

序にかえて

51年中の欧米主要国の経済は、前年から受け継いだ回復テンポが年央以降鈍化した。が、年末にかけて米国、西ドイツが物価の安定を確保しながら再び回復に向い始めたのに対し、その他の諸国では物価上昇や国際収支悪化に対処した総需要抑制策の浸透から景気回復の足取りは重く、全体としてみるといわゆる2極分化の形勢を示した。こうした中でわが国の経済は、年初、輸出の著伸と財政支出の増加に支えられてかなり急速な回復を達成したものの、石油危機以来持越されてきたゆがみの影響もあって投資や消費を含む自律的な好循環が始動するに至らなかったため、年後半に輸出など外生的需要が伸び悩むと、回復のテンポは緩慢化し、足踏みの状況に陥った。この間物価の動向をみると、まず消費者物価は、公共料金改訂や季節商品高騰の影響から水準を高める場面があったが、これらの要因には一時的性格もあり、ここへきて上昇率が基調的に高まってきたとは思われない。一方卸売物価は、年前半企業の販価引上げからかなり急速に上昇したあと、夏以降の上昇率は一転して大幅に鈍化した。もっともこのような卸売物価の動向は、後半に顕著となった供給超過による面が大きく、収益やコストとの均衡がとれていないという意味で、その基盤に脆弱なところがあるこ

とは否み難い。一方国際収支面においては、年前半における輸出の著伸に伴って経常収支の黒字が大幅に拡大し、総合収支でも石油危機発生以来初めて黒字を計上した。

日本銀行は更年後の3月、4月に相次いで公定歩合の引下げを行った。今回の引下げに伴う金利水準全般の低下の効果が漸次浸透してくれば、これまでにとられてきた財政面、金融面の諸施策と相まって、景気により着実な回復に向うことが期待される。ただ、51年の経済の推移を通じて、資源制約等から従来のような高度成長を続けることは難しいという日本経済にとっての環境変化が一段と明確化し、こうした中で産業間の構造的な格差が際立って浮彫りにされてきた点に留意しなければならない。今後のわが国経済にとっては、物価安定、景気回復と並んでこのような構造的課題を解決していくことは極めて重要といえよう。

以下では、51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. 金融政策の動向と景気の推移

(金融緩和政策の展開)

50年中漸進的に実施された金融緩和政策は51年に入ってから継続され、2月には

預金準備率が再度引下げられたほか、年初来窓口指導の運営についても一段と弾力的な配慮が加えられた。このため春ごろには、金融緩和の効果が経済の各分野にほぼ浸透したので、その後は窓口指導に際し、金融緩和が行過ぎないように留意しつつ、景気の着実な回復に必要な資金を供給するという態度で運営された。いわゆる「締めもせず緩めもしない」姿勢が、ほぼ年間を通じて金融政策の基本態度を形成したといえよう。しかしながら、51年後半に顕著となった景気回復の足踏み傾向は年を越してさらに強まり、企業の景況観も一段と弱気に傾いた。一方物価は卸売物価を中心に落ち着き基調を維持し、国際収支の黒字は拡大傾向を示した。このような経済情勢にかんがみ、日本銀行は、この際金利全般の低下を一段と促進することによって、財政面の諸措置とあわせ景気のみより着実な回復に資することが適当と判断し、更年後3月に0.5%、4月に1%の公定歩合引下げを実施した。

財政面においても、基本的には景気の回復を促進する方向で政策運営が進められた。50年秋に策定された第4次不況対策の効果が51年に入って顕現したあと、年後半の財政支出はやや息切れの形となったが、年末から年初にかけて、公共事業の契約促進など7項目にわたる措置の実施や、補正予算、財投追加の決定などによって景気浮揚が図られた。

短期金融市場においては、公定歩合が相

次いで引下げられた50年には一貫して金利低下をみたあと、51年に入ると先にみた金融調節態度を反映して、春以降の市場金利は季節的な資金需給の繁閑に応じて上下し、52年初まで実勢としては横ばい基調で推移したが、今回の2次にわたる公定歩合の引下げ後はこれに追随して大きく低下した。

以上のような政策運営の展開を背景として51年中の金融動向をみると、前年急激に顕在化した公共部門の資金不足拡大、企業部門の資金不足小幅化といったマネーフローの変化が、ほぼそのままの姿で持続した点が特徴として挙げられる。

まず公共部門の資金動向をみると、先にみた財政の姿勢から政府部門が税収の伸び悩みにもかかわらず国債の大量発行を支えとして支出拡大を企図したのに加え、公社公団、地方公共団体も積極的な支出態度を維持したため、全体としてみた資金不足は、引続き拡大傾向をたどった。もっとも年後半には、税収の持直しなどから不足幅拡大のテンポはやや鈍っている。

次に企業部門においては、企業の資金需要が一段と鎮静傾向を強めたことが特色である。自動車、電機等の好調業種では輸出代金の流入もあって需資はむしろ低下する一方、素材部門を中心とする不況業種でも年前半の在庫圧縮、年後半の手元流動性取崩しの影響から運転資金需要は乏しかった。また年間を通じて設備投資が緩慢な伸びにとどまったため、新規設備資金需要も

停滞した。これらの結果企業部門の資金不足は引続き低い水準にとどまったが、他方金融機関の融資態度は年間を通じて弾力的に推移したため、企業金融の緩和感は漸次強まっていった。企業は51年中金融費用節減の見地から、すでにかんりの高水準にあった手元流動性を取崩して借入金を返済する仕振りを示したり、短期有価証券の保有を増加させたりして運用面の多様化に力を注いだ。これも年間を通じて市中貸出のアベイラビリティが高かったことを背景とする動きであった。

ただこうした中において、既述のような日本経済の変化に適応しきれなくなった産業分野を中心に企業倒産の発生は絶えず、年間の件数、金額とも既往最高となった。

以上のような金融面の事情を背景として、年間を通じてみたマネーサプライの伸びは、年前半には金融緩和の浸透を映じて伸び率を高める場面があったものの、後半には月を逐って落着いた。このようなマネーサプライの伸び率鈍化は、供給面の事情によるものではなく、景気の足踏みに伴う取引動機の需要伸び悩みによるところが大きい。先にみたとおり企業の手元流動性圧縮による借入返済や有価証券保有の増加など資産動機に基づく通貨需要が弱まってきたことをも反映したものである。

(景気回復は年後半に足踏み)

51年中のわが国経済は、前年の緩慢な回復のあと年前半にかなり急速な回復を示したが、その後再び回復テンポが鈍化し、夏

場以降は足踏み状態に陥った。

年初の急速な回復を始動した契機は輸出の急増であったが、これと並んで、前年秋に策定された財政面からの不況対策の効果が財政支出や住宅投資の面に集中的にあらわれたことの影響も大きい。それまで2年にわたり景気の押下げ要因となっていた設備投資がようやく持直しに転じ、個人消費にも立直りがみられたため、生産、出荷の水準は年前半かなり急速に高まり、商品市況は堅調な動きを示した。企業の景況感もこの時期には好転をみた。

しかしながらこうした景気回復テンポは後半に入ると著しく鈍化し、景気は全体として足踏みの状況に陥った。景気回復の腰を折る端緒となったものは外生的需要が不振に転じたことである。輸出は、海外主要国の景気足踏みに伴って大きく伸び率が鈍化した。また予算関連法案の審議が遅延したため財政支出は減少を示した。これに加え夏場にかけての冷害や台風被害も需要の足を引っ張る要因となった。もっとも景気が足踏みを示したもう一つの原因としては、企業が、資源問題や財政赤字といった制約条件を意識して景気回復の持続性につよい確信を持ちえなかったという事情が挙げられる。このため、上記のような外生的需要の伸び悩みが現実に入ったとき、企業は減量経営を強化することによって適応を図った。これに伴って、個人所得の伸びは低く、雇用面の改善も遅れることとなり、家計は消費性向を低下させて対応した。こ

うして生産、出荷の回復テンポは鈍り、ほとんど横ばいの状況となった。

企業の収益は、年前半の稼働率上昇や後述する販価引上げ浸透の影響もあってかなり急速な改善を示したものの、51年秋以降稼働率が再び低下するとともに改善一服模様となった。一方、労働面の動きをみると、雇用調整の長期化に伴い労働需給は年後半むしろ悪化した。

(卸売物価は年央以降落着き)

卸売物価は前年末から反騰の気配を示していたが、7月まで一貫して年率8%に近い騰勢を示した。これは鉄鋼、化学、繊維などの素材関連業種の値上げが広範に浸透をみた結果である。これらの業種は、石油危機以降累積してきた原材料コスト、人件費等の負担を転嫁するため、50年後半以降種々の供給抑制手段に頼って販価の引上げを試みた。年前半における最終需要の急速な立直りに支えられてこうした値上げはかなりの速さで浸透し、海外原料品市況の上昇と相まって卸売物価の水準を押し上げていった。しかしながら8月以降については、こうした騰勢が急速に鈍化し、卸売物価は一転して落着きに向った。これは素材関連の大口値上げが一巡し、加工製品段階への値上げ波及も最終需要が伸び悩む中で食いとめられていったことの影響が大きいが、さらには、世界景気の足踏みによる国際原料品市況の軟化や為替相場円高化の影響も無視できない。卸売物価の落着きは年を越してからも続き、年度中の上昇率は4.2%

にとどまった。

一方消費者物価は、年中を通じてかなり振れの多い推移をたどったが、年平均の上昇率では9.3%、年度中でも9.4%とかなりの騰勢を示し、年度末についての政府目標を1%方上回った。もっともその内訳をみると、電力、電信、電話料金や国鉄運賃といった公共性料金の改訂およびかんばつ、冷害の影響による季節性商品の上昇が大宗をなしており、ここへきて特に消費者物価が騰勢を強めたわけではない。

このように、51年初から最近までの物価動向をみると、その水準を高めたものは、素材関連の大口値上げや公共性料金の改訂など、石油危機以来繰越されてきたコスト・アップの後追いの動きが主な要因であり、仮りにこれを差引いて年間の推移を通観すれば、前年から受け継いだ物価の落着き傾向は51年中にもおおむね維持されたとみることができる。しかしながら、コスト上昇圧力は経済の各分野になお幅広く残存しているほか、原油など輸入原材料の価格動向には予断を許さないものがあるので、物価の推移には今後とも十分注意を払っていく必要がある。

(黒字傾向を強めた国際収支)

51年中欧米先進国の景気が国際収支面からみても「強い国」と「弱い国」とに2極分化を示した中で、わが国の国際収支は貿易収支で年間として既往最大の出超幅を記録し、総合収支でも石油危機以来始めて黒字に転ずるなど、黒字への傾斜を一段と強

めた。

前年における貿易収支改善の主役が輸入数量の減少であったのに対し、51年の黒字拡大は輸出数量の急増や交易条件の下げどまりが主因であり、いわば拡大型の改善であったといえる。輸出増加の内容を品目別にみると、自動車・電機製品といった、付加価値率が高く、資源・エネルギー投入比率が低い品目が急速に伸びた反面、それとは逆のコスト構造をもった素材品目の伸び率は低かった。石油危機によりもたらされたコスト構造の変動に伴い産業別の国際競争力が変化し、比較優位の原則に沿って輸出構成の変化が起ったことは、こうした輸出品目別の動きからみても明らかである。次に51年中の貿易収支を地域別にみると、その改善はもっぱら米国やECなど先進地域に集中し、産油地域を中心とする前年の収支改善の姿とは著しい対照をなすに至った。産業構造の類似した先進国との競争関係が前面に出てきただけに、わが国の黒字増の生む国際的摩擦は年間を通じやや強まった。

この間における円相場の動向をみると、以上のような国際収支状況を反映して、原油価格上昇懸念から円安観の強まった51年秋の一時期を除きほぼ一貫して円高傾向が続き、更年後の4月には3年半ぶりの円高相場もみられた。もっとも4月の公定歩合引下げ後は、その影響もあって円高傾向は一段落となった。

2. 今後の課題と展望

(政策運営の方向)

以上のような経済の推移にかんがみ、日本銀行は、金利全般の低下を一段と促進することが適当と判断し、本年3月、4月と相次いで公定歩合を引下げ、また3月には流動性預金、5月には定期性預金の金利最高限度を引下げた。この結果、短期金融市場金利、標準金利等短期貸出金利、および預金金利が低下したほか、債券発行条件や長期貸出最優遇金利など長期金利も踵を接して引下げられるなど、金利水準はかなり急速な低下をみている。

今回の公定歩合操作、特に4月の1%引下げは、経済の各分野に与えたアナウンスメント効果が比較的大きかったように思われ、商品市況や株価にも小反発がみられた。一方為替市場においては、公定歩合の引下げによって内外金利差も縮小ないし逆転した結果、海外短資の流出が一部でみられ、海外金利先高の予想も強まったため、相場面では円高訂正の局面がみられた。今回の公定歩合引下げにおいては、市中貸出の標準金利との機械的連動関係を従来に比して弱めることによって公定歩合操作の一層機動的な発動が可能となった。

次に金融政策の最終的目標である通貨価値の安定について考えてみたい。昭和51年の日本経済は、石油危機発生後3年目を迎え、消費者物価がようやく1けた台の上昇率にほぼ定着し、国際収支は基調的に赤字

を脱して為替相場も円高傾向を示すなど、対内対外面において通貨価値の安定へ向ってさらに一步の前進をみたと評価してよいであろう。しかしその反面では、景気回復が年後半に足踏み状態となったこともあって、生産活動の水準はなお低く、経済全体の需給バランスは依然として失なわれている。また経済の各部門には、石油危機の後遺症ともいべき様々な不均衡現象が残されていることはすでにみたとおりである。企業部門では稼働率が総じてなお低迷しているため、収益の回復は年度下期に伸び悩みとなり、倒産も高水準を続けている。このため企業は引続き減量経営の努力を重ねており、家計部門では失業の増加と実質所得の伸び悩みに直面している。また公共部門は支出の拡大と税収の頭打ちから大幅な赤字を続けている。さらに海外部門ではわが国経常収支の黒字(海外部門の赤字)拡大に伴って、いわゆる「強い国」としての日本に対し、国際収支の調整への要請が強まっている。

このような部門別不均衡のうち公共部門の赤字は、積極的な財政政策の足かせとなっている。また海外部門の赤字は、「強い国」に属する日本がこれ以上輸出主導型の回復を進めることを困難にしている。こうした公共・海外両部門の不均衡は、日本経済に対する外生的な需要追加の可能性を大きく制約する条件である。他方企業部門の不均衡や家計部門の将来所得に対する慎重な見方は、投資マインドや消費マインドを

冷やし、外生的需要が内生的需要を誘発して自律的な景気回復を始動させることを妨げている。これらのことが結局51年後半の景気回復を足踏み状態におとし入れ、需給バランスの回復を遅らせた原因といえよう。51年中における物価動向も、円高に支えられたほか、こうした需給不均衡を映じた商況の軟化による面があり、企業部門における価格、収益、コストの均衡の上に成立っていないという意味では脆弱な基盤の上に立っているともいえよう。

従って当面の政策態度としては、差当り景気回復にある程度はずみをつけることによって、需給バランスの改善を進め、経済各部門の均衡回復を図ることが大切である。このことは同時に今後における通貨価値安定の基盤をより強固なものにする所以であろう。またこのような景気回復の達成を通じて国際収支が均衡に向い、国際協調の実を挙げることも期待される。

ただそれは単に需要をつければよいという性格のものではない。景気を着実な回復軌道に乗せるためには、石油危機後の新しい条件に即応して、日本経済の構造変化を進めることが大切である。資源・エネルギー価格の高騰に伴い、各産業のコスト構造は資源・エネルギーの投入比率の違いによって大きく変っている。また経済成長率の鈍化と交易条件の悪化に伴い需要構造の中では消費と輸出の比重が高まり、企業投資の比重が低下している。このため、産業構造においては、資源・エネルギー投入比率

が低く、消費・輸出に関連の深い産業が発展し、逆の立場にある産業は構造的不況に苦しんでいる。当面の高水準の倒産も、このような構造転換に伴う生みの苦しみという側面がある。景気回復に今少しはずみをつけることは大切であるが、同時に構造変化の過程ではすべての産業が好況を謳歌する程に総需要を拡大すれば、必ず物価の高騰を招き、通貨価値は大きく崩れるであろう。このような意味で、やはり通貨価値安定の基本は総需要の適切な調節であり、金融政策の立場からはマネーサプライの適切な管理を片時も忘れることはできない。また対外均衡の面からみても、原油等エネルギー資源の節約を閑却したまま経済を拡大していくならば、オイル・デフィシットが膨脹し、これを他の非産油地域への輸出増でカバーしようとするれば、国際的摩擦が激化するおそれがある。そうした意味からも、単なる経済拡大ではなく、省資源方向への産業構造転換と完成品輸入の促進を伴う拡大が必要といえよう。

(金融構造の変化と政策の課題)

一方、金融構造の面でも、51年中の動きは、将来を展望する上で示唆するところが大きかったように思われる。

資金循環の視点からみると、すでに述べたとおり、公共部門の資金不足拡大、法人企業部門の資金不足小幅化という傾向は一層顕著となり、前者の規模は後者の約2倍半に膨脹した。法人部門ではこのような資金不足の補てんのほか流動性積増のため

の資金を調達したが、その額は、主として国債等公共債の大量発行という形で行われた公共部門の資金調達額に及ばなかった。このように公共部門の資金調達額が法人企業部門の調達額を上回ったのは戦後のドッジライン実施以降初めてであり、いわば資金需要者の地位の逆転が生じたといえよう。これに対して、資金供給の側では、最大の供給者である個人部門において、証券など収益性の高い資産への運用増が目立ち、資産選択の多様化がさらに進んでいる。また法人企業部門においても、金融費用の節減を図るため手許預金を圧縮する一方、高利回りをねらった債券保有の増加を図るなど、個人部門と同様、金融資産運用の多様化が目立っている。

こうした資金需要と資金供給の流れを媒介する金融部門においても、いくつかの重要な変化が現れている。銀行などの資金量の伸びは先に述べた法人企業の手許流動性圧縮の動きなどもあって鈍化し、金融機関の経営環境は厳しさを増している。他方資本市場では、公共債の発行額が急テンポで増加したうえ、法人・個人の証券運用選好の影響を受けて公社債市場の規模は拡大した。

この間金融機関の資金運用形態にも特色ある変化が現れた。巨額の公共債発行が主として金融機関引受の形で行われた結果、金融機関の証券保有の比重が高まった反面、民間資金需要の鎮静化を反映して貸出のウエイトは一段と低下した。また貸出の

内訳においても、設備投資の緩慢な伸びに伴って貸出増加額の中に占める設備資金の比重は後退した。

一方公共債引受のシェアが資金量と斉一ではないことなどから金融機関業態間の資金ポジションの跛行性が拡大し、これを調整するための債券売買の増加から公社債流通市場が目立って大規模化したことも、昨年中の見逃せない特徴点である。

以上に概観してきた51年中の金融構造の変化は、景気の足踏みという循環的要因による面も大きいですが、それだけではなく、今後もある程度持続していく性質のものともみられる。貯蓄率の高いわが国経済において、先に述べたように中期的に成長率が鈍化するとすれば、GNP中の企業投資の比重低下によって生ずる貯蓄投資の不均衡をバランスさせるためには、ある程度公共投資に期待せざるをえない。従って、上述した部門別資金過不足構造の変化と、それを映じた金融構造の変化は、程度の差はあれ

持続していくものとみられる。

このような変化に対応して、金融政策の有効性を高め、その効果を隅々まで浸透させていくためには、やはり金利機能の活用が大切であろう。企業の借入依存度が低下し、金融資産の運用が多様化している状況の下では、各種金融資産の金利を弾力的に変動させ、利回り採算面から政策効果の浸透を図ることが必要といえよう。また公共債の大量発行の下では、金利機能の活用と並んで、債券市場の整備を進め、公共債の消化・流通を一層円滑化することも大きな課題となつてこよう。さらに、金融機関は従来のような量的拡大が望み難くなり、同時に金利の弾力化が進むとすれば、経営の合理化と健全性確保にこれ迄以上の努力を払うことが望まれる。これらの課題はそれぞれ容易なものではないが、上述した方向への金融構造の変化を展望し、一つ一つ解決を図っていくという息の長い努力が大切であろう。