

序にかえて

石油危機を契機とする物価高騰と不況の影響が尾を引く中で欧米主要国は50年中ほとんどもマイナス成長を記録したが、年前半には物価の騰勢がかなり収まり、景気全体も秋ごろから回復に向うなど、世界を覆ったスタグフレーションの克服に展望が開けてきている。50年のわが国経済は、他国に先駆けて春先に底入れし、総需要抑制策緩和を背景に緩やかな回復過程をたどったが、石油危機に伴う混乱のひずみが経済の各分野に深く浸透していたことが響いてその足取りは重く、年末にかけて回復が足踏み模様となる局面もあった。この間物価は年中を通じて落着いた推移を示し、物価安定の目標はひとまず達成された。もっとも更年後の状況をみると、輸出の著伸を中心とする最終需要の持直しから景気の回復がはっきりしてきている一方、物価の上昇傾向がやや高まっている。

以下では、50年を中心に金融政策と経済の動きを振り返り、今後の課題を検討することとしたい。

1. 金融引締め政策の緩和と景気の推移

(引締め政策の漸進的緩和)

昭和50年は、戦後の日本経済において最も長く、最も厳しかった総需要抑制策が、漸進的に緩和された年であった。4月の0.5

%引下げを皮切りに、10月まで4回にわたり、通計2.5%の公定歩合引下げが実施され、10月の引下げに際しては、金融機関の預貯金等の金利の最高限度引下げがあわせて決定された。金利面のこのような措置と並び、年末をはさんで2回、預金準備率の引下げが実施されたほか、窓口指導の運営も漸次弾力化された。引締め緩和は漸進的、かつその進め方は慎重に行われ、窓口指導のわく組みは残された。これは、コスト圧力の上昇から企業の価格引上げ意欲が根強かったため、常に物価面の動向に十分な配慮を払う必要があったことに加え、また金利引下げを進める過程で金利体系上の問題を考慮する要もあったことによるものであった。

財政面においても、春先から3次にわたり予算執行の促進措置が講じられたが、その後の景気の推移にかんがみ秋には本格的な財政支出の追加を含むいわゆる第4次不況対策が決定された。これを受けて歳出の規模が拡大する一方、税収等の歳入は景気情勢を反映して大幅な落込みを示したため、補正予算においては多額の国債追加発行計上を余儀なくされたほか、地方財政においても歳入不足が一般化し地方債の大幅増発が行われた。

短期金融市場においては、政策転換に伴

う弾力的な金融調節態度を背景に、コール・レート、手形売買レート等の市場金利が年後半にかけてかなり急速に軟化し、市場規模も拡大した。

49年中、期を追って鈍化を続けた市中金融機関の貸出の伸びは、50年に入ってから反転し、しだいに伸び率を高めたが、そのテンポは従来の景気回復期に比較すれば緩慢であった。これは、窓口指導のわく組みが残されたこともあるが、借入需要が法人企業を中心に総体として落着いていたことのほか、公共債の大量発行を控え、金融機関が比較的慎重な融資態度を保持したこともかなり影響している。この間、公共債の大量発行によって、民間向け信用供与が圧迫されるのではないかといういわゆるクラウディング・アウトを懸念する声もあったが、こうした懸念は現実のものとはならなかった。

企業の資金需要は、減産資金、滞貨資金が夏ごろまでに大勢として一巡し、一方新規設備、増加運転資金等にはみるべき動きはなかったため、ならしてみれば落着きの度合いを強めていった。その一方では、社債市場での資金調達が大口融資規制の実施といった特殊要因もあって著増したほか、外債の発行、インパクトローンの取入れ等海外からの資金導入が増加するなど調達手段の多様化が進んだため、企業金融の緩和は一段と進展した。もっともそうしたなかで、鉄鋼・化学・非鉄など在庫調整の遅れた業種と自動車・家電等進んだ業種との間

で資金需要の減勢テンポに差が生じ、また資産・経営内容いかんで金融機関借入れの難易等資金調達力の強弱の差がひろがるなど業種・企業間の資金繰り格差が拡大をみたのが特徴的である。こうした中で既往の不動産投資の行過ぎや経営方針の過誤に伴う企業倒産が年後半にかなり増加した。

以上みてきたような金融の漸進的緩和を背景に、マネーサプライは50年から最近にかけて一貫して漸増傾向をたどってきており、この間のマーシャルのkはかなり急速な上昇をみている。その要因をみると、対民間与信も増加したが、先に述べた資金需要の動向を反映してその比重が低下している反面、対政府・対地方公共団体与信の比重が大きく増加しており、これが今次景気回復過程における資金供給面の特色であった。

(浮揚感を欠いた景気回復)

50年は、前年戦後初のマイナス成長を経験したわが国経済が回復過程にはいった年であったが、その回復テンポは遅々として鈍く、浮揚感の乏しいままに一年が経過した。景気が底を打ったのは50年初めであったが、底入れをもたらししたのは、在庫投資の反転や物価落着きの進展に伴う個人消費の回復など、景気自体に内在する諸要因であった。財政・金融両面からの総需要抑制策の転換も、直接間接に景気回復に寄与した。

しかしながら春先から初夏にかけて浮上した景気は、夏以降その伸びが緩慢化し、

年末にかけて足踏み状態となり、結局50年の実質成長率は2.0%にとどまった。このように、景気の回復が緩慢であったのは、何といても最終需要の伸びがこれまでになく弱かったためである。個人消費や住宅投資など家計部門の需要が、石油危機によるインフレの余波や所得・雇用面の不安から停滞と回復を繰り返す不安定な動きを示した一方、外生的な需要も、年前半には世界不況に伴う輸出の落込み、年末にかけては、財政支出の息切れが響いて、全体としてみれば力が弱かった。さらに企業部門についても、前年の不況過程で拡大した需給ギャップは、一方では設備投資需要の回復を妨げる重石となり、他方では企業を低操業からくる固定費負担を軽減するための増産に走らせ、折角進みかけていた在庫調整の腰を折る結果となった。

以上のような需要動向に加え、今回の景気回復を浮揚感に乏しいものとしたのは、経済全体としてともかくも回復に向った中でも、雇用や収益など経済界の心理に影響の大きい分野が不振を続けた事実である。企業収益は、異常インフレによるコスト上昇や操業度低下による固定費負担の増大からこれまでに例をみない低水準に陥ったが、これが企業の景況感を景気の実態以上に弱めた。一方、生産水準の回復が進まなかったこととも絡んで、雇用調整は景気底入れ後も従来になく広範囲に実施され、有効求人倍率や常用雇用などの労働指標は年内一杯じりじりと悪化を続けた。

このようにみると、今回の景気回復過程における浮揚力の弱さには、海外環境をも含めて石油危機の後遺症とそこから派生した経済の前途への不安が色濃く影を落しており、これが通常の景気回復期にみられる経済部門間の好循環の進展を各般の分野で妨げたといえよう。

(物価安定の達成)

50年は物価安定という点で大きな成果が得られた年であった。卸売物価の年間の上昇率は1.1%、年平均でも3%の上昇にとどまり、48年以来政策の最優先目標であったインフレの抑制はひとまず達成された形となった。

卸売物価は、総需要抑制策の影響からすでに前年秋以降騰勢が鈍化していたが、50年に入ると3年ぶりに下落、その後年内一杯ほぼ一貫して落着いた推移をたどった。収益の大幅な落込みを回復する目的から、企業には値上げに対する潜在的な意欲が根強く、春以降いくつかの業種で価格引上げが試みられたが、大幅な需給緩和の中で鉄鋼等一部を除いては実現しなかった。これに加え、50年春闘が前年を大幅に下回る低率で妥結し、冬季賞与も低水準にとどまるなど、賃金上昇のテンポが大幅に衰えたことも、前年に比べコスト面からの価格上昇圧力を和らげた。

消費者物価も、卸売物価鎮静の波及効果を主因に落着き傾向を強めた。年中の動きとしては、公共性料金引上げの集中や季節商品の高騰等から一時的に騰勢の強まる時

期もあったが、ならしてみれば騰勢は大幅に鈍化した。政府の掲げた50年度間の上昇率を一けた以内に抑制するという目標は、季節商品の騰貴からその実現が危ぶまれる場面もあったが、結局は達成をみた。

(国際収支の改善持続)

50年の国際収支は、年間を通じてみると前年に比べ目立った改善を示し、経常収支は小幅の赤字、総合収支の赤字幅も前年の半分以下に縮小をみた。年間の動きをみると、年前半は輸出の落込み等もあり、改善は年後半が著しかった。

改善の主因は、まず貿易収支黒字の大幅拡大であり、次いで長期資本流出の著しい縮小であった。

貿易収支改善の主役を演じたのは、輸入の大幅な落込みである。輸入は原材料在庫の水準が高かった上、景気回復のテンポが鈍かったため、13年ぶりに前年に比べ減少をみた。これに対し輸出は、世界を覆った不況の余波から年前半には落込みをみせたが、秋口以降は回復傾向を強め、年を通じてみれば前年比ほぼ横ばいとなった。世界貿易が17年ぶりに縮小したとみられる中でわが国の輸出がともかくも落込みを防ぎえたのは、内需の伸び悩み、稼働率の低水準から業界の輸出意欲が強かったこと、国内卸売物価の落ち着きを反映して価格競争力が回復したこと、などによる面が大きい。なお、船積み面には目立ってあらわれてはいないが、プラント輸出の成約が年間を通じしり上りに増加をみている事実は、この辺

の事情、特に価格競争力の好転を物語るものといえる。

このように50年中の貿易収支改善にはわが国経済の循環的な局面の影響がかなり強いといえるが、地域的にみて産油諸国や共産圏向けの輸出増進が著しいこと、米国等における個人消費の回復に機敏に対応して消費財輸出を伸ばしたことなどにみられるように、わが国経済が石油危機によってもたらされた世界貿易の変化に機動的に対応することによって、原油価格高騰による国際収支負担を吸収しえた面があることも見逃せない。

この間円の対ドル相場は年前半は外資流入等から円高基調、後半は海外市場におけるドル高の影響等から資金の流出がみられ円安となったが、年間を通してみればおおむね安定した推移をたどった。

2. 今後の課題と金融政策の役割

(物価安定下における着実な景気回復の達成)

更年後の景気は、一時の踊り場を脱して再び上昇軌道にある。輸出がかなりの勢いで増加を続けていることの影響が何といっても大きい。国内需要も財政支出・住宅投資の増加などから持直しつつある。生産・出荷の水準が上昇する中で、在庫調整が急速に進捗し、商品市況も上伸基調にある。これを背景に、企業収益や雇用状況が好転し、経済界の心理にも明るさがみられてきた。

米国の景気回復が軌道にのり、西欧でも

西ドイツやフランスの景気立直りが着実さをますなど、世界景気全体としてみればそのテンポになお不確かな点はあっても、本年の回復自体はまず確実視されており、こうした海外環境の好転は、51年度の経済にとって昨年度・一昨年度とひとつ大きく異なる点である。加えて、製品在庫調整の進捗や企業収益の回復、それに伴うビジネス・マインドの持直しなど、経済内部にもいくつかの好材料がある。もっとも、設備の稼働率が平均的にみてなお低いことや個人の消費態度が慎重であることなどからみて、国内需要の回復力はそれ程強いとは思えないし、また輸出にしてもここ数か月来のやや異常ともいえる高い伸びがいつまでも続くものではあるまい。従って、今後の景気上昇は一本調子にいくとは限らないが、51年度の経済が政府見通しの5.6%前後の成長を達成することは可能と考えられる。

反面物価情勢は微妙である。素原材料産業を中心に製品在庫調整のための減産体制が引続き維持される中で、価格引上げが急速に浸透をみたほか、出遅れていた公共性料金の引上げが集中したこともあって、更年後春先までの卸売物価上昇率はかなりのものとなり、年度間上昇率の政府見通し(4.6%)も、限度一杯で辛うじて達成をみた。

素材関連業種等においてコスト上昇分を価格に転嫁しようとする動きにはある程度やむを得ないとみられる面があり、また企

業収益の改善が景気回復の一つのかぎであることを考慮すると、こうした値上げを一概に非とすることはできない。しかし、今後景気が回復し需給が改善して行く過程で、減産をてことした価格引上げの動きがさらに押し進められ、値上げが急速かつ連鎖的に行われるような事態はどうしても避けねばならず、この点景気回復期に価格が上昇するのは当然といった安易な考え方はインフレ再燃の危険をはらむものといわなければならない。本年度の場合、世界景気回復を背景に国際原料品価格が上伸を免れない予想である一方、公共性料金についてもこれまで繰延べられてきた大口値上げ案件のうち実施に移さざるをえないものがあり、物価をめぐる環境は決して好ましいものではない。過去数か月来の価格上昇により採算面で一息ついている業種が多いとみられるので、今後は需要の動向に対応し、稼働率を引上げることによって収益の回復をはかることを主眼とすべきであろう。

物価安定の基調を確保しつつ着実な景気回復をはかるという政策課題の達成は決して容易なものではない。しかし、こうした難しい政策上の要請を抱えているのは、ひとりわが国のみではなく、欧米主要国も同様の課題に当面している。そして、こうした課題に対する取組み姿勢のいかんが、各国経済のパフォーマンスの差を拡げつつある大きな要因である。すなわち、海外経済が全体として回復過程にあるなかで、昨今、明るい国と暗い国という二つのグループ分

けがしだいにはっきりしてきている。米国や西ドイツのように、物価の相対的安定下で景気が着実に回復しつつある明るい国がある一方、いぜん高率のインフレ、国際収支の悪化、経済活動の停滞という三重苦に悩んでいる国がある。50年から本年初めにかけて、ランブイエ会談、ジャマイカ会議等国際通貨協調への歩みが進められたことはなお記憶に新しいが、そうしたなかで先ごろ欧州を中心に国際通貨情勢にかなりの動揺が生じた。今回の動揺は、一言でいえば上述のような各国間のインフレ率の格差、換言すれば景気政策上の節度の差によってひきおこされたものであり、協調のための制度的わく組みがいかに整えられていても、各国の物価安定への努力に調和が欠けている場合には、国際通貨情勢の安定は保てないことを示したものであった。景気回復を焦るあまり、物価の急激な上昇を許すことは、国内面のみならず国際通貨秩序の維持という観点からみても望ましくないといえよう。

さらにわが国の経済については、ここ一兩年の報告で繰返し指摘してきたとおり、資源・立地等の制約等から先行き従来のような高い成長を続けることは難しいという事情がある。こうした観点から当面51年度は、前年度に引続き、経済を安定した成長軌道へのせるための調整期の役割を荷うべき年である。物価安定基調下で着実な景気回復をはかり、なお尾を引いている石油危機の後遺症をいやしつつ、同時に、経済各般

の分野にわたって、新たな環境への適応のための努力が続けられなければならない。特に企業経営にとっては、当面の経済の展望からいっても、困難な状況がなおしばらくは続こう。ここ数か月来の景気の好転によりビジネス・マインドに明るさが増してはいるが、内外の制約条件は、基本的には一年前あるいは二年前に比べて変化している訳ではない。むしろ企業収益が低水準ながら好転をみつつある今こそ、今後に備えて一層の体質改善をすすめ、財務構成の健全化をはじめ経営の各方面にわたってさらに合理化に努めることが大事な秋である。

(国際収支均衡の維持)

すでにみたように、この1年のわが国国際収支は、目立った改善を示した。対外面での今後の課題は、まずもってこうして達成し得た国際収支の均衡を維持していくことにあるが、その基盤が物価安定を軸とする価格競争力の確保であることは改めていうまでもない。それと同時に、世界経済におけるわが国の比重がたかまり、わが国の輸出入が国際市場に与える影響が大きくなっている現状を踏まえて、国際協調には一段の配慮が必要である。輸出面については、相手国の事情等を見做してやみくもに伸長をはかることがあってはならないし、輸入面では、発展途上国からの原料品輸入等について可及的に安定した取引が行われるよう配慮すること、輸入制限を回避すること、に努めなければならない。わが国はこれまで自由貿易を国是として貿易を伸ば

し、国力を発展させてきたのであり、これからも、これを通商の基本とすべきであるが、その際、国際市場の秩序を尊重することが肝要である。

昨今、今後の成長軌道の転換に伴い産業構造の変革が必要との認識がしだいに強まりつつあるが、発展途上国における工業化の進展がわが国の貿易に及ぼしつつある影響を十分に見極め、将来の国際分業の姿を踏まえたうえで、これを変革に前向きに組み込む姿勢が必要と思われる。

(金融政策の課題)

景気の着実な回復と物価の安定とを両立させていくという当面の課題の達成のための金融政策の舵取りは決して容易ではない。

着実な景気回復を達成するため必要な資金供給を確保することは、当面の金融政策に対する第一の要請であろうが、現在の企業金融緩和の状況やマネーサプライの動向からみて、その要請は満たされていると考える。むしろ今後は資金供給が行過ぎ、物価に悪影響が及ぶことのないよう、必要とあれば機動的弾力的に対処することが肝要である。こうした政策姿勢は米国や西ド

イツなどの昨今の政策運営態度と軌を一にするものである。

政策を適時適切に運営するには、経済諸指標の動きを綿密かつ総合的に見守っていく必要があることはいうまでもないが、その際マネーサプライの動向に対し一層慎重な配慮を払っていくことが肝要である。すでにみたように、このところ、マネーサプライの伸びに対する財政要因の影響がたかまっているが、当面51年度についても、さらにその先やや長い目でみても、公共債への依存度は高水準が続く見通しであり、こうした多額の公共債の増発下にあってはマネーサプライの増加が生じやすい環境が続くとみなければならない。

こうした環境のもとで資金供給の行過ぎが生じないようにするためには、金融機関の民間向け貸出を調整する必要もさることながら、同時に財政自らが公共債発行に節度を保つことが大事である。新たな環境の下で民間・公共部門の資金配分を円滑化し、マネーサプライを有効に調整していくためにも、金利機能の一段の活用は今後の課題として重要なこととなってきているのである。