

日本経済の転換期と金融政策の新展開

柿 沢 弘 治

1. は じ め に

戦後30年、日本経済は戦争による壊滅的打撃から立ち上り、いまや自由世界第2位の経済力を築き上げるとともに、物質的に豊かな生活水準を実現するに至った。しかし、昭和40年代の後半に至り、経済的繁栄にかげりとひずみが生ずるようになった。すなわち、近年、高度経済成長の前提である生産力の拡大について、さまざまな限界が顕在化してきている。たとえば、公害や自然破壊の深刻化は、工場等の新設を困難にしており、昨年の石油危機に象徴される資源供給の不安定性は、地球上の天然資源の有限性及びわが国の海外への資源依存度の高さを認識させることになった。従って、日本経済は従来のように需要の拡大に対して供給が弾力的に拡大する経済から、需要の急増はいたずらに物価上昇を招くような供給非弾力型の経済に移行しつつある。

一方、国民の欲求も、単なる物質的豊かさではなく、生きがい、落ち着き、安らぎ等精神的価値を含めた「真の豊かさ」の追求、生活の質の充実に向けられてきている。

このような国民意識の変化と、さまざまな生産力限界の顕在化により、従来のわが国経済の基本理念を、量的拡大を主眼とした「高度成長」から福祉の充実を目指した「安定成長」へ転換することが現在強く要請されている。経済政策の大きな柱の一つである金融政策の運営にも、経済環境の変化に対応し、安定成長による福祉の充実に寄与することが期待されているのである。

それでは、このような日本経済の転換期における金融政策の新しい方向とは、具体的に何を指すのであろうか。昭和48年1月以来、2年にも及ぶ金融引締政策がとられているが、この近年にない長期にわたる引締めの過程において金利の一層の

弾力化、選別融資規制の実施等、従来にない金融政策の新展開ともいべき種々の要素が看取される。経済政策においては連続性が不可欠の要素の一つであり、現実とはかけ離れた新規政策を論ずることは意義が乏しい。従って金融政策の新しい方向を採るについても、まず、現実の政策展開を見極め、そこから新しい流れを把握することが有効ではないかと思われる。

以下本稿では、最近時の金融政策の実施状況を概観し、その将来の方向を模索してみたい。

2. 今回の金融引締政策の展開

(1) 金融引締の背景

46年から47年にかけてとられてきた金融緩和政策により、わが国経済はドルショック、円切上げを克服して47年にはいると景気は着実な回復を示し、下期からはその上昇速度が速まってきた。

一方、この間国際収支は一貫して大幅な黒字基調を続け、これによる外為会計の大幅な払超の持続と金融緩和政策による金融機関貸出の著増により、いわゆる過剰流動性という現象が生じてきた。また、実体経済面においても、企業の設備投資、建築投資活動は旺盛であり、民間部門を中心に総需要は急速に拡大したが、他方供給面では、電力、水、原材料、労働力不足、公害問題の発生など種々の制約要因に加えて、工場災害の頻発による生産縮小等もあつて、生産は伸び悩みの傾向をみせていたため、需給は一段と逼迫の度を強めていた。

このような経済情勢を背景に卸売物価、消費者物価とも48年中を通じて急激な上昇を続け、48年11月に起つた石油危機とそれに伴う物不足ムードの浸透により、ついに狂乱とも称すべき様相を呈すに至つたのである。

このような事態に対処するため、政府は総需要抑制策を強化し、財政執行の繰延べを図るとともに、金融面においても引締政策を逐次強化していった。こうした総需要抑制によりマクロの需給バランスの回復に努める一方、産業の各部門にも着目して不要不急部門に対する融資を極力抑制するとともに、供給力の確保に支障を生じるような部門などへは重点的な資金配分を図っていく等、融資の選別的規制も実施することとなった。

(2) 公定歩合操作

48年1月以後、公定歩合は別表1のとおり5次にわたって通計4.75%に及ぶ大幅引上げが実施された。公定歩合水準もこの間に4.25%から9.00%まで実に2倍以上の上昇を示した。この頻度と引上げ幅累計は前例のないものであり、9%という水準も戦後かつてない高水準である。このような金利の弾力的、機動的運用は金利機能の活用という観点から今後とも一層重視されていくと思われる。

別表1 公定歩合の引上げ状況

(単位 %)

区 分	48.1.1現在	第1次	第2次
水 準	4.25	5.00	5.50
(引 上 げ 幅)		(+0.75)	(+0.50)
決 定 日		3月31日	5月29日
実 施 日		4月2日	5月30日
区 分	第3次	第4次	第5次
水 準	6.00	7.00	9.00
(引 上 げ 幅)	(+0.50)	(+1.00)	(+2.00)
決 定 日	6月30日	8月28日	12月21日
実 施 日	7月2日	8月29日	12月22日

(3) 預金準備率操作

今回の金融引締めにおいては、金利及び資金量の両面からきびしい措置がとられてきているが、特に流動性の調節に重点がおかれ、準備率操作の活用が図られてきたことも特徴の一つである。別表2のと通りの5次にわたる準備率引上げの結果、直接に、凍結された資金量は49年9月の計算で約1兆5千億円であり、波及効果を考えると金融機関貸出に対してはこの数倍の影響をもたらしたものと考えられ、これが市中の流動性吸収に果たした役割はきわめて大きいものがあるといえよう。

日本の預金準備率は欧米諸国に比し、依然かなり低い水準にあるが、これは各国の金融制度、金融政策の枠組みの相違に由来するところが大い。いずれにせよ、預金準備率操作は先進諸国で

は補完的政策手段として用いられる場合が多く、日本においても従来あまり関心が払われていなかったが、フランスにみられるような貸出準備率制度の研究とあわせて、これからも準備預金制度の効果的活用を図っていくことが考えられる。

別表2 預金準備率の引上げ状況

区 分	決 定	実 施	引上げ幅
第1次	48年1月9日	1月16日	0.50%
第2次	48年3月2日	3月16日	1.00%
第3次	48年5月29日	6月16日	0.25%
第4次	48年8月28日	9月1日 (49年)	0.50%
第5次	48年12月21日	1月1日	0.50%

(注) 引上げ幅は、都市銀行の要求払預金の例。

(4) 窓口指導の強化

日本銀行は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行については48年1～3月期以降、地方銀行、相互銀行等については48年4～6月期以降、それぞれの実情に応じてきびしい貸出増加額規制を実施してきた。これによつて金融引締政策は実質的に裏打ちが行われ、引締効果のきめ細かい浸透が図られている。

中小金融機関等に対して窓口指導を実施したのははじめてのことであるが、これは、金融組織全体に占める中小金融機関の貸出の急増等からみて全体としての引締効果を確保するうえに必要と判断されたことによるものであり、中小企業金融を特にきびしく抑制しようとするものではない。従つて、規制枠の大きさ、運用等也都銀等に比しゆるやかなものとなつている。

また、過剰流動性を背景として、商社の投機的活動が問題となつたことにかんがみ、日銀は、商社に対する金融機関貸出の増加が、このような投機的活動を一層助長することのないよう、10大商社向け貸出増加額について特別の規制枠を設けてきたところである。

(5) 農林系統金融機関に対する融資の抑制

金融引締措置が実施されて以降も農林系統金融機関の貸出の増勢は著しく、しかもこれが日銀の窓口指導の対象となつていないことから、金融引締めの尻抜けとなるおそれがあつたので、48年4～6月期以降、大蔵省、農林省が共同して、信農連に対する貸出増加額規制を実施してきている。

また、単位農協に対しても、実質的に員外貸出となつてゐるものの抑制を図るよう指導してきたところである。

（6）各種金利の改訂

公定歩合の引上げに伴い、コールレート、政府短期証券レート、市中短期貸出レートなど短期金利が連動的に上昇するとともに、全体的な金利水準の上昇が、市中貸出レート、国債、公社債の債券レート等長期金利にも波及していつた。

預金金利についても、48年来の大幅な物価上昇の過程において、預金者の立場にはできるだけ配慮するとの趣旨から、48年4月以降5回にわたる引上げが行われたほか、ボーナス特別預金及び割増金付定期預金の新設、少額貯蓄非課税限度額の引上げなど、種々の貯蓄優遇策を講じてきている。この結果、一年ものの定期預金金利は7.75%に達したが、これは戦後最高水準であり、48年初と比べると実に2.5%の上昇である。また、49年9月の第5次引上げにおいては、従来と異なり公定歩合の変更を伴わず、預金金利が独自に引上げられた。これは、公定歩合の引上げは、市中貸出金利への波及や心理的影響を通じて不況を深刻化させることが懸念されたためである。このような手法は一種のポリシーミックスともいふべきもので、今後とも必要な場合には用いられていくものと思われる。

別表3 預金金利の引上げ状況

(単位 %)

区 分	48.1.1現在	第1次	第2次
1年定期預金の金利	5.25	5.75	6.00
(引上げ幅)		(+0.50)	(+0.25)
実施日		48.4.23	48.7.16
区 分	第3次	第4次	第5次
1年定期預金の金利	6.25	7.25	7.75
(引上げ幅)	(+0.25)	(+1.00)	(+0.50)
実施日	48.10.15	49.1.14	49.9.24

（7）選別融資規制の実施

48年に入り、土地関連融資の抑制、建築投資の抑制が行われてきたが、金融引締め長期化と、いわゆる石油問題の発生により、業種ごとの実情に応じたきめ細かい配慮により引締め効果の浸透を図る必要があり、このような見地から、当面の情勢からみて緊要とは認められないものに対する融資を抑制し、より緊要度の高いものに対する資金の重点的配分に努めるため、48年12月、いわゆる

「選別融資通達」が出され、これにより土地関連融資等の抑制が実施されることになった。

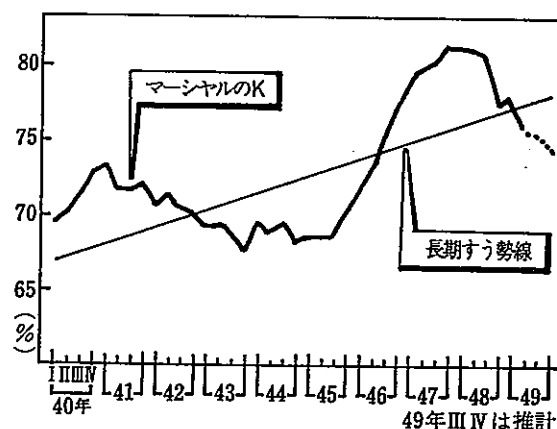
（8）過剰流動性問題

今回の金融引締め、特にその初期においては、いわゆる「過剰流動性」の解消に焦点がおかれたので、ここでこの問題に触れておきたい。

過剰流動性の定義自体が必ずしも明確にされないまま従来この問題が論じられてきたきらいがあるが、要するに過剰流動性とは通貨供給量が適正通貨需要に対し過大であることを指すと思われる。通貨供給量はマネーサプライ統計でその推移を知ることが出来るが、通貨需要の量的測定は非常に困難である。しかし、わが国の場合、通貨に対する投機的需要はさほど大きくないと思われるので、通貨需要は経済取引全体の大きさ、すなわちGNPにほぼ比例して動くと考えられ、従つて過剰流動性の動きを示すマクロ的指標としては、マネーサプライ(M₂)と名目GNPの比率、いわゆるマーシャルのKの推移をみるのがよく行われる。

別図はこの推移を示したものであるが、これによればマーシャルのKは47年の第4四半期にピークに達し、その後収縮の過程を経て現在では長期趨勢線を下回るに至っている。単に長期趨勢線を下回つたということだけで、現在においてマネーサプライが需要に対し超過でないとは必ずしもいえないがマネーサプライそのものの伸び(別表4)や企業の手元流動性比率の推移(別表5)等とあわせてみれば、過剰流動性状況はすでに解消されたといつてよからう。

別図 マーシャルのKの推移



別表4 マネーサプライの推移

区 分	M ₂ (末残)の対前年同期比増
47年 1～3月	23.5%
4～6	23.2
7～9	22.0
10～12	23.9
48. 1～3	24.9
4～6	25.5
7～9	23.4
10～12	18.8
49. 1～3	16.0
4～6	13.1
7	12.0
8	11.6
9	11.9

別表5 手元流動性比率 $\left(\frac{\text{手元現金}+\text{預金}}{\text{月間売上高}}\right)$

区 分	主要企業 510社	備 考				
46年1～3月	1.04	} 過剰流動性発生前				
4～6	1.13					
47. 1～3	1.32	……ピーク				
48. 1～3	1.22	過去の引締期のボトム				
4～6	1.16					
7～9	1.05	<table><tr><td></td><td>主 要 中 小</td></tr><tr><td></td><td>企 業 企 業</td></tr></table>		主 要 中 小		企 業 企 業
	主 要 中 小					
	企 業 企 業					
10～12	0.96					
49. 1～3	0.88	前 回 0.93 1.44				
4～6	0.85	前々回 1.01 1.54				
7～9	0.82	前々々回 0.98 不明				
10～12(予測)	0.75					

(資料) 日本銀行「短期経済観測」

3. 今後の金融政策の方向

いままでに概観したように、今回の金融引締めにおいては従来にない新しい考え方、手法が見出されるが、これらの金融政策の新しい芽の中には一見矛盾する二つの基本的な理念が入り混つている。第一は市場原理の活用であり、第二は金融政策面への選別的規制の導入である。金利機能の一層の活用を図り、各種金利を市場の実勢にできるだけ近づけるべく、公定歩合等を弾力的に動かすことは、市場原理の活用を図り資金配分を効率化することであり、一方、選別融資規制等により、金融及び金融機関の公共性を強めていくことは国民の合意に基づく規制の強化にほかならない。

そもそも金融とは効率性と公共性が可能な限り

共存することが他にも増して要請される部門なのであり、今後の金融政策も一見相容れない二つの原理をともに柱としていかなばならないことは当然ともいえよう。

既に述べたように、わが国では省資源が今後の経済運営の重要な課題となつていくが、資源の効率的配分を実現するためには金融面においても資金配分の一層の効率化が要請される。また、従来の高度成長を支えてきた一因としてしばしば政策的な低金利が挙げられることからしても、この転換期にあつて、金融市場の動きを注視し、金利機能の活用を図っていくことはますます重要になろう。

また、従来金融の公共性は主として預金者保護の立場から金融機関の存立を確保していくという、いわば金融機関の公共性としてとらえられてきた。しかし、今後はそれに加えて資金供給面の公共性が強調されることとなろう。具体的には、住宅金融、公害防止投資金融、中小企業金融等福祉に直結した金融の拡充等が考えられる。現在の選別融資規制は石油危機に対処して実施されたもので多分に臨時的な性格をもつたものであるが、その背景をなす資金の重点的配分という考え方は、今後とも何等かの形で継承されていくことと思われる。

このようにみえてくると、金融政策の果たすべき役割ないし目標としては、通貨価値の維持や短期的な景気調整などの伝統的な政策目標に加えて、最適な資金配分の実現に今迄以上に大きなウェイトが置かれていくことになろう。そのためには、できる限り金利の資金配分機能の活用など、市場原理を生かしていくことが必要であるが、同時に、最適な資金配分についての国民の合意に基づき政策的に方向づけしていくことも要請されよう。

インフレーションの克服は、日本のみならず、世界各国において叫ばれているが、インフレの最大の害悪は、所得及び資産の分配の不公平が生ずることである。こうした分配の不公平を是正していくことも金融政策の役割の中に加えていくことが考えられる。

金融政策におけるこれらの現代的な諸問題と、従来からの伝統的な金融政策の理念、目標との調和をいかに図っていくかがこれからの大きな課題となろう。

(筆者は銀行局総務課課長補佐)