

序にかえて

1. 新局面にたつ日本経済

——44年引締め以降を回顧して——

昭和47年は、前年8月の変動為替相場制移行と12月の円切上げをうけて、日本経済が国内的にも対外的にも多くの問題に直面した変化の激しい年であった。これをここ数年来の大きな流れのなかでとらえる意味で、まず44年秋の金融引締めとその後における内外経済情勢の推移を顧みてみよう。

44年引締め政策のねらいと性格

44年秋の金融引締めには、二つの面で従来の引締めとは異なる特色があった。その第1は、国際収支黒字下において対内均衡の達成、すなわち物価安定を第一義的な目標とする引締め政策がとられたという点である。当時国際収支の黒字が定着化するかどうかについて、見通しはまだ必ずしも明らかではなかったが、国内の好況と物価上昇にもかかわらず、国際収支は依然黒字を続けた。わが国の輸出力はそれまで設備投資中心の経済成長によってとみに強まってきており、それが世界的な物価上昇の傾向のなかで顕現し国際収支の黒字をもたらしたものと見える。従来の経験では、物価の上昇と国際収支の赤字とは常に相表裏しており、この場合、金融政策によって内外均衡を同時に達成することが可能であった。それに対比して、44年の引締め政策が国際収支の黒字下において

国内物価の安定をはかることに重点がおかれた点は、政策運営上大きな特色であったといえよう。

第2に、この引締めは景気過熱の予防を目的とした比較的軽度の引締めであった点にその特色がみられる。こうした関係もあって、引締め実施後も45年前半ごろまでは総じて好況が続き、設備投資の増勢はいくぶん鈍化してきたものの、在庫投資は企業の強気の生産態度を映じて増大を続けた。しかし45年秋口には、これらの投資活動はさすがに鎮静に向かい物価も安定してきたので、10月に引締めは解除されることとなった。その後、景気後退はかなりの期間にわたって続いたが、かりに44年秋の引締めが実施されていなかったとすれば、おそらく44～45年における企業の投資態度はもっと積極化し、その反動としての不況はいっそう深刻なものになっていたと思われる。

45～46年不況の背景

45年秋以来の景気停滞に対処して、金融政策面では上述の45年10月に続き、46年1月、5月、7月と累次にわたり公定歩合の引下げが行われ、金融の緩和が進められるとともに、財政政策面でも、46年度予算編成にあたり弾力条項を設けるなど景気振興のための措置が講じられた。しかし、金融財政面でこれら景気回復政策がとられたにもかかわらず、45年秋から始まった景気後退はおよそ46年末まで続いた。

その背景として第1に指摘されるのは、41年か

ら45年前半にいたるまで約5年間にわたり設備投資の大幅な増勢が持続した結果、いずれはその調整を要する事情が製造業を中心に漸次広がっており、それが45年秋ごろから過剰設備という形で表面化してきたことであった。

第2は、従来からの人手不足問題がいっそう激化してきたことに加えて、新たに公害や資源の問題などが登場、これにともない経済界にはその進路について気迷いが強まったことである。これらはいわば長年にわたる高度成長のゆがみの累積であり、その解決は決して容易でないとみられたからであった。

第3は、46年8月、米国の新経済政策措置が実施されたことである。すなわち、景気情勢も46年夏ごろには在庫調整がほぼ一巡し、輸出も好調を示し、先行きはいくぶん明るさもみられはじめたが、米国の新政策や国際通貨不安をうけて輸出の見通しやその採算に大きな不安が生じ、企業は再び弱気に転じた。このため、いわゆる在庫投資の2段調整が始まり、これがまた設備投資の調整を促進し、両者があいまって景気回復をさらに遅らせることとなった。

以上のような事情が絡み合って不況が比較的長引いたが、一方国際収支面では、不況による輸出増大の圧力があるとはいえ黒字幅拡大がしだいに顕著となるにいたった。これらは日本経済がこれまでと異なった新しい局面に入っていることを思わせるものでもあった。

経済の軌道修正

46年8月米国の新経済政策の発表、それに続く12月のスミソニアン合意を契機として、日本経済

は内外両面におけるこれまでにない事態にいかに対処していくか、その運営のあり方について本格的な反省を迫られるにいたった。そのひとつは、国際収支の大幅黒字という現実を踏まえ、かつ動揺する国際通貨情勢のもとで、ここまで対外競争力を強めた日本経済の今後の進路いかん、なかでも対外均衡をいかにして達成するかが問われたことである。いまひとつは、国内的には不況からの速やかな回復が強く要請されると同時に、輸出力の強化を志向する在来型の経済運営に対し強い反省がなされ、新たな国際均衡の姿が追求されたことである。こうして、従来国際収支の黒字に充当されてきた国民的資源を今後は国民福祉の充実により多く振り向けるよう、経済の軌道修正が広く要請されるにいたった。

このような状況のもとで、政策面では46年10月に公共事業費の増額を中心に46年度補正予算および財政投融资計画の追加が決められ、また12月に公定歩合の第5次引下げが行われた。かくて財政金融政策は、円切上げをはじめとする為替政策、その他経済政策とともに、新たな事態に対処することになった。しかし、為替平価の変更や景気上昇の国際収支への影響については、海外情勢などとの関係からなかなか見定めがたい面があり、また、経済運営についての反省は、長年にわたり固定為替相場制のもとで経済成長を追求してきた時代に比べて、経済のほとんど全分野にわたり大がかりな構造変化を求める性質のものであった。それだけに経済の軌道修正の道程は平坦ではなく、その間にいくつかのむずかしい問題が生ずるのはある程度避けがたいところであった。

2. 47年の金融経済の動向

——金融緩和と景気上昇——

47年経済の課題と財政金融政策

47年初における日本経済の当面する課題は、不況からの脱却と国際収支の均衡回復をはかると同時に、国民福祉重視の経済への軌道修正を進めることにあった。政府の47年度経済運営の基本的態度においても、「積極的な景気振興策を展開するとともに、新通貨体制に対する円滑な適応を図りつつ、成長と福祉の調和にたつ新しい経済発展へ踏み出す第一歩の年とするものとし」「積極的、機動的な財政金融政策の運営を図ること」の必要性がうたわれた。

こうした方針に即して、景気の早期回復と国民福祉の向上をはかるとを主眼に大型の47年度一般会計予算と財政投融资計画が決定された。また、46年6月のいわゆる第1次円対策に続き47年5月に決定された第2次円対策にも、財政金融政策の機動的な展開がうたわれ、6月には懸案であった預金金利の引下げがようやく決定をみるとともに、公定歩合についても第6次の引下げが行われた。10月には、社会資本の整備と国際収支の均衡回復をねらいとして補正予算が編成され、同時に輸入促進・輸出抑制などの措置を含む第3次円対策が決定、実施されることとなった。

景気上昇と物価・国際収支の問題

47年経済を振り返ると、財政金融政策の効果浸透とともに、国内景気は年初来徐々に回復に向かった。この景気回復は個人消費、住宅投資、財政支出のほか非製造業設備投資の伸長によるもの

で、そこに福祉指向への動きがみられたといえよう。それは従来の輸出や製造業設備投資主導とは違ったパターンであり、また当初は回復のスピードも緩やかであった。

ところが、夏から秋以降になると、輸出はしだいに立直りをみせ、また47年前半にはさほど強くなかった製造業の設備投資も、財政支出等の増大に誘発される傾向が現われてきた。ひところ目だった業種間における景気の跛行性や需給ギャップが急速に解消にむかい、在庫も身軽になるなど、景気上昇には力強さがみられるようになった。こうして景気は秋ごろから本格的な上昇過程にはいり、しだいに加速化しはじめたが、これは企業の収益事情も改善され、かたがた拡大政策のムードも加わって、企業マインドがかなり強化したためであった。

この間、卸売物価は47年1月を底に上昇ぎみに転じたが、緩やかな景気回復を映じて夏ごろまでは微騰にとどまった。しかし、その後かなり上昇しはじめ、とくに秋以降には急騰した。卸売物価の上昇は、当初は生産調整などの供給制限による面があったが、夏ごろから海外市況の影響が目だってあらわれるにいたった。とくに秋以降の急騰は、海外相場高に加えて国内需要の急速な拡大によるものであり、企業マインドの強化がそれを加速する形となった。

一方、国際収支の動きをみると、円切上げの影響は当初輸出数量の伸び率鈍化にあらわれたが、海外における景気上昇ないし物価上昇が著しいこともあって、ドル建て輸出価格が引き上げられただけでなく、その後輸出数量の伸びも再び増勢を

示しはじめた。また輸入面では、その大宗が価格弾性値の低い原材料で占められているため、円切上げの影響はあまり現われなかったが、年後半以降、景気上昇および国際商品市況の高騰の影響をうけて、輸入は価格・数量とも増大歩調にはいった。秋以降は貿易面で円再切上げ懸念にともなう動きも多少みられたが、47年を通じてみると、輸入の伸び率が輸出のそれをかなり上回り、貿易収支じりは前年の輸出入のギャップが大きかっただけに引き続き大幅黒字を残すこととなった。

このように景気は予想以上に上昇し、その限りでは年初の政策課題のひとつは達成されたが、反面、製造業の設備投資に動意が強まり、再び既往の成長パターンに戻ることに懸念されるとともに、物価の著しい上昇、地価・株価の高騰が生じた。それにつれて物価の先高を見越すようなムードがひろがり、年末から年明けごろには景気の行き過ぎが問題とされるにいたった。いまひとつの政策課題であった国際収支の大幅黒字の解消は、円切上げと景気上昇にもかかわらず、なお十分な成果をあげることができず、国際収支の均衡回復には、輸入促進など各般の施策にも期待しなければならぬ情勢であった。

金融緩和とマネー・サプライの増大

次に金融情勢の推移をみると、46年8月の米国新経済政策の発表後、外貨の大量流入により都市銀行のポジションは著しく好転した。その間、公定歩合は46年12月、47年6月と2回引き下げられ、金融は47年夏ごろまで本格的な緩和を示した。すなわち、短資市場や債券市場の金利は低下し、一方、都市銀行をはじめ金融機関の信用のアベラ

ビリティは上昇し、その積極的な貸進みとともに企業金融は著しく緩和した。

このような金融緩和の動きを資金循環面でとらえてみると、法人企業・個人・公共の各部門が金融機関や資本市場などから調達した資金の総計は、46～47年を通じて大幅に増大し、その伸び率は実体経済面の拡大テンポをかなり上回った。部門別には、企業部門の投資超過は比較的低水準であったが、資金調達額はそれを大きく上回ったため手元流動性は著しく増大した。この結果、企業間信用の解きはぐしがかかなり進んだが、また値上がりを見越して土地など既存資産の取得に当てられる傾向も強まった。個人部門では金融機関預金を中心に金融資産が増大したが、とくに47年には企業部門からの土地代金などの流入増加によるものがかなりの額に達したとみられる。

こうして経済全体としてみれば、46～47年を通じてマネー・サプライは大幅に増大したが、これは一部外貨の流入によるほか、そのほとんどが金融緩和政策を背景とする金融機関の貸出増加に基づくものである。46年の場合は、巨額の外貨流入がマネー・サプライを増加させたが、同時にこれによる銀行ポジションの好転が貸出増加の背景ともなった。47年は前年に比べ外貨の流入もおさまり、マネー・サプライの増大は基本的には金融機関の貸進みによるものであった。

このような金融の緩和は、47年における非製造業ないし中小製造業の設備投資や個人住宅投資を誘発するなど、景気の立直りに大きな役割を果たした。しかし、景気上昇が加速しはじめたところから、金融緩和の行き過ぎ、いわゆる流動性過剰の

状態が目だつようになった。銀行のポジションもしだいに悪化し、秋ごろから市場金利は下げ止まらないし多少の反転気配を示したが、金融機関の貸出は増勢を続けた。日本銀行はこのような情勢に対応し、秋口以降逐次それまでの緩和姿勢から警戒的な政策運営へと移っていった。

3. 金融政策の転換

——金融経済の今後の課題、

とくに物価の安定——

物価安定の重要性

48年に持ち越された最大の課題が、いかにして物価の安定をはかるかにあることはいままでもない。物価の安定は経済運営の根幹であり、また福祉充実という観点からも重要である。今回の卸売物価上昇は昨年夏ごろから目だちはじめたが、これが消費者物価の上昇にも影響を及ぼしつつあり、とくに本年春ごろから消費者物価への波及が速まってきた。このような物価の根強い騰勢を抑制することこそ、当面する最も緊急の課題であるといわねばならない。

最近の物価問題とくに卸売物価の上昇は、海外インフレーションの影響、労働力不足の深刻化による賃金コストの上昇、経済の軌道修正の過程で起こりがちな特定部門への需要集中の影響など各種の要因によるものであるが、最近は総需要の増大によってもたらされた面が強く、またこれが当面の物価高騰の一般的背景をなしている。この意味で、物価問題に対していわば全経済的な観点から取り組むべきであろうが、そのなかでも総需要の抑制が当面とくに重要になってきたといえよ

う。

通貨調整と今後の内外均衡

国際収支は、46年末の平価調整にもかかわらず、大幅かつ持続的な黒字をかかえたまま47年を送ったが、とくに47年後半の情勢からすれば、対内・対外均衡の調和をはかることのむずかしさが漸次明らかとなってきた。その後本年2月には、変動為替相場制への移行にともなう円相場上昇によって、事態はいわば新しい段階にはいることとなった。今後輸入自由化等の措置が進展すれば、前回切上げの効果の累積とも合わせ、黒字幅縮小の効果が期待されよう。また国内面でも、この変動為替相場制への移行によって、とくに物価安定をはかるための政策運営の余地が増大することになった。もとより為替相場の調整に過大な期待をかけることはできないが、それは当面、動揺する国際経済のなかで日本経済が新しい内外均衡の道を見いだしていく契機ともなろう。

福祉経済と物価安定

48年度は福祉型経済を指向して大型予算が組まれ、国債の大量発行が予定されている。福祉型経済への移行のためには、積極財政と金融引締めという新しいポリシー・ミックスの考え方もあるが、それには財政支出の増大に応ずる十分な供給力が確保されていることが必要であり、もし財政支出が行き過ぎると、いわゆるボトル・ネックが発生し、さらには民間投資を誘発し全面的な需要超過の状態となる懸念もあろう。現に昨年秋ごろから、こうした需要超過の状態がしだいに表面化し、物価騰貴によって福祉の基礎が失われる危険が生じつつある。したがって、今後は金融引締め

と並行して財政面でもいっそう弾力的な運営が必要となってきたといえる。このように財政を通ずる福祉型経済への移行の速度にはおのずから限界があることは明らかであり、47年における経験からすれば、その目安はやはり物価の安定に求められるべきであろう。

金融政策の課題

以上述べたような景気・物価情勢にかんがみ、日本銀行はその背後にある流動性過剰の状態を是正するため、48年1月預金準備率の引上げを実施した。その後2月中旬、わが国は変動為替相場制に移行したが、円高相場のもとでも景気や物価の動向は当面格別の影響をうけたとはみられず、むしろ加速する勢いであった。そこで3月、日本銀行は金融機関貸出をいっそう抑制し総需要を適切に調整するため、預金準備率の再引上げを実施した。しかし、その後も景気は上昇テンポを加速し物価も根強い騰勢を続けたので、日本銀行は金融引締めを一段と強化し総需要の抑制をはかること

をねらいとして、4月初め公定歩合を引き上げ、5月末には公定歩合の再引上げと預金準備率の第3次引上げを決定した。さらに日本銀行は、その後の経済情勢に対処して引締めを強化することとし、公共投資の繰延べなど財政面の措置とあいまって、6月末に公定歩合の第3次引上げを決定した。

当面の金融引締め政策は、金利機能の活用をはかりつつ信用および流動性の水準を適正に調整して、総需要を抑制し景気の鎮静化、ひいては物価の安定をはかることを主要な任務とするものである。今後、過大な総需要の抑制にともなって経済成長率が鈍化していく過程では、好況の裏目が生ずることもやむをえないであろう。また当面する物価問題の解決のためには、前述のように多くの要因も絡んでいるため、金融政策とともに財政政策などを含めた総合的な対策の実施が必要なことはいうまでもない。