

景気循環と金融の役割

—年度間回顧を中心として—

昭和33年秋景気が立直りに転じて以来、約2年半にわたって根強い経済の拡大が続いている。ごく最近に至って、設備投資の動意が一段と高まる一方、国際収支面では経常勘定の逆調が常態化するなど、景気情勢にはやや変調のきざしが現われているが、最近までの景気の足取りは、全体として大きな不均衡を生ずることなく、比較的安定的であったといつてよい。それだけに、景気は予想外に持続的となっており、その結果、34、35年度と引き続き他に類をみない高い経済成長を遂げている。

こうした推移について多くの要因が働いていることはたしかであるが、実はその間、金融ないし金融調整こそある意味で最も重要な役割を果たしてきたといわねばならない。しかし、このように、金融が持続的な経済成長に寄与しているのは、いかなる意味で、いかなるメカニズムを通じてであるか、また、その根拠なり条件なりはどこにあるか、といったことは必ずしも十分明らかにされているとはいえない。以下では、ここ1年を中心にして金融の動きを回顧しつつ、上の問題について考えてみることにしたい。

1. 景気の推移と金融市場

(1) 景気局面の推移

まず景気の推移そのものをみておこう。33年当時、設備過剰に基づく本格的な不況の到来を予想する見方が強く、積極的テコ入れの必要が主張されたことは記憶に新しい。しかし現実の推移はこれと全く異なり、秋口需要期入りとともに、経済の内部にいわば自律的な回復の契機が生まれてきた。リセッションの過程において、ブーム時の物価騰貴が元に復すると同時に、企業の採算立直しの努力を通じて、コスト引下げの素地がつかわ

れたことを、まず指摘しておきたい。また、生産および在庫の調整努力が結実し、企業の金繰り緩和とあいまって、在庫回復の運動が起こったことに注目しなければならない。耐久消費財の普及や、トランジスター・ラジオのような新製品の海外進出といった趨勢的な伸びが幸いしたことも軽視できないが、34年度を通ずる景気急上昇の原動力は、物価およびコストの調整による輸出の増大と在庫調整を背景とする在庫投資の急増にあったといえよう。

もっとも在庫蓄積といっても、神武景気当時のように市況の高騰を伴うラッシュ的なものはみられず、在庫保有態度は著しく落ち着いていた。このため、生産の若干の行き過ぎは市況圧迫となって早めに表面化し、大きな行き過ぎは回避されやすい状況にあった。34年12月の公定歩合引上げや自由化推進の気構えがそうした動きを促すきっかけとなって、35年春ごろから生産や在庫に小波状の調整が行なわれるようになり、昨年を通じてなしくずしに調整過程が進行した。そうした動きを通じて在庫投資の活力がそがれ、生産上昇のテンポにも落ち着きがみられるようになったことは、昨年における景気の基調に大きな影響を与えたといえよう。

昨年は、在庫投資に代わって、設備投資と自動車産業の伸びが生産を押し上げる主導力となり、景気の推移にも著しい特色を与えた。技術革新を背景とする投資意欲は強く、34年秋ごろから設備投資は本格的増勢に転じた。しかしその伸び方は、全体としてみれば、31年当時のような急テンポではなく、35年度後半にかけては、景気上昇に伴う誘発投資的なものはしだいに落ち着くという傾向もみられた。

以上のように、35年にはいって景気の推移には

成熟期的な様相がしだいに目立ってきたと考えられる。商品市況の大勢が、木材などを別とすれば、久しく弱含み基調を脱しきれなかったこともその端的な現われである。同じような動きは金融面にも企業経営上にも現われ、本格的上昇期の特色が薄れて、強い中にも落ち着きが見られるようになってきた。もっともこうした推移の反面、昨秋ごろから経済成長に対する強気観が一段と高まり、新しい投資意欲の盛り上がりが見られている。一方年度末には、輸入の増勢と輸出停滞を背景に国際収支面で経常勘定の逆調が表面化するなど、景気には新しい動きがきざしている。今後の問題として、こうした点は十分注視を要するところであるが、35年度における景気の特徴は、成熟期的な様相のうちに景気の息が予想外に長く続いたところにあるといえよう。その結果、35年度における経済成長率は実質14%となったものとみられ、34年度の17%に続いて、きわめて高い経済成長の達成をみている。

35年度だけでなく、今回の一循環を通じて、高い成長を伴いつつも景気が全体として落ち着いた推移をみせたのについては、過去における膨大な設備投資とそれによる供給力の充実を指摘する向きが多い。需給のバランス論としては、事実そのとおりであるが、もしリセッション期における価格とコストとの調整が十分行なわれていなければ、物理的な意味で能力がふえても、それがはたしてそのまま安定成長をもたらしたといえるかどうか、疑問の多いところであろう。また、近代化投資の盛行をすなわち輸出力の強化とみる見方もあるが、それも現実には、市況の落ち着きとコスト低減の努力などを通じて結実しえたことは、軽視できない点である。

(2) 金融市場の推移

以上のような景気動向につれて、金融はいかなる推移をたどったか。一般的に言えば、景気上昇につれて金融は引き締め、上昇テンポを押える方向に働くが、景気後退につれて緩和に向かい、景気回復の素地をつちかう、といったプロセスを

たどる。金融政策は、そうした資金需給の自然の波に乗りながら、これを強め促進することによって景気調整を図るものであることはいままでもない。こういう見地からすれば、金融の推移といっても、金融機関とくに銀行の金繰り、ひいてはその調整の場である金融市場がどのような繁閑を示したかということが、中心的な意味をもつといえよう。

そうした金融市場における現金需給バランスを日銀貸出についてみると、グラフにみるとおり34年7～9月から増加に転じ、その後一貫してふえ続けている。これは、所得の伸びにつれて銀行券需要や租税などの引揚げが強まってきたことの現われであり、景気上昇に伴う自然の引締めである。このような金融市場の引締めは、すなわち銀行の資金ポジションの悪化を意味する。34年7～9月の決算資金流出期を節として、金融市場に最初の引締めが現われるにつれて、銀行の貸出態度が若干ながら抑制的となったことも当然の動きといえよう。日本銀行が34年夏ごろから窓口規制を強化し、銀行の自主的日銀預け金積み増しを土台に準備預金制度の発動を行なったのは、以上のような市場の動きを政策面から促進し、景気に対し予防的調整を加えるためであり、12月の公定歩合引上げはそれをより決定的な形で実施したもののといえよう。

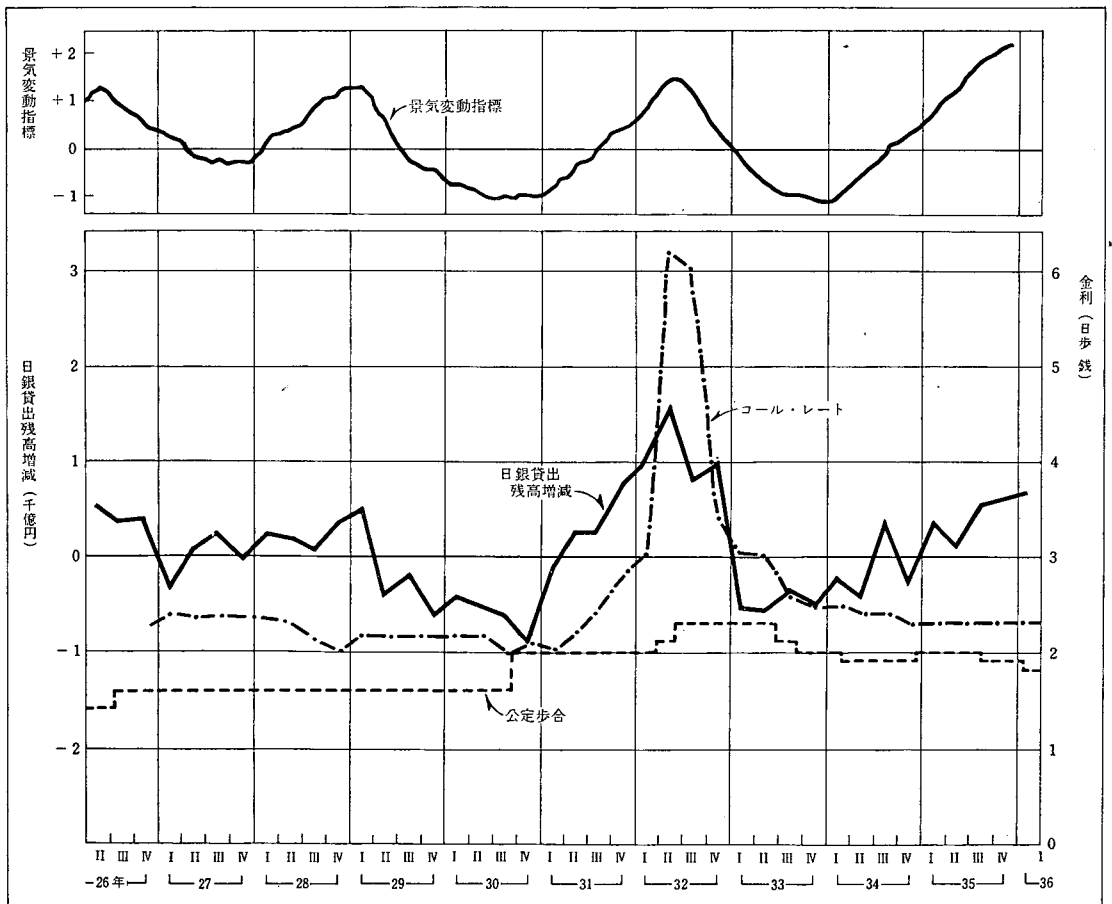
ただ以上の関連からみて、金融市場の動きには若干注目すべき問題があった。グラフにみるように、景気局面との対比でみた場合、前回の景気循環に比べ、日銀貸出の増加がかなり遅れて現われていることである。またそれが増勢に転じてからも、市場の追加的な引締めは概してゆるやかであった。こうした相違をもたらした背景には多くの要因があるが、国際収支面の相違も強く響いている。34年度は輸出の急増、35年度にはいつてからは短期外資の流入などによって、金融市場の引締めりがかなりの程度緩和された。いま一つ見落してならないのは、34年度財政が過去の蓄積財源の吐き出しやかなりの補正予算を含んでいた――

この点は35年度においても大幅の補正予算が組まれ、同様であった——ことも影響している点であろう。金融市場の引締まりは、もともと景気の実勢よりかなり遅れて現われるのが常であるところに、今回は以上のような事情が重なって、市場には当然現われてしかるべき引締まりがやや緩和されて出てきたといえる。それだけ、金融政策によって調整を加える必要はいっそう大きかったといえよう。この間、企業の借入需要は34年秋口から急速に高まってゆき、資金需給の調整は必ずしも円滑に進んだとばかりはいえない。銀行の資金ポジションの悪化は景気の実勢に対しかなりのラグをもって現われるだけでなく、オーバー・ローンのもとでは、資金ポジションが悪化しても、流動性感覚が十分働かず、貸出態度の引締まりが必ず

しも望ましい形で実現しにくいという問題もある。それだけに、35年にはいつてからも、窓口規制はかなりのウェイトをもって続けられざるをえなかった。

35年度にはいつてから、金融情勢には新しい発展が認められる。後に述べるように、5～6月の決算資金の大幅流出に伴い、企業金融には明らかに引締まりが目立ってきた。最近の企業の動きには、流動性をあまり落すまいとする態度が働いているが、さりとて、与信超過を削ることには、系列化の進行もありおのずから限界がある。そうした事情のもとに、昨夏ごろを中心に、広い意味の流動性補填需要が強まり、他方金融市場の引締まりが続いているために、その間に一種の緊張とこれによる金融繁忙現象が表面化した。これは、景

景気循環と金融の推移



(注) 景気変動指数は統計局調べ。日銀貸出残高増減(季節変動調整済み)は35年8月オペ分調整。コール・レートは東京、無条件物、最高。

気上昇に伴って企業金融の引締まりがいよいよ自律的なものとなってきたことを示している。こうした引締まりの波及とともに、金融政策の立場からも、銀行の資金ポジションの悪化とか企業金繰りの窮屈化といったものに主たる役割りをゆだねてよい時期がきたものといえよう。

こうした変化は、景気の推移に成熟期的様相が現われてきたこととも照応する動きである。投資活動には一応の落ち着きがみられ、それだけに、投資に結びついた資金需要は、強いといっても一段と増勢が強まる気配はなく、増勢は徐々に落ち着きに向かった。こうした情勢に応じて、昨年8月公定歩合の引下げが行なわれ、市中金利も低下した。また、債券買入れによる政策手段の多様化を図ることも可能となった。1月の引下げには、具体的実施がやや遅れたという面もないではなかったが、景気段階に即応するという意味で、以上のような情勢を背景とするものである点は、全く同様である。公定歩合引下げ後も日銀貸出は依然ふえ続けており、タイム・ラグもあってそれは当然の動きである。しかし金融市場に対する政策面からの評価は、窓口指導の弾力化にもうかがわれるように、しだいに変化してきており、それにつれてマネー・サプライもふえはじめている。景気の基調が落ち着きを失わない限り、そうした弾力的な調整が行なわれたことは、むしろ景気の実態に沿った当然の動きであったといえよう。

2. 市中金融と企業金融

(1) 銀行貸出と産業資金供給の推移

次に銀行貸出はどのような推移をたどったであろうか。銀行貸出の増勢は、34年秋ごろから35年前半にかけてかなりのテンポで強まった。市中の窓口感触からみれば、35年前半、とくに夏ごろにかけての時期が、資金需要の増勢の最も強い峠であったように思われる。むしろ銀行貸出は、その後もかなりの高水準でふえ続け、閑散月も繁忙期同様の伸びがみられたが、増加テンポは秋口からしだいに落ち着いてきた。年度末に及んで再び大

幅の増勢をみたが、これにはいわゆる含み貸出の吐き出しも含まれており、裏返していえば、それが許される程度に資金需給は落ち着いてきたともいえよう。

ところで35年にはいって、銀行貸出は内容的にもかなりの変化がみられてきた。それまで増加の中心であった運転資金に代わって、設備資金がかなりの増勢に転じたこともその一つである。もっとも運転資金面でも、昨年前半なしくづしの在庫調整が進んだころ、一部にはやや荷もたれに見合う資金需要の台頭が散見され、注目された。しかし、総体として金融が引締まり基調にあった環境の中では、そうした在庫金融もむしろ調整を円滑に促進する役割を果たしたといえよう。さらに、昨年は電機、自動車などの販売資金、食料、サービスなどの消費関連産業における資金の貸出がふえたことが特徴的であった。しかし、貸出内容の変化で最も注目されるのは、中小企業向け貸出が、神武景気末期のようにドラスティックではないが押えられ気味となったことであり、また商社向け貸出も、輸入ユーザンス拡大の影響があるとはいえ、かなり伸びが鈍った点であろう。これらは、景気が本格的上昇期を過ぎた時期に現われる特徴的な動きであることというまでもない。もっともこうした傾向も秋口ごろからしだいに変化し、金融の引きゆるみを背景として中小企業や商社向け貸出は再び増勢に向かっている。

ところで、銀行貸出の推移を全体としてふり返してみると、かなり注目すべき点が認められる。次表からもうかがわれるように、今回は銀行貸出の増勢が比較的モダレートであり、銀行の信用創造の度合とか勢いといったものは、前回ほど景気を刺激するようなものではなかったとみられる。少なくとも、企業の投資活動に対する銀行貸出の役割は今回はよほど異なったものであり、産業資金供給上のウェイトは低下している。その背景には、近代化投資の成果もあり、企業の収益力ひいて自己金融力が相当高まっているという事実があり、また、国際収支の黒字がマネー・サプライ上

かなりの役割を果たしたという面もある。しかし同時に、銀行以外の金融機関の資金量がふえ、また増資や起債の規模が35年度はとくに大幅の拡大となったことも見落せない点である。

| 区 分 | 全 国 銀 行 総 貸 出 | 鉄工業生産 | 国民総生産 |
|--------|------------------|--------|--------|
| | % | % | % |
| 昭和30年度 | + 39.6 | + 11.7 | + 0.8 |
| 31 | + 217.1 | + 24.1 | + 13.0 |
| 32 | - 17.3 | + 12.5 | + 8.5 |
| 33 | - 2.0 | + 2.9 | + 2.8 |
| 34 | + 25.7 | + 29.1 | + 20.6 |
| 35 | + 45.9 | + 23.3 | + 13.6 |

(注) 前年度比。

こうした資本市場の規模の急激な拡大に伴って、ここ一兩年多くの新しい動きや問題が生じている。基本的には、高い経済成長の持続したいが、貯蓄者側についても、企業に対しても、資本市場を拡大させる要因として働いている。資本市場の拡大、銀行の比重の低下は長い目でみて必然的な発展方向であろう。ただとくに社債については、直接投資形態の助長を図り、それを通じて長期資金需給の場を作るという見地からみると、今後にまつ問題がきわめて大きい。昨年の推移をみても、秋口までは社債の消化難が目立っていたが、その場合、金利の弾力化という方向でこれを取り上げられることはほとんどなかった。社債市場を広い意味での金融市場の一環として育てる場合、金利がその基本となるべきことはあらためていうまでもない。

(2) 企業金融の推移

次に、企業金融の推移を景気との関連でみておこう。預金通貨の供給は、34、35年度と每期前年を上回る増加を続けてきたが、取引規模の拡大とのかねあい、すなわち通貨回転率という角度でみる限り、相対的には押えられ気味であった。すなわち、回転率は34年7～9月ころから上昇に転じ、企業の金繰りは窮屈となった。ただ、神武景気当時と比べると、この点でも、引締まりの度合は小さく、かつ、なだらかに推移している。次表は、大企業における現金預金保有高の売上高に対

する比率で回転率の逆数にあたるが、これを見てもほぼ同様のことがみられる。これは企業金融が前回のよう激しい変動の波にのまれることがなかったことを意味する。しかし同時に、企業が銀行借入の可能性を自らの支払準備と考えるような安易な経営態度をとらず、通貨流動性を保有して、たえず景気の先行きに備える傾向が若干でもあったことの現われであるともいえよう。

| 区 分 | 30年 | 31年 | 32年 | 33年 | 34年 | 35年 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| | % | % | % | % | % | % |
| 1～3月 | 24.8 | 19.8 | 16.2 | 20.1 | 22.6 | 21.7 |
| 4～6月 | 25.8 | 17.6 | 16.0 | 21.7 | 21.6 | 20.3 |
| 7～9月 | 22.1 | 16.3 | 16.1 | 22.6 | 21.7 | 20.2 |
| 10～12月 | 22.6 | 15.4 | 19.0 | 24.6 | 21.5 | 20.5 |

(注) 大蔵省法人企業統計速報による。—はピーク、…はボトム。

ところで、今回の景気上昇過程で注目されることは、大企業の与える企業間信用が著しくふくらんでいることである。大企業における資金調達率は、34年の終りころから投資を大幅に上回ってふくらんでいるが、これには保有通貨の増加もあるが、大きな部分が与信超過の増加に見合うものである。神武景気の際は、こうした与信超過が大企業における金繰りのクッションとして使われ、投資活動の本格化とともに大幅に削減されたことに比べ、著しい特徴をなすといえる。商社や大企業と関連企業との間の系列関係が、技術革新の進行や自由化備えで最近著しく強化され、企業間信用はその金融的支援のルートとなっている。そのうえ、企業間信用を通じて、消費者信用の資金が供給されていることも、与信超過膨張の原因をなしていると思われる。

すでに述べたように、35年6～7月の決算資金流出の後企業の金繰りが繁忙化し、本格的な引締まりをみたのは、通貨流動性は保ちたい、しかし与信超過は系列化の進行もあって削れないという、最近の企業金融における特徴的な傾向に基づくものであった。それだけに、企業金融に加わる圧迫に対しては、企業はかなり敏感な反応を示すわけであり、流動性感覚という点で一つの進歩を

みたものといえよう（本誌35年9月号、最近の資金需要について、参照）。ただ、こうした企業金融の引締まりも、秋口以降、企業における在庫調整の進展に加え銀行の態度の弾力化もあり、よほど薄れてきている。とくに11月ごろから、預金通貨供給はかなりふえており、年明け後における大幅の増資や起債もあって、大企業を中心に手元は引きゆるみ気味となっている。

3. 景気循環と金融

(1) 循環過程における金融の機能

以上、今回の景気循環の一過程を念頭に置きつつ、35年度の金融を回顧してきた。上にも述べたように、景気後退→金融緩和→景気回復・上昇→金融引締まり→景気成熟・後退→金融緩和というプロセスは、景気循環に伴う金融の基本的な姿であり、金融政策は必要に応じそうした過程をより強め、より円滑にしようとする。今回の景気循環においても、金融のそうした機能は貫かれており、ここ1年ほどは景気が成熟期の様相を現わしてきたのにふさわしい役割を果たした。一言でいえば、予防的政策によって促進された引締まりから、市場の自律的引締まりへ、さらに金融引締まりが徐々に薄れてゆく過程として、これを特色づけることができよう。

前回の景気循環過程においても、景気と金融との相互的なかわり合いは、基本的には同じであった。しかし今回は、景気にしても金融にしても、またその相互波及にしても、全体として前回のようなドラスティックな変動がみられず、総じて、小幅でなだらかな推移を示したことが特徴的である。国際収支面で好条件に恵まれたことや、さらに、供給面で能力にゆとりがふえたこともたしかに大きな条件をなしている。しかし、金融調整が予防的弾力的に行なわれたことや、企業や銀行の態度に需給状況やポジションの変化に応ずる弾力的な構えとか流動性感覚が若干ながらみられるようになったことが、景気の安定持続をもたらした重要な基礎となったと考えられる。とくに金

融政策が早めに弾力的調整の態度をとったことは、それによって投資テンポがモダレートになるという、いわば直接的なつながりにおいてだけでなく、企業や銀行のいくぶんでも弾力的な態度が現実根を下ろしてゆくうえにも重要な役割を果たしている。これについては、神武景気当時における銀行の行き過ぎた態度が、企業の強気一本やりの投資態度をささえたことを想起したい。金融はいくらでもつくという見通しが成り立っているところに、弾力的な態度が生まれるはずはない。そうした硬直性がくずれ、市場経済につきものは先行き不確かさに対する弾力的態度が生まれることは、きわめて大切なことである。

今回の景気上昇過程で、もし以上の点でいくぶんでも改善がなかったとすれば、たとえ供給余力が多少ふえ、国際収支上の好条件があっても、もっと早めに経済の不均衡が生まれ、景気が短命に終わらなかつたという保証はないといえよう。もっとも、景気循環や景気調整が市場原理に即したものに一步近づいたといっても、オーバー・ローンをはじめとする金融構造上のひずみや金利の硬直性など、なお残された問題は多い。金融による景気調整がより円滑に行なわれ、物価や国際収支の安定が保たれることは、自由化時代にふさわしい経済のあり方であるが、そのためには、正常化によって金融の機能を強化することが急務である。

(2) 景気循環と経済成長の道

今回の一循環をふり返った場合とくに明らかなように、安定的な推移をたどったことが景気の息を予想外に長いものとした決定的な事情であり、その過程を通じて高い経済成長が達成されている。わが国経済の最近の成長率は、世界の工業国の中でも抜群の高さであるだけでなく、政府の長期見通しをも大きく上回っている。このような成果が、成長促進策によってはじめて可能になったわけではないことは見のがしえない点である。33年における景気の立直りも、景気循環における調整過程の成果として、自律的にもたらされたこと

は、上にみたとおりである。

景気調整による安定の道が、経済成長に対して抑制的に働くという考え方がないではない。しかしここ数年来の経緯に関する限り、それは事実反する。それどころか、景気調整の不十分なことが景気を短命にして経済成長を途中で足ぶみさせ、景気調整を弾力的に行なうことが景気の息を長引かせてきたことは、われわれの体験が示すところである。当面する景気局面においても、この教訓を生かすべき事態が生ずることは十分予想されよう。また金融調整策が、成長に必要な現金通貨の供給を不当に抑制したという意見が一部にあるが、もしそういう印象があるとすれば、それは供給量が不十分であったためではなく、逆に、市中の信用創造その他を通じて十分にマネー・サプライを行なったことの結果、タイム・ラグをもって金融市場にテンションが起ったことから生まれたものにすぎない。必要な金融調整を行ないながら、妥当と認められた経済成長に対しては、必要な通貨は事後的にみて常に供給されており、それが押えられたことはかつてなかった。ただ、従来銀行券が回収圧力を伴う日銀貸出のルートだけで供給されてきたことは、現金需要が強いだけに、それとの関連では再検討の余地があろう。そうした現金通貨の供給方式と成長に必要な総通貨供給量とは別の問題である。このことははっきり区別して考えねばならない。

景気調整的な金融引締めりが成長を抑制するものでないということは、同時に、景気段階に即応する金融緩和が成長を促進するためのものではないということを含んでいる。モダレートな景気の循環こそ、自由な経済における安定と均衡の中心的な態様であり、それを通じて経済成長が達成される。それでは、景気調整と安定の道を通じて、このような高い成長がもたらされうる理由なり根

拠なりは、一体どこにあるのであろうか。その根本は、今日わが国経済が根強い需要の潜勢力をもっている事実存するといえよう。戦後一応の復興を終えた後も、技術革新を背景とする民間企業の投資意欲は根強く、当分その力が衰えそうな気配がないことは、周知のところである。もちろんそこには、業界における占拠率をめぐる競争という動機が強いことも事実である。しかしそのことじたい、需要の潜勢力が強いことの現われともみられよう。日本経済の基調は、一部でいわれているように供給超過傾向にあるのではない。もとより、戦争後の一時期のようなほとんど絶対的ともいべき需要超過はすでになくなっている。しかし、日本経済はまだまだ企業の投資を中心に発展する局面にあり、当分は需要超過の経済が続くものとみて大過あるまい。

このような意味で日本経済の成長力が豊かであるとすれば、その潜勢力を無理のない形で持続的に発揚させることこそ政策の目的であり、それには金融調整によって景気の波動を安定的に小幅にすることが、現実には最も大きな経済成長をもたらすゆえんであろう。自由経済では、経済成長は具体的には景気の波を通じて実現されるという事実を軽視し、一本調子の成長が可能であるかのような硬直的な考えにとらわれることこそ、結果的にはかえって持続的な成長の道を閉ざすことになりかねない。当面の日本経済を供給過剰とみて、積極的に需要を喚起する考え方も同様である。日本経済の現状では、景気循環、ことばをかえていえば、市場経済における調整機能を十分生かすことこそ最も大きな発展を保証する道であるといつてよい。そこに、わが国経済が自由経済にふさわしい経済力の充実を示してきたことの真の意味があると考えられる。