

I 金融緩和政策の推進と 短期金融市場の動向

昭和50年4月以来の金融緩和政策は52年に入って一段と推進された。

日本銀行は、財政面からの諸施策と併せ景気の着実な回復に資するため、公定歩合を52年中3回、さらに更年後3月にも1回と通算3%の大幅な引下げを実施した。この結果、公定歩合の水準は3.5%と終戦直後の混乱期を除けば戦後最低を記録することとなった。この間、預金金利についても公定歩合引下げに伴って、預貯金等の金利の最高限度を引下げるとともに、ガイドラインとしての預金細目金利の引下げを実施した。金利面のこのような措置と併せて、10月には預金準備率の引下げも実施し、また金融機関に対する窓口指導も夏場以降従来の地相銀に加え都長銀、信託についても各金融機関の自主計画を極力尊重する方針で臨むこととした。

以上のような金融緩和政策の展開とその背景等をやや具体的に振り返ってみよう。

1. 金融緩和政策の推進とその背景

(52年中3回にわたる公定歩合引下げ)

景気回復の足どりは52年に入ってから依然鈍く、国内需要が伸び悩み、企業の先行き景況感にも明るさがうかがわれない状態が続いた。この間、卸売物価は落着き基調を維持し、一方国際収支面では経常収支の黒字拡大が続いた。こうした情勢にかんがみ、日本銀行は公定歩合を52年3月12日から0.5%(6.5→6%)引下げ、さらに4月19日からも1%(6→5%)の引下げを実施した。

こうした諸施策の効果は漸次浸透をみたものの、その後も個人消費、設備投資など国内民間需要が引続き盛上りに乏しく、在庫調整も遅れ気味であり、企業の景況感には依然好転の兆しがうかがわれなかった。この間、国際収支面では経常収支の大幅黒字基調が続いた。物価面では、卸売物価が落着いた推移をたどり、これが漸次消費者物価にも好影響を及ぼしていくものと期待された。こうした情勢から、日本銀行は財政面からの諸措置とも併せ景気の着実な回復に資するため、金利全般の低下を一段と促進していくことが適当と判断し、公定歩合を9月5日から0.75%(5→4.25%)引下げることにした。また、これと併せて10月1日から預金準備率の引下げを実施した。

(53年3月の公定歩合引下げ)

その後9月末以降11月末にかけて急激かつ大幅な円相場の上昇が発生し、この結果、企業家心理は一段と冷込み、景気の停滞感がむしろ強まる状況となった。このため政府は52年度予算について第2次補正(第2次補正の編成は40年度以来初めて)を組むとともに、53年度の積極大型予算とこれとの組合せによるいわゆる15ヵ月予算を編成し、公共投資の大幅な拡大を柱として、景気回復を図ることとなった。

こうした措置が実施された後公共投資の高水準持続を支えに、生産、出荷の水準はさすがに高まりはじめ、在庫調整も緩やかながら進展をみたが、国内民間需要の大宗をなす個人消費や設備投資は依然としてはかばかしい回復を示さず、特に国際収支面では経常収支の大幅黒字基調が依然改まる気配を示さないままに推移した。このような情勢を勘案し日本銀行は、53年3月16日より公定歩合をさらに0.75%(4.25→3.5%)引下げたが、これ

は、公定歩合の引下げにより国内景気の回復ひいては国際収支の黒字幅縮小に好影響が及び、併せて内外金利差の一段の拡大による資本流出の促進がこの面からも国際収支へ好影響を及ぼすことを期待したものであった。この間、為替市場において投機的な海外短資の流入が再び目立ったため、上記公定歩合引下げと相まって為替市場に安定的効果を及ぼすことをねらいとして、短資流入抑制措置が併せ実施された(日本銀行による非居住者自由円債務の増加額に対する準備率<52年11月設定>を50%から100%への引上げ等)。

(長短金利の低下進捗)

次に52年中の政策運営について、その特色を挙げれば次のとおりである。

第1に、日本銀行は52年3月の公定歩合引下げに際し定期預金金利を含む預金金利の全面的な引下げが困難であったことからそれまで行ってきた金融機関に対する標準金利等短期貸出金利の同幅の追随引下げの要請を行わないこととし、各行がそれぞれの事情に応じ極力貸出金利水準の引下げに努力するよう要請するにとどめたことである。これは、両者の機械的連動関係を従来に比し弱め、公定歩合の一層機動的な運営を可能にした。また、その後の公定歩合引下げに当たっても、日本銀行は市中貸出金利の引下げは本来金融機関の自主的判断にゆだねるべきとの立場から、基本的には標準金利等の同幅の追随を要請しない方向を踏襲した。

第2は、公定歩合の大幅な引下げに伴って各種の長短金利の低下が進んだことである。公定歩合引下げに敏感に反応する短期金融市場金利が大きく低下したことはいうまでもないが、市中貸出金利低下の実効を確保するための大きな条件となっ

ていた預貯金金利等も弾力的に改定された。まず、預金金利については、52年3月の公定歩合引下げに呼応して4月4日から要求払預金金利が、4月の公定歩合引下げに対しては5月6日から定期預金金利が引下げられ、さらに9月および本年3月の公定歩合引下げの際もそれぞれ全面的な引下げが行われた。また、郵便貯金金利についても、預金金利引下げに追随する形で52年5月21日、9月29日、53年4月25日の3回にわたり引下げが実施された。こうした預貯金金利の引下げと並んで、都市銀行等では公定歩合に追随して標準金利等を引下げ、また長期貸出最優遇金利も5回にわたって引下げられた(9.2→7.1%——既往ボトムの水準)。この間、公社債市場においても各種債券の市場利回りは年初来ほぼ一貫して低下、こうした状況をうけて52年中4回(5、7、8、10月)、更年後も4月にそれぞれ全銘柄について発行条件の改訂が実施され(事業債については52年3月、53年2月にも単独改訂)、その利回り水準は戦後最低となった。

以上のような公定歩合引下げに伴う長短金利低下が企業収益面に好影響を及ぼしたことはいうまでもない。ちなみに52年3月以降4回にわたる公定歩合引下げが企業収益に及ぼす影響を大まかに試算してみると、その効果出尽しの最終段階では、資本金1千万円以上の企業(19万社、法人企業統計季報ベース)で、支払利息減少額約2.7兆円、受取利息減少額約1.2兆円、ネット金利負担軽減額約1.5兆円(52年度上期経常利益<年率>の17%程度に相当)という計算となる。零細・中小企業まで含めればさらに大きくなることはいうまでもない。

なお、上記のような金利低下の進捗から諸金利

は国際比較でみても主要国のうちではおおむね西ドイツに次いで最も低い水準となった(表I-1-1)。

第3は、窓口指導について、引続きそのわく組みは残しながらも、52年7～9月以降、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行に対しても地方銀行・相互銀行の場合と同様極力各行の自主計画を尊重する方針を採ったことである。これは、資金需要が落ち着いている状況下、窓口指導わくが銀行にとり却って貸出増加努力目標と受止められるような例もみられはじめたこと等によるものであり、こうした移行を契機にポジション動向等に応じ自主的な融資調整を図る慣行を確立するよう求めた。

2. 短期金融市場と金融調節の動向

52年における短期金融市場は、年間を通してみれば前年を大きく上回る資金不足となったが、前記のように金融緩和政策が続けられたため、平穩に推移した。こうした中で市場金利は、従来にも

(表I-1-1)

主要金利の国際比較(53年4月末)

(単位・%)

	日 本	米 国	西ドイツ	英 国
公 定 歩 合	3.50	6.50	3.00	7.50 (最低貸出歩合)
コールレート	4.125 (無条件もの)	7.00 (FFレート)	3.53 (翌日もの)	6.625 (翌日もの)
短期貸出 プライムレート	3.75	8.00	6.50 (当座貸越 百万マルク未満)	8.50 (当座貸越)
貸出約定 平均金利	6.555 (全国銀行)	n. a.	7.34 (同 上)	n. a.
定期預金金利	4.75 (2年もの)	6.00 (1年以上2年半未満)	3.53 (解約告知期間 1年もの)	4.00 (通知預金)
事業債 市場利回り	6.388 (最長期もの)	8.58 (ムーディ社3A格)	5.71 (6%もの)	12.69 (20年もの)
国債 市場利回り	6.213 (同 上)	8.29 (20年もの)	5.41 (7%もの)	12.01 (2.5%コンソール債)

増して弾力的な変動を示しながら、基調としては、相次ぐ公定歩合の引下げや預金準備率の低下を背景に低下傾向を続け、更年後は戦後最低の水準となった。この間、市場規模は国債の大量引受けにも関連して金融機関業態間の資金ポジションが跛行性を強めたことなどから、根強い拡大傾向を持続した。

(資金需給の推移と金融調節)

まず資金需給の推移についてみると(表I-2-1)、銀行券の年間発行超幅はほぼ前年並みにとどまり(14,180億円、前年14,029億円、年末土曜日による高どまりを考慮すると実勢は前年を下回ったとみられる)、また年間平均発行残高の前年比伸び率も33年(+3.8%)以来19年ぶりに1けた台の伸びにとどまった(+9.1%、前年+11.1%)。このように銀行券の伸びが大きく鈍化したのは、個人所得の伸び悩みのほか、天候不順(冷夏、暖冬)という事情も加わって、消費活動が年間を通じ盛上りを欠いたまま推移したことによるものとみられる。銀行券平均残高の伸び率を月ご

との推移でみると、1～3月は10%台の伸びを続けたが、その後、1けた台でのベア結着などを映じて個人所得が伸び悩んだほか、5月の預貯金金利引下げ前の駆け込み預入の影響もあって、伸びは1けた台に鈍化した。夏場以降も夏期ボーナスの伸び悩みなどから回復傾向がうかがわれないままに推移、特に10月から年末にかけては、年末ボーナスの低調や暖冬の影響等から歳

(表 I-2-1)

資金需給実績

(単位・億円)

	50年	51年	52年
銀行券増減(△)	9,493	14,029	14,180
財政資金揚(△)払	24,010	6,161	△ 1,437
一般財政	62,159	63,444	56,483
(純一般)	50,821	53,315	46,559
うち[租 税]	△ 134,645	△ 145,560	△ 163,805
(食 管)	11,299	10,182	9,921
(代 預)	39	△ 53	3
国 債	△ 31,871	△ 66,289	△ 74,488
うち(新規中・長期国債発行)	△ 32,467	△ 66,675	△ 74,853
外 為	△ 6,278	9,006	16,568
そ の 他	△ 6,924	△ 6,118	△ 3,957
資金過(△)不足	△ 7,593	13,986	19,574
準備預金増(△)減	4,485	1,861	877
日銀信用増減(△)	△ 12,078	12,125	18,697
うち貸 出	992	1,785	2,756
オペレーション	△ 13,070	10,340	15,941
(債券売買)	5,523	8,577	10,941
(買入手形)	△ 18,593	1,763	5,000

未小売商況が不振に終わったことや消費者物価の落着きなどから鈍化傾向を一層強め、伸び率は8%前後の低水準で推移した(この間、10月には+7.6%と34年2月<+7.4%>以来の7%台の伸びとなった)。もっとも更年後は、個人消費が幾分持直し傾向を示していることもあって、3月以降伸び率はやや上向いている。

一方、52年中の財政資金対民間収支をみると、年間の収支じりは前年の払超(6,161億円)とは逆に1,437億円の揚超となった(小幅ながら48年以來4年ぶりの揚超)。これは、わが国経常収支の大幅黒字を背景に外為会計の払超幅が10~12月を中心に巨額(16,568億円、前年同9,006億円)に達した反面、これを除く財政の対民間収支じり(一般財政+国債)が前年に比べ揚超幅を大きく拡大した(18,005億円、前年同2,845億円)ことによる。こう

した財政資金の大幅揚超は、国債発行が52年度特例公債法の早期成立により前倒し発行となり暦年末までの発行が多額に上ったほか、財政投融资計画において、公社公団における投資頭打ち傾向や金利低下期待による地方公共団体等の財政借入の実行繰延べなどを背景に一部政府機関や地方公共団体に対する財投実行が年内低調に推移したと、原資受入面では郵便貯金が利下げ(5月、9月)前の駆込み預入もあって大幅な伸長を示したことが大きく影響している。

この結果、52年の資金需給は、外為大幅払超をみた秋以降は余剰地合いとなったものの、年間を通してみれば51年中を大きく上回る19,574億円の資金不足(前年同13,986億円)となり、これを映じて日本銀行の信用供与額は年間18,697億円(前年12,125億円)に達した。こうした信用供与に当たって日本銀行は従来同様資金不足期には債券買入(7月、12月)を実施し、残余は貸出と手形買入で供給、一方資金余剰期には主として買入手形の期日落ちによって信用の回収を図るなど弾力的に対処した。この結果、年間を通じ債券買入は10,941億円と前年(8,577億円)を上回り、買入手形も5,000億円増と前年(1,763億円増)を大きく上回った。日本銀行貸出は2,756億円の増加(前年1,785億円の増加)となった。

なお、日本銀行は、12月の債券買入操作実施に当たり、従来の業容シェア等を勘案した配分方式を改め、金融機関等の売却希望をそのまま受入れることとしたが、さらに最近における金融環境の変化を踏まえ、債券売買操作を一層円滑に実施していく趣旨から、売買価格についても、53年1月以降従来の上場・気配相場が基準とした固定レート方式にかえて、入札方式(同相場の上下2%の値

幅制限の範囲内で入札価格により売買価格を決定)に改めることとした(53年6月に第1回を実施)。53年1月以降の資金運用部保有国債の市中売却に当たっても、おおむねこれに準じた方式により実施した。

(短期市場金利の動向)

短期金融市場の市場金利は、従来にも増して弾力的な変動を示した(52年中におけるコールレートの変動回数20回、51年9回、50年15回)。市場金利は公定歩合比0.5~0.75%方高めの水準で推移したが(前回金融緩和局面の47年当時は公定歩合とはほぼ同水準にまで低下)、下げ幅は年間2.25%と公定歩合の引下げを映じて大幅な低下をみ、更年後の公定歩合引下げ後は戦後最低の水準となった。

短期金融市場金利のうち、まずコールレート(無条件もの、出し手レート)をみると、3月、4月の公定歩合引下げを契機として大きく低下し、その後夏場の資金不足期にかけて小刻みに上昇したあと、9月の公定歩合引下げにより再び低下傾向をたどり、11月央には4.5%と47年の既往ボトム(4.25%)近くまで低下した。年末にかけては資金繁忙期入りから若干上昇をみたが、結局年末には前年末より2.25%低い4.75%となった。

一方、手形売買レート(買手レート)も総じてコールレートと同様の動きを示し、52

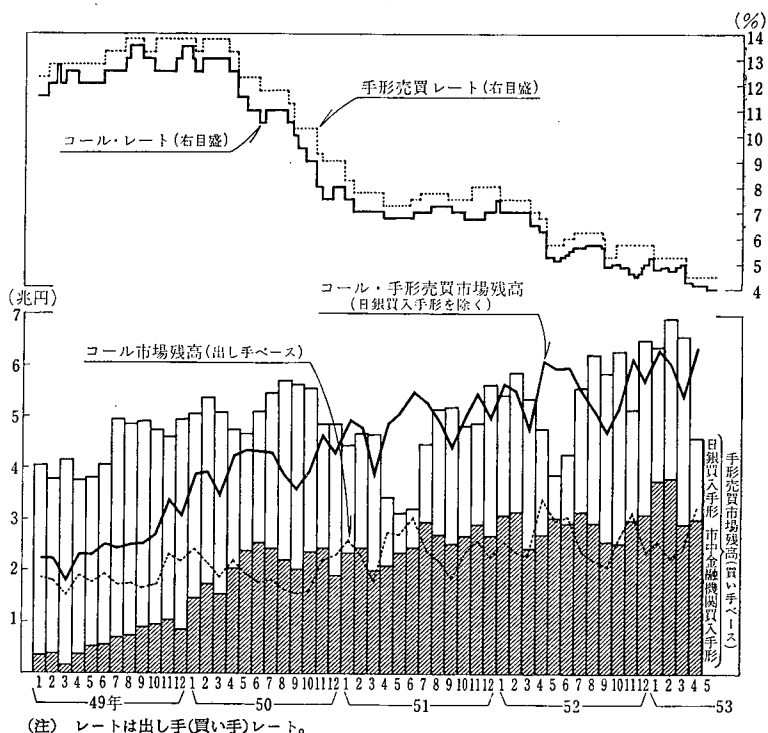
年末のレートは5.25%と前年末を2.25%下回った(図I-2-1)。53年に入ってからも、3月の公定歩合引下げを機に短期市場金利は一段と低下、コールレート、手形売買レートとも戦後最低の水準となった(5月末、コールレート4.125%、手形売買レート4.5%、<これまでの最低水準は47年6月末のそれぞれ4.25%、5.0%>)。

(市場規模の拡大基調続く)

この間、短期金融市場の市場規模は引続き拡大歩調をたどった。すなわち、コール・手形売買の出合残高(平残ベース、日銀買入手形を除く)は、51年中に前年比2割強の増加を示したあと、52年には余資を擁する金融機関が利回り比較から余資運用先を既発債購入等に多様化する姿勢を示したが、それでもさらに1割強の増加となった(表

(図I-2-1)

コール・手形売買市場資金量(平残)および
コール・レート、手形売買レートの推移



I-2-2)。

このように市場規模がさらに拡大したのは、上記のように資金不足が拡大するなかで、都市銀行、地方銀行等の業態における資金ポジションが引続き悪化、他方農林系統機関等の資金ポジションは好転するなど、金融機関業態間の資金ポジションの跛行性が強まったことによるものである。このうち、都市銀行は、国債を大量に引受けたため、10月以降の外為会計払超幅拡大(4. マネーサプライの項参照)による資金ポジション好転傾向や前年に引続く既発債売却にもかかわらず、52年を通してみれば、資金ポジションは悪化し、結局コール・手形売買市場への依存を高めることとなった。

(表 I-2-2)

市場資金出し手金融機関の業態別増加率と構成比
(単位・%)

		51年			52年		
		上期	下期	年間	上期	下期	年間
前 年 比 増 加 率	地方銀行	10.5	9.7	10.1 [△]	6.7	16.0	3.4
	信託銀行	6.9	30.7	18.7	49.0	43.0	45.7
	長期信用銀行	2.0 ^倍	13.1	47.1	36.4	13.0	25.1
	相互銀行	6.3 [△]	2.9	2.0 [△]	22.0 [△]	11.0 [△]	17.1
	全信連・信金	18.7 [△]	16.5 [△]	17.7 [△]	8.6	31.1	9.7
	農林系統	3.5 ^倍	2.3 ^倍	2.7 ^倍	47.5 [△]	18.7	9.8
	外銀	1.7 [△]	6.9 [△]	2.4 [△]	41.6 [△]	5.8 [△]	25.5
	その他とも計	20.2	22.4	21.3	16.8	7.0	11.8
構 成 比	地方銀行	14.7	11.5	13.0	11.7	12.4	12.1
	信託銀行	13.5	15.7	14.6	17.2	21.0	19.1
	長期信用銀行	5.8	5.2	5.5	6.7	5.5	6.1
	相互銀行	9.1	7.1	8.0	6.1	5.9	6.0
	全信連・信金	17.6	14.5	16.0	13.7	17.7	15.7
	農林系統	21.8	27.8	24.8	27.5	21.1	24.4
	外銀	2.1	1.7	1.9	1.1	1.5	1.3
	その他とも計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) コール・手形売買市場(日銀買入手形を除く)合計、平残ベース。