどまっている。これまで強調商品の中心であつた金属類が過剰生産傾向の表面化、輸入物資入着の影響もあつてやや大きく値下りをみた

が、反面燃料、機械、建設材などが最終需要の強調を反映して下げ渋つていることと、値下りの大きかつた繊維、金属類を中心に、9月に入つて季節的需要期入りと操短効果などから早くも反発気配をみせているのが特徴である。ただしこれをもつて引締めへの逆行とみるのはいささか早計であろう。多分に引締め浸透過程における峻戻しと目される要素を含んでいるが、物価の動きは他に影響するところも大きいので注意を要するところである。

引締め直後の市場への心理的なショックは株式市況の惨落にもつとも端的な現われ方を示したが、この点は商品市況においても程度の差こそあれ同様なものがあつた。引締めによる金融圧迫に加え、上述の不安人氣から流通段階で大幅な在庫圧縮が進みつつあることはおおむね前回と同じであり、この結果メーカー段階で製品在庫が累増して行くプロセスおよびそのテンポも前回とさしたる相違は認められない。前回との相違の第1は、輸入原材料在庫を調整しうる幅が比較的大きく引締め措置の集中的実施もあつて、一時的には早期に国際収支を改善させ、ひいては金融緩和感さえ誘う要因となつたことである。第2は、在庫変動過程で商社、メーカーともにダンピング的な動きがほとんどみられず、とくにメーカー製品在庫の増加にも

かわらず生産への圧力が比較的軽いという点である。高い輸入在庫率と、増勢傾向にあるもなお低い製品在庫率ということが今回の引締プロセスに一つの特色を与えたといつてよい。しかも企業界は一般に前回より抵抗力を強めており、取引条件の悪化、不渡などに基く信用不安人気も6、7月ごろ繊維業界を中心に部分的に現われたにすぎず、これもさしたる波乱なしに一応乗り切られた。しかし在庫保有力や抵抗力にはおのずから限度があり、第2次的な物価下落や生産への本格的圧力が漸次醸成されつつあるものとみられよう。

前回との最も大きな相違点は投資活動の底固さにある。前回の引締めでは、物価の低落、在庫変動などの動きは、そのまま設備投資と生産の縮小（4月から8月までに9.3%減）へと直結して行つた。今回は機械の新規発注や建築着工などはかなり減退傾向をみせているが、継続工事を中心に設備投資支出は依然高水準で続けられている。これについては昨年来の設備投資が概して大型化しており、容易に切れないものが多いということなど技術的な理由も考えられる。しかしより根本的なことは業界が根強い先行き強気感を持つ一方、頃来の合理化努力と好況によつて経営力、収益力が強化されてきていることである。こういう投資に対する強気な態度は生産活動にもあてはまる。製品在庫の増加による圧力にしても、出荷高に対する在庫率でみればまだまだ生産について決定的な弱気を誘うほどのものではない。折角の合理化投資はこれを活用しようとするであろうし、量産の効果は捨て難いに違いない。しかし支払繰延べによつて投資を継続してゆくような余地は狭まりつつあり、販路を無視した生産が長続きするわけではない。

いずれにせよ物価、在庫、生産、投資などに関する以上の諸点は、金融的圧力と市況の悪化に対応した企業の反応が一方的かつ累積的に経済の調整過程を進行させていつた前回の引締めとの大きな相違点をなしている。しかしこの相違も引締めの基本が堅持される限りやがて解消の方向をたどるものとみられよう。

(3) 国際収支の改善

今回の引締以後、輸入の減少テンポはかなり著

しく、信用状ベースでみる限り8月には早くも受取超過を示した。これは29年7月に至つてはじめて受超を記録した前回の例に比べてかなり早い成果であつたと言わなければならない。問題はかかる順調な国際収支の改善効果をどれほど安定的なものとして評価しうるかの点である。

第1に注意すべきことは、前回においても物価の低落、流通在庫調整などの始まつた引締めの初期的段階において、かなり著しい第1段の輸入信用状の減少がみられたことである。引締めに先立つ数か月間に、多分に思惑的な輸入急ぎが行われ、引締めとともにその反動現象が起つていることは今回の場合と少なからず類似している。しかし前回の場合にはその後の輸入水準は年末に向つて引続き一段と低下傾向をたどり、年末から翌年にかけてやや増大に転じたといえ、さしたることはなかつたということである。こうした長期的な輸入の停滞傾向は、28年来の食糧輸入の一巡、輸入物価の低落などに基く面も少なくはないが、29年春以降の本格的な生産調整と、これと関係した企業の原材料在庫保有の手控え傾向によつて支えられたものであることに注意すべきである。

今後の輸入需要を的確に算定することはもとよりできないが、しかし信用状面で180百万ドルベースという最近の輸入の水準が、現在の生産ベースと見合わないことはまず確かである。問題は現在の輸入在庫水準の評価と、今後の企業の在庫保有意欲の動向いかんにかかるところであるが、在庫水準については、下期外貨予算の圧縮が早くも一部輸入原料の値上りを呼んでいる現状から推しても必ずしもこれを過大評価はできないし、また企業の原材料保有意欲がなお根強いものがある面も見のがしえない。

一方海外景況からして輸出面の見通しは一層楽観を許さないものがある。前回の引締時には輸出がきわめて順調な増加を示したが、これは国内経済の調整過程が比較的円滑に進んで輸出圧力が強まつて行つたという事情に加え、ポンド圏の輸入制限緩和や世界景気の上昇によるところが大きいことは周知の通りである。

結局、輸出・輸入いずれの面においても、より本格的な国内経済の調整過程の進展をみるまでは

いささかの楽観も許されない。

有効需要の増加状況

(対前年度比増減(Δ)率)

4. 引締め の 現段階 の 評価 と 問題点

以上今回の引締め政策の態様と引締め効果の現われ方について、前回の引締めと対比しつつ概観を加えてきた。

引締め の 現段階における最大の問題は、国際収支の本格的改善を確認しえない引締め途上の今日において、すでに物価の底入れないし反発気配を生じ、また生産、投資活動面ではまだ本格的な引締め浸透をみないままに一種の中だるみ感の合頭がみられる事実である。引締め手段に若干の相違があつても、その総合的な強度の点では前回とほとんど変わらず、むしろ一層厳しいぐらいであり、その結果引締め直後には前回とほぼ共通した、あるいは一層順調な引締め効果の現われ方をみせながら、その後の道程で早くも足踏み気配がうかがわれるに至つた事実は、確かに注目に値することである。

問題の根本は政策の問題よりも経済情勢の諸条件とその抵抗力にあるようである。一つのポイントは、引締め発動時における景気上昇力の強度の相違にあらう。前回と今回とで景気の局面ないし発展段階にいかなる相違があつたかは一概にいえな点があるが、一応次のように概括しうるのではなかろうか。すなわち、今回はブームの激しさという点では、物価騰貴率、生産隘路の発生状況、信用膨脹度、輸入増加率などいずれの点からみても前回以上であつたが、それにもかかわらず景気の自動的反落を熟成するところには至つていなかつたとみられる。次表にも明らかなように、多分に財政支出の伸びに支えられた28年当時の経済拡大力に比べて、31年後半から本年にかけての投資景気の拡大力ははるかに強かつたとみて間違いなく、このことは当然引締め効果の発現をそれだけ遅らせる力とならう。昨年来の投資が、電力、鉄鋼をはじめ基幹部門ないし新規産業など、目先の市況変動に強いある程度独立投資的性格のものが根幹をなしていることも、景気の根強い高揚力の一つの支えとなつている。

これと関連して前述したように企業の経営基盤が一段と強化されてきていること、しかも一般に

区分	年度				
	27年	28年	29年	30年	31年
国民総生産	12.2%	15.7%	5.0%	10.2%	13.7%
民間投資	Δ 3.8	10.9	Δ 13.2	20.0	60.5
設備	16.8	12.4	Δ 4.8	4.0	79.5
在庫	Δ 30.7	3.1	Δ 35.1	72.5	39.8
政府購入	-19.8	22.1	2.0	13.6	4.6
政府経常支出	23.3	12.7	10.2	7.2	7.1
政府投資	15.1	35.6	Δ 7.8	22.6	1.5
民間消費	21.7	18.1	8.3	6.8	8.0

(注) 経企庁、国民所得統計。31年度は「推定実績」

強気な先行き感が引締めに対する一つの抵抗力となつていることもいふまでもない。さらに大企業だけでなく商社や中小企業なども、一般に取引系列を強め、資産内容とくに流動性を高めるなどの形で不況抵抗力を強めている。

しかし、こうしたさまざまな抵抗現象は、それ自体引締め政策の限界を意味するものでもなく、同様に現在の中だるみ現象もなんら政策の行詰まりを物語るものではないことは種々の点から指摘した通りである。投資景気の上昇力が強いという点も、それが市場経済そのものに内発した動きである以上、一般的な金融政策こそが最も有効な調整策であることはいうまでもない。経済全体に対する資金供給に圧迫が続く限り、市場経済のメカニズムを通じて直接、間接に引締めの作用は拡がって行く筋合であつて、一時的な中だるみ現象も市場経済の一つの綾とみられる点が多い。企業基盤が強化され、とくに中小企業などの不況抵抗力が増大した事実も、引締めに伴う摩擦現象を少なくし、政策の運用をより容易にするという面からも評価されるべきである。もとより物価の底入れ反発傾向とか金融緩和感などについては、それが市場の強気感を誘い、市場のメカニズムを通ずる調整過程の進行を遅らせないとは限らないという点から、かなり問題であり注意を要するが、それが一時の綾戻しであることを越え基調的な変化となるのは、政策環境が著しく甘くなるとか財政事

