

I 金融引締め政策の展開

1. 引締め政策の推移とその特色

(引締め政策の展開)

昭和48年は引締め政策の開始とともに明け、その強化とともに暮れた年であった。日本銀行はすでに昭和47年秋口以降、それまでの緩和姿勢から漸次警戒的な政策運営へと変わっていた。すなわち、47年10～12月には、日本銀行は国債の売切りオペレーションによって余資水準の高い金融機関の融資態度が過度に積極化することを防ぐ一方、資金ポジションの悪化しはじめた金融機関にはその是正を求め、さらに金融機関に対し株式投資、土地関連融資についての自粛を一段と強く指導した。しかしこの間景気上昇はしだいに加速し、卸売物価などの高騰も一段と進んできたため、48年1月、預金準備率の引上げ(16日以降実施)および窓口指導の強化によって、はっきりと引締め政策に転換した。

その後2月14日には円が変動相場制に移行したが(Ⅳ.2.(6)「変動相場制下の為替市況」参照)、円高相場の下でも景気過熱の兆候には大きな変化がみられなかったため、日本銀行は3月16日以降、預金準備率の第2次引上げを実施し、さらに4月2日公定歩合の引上げ(0.75%)を行った。しかし経済の拡大テンポは企業の投資態度の積極化も加わって依然として強く、物価の騰勢も改まらなかった。このため日本銀行は5月30日および7月2日に公定歩合の第2次および第3次引上げ(各0.5%)をあいっいで実施し、また6月16日以降、預金準

備率の第3次引上げを行った。一方政府においても、後にⅢ.2.(1)で詳しくみるように、5月8日および7月3日の2度にわたり、48年度上期の公共事業関係費の契約抑制を決定した。

しかし夏に入ると、電力・水不足や一部工場事故などに伴う供給減少もあって物価の騰勢は一段と高まったため、金融引締めの徹底によって総需要の抑制を一段と強化する主旨から、第4次の公定歩合引上げ(8月29日以降1%引上げ)および準備率引上げ(9月1日以降)を実施し、同時に7～9月期の窓口指導枠の圧縮を図った。一方政府においても、後述のように8月31日の閣議において、財政執行(契約ベース)の繰延べ措置を決定した。

この引締め強化措置により、商品市況は反落に転じ、物価の騰勢もようやく落ち着くかみえたが、10月に入り不幸にして石油危機の発生をみたため、11月以降諸物価は急騰するに至った。このため日本銀行は、12月22日、公定歩合を一挙に2%引き上げて9%とし、同時に49年1月1日以降の預金準備率をいま一度引き上げた。

(引締め政策の特色)

以上のように、昭和48年は引締め措置のあいつぐ強化のうちに推移したが、その政策展開には、従来の引締め期にはみられなかったいくつかの特色が認められる。

第1の特色は、公定歩合をひんぱん、かつ大幅に引き上げたことである。5次に及ぶ引上げにより、公定歩合は通計4.75%引き上げられ、その水準も9%とかつての高率適用金利を除けば戦後の最高となった。これに伴い、企業の先行き観に心理的影響を及ぼしたほか、短期市場金利、預貸金金利、公社債発行条件等の伸縮的変動と、その水

準上昇が促された。

わが国諸金利は従来とかく伸縮性を欠く傾向があったが、とくに短期市場金利は、昭和41年に長期国債が発行されて以来、比較的低い水準にとどまり、かつ30年代よりもいっそう伸縮性に乏しい動きを示してきた。これに比して、昭和48年の経験は、国債の大量発行下における金利機能回復の動きを示したものであるとして注目されよう。後に分析するように、短期市場金利の大幅上昇は資金ポジションの悪化に伴って支払われる金利の負担を高めることにより、金融機関の貸出抑制の動機を強めた。また預金金利、貸出標準金利、長期貸出最優遇金利、事業債応募者利回り等各種規制金利が公定歩合の引上げを契機としてひんばんに上方改定されたことにより、金利の資金配分機能の面でも、従来の引締め期に比し、前進がみられたといえよう。

第2は、準備預金制度を積極的に活用したことである。今回の金融引締めは、預金準備率の引上げによって開始され、公定歩合の第1次引上げは数か月後に行われた。これは308円の固定平価の下で大幅な国際収支黒字を記録していた当時としては、黒字のいっそうの拡大要因となりやすい金利引上げ措置によって物価抑制のための引締め政策をスタートするよりも、国際収支の黒字に伴う金融機関の資金ポジション好転を相殺しその貸出態度の積極化を防ぐ準備率引上げの方が、引締め開始の措置としてはより適切とみられたためであった。

2月、円はフロートへ移行したが、これによって金融政策の弾力的操作を行う余地をひろめた点で大きな意味をもち、公定歩合は累次にわたって引き上げられた。しかし準備率操作もほとんどそ

のつど発動され、通計5回、累計所要準備額にして1兆2,700億円に達した。その変更ひん度においても、最終的な準備率の水準(0.25~4.25%)においても、これまでに例をみないものである。また今回の準備率操作に際しては、長期信用銀行等の債券発行残高、および信託銀行の金銭信託(貸付信託を含む)元本残高についても新たに準備率を設定し、準備率操作の対象機関の拡大を図った。

このような準備預金制度の積極的活用は、今回引締め期における政策手段多様化の一環であり、窓口指導とあいまって貸出抑制に大きな効果を挙げることができた。

第3の特色は、窓口指導の対象金融機関を拡大したうえ、その貸出抑制の度合いも、とくに48年7~9月期の手直し以降は、きわめて鋭角的となったことである。日本銀行は48年1~3月期に都市銀行、長期信用銀行および信託銀行に対する窓口指導を強化した際、地方銀行および相互銀行に対しても自主計画の遵守を要望したが、さらに4~6月期以降は、地方銀行、相互銀行および上位信用金庫に対しても貸出抑制の枠を指導するようになった。このような窓口指導の対象拡大は、都市銀行の融資シェアが相対的に低下しつつあるほか、資金需要の側でも中小企業非製造業や個人などからの要資が増加し、それが中小企業金融機関に向かうなど資金需要のすそ野の広がりが見られたために採られた措置である。

また貸出抑制がかなり鋭角的となっているのは、引締め開始に先だつ昭和47年中の貸出伸長がきわめて高かったことによるほか、電力・水不足や工場事故、さらには石油問題の発生などから供給の制約要因が強まり、総需要抑制の緊要度がこれまでになく高まったという事情が指摘できよ

う。

第4の特色として指摘しなければならないことは、選択的規制が広範に行われたことであろう。日本銀行は48年1～3月期以降、都市銀行、長期信用銀行および信託銀行に対する窓口指導の内枠として10大商社に対する貸出増加額を指導し、また市場経由株式取得額の圧縮を要請した。同時に地方銀行等に対しても、日本銀行は大商社向け融資の自粛を要望した。一方政府も、48年1月以降、数次にわたり金融機関に通ちょうを発出し、土地取得関連融資の抑制を要請した。これら一連の選択的規制は、商品価格の急騰や地価、株価の高騰の背後に商社、不動産業者等による投機的行動がみられたため、かかる行動を資金面から抑制することをねらったものである。

また日本銀行は、48年8月、取引先金融機関に対して住宅ローンを除く消費者ローンの抑制を要請した。一方政府は、石油危機発生後の12月、全国銀行、相互銀行、信用金庫および農林系統金融機関に対して、融資上、優先的に取り扱うべき業種と抑制的に取り扱うべき業種の基準を示した通ちょうを発した。

以上のように、今回の引締め期には業種別の選択的規制措置が広く採られたが、これは企業の手元資金が非生産的な投機に向かい物価騰貴をおおることを防ぐ一方、企業流動性の業種別跛行性をならして引締めの浸透を速めることをねらいとしている。とくに石油問題発生後は、これらのねらいの緊急性は一段と高まったことを見のがすことはできない。

しかしここで忘れてならないことは、これらの選択的規制は緊急時に際し、限定された目的のために例外的に行われるべき措置であるという点で

あろう。もしこれが長期化し、一般化した場合には、多角化した経済の資金需要に対して弾力的に資金を配分することが困難となり、規制管理の厳正さもしいに崩れよう。今回の選択的規制は、産業の弾力的転換能力や経済全体の効率を大きく害しない限度でとられた緊急的性格のものであったといえよう。

最後に触れておきたいのは、日本銀行が45年6月、国際収支の動向等にかんがみ、輸入関係資金の一部を国内金融に移行し、あわせて輸入業者の金利負担軽減に資するため外国為替銀行に対して実施した輸入資金貸付について、48年11月にはその累増を抑制するに至り、さらに漸減させたこと(同12月以降)であろう。また非居住者自由円債務に対する増加額準備率も、海外短資の流入抑制に資するため47年6月に設定したものであったが、48年12月10日以降、それまでの50%から10%へ引き下げた。これらの措置は、国際収支の黒字解消に伴って採られた為替管理面の外資流入抑制措置の廃止と平仄を合わせたものである。

2. 短期金融市場と金融調節の推移

以上、金融政策の展開をみたので、次にそれらの諸政策を前提に短期金融市場の動向と日本銀行による市場調節の推移をみてみよう。48年中の短期金融市場は、ほぼ一貫してひっ迫基調にあったが、前述のように公定歩合と預金準備率が大幅に引き上げられたほか、国際収支の赤字転換に伴う外為会計の揚超や景気過熱に伴う銀行券の大幅増発もあって、市場の資金不足は巨額に達するとともに、市場における金利の動向や取引態様には、従来の引締め期にはみられなかったような特徴が現われた。

(資金需給の動向)

まず48年中の資金需給の動向からみると(表I-2-1)、銀行券の発行超額がかさみ(年間17,884億円)、財政資金も既往最高の揚超(同23,224億円)を記録したため、年間の資金不足額は44,532億円の巨額に達した。上、下期別にみると、銀行券の季節的増発に加え、財政資金も外為会計を中心に揚超幅の拡大した下期の資金不足額(40,795億円)が圧倒的に大きい。

銀行券の動向をやや詳しくみると、年間では17,884億円の発行超と年末休日の関係から大幅増発をみた前年(19,030億円)に次ぐ増発額となり、年間平均発行残高の前年比は+26.9%と昭和24年

以来最高の伸びを記録した。月別の動きをみると、平残の前年比は5月にピーク(+27.9%)に達したのち9月までは27%台で推移したが、10月以降はさすがに増勢がわずかながら鈍化を示し、12月には+25.4%となった。このように秋口まで銀行券が高い増勢を続けたのは、景気過熱を映じ個人の消費活動や企業の現金決済取引が著しく活発化したためである。しかし年末から49年に入って、銀行券の増勢は目だって落ちてきた。これは、石油危機の発生に伴う時間外手当の支払減少、耐久消費財・値がき品に対する消費マインドの委縮、商品市況の反落に伴う企業の仲間取引の縮小、金融市場のいっそうの繁忙化に伴う金融機

(表I-2-1)

資 金 需 給 実 績

(単位・億円)

	45 年		46 年		47 年		48 年	
	1～6月	7～12月	1～6月	7～12月	1～6月	7～12月	1～6月	7～12月
銀行券増減(△)	△ 2,807	10,254	△ 3,471	11,988	△ 3,581	22,611	△ 5,629	23,513
財政資金揚(△)払	△ 7,294	2,429	1,632	22,300	△ 7,980	6,879	△ 8,498	△ 14,726
一般財政	△ 6,068	2,889	△ 6,817	1,564	△ 1,955	△ 737	4,068	4,272
(純一般)	△ 2,927	△ 2,235	△ 4,214	△ 842	△ 602	△ 4,571	6,052	△ 2,157
(食管)	△ 3,922	5,941	△ 3,566	3,390	△ 3,697	4,885	△ 3,022	7,504
(代預)	781	△ 817	963	△ 984	1,140	△ 1,051	1,038	△ 1,075
国債	△ 2,997	△ 3,155	△ 5,653	△ 9,160	△ 7,871	△ 7,935	△ 9,304	△ 3,420
(新規長期国債)	△ 1,564	△ 1,660	△ 1,611	△ 5,431	△ 9,060	△ 8,883	△ 9,364	△ 4,850
(短期証券公募・償還)	△ 1,433	△ 1,495	△ 4,042	△ 3,729	1,189	948	60	1,430
外為	1,771	2,695	14,102	29,896	1,846	15,551	△ 3,262	△ 15,578
その他	39	△ 267	1,326	2,420	△ 534	△ 776	868	△ 2,556
資金過(△)不足	4,448	8,092	△ 6,429	△ 12,732	4,933	16,508	3,737	40,795
準備預金増(△)減	△ 169	△ 643	△ 107	142	△ 1,154	372	△ 8,247	△ 4,425
日銀信用増減(△)	4,617	8,735	△ 6,322	△ 12,874	6,087	16,136	11,984	45,220
貸出	2,056	2,060	△ 2,291	△ 14,434	6,309	8,104	1,162	312
オペレーション	2,505	6,326	△ 4,038	1,996	496	8,032	10,822	44,908
債券売買	1,540	6,326	1,462	△ 504	△ 401	△ 1,230	6,452	16,241
買入手形	—	—	—	—	897	6,262	4,811	28,355
短期証券売買	1,800	—	△ 5,500	5,500	—	—	—	—
売出手形	—	—	—	3,000	—	3,000	△ 441	312
外貨手形売買	56	349	7	△ 436	△ 718	—	—	—

(注) オペレーションの45年1～6月には、円シフト債券売戻し835億円を含む。

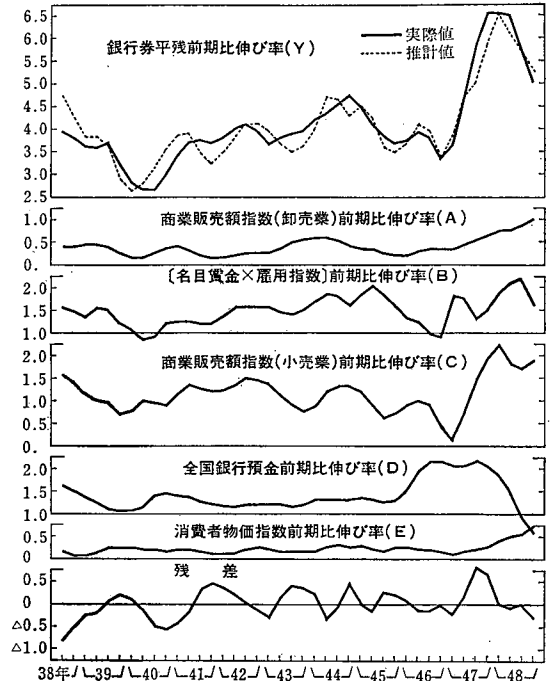
関手持ち現金の圧縮などによるものである。このような傾向は、図I-2-1に示した計測結果からも読みとることができる。

一方財政資金対民間収支は、上述のように既往最高の揚超幅を記録したが、上、下期別にみると、上期は国債のいわゆる前倒し発行による揚超が大きく、下期は外為会計の大幅揚超による面が大きい。流動性吸収策の一環として行われた国債の前倒し発行は、48年度長期国債の4、5月における集中発行、および政府短期証券の6月以降における公募拡大措置という形をとった。このうち政府短期証券の公募額は6～8月にある程度拡大し、企業流動性を直接吸収する効果を持つかみえたが、発行金利が債券の条件付売買レートより低いことからその後事業法人の応募額が急減し、年間では逆に償還超となってしまった(なお公募拡大措置は49年1月限りで廃止)。

次に、外為会計は国際収支の大幅逆調を映じて

(図I-2-1) 銀行券の変動要因

(単位・%)



$$Y = 0.077A + 0.362B + 0.359C + 0.330D + 0.138E - 0.554$$

(2.08) (4.42) (6.00) (5.42) (1.32) (-1.31)

($R^2 = 0.84$, $D \cdot W = 0.78$, 計測期間 38/Ⅲ~48/Ⅲ)

(注) 説明変数、被説明変数とも季節調整済み計数3期加重(ウェイト1:2:1)移動平均後の前期比伸び率。

(表I-2-2)

純一般財政の主要項目別内訳

(単位・億円、△印は揚超、カッコ内は前年比伸び率・%)

	48年中		上 期		下 期	
	前年比	前年	前年同期比	前年	前年同期比	前年
純 一 般 財 政	3,895	7,862	6,052	5,449	△ 2,157	2,413
うち 租 税	△ 114,732	△ 26,802	△ 56,815	△ 13,426	△ 57,918	△ 13,377
うち 所 得 税	△ 43,970	(+ 38.4)	△ 23,190	(+ 43.9)	△ 20,780	(+ 32.9)
法 人 税	△ 38,250	(+ 33.6)	△ 18,210	(+ 26.1)	△ 20,040	(+ 41.2)
公 共 事 業 関 係 費	23,944	4,949	14,004	4,358	9,939	590
(公共事業関係費支払額)	(26,572)	(+ 23.4)	(15,335)	(+ 42.0)	(11,237)	(4.7)
<同新年度分支払進捗率・%>	4~12月	前年	4~6月	前年	7~12月	前年
	< 39.6>	< 43.4>	< 5.0>	< 6.8>	< 34.6>	< 36.6>
運 用 部	22,316	13,405	12,837	7,157	9,478	6,247
<財 投 実 行 額>	(61,728)	(+ 42.2)	(37,272)	(+ 48.3)	(24,456)	(+ 33.7)
<同新年度分財投実行率・%>	4~12月	前年	4~6月	前年	7~12月	前年
	< 50.9>	(+ 16.1)	< 16.7>	< 12.5>	< 34.2>	< 27.6>
一 般 会 計 諸 払	23,738	3,284	10,901	1,738	12,837	1,546
		(+ 17.8)		(+ 20.4)		(+ 15.0)
交 付 金	31,029	4,681	16,328	2,762	14,702	1,920

(注) 公共事業関係費の新年度分支払進捗率は、対補正後予算現額比。

18,840 億円と既往最高の揚超幅となり、とくに 10～12月にはドル先高を見越した送金、決済急ぎも加って 11,828 億円の大規模揚超となった。このような外為会計の大規模揚超は、企業流動性を吸収するうえで大きな効果を持った。いま外為会計揚超の内訳を為替銀行の対顧客売買(主に対企業売買)とそれ以外(対外取引、輸入資金貸スワップ、中小外貨預託等)に分けてみると、対顧客売却超額は 133 億ドル(約 3 兆 6 千億円)に達する。この額は、46、47年に外為会計の散超によって企業の手元に積み上がった額(対顧客買入超 129 億ドル)にほぼ見合っている。

この間一般財政は、支払面では、47年秋の大型補正予算と財政投融资追加のずれ込みもあって、公共事業関係費と財政投融资実行額が上期を中心に大規模拡大をみたほか、一般会計諸払や交付金の規模増加も目だった。一方受入面では、租税が所得の増大、企業収益の好調を背景に、源泉・申告所得税、法人税とも大規模な伸びを示した(以上表 I-2-2)。

(金融調節の推移)

以上、48年中の資金需給の動向をやや詳しくみたが、その結果、初めに述べたように巨額の資金不足が発生し、さらに預金準備率の大幅引上げに伴う準備所要額の増加も加わったため、日本銀行信用は48年中 57,204 億円の著増をみた。

日本銀行は、信用供与にあたり、手形オペレーションを積極的に活用した。これは資金不足額の季節的振幅が大きくなった状況に対処し、短期の金融調節手段を多様化する必要が生じたためである。ただし、日本銀行は中央銀行資産が特定企業の手形にかたよるのは好ましくないとの判断から、1月以降手形支払人の自己資本を基準にして

企業別の手形買入限度額を設定しその分散化を図った。

この間日本銀行の貸出は小幅増加にとどまり、年末の季節的資金不足拡大の時期にも貸出限度額の引上げを行わなかった。これは今回、準備預金の残高が高水準となり、短期的な資金繰りのクッションとなっているためである。短期金融市場の需給(ならびに金融機関の資金ポジション)および金融機関の外部負債のコスト(ならびに余資の機会費用)の双方に対する影響は、今回の場合、手形オペの額とそれに適用される手形売買市場のレートによって左右される面が大きかったといえよう。

なお、日本銀行は、以上の手形オペとは別に、政府の中小企業輸出予約関係外貨預託に伴う為替銀行の資金繰り変動を中立化するため、本行手形の売出しおよび買戻しを行った。

(市場金利の動向)

さて、以上のような市場調節の結果、48年中の短期金融市場はどのように推移したであろうか。まず市場金利の動向をみると、金利水準の大幅上昇および金利体系の大きな変化が目だっている。

手形売買レートは日本銀行が警戒的な政策運営に転じた47年秋口から上昇局面に入り、一方コール・レートも47年12月には急上昇に転じたあと、48年1～3月には両金利とも引き続き強含みに推移したが、4月以降、あいつぐ公定歩合の引上げに伴い、両金利の騰勢は急ピッチとなった。その結果、年末ピーク時点ではコール・レートが12%、手形売買レートが12.25%と40年代の最高水準に達し、緩和期のボトムからの上げ幅も前者が7.75%、後者が7.25%ポイントと前3回の引締め期に比して大きい(なお49年2月には、両レート

はいずれも12.75%とピークを更新)。また48年中、コール・レートは27回、手形売買レートは14回と、従来に比しひんぱんに変動しているが、このような伸縮性の高まりは公定歩合の変更回数が多かったことにもよるが、基本的には準備預金の積み最終日直前の繁忙時や月中の資金過不足の季節的変動時に、資金の需給をより敏感に反映した結果といえよう。

一方、金利体系の面でも大きな変化が起こった。緩和期の47年には、①農中1年定期預金金利(奨励金込み)が最も高く、次いで②全信連1年定期預金金利(同)、③インターバンク定期預金金利、④条件付債券売買レート(3～9ヵ月)、⑤手形売買レート、⑥コール・レート、の順に低くなっていたが、48年に入ると、④～⑥の市場金利は資金需給のひっ迫を映じて大幅に上昇したのに対し、①～③の規制金利の改定引上げ幅が小さかったため、7月には④～⑥の市場金利が①～③の水準を抜いて上昇した。

(市場取引の変化)

以上のような金利水準や金利体系の変化に伴い、市場の資金量や取引態様にも変動が生じたのは当然といえよう。まず資金量を見ると、インターバンク定期預金残高は、その金利が前述のように市場金利(④～⑥)に比して割安となった結果、期日到来分は次々と引き上げられ、急減傾向を示した。反面、コール、手形売買両市場の資金量(日本銀行の買入手形残高を除く)は、公共事業関係費や地方交付金の大型化に伴う財政資金流入の増加から地方銀行の放資が増加したこともあって、5月ごろまでは増勢をたどった。しかし年後半には、出し手金融機関の資金ポジションが預金準備率の引上げに伴う所要準備の増高もあって総じて

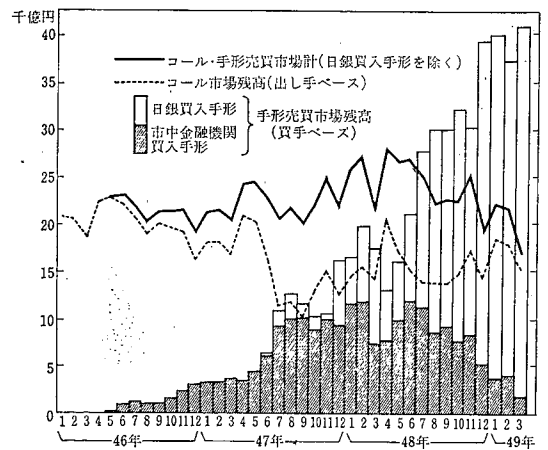
悪化をみたため、減勢に転じた。

この間の両市場のシェアをみると、コール市場の方が手形売買市場に比して相対的に比重を高めている(図I-2-2)。これは、あいつぐ引締め強化措置の中で金利先高観が支配したうえ、市場資金の不足が年後半に向かって急速に拡大し、先行きの資金繰りに対する不安感も強まったため、出し手がより流動性の高いコール・ローンを買入手形よりも強く選好したためであろう。こうした傾向は、手形売買市場の内部においても、月末まぎわに翌々月初を期日とする手形を購入し、手形買入れ期間をできる限り短くする動きが強まるという形でも現われた(市場売買の適格手形は、月末を2回越える手形に限られる)。このため手形売買市場では、48年4月、手形の買い手に換金の必要が生じた場合には、買入れ後40日以上を経過した手形を他の金融機関に転売してもよいというルールを導入、さらに10月以降はこの期間を約1ヵ月に短縮し、買入手形の流動性を高めた。

次に市場における取引の主体をみると、農中、全信連の出し手としての地位が大きく後退したこ

(図I-2-2)

コール・手形売買市場資金量(平残)の動き



とが目だつ。これは前述のように、農中、全信連の系統定期預金金利が市場金利に比して割安となった結果、系統下部金融機関はこれを引き出して条件付債券売買市場などに運用するようになり、

農中、全信連の余資が低下したためである。一方取り手の側では、外国銀行が貸出伸長などに伴う資金ポジションの悪化を手形売買市場からの資金調達で埋めるしぶりが目だってきた。