景気循環と金融政策

阪口伸六郎

1 はしがき

昭和36年の経済拡大スピードの行過ぎによって国際収支の大幅な赤字を招いたという現象は、私に対して戦後日本経済の景気循環についてシュムペーターの理論を援用してその金融政策の指針を探究してはという試みを与えてくれた。

昭和34,35,36年と引き続いて他に類例をみない高い経済成長を遂げている 日本経済をみるとき、そこには多くの要因が働いてその成果を結実せしめたこ とはいうまでもない。そしてその要因を働かしめた金融の役割は、実に大きい ものであったといわねばならない。

日本の経済が大きな曲り角にきても、景気の後退と不景気とを区別して考え、将来に明るさを求めて研究に従事することが大切であると確信するのである。昔はよく、景気がわるくなれば必ず恐慌になると考えられた。マルクスの循環論は恐慌論として資本主義経済の破綻を予言し、社会主義革命への必然的移行を説いたのであった。しかし現在の資本主義経済の循環論は、理論的にも現実的にも恐慌を景気循環の必然的な一環とはしていないのである。自由経済の社会では、恐慌を回避し克服することに成功しつつあると考えてよい。それはいいかえれば均衡破壊という必要悪が起るが、循環論的には均衡回復は必至であるということである。

それ故に昭和37年の日本経済の情勢は高度成長の試練の時といわれているが、景気調整仕上げの年ともいわれるのである。周知の如く日本経済は国際収支の悪化に直面して高度成長の歩調を緩め、それが景気後退の原因となってきたのである。29年、32年、36年と戦後3回の経験をくり返してきた。常に同じ失敗をくり返してきたのであろうか。果して経済の行過ぎは、国際収支の

危機にぶつかってはじめて曲り角を見出す性格をもっているのであろうか。

大正・昭和初期の日本経済にはヒルファーディングのいう「金融資本の支配」が行われていたのであろうし、銀行の支配的地位確立の下における銀行と産業との緊密な関係が成立していたであろう。一方米を作る農民は米を常食せずして米を売ったし、他方細井和喜蔵のいわゆる「女工哀史」が至る所に見られたのであった。1930年代の英国にあっては不完雇用を前提にしたケインズの経済学が妥当したであろうが、第2次大戦後の我が国経済には技術ブームが溢れている。今日は欧州においては、史上初めての完全雇用が達成されつつあるのである。金融機関の産業支配力が戦前に比して弱くなっていることは、国際的にもいえることである。今日のイノヴェーション、企業者革命の声は実に大きいといってよい。私は「純粋経済学」の立場で、シェンペーター流に日本経済を見直す必要があると感ずる次第である。

自由経済であり資本主義経済である以上均衝破壊と均衡回復は必然であると 考えると、問題は循環論と成長論の性格を政策論として如何に展開するかにか かってくるのである。悲観論、楽観論、中間論いずれをとってみても単なる感 じの問題であろうか。私には今少し明るい科学的根拠と仮説を求めたらとおも われるのである。

2 貨幣価値

経済流通の過程において財貨交換の占める地位が最も重要であるから、貨幣は「交換によって維持せられる経済の秩序の存立」に必要欠くべからざるものである。

オーストリア学派の貨幣観は(主として、メンガー、ウィーザー、ミーゼス)その起源論・本質論・職能論・価値論としてみるときに、交換論的起源論となり、貨幣本質論として貨幣職能学説をとるのである。職能学説は貨幣の本質をその職能より導出せんとする貨幣理論であり、貨幣の本質を一般的交換手段職能や一般的支払手段職能に求めているのである。また貨幣価値論としては、貨幣の価値は交換過程においてのみ形成されると考える。すなわち、貨幣理論は交換論であり、貨幣の一般的交換手段職能から価値を説明しているので

ある。

シュムペーターはウィーザーの考えを継承して彼の貨幣観を構成し、彼の有名なる「理論経済の本質と主要内容」の第4章貨幣理論の基礎において貨幣の問題を考察して次の如き重要な発言をしている。それは、貨幣理論をはじめから眼中において、貨幣制度の領域からの観察に基づいて諸前提を樹立するならば、そこからは貨幣についての命題が帰結として得られたとしても、それはなんら特筆に価しないというのである。たとい、貨幣の本質を交換の手段とみても、発生史的説明にてはその本質を求めえないとして、貨幣をもって便宜的存在とみる立場を排除しているのである。

そもそも交換が起る一般的前提として、交換せられる諸財の価値の比較のための尺度とは、貨幣を前提とした価格をもって示すことを意味するのである。 もちろんそこには、計算単位としての貨幣がいかにして一般的なるものとして成立するか、という極めて困難な問題を残すであろう。

現実の貨幣は価値の比較——計算貨幣——貨幣という三つの段階のもとに最後の段階に至って貨幣をもって交換の手段であるとするに至るのである。貨幣をもって経済の循環に本質的なものとして信ぜしめるためには,貨幣理論は「純粋経済学体系一般の不可欠的構成要素としての価格理論」の結果として生ずるものでなければならない。なんとなれば,価格理論は貨幣理論の理解のために不可欠であるばかりでなく,貨幣は経済の循環と不可分のものであるからである。すなわち,貨幣は交換経済という現象を理解するために不可欠である。

さて貨幣はものであり一つの財であるというとき、この特殊の財の価値はいかにして決定せられるのであろうか。それは獲得しうる諸財の価値から測定しうるのである。商品学説にあっては金は素材価値のために交換手段となるものであるが、貨幣の交換価値と材料価値との関係をみると、現在の貨幣制度のもとでは貨幣として金属貨幣の他に紙幣や銀行券その他のあることは周知のことであるが、これらの貨幣は交換手段として決済に用いられる点で等しく貨幣であって、その間に金属貨幣となんの相違もない。これらの貨幣はそれが経済社会によって貨幣たるものと承認せられることを必要とするにすぎないのであって

て、これらの貨幣がそれ自体の素材価値と直接に貨幣の本質になんらの関係もない(代用紙幣の存在によって貨幣の交換価値がその素材価値から独立する)。現実に貨幣たるものの素材価値は、その素材価値は種々なるものがあるにも拘わらず、その貨幣としての職能にはなんらの相違がないが故に、貨幣の交換価値はその素材価値と分離して考えるべきではなかろうか。けれども問題は計算単位としての貨幣がいかにして一定の価値に関係しているかにあるのである。

金属主義は貨幣の価値を常にその素材たる金属の価値から説明し、金が貨幣 たりうるのはそれが金なるが故ではなくして、むしろ金もまた一種の商品たる ことにありとする。ただ多くの商品のなかで最も貨幣としての条件に適していることによって、他の多くの商品を排して金が貨幣たりうる所以であると説明 しているのである。

元来貨幣の理論は物価の変動を解明しうるものでなければならないのに,名 目主義の拠っている価格論は一般に価値論をもたないといわれ、生産関係の不 均衡に由来する一般恐慌の本質が解明されえないとされている。そしてこのよ うな理論的欠陥は,結局,その経済学に価値論がないことからきているといって いる。したがって名目主義においては,貨幣の商品性の否定,価値尺度機能の否 認となり,交換機能中心観を生ずるに至ったのであるというのである。貨幣の 本質的機能を交換手段とみる名目学説は,貨幣をその通貨形態においてのみ捉 える結果、実質価値から離れた機能形態を貨幣の本質とするに至ったわけであ って、かくして貨幣の固有価値・価値尺度機能・計算貨幣の機能は見失われ、 そのため物価変動を誤解したといわれているのである。けれども金属学説は貨 || 幣経済の初期の段階を反映して生れたもので,貨幣経済の進展 するに 伴って 現実の事象は漸く貨幣の名目的性質を顕わし,信用制度が完備して支払技術が 精巧となるにつれて,流通手段の形態も商品貨幣から流通的使用を目的とする 表券貨幣へと進化しさらに振替貨幣が利用されるに至ったが、この発展傾向が 反映して貨幣理論も素材主義から名目主義へと発展し,名目主義の内部でも具 体的学説から抽象的学説へと展開された(ベンディクセン,エルスターによっ て唱えられた指図証説・表券説は名目学説の一種でシュムペーター、ワーゲマ

ン,ケインズにおいてもみられるのである。抽象的学説とは貨幣の本質に実質価値をもまた具体性をも必要としないとみるものであって,貨幣をもって計算単位或いは勘定単位とするものであり,ワルラスにおける計算貨幣ニュメレールの概念も計算単位説に属する)。

シュムペーターは貨幣理論の実践的かつ理論的根本問題として、貨幣の価値 あるいは貨幣の購買力の決定根拠に関する古くからの問題を(邦訳貨幣・分配 の理論第二章)あげている。この問題に対しては、金属主義の側からは既に述べたように貨幣の価値は、素材価値に依存した貨幣素材の交換価値であると解答せられている。たしかに貨幣価値の歴史的起源は貨幣商品の価値に存在するが、その本質は別である。原始的状態においては素材貨幣のみが市場通用力をえて流通したであろうし、今日の国際的流通においては高度の法的安全性の点において、最後の決済手段の働きをなしているのである。

シュムペーターは貨幣価値の貨幣素材からの原理的独立、すなわち、素材価 値という爽雑物から脱却した完全な純粋性における貨幣の役割の把握を試み て、商品学説を放棄して指図証券説に到着したのである。彼は指図証券説の立 場から貨幣価値問題を解いていて、価値問題に対する金属主義的解決の不十分 さを、貨幣の素材価値の非本質性の認識に求めているのである。もちろん、指 図証券説の立場からは、貨幣素材の価値から貨幣の購買力に到らんとはしてい ない。なんとなれば貨幣は経済財としての役割を果さないし、したがって、 主観的な使用価値の対象ではありえないで購買力をもつからである。指図証券 説の根本思想をつきつめれば,貨幣の限界効用と商品の限界効用との間に大き な相違が生じることとなる。両者の限界効用はそれらの対象の量が増加するに つれて逓減する。ただし所得単位の限界効用には,獲得されるすべての商品の 限界効用が反映されているから、すべての個々の商品の限界効用よりもゆるや かに逓減する。およそ貨幣価値とは、交換価値でもなければまた使用価値にも 基づいていないところの所得単位の購買力である。貨幣価値の問題は購買力の 問題であり,購買力の問題は個々の商品の貨幣価格の問題となり,貨幣価格の 逆数が個々の商品に対する所得単位の購買力である。

以上においてシュムペーターの貨幣理論の核心を知りえたが、さらに彼の景

気循環論ならびに均衡政策論をみなければならない。

3 景気循環の本質

シュムペーターは経済発展の理論第6章や景気循環論第2,第3,第4章に おいて均衡と経済発展の問題を論じているが,本節では彼の所説を解説するこ とにする。

景気循環については好景気あれば必ず不況が続き、不況あれば必ず好景 気が続くという事実の認識と,循環の具体的長さについての説明とが大事であり る。さて経済発展とは持続的に進行してやまないものであり、あたかも樹木の 幹および枝が漸次発育するようなものであろうか。現実の経験はこれを否認す. るのである。国民経済の基本運動では、種々雑多の相反運動および反動が現わり れて発展の持続的進行を妨げ、国民経済的価値体系が崩壊しその有機的発達を 攪乱するのである。このような攪乱は実際生活においてしばしば生じ,そして その場合には攪乱はそれを通じて経済生活が新しい諸条件に適応するところの プロセスであるに過ぎない。もし恐慌が突発し経済全体の状態が変化すれば、 多くの投機は無意味なものとなり,生産せられたる財貨量が過剰なものとして 現われるのである。発展の攪乱は偶然の出来事であり、恐慌は経済的発展の転 回点である。何故に経済の発展の進行が持続的に進まないで断続的に、すなわり ち、上昇運動の次に下降運動が続き、この下降運動を通過して、はじめてさら に次の上昇運動におもむくのであろうか。それは新結合が集団的に出現するか らである。企業者の集団的出現は急激なる大攪乱を与え、それに対して特別の 吸収過程が起り静態化のプロセスに入る。連続的出現による連続的攪乱は連続。 的に吸収されるのである。好景気によって惹起された均衡攪乱の本質は,好景 気の攪乱によって変革された諸条件に適応した新均衡状態を獲得せんとする苦 闘であると定義してよい。

不景気過程の吸収過程に2つあり、1は正常的整理過程と名付けるものであって、好景気自体に結末をつけ容易に恐慌に導いて必至的に不景気に至り、且つそれを通じて1時的に比較的に平衡した無発展の状態に導くところのものである。他は異常的整理過程といわれるもので、パニック・信用体系の崩壊・破

産の蔓延などの本来的な恐慌の勃発およびその波及を特徴とする経過をいうのである。したがって不景気過程は殆んどある1つの無発展の均衡状態に導かれる。すなわち好景気による攪乱、それに伴う諸新結合とその生産物の集団出現による攪乱、それらの新結合が旧経営と併立していることによる攪乱などに対して反応するのである。これらの一切の現象は次の図式の如くに経過を辿る。すなわち、――好景気の情況とこの情況によって強制された経済主体の態度・均衡の煮乱とこれに対する反動・与件の変化とこれに対する適応――という図式をもたらすものである。総じていえばおよそ不景気過程にあっては整理者の役割が果されるのである。

4 均衡と発展と循環

均衡とは需要と供給とが完全に合致する状態をいうので、従来の需要供給説と同じである。均衡状態においては生産費の法則が支配し、財の価格はその生産費に等しくなるということは、原則として市場における一切の財についていいうるのである。そうすれば均衡状態においては生産者(供給者)は生産(供給)を変動せしめることなく、需要と供給および消費と生産とはいつも安定均衡を保ちつつ経済は循環することとなるのである。換言すれば経済の循環は完全な意味で生産費の法則の下において行われ、循環の理論は価格相関の法則にしたがって経済諸量間に函数関係を成立せしめ、限界効用ないし限界生産費は常に価格とともに決定せられるのである。この生産費の法則は自由競争の結果として落ちつく姿を示すもので、生産費・価格・需要・供給などの経済諸量の間に均衡状態が生じた姿こそ経済の循環そのものである。

以上に記した均衡状態は変動のない静態的な経済の循環である。現実の経済はこの循環の攪乱とその均衡回復そしてその発展がみられるのである。循環の攪乱は均衡回復によって消去せられて適応が樹立し、やがて水準を異にする発展へと展開されて攪乱は結局新しい均衡化を生ずるのである。さてわれわれは景気循環と発展との関係を考えねばならない。景気循環と発展を考える場合、好景気から不景気へ、また不景気から好景気への回転に注意するとき、下降・衰退・恐慌・回復・上昇など種々の段階を認めるのである。景気循環を理解す

る第1歩は資本の変動や投資の変動であって,すなわち,新投資が経済におよぼ す攪乱作用の性質を吟味することにある。それは貯蓄と信用と新投資との関係 から吟味するときにあきらかになるであろう。かくしてわれわれは不断の連続 的な投資の行われつつある経済のなかにあって,新投資を実行 せ しめる 動機 をさぐり何故に円滑に発展過程が展開されないかを説明しなければならない。 技術革新によって新投資が成功すれば,やがて多数の競争者をよび起し新投費 が累積する。好景気は投資の自己累積から生じるのであり、投資の累積は経済 に対する攪乱である。この攪乱に対してやがて一方に反動が起り,他方におい て経済の均衡化の作用が生じてくる。好景気に終りをもたらす作用に2つあ り、それは過剰生産と信用収縮である。好景気が終熄をつげたとき、そこには 価格の下落・信用の収縮・投資の減少・生産手段の減少・失業者の増大・所得 の減少・一般財に対する需要の減退などが起ってくるのである。これが不景気 の状態であることはいうまでもない。好景気の進行中に累積せられたる経済の 不均衡回復過程が不景気の状態であり、好景気進行の結果の適応過程である。 不景気の状態は好景気の状態の必然的結果であり、好景気の攪乱作用は新しき 均衡への回復過程である。

5 経済白書を顧みて

昭和34年12月の公定歩合引上げや貿易自由化推進の気構えで35年にはいり、春に至って生産や在庫に調整が小さいながらも行われて以来、ずっとなしくずしの調整が続いて行われてきた。したがって、在庫投資の活力も落ち生産上昇のテンポも落ちつきがみられて、それが35年の景気基調に大きな影響を与えたのである。経済白書はそれを第一部総説1の(2)の自在庫投資という見出しにおいて次の如くに記している。

経済の拡大基調のなかで、在庫投資の減少をみたのは35年度においてはじめて経験したことであった。33年 7~9 月期から回復に転じた在庫投資は、34年10~12月期をピークとして減少に転じたが、負の在庫投資(在庫減らし)が行われるまでにいたらずに35年10~12月期には再び上昇に向った。したがって、この点においては在庫投資の調整としては軽微なものであったといえよ

う。

こうした在庫投資の動きは、生産者の原料在庫投資と流通在庫投資の変動に起因している。原材料在庫投資も流通在庫投資も、35年 1~3 月期から減退をはじめ秋ごろまで減少をつづけたが、35年暮から36年 1~3 月期にかけて上昇気味となった。在庫投資の減退が比較的短期におわったのは、設備投資の強調に支えられた生産の上昇がつづきもともとあまり高くなかった在庫率が、ますます低下する結果となり在庫の回復が図られるに至ったためで、その上に秋ごろからの金融緩和や成長政策の心理作用も響いたのであろう。一方生産者の製品および仕掛品の在庫投資は、生産の順調な拡大の中にあって35年度中はほぼ横ばいに推移した。年度間の在庫投資総額は前年度を下回り、需要増加にほとんど寄与しなかった。33年夏の在庫回復にはじまる今回の在庫循環において、在庫投資の山が31年当時のように高くならず、その下降期にも大幅な減少を示さないでサイクルの振幅が縮少していることが、今回の景気景動の型をなさしめてきた最大の要因といえよう。

在庫循環の姿を変えた原因としては、第1に国内の供給力に比較的余裕があったこと、および海外原料価格が軟調であったこと、第2には貿易自由化の方針が確立したため企業の態度が慎重になったこと、第3には34年12月の公定歩合の引上げが抑制的に働いたことなどがあげられる。

一方企業の内的条件としても、在庫管理方式の近代化が進められ、倉庫の整備や運搬系統の改善が行われるとともに、量産による流れ作業の採用など生産方式の進歩がみられ工場内あるいは工程内の在庫が少くてすむようになったことがあげられる。原材料ストックの価格変動によって利益をふやすよりも、在庫管理を合理化することによって、運転資金の負担を軽減しようとする傾向が強まったのであると自書は記している。

昭和35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って景気の推移に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年秋から設備投資は本格的増勢に転じ、そして景気上昇に伴う誘発投資的なものはしだいに落ちつく傾向が生じてきた。

白書第一部総説1の(2)の口民間設備投資については次の通りである。35年度

の民間設備投資総額は約3兆円に達し、34年度を40%近く上回る増勢をみせ経済成長の最も有力な支柱となった。すなわち、35年度における総需要の増加分のうち設備投資の増加による分は39%に及んでおり、また設備投資によって引きおこされた直接・間接の需要額は鉱工業生産額の約30%を占め、生産上昇分に対する寄与率でみれば50%にも達している。35年度の特徴を捉えて投資景気の年とよぶのも故なしとしない。

設備投資の特色の第1は経済全体は上期に中だるみをみせたにもかかわらず一貫した増勢を持続したことである。特徴の第2は総じて成長産業の投資の伸びが大きいことであった。前年度にくらべ伸びの著しい産業は石油精製・アルミ・自動車・一般機械・電気機械・化学・建設業などである。第3の特徴は中小企業においても技術革新の滲透や労働力不足の激化などにより、設備投資の増勢が極めて強いことである。以上のような設備投資増加要因には一つは30年以降の技術革新の波にのった動きであり、他は35年度後半の成長ムードにかきたてられた投資欲の強まりである。

技術革新的動機による投資増加要因の第1は、設備投資に大きな比重を占める主要産業が大規模な新規計画へ台替りしつつあることである(鉄鋼は第2次合理化計画の仕上げから第3次合理化計画の着手へ、石油化学は第1期計画から第2期計画への移行、石油精製は原油処理量の増大による効率向上をねらった新製油所建設、電力は新長期間開発計画)。第2は新しい工業立地による新工場建設やその基礎工事が次第に増大して、「工場内部のイノヴェーション」から「工場ぐるみのイノヴェーション」へ、さらに「工場群のイノヴェーション」へと跳躍してゆく段階である。第3は新立地による新工場の建設にともなって生産直結部門とは別に、土地造成・港湾整備・用排水施設など関連施設への投資が増大していることである。第4は新製品導入のための先行投資が増加していることである。第5は貿易自由化をひかえて量産体制を強化し生産技術を向上するための投資がみられることである。第6は原料転換のための投資である。

これらの投資誘因からみて現在の設備投資の主流をなすものは長期見通しの下に行われ、短期の需給バランスに左右されない独立投資的な性格がきわめ

て強いということができよう。さらに好況下の需要増大・設備稼動率の上昇・ 企業収益の向上が企業の投資意欲を盛り上げ、引きつづく高成長と35年度後半 にとられた成長政策により日本経済の高成長に対する企業の信頼感が高まって いることなどの諸事情が加わって、さらに設備投資を増加させたことである。

以上が白書の説明である。35年にはいって景気の推移には落ちつきがみられるようになり、35年秋から経済成長に対する強気観と新しい投資意欲の盛上がりがみられている。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によって日本経済は安定成長をもたらしたといいうるためには、価格とコストの調整が政策的に十分に行われた結果とみなければならないのである。近代化投資の盛行と輸出力の強化が行われた反面、市況の落ちつきをうるためにコスト低減の努力が大であったといわねばならない。

さらに第一部総説 1 の(5)金融の果した役割という見出しを続けて要約しよう。

35年度における経済情勢のなかで次の2つの面でみるべき動きがあった。その第1は景気動向に対して金融政策が弾力的に運用されたことである。34年12月に行われた金融面からの早目の景気調整策は、上期の在庫投資の低下を誘発して安定的に働いた。35年春以降景気が落ちついてくると、同年8月には公定歩合がふたたび34年12月以前の水準に引き下げられ、同時に季節的な金融繁忙を緩和するために、はじめて市中から公社債を買い入れるという措置がとられ窓口規制もこの頃を境として徐々に緩和された。それはこのように弾力的な調節を行ないえた背景には、企業の在庫投資態度は落ちつきを示し、とくに調達された資金をあげて物的投資に投入し資金繰りの極端な悪化をかえりみないといった態度は改善され、流動性の維持に意を注ぐようになったことがあったからである。

第 2は年度末近くに進められた起債規模の拡大と預金金利をふくむ広汎な金利引下げなどの動きである。すなわち個人貯蓄形態の多様化がすすみ、企業の外部資金調達が銀行以外のルートから安定的な形で行われらる素地ができたといえよう。そして36年1月から4月にかけて広汎な金利の引下げが行われたのであった。

このような35年度における金融政策の展開は画期的なものであって為替の自由化に基づく短期外貨の流入が国際収支の黒字と金融緩和の両面の働きをなしていることも見逃しえないだろう。金融市場になお多くの歪みを残したまま金利引下げが行われたことや起債市場の拡大も流通市場の拡大を伴っていないことなど、なお今後において解決さるべき問題を残していることも否定しえない。

以上が白書からの引用であるが、日本経済の成長力が豊かであるとすれば、その発展力を息長く接続的に維持させることこそ政策の目的であり、そのために金融調整によって景気の波動を安定せしめることこそ、現実に最大の経済成長をもたらすものとおもわれる。一般に貨幣政策の目標は一般物価水準または通貨価値の安定性の維持にありとされているが、金融政策の目標は景気の波動を安定せしめる調整にあるといいうるであろう。

しかし、金融経済の自動調整力に過度の期待をかけることが危険であるということであれば、景気調整策が機動的に発動されねばならない。すると景気対策に腐心するよりは、景気変動の動向を予測する能力をもつことが何よりも先に望まれるに至るであろう。

短期的経済予測に関しては,企業と家計の予想と計画とを先ず測定せねばならない。次いで投資が景気動向の診断と予測において重要な戦略的意義をもつが故に,民間投資活動は資本主義経済における循環的不安定性について決定的要素を提供するのである(ここにいう投資とは機械・設備の購入に対する資金支出)。

わが国の設備投資は、戦後日本経済の高い成長率を支えてきたと理解されている。まず景気の推移そのものをみる必要がある。33年当時設備過剰に基づく本格的不況来る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。33年9月という景気の谷の日付が金融的実感に近いとか、実物面からみれば実情を説明しがたいなどと多くの論議がたたかわされたが、現実の推移は秋口需要期に入るとともに経済の内部に自律的な回復の契機が生じてきた。これは景気後退の過程においてブーム時の物価騰貴が元に復し、企業の体質改善の努力も進んでコスト引下げ条件がつちかわれたものと考えられている。企業の金繰

り緩和と相まって、在庫回復運動が起きていたことに注目することが大きい意 義をもつものといってよい。

多くの予測もその正確さにおいては、必ずしも満足すべきものでなかったことが多かった。しかし、たとえ予測が結果的には失敗するとしても予測を止めるわけにはいかないのである。

現在経済白書をめぐって種々の点が問題になっているが、高い成長率はクリーピング・インフレーションなしでも達成されるとしても、個々の国ではその考え方に種々のニュアンスの差があり、国々では景気発展に各々ズレがあるであろう。

戦後の日本経済の成長については下村理論がある。彼の基本的な仮説は産出係数=1というにある。1単位の設備投資が産業全体としては、約1ヶ年のズレをおいてほぼ1単位の国民総生産を増大せしめうる生産能力の増大となってあらわれるというのである。在庫論争・成長力論争を起したこの理論の問題とするところは日本経済の産出力・輸入力に帰せられることにあったといってよい。私は通貨供給の面から景気循環をみるときに、日本経済の企業の行動と家計の行動とを対金融機関としての問題と考えて議論をすすめよう。

家計の行動は貨幣と証券との流動性選好理論としてのケインズの貨幣理論が 妥当するし、企業の行動に就いては、ケインズは別の投資決定の理論を構成し たのであるが、私はケインズ以前のウィクセルやシュムペーターの貨幣分析理 論が妥当すると考える。ウィクセル的変動過程は生産手段に対する需要を変動 せしめ累積的に物価の動きを決定すると説く、自然利子と貨幣利子との離反説 である。シュムペーター的に短期均衡への収斂過程における企業と家計の貨幣 需給調整を考えるべきであり、更に景気循環のイニシアティブを企業のイノヴェーションに求める過剰投資理論を考えるべきである。殊にオーストリアンの 伝統的な金融政策論を重んずべしと私は主張してやまない。

6 金融政策と日本経済の現実

金融政策は景気循環の一過程をより強め、より円滑にするための政策だといってよい。すなわち、景気循環に伴う金融の正しい姿を発揮せしめるにあ

る。現在の景気循環においても、金融政策はふさわしい役割を果たしているのである。一言でいえば、予防的政策または措置から市場の自律的引締めへ、そしてその結果金融引締めが自然に解消してゆく過程を辿ることに現下の金融政策を特色づけることができる。

今回の景気循環過程においては、景気にしても金融にしても、総じてなだらかな推移を辿ったことが特徴的である。長く国際収支において好条件にずっと支えられて今回やっと壁にぶつかったのであり、企業の生産能力にゆとりが著しく増加したこともたしかに大きな進歩をなしたといえるのである。

しかし、金融調整が弾力的に行われて充分に予防的役割を果したこと や、企業や銀行の態度に落ちつきがみられ需給状況やポジションの変化に応ず る構えができるようになったことが、これまで景気の安定的持続をもたらした 重要なる基本的条件をなしたものとおもわれる。とくに金融政策が早めに弾力 的調整措置を常にとったことは直接的には投資のテンポが緩められ,ひいては 企業や銀行の態度が現実に根を下ろしえたことに役立ったのである。金融はい つでもうけうるという、すなわち強気一本でゆくという態度を改めて、先行き 不確かな市場経済の中にさらされて弾力的態度が生れたことは銘記さるべきこ とである。今回の景気上昇過程においてもし以上の点に改善がなかったなら ば、たとえ産出力がふえ国際収支上の好条件に恵まれていたとしても、もっと 早めに不均衡が生じて景気が短命に終らなかったという保証はないのである。 もっとも景気循環や景気調整が市場原理に一歩近づいたといっ ても, ォーバ ー・ローンをはじめ金融構造上や金利上に残された多くの問題をもっているこ とは注意せねばならない。金融による景気調整が円滑に行われ、物価や国際収 支の安定が保たれることは自由化にとり必要な経済の在り方である。それには 金融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。

今回の景気循環を顧みれば特に明瞭な事実は安定的な推移が景気の息を予想 外に長からしめたことであり、それによって高い経済成長が達成されたことも 事実である。わが国経済の最近の成長率は世界の先進国の中でも抜群の高さに あるだけでなく、政府の計画を大きく上回ってきた。かかる成果は成長促進策 や成長計画によって可能になったわけのものでないことは明らかである(景気 調整過程の成果として自律的にもたらされたのである)。

景気調整による安定の道が経済成長に対して抑制的に作用するという考え方がないではないが、しかし、ここ数年来の経験に関する限りそれは事実に反する。否、却って景気調整の不充分さこそが景気を短命にし経済成長をにぶらせ、弾力的な景気調整は景気の息を長引かせたのである。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見方が一部にあるが、必要な通貨は事後的にみて常に供給されており不当に抑制せられたことはなかったのである。ただ従来銀行券が、回収圧力を伴う日銀貸出しのルートのみで供給されてきたことは検討すべきことである。

それでは景気調整と安定の道を通じて、このような高い経済成長がもたらされたる理由と根拠は一体どこにあるのであろうか。その根本はわが国経済力のもつ根強い需要に対する潜勢力ではなかろうか。一応戦後の復興を終えた後も、技術的革新を背景とする企業の投資意欲は根強く、業界におけるはげしい競争という動機が強い需要を生じていることも事実であるが、根強い需要に対する潜勢力の強い結果であるということもできるから、日本経済はなお企業の投資を中心に発展する局面にある。最も大切なことは過剰投資を調整することにあり、良き技術をもって良き生産物を輸出することにある。

かくて日本経済の成長力が豊富であるとすれば、その潜勢力をできる限り持続せしめ発揚させることこそ金融政策の目標である。それ故に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、結果として最大の経済成長をもたらすゆえんであろう。

要するに、経済成長は景気の波を通じて実現されるのである。日本経済の現実は景気循環、換言すれば市場経済における調整機能を充分に生かすことこそが最大の発展を保証する道である。

戦後復興とインフレという異常経済の時期を経て、日本経済は落ちついた。 そしてその後3回の景気の激動と国際収支の危機を経験した。28年、31年、そ して今回(36年)である。28年の頃は復興期を脱したばかりであったが31年に は日本経済も平静の自由経済に戻った。神武景気も現在の過熱もシュムペータ 一流にいえば、技術革新投資による経済発展のブームである。神武景気の不況 反動を経験したわが国経済は,果して卸売物価において神武景気当時の如き急騰がないからといって安心ができようか。消費物価の上昇や青少年労働需要のひっ迫による賃金ことに初任給の急昇を,警戒する必要がなかろうか。経済発展や高度化に伴う物価構造の変化のみによる上昇なれば,問題はないのであるが,価格体系を乱す傾向が潜伏していたならば楽観はできないであろう。そうなれば今回の国際収支の赤字や物価の上昇は,通貨価値の安定上内外両面に危険要素をもつものと考えねばならないからである。しかし一見構造的不均衡とみえるものも,景気循環という調節を通じて回復されうるであろう。現在の引締め政策は景気調節を通じて通貨価値の安定を図ることにあるのである。そもそも金融政策は消費物価や賃金に影響力をもちえないといわれているが,短期的にはそうかもしれないが,長期的には決してそうではない。妥当な景気調整は均衡回復の基本であり,価格体系を維持し価格のパラメーター機能を発揮しうることが大切である。資本の蓄積ひいては貯蓄意欲を阻害しないためには,極力消費者物価の安定をはかることが必要不可欠である。

過去10年間2回にわたる景気の行き過ぎに対して、その是正する主導的役割を果したのは金利政策を中心とした金融政策であった。金利政策たとえば公定歩合の引上げは次の図式を結果する。信用の抑制――物価の低落――国内経済活動への圧迫――輸入抑制――輸出促進というプロセスを通じて均衡を回復する力が作用するからである。

金利政策は本来金利の価格機能を通じて資金の需給調節を行わんとするものであり、そのためには金利は固定的であってはならない。金利の自由化が何よりも必要であり、金利が自由化されてはじめて金融正常化が実現するに至るのである。更に金融正常化のためにはオーバー・ローンを解消しなければならない。それ故にわが国の金利政策は現在窓口指導で補完せられているのであって、日常の金融調節は受動的な調節手段である貸出しによって行われているのである。

金融政策の方法としては金利政策の他に、公開市場操作と支払準備制度のあることはいうまでもない。

公開市場操作として正常な信用調整の方法は市中銀行の流動性のポジション

を調整することであるといわれている。またオーバー・ローンの下では支払準備制度を信用調整の手段とすることは、国債消化方法となっても信用調整の方法とはならない場合が生じる。したがって、公定歩合操作を中心とした通貨政策に意味を見出すべきであろう。

7 む す び

自由市場経済にあっては景気循環の発生は不可避であろう。自由市場経済において貫ぬく法則は経済論理性に基づいて生ずるのである。すなわち経済の均衡を維持し、均衡が攪乱されたならばそれを回復する作用をもっているという論理性である。経済の成長においてバランスを失えば均衡は攪乱され、自由競争が激化して経済は過熱状態に達する。経済の過熱が金融政策によって調整が加えられて、景気循環は回避することができるのである。わが国の経済の経験は(第2次大戦後)、世界の中で比較的金融調整のききやすい実態をもっていることを教えてくれた。経済成長の中心である投資は、「投資が投資を呼んで」数量景気からコスト・インフレに到ることもある。わが国の経済も3回目の過熱をむかえているのである。日本経済が目下直面しつつある現実は、私にはシュムペーターのいう典型的な景気循環現象のさなかにあるようにおもわれる。

景気循環は不可避であるが調整可能であり、均衡の破壊と回復を通じて経済は発展するのである。シュムペーターにしたがえば景気循環は長期波動と短期波動とに分たれるが、わが国経済の景気循環も長期的景気波動と短期的景気波動とに分れる。現在の日本経済は50—60年を周期とする長期的景気波動の上昇期あるいは発展期にあるといいうる。何となれば企業者の精神は旺盛であり、投資機会にめぐまれて資金需要は繁忙をきわめているからである。今後も当分このような状態は続くであろう。これを短期的景気循環的に考えるならば、「山高ければ谷深し」のたとえの如く、景気の上昇も下降も強く均衡の破壊と回復の進度は大きく、したがって経済の発展は著しいものがある。波動の震度が大であれば政策としては慎重であらねばならないであろう(長期波動的に下降の時期であるならば、政策としては拡大背伸び方針をとるべきであろう)。政

策の基本原理をシュムペーターの理論に求めるということであるならば、好況.期には均衡攪乱力が均衡回復力よりも大きく、不況期にあっては逆に均衡回復力が均衡破壊力よりも強いということができる。長期的上昇局面において技術革新・設備投資が旺んであればある程、反面においては社会資本の充実にできるだけ努力すべきである。短期的景気の局面としては、その景気分析を通じて長期的局面の調整作用の判断基準を提供せしめることが基本である。短期局面の分析では設備投資・在庫投資・原材料投資の循環分析に伴う価格分析が重視さるべきであり、国際収支を重視せねばならない。なおいうまでもないことであるが金融政策は常に通貨価値の安定を忘れてはならないし、物価についてはいつも国際比較を怠ってはならない。

最後に日銀券発行と銀行貸出しと企業金融の関係を概観して,稿を閉じることとする。

最近のピーク時におけるわが国の巨大企業は、大規模投資・系列化・企業集団化を押し進めねばならないために尨大な資金の調達に追いこまれている。最近の巨大企業は起債・外資導入・長期金融機関の利用が活発になって長期資金外部調達源としての都市銀行依存からの脱却への方向がむきはじめてきた。企業は最近力がついて株式公開をするものが増し資本市場に進出してきた。そして小企業も設備増強のために投資を積極的に行うに至って資金需要は増してきた。かくの如くわが国の企業の資金調達面において従来と異なった傾向がここ数年来みられるに至った。それは巨大企業は資本市場の拡大為替自由化の進展から社債・外資に依存する度合いを高め、中企業は積極的に増資を行い、小企業は市中銀行よりの借入依存度がましたのである。

35年前半に銀行貸出しに対する資金需要の増勢が最も強くなり、秋に至ってその増加テンポは落ちつき、年度末に及んで再び大幅の増勢をみた。銀行貸出しの内容も35年に入って変化が生じ、運転資金に対するものから設備資金に対してへと貸出増加の中心が移った。総体として金融が引締まり基調の中にあったから、在庫金融さえも調整を円滑に促進する役割を果したのであった。中小企業向け貸出しは押えられ気味に行われ、商社向け貸出しも、輸入ユーザンス拡大の影響の下にあっても押えられ気味であった。もっとも、秋頃には金

融引きゆるみのため中小企業並びに商社向け貸出しは稍増勢をみるに至った。

35年度の銀行貸出しの増勢は緩やかであったから、銀行の信用創造によって 景気が刺戟されたということもなかったといってよいであろう。それ故に産業 資金供給上銀行貸出しの役割は従来より低くなったといいうるのである。その 原因としては企業の自己金融力が多少高まり、今迄の国際収支の黒字が資金供 給に役割を果した面を見落してはいけないし、近代化投資の効果と企業の高い 収益力の影響が大きいとおもわれる。同時に銀行貸出し以外に増資や起債の規 模が大幅に拡大されたことも見落してはいけないのである。高い経済成長の持 続が今日の資本市場の急激な拡大をもたらしたのであろうといいうる。

企業金融に眼を移せば予金通貨の供給は数年来年々増加を続けてきたが、取引規模の拡大に比して相対的には押え気味であったといえよう。企業が銀行借入れにたよるという安易な経営態度は改善され、景気の先行に備える傾向が現われてきた。

今回の景気上昇過程で注目されるべき点は、大企業の与える企業間信用が著しく増加したことである。商社と関連企業、大企業と関連企業との間の系列関係が、自由化や技術革新の進行に備えて強化されて、企業間信用支援の増大となっている。35年6~7月に全般的に企業金融の金繰りが引締まったのは、系列化の進行と企業の通貨流動性保持との調整上の苦悶とみられるも、秋以降銀行の態度も緩み金融引締めも薄らぎ、大企業金融は大幅の増資起債とともに引きゆるんだのであった。

銀行貸出しの大企業と中小企業貸出しの構成変化をみてみると、都市銀行の中小企業貸出しの割合は平均構成比で年々低下している。34年末27.6%であったが36年8月では25.9%と低下している。地方銀行の中小企業貸出しの平均構成比は34年末55.7%、36年8月53.4%である。以上のように都市銀行・地方銀行を通じて中小企業貸出しの構成比が年々低下を続けているが、したがって、銀行貸出しの日銀依存度の上昇がみられ銀行貸出しと日銀券の増発が関連をもっているのである。すなわちわが国の金融の大きい特徴として銀行の中小企業貸出しが大企業の資金需要によって動かされるといいうるし、中小企業貸出し

は原則として短期貸出しに限定されることになるのである。

日銀券発行と銀行貸出しの関係をみよう。日銀券の増加要因の主なるものは市中銀行貸出しと海外資産の増加であり、減少要因の主たるものは国債保有高の減少である。もちろん、市中銀行の貸出し増加が特に大きい要因であることはいうまでもない。市中銀行のうちでも長期信用銀行の日銀借入れは36年8月末で55億円、地方銀行は108億円、都市銀行は9038億円であって、結局増加要因としては都市銀行の日銀借入れが主として問題になる。しかも都市銀行の預金不足の約75%は日銀借入れ依存であとの25%はコール・金融機関借入れによって補充している。34年8月、35年8月、36年8月の都市銀行のオーバー・ローンの日銀依存度が55%から63%さらに75%と急激に増加して、結局銀行貸出しと日銀券発行量との関係は益々緊密の度を加えてきている。

銀行の経営的立場からみるとき、預金の吸収のためにも、貸出総額に平均的利輪をあげるためにも、貸出総額に対する一定の割合の中小企業が貸出しを続けねばならないから、中小企業貸出しにプール的役割を果させる限界に到達したようである。現在は都市銀行も地方銀行もかかる経営的限界にきているのである。つまり中小企業貸出しの弾力性を失った点に到達したことが銀行貸出しの日銀依存を高めた一要因である(以上は日本財政経済研究月報第9券第1号 沖中恒幸「日銀券増発要因の変化とそれを意味するもの」の大要である)。

財政資金の揚超を緩和するため日銀貸出しが常態化し、これが産業資金について銀行貸出し依存ムードを醸成して、運転資金のみならず設備資金も貸出した俟っために金融機関の設備資金貸出しを増大し、そのために共立日銀貸出しを強く増大させているが故に、日銀貸出しは日銀券発行高を凌駕するといき現象も呈したことがみられた。しかも中小企業貸出しが限界点に達したということであれば、わが国経済の高度成長を維持するためにまたイノヴェーションや体質改善や二重構造解消のためにも、私はわが国中企業の製造工業の設備資金貸出しに対する融資対策が金融政策上緊要問題であることを痛感するのであるが、資金運用部の国債保有を活用すべきであると提言したい。つまり国債の保有高を減らすことによって、銀行の貸出しをふやしながら日銀券増発を喰い止めるわけである。資金運用部の原資は国民大衆の資金を集中したものであるか

ら、大衆の資金を中企業に注ぎこむための新しい方法を工夫したといいうるのではなかろうか。大衆資金による国債消化という操作で、中企業の設備投資銀行貸出しを質的に行ない、国民経済の均衡的発展を維持しながら同時に物価の激しい騰貴を抑制しうるのであり、さらに金融の二重構造是正に役立ちうるのである。金融政策の経済的役割はまさに二重構造の解消であらねばならないし、大衆資金の新しい集積の大半を中企業に集中すべきであろう。

金融調整の目標として第1は国際収支の均衡,第2は金利水準の均衡,第3 は資金需給の均衡にある。金融政策の中心は,なんといっても金利政策であ る。日銀貸出依存の現況にあっては公開市場操作は2次的の問題としか扱いえ ないであろうし,そしてその時には支払準備制度も調整手段として必要不可欠 のものとなるであろう。

わが国の金融調整は、中央銀行信用の膨脹収縮が中心問題である。金融政策として資金計画を樹立する場合、財政資金の対民間収支尻と日本銀行の対市中金融機関信用が重視される(預金通貨、地方財政、日銀信用と市中金融との関係をさらに考えねばならぬことはもちろんである)。この考え方において注意すべきことは、財政の対民間散超額と日本銀行の対市中金融機関信用増加額によって通貨主義の論理にしたがって金融政策の指標を見出したらよい。もし日本銀行券増発額と財政の対民間散超額によって日本銀行の対市中金融機関信用増加が決定すると意識すれば銀行主義の論理にしたがうべきであろう。景気循環をあわせ考えて長期対策としては通貨主義の論理に、短期対策としては銀行主義の論理にということがいいうるのではなかろうか(信用政策として日本銀行信用をみる場合、市中銀行信用の量的減少が問題となる)。

今現金通貨だけを問題とし財政と日銀の対市中信用とを考えると、銀行主義が是となり、通貨総量を問題とすれば日本銀行券増発という点で通貨主義を是とせざるをえなくなる。通貨の回転率・企業の流動性・信用・物価・貯蓄・所得・有効需要と通貨との関係等を綜合的に考察して検討するというのであれば、金融理論としては古典派理論と近代理論とは補充的に併用しなければならないことを強調しておく。なお国際収支の観点に立つことはわが国経済として最重要事であるから、また自由諸国家群の一員として将来の西半球共同市場に対処

するためにも、国際均衡を信用調整の目標として国内均衡を図らねばならない。国際均衡中心の金融政策といっても、それは古典派的な金本位制度の理論を指しているのではなくして、国際金融重視の管理通貨制度の理論を指しているのである。 (昭和37年1月15日記)