

戦後日本の経済発展と金融構造

加藤 裕 己

はじめに

2007年に始まったサブプライムローン問題による世界的な金融危機は、2008年秋以降実体経済に大きな影響を及ぼし、金融システムの安定性が経済安定に重要な要因であることを示している。1990年代のバブル崩壊後の日本経済においても、不良債権処理の遅れによる金融システムの不安定さが、経済活動の回復の遅れにつながったとされる。金融危機の発生に対しては、量的金融緩和策が採用し、流動性を潤沢に供給することで金融システムの安定が図られている。歴史的に見ても、各国の金融構造の発展と企業の資金調達や経済構造、経済発展とは密接に関係している。企業のガバナンスにおいても金融システムとのかかわりが重要な役割を果たしている。

伝統的には金融構造は、資金不足主体の資金調達が、金融機関を通じて間接的に資金余剰主体から行われるのか、市場を通じて直接に行われるのかで間接金融、直接金融と分類されてきた。しかし、この分類も検討が必要とされている。間接金融は資金余剰主体が銀行などの金融機関に資金を預託し、金融機関が様々な形でリスクをとり分散を図りながら資金不足主体である企業部門へ資金を貸し付ける形態であり、直接金融は、資金余剰主体がリスクをとりながら直接証券市場などを通じて資金不足主体の証券などを購入することで資金供給を行う形態である。しかし、資金余剰主体の資金運用が多角化を始めると共に、直接金融の形態も変化をしている。証券などを通じる資金供給経路も、個々の資金余剰主体が、個別企業の証券を購入することで資金供給を行うのではなく、投資信託などを通じて行われることが少なくない。銀行預金とそれに基づく貸付を間接金融と呼び、資金余剰主体が直接資金不足主体に資金供給を行う形態を直接投資というのであれば、最近の投資信託など資金運用を行うファンドを通じる資金供給は、株式や債券の購入によるものであれ直接金融とは言い難く、間接金融の一形態とみなすこともできる。ファンドなどの資金融用として証券が保有される場合、ファンドは個人の余剰資金を預かりそれを投資先に配分する金融仲介業の役割を果たしているといえ、余剰資金の保有主体である個人と資金供給を受ける企業との間には直接的な資金の受け渡しという関係はない。こうした形態は市場型間接金融と称され、ファンドが資金供給を受け、適切な投資先、企業を選択することで短期的にも高収益をあげ、資金の預

戦後日本の経済発展と金融構造

託者に配分することが求められる。この結果、企業側もファンドを通じる資金供給を受けられるため、短期的な収益の高さや株価の上昇を目的とした企業経営が行われやすい。こうした金融構造の変化は、実体経済、マクロ経済に大きな影響を及ぼしており、特に2008年秋に始まった国際的な金融危機は、こうした資金供給によりマクロ経済が大きく影響を受けることを示している。

本稿では、日本経済の高度経済成長期を中心に70年代のインフレ進行時までの金融システムと経済活動、経済構造との関係などについて検討する。具体的には、戦後復興期における金融政策の役割、高度経済成長期での様々な期性下での貯蓄による資金集中と民間投資への資金誘導、高度成長の終了後の国際金融制度の変更やオイル・ショックなどの変動期における金融構造の変化や金融政策の役割、などを検討する。

1. 戦後復興期の経済構造と金融

第二次大戦後の1945年から55年の10年間、日本経済の平均成長率は9%近くにも達する高いものであった(表1)。経済成長に大きく寄与したものは、高度成長期の民間設備投資とは異なり個人消費支出であった。高度経済成長期には民間設備投資の平均伸び率が18%近いものであるのに対し、この期間は6%弱に過ぎず、個人消費の伸びは約10%と高度成長期を上回っている。強い消費支出の伸びは、戦時中の抑制された消費生活の反動といった側面が強かった。

1.1 ハイパーインフレによる公的債務の処置

高い経済成長率を背景にこの時期に経済の再建がなされていったが、その道程は単調なものではなかった。1947年に政府は、経済実相報告(第一回の経済白書)は、当時の困難な状況を「政府も赤字、企業も赤字、家計も赤字」と表している。高い消費支出の伸びは、所得の増加からではなく貯蓄の取崩によって行われ、企業は十分な収益の確保ができず、政府は歳出を賄うにたる税収の確保からは程遠い状況であった。このような状況の下でも、日本経済にとって幸いであったことは経済再建のために対外負債の累増を見なかったことである。

表1 戦後復興期の経済成長

	1946-55年度	1955-70年度
国民総生産	8.9	9.6
消費支出	9.8	8.6
民間設備投資	5.7	17.7

注) 大蔵省「昭和財政史19」、経済企画庁「国民経済計算」より作成

表 2 戦後復興期のインフレーション

	卸売物価	消費者物価	
		全都市	東京
1945	51.1	na	na
1946	364.5	na	na
1947	195.9	114.6	115.6
1948	165.6	83.0	73.2
1949	63.3	31.9	25.3
1950	18.2	-6.8	-7.2
1951	38.8	16.4	16.2
1952	2.0	5.0	4.2
1953	0.7	6.6	7.6
1954	-0.7	6.4	5.4
1955	-1.8	-1.1	-1.5

注) 大蔵省「昭和財政史 19」, 単位%,

但し, 消費者物価の 1947 年は, 46 年 8-12 月の平均に対する比率。

因みに, 47 年 10-12 月期の前年同期比は, 全国で 186.9%, 東京都区部で 195.2%。

この時期日本経済は激しいインフレに直面した。1946 年には卸売物価指数は, 前年比で 300% を越える上昇を示し, その後数年間 100% 以上の上昇を続けた。一方, 消費者物価も 1947 年には前年比で 100% を超える上昇を記録し, 特に 10-12 月期には前年比で 200% 近い上昇となった (表 2)。激しいインフレの原因として, 第一は, 戦時下では強制的に貯蓄が行われたが, 44 年の大空襲後に人心の安定といった目的から資金の放出が行われたこと, 第二に戦後軍人に対する給与や発注済みの軍需品に対する支出, 前渡し金など臨時軍事費の支給などにより資金が大量に供給されたこと, などにより資金供給が急増し, 需要が大幅に増加したことが指摘されている。経済安定本部では, インフレに対処するため, 価格統制と物資の配給, 割当を行ったが, インフレの鎮静は見られなかった (黒田, 1993, P24 ~ 34)。

この激しいインフレの進行は, 資産負債両面を通じて実体経済に大きな影響を及ぼした。岡崎・吉川 (1992, p 72) は, その影響を次の三点にまとめている。第一に, 戦時中の大量国債発行により, 国債残高は大きなものであったが, インフレによりその実質価値がほぼゼロとなった。第二に, 預金価値もインフレにより大幅な減少を見た。46 年の金融緊急措置によって全ての通貨を銀行に預金することが義務付けられ, 引出も生活に必要な最低限の一定額を新円で認められたただけだった。それ以外の預金は封鎖されたため総預金の約七割が封鎖され, インフレにより大きくその価値を減少させた。預金価値の減少は, 政府や企業への債権価値の大幅減少や戦時補償債務の切捨てにより打撃を受けていた金融機関の経営が救済された。第三は, 旧小作農の負債が実質的に解消されたことである。農地解放により旧小作農は, 政府や地主に対して土地代金による負債を負っていたが, 土地価格が 45 年を基準とされたため, インフレにより負債がほぼ解消した。

表3 戦後の生産能力と生産量

	鉄鋼	非鉄金属	機械	化学	繊維
1947年3月末生産能力	100.2	84.7	65.9	75.2	56.6
1947年末生産	12.1	26.7	14.6	17.8	14.4
1947年9月生産	15.9	26.9	15.9	24.3	15.0

注) 大蔵省「昭和財政史」戦前ピークに対する比。各産業分類の単純平均

1.2 復興金融公庫の創設と問題点

生産の増加とインフレ抑制のため46年の金融緊急措置法が制定に続き、翌47年1月には復興金融公庫が設立され、金融機関融資規則に基づく復興資金の配分メカニズムが導入された。また、同時に戦時中の生産設備の被害は産業にもよるがそれほど大きなものではなく、深刻な原燃料の供給不足がボトル・ネックとなって総供給の増加を制約し、インフレの原因となったとして、供給力の増加のため1947年央から49年3月まで傾斜生産方式が実施された。因みに、30年代後半の戦前ピーク時との比較で1947年3月末の生産能力をみると、鉄鋼業はほぼ同水準にあり、非鉄金属や化学で8割前後の水準を保っており、一番被害の大きかった繊維産業が約6割の水準であった。生産能力という観点からは、重化学工業ではその大部分が温存されたということが出来る。しかし、生産量は、ほとんどの産業で、労働力や原材料の不足から戦前ピーク比で8割近い減少となっている(表3)。そのために、傾斜生産方式に基づき復興金融公庫による設備資金の割当、価格差補給金としての補助金の供給、等が重点産業とされた石炭、鉄鋼、電力、海運に対して行われた。しかし、復興金融公庫による民間への信用供与は、産業の資金調達面では有効であったが、同時にその債券は日本銀行が引き受ける形で発行されたため、通貨供給を増大させた。加えて、価格差補給金を始めとする特殊補給金も財政を圧迫し、通貨供給量を増加させることでインフレ圧力を高めた。

傾斜生産方式によりボトル・ネックの発生源として考えられていた石炭業における生産の増加は、49年3月までの実施期間中で約40%の増加にとどまいるが、鉄鋼では2.5倍となるなど製造業全体では約60%の生産増加となりある程度の成果を上げている(表4)。しかし、初期の生産水準が非常に低かったことを考えると十分な成果があったとは言にくい。生産の回復が傾斜生産方式とどの程度係わりがあったのかは明確ではないが、インフレの抑制については期待通りの効果を持ったとはいいがたい。傾斜生産方式のインフレ抑制という目標は十分に達成されなかったとはいえ、実行過程での成果物は小さなものではなかった。この過程での供給基盤の整備がドッジ・ラインにおける需要抑制策による物価安定に貢献したともいえる。また、生産の増加を求めて行われた石炭業や鉄鋼業におけるさまざまな産業の合理化は、着実に進展していった。鉄鋼業においては技術進歩が促進され、大量生産を可能とするとともに大幅なコスト・ダウンが実現された。こうした技術進歩によって生産過程における合理化が可能となり、高度成長時代への条件整備となったことが指摘されている(吉川、

表 4 産業別生産指数の推移

	1947.9	1948.9	1949.4	1949.9
鉱工業	23.9	33.8	39.2	38
	100	141	164	159
鉱業	56.9	69.5	79.3	78.7
	100	122	139	138
石炭	67.1	82.2	93.4	91.3
	100	123	139	136
製造業	21.4	31	36.2	34.9
	100	145	169	163
鉄鋼	14.3	24.8	36.3	37.3
	100	173	254	260
非鉄	32.5	49.2	54	51.1
	100	151	166	157
機械	21.5	37	42.5	35.7
	100	172	197	166
化学	18.3	24.3	30	30.9
	100	133	164	169
繊維	20.6	25.6	29.6	30.4
	100	124	144	148
産業計	25.1	35	40.5	39.2
	100	139	161	156

注) 大蔵省「昭和財政史 19」, 1955年=100の指数, 下段は47年9月との比率

1992, p4)。

1.3 ドッジ・ラインによるインフレ沈静化と経済改革

インフレの抑制は、ドッジによる経済政策が1949年4月から施行されるまで待つこととなった。ドッジの政策は、金融引締と政府歳出の抑制、単一為替レートの導入という三つの柱からなっていた。具体的には、金融面では、過剰な貨幣供給に繋がったとして復興金融公庫の活動が停止され、財政面では、価格差補給金などの廃止が行われた。こうした厳しい財政・金融政策の引締は、復興途上にあつた日本経済に深刻な影響を及ぼし、強いデフレ効果が現れた。この結果、1950年には金融緩和が実施され、再び通貨供給量が増加するなどデフレへの対応がなされた。金融緩和が行われたとはいえ、厳しい緊縮財政の効果もあって激しいインフレの鎮静化という当初の目的は達成された。一方でハイパーインフレの進行は、経済的な混乱を招いただけではなく、先に見たように公債などの実質的な価格低下させ、公的債務の処理を可能とし、戦間期を通じて拡大した財政赤字の解消につながり、戦後の財政基盤の安定に貢献した。

また、為替レートの統合は1949年4月に行われ、それまで複数為替レートの下で海外との

取引が行われていたものが、1ドル360円の単一レートとなった。この為替レートは1971年のスミソニアン合意まで約20年間継続し、輸出を促進し、経済構造の転換と高い経済成長に大きく寄与した¹⁾。360円という為替レートの水準が割安であったか割高であったかについては議論の別れるところであるが、その後の輸出の増勢などを考え合わせると生産性を高め経済成長を続ける中で割安なものになっていったと思われる。

1.4 金融制度の再編

こうした中で、戦前の自由な金融システムから規制に基づく金融システムへの金融制度の再編が、金融機関の行う業務により分業制・専門制に基づいて整理をする考え方により進められた。公的金融機関は、まず中小企業金融のための国民金融公庫や住宅投資向け融資を扱う住宅金融公庫が、次いで51年には貿易振興と国内産業開発のため日本輸出入銀行や日本開発銀行などが設立された。また、民間金融機関については51年に相互銀行法、52年には長期信用銀行法、貸付信託法など各種の法整備が行われ専門金融機関制度が形成されたことで50年代前半には戦後の金融制度が確立した。同時に、銀行と証券に分離も確立された。金融制度の再編は、銀行分離主義に基づき、競争制限的な措置を採用することで金融システムの安定性を図ることを目的とした。特に銀行の業務範囲の限定は、新規参入の制限や分離主義による銀行制度を維持するために重要な規制であり、金融機関は、長期金融と短期金融、普通銀行と信託銀行、銀行業務と証券業務と様々な基準で分離されたことが指摘されている(日本銀行金融研究所, 1995, p15～20)。以下で詳細を見てみたい。

第一の長短金融の分離は、銀行を信用供与期間の長期と短期の違いによって分類することで、専門性を生かした資金運用の効率化を図るとともに、期間のミスマッチの発生によるリスクを防ぐことを目的とした。長短金融の分離は、長期信用銀行法により制度化され、普通銀行は運転資金中心の短期金融を、長期信用銀行および信託銀行は設備資金中心の長期金融を行うよう決定された。こうした分離に伴い、普通銀行は資金調達でも最長の定期預金でも期間3年を上限とする短期資金を中心とした預金による資金調達が、長期信用銀行や信託銀行は預金のほか金融債や貸付信託などより長期の資金調達が認められた。長短金融の分離は銀行預金の預入期間への規制により実効性が保たれてきたが、資金運用面では普通銀行に対する制限は設けられず、長期貸出比率が上昇していった。

第二の銀行・信託の分離では、原則として同一の銀行が銀行業務と信託業務を営むことを禁止し、信託業務を行う銀行の範囲を限定するものであった。この規制自体は、起源を22年の信託法、信託業法までにさかのぼることができる。戦時下では資金調達の円滑化のため普通銀行による信託業務の兼業が認められた。戦後にはインフレの進行による信託商品の売行

き不振から経営が悪化した信託銀行の救済を目的として普通銀行への転換が進み、銀行業務と信託業務を行う信託銀行が誕生し、中期金融機関として設備投資資金の供給を担った。その後、54年には地方銀行の信託勘定が閉鎖され、59年、62年に都市銀行の信託部門が信託銀行として分離された。

第三の証券・銀行の分離は、銀行の証券業務の兼業を禁止する措置である。戦後の金融制度改革でアメリカのグラス・スティーガル法に習って導入された。この禁止規定は、国債、地方債などの公共債は例外として適用されない。例えば、銀行は、国債の引受はできるが、窓口販売は行わないとされた。その後、75年の大量国債発行に伴い、国債の窓口販売など公共債を対象とした銀行の証券業務の範囲に関して議論が広がった。82年の改正銀行法において銀行の証券業務について明文規定を設け、制度の具体的運用は実情を踏まえて判断する、ということで解決が図られた。この証券・銀行の分離も93年の金融制度改革関連法施行により、銀行・信託・証券・保険の相互参入が認められたことで実質的には撤廃された。

金融システムの安定性・安全性を重視したきめ細かい規制下で再編された金融制度により、各金融機関は役割を限定され、基本的に安全資産の供給により家計部門の資金吸収を行うとともに、低い金利での産業部門が行われていくこととなった。

2. 高度経済成長期での金融構造

高度経済成長期は55年から70年までの15年間に亘って継続した。この間「投資が投資を呼ぶ」といわれるように民間設備投資主導により平均で10%近い高成長が実現した。また、高い経済成長により所得水準が上昇し、旺盛な設備投資により増大した生産能力により良質で廉価な耐久消費財が大量に供給されたことから消費の高い伸びももたらされた。技術進歩による大量生産により耐久財の価格低下が引き起こされたことで、消費の増加は続いたが、所得の伸びから家計部門は高い貯蓄率を記録し、産業部門への安定した資金供給主体となっていた。

2.1 規制金利下での資産選択と銀行行動

家計部門の金融資産の蓄積はそれほど厚いものではなく、リスクに対する許容力が小さいため安全資産が強く選好された。戦後期における金融機関の分業制・専門制により、銀行と証券が分離され、銀行へのアクセスが比較的容易であったことや銀行の提供する預金が護送船団方式の下で安全性が保証されたことから家計部門の資金は銀行部門に集中的に吸収された。

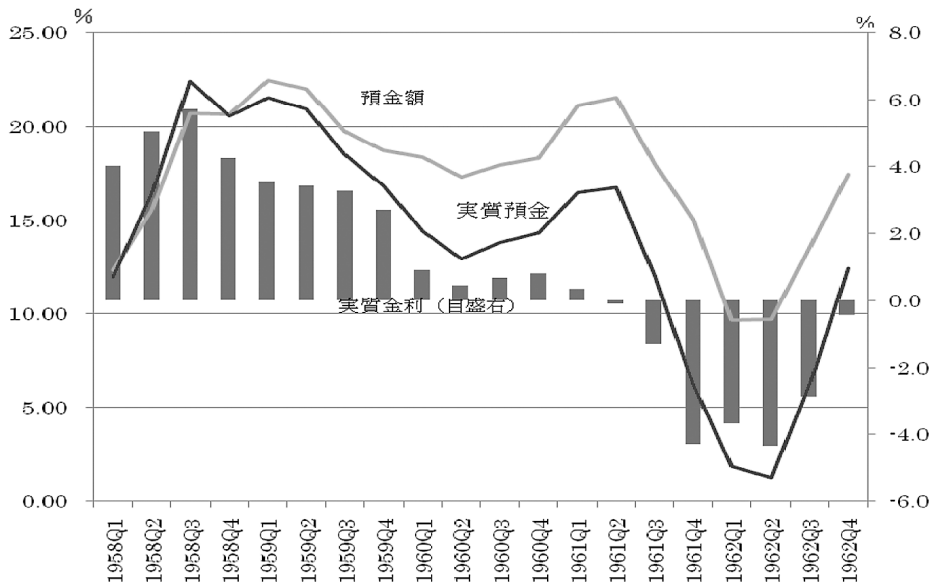
家計部門は、高い経済成長により所得が増加する中で、低利にもかかわらず銀行預金と長期信用銀行から供給される金融債を保有した。官民を挙げての貯蓄増強運動がすすめられ、一定限度額まで非課税とする少額貯蓄非課税制度も資産蓄積を奨励するため始められ預金の増加に貢献した。家計部門は、規制金利下で預金金利が銀行によって異なることがないため、収益率の違いから銀行を選ぶインセンティブに乏しかった。そのため、銀行の選択は、支店へのアクセスしやすさや銀行員との個人的な関係といった経済外的な要因に大きく依存した。家計部門は、規制金利の下で銀行預金を中心に安全資産の蓄積が進めたが、次第に収益性を求めた金融資産選択の多様化が見られ始めた。70年代には流動性預金から定期性預金や定額郵便貯金へのシフトが、80年代には定期性預金から保険、信託投資へのシフトが生じた。特に、80年代後半には、一時払い養老保険や変動保険などでより高利回りが示されたことから資産運用先として保険商品が強く選好された。また、投資信託も株式投資信託での高収益から運用が増価するなど保有比率が高まった。この結果、家計部門の金資産残高に占める預貯金の比率は高水準ながら低下した。

銀行部門は、規制金利により利鞘が保証されていた。この時期、企業には強い設備投資意欲のもとで資金需要は旺盛であり、低く規制された貸出金利の下では資金の超過需要が発生していた。このため預金量の増加は、貸出先の懸念をすることなく貸出の増加を可能とし、収益の増加に結びつくため銀行は積極的に預金獲得を目指し、激しい預金獲得競争を行った。銀行による預金獲得競争は、規制金利下では非価格競争に頼らざるを得ず、先に述べたように個人的縁故関係などをもとに行員による預金勧誘などが行われた。中でも預金獲得のための有効な手段は支店の増設で、家計部門のアクセスの容易さを担保する支店増設による規模の効果は大きなものがあった。しかし、支店の新設も厳しい規制下に置かれていた。金利規制や支店の開設などに厳しい制約を課した銀行行政は、護送船団方式といわれる金融保護行政でもあった。危機に陥った銀行は、健全な銀行に吸収合併され倒産が回避された。支店の開設が厳しく規制される中で、こうした合併は支店数を増加させる有効な手段であり、不採算行の合併にかかるコストを上回るレントをもたらしたと指摘されている。銀行部門に吸収された家計部門の余剰資金は、人為的な低金利政策の下で重点産業への選別的な優先貸出策などに基づいて供給された。

2.2 規制金利下での資産蓄積

高度経済成長は、厳しい金融規制下にあったにもかかわらず、預金を中心に金融資産の蓄積が進み、産業に十分な資金供給がなされたことで実現した。金利が規制されている状況下では、金融の深化は進まないことが指摘されているが、日本の場合には人為的低金利政策により預金金利は低水準に抑えられ、貸出金利も規制下にあったが、金融資産は預金として蓄

図 1 預金額と実質金利の推移



備考) IMF. “International Financial statistics” より作成
 預金額の増減 (%) は目盛左, 実質金利は目盛右 (%)

積が進んだ。

規制金利をはじめとする厳しい金融規制の中で、安全資産を中心に資産蓄積が進んだ要因としていくつかの点が指摘できる。第一は、低いインフレ率である。高度経済成長期には、低金利政策により預金金利は低く抑えられていたが、高い生産性の伸びからインフレ率は低いものにとどまり実質金利の大幅な低下が生じることはなく、また資産残高の実質価値の減少がほとんど見られなかったことも安全資産を中心に資産蓄積を進めさせた（寺西編，2007，p7～9）。第二に、銀行部門へレントの提供である。銀行部門には、金利規制下で利鞘の確保というレントを与えた。このレントにより預金量の増加は収益の増加に結びつくことから預金獲得競争が行われ、銀行行政の手段として店舗増設などの規制が有効に活用された。第三に、官民一体となった預金増強運動や小規模預金への優遇税制などの税制面での支援も預金による資産蓄積に効果を持った。第四に、メインバンク関係により銀行は、安定し旺盛な企業の資金需要に対応するためにも豊富な預金を必要とした。企業はメインバンク関係を構築することによって資金調達コストを低下させ、一方銀行は企業との長期継続的な関係により情報の生産コストを引下げ、情報生産機能を高めリスク管理を行いながら貸出を行うことで企業の資本増強を可能とした。

第一の預金の蓄積と実質金利の関係について詳しく検討したい。まず前掲寺西編（2007）

と同様に預金残高金利の推移を見た。ここでは預金残高の名目額と実質額の前年同期比と実質金利の推移を1958年から1962年末までの期間について検討した(図1)。預金残高は、普通預金と定期性預金の合計額を用い、それを消費者物価で実質化した。実質金利として定期性預金金利から消費者物価の前年同期上昇率を差し引いたものを用いた。これから明らかなように、名目預金額は、物価水準が安定し低金利の規制された中で実質金利が正の値をとった1961年前半までは預金残高は20%前後の高い伸びを示したが、61年後半から62年半ばにかけてインフレが進み実質金利が2%から4%の負の水準となると預金総額の伸びは10%程度にまで低下している。実質預金額は、ほぼ名目預金額の動きと同様の動きを示しているが、インフレ率が上昇した62年初においてもわずかながら増加を続けていた。実質預金額の伸びと実質金利とはより明確な相関関係をみることができ、実質金利が高水準である時は、実質預金額は高い伸びを示し、マイナスに転じると伸びを大きく鈍化させている。

この点を、より明確に見るために普通預金と定期性預金、およびそれらの合計額の前年同期比を被説明変数としインフレ率(消費者物価の前年同期比)、預金金利などを説明変数とする回帰分析を行った(表5)。推計期間は、高度経済成長初期の1958年第1四半期からから1962年第4四半期までとした。これによれば、普通預金の増加には、実質金利水準は影響がみられないが、定期性預金、預金合計では実質金利の上昇は明瞭に預金額を増加させる関係をみることができる。特に関係が強くみられた定期性預金について、預金金利とインフレ率に分けて検討を行った。預金金利、インフレ率とも符号条件は満たすが、預金金利は有意性に欠ける。そこで預金金利を外してインフレ率だけを用いて推計を行ったところ、実質金利で推計したものと変わらない結果が得られた。この期間は、低金利政策が採用されていたこともあって、預金金利の変動が少なく、実質金利の変動はインフレ率の変化によってもたらされたためといえる。次に、実質化した普通預金、定期性預金、預金総額の前年同期比と実質金利との関係をみたここでは実質金利として、預金金利と消費者物価の前年同期比の差を用いた。名目額とは異なって、すべてにおいて実質金利は符号条件を満たし有意となり、相関係数もかなり高い値に変化した。このことから明らかなように、この時期の預金額の増減には実質金利水準の変化が大きく影響をしたといえる。低インフレにより低金利政策下で預金金利も低い水準に抑制されていたにもかかわらず、実質金利水準がプラスとなったことが預金の蓄積を進めたといえる。

経済成長によりある程度の所得水準が達成され資産蓄積が進む前に、また十分な情報の開示がなく適切にリスク評価を行えない状況下で金融自由化が進められると、情報の偏りやリスク評価なしに収益性のみを求めた資金の不効率な配分が生じ、資産蓄積や経済成長の実現を阻害することも考えられる。また、インフレが進む状況下で金融の自由化や国際化が進められた場合には、異常な高金利の出現や資金の国外逃避により資本増強のための貯蓄蓄積が

表 5 預金と実質金利の関係

	定数項	預金 金利	インフレ	実質 金利	R2	DW		定数項	実質 金利	R2	DW
名目							実質				
普通預金	13.53			0.23	0.01	0.49	普通預金	2.13	-0.088	0.66	0.84
	7.54			0.4				45.4	5.91		
定期性預金	18.77			1.08	0.88	2.18	定期性預金	6.29	-0.30	0.76	0.77
	65.31			11.77				45.0	11.77		
預金計	16.83			0.722	0.3	0.58	預金計	4.16	-0.21	0.79	0.78
	22.65			3.05				50.9	8.17		
参考											
定期性預金	14.59	2.04	-1.04		0.87	2.12					
	1.03	0.62	6.43								
	23.42		-1.12		0.88	2.23					
	55.77		11.64								

備考) IMF “International Financial Statistics” より作成。

推計期間は 1958 年 Q1 から 1962Q4 まで。被説明変数は前年同期比 (%) を用いた。

また、インフレ率は消費者物価の前年同期比 (%) を用い、実質金利は預金金利との差

表の下段は t-value

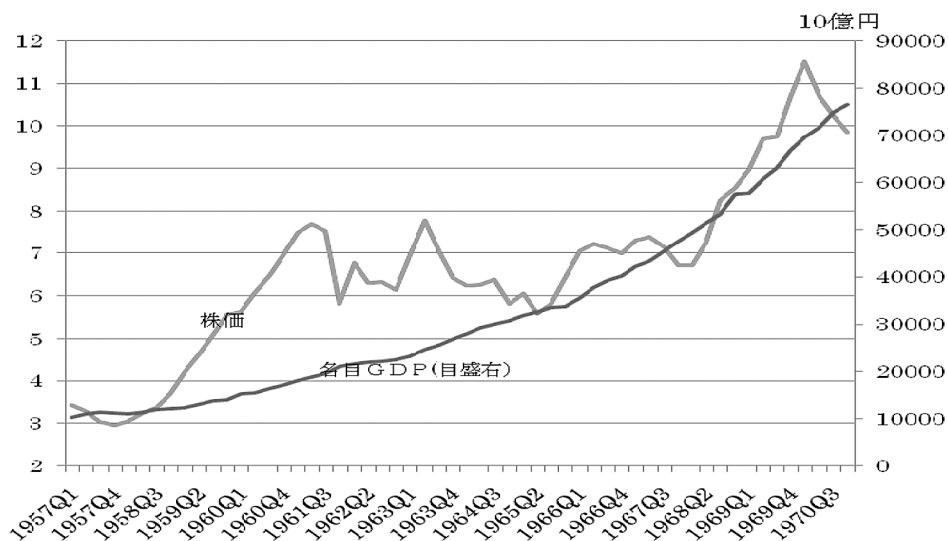
進まない可能性が高い。日本の場合には、すでに見てきたように戦後のインフレを克服した後は、生産性の上昇によりインフレ率は低い水準にとどまり低金利政策の実施を可能とした。逆に、低金利政策により選別的な資金供給を重点産業に対して行うことで高い経済成長が実現させ、生産性の上昇からインフレの低い水準にとどめたともいうことができる。高い所得の増加が新しい貯蓄の増加を生み出し、低金利ではあったが低いインフレのもとで銀行への預金の蓄積が進み、間接金融による資金供給に繋がるなど好循環があった。

2.3 直接金融市場の特色

直接金融市場も厳しい規制下にあり、株式市場も債券市場も十分に発展したものとはなっていない。社債は、適切な価格付けが行われていなかったことや発行条件が高く設定されていたことなどから流通市場の整備が十分進まず、家計部門にはなかなか選好されなかった。また、株式は、情報公開が未整備であったことや、配当よりもキャピタルゲインが期待されるリスクの高い金融商品との認識が強く家計部門の選好は高くはなかった。

株式市場は、1947 年に旧財閥系の企業株式が個人向けに放出され、49 年には市場三原則²⁾に基づき証券取引が再開された。この時期株式の個人保有割合は高いものであったが、資産蓄積が十分ではない状況下ではリスクが高く、次第に個人の保有割合は低下していった。50 年台後半から、好調な企業収益が続いたことで、株価は急上昇を続け株式市場が活況になっていった (図 2)。57 年末から 61 年初のピークにかけて株価は約 2.5 倍にまで上昇した。家計部門は、収益率の高さから株式や新しい金融商品である投資信託を次第に選好し始め、投

図2 高度成長期の株価の推移



備考) IMF “International Financial Statistics” から作成。株価は、2000年=100の指数

信ブームが生じた。投資信託の残高は、55年ころから急増し、その後比較的风险の低い公社債投資信託の販売が開始されたことからさらに大幅に増加した。しかし、家計部門は、投資信託には元本保証がないことなど情報を十分に持っておらず、リスクへの認識がなかったことが指摘されている。家計部門の投資信託への選好は、適切なリスク評価や認識の下で資産選択によるものではなく、単に収益率の高さに着目した結果であった。また、比較的安全と思われた公社債投信においても公社債の流通市場が未整備という問題を抱えていた。この時期には資産蓄積の進め、資産の厚みを持った家計部門が、資産選択で直接金融市場での危険資産への選好を高め株式の保有も増加し、企業の資金需要に対応し始めたとも見ることができるが、その動きは長続きしなかった。

60年代に入ると企業収益は伸び悩み、高騰を続けてきた株価も低迷し始めた。株価は、61年央にはピークを付けた後、年末にかけて大幅に下落し、その後ほぼ横ばい圏内で推移した。株価の下落は、投資信託の額面割れにつながり家計部門が投資信託の解約を進める事態に陥り、投信ブームは終焉を迎えた。家計部門は再び、安全資産選好を強め、個人の持株割合は低下し、金融機関や法人企業の持株比率が上昇した³⁾。株価は63年に入って上昇に転じ年央には61年のピーク水準を回復したが長続きせず、年後半には再び大幅に下落した。

64年1月には大手銀行や証券会社の出資により日本共同証券が、株価下落防止を目的として設立され、株式の買い入れを行ったが株価の下落防止には十分な効果を見ることはなかつ

た。64年10月から景気は後退局面に入り大型倒産が相次ぎ、株価は下落を続けた。65年1月には証券会社を中心となって日本証券保有組合が、株式需給の改善や資本市場の機能回復により株価を安定させること目的として設立され、株式の買い入れを行った。しかし、山一証券が経営危機に陥り、資金繰りが困難になったことから5月には政府は日銀法25条を発動し無担保・無制限の特別融資を実施し、危機の回避を図った。こうした措置にもかかわらず株価はその後も低迷を続けた(図2)。株価の回復が始まったのは、65年7月に戦後初めて赤字公債発行による総合景気対策の実施が決定されてからであった。株価の回復とともに、日本共同証券などは購入した株式の売却を進めた。しかし、市場での株式売却を進めたことは、株価の回復を進めるうえでの障害となった。株価への影響を避けるため、市場を通じる売却ではなく関係法人が引受ける形での売却が進められた。企業グループの再編成や資本自由化への対応策として株式の持合いが進んだこと、生命保険会社などの機関投資家による株式保有の増加など、により株主構成は金融機関や事業法人の割合が増加し、個人の割合は低下を続けた。

個人の保有割合が低下したことの要因としては、第一に金融機関や企業間での相互保有が進み、市場での流通割合が少なかったこと、第二に情報公開が未整備であったこと、第三に市場形態が、配当よりも価格変動によるキャピタルゲインを指向する市場参加者の選好にそくしたものであったこと、第四に価格の変動が大きくりスクが高い金融商品という認識が強かったこと、などがあげられている。また、株式市場の問題点として、69年に時価発行増資が行われるまでは、増資は株主に対する額面割当増資が主流で市場機能を活用するものではなかったことが指摘されている。

公社債市場も、市場を通じる取引ではなく日本銀行と受託銀行、引受証券会社が起債銘柄や発行金額を決定し、銀行などによる消化が主流であった。

債券市場では、47年に新規社債発行条件や資格に関する規制が戦時中に続き継続して採用され、その後、56年には東京・大阪証券取引所で債券の売買が開始されるなど、制度面での整備は徐々に進められてきた。高度経済成長期には、事業債発行市場での起債額は、起債会によって長期資金市場の需給動向を検討したうえで調整が行われた。起債額の調整では、公共債の発行が優先され、金融債は、産業資金供給のため調整の対象外とされたが、事業債は厳しい起債割当が行われていた。厳しい市場規制下で発行された事業債は、家計部門での資産蓄積が十分に進んでいなかったこともあって、発行企業と融資関係などで関係の深い銀行などを中心に割当られ消化された。新発債の価格も管理下におかれ、都市銀行は市場価格よりも高い価格で社債を購入させられたが、鉄鋼や電力の社債は日銀信用の担保として用いることができ、低利での資金調達を可能とした(寺西, 1993, p131～152)。こうした事業債の消化は、協調融資の一形態として考えられていた(日本銀行金融研究所, 1995, p200)。また、

表6 企業部門の資金調達（1966-70）の国際比較
（構成比：％）

	内部資金	外部資金		計	
		借入金	有価証券		
日本	40.0	60.0	49.0	11.0	100.0
アメリカ	69.4	30.6	12.4	18.2	100.0
イギリス	51.4	48.6	10.3	38.3	100.0
西ドイツ	63.1	36.9	29.6	7.3	100.0
フランス	65.0	35.0	27.4	7.6	100.0

出所) 鈴木淑雄「現代日本金融論」東洋経済新報社

債権の流通市場も十分に整備が進んだものではなかった。その要因としては、第一に規制が多かったことから債券発行が活発化しなかったこと、第二に発行された債券の価格は金利規制からリスクを適切に反映したものとではなかったこと、第三に発行条件が高く設定されていたこと、などがあげられる。このように金利規制と発行調整は公社債市場の健全な発展を阻害してきたが、75年以降国債の大量発行が続いたことで、各種の発行・流通規制措置の緩和・撤廃、発行条件も見直しなど市場の整備が図られ、状況は大きく変化した。

2.4 金融構造の特徴

高度経済成長期には、企業側も資金調達の容易な間接金融に依存することで間接金融の優位性が形成されるとともに、企業の借入れ依存、オーバーボロイングが定着した。

鈴木（1974, p13）によれば、日本の資金調達は、内部資金が40％、外部資金60％という割合になっており、他の主要国とは逆の構成となっている。特に、外部資金は、約90％が借入金となっている。これに対し、アメリカやイギリスでは、外部資金依存度は低く、その大半は有価証券などによる調達となっている。しかし、ドイツ、フランスでは、資金調達は内部資金で多くがまかなわれているとはいえ、外部資金の中では借入金に依存する構造となっている（表6）。大まかに言うのであれば、日本企業の資金調達方法は、大陸ヨーロッパ企業との類似性があった。

日本企業の借入金を中心とした外部資金依存が高いという資金調達構造は、資金需要の旺盛な大企業を貸出先に持つ都市銀行に、慢性的に資金不足を発生させ、優良な大規模な資金貸出先を持たない地方銀行などの金融機関では、吸収した資金の余剰が生じることとなった。このため都市銀行と地方銀行の間では資金の過不足に大きな違いが生じ、資金偏在といわれる状況が作り出された。資金不足となった都市銀行はコール市場を通じて余資金融機関である地方銀行などから資金調達を行ってきた。しかし、都市銀行の資金調達は、コール市場において資金を取り入れるだけでなく、常態的に日本銀行からの借入に依存しており、

この状況はオーバーローン⁴⁾といわれた。この①オーバーローン、②オーバーボロイング、③資金偏在、④間接金融の優位、の四点が高度成長期の金融システムの特徴として指摘されている（鈴木、1974、p3～22）。都市銀行が常態的に資金不足に直面し、日銀借入依存が強くオーバーローンであったことが、窓口指導などの非市場的な金融政策の有効性を担保してきた。また、こうした状況から日本銀行は、貸出の増減、特に都市銀行の貸出増加額に注目し、その繁閑が明確に現れるコール市場に着目をして金融調節を行った。

この期間の金融構造、資金循環面の特徴は、家計部門が、資産選択として銀行預金を選好し、大企業を中心とする企業の資金調達、直接金融市場が未発達であったことなどから間接金融中心となったことに要因がある。また、輸出投資主導の経済成長を実現するため、個人部門の貯蓄を金融機関に集中させ選別的に成長産業へ低利で配分することを目的として、業務分野規制、金利規制、起債調整など各種の競争制限的な規制を策定した金融行政が、間接金融主体の企業金融を形成し、こうした特徴をもたらしたと指摘されている。高度経済成長期の金融取引の枠組みが、価格メカニズムを活用することで有効な資源配分を行うものでなかったことが、こうした金融構造の特徴を生み出したともいえる。また、資金貸出においては、生命保険会社が銀行からの企業への貸出を補完する機能を果たしていたとの指摘もある（福田、2002）。特に、生命保険会社の貸出は、金融引締め時に銀行貸出の減少を補ったことが指摘されている。生命保険会社は、保険料の収集により膨大な資金を保有し、その一部は保険支払いの原資、保険契約準備金としてとして積み立てられたほか、貸出や有価証券、株式などの金融資産や貸出により運用され、そのうち貸出額はかなりの規模となっていた。

2.5 高度経済成長を支えたメインバンク関係の特質

日本の金融システムの特徴はメインバンク制にあるといわれる。メインバンク制は、政府の直接的な規制により軍事産業の重点的な資金配分を行うためのものとして、戦時中の軍事融資指定金融機関制度（1944年）に起源があるとされる。それが、高度成長期には政府の決めた枠組みの中で個々の銀行が独自の意思決定に基づいて資金配分を行う分権的なシステムとして発展してきた（寺西、1993、p131～152）。しかし、個々の独立した意思決定による分権的なシステムといっても、それは各種金融機関の行動範囲は限定され、あくまで政府の枠組みの中に限定されたものであった。直接規制ではなく日銀貸付といった優遇措置や政府系金融機関によるシグナルの提示といった間接規制による公的なインセンティブやシグナルによって影響を受けてきた。

メインバンク制には、いくつかの共通したファクトが見られることが指摘されている（藪下、1992、p9～38）。第一は、企業は複数の銀行から借入れを行うが、メインバンクがその中で最もシェアの高い貸付を行っていることである。第二に、メインバンクは、当該企業

の主たる株主になっている。特に、80年代を通じて借入額でメインバンクへの依存度が低下しており、株式の保有割合がメインバンクの重要な指標として注目されてきた。第三に、メインバンクは、企業の設備投資のための長期資金の供給を行ってきた。第四に、メインバンクと企業との関係は、一時的ではなく長期継続的な関係が多い。第五に、メインバンクは、貸付先企業に人材を派遣するなど人的な関係を持ち、特に経営悪化時には、役員を派遣して経営に関与する。第六に、メインバンクは、企業への資金の提供だけではなく、企業の口座を通じる決済業務や年金基金などの投資サービス、企業経営に必要な各種情報サービスの提供を行うなど包括的なサービスの提供を行ってきた。第七に、メインバンクは、企業が経営危機に陥ったときに緊急融資など様々な手段で救済の努力を行い、倒産した場合にはその際に発生する費用の多くを負担した。以上のように相互に密接の関連しあっており、メインバンクと企業との関係は単なる資金・資本の供給者と需要者という関係を越えた結びつきを持っていた。また、メインバンクのガバナンスが働いたことで、借手企業の安定した経営をもたらし、経営危機の場合の保険機能を持ったとの指摘もある。

メインバンクは、商業銀行としての役割と株主としての側面からの役割の二つがあったとされる。第一の商業銀行としての役割は、企業への最大の貸し手であり、貸し手に関する情報を把握して生産しモニタリングすることで、借り手企業に関する情報の生産コストを引き下げることである。第二の株主としての役割では、業績不振に陥った企業に対して、新しい経営者を選出し交代させることで経営の改善を図ることで、企業買収の代替的な効果を持ったとの指摘がある。しかし、一方で、銀行部門は、家計部門への安全資産の供給は行ったが、貸出では、選別的に産業へ資金集中を行うという政府のインセンティブやシグナルに従い、護送船団方式の下で横並びの貸出しを進めたに過ぎない。貸出でのリスク負担や分散といった面ではメインバンクの役割、機能は限界的ではなかったかとの指摘も存在する。また、長期の設備投資資金の全ての貸出をメインバンク一行で行うことは難しく、他の銀行の協力が不可欠であった。協力を得るためにメインバンクは、企業との長期継続的な関係により蓄積してきた企業情報を、協力銀行に提供し、フリーライドを認めた。このような関係からメインバンクの役割は、厳しい規制金利下での発生した資金の超過需要に対して、信用割当を行う際の資金配分の調整機能を担ったことに限定する見方もある。

2.6 間接金融優位の下でのリスク管理

高度成長期においては、資金需給では慢性的に資金の超過需要が続き、資本量の確保が重要な課題であった。低金利政策による規制金利の下では、リスクを正確に評価した適正な価格付けを行い、価格メカニズムによる資金配分という考え方は薄かった。資金は、政府により重点産業への優先的に配分が行われるよう誘導された。銀行部門は護送船団方式による手

厚い保護行政の下にあるとはいえ、融資先の信用リスクへの対応は必要とされた。しかし、リスクをカバーできない利率の下でのリスク対応策は限られたものしかない。このような状況の下で安全性を確保するために用いられてきたのが有担保原則であった。従来、金融実務取引においては社債発行、銀行貸出、銀行間取引などでは担保付を原則とする市場慣行があり、リスクを反映しない金利のもとでの安全性の確保が図られた⁵⁾。

間接金融を中心とするによる資金配分では、融資は銀行部門と企業との相対取引で行われ、銀行部門には企業の経営情報が生産され蓄積されが、リスク評価に必要な企業の情報開示は十分には行われてこなかった。融資は、各企業の融資案件の収益性や成長性などに基づいた安全性を確保したものではなく、「有担保主義」により「土地・建物」を担保とすることでリスク回避が図られることで行われたことが指摘されている。しかし、土地や建物などの不動産は、それ自体が単独で利益を生むことはなく、不動産は活用され、様々な生産活動などに用いられることで価値が生まれる。しかし、担保物件とされた不動産は、売却価値のみが着目された。高度経済成長期に土地生産性が向上し、開発が進み土地の希少性が増したことや土地資産に対する税制面での優遇措置があったことなどから土地価格は上昇を続け、いわゆる「土地神話」が形成された。土地神話により土地自体が安全資産と同様の評価を受けることとなり、担保物件としての価値を持つことになった。80年代後半には、土地の評価価格の上昇が担保価値の上昇となり、融資を拡大させていった。それがさらに土地価格を上昇させるといった循環に陥り、バブル形成の一因となった。

銀行部門は、預金を受け入れ資金を貸出すことで二種類のリスクを負うことになる。第一は、家計部門の流動性の高い短期の預金を受入、企業部門へ長期の貸付を行うことによる期間のミスマッチから生じるリスクであり、第二は、貸出先企業の安全性にかかわるリスクである。第一の期間のミスマッチは、金利などの変動を通じる市場リスクと流動性リスク、といわれる二つのリスクを銀行部門に発生させることが指摘されている（神門・寺西，1992，p123～140）。

第一の市場リスクは、予期しない短期金利や為替レート⁶⁾などの変動により銀行の収益や純資産価値が急速に悪化するリスクである。第二の流動性リスクは、調達資金と運用資金の期間の違いから生じるものとされる。短期性の資金を受入、それにより多額の長期貸付を行うことにより、長短金利差により収益性が確保されたとしても、ヴォラティリティの高い短期資金による預金引出りリスクである。このリスクは期間のミスマッチが大きいほど大きいと類推される。具体的には、流動性リスクは、予期しない資金の流出により、通常よりも高い金利での資金調達を迫られ、最悪の場合には市場での調達が不可能となるなどのリスクである。重化学工業化が進められる時には、企業の投資は大きな資金を必要とし、投資の懐妊期

間が長く、安定した収益を確保するまでには時間を必要とするため長期の資金需要が増加する。一方、資金供給面では、家計部門の金融資産の蓄積が薄い場合には、短期の全資産が選好される。銀行部門は、こうした期間のミスマッチを調整しながら金融仲介を行うことになる。高度成長期には、所得の増加から貯蓄の蓄積が進んだが家計部門は預金以外の資産選択の幅は狭く、預金として蓄積されたことや、銀行部門の安全性が銀行行政により保障されていたことなどから、流動性リスクが表面化したことは少なかった。一方、銀行部門は、企業へのメインバンクとして融資を継続することで企業情報を蓄積し、投資資金などの資金需要の変動を正確に把握し、企業の資金需要を調整することでリスクの分散を図ったと思われる。また、重化学工業部門の大企業への資金供給を担った都市銀行は、資金不足に直面しインターバンク市場を通じて余資金金融機関である地方銀行などから資金手当てを行うとともに、日本銀行からの借入を行うことでリスク回避が図られた。

企業の信用リスクは、一般的に想定されるリスクであり、貸出先企業の経営状況の悪化などにより、倒産したりすることで貸出した資産価値が消失したり、損害を蒙るリスクである⁷⁾。企業倒産リスクなどに見合った自由な金利設定が行われれば、リスクの軽減は可能であるが、貸出金利規制によるリスク評価を反映しない低金利での融資はリスク回避を困難とした。そのためすでに見たように銀行部門は、企業と長期にわたる取引関係をつくり企業の主要借入先となることでメインバンク関係を構築した。それにより貸出先企業の情報を生産することでリスク管理を図り、企業の業績が悪化した場合には役員を派遣し直接経営に関与し、業績の改善を図るとともに、貸出資産の保全に努めた。また、有担保主義による貸付を行うことで貸出資産の価値の保全に努める事で、リスクの分散が図られた。しかし、先に記したように土地神話の下では土地担保による土地本位制とでもいべき状態を招き、それがバブル期を通じて不良債権の大量発生へと繋がっていった。

2.7 公的金融機関の役割

高度成長期には、民間部門の資金調達において公的金融機関の役割は重要性を増していった。先に見たように政府系金融機関⁸⁾も民間の金融機関と同様に分業制・専門性に基づいて整理され、民間金融機関の資金供給を補うために活用された。公的金融機関は、自ら預金受け入れ業務を行うことなく、郵便貯金制度によって集められた膨大な郵便貯金による資金などを受け入れ、その配分を政府の基本方針の下で行った。郵便貯金は、銀行行政の枠外⁹⁾にあり郵政省所管の郵便事業の一環として、銀行預金に類似の安全資産であった。郵便貯金は、郵便局の店舗数の多さに加え、簡易保険や郵便といったサービスが同じ郵便局で提供されるといった範囲の経済性が発揮されたことから大幅に残高を増加させた。70年代後半には、利回りでの有利性を背景に民間金融機関の定期預金から定額郵便貯金への大量預金シフトが生

じた¹⁰⁾。郵便貯金は、公的機関が提供する安全資産であり、範囲の経済性があり利子面でも優位性があったことから民間銀行と競合し、預金面では圧迫する存在となった。しかし、郵便局は貸付機能を持たず、郵便貯金として蓄積された資金は、直接企業などへ融資ではなく財政当局を通じて財政投融資資金として、公的金融機関を通じての民間企業への融資が行われたほか特殊法人などへ配分された。産業設備資金供給を目的とする公的金融機関の役割は、民間金融機関の機能をただ補完するだけではなく、高度経済成長のための基幹産業としての鉄鋼や重工業などに重点融資を行うこと自体が民間銀行へのシグナルとなったことが指摘されている。それを通じて民間金融機関からの重点産業への選別的融資が行われた。市場メカニズムによらないこうした資金配分方式は、全般的な資金不足の中で重点産業への選別的な融資により高度経済成長を実現していく上では有効であった。しかし、高度成長期が終わると、経済の高度化が進み、多様性が求められ始めた。また、民間企業部門の投資超過幅が縮小し始め、金融の自由化が進み金利機能の活用が始まるとともに、役割の限界が指摘され存在意義が問われ始めた。公的金融機関による、資金配分は選別的な融資を進めるにはシグナル効果に大きなものがあったが、効率的な資源配分という観点からは問題があったといえる。

公的金融機関の役割や限界については、開発を重視する見方と政治性を重視する見方の二つから池尾（2002）も同様の指摘を行っている。それによれば経済発展段階の初期においては、民間資金ではまかない得ない投資プロジェクトが、外部経済性が大きいものであり経済成長に寄与すると思われる場合には、開発目的の公的金融による資金供給は正当化しうる。しかし、公的金融には、社会的な必要性から市場の失敗を伴い民間資金だけでは資金調達のできないプロジェクトへの資金配分的手段として有効であっても、同時に政治的な目的のために資金配分が要請されることが少なくない。経済発展の初期段階においては、社会的な目的と政治的な目的とに乖離は少ないが、経済発展が実現されると外部経済性の大きな経済成長に寄与する社会的なプロジェクトは減少し、政治的なものだけが継続する可能性がある。一般的に市場経済では市場の失敗は常に発生するが、「政府の失敗」が発生することも少なくないため、政府の介入による補完は十分なものとはならないことが少なくない。また、公的金融による長期資金の供給の増加は、直接金融市場の発展に阻害要因となる可能性が高い。市場機能を活用し、価格メカニズムによる効率的な資金配分を行うためにも、信用リスクを正確に把握した価格付けが重要であることは間違いがないが、公的金融がこうした機能を持つとは考えにくい。公的部門と民間部門との違いの一つは、リスク分散能力の違いである。公的部門のリスクが、民間部門に比べ低く見られているのは、資金調達における強権性と時間的な存続可能性の長さにある。公的部門は、リスクを長い時間に分けて分散することが可能であり、それを下に低利の資金調達や貸出が可能となっている。この面からも過度に公的金融が肥大すると、後世代におけるリスク負担を高くする可能性がある。

2.8 金融政策の目標

高度成長期の金融政策の主目的は、経済成長の維持と国際収支不均衡の是正にあり、物価の安定が考えられることはほとんどなかった。企業の資金調達において間接金融が主流を占める中で的人為的な低金利政策は、常に企業部門の旺盛な資金需要の下では超過需要を産み出し金融機関の選別的な融資を可能とし、また都市銀行が日銀貸出に大きく依存したことから窓口指導による量的な規制による金融政策の効果は大きなものがあった。景気の加熱時において国際収支の赤字化を阻止するために、金融引締策が採用されたが、公定歩合の引き上げとともに量的な規制が加わるためその効果は大きく、加熱は冷やされ容易に目的は達成された。また、引締が中止されると強い資金需要を背景に量的な拡大が進み、設備投資の増加などただちに景気回復につながっていった。また、財政面ではドッジ・ライン以降均衡健全財政が生まれ、公債の不発行原則が適応され軍事支出が削減されたこともあって小さな政府が実現し、税制や租税特別措置によって貯蓄増強、資本蓄積の促進が図られた。特に、重点産業への資金の優先的な配分は資本集約的な投資を可能にし、小さな政府の実現が民間部門の活力を増大させ、経済成長に寄与した。

間接金融優位の下での低金利政策は、総需要の管理という面では金融政策の効果を高めたとと思われるが、経済成長の促進という面ではどこまで有効であったかについては議論が分かれる。人為的低金利政策は投資、特に資本使用的な投資を可能とすることで経済成長に寄与した、との指摘もある。しかし、こうした評価を認めるとしても価格機能を用いない資金供給は資源配分上、恣意的なものとなり効率性に欠いた可能性が高い。また、低金利政策が資本のレントを相対的に安いものとして資本蓄積を進めたといわれるが、実際に低金利政策が企業の実質的な借入金利を低いものとしたかは疑問がある。超過需要の存在下では、金融機関は選別的な貸出しを行うとともに、貸出先企業に貸出金の一部を預金として預ける拘束性預金、いわゆる「歩積み両建て」を強制した。この結果借入金の全てが利用可能ではなく、利用可能金額を下に借入金全体の実効金利を再計算するとけっして低いものとはならない。実効金利は仮想的な市場均衡金利に近いとの議論も少なくない（大蔵省「銀行局年報」、経済企画庁「経済白書」など参照）。しかし、企業預金のうちどの程度が強制的な預金であるか明確ではなく、実効金利を求めることは難しい。大蔵省銀行局通達で強制預金の廃止がいわれてきたことを見るとある程度の拘束性預金は存在したと思われる。その結果、歩積み両建ては、実効金利のみ金利水準を高くし、金利規制により確保された預貸金利の利鞘をさらに大きなものとし、貸出による銀行部門の収益拡大に貢献した。

3. 高度成長期以降における金融構造の変貌

1970年代前半には高度経済成長は終わりを告げ、日本経済は幾つかの構造調整を必要とするような国内外の様々な問題に直面した。1971-1980年の10年間の経済成長率は、平均で4.3%、高度成長期の成長率のおおよそ半分に過ぎないものであった。この期間において、日本経済は石油価格の急騰から次第に石油依存度を低下させ、機械産業を中心に国際競争力を高めたことから、貿易収支の黒字傾向が定着してきた。貯蓄投資バランスで見ると、家計は依然として高い貯蓄率を維持し続けたが、民間企業の投資が低下し、政府が投資超過主体となったが投資不足を補うには十分ではなく、全体として貯蓄超過、国際収支黒字がもたらされてきた。

3.1 国際金融の不安定性と為替変動

1970年代は、世界的な広がりで見てもさまざまな変化の生じた時代でもあった。その第一は先進工業諸国間での国際収支の不均衡や世界的なインフレ傾向などから国際的な金融不安として表れた。1960年代後半から西欧諸国間で国際収支の不均衡が問題となり始め、為替変動を見込んだ投機的な資本移動が活発化したため1971年5月にはヨーロッパ諸国が為替市場を閉鎖し、8月にはニクソン大統領はドルと金との交換を停止し、ブレトンウッズ体制は崩壊した。同年12月には、スミソニアン合意で、ドルの切下げや為替変動幅の拡大により固定相場制への復帰が図られたが、1972年6月からイギリスが変動為替相場制へと移行し、翌73年2月には日本も同じく変動制へと移行した。

この固定相場制から変動相場制への以降は、日本のマクロ経済政策に大きな影響を与えた。1970年7月を山に景気が低迷を続けていたこともあって、政府をはじめ多くの企業経営者などから変動相場制に移行し円高傾向になることは輸出を減少させ、景気停滞を長引かせるとの懸念が表明され、金融緩和策が求められた。しかし、実際には円はドルに対して上昇したにも係わらず、輸出は1971年度に12.8%、72年度には5.7%の増加と増加傾向を持続し経済成長に貢献した。この結果、貿易収支は、強いJカーブ効果¹⁾が働いたこともあって、黒字幅が急速に拡大した。先進工業諸国間の生産性上昇率やインフレの差異が、国際収支の不均衡をもたらした。為替制度の変更を求めたとも言える。日本の労働生産性の上昇率、インフレ率を前提として考えた場合、高度成長期を通じて1ドル360円という為替レートは安くなり、国際収支不均衡の一因となった。

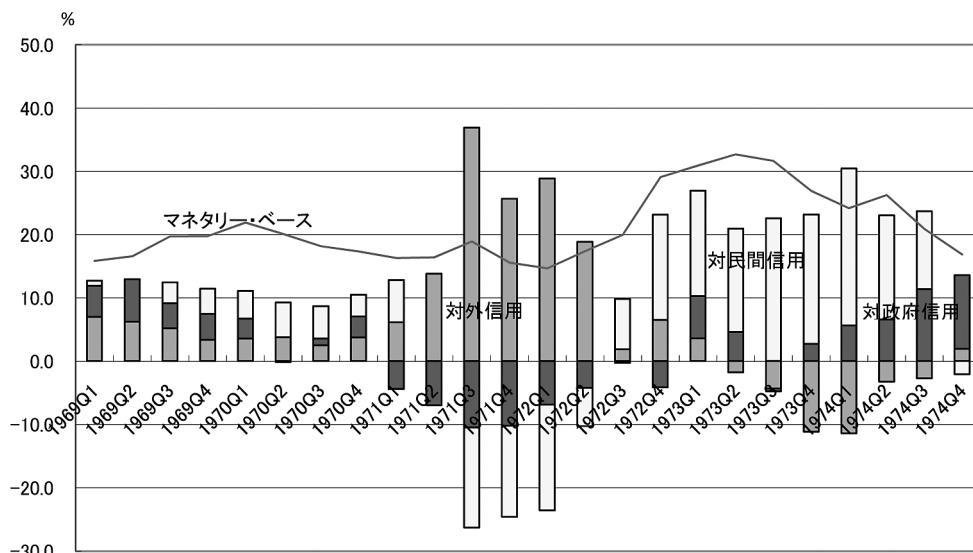
3.2 為替切上げと金融政策

日本経済は65年10月以来好景気を続け、民間企業の設備投資は年率20%を越える伸びを続けてきたが、1970年7月以降景気は下降局面となった。為替レートの切り上げ以前に景気の後退が始まっていることや切り上げ後も輸出の増加傾向に変化がないことから明らかなように為替レートの切り上げに景気後退の原因を求めることは難しい。しかし、政府、民間部門を問わず為替レートの上昇は輸出企業にダメージを与え、景気への悪影響が大きいとの考え方が支配的であった。大幅な経常収支黒字の調整にはより一層の為替レートの上昇が必要とされていたにも係わらず、スミソニアン体制での1ドル308円という水準が国内景気の悪化防止のため維持されるべき為替レートとして考えられていた。経常収支の大幅黒字削減のため、為替の切り上げではなく、国内需要の刺激と価格上昇により日本の輸出競争価格力を失わせることを目的として大幅な金融緩和策が採用された。

日本銀行は、70年7月からの景気の後退に対応して70年10月には公定歩合を0.25%引下げ金融緩和策を採用した。その後も71年5月のニクソン・ショックまでに3回、72年6月までに2回と合計で6回、合計で3パーセントポイント、4.25%まで公定歩合を引き下げた。金融政策などの効果もあり71年12月には景気は底を打った。この間金融の量的な指標がどのように変化したかをマネタリー・ベースの前年比の推移でみてみたい。マネタリー・ベースは、景金融緩和策が採用されたにもかかわらず景気後退とともに現金需要の減退などから70年初の22.4%程度から71年初の15.3%にまで高水準ながらも伸びを鈍化させた。その後、微増に転じた後で再び鈍化に転じている。景気回復が始まった71年12月以降は増勢を強め、73年半ばにかけて急増した。72年末ころから次第にインフレ率が上昇し始めたため金融政策は引締に転じ、公定歩合は73年4月から順次引上げられ12月には9%に達した。しかし、マネタリー・ベースは、前年比では73年央には38%近くのピークに達した後、年末からは原油価格の引上げにより経常収支が赤字化したことから伸びが鈍り始めた。その後は、厳しい総需要管理政策の効果からマイナス成長に陥ったこともあって次第に伸びを鈍化させた。

マネタリー・ベースの前年比増加率を、対外信用（外貨準備）、対政府信用、対民間信用などの要因に分解してみると、71年から72年第2四半期にかけて対外信用の増加が大幅な寄与をしていることがわかる（図3）。これは、経常収支の大幅な黒字が、固定相場制のもとで対外資産の増加となったことによる。しかし、72年半ばからは、次第に対民間信用の寄与が高まり、対外資産は原油価格上昇による経常収支の赤字化からマイナスの寄与に変わった。また、73年後半からは、対政府信用の寄与が対民間信用に変わり大きくなっている。外貨準備が急増する状況の下では、通貨供給量の安定を図るためには他の資産項目を減少させる不胎化政策の採用が必要となるが、この時期対民間信用が減少しているが、対外信用の増加を相殺するのに十分なものとはなっていない。また、この対民間信用の減少は、経済活動の低迷によ

図 3 マネタリー・ベースの伸びの要因分解



備考) IMF "International Financial Statistics" より作成

る資金需要の減退を主因としたもので、金融調節を目的としたものとは考えにくい。このためマネタリー・ベースは、1972年度末に前年比34%の増加を示した。こうしたマネタリー・ベースの動きを反映して、広義の貨幣供給(M2)は、前年比で70年度末に18%、71年度末に24%、72年度末に25%の増加と名目GNPの伸びをはるかに上回る伸びを示し、過大な通貨供給になっていった。この通貨供給の急増は、石油価格の大幅な引き上げ前に行われており、石油価格の引き上げによる価格上昇が実質通貨残高を大きく減少させ、金融が引締まることを避けるために通貨供給を増大させたとは考えにくい。

この量的な金融緩和は、先に見たようにインフレにより国際競争力を低下させ国際収支の黒字幅を削減し為替レート的大幅な修正を防ぐことを目的としたものとも考えることもできる。しかし、国際収支不均衡の是正は、効果を見ることなく、73年には為替レートは18%切り上げられた後、変動相場制へと移行することとなった。この間大きく問題とされた国際収支の不均衡は、為替レートの切上げでは修正できなかったが、石油価格の大幅引上げにより一夜にして消滅した。一方、金融緩和策のもうひとつの目的である国内需要の拡大については、民間企業の設備投資が73年には前年比14%強の増加を示すなど効果を挙げた。

1973年の春口から卸売物価、消費者物価ともに前年比11%を越える率で上昇をはじめ、73年10月にはオイル・ショックが発生し、年末には次第に影響が本格化しインフレをさら

表7 70年代のインフレーション

(前年比)

	失業率	賃金	卸売物価	消費者物価	市街地地価
71	1.2	14.6	-0.9	6.1	10.0
72	1.4	16.0	0.8	4.5	12.6
73	1.3	21.5	15.7	11.7	31.7
74	1.4	27.1	31.6	24.4	18.2
75	1.9	14.8	3.0	11.8	-8.2
76	2.0	12.8	5.0	9.3	0.9
77	2.0	8.5	1.9	8.0	2.4
78	2.2	6.5	-2.6	3.8	3.0
79	2.1	6.0	7.3	3.6	7.3
80	2.0	6.3	17.8	8.0	13.3

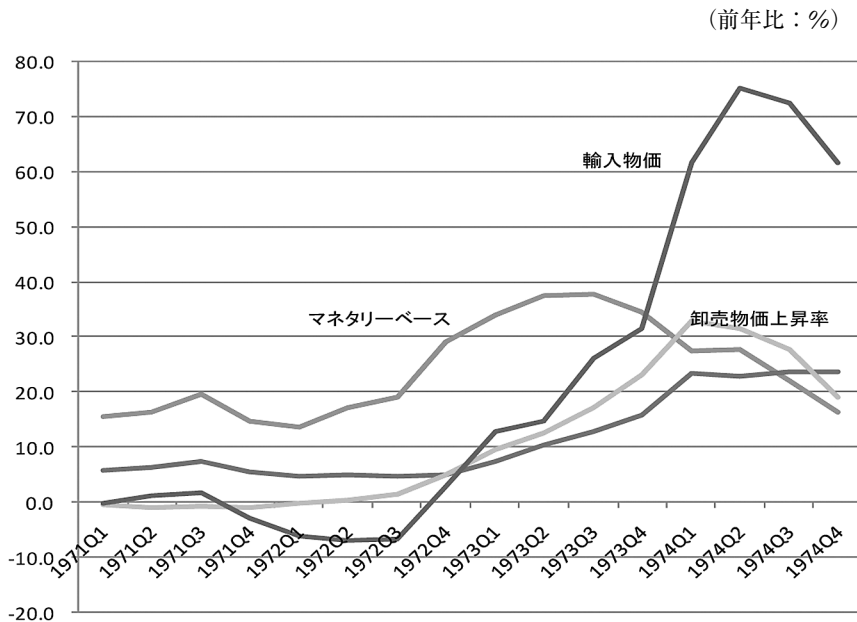
注) 日本銀行「経済統計年報」 単位%, 市街地地価は、六大都市。

に一層激しいものとした。特に卸売物価は74年には30%を越える高率で上昇した(表7)。このインフレの特徴は従来のものと比べ、第一に極めて短期間に発生し、上昇率が高かったこと、第二に地価など再生産不能な財の価格がまず上昇し、次いで鉄鋼、繊維といった中間財、やがて最終財へと波及していったこと、第三に価格上昇が全ての産業で見られたこと、第四に卸売物価の方が消費者物価より上昇率が高かったこと、などが指摘されている。

73年には石油危機が起こったこともあって、この激しいインフレは原油価格の高騰による新価格体系への移行によるものであったとの議論が多い中、小宮(1988, p23~39)は、経常収支黒字の下で外貨準備の急増に対して不胎化を行わず金融緩和を容認にしたことが1973-74年の激しいインフレをもたらしたと指摘した。確かに、マネタリー・ベースは、71年初から対外信用の急増により、高い伸びを続けてきた。しかし、卸売物価でみる限り、前年比でみた上昇率は72年半ばまでは安定していた(図4)。金融の量的拡大が、物価上昇に先行するとしても急激な物価上昇が起こるのは景気回復が始まった72年末であった。こうした時間的な差を考えると、量的な金融緩和はインフレ高進の大きな誘因となったとしても、それだけが原因であったとは考えにくい。また、原油価格の高騰がインフレ高進の要因といわれていたが、原油価格の高騰以前にインフレが進み始めており、その影響をみることはできない。

70年代初には高度経済成長により製造業を中心に労働需要が増大を続ける中、従来豊富に存在した第一次産業からの労働移動が頭打ちとなり、新規労働供給も伸び悩み、労働需給がひっ迫していった。このため賃金は、10%を超える大幅な上昇を続けた。実質賃金で見ても前年比上昇率は、72年には10%を超え労働生産性の伸びよりも高いものとなり、大幅に賃金コストを上昇させた。また、高い経済成長が続いたことで土地の希少性が増し、加えて「列島改造論」などにより土地開発が促進されるとの期待が強まり、地価の上昇が始まった。

図 4 マネタリー・ベースの伸びとインフレ



備考) IMF “International Financial statistics” より作成

需要面では、国際金融面の不安定性にもかかわらず輸出が増加を続ける中、金融緩和などによって刺激された民間設備投資などの最終需要が急速に拡大し、需要インフレに結びつきやすい環境下にあった。こうした経済・物価環境の下で、前述のようなマネタリー・ベースの増加により通貨供給量が急増したことが、結果的に激しいインフレにつながったと考えられる。

このインフレの高進と金融政策の関係は、現在のデフレ対策としての金融緩和策に興味深い示唆を与える。90年代末からデフレ対策としての量的緩和策が採用され、マネタリー・ベースは大幅に供給を伸ばしたが、広義の通貨供給量の増加には結びつかず、デフレ状況が続いてきた。70年代初期においては、マネタリー・ベースの増加は、強い総需要を背景とした旺盛な資金需要に対応して貸出が増加し、通貨供給量の増加につながっていった。賃金コストの上昇が続き、株式や土地といった資産価格が上昇率を高める中で、金融政策が、量的緩和を続けたことでインフレ期待をさらに高め、インフレに結びついていったと考えられる。つまり、70年代の激しいインフレは、金融の量的緩和だけで生じたものではなく、様々な要因でインフレ圧力が顕在化していく中で、インフレを容認するようにマネタリー・ベースの増加が続き、物価安定へ金融政策が転換できなかったことで生じた。しかし、90年代末以降においては、量的金融緩和は、株価などの資産価格の上昇をもたらしているが、デフレ状況が継続している。90年代以降、経済成長率は低迷を続け、企業の人件費削減努力などによりり

ストラが進み、賃金上昇も低水準となっている。期待経済成長率や賃金上昇期待が大きく低下しマネタリー・ベースの大幅な増加が、最終需要の増大による貸出の増加、ひいては貨幣供給量の増加に結びつかない状況下では、量的金融緩和策だけでインフレ期待を醸成し、デフレ脱却を進めることは難しい。

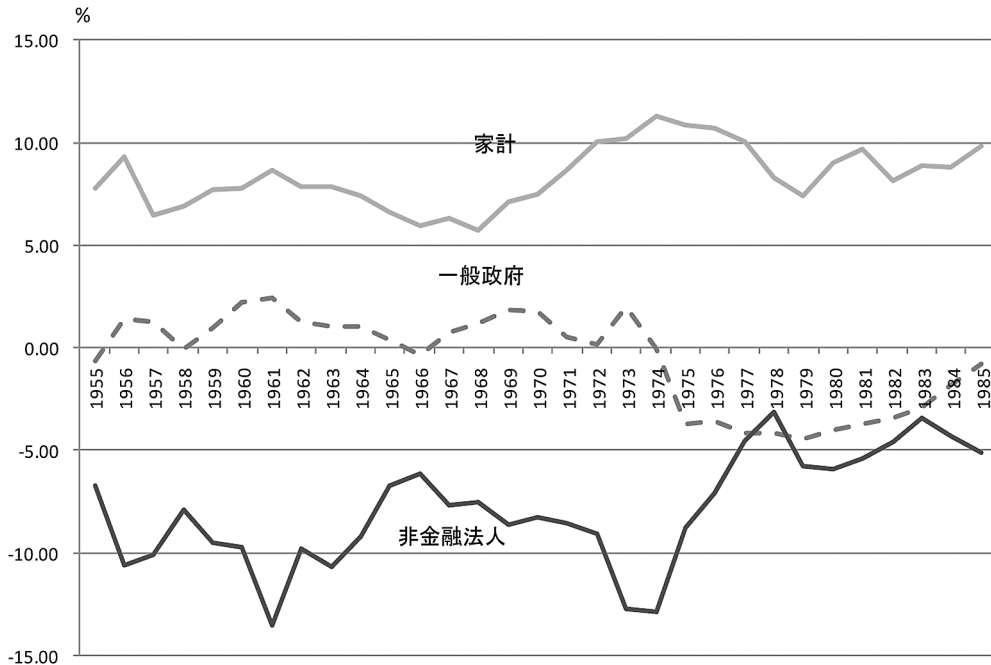
3.3 金融構造の変化

インフレの高進に伴って金融、財政政策による厳しい総需要管理政策が採用された。金融政策では、1973年4月には公定歩合が0.75%引き上げられ、その後も73年12月までに3度、9%にまで引き上げられた。また、この他窓口規制が強化されるとともに、大口融資枠規制が導入され大規模なプロジェクトへの資金面からの抑制が図られた。この時期においては依然として市場を通じる金融調節ではなく、日銀の指導・規制による金融調節が主流であり直接的な管理が行われていた。厳しい総需要管理政策の効果もあってインフレも次第に収斂し、1976年には消費者物価上昇率も一桁の大きさとなりインフレも鎮静化した。この間金融政策は、公定歩合が9%の高水準を続け引締基調で運営されてきたが、75年末には公定歩合の引き下げが行われ引締基調は終わりを告げた。この後公定歩合は78年には3.5%にまで引下げられ、第二次石油ショックが起こるまで緩和基調で運営された。

70年代において高度成長期に見られた金融構造は徐々に変化を始めた。経済成長率の鈍化に伴い、設備投資の伸びも鈍化したことなどから企業部門の借入依存度が低下をはじめ、オーバーボロイングは後退を始めた。個人部門での金融資産は引き続き蓄積が進み、民間非銀行部門での流動性が大きく増加した。しかし、間接金融優位という金融構造は、変わりはなく維持されていた。企業部門の資金需要が鈍化した一方で、70年以降税収の伸びの鈍化などにより財政収支は赤字となり、国債の発行が続き公的部門の外部資金依存度が増した。こうした状況を部門別の貯蓄投資差額の推移で見ると、家計部門は一貫して資金余剰主体であり続け、GDP比でみた貯蓄超過幅は60年代にはほぼ8%程度であったが、70年代以降はほぼ10%前後にまで拡大させている（図6）。これに対し非金融法人は、70年半ばまでGDP比で10%を超える大幅な投資超過主体であったが、70年代半ば以降急速の超過幅を縮小させている。一方、一般政府は、70年代初までは幾分貯蓄超過気味であったが、同半ば以降GDP比で5%程度のみで投資超過となった。

その後、80年代には投資超過幅は縮小に向かっている。70年代半ば以降企業部門の資金需要が減退し、変わって公的部門の資金需要が増大したことが分かる。このような状況で銀行部門での国債引受が進められたが、低金利での国債引受は銀行部門の超過負担を強いることとなった。国債の大量発行は、円滑な消化が大きな問題となり、金利自由化が促進された。まず、70年代半ば以降インターバンク市場を中心に金利の自由化が進展を見せはじめ、79年

図 6 部門貯蓄投資差額の推移



注) 内閣府国民経済計算平成 10 年度確報により作成 (68SNA ベース)

には金利を完全に自由とした譲渡性預金 (CD) の発行が始まり、現先市場も拡大していった。日本銀行は、78 年には国債の売買オペレーションの公募入札制を開始した。しかし、依然として預金金利は規制下にあり、その自由化が課題として残された。

金融政策は、目標に物価の安定に加え、景気や為替の安定が加わり、従来の対民間信用の量的規制から手形オペや国債オペなど金利機能を活用した市場指向型へ変化を始めた。また、国際面では、変動為替相場制度への移行に伴い金融国際化へ向けより開かれた公正な市場形成が強く求められた。

4. まとめ

高度経済成長期の日本型金融システムの特徴は、零細な家計部門の貯蓄を効率的に集め、経済開発・成長を実現するために選別的に重化学工業部門に資金投入を行った点にあった。旺盛な資金需要の下で人為的な低金利政策を採用し、金利規制を厳しくし慢性的に超過需要を作り出すことで選別的融資を可能とした。預金として集められた資金は、銀行部門によって重点産業に選別的に配分された。銀行部門に選別的な融資を行わせるため、公的金融機関

による貸付の実施などでシグナルを示すとともに、様々な手段が採用されてきた。価格機能を活用した資源配分の効率性が高いが、同時にまた市場の失敗も生じうる。特に、経済発展や成長の初期においては、個々の企業の利潤最大化という経済的ニーズと高い経済成長の持続のための基礎産業の育成などといった社会的ニーズとの間に乖離が生じることは少ない。経済発展や成長の初期においては基礎産業や重化学産業に重点的に資本蓄積を進め規模の経済性を追求することで、大きな外部経済性を得ることで経済発展・成長の経済的基盤を形成することが可能となる。しかし、こうした産業分野への投資は、短期間で投資金額に見合った収益を上げにくいことから、民間部門を主体とする市場メカニズムによる資金配分では十分な資金供給が行われない可能性が高い。このような場合には、公的な介入の必要なことが考えられる。短期の安全資産をベースとする銀行部門の資金供給では、投資資金の融資にあった期間を長期に転換する必要がある、それに伴うリスクが発生する。こうした資金供給を十分に行っていくためには、銀行部門のリスクに対して公的部門の安全性の保障が必要であった。また、リスクを時間に分散可能な公的金融による融資が有効であったことも指摘されている。

日本の金融システムは、高度経済成長期を通じて総じて有効に働いてきたといえる。つまり、高い経済成長の実現という政策目標を達成するため、豊富な存在した労働力や銀行部門を通じて集められた家計部門の資産が、成長目的にあった産業に選別的に投入された。しかし、高度経済成長が実現され、経済成長率の鈍化が始まり、経済的な目標が多様化するにしたがって、こうしたシステムは有効性を失い始めた。高度経済成長による高い所得水準の実現は、初期に見られたような経済成長の実現という社会的、経済的目標の一致は見られなくなり、外部経済性の内部化のために有効とされた公的介入の必要性が薄れ始めた。金利規制の下で企業の収益性やリスクを評価した金利設定に基づく貸付ではなく、メインバンクの情報生産機能や有担保主義によりリスク分散を図る融資慣行は、経済の国際化・自由化が進む状況下で資金配分は次第に不効率なものとなっていった。特に、有担保制の下で土地に過度に依存した銀行部門は、企業部門の投資超過幅が縮小するにつれ、適切なリスク評価のないまま高い期待収益のもとでリスクの高い資産での資金運用を高め、バブル経済を形成する一因となった。低金利政策の下での間接金融優位の金融構造は、直接金融市場の発達を遅らせ、企業の長期資金調達手段を狭めるとともに、新興企業へのリスクマネーの供給を阻害してきたことも否めない。そのため80年代以降金融の一段の自由化が図られ、90年代には金融ビッグバンが進められることとなった。

注

- 1) 厳しい総需要管理政策によるインフレ抑制と為替レート調整による輸出主導の経済政策の組み合わせは、IMF が累積債務を抱える途上国や体制移行国に対して要請している構造調整策と類似性が高い。
- 2) 市場三原則は、連合軍司令部 GHQ により株式市場運営に関する原則として示されたものであり、①時間優先の原則、②市場集中の原則、③先物取引禁止の原則、を内容とする。証券市場の基本原則として日本の証券市場のあり方を規定したと指摘されている。
- 3) 銀行部門は、株式保有を持合いなどで増加させていったが、銀行部門の株式保有が総量で規制されていなかったことが日本の特殊性として指摘されている。
- 4) オーバーローンと資金偏在は、第二次世界大戦中にも都市銀行を中心として軍事産業を優遇した貸出を行ったことから生じたことを、寺西重郎が「終戦直後における金融制度改革」(香西・寺西編「戦後日本の経済改革」1993, 東京大学出版会, p131 ~ 152) で指摘している。
- 5) 有担保原則は、1927 年の金融恐慌時に、無担保社債のデフォルトが多発し、債権者が多大な損害を蒙ったことから、社債に関する有担保原則が確立したとされる。
- 6) 市場リスクには、この他債権価格変動に伴うリスクもあるとされる。
- 7) 海外企業向け貸付の場合には、その企業が存在する国の情勢によるカントリーリスクも発生する。
- 8) 政府系金融機関は、1956 年の日本開発銀行が、復興金融公庫の債務債権とアメリカの対日援助見返資金特別会計の私企業貸付を継承し、政府出資を加えて設立され、中小企業貸付のため 49 年に国民金融公庫、53 年に中小企業金融公庫が設立された。また、新しい特殊な資金需要に答えるため、20 年に住宅金融公庫が、52 年に日本輸出入銀行が設立された。
- 9) 日本銀行が公定歩合の変更を行う際に、郵便事業がによる郵便貯金は日本銀行の管轄外であるために郵便貯金金利の変更に調整を要し、金融政策の機動性が問題とされることもあった。
- 10) 定額郵便貯金は、期間 10 年、6 ヶ月経過後は解約自由、預入期間に応じて適用金利が上昇する段階的金利制が採用され、利子率は半年複利で計算された。
- 11) これがいわゆる J カーブ効果が最初に現れた例となった。経済理論的には為替レートの切り上げは、輸出数量を減少させ、輸入数量を増加させることを通じ貿易収支の黒字幅を縮小(切り下げの場合は逆)させ不均衡を是正させる。しかし、実際には短期的には期待とは逆の方向に貿易収支が動く。その動きを時間とともにトレースすると J に似た形状となることから J カーブと呼ばれた。基本的には、数量調整には時間がかかるのに対し、通貨表示の換算には時間がかからないことから起こる現象であり、長期的には輸出入の価格弾力性が十分に大きければ期待された方向に貿易収支は変化する (Magee, 1973 p303 ~ 325)。

参考文献

- 池尾和人 (2002) 「公的金融のあり方」2002 年 6 月 ESRI 経済政策フォーラム
- 池尾和人 (2006) 『開発主義の暴走と保身』NTT 出版
- 岡崎哲二・吉川洋 (1993) 「戦後インフレーションとドッジ・ライン」(香西泰・寺西重郎編『戦後日本の経済改革』東京大学出版会)
- 黒田昌弘 (1993) 「戦後インフレ期における物価統制」(香西泰・寺西重郎編『戦後日本の経済改革』東京大学出版会)
- 小宮隆太郎 (1988) 『現代日本経済—マクロ展開と国際経済関係』東京大学出版会

戦後日本の経済発展と金融構造

- 神門善久・寺西重郎（1992）「工業化と銀行の期間変換機能」（堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』，東京大学出版会）
- 鈴木淑雄（1974）『現代日本金融論』東洋経済新報社
- 鈴木淑雄（1981）『日本経済と金融』東洋経済新報社
- 寺西重郎（1993）「終戦直後における金融制度改革」（香西泰・寺西重郎編『戦後日本の経済改革』東京大学出版会）
- 寺西重郎編（2007）『アジアの経済発展と金融システム』東洋経済新報社
- 中村隆英（1978）『日本経済 その成長と構造』東京大学出版会
- 福田慎一（2002）「ソルベンシー・マージン比率と生保貸出」郵政研究月報 2002年5月
- 日本銀行金融研究所（1995）『わが国の金融制度』日本信用調査会
- 藪下史郎（1992）「メインバンクと情報の理論」，（堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』1992年，東京大学出版会）
- 吉川洋（1992）『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社
- Magee, S. (1973) "Currency contracts Pass-through and Devaluation", Brookings Paper on Economic Activities No1