

---

# 戦後日本の金融政策と景気循環

菅原晴之

---

## 1. はじめに

景気に関するテーマは実務者向けの雑誌や新聞記事では常に話題となっているが、関心の多くは、目先の日本経済やミクロ的な業界や企業の当面の見通しである。学界においては、主として戦前を研究対象とする景気循環を理論・統計・歴史の各面から、近代経済成長のダイナミズムとして分析する方法はその先駆者であるクズネッツの成果として知られていながら、戦後から最近にいたる長期の分析成果は必ずしも多いとはいえない。<sup>1)</sup>

本稿は戦後の日本の景気循環に対して金融政策がかかわった功罪に焦点をあてて、景気と政策の関連性を評価したい。<sup>2)</sup> 80年代後半の長い景気上昇期間においては、通常の上昇の2倍程度の上昇の期間を経験しただけで少なからぬ人々は右肩上がりの高い成長率が不変的になったものと錯覚するのである。このような錯覚には民間の人々ばかりでなく、政府でさえ陥っていた可能性も否定できない。しかもこのような経験は初めてではなく、60年代後半のいざなぎ景気でも転換点の見通しを誤って不適切な政策を採用したのである。我々は過去の失敗に学んで、今後の成長循環過程においていかなる政策をいかなる時点で実行すべきかという指針を立てる一助としたい。

## 2. 戦後の日本経済

### 戦後の復興期<sup>3)</sup>

1955年までの10年間は戦後の日本経済の復興期である。この当時、経済水準のベースが低かったので成長率は高くても人々の生活水準が改善されたと実感するには至らなかった。日本は戦争などのため多くの施設が破壊されたり、戦後間もなくハイパー・インフレーションを経験して、実物・金融の両面で資産が大幅に減少した。貯蓄率が低かった上、外資の導入も事実上できなかったため設備投資も十分伸びなかった。

設備投資のボトル・ネックが原材料の確保であったので、政府は産業別に資源の戦略的な重点配分、すなわち傾斜生産方式を採用した。税制面でも直接税中心の税体系に改めつつ、一方でこのような資源配分を容易にするような様々な特例を設けて設備投資をバックアップした。設備投資やインフラの整備に必要な資金を確保するため、政府は金融面でも独特の制度を築いた。資金不足とインフレのため金利が高騰することが懸念されたので、1948年に臨時金利措置法を制定して金利の上限を設けた。同時に資金の圧倒的な不足を解消するため、特に家計に対して貯蓄を奨励する一方、銀行の預金をできる限り長期資金に転がし、重点配分の優先度の高い分野から先に資金を供給したのである。郵便貯金等を原資とする財政投融资は産業基盤の整備を重点的に実施する役割を担った。このような戦後の経済基盤は1955年までに完成した。さらにこの年は日本がGATTに加盟する運びとなり、貿易の正常化をめざす第一歩をしるしたのである。

1948年までの戦後の3年間は実質成長率が連続してマイナスを記録しつつ、同時に激しいインフレに悩まされたものの、その後は物価が一挙に安定した。1950年代には朝鮮戦争による特需とその後のブームのかけりから設備投資の景気循環が観察されながらも、経済は安定軌道に乗ったといえよう。貯蓄率

については1960年代前半までは好景気の時期になると家計の余裕がでるため貯蓄率も上昇するが、景気の後退期には貯蓄率も低下したり、伸び悩むことになる。しかしその後家計の貯蓄の動機が変化して、不測の事態に対応するため、あるいは住宅の取得や老後の生活のためというような計画的な貯蓄に傾斜するようになった。1950年代半ばから1970年前後にわたって、平均年率10%の高度成長を達成した。1955年の『経済白書』が総括した「もはや戦後ではない。」という著名な言葉も、その前後の成長率や所得水準から裏付けられる。

## 高度成長期

その後の高度成長期の成長と循環の主導的役割を果たしたのは、設備投資である。特に主力産業の設備投資の伸び率におけるピークを迎えたのは1970年であった。高い伸び率を背景にした生産物のうち国内需要で吸収されない分については輸出向けであり、設備投資主導型の成長経済は輸出主導型の経済と密接な関係にあった。輸入については原材料を購入することが優先され、製品輸入は極力控える政策を採用した。1970年前後に日本経済は赤字基調から黒字基調に転換した。その後の二度にわたる石油危機の頃に一時的に経常収支が赤字に転落したものの、拡大する黒字基調の流れを変えることはなかった。1971年には5%台の成長率に鈍化したにもかかわらず、マネーサプライの伸び率はむしろ上昇し続けた。その後10%台の成長率に復帰することがないにもかかわらず、経常収支黒字が累積した対外債権が滞留し始めて過剰流動性が国内に環流してアイドル・マネーとして投機資金に転じた。日本国内にこのような多額の資金が滞留しながら、国内はもとより世界的な景気後退期にさしかかっていたため、資金過剰の圧力が高まっていた。日本はもとより、先進各国の貯蓄率は歴史的にも相当高い水準に達していたことも見逃せない。1970年代初期の数年間の対外債権の累積をもって第一次石油危機当時の経常収支赤字を乗り越えた。

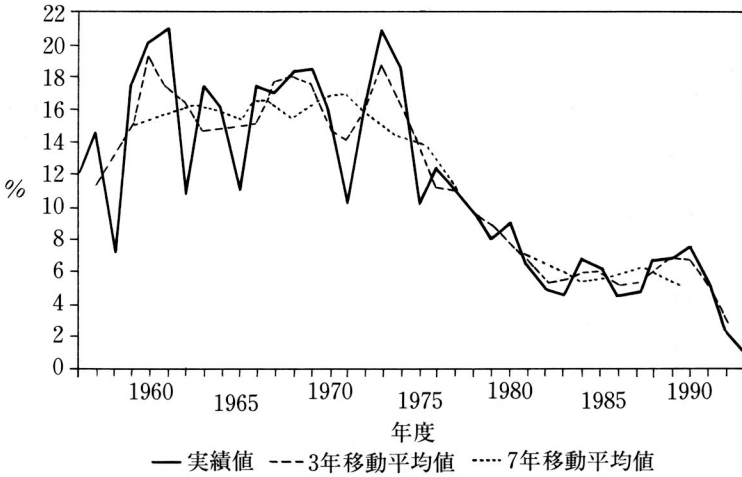
## 安定成長への転換

1971年8月にはニクソン・ショックが世界経済に大きな影響を与えた。同年12月にはスミソニアン合意により、1ドル=360円から308円に円が切り上げられた。その後1973年2月には日本も変動相場制に移行することになり、円の対ドルレートが大幅に上昇して従来のような輸出主導型経済にかげりが見えるようにも思われた。1971～72年の景気後退に対して、日本は金利の引き下げを実施した。その結果民間企業の設備投資や住宅投資は大幅に伸びたものの、国内消費や輸出が十分伸びなかった。むしろ石油危機以降、1975年まで貯蓄率が上昇した。

変動相場制に移行して円の対ドル相場が大幅に上昇したにもかかわらず、日本の経常収支の黒字基調が定着した。これは日本の物価が相対的に安定している上、労働生産性の伸び率が高かったことなどによる。このような日本経済のパフォーマンスの良さを考慮すれば、むしろ円の切り上げは過小評価であったとさえいえる。円の切り上げが経済不況を引き起こすという懸念が強すぎた結果、1971～72年に公定歩合の引き下げなど金融緩和政策を過度に実施して過剰なマネーサプライを引き起こしたのである。

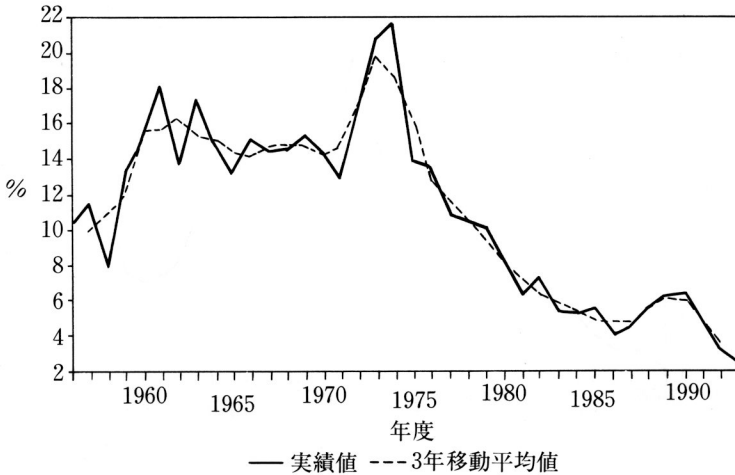
当時留意しなければならなかった目標は、1970年代から累積し始めた経常収支黒字であり、これが過大になれば国際的に資金が偏在する可能性がある上、投機資金として利用される恐れがあるのでかかる懸念を払拭するために、国内外に投資機会を拡大することであった。すなわち1970年代前半において、過剰流動性が国内に滞留しないようにするため為替レートを円高に誘導しなければならない。したがって、日本の金融政策当局は国内金利をむしろ引き上げてドル資金を遮断すべきであった。金利の引き上げによって景気が落ち込むマイナス面に対しては、積極的な財政政策を実施すればよい。しかし現実には1970年代の財政支出は、対GDP比でみればむしろ低下する傾向にある。1970年代末から80年代初期の財政支出のGDP比は70年代前半より若干多いものの減少する傾向さえ観察され、全体として支出規模を拡大する傾向

### 名目 GDP 成長率



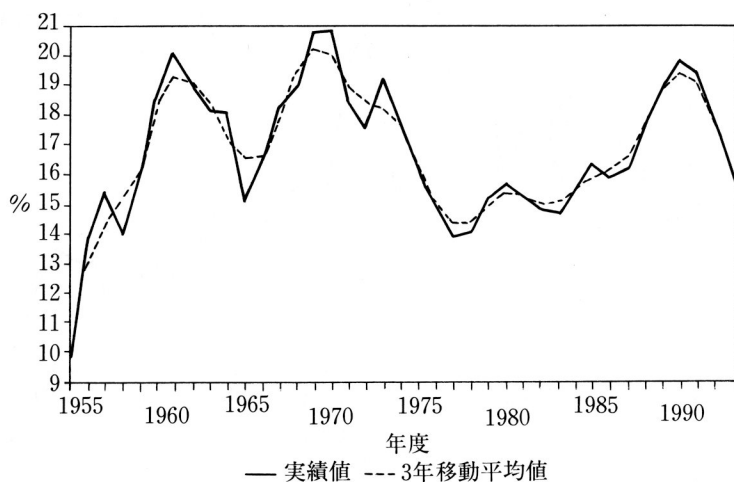
出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

### 民間消費支出の成長率



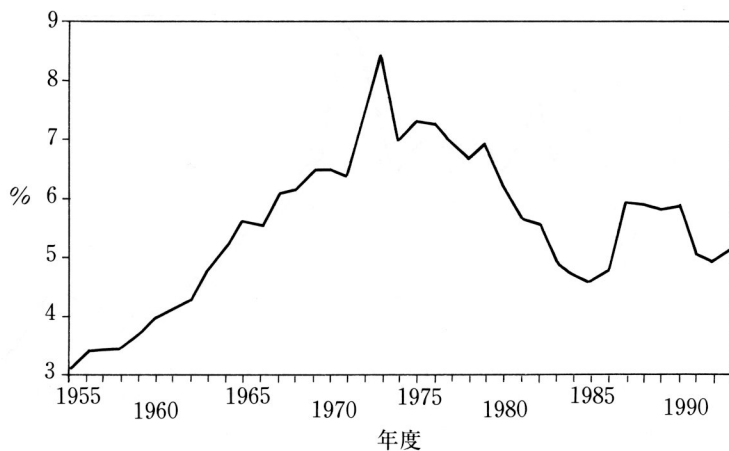
出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

民間設備投資対 GDP 比率



出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

民間住宅投資対 GDP 比率



出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

は読めない。70年代末の第二次石油危機当時の景気後退に対しては当初から金融引き締めを実施して相当の成功を収めたものの、財政政策は景気の調節手段として活用された様子は観察されない。

1970年代の不況は需要サイドと供給サイドの両面における変化に注目しなければならない。第一に需要サイドに注目しよう。石油の輸入需要弾力性が小さいので原油価格の上昇は、原油支払額（ドルベース）の増加を引き起こす。このような支払い増額分は OPEC 諸国への所得移転となる。さらに原油価格の上昇期には有事のドル買いから円安となるため、原油購入等輸入代金支払いの伴う為替差損も日本国内の企業や消費者に対する増税に等しい効果が生じる。またこのような石油ショックが引き金となって、家計は将来の生活に対する不安が高まることから貯蓄率が上昇するので消費面から需要が伸び悩む。このようなショックは同時に企業の設備投資意欲を消極的にさせるので有効需要が減少する。さらに所得の伸び悩みと金利の高騰は住宅需要を減少させる要因となる。しかし原油価格の高騰は一時的な現象であり、ピーク時より適正な水準に低下すれば、元々減少しない輸出が堅調に伸びはじめて、1970年代後半から経常収支の黒字基調が観察されるようになる。このことは第二次石油危機当時でも同様に、原油価格が高騰しても日本の輸出は衰えることはなかった。住宅投資についてはピークが1973年まで延びたのであるが、これは日本の住宅投資が産業基盤の投資に比べて遅れていたこと、また金利の低下により個人の住宅ローンが有利になったことなどがあげられる。

第二に供給サイドからはいかなる変化が考えられるのだろうか。原油価格の高騰は技術の進歩とは逆行する現象が生じたと考えることができる。1970年代後半の日本経済は、石油ショックの技術退行的な現象を相殺するように省エネ技術や資本集約的な技術の進歩に力を注いで、生産性の飛躍的な上昇を実現するのに成功した。

日本を除く先進国や東南アジアの一部の国の経済的パフォーマンスは、二度の石油危機当時を比較すれば第二次石油危機当時のほうが、実質成長率の

点でも物価の安定の点でも悪い。日本はむしろ逆であることから、供給ショックが経済的パフォーマンスの悪化を引き起こしたという結論は誤りといえる。1970年代前半の成長率の低下と物価の高騰は財政金融政策の失敗によるところが大きい。アメリカも当時同様の適切とはいえない政策を実施したのであるが、同国は経常収支が日本とは逆に赤字基調に転じたのでむしろドル流動性が海外に流出したことから、投機に結びつく資金が国内から減少したという事情がある<sup>4)</sup>。

### 国際的不均衡拡大の時期

1980年代の経済成長率は4%台であり、その点では1970年代と変わらない。しかし80年代の日本経済の特色は次の点にある。①日本のGDPの世界におけるシェアが急速に上昇した。②日本の国富(資産)が急速に増加して世界最大になった。③日本の対外債権額が世界最大になる一方、アメリカは世界最大の債権国から世界最大の債務国に転落した。④先進国は総じて社会保障費などの負担が相対的に増加した結果、財政赤字が拡大した。しかし日本は支出面で財政再建を実行しつつ、貯蓄率が高かったので経常収支黒字が拡大した。

このような大きな変化は日本問題を引き起こした。80年代前半に日本の資産残高は世界第一位となり、88年には一人当たりのGDPについて日本はアメリカを抜いた。このことは日本だけが世界の中で大きく変化したためではない。GDPの相対的な変動は世界中で生じている。旧社会主義国はGDPの順位において大きく低下した。アフリカ諸国や一部のアジアの国々も同様である。一方日本やNIESなどの地位が急速に上昇した。これに伴って為替レートが変動し、金融資産の分布も大きく変化して、国際間で資金が大量に動いた。

特に80年代前半においてドル高金利政策が実行されたため、アメリカから資金、経営資源が流出し、日本には貿易黒字のため資金が流入しつつ、輸



出競争力が高まった。アメリカから流出した経営資源の行く先は、他の北米地域、ヨーロッパおよび一部のアジア地域である。87年にはアメリカの経常赤字が対 GDP 比でピークに達して、その後多少低下する傾向にある。一方日本の経常黒字の対 GDP 比は80年代前半に著増し、後半に減少する傾向がみられるものの、90年代には再び増加する兆候が観察される。

日本経済は60年代末に経常収支の黒字基調に転換してから、常に激しい貿易摩擦が発生していた。日米繊維摩擦に始まり、鉄鋼、家電、自動車、半導体など日本の輸出の主力部門の多くがこのような貿易摩擦に巻き込まれたといっても過言ではない。日米間の貿易摩擦は、日米両国の総合的な経済力と将来の見通しに関する確執に起因するものであり、経常収支自体が原因ではない。しかし経常収支の不均衡を是正する努力なしには、摩擦は解消しない。

経常収支の不均衡とともに為替レートも大きく変動した。80年代は為替レートが経常収支の不均衡を是正することはできないともいわれたが、適正水準を大幅に上回るドルや金利の水準は経常収支はもとより対外債権債務のバランスを急速にゆがめたという実績から、むしろ為替レートや金利の適正水準を見極めることはきわめて重要な課題である。為替の投機の問題を除けば、70年代は経常収支と為替レートとの間には比較的単純な連動関係が観察される。しかし80年代は貿易取引に対して債権債務バランスのほうが拡大した結果、為替レートは各国の金利格差との連動関係を強めた。しかもレートの決定は短期的には投機色が強くなり、80年代前半には政治色が強くなったので為替レートと経常収支との関係が読みにくくなったのである。このようにしていたずらに為替レートが大きく変動するので J カーブ効果も強調されて経常収支に影響するため、本来の経常収支の水準の見通しも予測しにくくなった。

1990年代には日本の景気が後退し、一方アメリカと NIES の一部が好景気であるため日米間の摩擦の要因は成長率や生産性の点から弱まる傾向にあるものの、一方最近の円高のためドルベースで評価した日本の所得や賃金水準

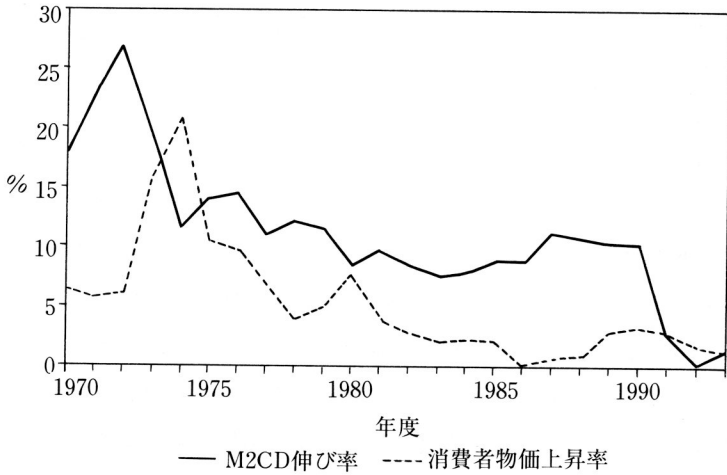
は極めて高く、円ベースで評価した日本の総資産は微減といえるが金融資産は着実に増加している。しかもドルベースで評価した日本の資産額は増加しているので、摩擦の要因は温存したままである。日本の家計貯蓄率については80年代に多少低下したものの、90年代には歯止めがかかって横這いである。アメリカの貯蓄率も80年代前半に低下したまま、80年代後半から90年代にかけて横這いである。日本の設備投資が落ち込めば、政府がたとえ財政赤字を拡大しても経常収支黒字の問題を解消できない。むしろ財政赤字を極力政府が抑えつつ、貯蓄が増加して設備投資が回復しなければ経常収支黒字はかえって拡大する。黒字が解消するのは、民間設備投資の急速な回復と公共投資の大幅な増額が同時に実施されるケースに限る。これは官民あわせた大規模な内需拡大にほかならない。すなわち70年代、80年代に日本経済が積み残した課題<sup>5)</sup>でもある。

本稿の以下の課題は、日本の成長的循環過程において金融政策がいかなるタイミングで実施され、本来財政政策と組み合わせれば政策パッケージとして適切であったか、また今後景気循環を睨みながら金融政策を実施するにあたって解決すべき問題点を指摘したい。

### 3. 戦後日本の景気循環

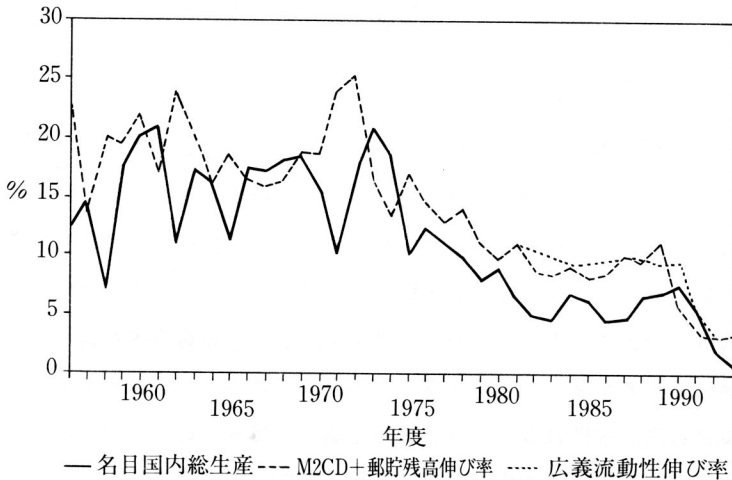
1980年代には Muth = Lucas 流のマネタリズム・マーク II が影響力を行使できなくなった<sup>6)</sup>。多くの先進国において1970年代半ばまで、貨幣供給量と名目所得との間には高い正の相関関係が観察され、しかも貨幣の変化の方が所得の変化より先行していたので、貨幣供給こそ景気循環の原因であるという命題が支持されても不思議ではない。しかしこのことから日本銀行は貨幣供給を自律的に決定できたということにはならない。高度成長期の日本の貸出市場やコール市場のタイト感の実態経済の需給の逼迫の程度の反映であり、貸出市場が恒常的に資金不足状態であるのでその程度に応じて日銀信用が供

### マネーサプライとインフレーション



出所：日本銀行「経済統計月報」他

### 広義マネーサプライの伸び率



出所：日本銀行「経済統計年報」他

給される。日銀信用がベース・マネーを構成し、それがマネーサプライにある程度反映した上でマネーサプライから影響を受けたとしても、そのショックの源泉は実態経済の変化であり、貨幣は単なる媒介項目である可能性は否定できない。

1970年代後半以降において  $M_2+CD$  のデータ系列でみたマネーサプライと実態経済との間には相関係数が低下したようにも見受けられるが、 $M_2+CD$  に郵便貯金を加えると実態経済との正の相関関係は一貫して観察される。既に1960年代末から日本経済が対外的に黒字基調になったが、石油危機の一時的な攪乱のためマクロ的な資金の余裕が顕在化したのは70年代後半からである。この時期から政府部門が従来の収支バランスの基調から赤字基調へと転換した。企業の設備投資の低迷と対外資産の増加にもかかわらず、家計の貯蓄率は高かったので、この貯蓄が民間金融機関や郵便貯金の商品の購入にあてられた。民間金融機関の貸出は預金の伸びほど大きくなかったので、運用対象としての国債の購入が目立つようになった。一方、家計も金利高どまりの時期などには特に有利な運用を意識するようになったので、 $M_2+CD$  に含まれない郵便貯金や貸付信託、利付き金融債などの商品の比率を高めるようになった。

政府部門の赤字が拡大して将来過度の財政負担が懸念されるので80年代から財政再建が重要な課題となり、支出の伸びを極力抑えることとなり、公共事業を推進するために財政投融资にいつそう依存するようになった。また80年代後半から郵便貯金資金や厚生年金資金等も国債の運用を開始し、近年その運用額は無視できないほどの規模に達している。このように近年は民間部門の設備投資のみならず、政府の公共事業に必要な資金調達を含めた国内需要全体に流れるマネーと名目所得とが連動するようになったのである。高度成長期には政府部門は収支バランスを基調としてきたので、民間部門に政府部門を加えた国内全体の資金の逼迫は民間部門のみの資金の逼迫の度合いと等しい。したがって高度成長期には政府部門がマネーサプライに対して中立

的であるため、名目所得は  $M_2 + CD$  ともこれに郵便貯金を加えたマネーサプライ（より広義には  $M_3 + CD$ ）とも正の相関が観察されるのである。このことは日本銀行がマネーサプライをコントロールできるかというテーマに一つの重要な新しい問題を突きつけたことになる。

## 平成景気と政策的対応

景気の日付の谷→山→谷に至る景気の波を一周期として戦後11回の中期の設備投資の循環が観察される。そのうち第六循環であるいざなぎ景気の上昇期間が57カ月となっており、これが戦後最長の大型景気を記録したことになる。平成景気の上昇期は86年11月を谷として91年4月をピークとするまでの53カ月であり、いざなぎ景気に続く長いブームとなった。一方、景気後退局面を観察すれば、第二次石油危機後の80年2月の山から83年2月の谷に至る36カ月が戦後最長であるが、平成景気の後退局面がこれに匹敵する長さとなる見込みである。

短期の景気循環の上昇局面が長かったケースは、長期の設備投資循環の上昇局面にあるケースといえる。第三循環（神武景気）、第四循環（岩戸景気）、第六循環（いざなぎ景気）のいずれも大型の設備投資ブームであった。ただし平成景気も大型の投資ブームであり、第十一循環（平成景気）もこのブームに乗じたことは否定できないが、この好景気が異例の長さであったのは、金融政策当局が戦後最低の金利水準を長期にわたって持続させたのが主要な要因である。したがってこのブームに関しては人為的な政策の偏りによって長引いた点を割り引いて考慮する必要がある。

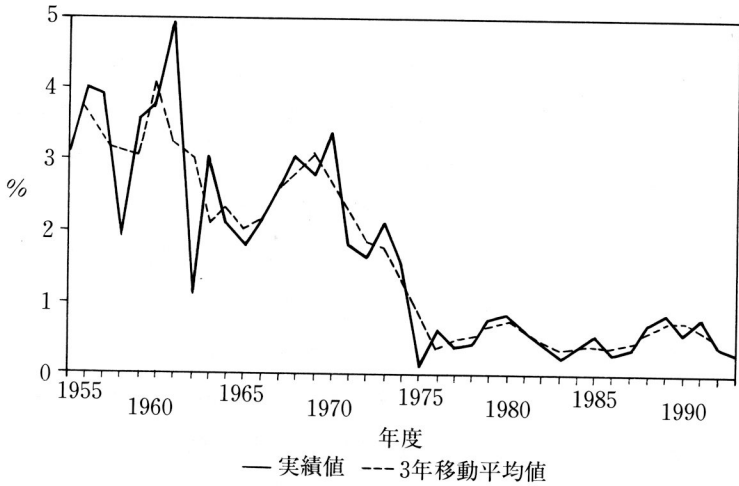
景気の下降局面で期間が1年を越えたケースが4回ある。第一に、70年7月から17カ月続いたいざなぎ景気後の後退期である。当時すでにドルと金の交換が事実上大きく制約されて交換が困難な状態にあった。その背景にはアメリカが国内のドルを海外に大量に流出せざるを得ない状態にあり、続いて71年8月にはドルと金の交換が正式に停止され、同時に円の対ドルレートが

大幅に切り上げられた。このことが景気後退を長引かせた。続いて第七循環の後退は73年11月から16カ月続いた。これは石油危機の発生と重なっているが、むしろすでに述べたように政策の失敗が景気後退を長引かせた可能性もある。しかしその反面、民間企業の在庫圧縮や省エネ技術の開発などの努力は新しい投資機会を開拓する結果となり、企業の努力が景気後退を短縮した可能性もある。80年2月から36カ月におよぶ長期不況の期間には、第二次石油危機を含む。当時原油価格が適正水準をはるかに上回っており、中近東地域で石油が増産されて原油在庫が過剰になった。このことも一因となって、世界全体で不況が同時に発生して後退局面が長引いた。当時アメリカが高金利ドル高政策を実施したので、日本国内の貯蓄余剰が高金利のアメリカに流出した。日本が不況でありながら、経済を下支えしたのは輸出部門のみであった。これはアメリカのドル高と減税政策によって、同国内に消費ブームが沸き起こり、日本製品が大量に供給された。83年に日本の景気の谷が確認できるのは、同年にアメリカの消費主導型の急速な景気回復に依存したことによる。

第十循環の景気後退は85年6月に始まる。したがって同年9月のプラザ合意が実現しなかったり、遅れたりしてもそれ以前の景気の後退が始まっていたことになる。この景気後退の要因は人為的な高金利政策や財政支出の抑制などの政策に求められるのであり、プラザ合意以降の円高に直接起因するものではない。しかしプラザ合意が遅れたとすれば、民間部門の設備投資の停滞期間が長引いたり、経常収支黒字や対外債権残高がさらに膨らんで円高の一時的ショックはさらに強くなっていた可能性もある。

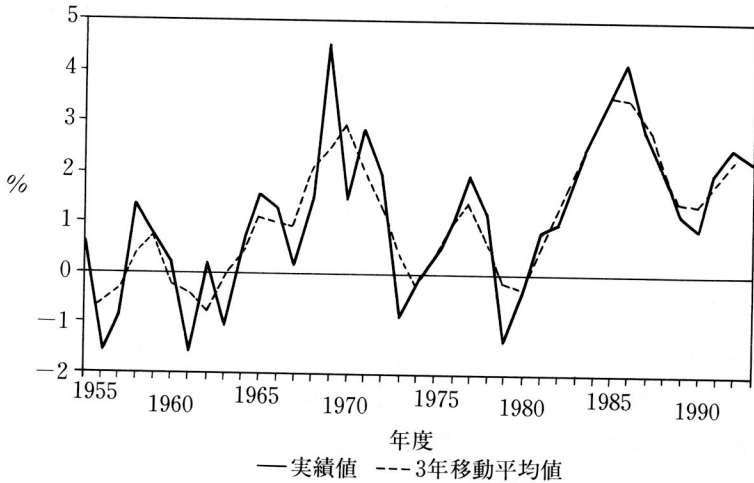
平成景気の後退が始まったのは91年4月とされている。それに1年ほど先立つ90年のはじめから製造業部門の在庫水準が低下し始めて、小さな景気上昇局面に突入したかのように見えた。90年から91年にかけて日銀がバブルを根絶するため金融引き締め政策を実行したものの、おおかたの関係者は金融緩和に転換すれば景気は回復するであろうとみていた。しかし製造業の稼働

民間在庫増減対 GDP 比率



出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

純輸出対 GDP 比率



出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

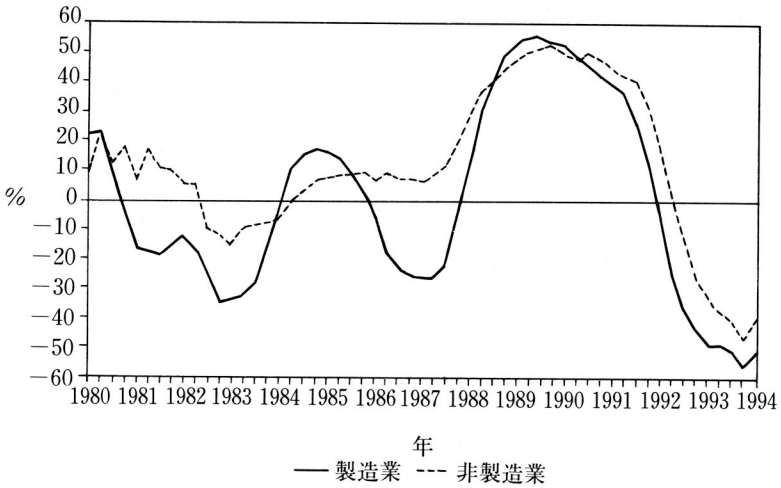
率指数は一貫して低下しており、91年に始まった過剰在庫は92年の生産調整によって徐々に適正水準に向かって減少したものの、94年前半まで回復局面に突入するには至っていない。しかも今回の景気後退は、日銀短観の業況判断 DI によれば、製造業および非製造業とも落ち込み幅が大きいのが特色である。また、90年まで伸び率が高かったマネーサプライも翌91年から伸び率がゼロ付近まで急激に低下して、その後従来のトレンドまで回復していない。

また日銀の短観の金融機関貸出態度も一種の DI であり、この動きは山と谷の時期で判断すれば業況判断より2～3年程度先行している。もっとも業況判断自体は景気の転換点において企業経営者の予測が過去のトレンドに引きずられて現実とずれていることが多いので、このデータはむしろ事後的な追認に過ぎない。しかしこのことを考慮しても金融機関貸出態度は先行指標としてある程度有用である。特に近年の金融機関の貸出態度が厳しいという見方が多くなったのは、BIS 規制が強化されるようになったり、銀行の融資姿勢が本来の審査機能を重視するようになったために貸出態度に反映されるようになったからである。貸出態度の指標が91年のはじめに底を打ったものの、この変化は91年に金融緩和政策が実施されたことにより、金融機関の直近の利鞘の拡大が可能になった事情を反映しているものと思われる。前年の90年には、金融政策当局がバブルを封じ込めるため金融を引き締め始めるとまもなく株価が大暴落し、このことが金融機関の資産内容を悪化させた。そこで BIS 規制が強化されつつあったため、金融機関は自己資本を充実させるため貸出態度が急変したのである。翌92年には地価が下落していることを確認した上でストック・インフレの懸念がないとみて金融緩和に転じた。政策当局は正式には認めていないものの、この緩和政策は金融機関のバランス・シートの傷に配慮していることは否定できない。この政策がいわゆる PKO を可能にする前提条件である。歴史的に振り返っても1965年の証券不況の折にも PKO を実施した形跡がある。

1962年になるとそれまでの好景気をリードしてきた設備投資に陰りが見え

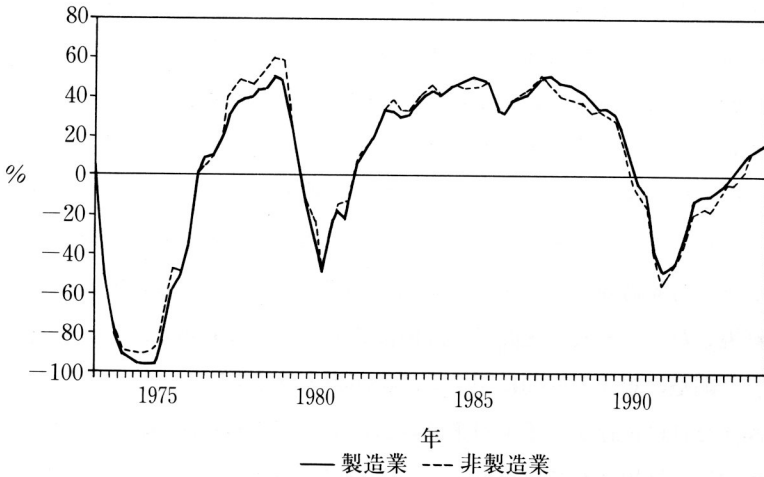


### 業況判断 DI



出所：日本銀行「主要企業短期経済観測」

### 金融機関の貸出態度



出所：日本銀行「主要企業短期経済観測」

始めた。民間設備投資の GDP 比率が61年には20%に達しており、一方在庫品増加も61年と63年に上昇していることから過剰設備が懸念されてしかるべきであった。このような状況にありながら、63年度以降の政府最終消費支出の伸びが鈍化し始めており、公的資本形成の伸びは1964年度に前後10年間でみても最低の一桁台に留まり、その伸びが回復したのは景気が回復し始めた65年からである。財政政策は政策ラグを考慮すれば、むしろ景気の振幅を拡大したことになる。金融政策についても62年以降一貫して公定歩合を引き下げていたにもかかわらず、64年3月に一度引き締め政策に転じており、65年1月以降には再び連続的に緩和政策を実施した。62年のデフレータ対前年上昇率が2%台であったのが、翌63年に6%台に上昇したのでインフレが懸念されたのであろうが、61年の上昇率8%台と比較すれば決して高いとはいえず、景気や雇用にいつそう注目すべきであった。ただし65年央まで、日銀と財政当局との間に景気についての見通しに不整合性があったと思われる。日銀は64年中の企業倒産件数が急増したり、在庫が予想以上に増加したり、コールレートが10%を越えるなどの実体に対処するため、65年の年初来一連の金融緩和政策を実行した。しかし財政当局は年度当初の財政支出の執行開始当時の6月時点で、景気低迷の現状をみて緊縮財政の姿勢で臨んだ。しかし1ヵ月後には公共投資の前倒し施行、財政投融资の拡大などで不況に対処し、その後大規模な国債の発行と大型減税が実施されるに至った。65年度の政策は、戦後初めて採用されたケインズの財政政策といえよう。政策当局が見通しを誤った原因は、60年代前半に高まった民間設備投資が過剰な資本ストックとなり、有効需要が低下する分過剰感が拡大するという教科書的な基本原理を軽視した点にある。民間企業設備投資のピークは61年であり、その後のストック調整の規模と期間に関する認識が不十分であった。少なくとも公定歩合操作だけに依存する不況対策はきわめて不安である。当時長い間人為的低金利政策が採用されていたことから、前年の公定歩合がおおむね6%でトレンド水準より高いものの、引き下げ可能な幅は1%程度であろう。窓口規

制にしても62年度以降の経済の停滞から強力に引き締めていたとは考えられず、また預金準備率操作にしても元来準備率自体が低いので緩和政策としては緊急的に効果をあげることは期待できない。

### 神武景気・岩戸景気と金融政策

神武景気は1954年11月を底に31カ月の大型上昇局面を経験した。その間消費者物価などはきわめて安定していたにもかかわらず、1955年8月に公定歩合は7.3%に引き上げられて以来、景気のピークを迎える直前の57年3月まで据え置かれていた。また58年6月まで続く景気の後退局面において、公定歩合が57年5月に8.4%に、57年6月に8.6%に引き上げられたあと、この水準が58年4月まで据え置かれたという事実から、当時景気政策は不在であったといわざるを得ない。

一方岩戸景気の上昇局面においては景気過熱に対抗するため、日銀は預金準備率を引き上げながら公定歩合を引き下げるなどの措置をとった。その後景気の山と思われる59年末に公定歩合を一度引き上げたことは理解できるが、61年12月のピークに達する直前に二度にわたって公定歩合を引き上げて、その後景気の谷である62年10月以降も金融政策を長い間変更しなかったのは単なる政策ラグでは説明がつかない。これは所得倍增政策を掲げた内閣の積極政策に引きずられた結果とみてよい。その後の政策のタイミングの遅れは当時と同様に引き締め時である。いずれもその当時の政権の方針に制約されていたという事情から、この種の失敗は景気や物価に関する判断あるいは政策ラグなどではなく、中央銀行の独立性が保証されているかという点にある。

1964年をピークとする小さな景気循環はその前後2年をサイクルとする。64年10月以降の景気後退局面において、設備投資の落ち込みや在庫の積み上げが目立ち始め、65年には山一証券と大井証券に対する日銀特別融資が実施された。その背景として、61年の景気のブームのさなかに公定歩合を引き上げて以来、株価の暴落と取引の低迷により、大蔵省の行政指導により62年1

月以降増資調整と62年7月以降公社債流通市場における売買の停止を余儀なくされた。このような異例の事態にもかかわらず、すでに述べたように公定歩合を引き下げなかったのは異常としかいいようがない。当時の株式による資金調達手段は額面払込増資が主流であり、このことによって株価が下落しても資金調達会社の投資意欲が減退することもなく、むしろかけ込み増資を招くほどで、株式の供給量増加により市況の低迷に拍車をかける有様であった。その後証券市場は低迷を続けながら1965年5月の証券不況に突入した。その後市況の低迷に拍車をかけないようにするため、株式の時価発行増資や時価転換社債の発行が増加するようになった。確かに市況が低迷している時点で時価転換社債を発行することは、市況の回復が多少とも遠からず期待されているような状況では株価の下支えとして望ましい特性を有するのであろう。しかし、逆に市況が過熱してピークを迎えようとしている時点でこれを大量に発行し、今後も株価が上昇するという誤った情報が多くの関係者に流布すれば、株価の下降局面でその下落に拍車をかけるという教科書的な単純な原理に気がつくのに少なからぬ授業料を払うことになったのは、最近のことである。

証券不況に突入するのとほぼ同じ時期に証券取引法の一部を改正し、証券業を免許制とすることになった。証券不況や製造業の大型倒産が発生するなどの事態に対して、政府は1947年以来19年ぶりに国債を発行することになった。66年1月に国債を発行し、同年2月には公社債市場の取引を再開し、日銀は債券の無条件の買い入れを決定した。またこのころ売り戻し条件付き債券売買（現先）の取引が盛んになった。この金融商品は本格的な金融自由化が進展するまでコール・手形に匹敵するほどの市場規模に拡大した。これは証券市場における期間別の市場間の裁定が行われるための条件整備として、一定の役割を果たしたといえよう。

このような証券市場の低迷を克服しながら、政府は1965年度から67年度にかけて国債の発行額を毎年増額した。しかし国債依存度は66年度がピークと

なり、その後の大型景気（いざなぎ景気）の過程で結果的に税収の自然増で国債の償還原資は概ねカバーできた。

### いざなぎ景気と転換点

昭和40年代は大型景気の第六循環（いざなぎ景気）と第七循環を含む。この前者の大型景気の上昇局面は1965年10月を谷として1970年7月を山とする局面である。下降局面は1971年12月に至る期間であり、全循環期間が74カ月におよぶ。しかも上昇局面が57カ月と異例の長さである。このような空前の好景気が実現した理由として次のような点をあげることができる。

まず第一に輸出主導型経済の基盤をいっそう強化するために、その時代の輸出主力産業を戦略的に優先順位をつけて、資金面では官民あわせて優先的・傾斜的な配分を実行し、また租税面でも多くの適用除外例を作って輸出産業を優遇した。一方で同じ業界内部では、企業は過当競争と呼ばれる激しい競争条件の中で成長した。このようにして輸出主導型産業はスケール・メリットを追求し、新技術を導入して生産性が急速に上昇した結果60年代後半から70年代にかけて多くの分野で国際競争力の優位性を確立した。

第二に、いざなぎ景気が始まる前後から貿易と資本の自由化が実施されたことも重要なポイントである。特に70年代になると日本の残存輸入品目数は先進国でも最低の水準となり、貿易の自由化が急速に進んだ。このことが可能になった背景には二つある。まず国内的には既に述べたように国内産業の競争力が著しく躍進したという事実とそれに裏付けられる自信である。次に、日本は60年代にIMF 8条国、GATT11条国に移行したことから、ケネディ・ラウンドの関税引き下げ協定を率先して実行すべき国際的責任が高まったのである。このような貿易・資本の自由化に国内からの抵抗がないことはない。しかし、このような内外環境の大きな変化の中で、日本企業はいっそう競争力を強化したり、あるいは海外進出を始め、これを拡大するようになった。実際、日本の長期資本収支は1965年から赤字基調となり、1970年から赤字幅

が急増した。

第三に国際金融の歴史的な転換点にさしかかって、日本経済の成長循環もそれに大きく制約され始めた点も見逃せない。いざなぎ景気が上昇し始めたころ、ほぼ同時に日本経済が黒字基調に転換した。一方、このころアメリカ経済の貿易赤字が目立つようになり、ドルがキー・カレンシーとしての役割を果たせなくなった結果、60年代後半からドルと金との交換に制約が生じ、ついに、71年8月にニクソン大統領によりドルと金との交換の全面的停止が発表されるに至った。60年代後半の日本は空前の好景気でありながら経常収支の黒字が拡大しており、このことは固定相場制度において円が過小評価されていることのあらわれにほかならなかった。スミソニアン合意により円レートは1ドル=308円に切り上げられたが、72年まで日本の経常収支は著しく増加した。特に69、71、72年の株価の上昇率は空前の幅であり、これは経常収支が特に増加した年またはその翌年であり、地価の上昇についてもほぼ同様である。したがって72年までは日本の経常収支の増加→ドル債権の増加→国内円との交換→国内マネーサプライの増加→株式への投機→土地への投機のメカニズムで金融システムが歪められた。

それでは、この時期における金融政策のあり方に疑問はなかったのだろうか。1965年から72年までの物価（GDPデフレーター）の上昇率は年率6%程度であり、クリーピング・インフレーションと呼ばれていたものの、変動幅が極めて小さかったので一般物価に留意して金融政策が大幅に制約されることはなかった。金融政策は一般物価の動きには留意しつつも、むしろ株価や地価の動きに対応して、引き締め政策を実施していたようである。60年代後半は景気のスパンが長くなり、景気の過熱に対する警戒感が強まる中、株価や地価が経済の実勢水準を上回る勢いで上昇する様子なので、年々金融の引き締めを一貫して強めていった。しかし70年代になると、金融政策は物価の安定という目標の優先順位が後退し、景気のコテコテの手段として活用されたといわざるを得ない。当時内閣は列島改造政策を全面に掲げて景気循環の下

降過程を神話化し、この政策目標の手段として金融政策や財政投融資政策にも陰に陽に介入するようになった。特に72年は株価・地価ともストック・インフレともいえるほど大幅に上昇し、成長率が低下してもGDPデフレーターはむしろ上昇させているにもかかわらず、金融政策は一貫して緩和するばかりであった。

成長率の低下の要因は、まず第一に長いブームにともない、高い水準の設備投資が続いて資本ストックが積み上がり、設備の過剰感が出てきた。そのことが在庫の積み上がりにあられ、過剰設備が解消されないまま投資需要が落ち込み、やがて生産調整が行われるようになった。第二に、前年にニクソン・ショックが発生し、円相場が上昇したことは企業家の投資マインドをいっそう冷やしたのである。ただし、経常収支の黒字はますます拡大したので外需の寄与度はむしろプラスの絶対値は大きくなった。逆に内需の寄与度は成長率をかなり下回ることになり、景気の下降局面が明らかになった。当時所得も貯蓄率も年々上昇する傾向にあり、さらに既に述べたように経常収支も増加する一方であったから、内外両面で金余りの状態にあった。それに見合った投資が十分確保されなければ、有効需要不足となり景気は低迷する。

当時実施すべき政策は、第一に過熱していた投機を抑制するために金融引き締め政策を実施することである。第二にそのままでは有効需要不足に拍車がかかるので、財政政策と財政投融資の拡大により景気の失速を避けることである。余った資金をすべて国内で吸収すれば、人手不足に転換した当時はインフレ率が上昇するので、資本の自由化をいっそう強化して資金の対外的還流をはかることである。

重要なことは金余りの状態を解消すべく黒字を減らして内外の均衡を一国で実現することではなく、黒字を世界の中でいかにして効率的に運用すべきかである。もし当時の日本の黒字が他の先進国の黒字や赤字減らしに転嫁していたとすれば、その後の石油危機に臨んで日本は石油代金の支払いにさらに困難を来たしていたはずである。マクロ的な経済成長率の格差、産業間の

生産性のばらつき、金融システムの特色などにより経常収支のアンバランスは決定する。また黒字国にその金額に応じて効率的な投資機会が残されているとは限らない。

## 石油危機と景気循環

石油危機が発生する直前の73年前半と比較して、原油価格は74年には3倍強、78年には4倍強と一貫して上昇した。日銀は景気の過熱に起因する需要インフレと人手不足によるコストインフレ、あるいは過剰流動性からひろがる恐れのある輸入インフレに対応すべく73年初から金融引き締めへ転じた。まず預金準備率を引き上げつつ、公定歩合を4.25%から5%に引き上げた。その後公定歩合を徐々に引き上げて12月には7%から一挙に9%に引き上げてその水準を75年まで維持した。一方景気の下降局面は石油危機が発生した73年11月を山として、75年3月の谷まで続いた。このように最高水準の公定歩合を景気の下降局面で持続せざるを得なかったのは、政治的介入などの結果72年まで金融引き締めによってインフレ期待の芽を摘むことができなかったことによる。当時卸売り物価や消費者物価の上昇率が年率で20%前後と戦後のドッジ・ラインの時期を除けば空前の高さであり、政策目標の優先度が成長より物価の安定に移ったのはやむを得ない。

第一次石油危機直後については、物価の上昇率が先進国の中でも際立って高い。これは日本経済が金余りへの大きな転換期を迎えたという背景もあり、当時の列島改造政策に引きずられた金融緩和政策の結果、マネーサプライが大幅に増加したことが要因の一つである。確かに石油価格の急騰は日本経済に対して総供給関数が左上方にシフトするようなショックを及ぼしたが、景気の後退も75年3月には底をうって物価は安定し始める一方、成長率も上昇するようになった。その後77年には景気後退もみられたものの、10カ月ほどの後退期の後回復した。元来日本の投入エネルギーコストの対付加価値比率は高い方ではなかったが、石油危機後の10年余りの間に省エネルギー技術の



開発が進み、その比率はいつそう低下した。これは企業の生産ラインのみならず、乗用車や家電製品、電力のような幅広い分野について省エネ対策が普及した。電力の分野では省エネのみならず、原子力や天然ガスなどのエネルギー資源への依存度を高めてエネルギー資源の分散をはかるなど、有事の際の供給ショックを緩和するために多様な政策を導入した。

70年代後半から80年代前半にかけての10年間の成長率は高度成長期の5割弱、企業の営業利益売上高比率は6割程度に低下した。それでも日本の経済成長率は、他の先進諸国と比較してみても最も高い。その間に円高が進んだので、ドルベースで輸入する合衆国と比較して日本のエネルギーコストは安くてすんだ。また70年代末に第二次石油危機が発生した際には、日本の対外資産も十分蓄積されて原油価格の高騰に遭遇しても原油輸入の数量的な天井を懸念する必要はなかった。このような長期的なエネルギー戦略や国際金融の分野における日本の優位性のほかに、当時の危機を混乱なく乗り切った他の要因として金融政策が機動的に運営されたことも特筆すべきである。

第二次石油危機において1979年から81年にかけて原油価格がドルベースで約2倍に引き上げられた。日銀はOPECの原油値上げの動きを予想して、1978年には3.5%だった公定歩合を1年後には6.25%まで引き上げるなど、早めに金融引き締め政策を実施して投機資金の動きを封じるのに成功した。当時日本でも80年2月には景気の山を迎えていた。このような当時の景気の変動は世界中で同時化しており、80年には各国とも景気の下降局面を迎えていた。しかも70年代前半と比較してイギリスの北海油田が既に商業ベースで生産したり、アラスカの北極圏などでの海底油田でも生産するなど原油供給源が多様化した上供給量が過剰となっていた。その結果80年代半には価格が78年当時の水準にまで低下した。その後日本の景気下降局面は3年間続き、後退期間としては当時としては戦後最長となった。景気回復の原動力はレーガノミックスによるアメリカの高金利ドル高政策により、日本企業による集中豪雨的輸出といわれるほどの輸出主導型の成長であった。

81年以降、日銀は金融緩和政策を実施したが、金融の国際化・自由化が進んだ環境のもとでアメリカの高金利・ドル高政策と整合性を欠く政策を実施することはできない。そのため80年代は国内の金利水準が大きく動かないまま推移した。一方、財政政策については低成長への転換ができないまま従来 of 赤字の累積と金利負担の増加に歯止めがかからず、公共投資による積極的な不況対策を実施できなかった。83年に景気のピークを迎え、85年6月に景気の山を迎えるのであるが、その上昇の傾きは小さいので好況感はないといっても過言ではない。

85年9月にプラザ合意が発表された後、急速な円高が生じた。その後86年11月に底をうつまでの後退期間が円高ショックによるものと一般に言われているが、プラザ合意より3カ月前にピークを迎えていることからそのことは日本の景気後退の加速要因の一つではあってもその基本的原因ではない。その後公定歩合も急速に引き下げられて86年には戦後最低の金利となった。もっともこのころ金融の自由化と国際化が進展したので、日銀が公定歩合を操作できる幅や期間については裁量の余地は制約されるようになり、公定歩合がある程度市場の実勢を反映しているともいえる。外国為替の実勢を無視したドル相場の是正、原油価格の低下や世界的な規模での景気の同時的回復などの事情により、80年代後半の先進諸国は成長率が高くなった。また一部の第三世界の国々における債務累積の急増から、これらの国々が一次産品を増産し、これらの品目の世界的な供給量が急増したので原材料価格が低下した結果、先進国の一般物価が上昇せずに成長率が高まったことも見逃せない。

---

## 注

- 1) クズネッツ『近代経済成長の分析』東洋経済新報社、藤野正三郎『日本の景気循環』勁草書房、寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店、篠原三代平『戦後50年の景気循環』日本経済新聞社等がこのテーマに関するまとまった成

果である。

- 2) 景気変動に対して日米の金融政策当局のスタンスは大きく異なる。例えば、Bernanke, B. and A. Blinder [1992] によれば、三変数 VAR を推定した結果、フェデラル・ファンド・レートはインフレ・ショックに対して正の反応を、また失業率に対しては負の反応を示す。このことを本論中の日本の経験と比較すれば、両国の政策が大きく異なることが明らかになる。
- 3) 高度成長開始前の日本経済について展望するには、吉川 [1992] の第 1, 2 章, 寺西 [1982], [1991] の第 2 章, 日本銀行 [1986] の補論, 篠原 [1994] の第 2 章などが参考になる。なお、所得データについては旧 SNA 体系による。
- 4) アメリカの金融政策の失敗については、Romer, C. D. and D. H. Romer [1990] を参照されたい。それによれば、戦後 1980 年までアメリカではインフレを抑制する目標のため産出水準（経済成長率）が犠牲になったケースが 6 回あったという。
- 5) この点に関する構造的改革案も数多く提案されているが、鈴木 [1994] および竹中 [1994] が説得的である。
- 6) 1980 年代にはマネタリズムの流れに替わって、King, R. and C. Plosser [1984] に代表される、新古典派の極限的な景気循環論が大きな潮流になりつつある。これとは両極の反対側に位置する立場として、Gordon, R. [1986] も注目すべきである。

#### [参考文献]

1. 植田和男 (1993) 『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済新報社
2. 貝塚啓明・原田泰 (編) (1993) 『90年代の金融政策』日本評論社
3. 経済企画庁『経済白書 (各年版)』大蔵省印刷局
4. 篠原三代平 (1994) 『戦後50年の景気循環』日本経済新聞社
5. 鈴木淑夫 (1974) 『現代日本金融論』東洋経済新報社
6. ——— (1994) 『日本経済の将来像』東洋経済新報社
7. 竹中平蔵「日本経済再生のラストチャンス」『THIS IS 読売』(1994年1月号)
8. 寺西重郎 (1982) 『日本の経済発展と金融』岩波書店
9. ——— (1991) 『工業化と金融システム』東洋経済新報社
10. 中川幸次 (1981) 『体験的金融政策論』日本経済新聞社

11. 日本銀行 (1986) 『新版 わが国の金融制度』日本信用調査
12. 藤野正三郎 (1986) 『日本の景気循環』勁草書房
13. ——— (1994) 『日本のマネーサプライ』勁草書房
14. 吉川洋 (1992) 『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社
15. Bernanke, B. and A. Blinder [1992], “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission,” *American Economic Review*.
16. Gordon, R. (ed.) [1986], *The American Business Cycle : Continuity and Change*, Univ. of Chicago Pr.
17. King, R. and C. Plosser [1984], “Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle,” *American Economic Review*.
18. Kuznets, S. [1966], *Modern Economic Growth : Rate, Structure and Spread*, Yale Univ. Pr.
19. ——— [1971], *Economic Growth of Nations : Total Output and Production Structure*, The Belknap Press of Harvard University Press.
20. Romer, C. D. and D. H. Romer [1990], “New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism,” *Brookings Papers on Economic Activity*.
21. Singleton, K. J. [1993], *Japanese Monetary Policy*, The University of Chicago Press.