

序にかえて

一昨年秋の石油危機発生後、世界景気は各国における物価急騰に伴う需要の落込みと、総需要抑制策強化の影響から、急激に不況色を深めた。石油等資源価格の値上がり、物価全般に波及し、個人消費が冷え込み、これが設備投資をまき込んで経済活動が停滞する一方、コスト・プッシュを中心に高率のインフレーションが続くといういわゆるスタグフレーションが欧米主要国を覆いつくしたが、わが国もその例外ではなかった。49年のわが国経済は終戦直後以来初のマイナス成長を記録した一方、各国のなかでもとりわけ激しいインフレーションを経験したのである。幸い、総需要抑制策の効果の浸透につれて、物価は昨秋ごろからしだいに落ち着きを取り戻し、本年4月には公定歩合の0.5%引下げが実施された。しかしインフレ・マインドは必ずしも払しょくされたとはいえず、コスト面からの物価上昇圧力も根強く、物価の安定は十分定着したとはいえない状況であり、引き続き引締め基調の政策運営を行っていく必要がある。

以下では、49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。

1. 金融引締め政策と景気の動き

(金融引締め効果の浸透)

昭和49年は前年に引き続き、戦後の日本経済に

おいて最も長期にわたる引締め政策が実施された年であった。48年末に公定歩合の9.0%への第5次引上げなどが実施され、49年年間を通じ厳しい金融市場調節や窓口指導が行われて市中金融機関の貸出は抑制された。財政面でも、49年度当初予算が抑制型となったほか夏には公共事業の繰延べ措置が決定されるなど、秋ごろまでは抑制基調が貫かれ、金融引締めとあいまって総需要の抑制が図られた。

短期金融市場におけるコール・レートや手形売買レートの水準も一段高となった。48年来2年にわたる今回引締め期を通じてみると、これらレートの上昇幅は前3回いずれの引締め期をも上回っている。市場金利が上昇をみたのは都市銀行の資金ポジションが企業預金のはく落を主因に大幅悪化を示し、その結果、市場資金の取入れ意欲がきわめて強かったことと、日本銀行の抑制的な金融調整によるものであった。こうした市場金利の上昇は限界貸出採算の悪化を通じて銀行貸出を抑制させる方向に働き、政策運営上有効に作用した。

以上のような事情のもと、市中金融機関貸出の対前年比伸び率は期を追って鈍化を続け、とくに都市銀行等の鈍化のテンポはかつてないほど大きかった。業種別では選別融資規制の対象になった商社、不動産業等向けの貸出の落込みが、後には、これら業種の資金需要自体が落ち着いたこともあったが、きわめて顕著であった。

マネー・サプライは、市中貸出抑制に加え、国際収支の赤字もあって、年末近くに至るまで、前年と比べた伸びはほぼ一貫して鈍化傾向を続けた。しかも、その伸びが名目成長率を下回り、マーシャルのkが低下を続けたことは、経済全体としてみて、通貨の供給が、きわめて抑制的であったことを物語っており、とくに企業流動性の低下のテンポはかなり急であった。

49年初頭においては、過去の好況期における金融資産の蓄積や石油危機後の物価急騰の際の超過利潤の発生などから企業の資金繰りにはなおいくぶんゆとりがあったが、滞貨増大に伴う資金需要の増高や手元資金の食いつぶしにつれて資金繰りは窮迫の度を加えていった。世界的な需給ひっ迫を背景に夏ごろまでは好収益を享受し続けた鉄鋼や化学なども、秋以降は漸次金繰りが繁忙化し、年末にかけて各業種間の資金繰りの跛行性はほぼ解消をみるに至った。もっとも、そうしたなかで中小企業の資金繰りは、引締めへの対応が早かったことや、政府系金融機関貸出の大幅増加、さらには年末以降公共投資支出の促進などから、大企業に比べ総じてひっ迫の度合いが小さく、過去の調整期とは対照的な姿を示した。企業倒産が年間を通じ増加基調をたどったものの、企業数の増加などを考慮した実勢でみると、なお従来の引締め期ほどに達していないのは、こうした事情が響いているとみられる。

(物価の騰勢鈍化)

49年から50年初めにかけての卸売物価の推移をひとことでいえば、48年秋の石油危機発生を契機として激化したインフレーションが、総需要抑制

策の効果の浸透につれてしだいに収束に向かう過程であった。前年との対比でみた上昇率は期を追って鈍化し、本年3月末には5%を下回るまでになった。もっとも49年初頭にかけての高騰が響いて、通年の上昇率は49暦年平均でみても年度平均でみても、朝鮮動乱時以来の高率となった。今回の景気循環局面全体としてみても、47年2月に始まった物価上昇は戦争直後の混乱期以来かつてない長期(49年12月まで35ヵ月連続)かつ大幅(通算6割)なものであったが、とくに49年に入って景気が下降局面に入ってから、なお卸売物価の騰勢が根強く尾を引いた点は、従来の調整期とは著しい相違であった。

このように卸売物価の上昇が根強く続いたのは、需給が緩和した後もコスト面からの上昇圧力が従来に比べ格段に強かったことと、インフレ心理がなお経済界はじめ国民各層に根強く残存していたからである。すなわち、49年初までの原油価格の急騰が直接間接に物価の大きな上昇要因となったことはいうまでもないが、春以降の賃金コスト上昇の影響もまた大きかった。物価急騰を経、先行きインフレ持続の予想もあって春のペア、夏の賞与支給がきわめて大幅なものとなったことが、こうした賃金コストの上昇をもたらし、企業はインフレ心理や市場管理力を背景にこれを価格に転嫁しようとしたのである。これらの現象は物価急騰の後遺症が強くあらわれたものといえ、かつまた賃金・物価の悪循環を招く危険をはらむものであった。

しかしながら秋以降需給の緩和傾向が強まるにつれ、こうしたコストの上昇を価格に転嫁するこ

とに困難さが増し、企業利潤の圧縮にしわ寄せされる形で、物価の上昇率は鈍化していったのである。

消費者物価も卸売物価と似たような推移をたどった。49年春ごろまでは石油危機発生後の混乱が尾を引き、卸売物価急騰の波及を中心に異常な上昇をみたが、その後、卸売物価の騰勢が鈍るにつれて、工業製品がしだいに落ち着きを取り戻し、秋口以降一時公共料金の引上げ集中などによって騰勢が強まる場面はあったが、全体としては上昇鈍化傾向を示した。政府は昨年末、50年3月の前年同月比上昇率を15%程度に抑制することを目標に決定し、諸般の対策を講じたが、その効果もあって、目標は一月早い2月に達成をみた。

(戦後初のマイナス成長)

49年の日本経済は、二桁の物価上昇のもとでのマイナス成長というこれまで経験したことのない特異な景気後退パターンをたどった。経済の落込みはすでにみたような著しい物価高騰の影響と総需要抑制策の効果がからみ合って生じたものといえよう。しかし平時としては前例のない高率のインフレーションが、経済活動の各方面にわたり色濃いかげを落とし、今までの景気後退期とは異なった動きを生ぜしめた点が目だつ。とりわけ注目されるのは、国民総支出の半分を占める個人消費面への影響であろう。これまで、個人消費は景気調整期においても安定的な伸びを示し、景気を下支えする役割を果たした。ところが、49年の場合は、景気の冷え込みを強める要因となったのである。

こうした個人消費の異例な動きについては、年末に近づくとつれ、引締め効果が雇用調整等を

通じて所得面に強くあらわれたことによる面もあるが、通年でみれば物価の高騰により、実質的な手取りが減り、低所得層を中心に高値抵抗感や生活防衛意識が高まったことが大きい。

今次の景気調整のいまひとつ特異なパターンとして、個人消費のみならず、住宅投資、設備投資など国内最終需要が在庫投資に先がけて落ち込み、景気の下方転換を主導した点が挙げられるが、これら需要の減退には、それぞれに物価急騰がひびいており、ひとことでいえば、インフレのデフレ効果の側面が示されたものといえる。

一方在庫調整が夏ごろまで本格化しなかったのは、金融緩和期待もからみ価格の先高予測などから企業に在庫温存意欲が強かったことによる点が大きく、ここにもインフレの影響がみてとれる。しかし秋口以降は、最終需要の予想以上の低迷もあって調整は本格化し、ピーク比2割という大幅減産をてこにかなり急ピッチで進められた。このように過去に例のない減産幅の拡大につれて、雇用調整も広がり本年3月の失業者は112万人を記録した。しかし本年初来雇用調整給付金制度が繰上げ実施され、一時帰休主体の雇用調整が進んだこともあり、失業問題が深刻な状態に立ち至ることは防がれている。

(国際収支の改善)

49年の国際収支は上期には原油価格の急騰から大幅な赤字となったが、年央以降様変わりの好転を示し、下期には経常収支はかなりの黒字を計上して総合収支でもほぼ均衡を回復するに至った。

貿易外収支が、運輸収支の悪化や借入利息支払の増加を主因に赤字幅の拡大を続けるなかで、こ

のような急速な改善をみたのは、輸出の好伸、輸入の落込みによる貿易収支の好転と、長期資本収支の流出超幅の縮小によるものであった。

とりわけ目だつのは、輸出が年間を通じて好調を持續した点である。石油危機発生後、世界景気は一段と停滞色を深め、しかもわが国の卸売物価は49年春ごろまで欧米主要国をはるかに上回る高騰を示すなど、輸出の環境は好ましいものではなかった。それにもかかわらず輸出が顕著な伸びを続けたのは、鉄鋼、化学など一部の商品について世界的な供給不足が続いていたこと、48年のモノ不足期に圧縮された現地在庫の補てんなど特殊な要因が幸いした面が大きかった。その後年が深まるにつれ、これらの要因はしだいに弱まったが、それに代わって、国内需給の引き緩みに伴い多くの業種にわたって輸出意欲が高まったことが、増勢を支える主因となった。年後半の貿易収支の黒字化には、こうした輸出面の要因のほか、国内経済活動の停滞に伴う輸入の落込みが寄与しており、全体としてみても、国内景気鎮静の影響が主であったといえよう。

一方、長期資本収支は49年に赤字幅を半減した。国内の金融ひっ迫に加えて、一昨年秋以降それまでの流出促進・流入抑制措置の手直しがあいついで行われ、わが国銀行の海外における中長期ローンの供与が著減したり、外債発行やインパクト・ローンの取入れが増えたこと、さらにはオイル・マネーの大口流入をみたことなどがその原因であった。もっとも、わが国企業の海外直接投資は、資源開発・装置産業の海外立地を中心に高水準を続けた。

2. 今後の課題と金融政策の役割

(物価安定定着の必要性)

4月16日、日本銀行は公定歩合を0.5%引き上げて8.5%とした。景気が停滞を示すとともに、物価面では卸売物価が昨秋以降鎮静に向かい、とくに本年に入ってから3ヵ月連続下落をみせ、消費者物価も上昇率が鈍化するなど、かなり落着きをみせるに至ったため、石油問題発生後の異常事態に対処した強い引締め態勢をそのまま続ける必要はなくなったと判断したがためであった。その際、昨年末来欧米主要国で不況の深刻化から引締め政策が緩和される大勢にあり、海外金利が低下のすう勢にある点も考慮された。

しかしながら、これが引締め基調の転換を意味するものでないことはいままでもない。景気はおおむね底を打ったとみられる一方、物価についてはコスト圧力が強く、収益悪化の深刻化とともに価格に転嫁しようとする動きはむしろ強まっている。商品市況も、2月以降総じて強含みに推移している。インフレ心理が根強く、企業の価格管理能力が強まっているとみられるだけに、需給バランスの回復テンポいかんでは物価が再び騰勢を強める可能性が少なくなく、現段階では物価の安定が十分定着したとはなおいいきれない状況である。

さらに、やや長い目で見たわが国経済の展望からいっても、当面の経済運営には慎重な配慮が必要である。すでに昨年の報告で詳しく指摘したとおり、今後の日本経済は従来のような高い成長を続けることは困難と思われる。世界の中でも有数の経済力をもつに至ったわが国がこれまでのよう

な高度成長を続けようとするれば、外には資源確保上の困難や輸出規模の拡大による通商面の摩擦が強まってこようし、内では公害・環境等の問題がいっそう深刻化しよう。中期的にみたわが国経済は、従来に比べ、より低い、安定した成長の道を歩まねばならないと思われる。こうした展望に立てば目先50年度は、成長軌道を円滑に修正するための過渡期であり調整の年と考えられる。

この過渡期における最大の課題が、真の物価安定の達成にあることはいうまでもない。このところ物価が落ち着いているといっても、消費者物価は前年をなお13%以上上回っており、また石油危機発生後の物価上昇率を推算すると、欧米先進国に比べわが国はいぜん高い方に属している。もとより物価急騰の後始末は、それが企業収益・所得分配など多くの面で後遺症を残しているだけに一気の解決は望めず、ある程度気長く時間をかける必要があろう。昨年激しいインフレーションが、いかに国民の生活を圧迫し、企業経営をも含めて経済の円滑な機能を阻害するかを如実に体験しただけに、国民各層に物価安定の重要性についての認識はとみに深まってきている。本年の春闘における賃上げ率が、節度ある範囲におさまりような形勢にあるのは、直接的には昨今の物価の落ち着き、企業収益・雇用情勢の悪化などの環境の変化に帰せられようが、上述のような認識のもとで労使の話し合いが冷静に行われていることによる面も大きい。

このようにして、いまや賃金・物価の悪循環を断ち切り、経済を安定成長の方向に導く足がかりができつつある。この足がかりを大事にしなが

ら、物価の上昇率をさらに引き下げていくことが、50年度の課題である。来年3月の消費者物価の前年比上昇率を一桁台に収めることすらなかなか容易なこととは思われず、相当の努力が必要であろう。

当面の景気については、企業の慎重な投資態度や個人の堅実な消費態度などからみて、急速な立直りは予想されない。しかしまた物価の安定を軸としつつ、51年以降の中期成長路線に円滑に接続させるためには急激な拡大が許されない環境でもある。物価安定を定着させていく過程でのゆるやかな回復が50年度の好ましい姿といえよう。

現在企業経営は、コスト上昇と売上げ不振の板ばさみでたしかに苦しい状況にあり、景気の動きから推してこうした苦境は当面なお続くと思われる。しかしながら企業経営にとっても、いまは予想される経済環境の変化に備えて、企業体質のいっそうの改善を図り、設備・経営体制等各方面にわたって徹底的な合理化に努めることが大事な時期である。過渡期における企業経営の課題とはまさにこれであり、この課題の解決は、今後の成長路線に即した産業構造の転換や国際競争力の強化につながる道でもある。上にみたようなコスト面の重圧も、経済全体の低成長に即した態勢を整えていく中で、景気のゆるやかな回復とあいまって徐々に解消していくほかに方法はない。企業にとっては苦しい道には違いないが、産業界は総体としてみれば、それに耐えうる力を残しているとみられる。

(国際収支の均衡維持)

最近におけるわが国国際収支の改善は、国内景

気の鎮静と物価の相対的安定を軸にしたものである。西ドイツを別にすれば、ほとんどの欧米主要国が経常収支の大幅赤字を余儀なくされ、なおほかばかしい改善をみていない状況のもとでわが国が急速な均衡回復をみたことは、日本経済の適応能力の高さを物語るものといえよう。

しかしながら、西ドイツや米国で景気底入れの兆しがみられるものの、世界景気の立ち直りまでになおかなりの時間を要するとみられる状況では、当面の輸出を楽観視しえないうえ、やや長い目でみても、高い原油の負担や貿易外収支の赤字が引き続き残ると考えられる以上、わが国の国際収支の均衡維持は容易な課題ではない。結局のところは、物価の安定を軸として、経常収支の均衡につとめ、資本収支面等で、状況に応じた調整を行うことを今後の政策の基本とすべきであろう。その際、国際市場におけるわが国の比重が商品流通の面でも資本取引面でも著しく高まっていることにかんがみ、国際協調には従来にもまして留意する必要がある。国内景気の急激な変動は、輸出入両面にさらに増幅された形であられるが、これが、近隣諸国の経済や国際商品市況に少なからぬ影響を与えることを過去一兩年の経験は教えた。わが国経済の安定的成長の必要性は、こうした国際的な観点からも要請されるところである。さらにまた、今後成長軌道の修正に伴い、産業構造の変革が必要となつてこようが、その際、発展途上国における工業化の進展等に対応し、国際分業の視点に立脚した将来の貿易構造のあり方を考え、これを変革にどう組み込むかが検討すべき大きな課題とならう。

(金融政策のあり方)

すでにみたように、物価安定定着という当面の課題からみて、今後金融政策はなお相当の期間にわたって抑制基調を続けていくことが必要である。量的調節のみならず、金利面についても、とくに物価との関係で、安易に債務者利得が得られることのないよう、さらには、量的調節の実効確保に資するという意味合いからも、引き続き高めの水準を維持する要がある。

やや長い目でみても、わが国経済は供給側の事情からこれまでのような高い成長が望めないが、一方需要面では住宅事情や社会資本の立遅れなどから、相応に強い潜在需要圧力が続くとみられる。こうした状況のもとで、物価を安定させながら発展を進めていくためには、総需要の伸びを高度成長期に比べれば抑制ぎみに調整していくことが大切であり、これが今後の金融政策運営の基調をなすものと考えられる。

このように金融政策を運営していくにあたっては、従来以上にマネー・サプライを重視する必要がある。近年における激しいインフレーションの経験を経て、昨今先進諸国においてはマネー・サプライのコントロールの重要性に対する認識がしだいに高まってきている。これら諸国においては、通貨供給量と物価や経済活動との関係などについて検討を進めつつあるが、わが国においても、これらの点について研究を深めていきたい。

また、総需要調整のうえで金融政策と財政政策の協調が重要であることは、いまさら多言を要しない。当面の財政は歳出内容の硬直化などの問題を抱えているが、今後は高度成長による大きな自

然増収が期待されないだけに、この際長期的視野
に立って抜本的な検討が必要であり、その資金調

達については金融とのつながりが深いだけに、適
切かつ慎重な方策が講じられる必要がある。