

# 景気変動と政策効果\*

島野卓爾

## はじめに

戦後の西ドイツは、社会的市場経済の原理を経済政策の根幹とし、自由経済体制の長所をできるだけ多方面に発揮させるような政策をとって成功してきた。

しかし、1950年代と1960年代とでは西ドイツ経済構造に幾多の変化がみられ、景気安定政策としての財政金融政策の目標と手段はかなり異なっていることに注意しなければならない。この論文は西ドイツに関する財政金融政策分析を主内容とするが、接近の態度としては景気変動と政策効果に主眼をおいている。全体として3部に分かれ、第1部では1950年代の景気変動と政策効果を、第2部では1960年代のそれを取り扱い、第3部では国際収支と政策反応を検討する。

極く一般的にいえば1950年代は特に大きな景気変動はなく、財政金融政策は景気の安定と成長促進に主な目標がおかれていたのに対し、1960年代には景気変動がかなり明瞭に現われ、対策も複雑であることが特徴である。つまり、1960年を境に従来どおりの市場経済政策だけでは十分でないような要因が発生した。別言すれば、景気が過熱しやすくなっただけでなく、その対策としても、これまでどおりの財政・金融政策だけでは対処できない要因——コスト・プッシュによる価格上昇——が次第に顕在化しはじめた。すでに、

1962年エアハルトは、7人の学者によって構成される「コスト・賃金・価格に関する諮問委員会」を構成し、コスト・インフレに対して警告を発したし、ドイツ工業連盟総会の席上で生産性を上回る賃金引き上げの危険を説いていた。しかしそうだからといって、その後とくに有効な積極的政策をうちだしたわけではない。たとえば、自動車業界の値上げに対する反対声明は結局無効に終わったし、議会に要請した生産性を上回る賃金引き上げ交渉に対する政府の直接介入権限も、一種の道徳的説得以上の域を出なかったのである。

これらはいずれも場あたりのであったし、事態の変化と対策の急務を、国民一般に理解させるには不十分であったといわざるをえない。もっとも、エアハルトその他、いわゆるフライブルグ学派の人々が戦後一貫して標榜してきた「社会的市場経済」の原理が、みごとに自由主義体制のなかで結実し、その経済的繁栄を誇ってきた西ドイツ経済にとって、

\* この論文は「戦後世界の景気変動に関する実証的研究」（統計研究会・国際経済研究部会）のうち、西ドイツに関して筆者が担当した部分を修正加筆したものと、西ドイツ経済研究会（日本経済調査協議会）で発表した「西ドイツの国際収支と政策反応」（謄写刷）を加筆したものから成り立っている。この機会に研究の機会を与えて下さった一橋大学篠原三代平教授、日本経済調査協議会宮脇長定氏および委員の方々の貴重なコメントに感謝したい。

散発的とはいえ、政府による直接的介入や計画の必要性を認めさせるには、なお時間が必要であったのかも知れない。

しかし、広範な自由経済体制が、すべての経済問題に解決をもたらさえないことも明らかである。技術革新や競争力の強化が企業規模を拡大し、寡占市場が出現すると、自由競争が圧迫されやすい。また、完全雇用状態に近づくにつれて、物価上昇を抜本的に抑制するため政策が事前にうち出されないと、資源配分のアンバランスが、ついには経済成長に対する「インフレーション障壁」と、その後につづく深い不況の谷を用意してしまうのである。エアハルトが失脚する直前の西ドイツが、まさにそうであった。

しかし、第2部で詳しく述べるように構造変化が次第にコスト・インフレを顕在化させ、他方で受注の鈍化が生産の伸び悩みを生むという、インフレとデフレが混在している時点で金融引締政策をとるということは、あまりにも安易であり無策であった。相対的には楽観しうる材料があったとはいえ1960年代になって西ドイツ経済はその国内均衡を維持することがますます困難になったし、それに対する処方箋も、財政・金融などオーソドックスな個別政策だけでなく、目標達成に有効ないくつかの政策手段を、総合的に用いる必要性が増大していたことは確実である。

現代の「混合経済」のもとで景気変動に対する財政金融政策の果たす役割は各般にわたる。経済の成長と安定の調和のために有効な政策手段の組合せ、いわゆるポリシィ・ミックスは社会的に最も望ましい政策手段の組合せでなければならない。かりに景気変動が循環的な性格を強くもつものであっても、どのような政策目標でこれに対処し、そのために利用可能な政策手段のうちからどれをいつ選択するかという問題は常に存在する。

この論文ではすでに触れたように主題を西ドイツの景気変動に対する財政金融政策の効

果におく。しかし検討の対象期間である1950～66年において西ドイツで景気変動が比較的明確に識別できるのは1950年の初頭、1955年前後、1958～59年、1966年であって、財政金融政策の評価をそれらの期間だけに限定してしまうと、戦後驚異的な高度成長を遂げた西ドイツの経済成長に果たした財政金融政策の貢献と効果を見逃してしまうことになる。そこでこの論文では視野をもう少し拡大し、財政金融政策の成長効果と安定効果を検討し、その過程で景気変動に対する政策効果を評価することにしたい。検討に際しては、景気の各局面における財政金融政策の変化が「資源配分の最適化」にどの程度有効であったかを評価することに重点をおくことにする。

こうした問題意識は、西ドイツにおいては1950年代の前半と後半で完全雇用の視点からすると経済状態にかなりの差があり、これを認識することが評価にとって重要であるという事情に基づいている。たとえば、財政金融政策は、前半ではどちらかという成長金融と成長政策であり、完全雇用到達後は資源の最適配分の促進による生産能力の拡大が急務になったため、一方で成長を他方で安定を実現するという困難な課題を負うことになった。とくに後半および1960年代に入ってから、経済構造に幾多の不安定要因が胚胎したため、財政金融政策はこれまで以上に政策手段の選択と実施のタイミングに留意しなければならなくなったのである。

政策目標の策定に際して生ずる諸困難の一つは、経済体系がいかに機能しているかに関する数量的な知識と理解の不足にある。とくに西ドイツでは、1967年6月に制定された「経済安定と成長の促進に関する法律」(Das Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft)に盛られているような混合経済体系の意識がそれまで強くなかったし、政府による経済計画に関しても特別の必要を認めていなかったところに象徴される

ように、経済政策を通ずる政府の民間経済活動への介入には不慣れであったことは否めない。このことは政府ならびに経済学者が経済体系の動きや重要な政策変数についての数量的情報をもたなかったということの意味しているのではない。むしろそうした情報の数量的諸関係—関数関係—を基礎とし、政策目標に整合性を確立することに不充分であったことを意味するのである。とくに経済諸量に関する情報のうち、どれが政策目標変数なのか政策手段変数なのかの識別と、その数量的関係を知ることが重要である。

## 第1部 1950～1960年の景気変動と政策効果

### 1・1 成長志向型財政金融政策

戦後西ドイツの経済成長率は、1965年まで他の西欧諸国と比較してかなり高水準を維持してきた。西ドイツの経済成長を支えた要因が何であったかという問題提起に対し、第1に輸出と答える人がかなり多いであろう。1957年フランスによるマルク切上げの要請はその象徴であるし、実際西ドイツの貿易は1952年以降恒常的に輸出超過であったからである。

しかし、そのことはもう1つの成長要因である国内総資本形成の果たした役割を軽視してよいことを意味しない。輸出促進に関する財政金融政策の効果もさることながら、外部経済の利益の拡大や民間投資に対する刺激剤としての政府投資、また法定償却期間・法人税率など財政政策のパラメーターの変化や、通貨供給量・利子率など金融政策のパラメーターの変化が、国内資本形成を活発にし競争条件や雇用機会を拡大した貢献は極めて大きいのである。とくに財政金融政策のパラメーターの変化が競争条件を整備し、資源配分最適化の可能性を増大させることは、所与の要素賦存量のもとで生産能力を拡張するのであ

って、1950年代の前半における西ドイツの財政金融政策はこの点で極めて大きな貢献をしたのである。

戦後の西ドイツにおいて経済政策原理の主役を演じた考え方は、社会的市場経済または新自由主義である。これらの主張は古典的な自由主義の思潮そのものの復活ではない。企業間の競争を刺激し、各経済主体の自由と創意を尊重する点では共通しているが、常に社会秩序の確立を意図しているところに新味があったといえる。これは「混合経済」のもとでの自由主義ともなりうる可能性をもっていたが、すでに触れたように、経済構造の変化に対する政府の役割の重要性を認識する点で充分でなかったのである<sup>1)</sup>。

以下の行論の発展に便宜であるので、まず西ドイツ経済の発展に関するゾーメンの検討結果を参照することにしよう。ゾーメンによれば<sup>2)</sup>、第1に社会的市場経済は生産要素の有効な配置が生産水準を上昇させた。すなわち復興期における工業生産の伸びが大きいことは当然としても、1948～49年の平均雇用水準が殆んど変化しなかったにも拘らず、工業生産指数は43%上昇したし、1950年の平均雇用水準は2.8%の上昇にとどまったが、工業生産指数は26%も上昇したのである。第2に、財政政策を基軸とする post-keynesian orthodoxy よりも、均衡財政のもとで金融政策による民間投資需要に対する刺激が有効であった。このことは、有効需要の水準を変動させ、インフレまたはデフレ・ギャップを除去するために財政政策がとられたというより、財政政策も金融政策も成長過程を通じて有効需要の構成を変化させるのに有効であったことを意味している。第3に、西ドイツにおける投資の高水準は、弱体の労組と低い消費水準によって可能であったという通説は正当でない。たとえば1950～57年において西ドイツの時間当り賃金指数は68%上昇したが、西ドイツより強力な労組をもつイギリスの賃

金の伸びはこれに及ばなかった。しかも戦後の東ドイツからの避難民の流入による労働人口の増加を勘案すると、西ドイツの大幅な賃金上昇は注目すべき事実である。

ゾーメンの以上のような所説は、1950年代における西ドイツ経済政策の重点が奈辺にあったかを示している。すなわち強い復興需要は生産性の上昇と供給構造の変化をもたらしたが、民間設備投資を刺激した金融政策はこの種の資源配分の適正化に極めて有効であった。このことは財政政策が無効であったことを意味しない。後にみるように、財政政策も民間投資の促進策として有効であったといつてよい。したがって1950年代の財政金融政策を成長志向型と要約することができるであろう。もっとも賃金上昇もかなり大幅であったというゾーメンの言及は、さらに立ち入った検討を必要とする問題である。1950年代の西ドイツ経済の生産性上昇が大幅であったことについては疑問がない。ただそれが賃金上昇を上回っていたかどうかというマクロ的判断の他に、所得分配の見地からすると、もし労

分布の均等化とも見ることができし、構造的伸縮性の計測結果<sup>3)</sup>から推論されるように、財政の経済安定効果も決して無視しえないからである。

## 1・2 賃金・コスト・生産性

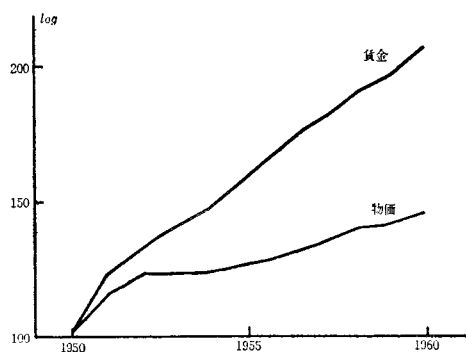
第1表は1950～60年における賃金(月平均の年別データ)の推移を示したものである。対前年度増加率をみると、1954、1959年の5.1%を最低に年率約8%で賃金が増加してきたことがわかる。いま1954年価格のパーシェ指数を1950=100に転換したGNP価格デフレーターと賃金の推移を比較してみると(第1図)、賃金の伸びと価格の伸びとの乖離は年とともに拡大している。第2部で、1960年代前半のコスト・インフレーションを分析するが、それと対比する意味で、ここで1950年代における賃金とコストの関係をフランケ<sup>4)</sup>の研究によって検討しておくことにしよう。

賃金・コスト・生産性の問題をマクロ的に接近する場合、2つのコスト概念を識別する必要がある。第1は国内要素費用(以下要素費

第1表 賃金(対前年度比上昇率)(%)

1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
	+16.0	+8.0	+6.0	+5.1	+8.0	+8.2	+5.9	+6.7	+5.1	+8.7

第1図



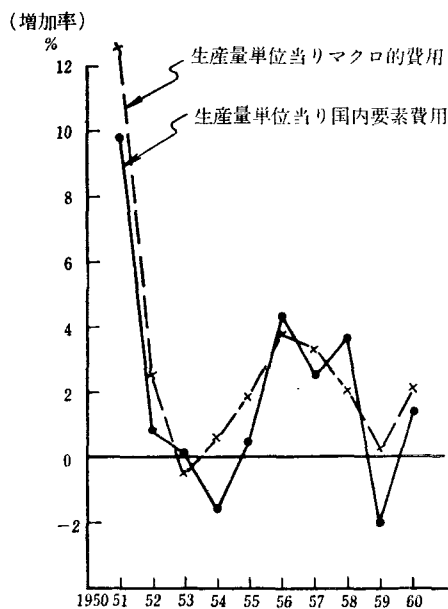
働の相対的分けまえが1950年代のはじめにかなり小さかったとすれば、賃金上昇は正当なリラティブ・シェアへの回復運動または所得

用と略称)ともいうべきもので、期間(たとえば年)内に企業部門から支払われた賃金・俸給<sup>5)</sup>、減価償却、政府に対する支払いの合計である。第2はマクロ的費用(以下平均費用と略称)と考えられるもので、国内要素費用以外に同期間企業が支払った間接税と政府からの補助金の差額と、外国に対する支払いを加算した合計である。さてこれら2種類のコストを生産量単位当りのコストの推移で検討するためには、西ドイツ企業の生産額をいかに定義するかが重要な問題である。なぜなら生産額の規模は、企業の垂直的統合の程度によって変化するからである。ここでの検討は、賃

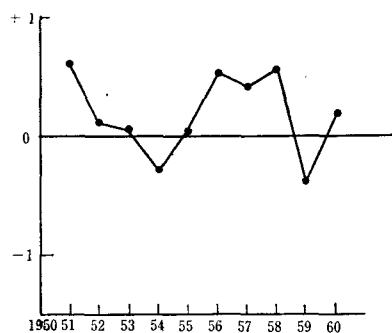
第2表 要素費用と巨視的費用の変化(%)

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
生産単位当り要素費用	9.8	0.8	0.03	-1.6	0.4	4.3	2.5	3.7	-2.0	1.4
巨視的費用	+12.7	2.6	-0.5	0.6	1.9	3.8	3.3	2.0	0.2	2.1

第2図



第3図



単位当りのコストを算定することができる(第2表・第2図)。それぞれのコストに対する賃金変化の影響をみるために、フランケが第1表と第2表からコスト弾力性を計算した結果を図示すると、第3図のような動きを示す。明らかに第2図と第3図の動きは共変関係にあり、コスト弾力性の変化が賃金の変化より生産単位当りコストの変化に強く依存していることがわかる。

注意すべきは、コスト弾力性がある期間の賃金上昇と同一期間の要素費用の変化との対応を示しているだけだということである。要素費用の変化は同一期間の賃金上昇によっても変化するであろうし、前期あるいは前々期の賃金上昇によっても影響を受けるであろう。またある期間をとったとき、賃金上昇がかなり大幅であっても、生産性上昇によるコスト引き下げ要因が働けば、要素費用は小幅にとどまることも充分可能である。たとえば、1954年と1959年のように負の弾力値は、賃金上昇のコスト引き上げ圧力が他の要因によって相殺されてしまい、むしろコストが引き下がったことを意味している。しかしそこでは他の要因のそれぞれについては何も語っていない。また1953年、1955年のように、弾力値が殆んどゼロに近いのは、賃金上昇があっても他の要因によってコストには殆んど変化がなかったことを意味している。

賃金上昇にも拘らず、要素費用および平均費用の上昇をくいとする要因としては、競争による資源配分の適正化が考えられるが、何とんでも生産性上昇によるところが大きいであろう。これまで1950~60年における賃金上昇とコストの変化を考察してきたが、同期

金変化のコストに対する影響であるから、ある企業部門で生産された半製品・仕掛品で同一企業内で投入される場合にはこれを考慮せず、ただ同一期間に投入されない在庫となる部分についてだけ考慮することにしよう<sup>6)</sup>。いまこれら生産額を実質化し、前述した要素費用と平均費用のそれぞれを除せば、生産

第3表 生産性の変化(%)

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
消費財	4.4	5.1	5.0	1.5	3.7	4.4	3.2	4.6	4.5	4.0
投資財	10.0	7.2	10.9	10.6	12.9	4.1	0.4	4.5	7.9	8.5

間の生産性上昇はどうであったのであろうか。

フランケは大胆な仮定をおいて消費財と投資財の生産額(労働者1人当り)を算定している(第3表)。投資財部門の生産性上昇率は1951~55年, 1959~60年で消費財部門のそれを上回っている。とくに1953~55年における生産性上昇率は圧倒的に大きく, この期間に西ドイツ経済が発展の基盤を築いたことを裏書きしている。第3表を第1表と対比してみると, 1951年の賃金上昇率(16.0%)は消費財(4.4%), 投資財(10.0%) 両部門の生産性上昇率を上回っている。しかしその後についてみ

賃金・価格・生産性の関連, つまり価格の上昇がコスト要因によるのか, 需要要因によるのかを判定するためには, 一方で同期間の消費財・投資財に対する需要の対前年比増加率と供給の増加率とを対比させ, 他方で賃金の上昇→コストの上昇→価格の上昇を検討すればよい。第5表は同じくフランケの資料であるが, 消費財・投資財とも需要の増加率は供給の増加率をはるかに上回っていることが明らかである。

われわれは第1表と第2表の対比から, 同期間賃金の上昇がかなり大幅であったにも拘

第4表 価格の変化(%)

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
消費財	9.2	3.2	-0.9	0.7	2.1	2.5	2.9	2.8	1.1	2.1
投資財	14.4	8.2	-2.4	-2.0	3.1	3.5	3.3	1.5	1.4	3.3

ると, 賃金上昇率は投資財部門の生産性上昇率が下がった1956~58年を除いて, 投資財部門の生産性上昇率を下回っている。ここにも西ドイツ投資財産業の価格(コスト)競争力の強みが現われている。これを如実に示しているのが第4表の投資財価格の対前年比変化率であり, 1951~55年までの圧倒的な生産性上

らず, 要素費用と平均費用の上昇がそれほど大幅でなかったことを確認できる。したがって以上の検討から, 1950年代における価格の上昇は消費財・投資財両部門とも, コストに誘発されたというより殆んどが需要によって引き起こされたと結論してよいであろう。のちに第2部で1960年に入ると価格上昇要因が需

第5表 需要の増加率(%)

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
消費財	81.8	29.4	20.3	23.7	21.1	22.3	19.3	18.4	5.7	7.8
投資財	81.3	35.7	6.3	13.1	12.1	16.1	16.5	5.5	3.3	10.2

昇は1953~54年の投資財価格をき引下げている。

ここでは生産性上昇を労働者1人当りの生産量の増加として考えているから, これを供給の増加率と見なせば, 1950~60年における

要からコストに転化したことを確認するが, 1950年代の西ドイツは賃金の上昇がコストの上昇をそれほどもたらさず, むしろ有効需要として働き, 企業に好材料を提供していたといつてよい。これは前節で検討したゾーメン

の所説とも一致している。

### 1・3 1956～1960年の景気変動と金融政策

1956年秋から1960年初めまでの金融政策を考察するとき、これを4つの局面に分離するのが便利である。第1局面は1956年秋から1957年年央までで、この期間は公定歩合を2回引下げたにも拘らず資本利子率はかなりの高水準（たとえば確定利付債の発行利回りは平均8%強であった）であっただけでなく、上昇傾向すら示した期間である。第2局面では1957年年央から1959年春までで、資本利子率は次第に低下しはじめ1958年の初頭から1959年春にかけてさらに急激に低下した（約5%弱の水準）。第3局面は1959年の春から秋までの短期間であるが、利子率の動きは再び反転し上昇傾向を明瞭に示しはじめた。第4局面は1959年秋以降であって、この傾向はさらに強まったのである。

第1局面で利子率水準が高騰したのは、1955年を中心とする好況がまだ残っており市中流動性はかなり窮迫していたため、金融機関は市中の流動性不足に対処しなければならなかったからである。1955年金融機関は中央銀行の再割枠を利用して市中流動性の逼迫を緩和したが、これはすでに民間部門からの預金流入が相対的に減少しはじめており、中央銀行から資金をえる以外に金融機関は市中の資金需要に応えることができなかったのである。ここで注意すべきは、1956年秋から1957年にかけて、中央銀行の利子率政策はまだ引き下げ方向を明確に示していなかったことである。公開市場操作を弾力的に適用するどころか中央銀行は預金準備率を1957年年央に引き上げたのである。また市中金融機関は、1955年の好況時にかなり多額の有価証券を保有していて苦い経験を重ねたため、民間部門および政府に対する資金収支がプラスになったとき、まず第1に再割枠を拡げるために中央銀行からの借入分を減少させるとともに、大蔵省証

券を買入れて流動性の第2線準備としたのであった。つまり中央銀行の対市中金融機関に対する流動性政策は全般的に引き締め基調にあったため、市中金融機関の余剰資金は資本市場にまでゆきわたらなかったのである。

第2局面になると、民間部門および政府から市中金融機関への資金純流入額はさらに減少した。すなわち1957年の73億マルクに対し1958年は34億マルクで約半分減少したわけである。しかし第1局面で市中金融機関は流動性ポジションを改善していたし、中央銀行の引締め基調の転換がようやく明らかにされてきたので、市中金融機関への流入資金が減少したとはいえ資本市場も次第にうるおうことになった。昭和30年の数量景気でわが国商業銀行が日銀からのオーバーボロウイング分を殆んど返済し、しかも市中流動性がかなり潤沢であったときの事情に似て、西ドイツにおいても市中流動性が大幅に改善されるにつれて、それまで流動性の確保を第一義とする市中金融機関の行動様式は、収益性を考慮しながらポートフォリオ選択を行う方向へと変化したわけである。

1959年の春から秋にかけての第3局面でまず注意すべきは、通貨交換性の回復にともなう外国資本取引の影響である。すでに第2局面でも外国の利子率水準の変化が資金の流出入に影響を与えていたが、通貨交換性の実施以前における中央銀行対民間収支の変化は国内流動性に対する効果にとどまっていたといえてよい。しかし第3局面においては利子率水準の内外格差が資金の国際的移動を誘発することとなり、中央銀行による金融および資本市場の利子率水準操作はこれまでほど自由かつ伸縮的には行われなくなってきたのである。もっとも1958年に限ってみると、中央銀行は利子率水準の引き下げを意図していたし、市中銀行の対民間収支の変化によってもたらされる資本利子への圧力をそう強いものにし

たくないと考えていたから、国内金融機関と外国信用市場との依存関係が強まることは特に悪影響をもたらすものとは考えられていなかった。

しかし、1959年になるとこの依存関係はむしろ中央銀行政策の有効性にとって重荷となるに至った。というのは1959年の前半、中央銀行は資本利率を出来るだけ低く抑えておきたかったのであるが、内外金利格差に応じて国内資金が流出してしまい、所期の低利率水準を実現することが至難になったからである。また逆に1959年はじめ以来外国の主要金融市場での利率水準が騰勢を示しはじめると、西ドイツ中央銀行が国際収支政策を理由に市中銀行に対し資本輸出を刺激するような政策をうつことにも限界が生じてきたのである。こうした事情のもとで中央銀行は、景気政策的見地から国内資本市場の機能を実質的に低下させようと努めた結果、金融機関の有価証券保有量は次第に減少し、利率は1959年はじめから上昇しはじめたのである。

1959年9月以降の第4局面において、外国金利水準の上昇が続くにつれ西ドイツ中央銀行も金利を上昇させることによって景気政策を行い、一般的に引締め基調となった。すなわち1959年9月にこれまで2.75%の公定歩合を3%に、引続き11月に3%を4%に引上げ、同時に2度の再割引枠の縮小と1960年にかけて3度の預金準備率の引上げを行ったのである。

以上概観したように、1956~59年における4つの局面は、西ドイツ中央銀行の利率政策に関する目標が比較的容易に資本市場で実現されたといってよい。それというのも市中金融機関の対民間資金ポジションや外国利率水準などの与件が逆に変化したため、西ドイツ中央銀行の政策がずっと効果的にあらわれたからである。しかし景気変動と資本市場での需給変化とはこれまでと異なり、一義的かつ明瞭な関係を示さなくなったから、中央

銀行はその時々に応じて経済の動きと逆に動くよう政策をうちださなければならなくなったことに注意する必要がある。その好例が1959年の前半であって、西ドイツ中央銀行は低利率水準の実現を意図したが、外国金利水準の高騰傾向が民間資金の市中金融機関への流入を実質的に縮小化してしまったのである。

#### 1・4 経済成長と通貨量の変動

経済成長を金融的側面から接近する場合には、現金通貨とならんで預金通貨の規模や内容についても分析する必要がある。そこで西ドイツ全国銀行統計<sup>7)</sup>を用いて拡張係数を計算し、これと経済成長との関係を考察してみると、景気変動と通貨量の変動とがかなり密接に関連していることが判る。

まず記号を次のように定める。 $\Delta C$  = 現金通貨増分、 $\Delta D$  = 商業銀行預金通貨増分、 $\Delta M$  =  $\Delta C + \Delta D$  = 通貨増分、 $c$  = 限界現金通貨保有性向、 $\Delta R$  = 商業銀行の準備金増分、 $r = \Delta R / \Delta D$  = 商業銀行必要準備率、 $E = 1 / [c + r(1 - c)]$  = 拡張係数。

拡張係数は現金通貨増分と預金通貨増分の和と、現金通貨増分と商業銀行準備金増分の和との比率である。拡張係数の計測値をみると、その大きさは大体3~6程度であるが、興味深いのは経済が高度成長を示した前年、たとえば1954年と1959年に拡張係数が増大している事実である。本来四半期別データで計測すれば、こうした傾向をさらに適確に判定できるかも知れないが、西ドイツの経済成長と金融情勢とが密接に関連していることだけは確実である。そこで西ドイツの通貨供給の実態から金融政策の成長効果を検討するため、「マーシャルの $k$ 」を計測し、いくつかの実物経済の変動と対比してみたのが第6表である。第6表の(4)、(5)、(6)、はそれぞれ(1)、(2)、(3)の対前年増分であり、(7)、(8)は流通貨幣量(金融機関保有分を除く)と、粗国内生産物



第6表 「マーシャルの $k$ 」, 流通現金残高, 国内総生産の変化 (1951~1966)

	(1) $M$ 流通現金 残高(除 金融機 関保有分)	(2) $Y$ 国内 総生産	(3) $k = M/Y$ <sup>(1)/(2)</sup>	(4) $\Delta M$ (1)の 増分	(5) $\Delta Y$ (2)の 増分	(6) $\Delta k$ <sup>(4)/(5)</sup>	(7) $M/M_{-1}$ $M$ の 増加率	(8) $Y/Y_{-1}$ $Y$ の増 加率( $g$ )	(9) $k/k_{-1}$ $k$ の変 化率( $m$ )	(10) $(8)/(7)$ $(\sigma)$
1951	9,309	119,500	0.078							
52	10,804	136,600	0.079	1,495	17,100	0.001	0.161	0.143	0.013	0.888
53	11,955	147,100	0.081	1,151	10,500	0.002	0.107	0.077	0.025	0.720
54	12,751	157,900	0.081	796	10,800	0	0.067	0.073	0	1.090
55	14,041	180,400	0.078	1,290	22,500	-0.003	0.101	0.142	-0.037	1.406
56	14,876	198,800	0.075	835	18,400	-0.003	0.059	0.102	-0.038	1.729
57	16,461	216,300	0.076	1,585	17,500	0.001	0.107	0.088	0.013	0.822
58	17,940	231,200	0.078	1,479	14,900	0.002	0.090	0.069	0.026	0.767
59	19,369	250,800	0.077	1,429	19,600	-0.001	0.080	0.085	-0.013	1.063
60	19,344	296,600	0.065	-25	45,800	-0.012	-0.001	0.183	-0.156	-183
61	20,772	326,600	0.064	1,428	30,000	-0.001	0.074	0.101	-0.015	1.365
62	23,138	354,900	0.065	2,366	28,300	0.001	0.114	0.087	0.016	0.763
63	25,418	378,000	0.067	2,280	23,100	0.002	0.099	0.065	0.031	0.657
64	27,804	414,600	0.067	2,386	36,600	0	0.094	0.097	0	1.032
65	29,556	451,700	0.065	1,752	37,100	-0.002	0.063	0.089	-0.030	1.413
66	30,758	479,100	0.064	1,202	27,400	-0.001	0.041	0.061	-0.015	1.488

資料出所: Monatsbericht der Bundesbank, Sept. 1967, s. 60, s. 131 より計算.

$GIP$ の成長率である。(9)は貨幣量の $GIP$ に関する弾力性( $\sigma$ )である。

第1に成長率 $\Delta Y/Y_{-1}$ と $\Delta k$ の関係をみると、1955年(17.5%), 1960年(12.6%)のような高度成長(名目)の年のそれぞれ前年から $\Delta k$ の大きさは急減しはじめ、成長率がピークに達した年で $\Delta k$ がさらに減少している。これはフリードマンの恒常所得仮説からもうなずけるところであるが、景気の上昇に伴う付加的有効需要は変動所得の支出となってあらわれ、所得に占める貨幣の割合が急激に減少しはじめるためであると思われる。消費需要のみならず、企業は投資に対して強い刺激を受けているわけであるから、留保分からの吐きだしと不足分を銀行信用によって補足し、これまた現金保有動機を低下させるに違いない。したがってこうした期間には現金の中央銀行からの流出額も増加するはずであって、

(4)の $\Delta M$ と(8)の成長率との関係がこれを示している。

第2に(9)の貨幣流通量の $GIP$ に関する弾力性( $\sigma$ )の動きをみよう。 $\sigma$ は明らかに循環的変動を示しているが $\Delta Y/Y_{-1}$ との関係をみると、好況期(1954~56年)には弾力値が1以下で不況期(1957~59年)には大体1以上となるように、タイム・ラグなしの相反関係を示している。

第3に $\sigma$ と $\Delta M$ との関係については、共変関係も相反関係もともに明瞭でない。たとえば1955年の $\sigma$ は1952年以来漸減傾向にあるのに、同年の $\Delta M$ は対前年度比較で急増している。これは1955年の西ドイツがいわゆる数量景気でかなり多額の現金通貨が市中に供給されても、所得の増大がこれを上回ったことを示している。それに対し好況が過ぎ去りはじめた1957年には、現金通貨供給を対前年度

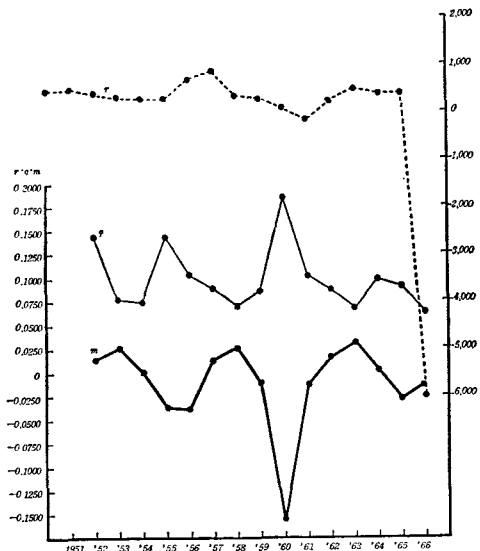
比較で約7億4000万マルク増加させたにも拘らず、景気の下降局面では $\sigma$ の値が上昇しはじめている。つまり所得増加に占める現金通貨保有の割合が増加しているのであって、この傾向は1958年でさらに顕著である。その結果、同年の $\Delta M$ は対前年度比較で減少するに至った。もっとも $\sigma$ は「マーシャルの $k$ 」の変化率( $\Delta k/k$ )とタイム・ラグなしの共変関係にある。

第4に「マーシャルの $k$ 」の変化率と成長率( $\Delta Y/Y_{-1}$ )はタイム・ラグなしの相反関係にあるが、これは図からも明らかなように、経済成長が高度化する期間では所得に占める貨幣の割合が減少することを示している。また「マーシャルの $k$ 」の変化率とさきに求めた拡張係数 $E$ との関係を見ると、約1年のタイム・ラグをもって拡張係数の変化が先行していることが明らかである。つまり西ドイツでは拡張係数が増大しはじめてから約1年たつと、「マーシャルの $k$ 」の変化率が逆に動いているわけである。これと前述した拡張係数と成長率との関係を結合させてみると、次のようにいうことができるであろう。まず拡張係数が増大する。すると約1年のラグで成長率が上昇する。好況になって各経済主体は所得動機にもとづく貨幣保有をこれまでよりも増加させる。通貨の追加的供給があるとはいえ、所得(取引)動機による貨幣保有の必要性が増大すれば、当然投機的動機にもとづく貨幣保有(ここでのタームでいえば $\Delta k/k$ に依存する貨幣)はこれまでより減少せざるをえない。図示したところからも明らかなように、こうした関係は西ドイツで極めて明瞭に現われており、そのことは1950年代の西ドイツ金融政策が景気対策としては成長志向型であり、しかも秀れた成果を残したことを示すものである。換言すれば、西ドイツの経済変動は通貨量の膨脹収縮にかなり敏感であること、事後的にみた拡張係数の大きさ、つまり信用創造を通ずる成長通貨の供給は、実物経済の成

長にとって大体適正であったということができるであろう。

第5に金融機関の必要準備率 $r$ と成長率とは共変関係を示すがラグはない。西ドイツに現在の連邦中央銀行が創設された1948年以来、預金準備率は1961年末まで29回変更された。預金準備制度は公開市場操作とともに通貨量の変動に関する最も強力な金融政策の1つであるが、とくに必要準備率 $r$ の水準が商業銀行の信用創造の規模に直接影響を与えることを勘案すれば、 $r$ の変化がもたらす実物経済の活動水準への効果は相当大きいものといわなければならない。第4図からも推論されるように、成長率と $r$ との関係は西ドイツで極めて密接であり、預金準備率の操作がかなり有効にきいていることがわかる。最後に $r$ と拡張係数 $E$ との関係は、理論的に判断できるように両者は当然相反関係になければならない。準備率が引き上げられれば商業銀行の信用創造能力が減退するからである。次の図はこのことを明瞭に示している。

第4図  $r \cdot E \cdot m$ の相反共変関係



### 1・5 政府投資の役割 (1950~1959)

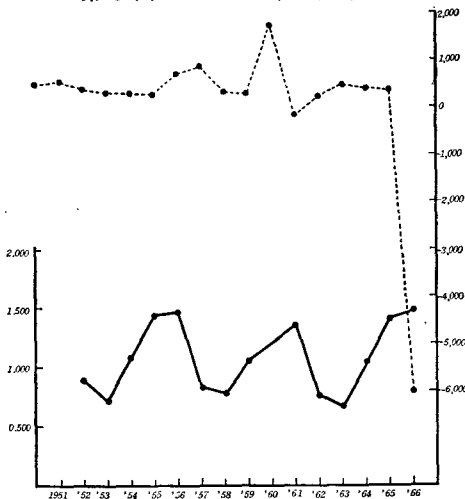
GNPに占める政府投資の割合は1950~59

第7表 拡張係数の計測(1949~1966)

	$\Delta C$	$\Delta D$	$\frac{\Delta M}{\Delta C + \Delta D}$	$\Delta R$	$r = \frac{\Delta R}{\Delta D}$	$c = \frac{\Delta C}{\Delta M}$	$\frac{\Delta Mr}{\Delta C + \Delta R}$	$E = \frac{\Delta M}{\Delta Mr}$ $= \frac{1}{c+r(1-c)}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1949								
50	5,259	10,837	16,096	4,915	0.454	0.327	10,174	1.582
51	10,387	19,439	29,826	9,440	0.486	0.348	19,827	1.504
52	3,706	8,446	12,152	3,083	0.365	0.305	6,789	1.790
53	3,354	10,753	14,107	3,217	0.299	0.238	6,571	2.147
54	7,657	24,703	32,360	7,006	0.284	0.237	14,663	2.207
55	5,095	17,773	22,868	4,529	0.255	0.223	9,624	2.376
56	12,133	16,093	28,226	10,998	0.683	0.430	23,131	1.220
57	21,462	24,170	45,632	20,494	0.848	0.470	41,956	1.088
58	12,549	35,098	47,647	11,488	0.327	0.263	24,037	1.982
59	12,047	37,705	49,752	9,872	0.262	0.242	21,919	2.270
60	-7,637	21,687	14,050	36,871	1.700	-0.544	29,234	0.481
61	9,973	52,451	62,424	-10,465	-0.200	0.160	-492	-126.878
62	10,019	35,748	45,767	7,521	0.210	0.219	17,540	2.609
63	16,869	32,620	49,489	15,537	0.476	0.341	32,406	1.527
64	11,235	29,462	40,697	11,163	0.379	0.276	22,398	1.817
65	15,922	38,779	54,701	14,363	0.370	0.291	30,285	1.806
66	18,574	-2,669	15,905	16,065	-6.019	1.168	34,639	0.459

資料出所： 第6表に同じ。

第5図 rとcとの相反関係



資料： 第6表, 第7表より作成。

たとえば1950年についてみれば、政府は懸案の住宅建設計画をはじめて実行に移したのであるが、これは折からの朝鮮ブームと調和してその後の投資活動の拡大へのきっかけをつくった。その意味で、政府投資の割合が小さいことを直ちに貢献度の小ささと結びつけてしまうことはできない。1950年代の政府投資はその後にも経済活動の水先案内人としての役割を果たしたのである。

西ドイツ大蔵省は、1957年度連邦予算に関する一般的覚書 (Allgemein Vorbemerkungen zum Bundeshaushaltsplan für das Rechnungsjahr, 1957) で1948~1954年の期間における戦後復旧、各種保障などによる財政負担の規模を明らかにした。それによると、財政負担の総額は1,296億マルクに達するが、そのうち占領軍経費が432億マルク(33.3%)を占め、次い

年で平均2.5%であり、予想外に小さい。た

で実質的には戦時損害保障である 563.7 億マルク (43.5%) となっており、投資に類するものは 301.2 億マルク (33.3%) にすぎない。1959 年代の前半における財政支出はその大部分が敗戦に伴う必要支出経費であって、政府が外部経済を拡大するために積極的に投資を拡大する余裕はまだなかったことが推論できる。もちろんこれら必要支出経費の中味には、補助金や戦時補償として支出され間接的に投資促進効果をもったと考えられるものも含まれるであろうから、直接政府投資と考えられるものだけの比率から判断するのは誤りであるかも知れない。政府投資としてどこまで含めるかによって、政府投資の積極的役割を強調することもできるからである。

たとえばロスカムプ<sup>8)</sup> は 1948~57 年の期間における政府投資が 928 億マルクに達すると考えており、こうした多額の政府投資を可能にしたのは GNP に占める防衛費のウェイトが小さいことと高い課税水準によると判断している。しかし、GNP に占める純投資の割合とここで検討した GNP に占める政府投資の割合とを比較すると (第 8 表)、前者は後者の約 6 倍である。純投資のなかには政府投資と民間投資が含まれるから、1950 年代における経済成長を投資のサイドから眺める限り、成長は政府投資よりも民間投資によって促進されたことは確実である。とくに 1949~53 年 (第 2 四半期) について資本蓄積の構成と源泉を第 9 表によって検討してみると、設備投資、在庫投資、貿易収支差額のうち、設備投資の占める割合が圧倒的である。またこれを源泉の側からみると、家計と政府の貯蓄構成比はかなり小さく、同様に大部分が民間企業の留保利潤と減価償却によっていることがわかる (この点については後に詳述する)。

### 1・6 財政支出と経済成長

政府投資を含む財政支出全般と経済成長との関係をみるために、1950~60 年の期間にお

第 8 表 GNP に占める政府投資と純投資の割合  
1950~1959

	政府投資	純投資
1950	2.16	12.56
51	2.19	12.48
52	2.29	12.40
53	2.47	11.96
54	2.37	12.95
55	2.69	17.86
56	2.75	16.56
57	2.67	15.68
58	2.76	15.13
59	3.07	16.37

資料出所： 政府投資の割合については Bertels, H. und Sievers, D., *Der Staat als Teil der Volkswirtschaft, Wirtschaft und Statistik*, H.3, März 1961 および *Statistisches Jahrbuch*, 1958 および 1963 より計算。  
純投資の割合については, *Statistisches Jahrbuch*, 1958, 1963 より計算。

ける西ドイツ財政支出の増加率 ( $\Delta GNP / GNP$ ) と GNP の増加率 ( $\Delta G / G$ ) との 1 次回帰を計算してみると

$$\frac{\Delta GNP}{GNP} = 5.1661 + 0.5534 \left( \frac{\Delta G}{G} \right) R^2 = 0.657$$

となる。回帰係数 0.5534 はいわば財政支出の経済成長に関する弾力性を示しており、この値は同期間についてフランスとイギリスについて同様の算定を行なった計測値 0.3651 および 0.2599 のいずれよりも高い<sup>9)</sup>。イギリスの場合、西ドイツとは逆に純投資の対 GNP 比率が政府投資の対 GNP 比率を下回っていたことから推論されるように、財政支出の GNP に対する影響が強いと考えられるのに財政支出の経済成長に関する弾力性は小さいのである。この原因としてイギリスの財政支出のうち、社会保障関係支出の占める割合が大きいと考えると考えられがちであるが、必ずしもそうとはいえない。1960 年度のイギリス財政支出のうち、社会保障関係は約 34% を占めるが、同年度の西ドイツの社会保障関係費は約

第9表 資本蓄積の内容と源泉

(単位：10億マルク)

	1949	1950	1951	1952	1953 / II
粗資産形成					
粗設備投資	15.7	18.7	24.1	27.6	7.7
在庫投資	1.9	2.2	5.0	5.3	0.3
貿易収支差額	-3.0	-2.1	1.3	2.5	1.0
計	14.6	18.8	30.4	35.4	9.0
資産形成の源泉					
家計貯蓄	1.4	2.1	2.4	4.7	1.5
政府貯蓄	2.7	2.9	5.7	8.6	2.1
社会保障支出	0.5	0.6	1.5	1.2	0.3
企業貯蓄	10.0	13.2	20.8	20.9	5.1
(内償却額)	(5.5)	(5.6)	(6.7)	(7.7)	(2.0)
計	14.6	18.8	30.4	35.4	9.0

資料出所： Grünig, F. und Schimmler, H., Die Ergebnisse der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für die Bundesrepublik, Zweites Quartal 1953. Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Jg. 1953. H.3,s.274.

33%強であって、両者に殆んど差異がない。また軍事費負担の差も一役買っていると考えられるが、1950年代前半ならともかく、1960年度には軍事費の財政支出に占める割合は24.8%に増大し、イギリスの27.8%に迫っている。

とすればイギリスと西ドイツの財政支出構造の差はどこにあるのであろうか。簡単な構成比の比較から検討する限り、両者に差をもたらした原因は、イギリスの国債利子・管理費が13.97%を占めるのに対し、西ドイツの債務償還費——これは西ドイツ中央銀行創設時の平衡請求権債務が大宗をなしている——が僅か3.74%に留まっているところに求められる。イギリスがこうした多額の国債利子・管理費の重圧から脱却するためには、経常勘定での歳入超過を通じて償還の可能性を増すか、借換え政策の最適化を図るほかはない。これに対し、西ドイツの平衡請求権の金利は3%の低水準に固定されて財政負担が軽いだけでなく、金融政策上必要であるときには、これを流動化証券として公開市場操作の材料

に用いることができるなど、西ドイツの財政金融政策が弾力性に富んでいることにも注意する必要がある。

政府支出の経済効果は、政府投資および財・サービスの購入の他に再分配効果がある。ロイスの研究によると<sup>10)</sup>、政府支出の約半分はトランスファー的な性格をもっており、しかも1950年代を通じてみると家計部門から企業部門へとトランスファーのウェイトがシフトしていることが明らかである。すなわち政府、家計、企業3部門の収支バランスをみると、政府に対する家計の支払額(所得税・消費税などの租税)は、企業の支払額(法人税など)よりも絶対値でみて大きい。また1950年を100としたとき、政府から企業への支払(トランスファー)は297であって、家計への支払(トランスファー)278を上回っている。もちろん絶対値でみれば、家計に対するトランスファー額の方が圧倒的に大きい。こうしたシフトは、租税体系の変化による家計部門の負担の増大と、企業部門に対するトランスファー(補助金)とによってもたらされたも

のであろう。

### 1・7 租税構造<sup>11)</sup>と経済の成長・安定

財政政策の民間投資需要に及ぼす効果を考察するには、財政支出または政府投資の規模だけでなく、租税ことに法人税の影響に着目する必要がある。戦後の西ドイツは法人税を頻繁に改正した。1948年以降の主な法人税の改正を示せば次の通りである。

- (i) 累進課税の撤廃 (1948年6月21日)
- (ii) 有限会社および個人会社に対しては50%、法人企業に対しては60%を課税 (1951年6月27日)
- (iii) 配当利潤に対しては30%、その他の利潤に対しては60%を課税 (1953年6月24日)
- (iv) 配当利潤、留保利潤に対してともに45%を課税 (1954年)
- (v) 配当利潤に対しては15%、留保利潤に対しては51%を課税 (1958年)

このような改正は、戦時中施行された累進課税方式の撤廃を別にすれば、改正の方向は、留保利潤と配当利潤に対して税率に差を設けることによって、配当を促進し資本市場を通ずる投資資金の調達規模を拡大することにあつたといつてよい。そのうち(iii)と(v)は税率には差があるが、いずれも配当促進を意図した財政政策の措置である。(iii)がとられたのは、前掲第2表でも判るように、投資資金の源泉に占める企業貯蓄の構成比が1952~53年に至り次第に低下して株式または社債の新規発行が望ましいと考えられたためである。とくに1958年の改正で留保利潤に対しては51%、配当利潤に対しては15%を課税する方式が採用されたが、その背景には次のような政策的判断があつたと考えられる。第1に、1950年代の高度成長過程で企業の自己資本が次第に充実してきたとはいえ、自己金融方式によって投資資金を調達していたのでは、E E C発足による市場規模の拡大に伴う企業規

模拡大の必要性を満足することができない。第2に、1958年末の通貨交換性の回復は、資本移動を容易にし欧州各国の資本市場を整備、活発化させることになった。第3に、1950年代の後半にいたり完全雇用が実現してからは、インフレ対策として金融政策の重要性が増したが、自己金融方式のもとでは、金融政策による企業の投資行動に対する調整効果に限界がある。第4に、資本市場を通じて投資資金を調達する方向を示した1958年の法人税制の改正は、資本市場を通じて資金が最適に配分される可能性を増大する効果がある。

### 1・8 財政金融政策と企業金融

以上のような政策的判断のうち、第1の企業金融の実態と変化について少し触れておく必要がある。西ドイツの統計資料<sup>12)</sup>によって民間企業の純資本形成に占める減価償却の比率を1950~61年について検討すると、明らかに漸減傾向を確認することができる。すなわち1950年の85.13%から1961年の46.14%まで約半分弱までに低下している。この比率は分母に純資本形成をとっているから、景気の好、不況で投資意欲が変化すれば比率もまた変化するであろう。たとえば投資需要の大きかった1955、1956年は1958年の57.95%を下回っている。しかし、いずれにしても西ドイツ民間企業の自己金融方式は次第にその影を薄くしつつあつたことは確実である。また民間企業の資金過不足状況を同期間についてみると<sup>13)</sup>、借入金の(純投資+現金保有額)に対する比率は次第に増大していることが明らかであり、企業が投資資金繰りを次第に外部に求めはじめたことを裏書きしている。

たしかに西ドイツの企業金融は1950年代の前半から半ばにかけて自己金融を中心になされてきた。それを可能にした背景は、第1に各産業は復興需要に応える立場にあつたため、市場はどちらかといえば「売手市場」化し、企業は高利潤の確保を可能にする価格決定が

できた。第2に政府は価格安定を経済政策の主目標におきながらも、これまでの資本蓄積の多くを失った以上、企業の投資資金の源泉を高度の償却や内部留保以外に求めることができず、6%までの配当制限令を公布するなど企業の自己金融を促進せざるをえなかった。第3に西ドイツ企業形態の特色として株式会社は相対的に少なく、主要企業は大部分が有限会社であって資産状況を一般に公開する必要がなかった。第4に、株式会社の場合でも税法上の貸借対照表と株主総会用の貸借対照表とが商法によって認められており、留保部分の量的操作が容易であった。つまり両者の差はいわゆる「含み資産」として企業貯蓄を増大させたのである。第5に西ドイツ企業の資本所有構造をみると、発行株式の約65%は持株会社、会社の持合い、政府、公共団体によって保有されており、株式会社は配当政策を比較的楽に運営できるばかりでなく、企業相互の関連をも密接化するのに役立ってきたなどの諸点である。

しかし、自己金融を容易にしたこうした要因は次第に変化したのである。さらに触れたように借入金比率は増大傾向を示しているが、それは自己金融方式が戦後西ドイツにおける過渡的な企業金融方式にすぎなかったことを暗示しているように見える。この判断の正否を確認し、政策効果を評価することにしてしよう。そのためには1950年代の企業金融を2期に分けて考えることが便利である。第1期は通貨改革(1948年)から1957年までであり、第2期は1958年から60年までである。企業金融政策のみならず、財政金融政策一般をも含めた戦後西ドイツの経済政策を考察するには、それ以外の期間分割も可能であろうが、ここでは基礎物質の価格統制(1956年4月の石炭価格統制解除が最後)や、税制を通ずる資本蓄積政策が一段落し、資本市場育成法(1952年)公布以来、株式、社債市場が次第に活発化しはじめた期間と、それ以降企業金融が景気政策、財

政金融政策の影響をより強く受けるに至った期間とに分割するだけで充分である。第1期における企業金融に関する政策措置の主要なものをあげれば、第1は通貨改革後になされた「ドイツ・マルク開始貸借対照表に関する法律」であり、第2は前述の資本市場育成法である。前者は *Gesetz über das Eröffnungsbilanz in Deutschen Mark und die Kapitalneusetzung* とよばれ、これにより企業に時価最高主義による物的資産の再評価、戦時損失の貸借対照表計上を強制することにより、高償却を通ずる自己金融中心主義の基礎が確立した。この資産再評価の効果は、長期的には何よりもまずその後の減価償却が単に資産減耗分の補填資金としての役割のみならず、戦時損失という特別償却対象の償却を通じて新規投資の源泉となったところに意義がある。後者は *Erstes Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes* とよばれ、有価証券収益に対する課税の減免を通じて資本市場の機能を復活させるために行われた第1の「てこ」入れであった。とくにこれが同年公布された投資援助法(*Gesetz über die Investitionshilfe der Gewerblichen Wirtschaft*)と平行していたことは、企業の投資資金を潤沢するのに役立ったのである。

以上のように第1期における企業は売手市場のもとでの高利潤と促進される高償却とによって生じた自己資金を投資にふり向けることが可能であった。西ドイツ経済の成長は政府投資によらず、殆んどが民間部門の投資(と輸出)によって支えられていたといえる。したがって、この期間の財政金融政策は、企業活動を最大限に発揮できるような基盤を制度的に与えることに主眼があったといえることができる。そして政府が直接介入せず、もっぱら企業活動の創意と工夫にまかせる当時の経済体制は新自由主義の考え方の反映であった。

しかし、第2期すなわち1958年以降になる

と、完全雇用の出現は次第に賃金コストを増大せしめ、EECの発足は国際競争を刺激してこれまでの売手市場を変質せしめた。つまりこれまでのような自己金融方式の成立基盤は内外の情勢変化によって次第に脆弱化したのである。さきにもた資金過不足を補填するための借入金の増大、株式、社債発行の必然性は、発行条件の改善や配当率の引上げをもたらした。いきおい内部留保率の縮減を招くことになった。つまり企業金融の変貌からみれば、財政金融政策を積極化しなければならなかったのは第2期およびそれ以降であったのである。しかし後にみるように、1960年代に入ってから政府はこうした構造変化をそれほど重大視せず、財政金融政策の成長と安定効果にはとくに見るべきものもないまま経済の停滞から不況に迷い込むことになった。この点については第2部で触れることにしよう。

- 1) 1967年6月8日から実施された「経済安定・成長促進法」は、西ドイツ経済および財政金融当局（議会、政府、連邦銀行）が、数量的診断および予測、もしくは計画を基礎とする経済過程の総合的な誘導というかたちでの経済政策の合理性を認めたものである。この点は第2部で検討するが、1950年代における西ドイツ政府の役割は市場経済の機能に障害をもたらす要因を除去する点で大きな意義があったが、政府が経済動向に直接積極的に介入することは殆んどなかった。
- 2) Sohmen, E., Competition and Growth : The Lesson of West Germany, *American Economic Review*, Dec. 1959, pp.986~1003.
- 3) 拙稿「個人所得税の安定、分配、成長効果」『経済成長と財政金融政策』（藤野・宇田川編）（勁草書房）所収参照。
- 4) Francke, A., Preise und Löhne in der Bundesrepublik Deutschland seit 1950. *Kieler Studien*, Nr. 64. 1964.
- 5) この中には、a) 個人家計および非営利民間団体によって支払われた賃金・俸給、b) 政府

によって支払われた賃金・俸給、c) 外国での賃金・俸給は含まれていない。ただし外国人労働者で西ドイツ企業（国内）によって支払われた賃金・俸給は含まれる。

- 6) したがって、一期間内の企業部門の生産額は、
  - 1) 個人家計、非営利民間団体、政府による消費、
  - 2) 企業および政府による設備投資、
  - 3) 企業および政府による在庫投資、
  - 4) 輸出の合計となる。ただし1)から4)はすべてドイツ企業の生産した財・サービスに関してであって、輸入分を含まない。
- 7) *Monthly Report of Bundesbank*, 各号。
- 8) Roskamp. K.W., Competition and Growth, The Lesson of West Germany, Comment, *American Economic Review*, Dec. 1960, pp. 1015~1018. ロスカムの推計によると、GNPに占める防衛費の割合(%)は、5.4 (1948), 5.6(1949), 4.5(1950), 5.1 (1951), 5.6 (1952), 4.3 (1953), 3.9 (1954), 3.4 (1955), 2.8 (1956), 3.0 (1957), 2.8 (1958) である。その後をロイスの資料によって算定すると、3.8 (1959), 3.9 (1960), 4.2 (1961) である。ロイスの資料で1950年以降を計算してみても、ロスカムのそれと大差はない。Reuss, F.G., *Fiscal policy for G rowth without Inflation, The German Experiment*, 1963, The Johns Hopkins press, pp.172~173.
- 9) 拙稿、「西欧諸国の財政金融政策」『経済成長と財政金融』（岩波書店）所収参照。
- 10) Reuss, op. cit., p.177.
- 11) この研究では、租税構造の検討として法人税のみを対象としている。個人所得税の経済安定、分配、成長効果については、拙稿「個人所得税の安定、分配、成長効果」藤野・宇田川編『経済成長と財政金融政策』前掲書。第3章参照。
- 12) たとえば *Statistisches Jahrbuch der Bundesrepublik Deutschland* 各号を参照。
- 13) たとえば *Monthly Report of Bundesbank* 各年各月号より容易に計算することができる。



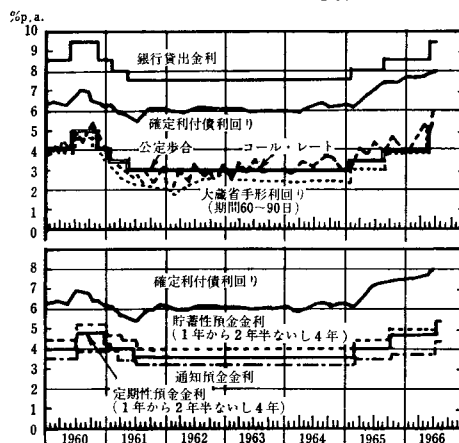
## 第2部 1960～1967年の景気変動と政策効果

### 2・1 2つの好況と1つの不況

1953年ごろから持続的繁栄を続けてきた西ドイツは、1960年代に入って2度の景気変動を経験したが、1966年後半以降のそれはかなり深刻である。西ドイツ経済は景気後退どころか不況の底であえいだといつてよい。1950年代から持続的に成長してきたことを考えると、西ドイツははじめて本格的な経済不況に見舞われたわけであるがその原因は一体何か。西ドイツ政府経済専門委員会の発表によれば、不況の底は1967年の春で終り、1967年年央以来次第に回復に向っていると考えられた。たとえばベルリン経済研究所の調査<sup>1)</sup>によると、1967年第Ⅱ四半期以降の工業生産は上向きに転じていることがわかる。しかし1964～65年の経済状態または水準にまで復帰しているわけではない。この第2部では、1960年以降の景気変動と経済政策の実績をどう評価するか、新たに登場したキージンガー内閣および経済相シラーが不況から立直るためにどのような経済政策をうちだしているか、今回の不況を循環的とみるべきか、それとも構造的なものとみるべきか、そしてエアハルトとシラーの政策志向に相違があるとすれば、どこに特徴があるかといった問題を明らかにする。

いま1960年以降の西ドイツの経済動向を概観するために公定歩合の推移をみると、これを3つの局面に大別することができる。第1の局面は、1960年5月それまで4%であった公定歩合が最高水準の5%に引き上げられ、半年後に1%、その後ほぼ3カ月ごとに0.5%ずつ引き下げられた(1961年4月3%)景気変動の期間である。第2の局面は、それ以後1965年2月までの約4年間3%のままで推移した期間である。さらに第3の局面は、1965年2月0.5%、同年8月再び0.5%、1966年5

第6図 金利構造の変化

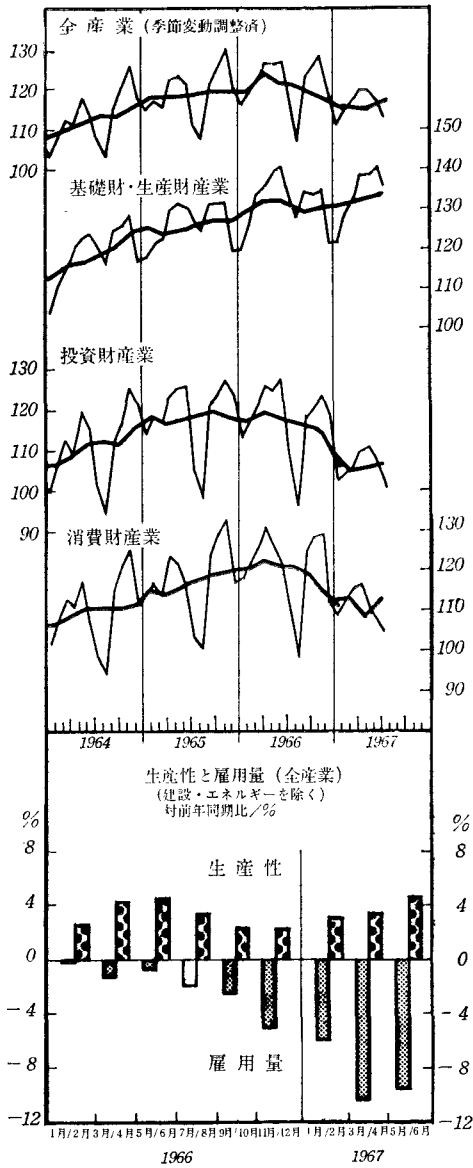


月1%と矢つぎばやに公定歩合を引き上げた金融引締政策と、1967年に入って1.2.4.5月と4回それぞれ0.5%ずつ引き下げた(5%から3%に引き下げ)緩和政策に象徴される景気変動の期間である(第6図参照)。

第1と第3の局面はいずれも引締期に公定歩合が5%に達したし、半年後緩和政策がうちだされたことに注意すると、両者には類似点が多いように見える。つまり比較的平穏な経済活動期を間にはさんで、2つの景気変動が展開されたように見える。しかしその背景、いいかえればこうした変動をもたらした経済的諸要因は基本的に異なっている。エアハルト経済政策の評価についても、また1966～67年の不況の性格を診断するうえでも、これら3つの局面における西ドイツ経済の構造変化を検討することが必要である。

専門委員会の判断では、不況の原因を民間および政府投資の後退に求めている。こうした後退をもたらした直接の原因は2つある。第1は国内受注量および生産量の減退である(第7図参照)。この様相はすでに1965年度の機械工業受注量、1966年度前半の建設業の受注量の減退にみられていた<sup>2)</sup>。第2は中央銀行の引締政策の強化である。すでに明らかにしたように、公定歩合は1966年はじめに5%に引き上げられたが、これは当時まだ明瞭

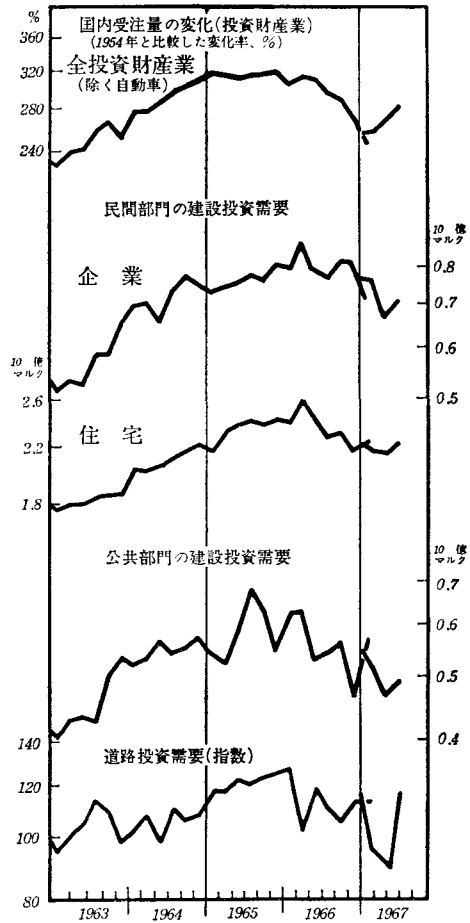
第7図 工業生産の変化  
(1964~1967)



資料出所： Monatsbericht der Bundesbank, Aug. 1967 s.37.

に残っていた景気過熱と賃金・俸給の持続的な高騰傾向を抑圧するためであった。第6図の金利構造の変化から明らかなように、当時社債、長期国債、抵当証券など確定利付証券の利回りが相対的に上昇し（8%以上）、投

第8図 投資需要の変化  
(1963~1967)



資料出所： Monatsbericht der Bundesbank, Aug. 1967, s.42.

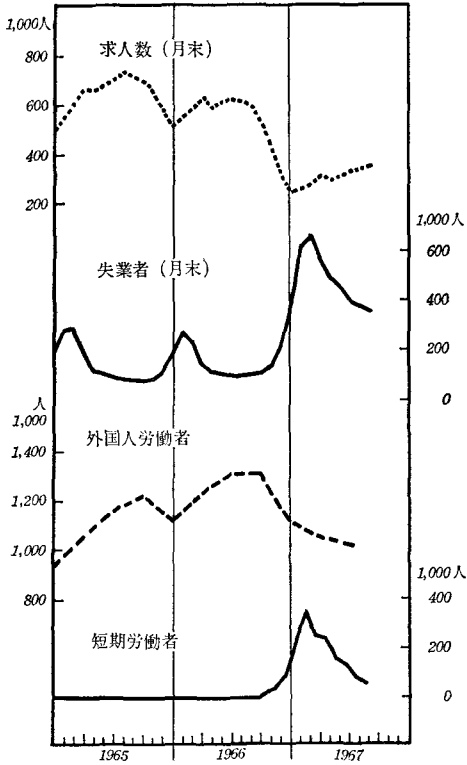
資資金の不足が次第に目立ちはじめ、外国資本によって手当てをするといった状況がみられていた。しかし政府筋はこれを不況への第1次的徴候とはみていなかった。資金不足は短期の手形決済面で次第に顕在化しはじめたし、資本市場は公共投資が増大する反面、貯蓄が次第に減退したことによって実質的に手一杯の状態であったに拘らず、さきに示した第2の局面で政府はとくに見るべき政策をうたなかったのである。景気変動を激化させないためには、一応平穏に推移したように見えるこの第2の局面で事前に政策措置をとるこ

とが望ましかったと思われる。すなわち、公共投資を減らし税制措置を通じて民間投資を圧迫すべきであったのである。それによって1966年景気が危険な状態にまで追い込まれてしまうような投資支出と貯蓄供給とのギャップの拡大をくいとめることができたのかも知れない。それどころか実際にはそれと全く逆のことをやって事態をさらに悪化してしまったのである。すなわち、政府は1964年選挙などの政治的理由から所得税を減税したため、資金需要の増大をもたらし、民間投資に対す

なった。これが1964年～65年における経済の好況をよんだのである。

資本市場におけるこうした極度の緊張は1966年秋全く突然需要の急減となって現われた。1967年前半のGNPは対前年同期に比べて2%下落し、工業生産は1967年9月に1965年と同水準にまで低下した。職業安定所には失業を名のり出るものがあられ、失業率は2.5%、つまり約65万人が失業したのである。いま外国人労働者の帰国数を40万弱と想定すると、不況は約100万の労働力を失業におとしこんだことになる。それは労働力人口の約4.5%に相当する。

第9図 労働市場の変化  
(1965～1967)



資料出所： Monatsbericht der Bundesbank,  
Aug. 1967, s.44

る資本市場の機能はさらに縮小してしまうことになった。他方、減税は購買力を増大して価格上昇をもたらし、経営者は「永遠の」好況への信仰を深めることによって利子率水準8～10%をおして追加投資に踏み切ること

## 2・2 利潤率の低下と投資の減退

最近の不況を反映してこのように西ドイツの失業率は上昇したが、外国人労働者の存在を勘案すると、西ドイツは相変わらず完全雇用状態といってよいであろう。景気の上昇期には深刻な労働力不足に悩む西ドイツ経済は、1960年代に入って賃金の強い上昇圧力を経済の体質内にビルト・インしているといってよい。西ドイツにおける賃金上昇の制度的要因としては、通常(1)賃金ドリフト、つまり協約賃金との格差、(2)労働協約の一般拘束力拡張制度、(3)出来高払制、時間払制といった賃金支払形態があげられる。

こうした制度のもとでは賃金と物価が関連的に上昇しやすいが、いまこれを賃金上昇→需要増大→価格上昇と、賃金上昇→コスト上昇→価格上昇という2つの経路別に検討することにしよう。西ドイツの均衡攪乱要因を理解するには、これらの相互作用の理解が不可欠である。第10表は1961～66年第1四半期における賃金・俸給、コスト、要素費用、需要と供給および価格の年率変化を示している。なお、ここでコストは

$$\left[ (\text{要素費用} + \text{減価償却} - \text{補助金} + \text{外国への支払い} + \text{政府に対する支払い}) \div \text{生産額} \right]$$

第10表 価格変化要因の年率変化の推移(%)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966( I )	
賃金・俸給	+10.4	+9.0	+6.1	+10.1	+10.5	+10.9	
コスト(平均費用)	+4.5	+5.1	+3.0	+4.1	+3.2	+5.5	
需要	消費財	+6.9	+8.5	+5.1	+8.0	+6.4	+5.5
	投資財	+11.2	+8.1	+4.9	+11.0	+6.6	+7.5
供給	消費財	+3.8	+5.2	+2.3	+7.4	+7.3	+7.2
	投資財	+6.9	+2.7	+2.6	+8.9	+7.3	+2.0
価格	消費財	+3.0	+3.2	+2.7	+3.0	+4.7	+3.5
	投資財	+4.6	+5.3	+2.2	+2.0	+2.2	+0.7
要素費用	+6.6	+6.1	+3.4	+6.2	+10.9	+8.2	

資料出所: A. Francke, Die Preis- und Lohnentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland seit 1960, Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 94, 1965 s. 112~132 より作成, なお1964, 1965, 1966( I ) (第1四半期)は筆者の計算.

である。

ところで企業がフル・コスト原理で動くときは、価格上昇率がコスト上昇率を上回るときに平均利潤マージンは増大し、反対に、価格上昇率がコスト上昇率を下回るときには、平均利潤マージンは減少するといえる。このことを頭に置いて西ドイツの場合を考えてみよう。まず、消費財をとり出してみると、1961年の賃金・俸給(以下賃金と略す)の年増加率は10.4%である。明らかに賃金は要素費用の主要部分を構成するから、この増加が要素費用を6.6%だけ上昇させた。つぎに、こうした要素費用の増加がコストの上昇をもたらすことになるが、その上昇率は4.5%にとどまっている。これはコストに関するさきの定義からわかるように、コストを構成する要素のウェイトと伸びが異なっているためである。

これまで、賃金→要素費用→コストへ波及する上昇圧力の関連を検討したが、価格へのはね返りを61年についてみると、コスト4.5%の上昇に対し、消費財価格の上昇率は3.0%である。さきに述べたフル・コスト原理をあてはめれば、この期間、企業の平均利潤マージンは縮小したといえる。他方、需給の伸び率を比較すると、同年は明らかに超過需要の状態にあった。

ところで、超過需要からの価格上昇圧力があるのに平均利潤マージンが縮小化したのは、(1)あとでもふれるが、競争の激化がコストの上昇を価格に転嫁する範囲を狭めたことと、(2)超過需要の多くが輸入によってカバーされ、本来の超過需要がもたらすほどには、価格を上昇させなかったためであると考えられる。

さて1961~63年の期間におけるコスト上昇率は4.5%、5.1%、3.0%と推移している。価格上昇率がほぼ3%で横ばいであるのに、コスト上昇率は低下気味である。このことから生産性上昇によるコスト低下があっても、企業はある一定のマークアップ(目標利潤への引き上げ)率以下に下げえない限界をもっていることがわかる。そうであれば、賃金上昇率が高くなったとき、一定のマークアップを維持しようとするから、容易に価格を上昇させる傾向を内在させていたといえることができる。

そこで賃金の上昇率をみると、63年を底に、64年以降かなり強い上昇傾向を示している。しかし、消費財の需要は64年以降、賃金の伸びほど高いものではなく、また消費財需給の関係で見るとわずかながらも超過供給の傾向がでていいる。こういう状態のもとで消費財価格は上昇していったから、64年以降の価格上昇は、賃金上昇→コスト上昇→価格上昇とい

う経路によるものと考えられる。また、コスト上昇率は価格の上昇率を上回っており、平均利潤マージンの低下を生んだ。

同様の傾向は、投資財についてもほぼ妥当する。まず1961年についてみると、価格上昇率がコスト上昇率を上回っており、前に述べた消費財部門の場合と同様、需要サイドからの価格上昇によってよく説明できる。1962年になると価格(5.3%)はコスト上昇率(5.1%)を上回り、しかも需要の伸び(8.1%)が供給のそれ(2.7%)を大幅に上回るにいたった。

これは投資財部門における競争が消費財部門より強く、超過需要が発生すると必要最小幅の利潤マージンを確保しようとする企業は、コスト要因とならんで需要要因からも価格を上昇させることを示している。そして最近の不況との関連からみれば、平均利潤マージンの低下が賃金上昇によるコストインフレを呼び起こすと同時に、投資減退の原因ともなったことに注意をむけたい。

価格上昇圧力の抑制効果をもつ輸入拡大は、1964~65年の西ドイツ経済の過熱にとってはむしろ遅すぎたといつてよい。価格上昇が持続しはじめた当初に、時宜をえた輸入拡大政策をとっていたのと、価格上昇の激しさが認識されるようになってから輸入を拡大したのでは、国内価格政策に及ぼす効果が異なる。とくに1961~65年における西ドイツの価格上昇の原因が最初はコスト要因ではなく需要要因であっただけに、この区別は政策効果の判定にとって決定的に重要である。

### 2・3 公共投資の増大と民間投資の減少

1960~65年の好況期に工業生産指数は120から162に上昇した。つまり35%増である。同期間投資は540億マルクから820億マルクに増加した。つまり52%増である。同期間政府投資は100億マルクから200億マルクへと倍増した。設備投資による資本設備は全体で同期間800億から1,260億マルクに増大した

わけで、これは約58%増である。このように急増した資本需要を貯蓄がすべて賄うことはとてもできなかった。総貯蓄の伸びは同期間570億から820億の増大であり、これは44%弱の増大にすぎない。加えて、西ドイツ経済の特徴として、外国人労働者の本国送金と低開発国援助資金によるトランスファーが年間約50億マルクにのぼっている。この額は需要に向かうが、資本形成を支える貯蓄のプロセスには向かわない資金である。その限りでいうと、外国人労働者はマイナス要因なのである。前述した公共投資の急増は、その理由の大部分を生産の増大と社会的間接資本との間の緊張関係を緩和するところに求めることができる。民間経済活動の持続的な拡大は1950年代の社会的間接資本の整備を遅らしてしまった。交通、教育、研究、通信などの諸設備に対する需要が後から追いかけることになった。1960年代初頭の立遅れ状況を緊急状態と形容することができるほどであった。生産の増大と経済水準に即応して社会的間接資本が技術的、組織的、制度的に整備されることは、企業の収益性の引き上げに役立つのであって、この点についての立入った言及は必要ないほど明らかなことである。そこで政府は1960年代に入るや公共投資によってこの立遅れをとりもどそうとしたのである。政府は資金源を求めて資本市場に殺到し、またその一部は赤字支出によって賄ったのである。しかし政府が資本市場から資金を吸い上げるに及んで、以下に述べるような構造的変化が生じたことを忘れてはならない。

(1) 資本市場で調達する民間投資資金が圧迫された。企業は1960~65年の好況期にますます増大する需要に対して、企業間取引を短期手形によってファイナンスするか、外国の資本市場から資金を手当てすることになった(この点については後述する)。

(2) 資本の不足と同時に利子率水準の高騰は、競争力の弱い構造的欠陥をもつ企業の投

資を縮小化することになった。また一連の倒産または支払不能企業が発生し、当該企業は内外の大企業またはコンサルに身売りするか生産を停止するいずれかを余儀なくされた。

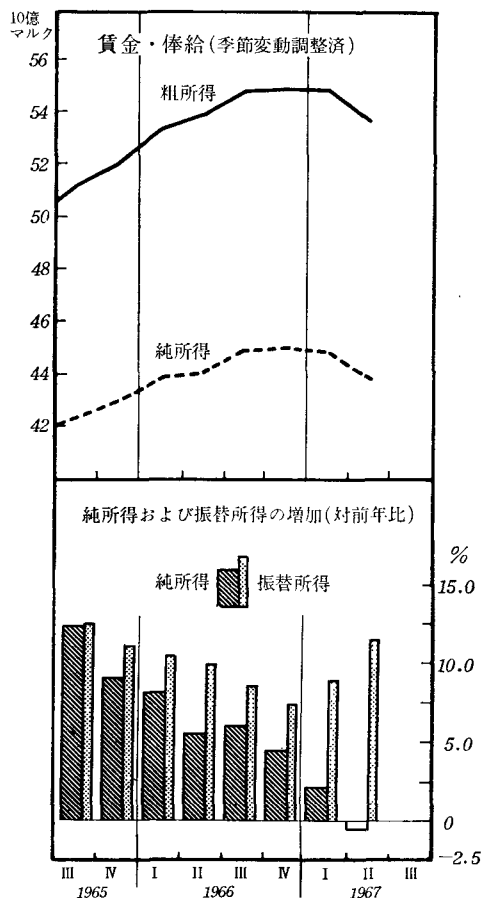
(3) このような状況が発生すると、信用を供与する金融機関は信用を求める企業の支払能力に対して過大の要求を課することになった。そのため好むと好まざるとを問わず、金融機関は信用供与に伴って企業の選択を行うこととなり、その結果投資活動はさらに後退せざるをえなくなったのである。

(4) 社会的間接資本整備の必要性が増大したことは、資本形成に対しても悪影響を及ぼした。というのは公共投資の場合には、賃金・俸給の枠内で個人家計の貯蓄を通じてある程度資本が再生されることになるが、社会的間接資本の場合にはその種の再生が生じないからである。かくして資本不足はこの種の公共プロジェクトが増加することによってさらに激化したのである。

(5) 社会的間接資本の充実は間接的にしか生産の増大に貢献しないので、つまりかなりの幅のタイム・ラグをもってはじめて生産が刺激されるし、経験的にいえば生産性の上昇効果も僅かであるので、1965年の生産性の伸び4.1%は1966年に2.7%、さらに1967年には2.5%にまで低下したのである。これは1960年初頃の6%とは比較にならない低調である。それに伴い成長率も低下した。いま生産上昇の鈍化傾向を推計してみると、1965年の成長率5.7%および1960~65年の4.8%から1966年には2.7%、1967年には-0.5%、とくに1967年前半には-1.5%へと低落したのである。

(6) 資本不足およびこれに伴う確定利付証券の利子率上昇(9%)と貸付利子率の騰貴(10%)は、1966年の4%以上の価格上昇をもたらすに至った。これに伴い賃金もまた上昇した。こうした価格の騰貴は輸入を増加させ

第10図 個人家計の所得変化



たが、1965年は1964年に比較して120億マルクも増加したのである。それに対し、輸出の伸びは国内価格の高騰による競争条件の弱化が原因となって後退しはじめた。すなわち1964年に比較して1965年の輸出は65億マルクの増加にとどまったのである。かくして1965年の貿易収支の黒字は10億マルク程度にとどまり、資本収支の赤字35億マルクを相殺することができなかったわけである。

(7) 1967年初頭以来インフレ傾向、利子率の騰勢、貨幣、信用、資本市場における資金不足などによって特徴づけられる経済の過度の緊張と不安定の局面に入ると、消費者と生産者の態度や行動様式も変化しはじめた。生産者は事態の成り行きを見守り、投資性向を

弱め新規受注を手控えはじめたのである。同時に金融機関も資金の長期貸出しを嫌いだした。このように民間部門の内部での弱気は、次第に貨幣の秩序への信頼を失わせはじめた。こうした変化（たとえば第10図の個人家計の所得変化を参照）が1966年秋の需要を極度に減らし、景気を危機段階に追いやったのである。

財政を通ずる以上のような民間経済への影響を叙述する場合、なお2, 3の説明や批判的な注記が必要であろう。第1に一連の業種にみられる構造的な不況である。とくに業種としては石炭と鉄鋼業をあげることができる。これらは景気変動を大幅にするよう作用した。第2は、一体1966~67年の景気後退を財政を通ずる景気政策の諸手段によって回避することができたかどうかということである。というのは1966年秋から1967年春までに不況や生産の減少を経験したのは当初いくつかの業種であり、しかも不況とさわがれた期間がかなり短期であったからである。しかし不況はまもなく殆んど業種に及び不況の期間をも長びかせることになった。一体どこに政策的誤りがあったのであろうか。2, 3の業種で投資の経済性についての正しい尺度を見失ったことは確かである。1960~65年における年率約3%の価格上昇にみられるクリーピング・インフレーションは、すべての投資に好収益を期待させたため、とくに構造的に弱体の業種でも必要な生産力の縮小を思いとどまらせたのであった。政治的配慮もあって政府は税収の増加を基礎に困窮状態にある業種を存続させるための補助金給付に反対でなかった。しかしすでに触れたように、1964~65年のブーム期における金利上昇は、景気がすでに危険な状態であることを示していたのであって、本来設備投資による拡大はさし控えるべき徴候があったのである。ところがそうした手控えの必要性とは違って代って、企業者の信用需要、とくに公共部門（連邦、州、地方公共団体）の信用需要は引続き増大するばかりであった。

公共部門の赤字増大の一例として連邦をとってみても、連邦債は1962~66年に9億2,500万マルクから15億マルク増加し（65%増）、総額100億マルクに達したのである。かくしてドイツ国内資本市場で賄いきれない部分は、ヨーロッパ資本市場で手当てをしなければならなくなった。後述するようにタイミングの失敗を別にすれば、中央銀行の公定歩合と預金準備率の引き上げ措置は、国内流動性をさらに縮小することによって外国資本市場から流入する流動性のインフレ促進を鎮静する唯一の可能な政策手段であったといつてよい。クーポン税<sup>3)</sup>とともに外国からの借入れに対する預金準備率を3倍に引き上げることによって、1964年、金融機関の外国からの信用受け取りは殆んど不可能になってしまったのである。

以上のように中央銀行の引締政策は放漫な財政の尻ぬぐいとして己むをえない性格をもっていたが、中央銀行引締政策の効果が当初経済のある一部に強く現われたことも確かである。すなわち高い金融コストが直接影響するような収益率の比較的低い業種への波及は強く、そのためこれらの業種は価格の引上げによるか投資を控えるかいずれかの道しか残っていなかったのである。1965~66年には企業の一部ではすでに新投資を手控えはじめ、その生産量を機械工業と建設業の需要減退に適応させていたのであるが、公共投資は引き続き強い需要要因であった。そのため、民間経済は消費部門で恒常的な需要の伸びを示し、すでに忍び込んでいた景気後退を見過ごしてしまうことになった。

1966年の後半および1967年のはじめに、税収の減少が現われたとき公共投資もまた衰えることとなり、これがさらに景気変動の幅を拡大するように、つまりデフレを促進するように作用したのである。この時点においてこそ、いわゆる「赤字支出」に移行し、企業の遊休設備を受注の増大によって埋めるべきで

あったのである。公共投資はここでなすべき機会を失ったのである。1967年4月12日になってはじめて政府はこれまでの投資支出の縮減措置の撤廃を決定した。地方公共団体は今日においても景気を刺激するような投資を大幅にする能力がない。というのは地方公共団体はまずこれまでの負債の確定化を行わなければならないからである。連邦政府の25億マルクにのぼる第1回の投資予算——これは特別予算といわれている——と短期減価償却優遇措置も、他の業種と比較して激しい不況に見舞われた業種（機械、機械設備、自動車など）の落ち込みと一連の関連企業の生産後退を救うものとはならなかった。こうした強烈な不況への突入は、1960～65年の好況期に投資財産業以外の部門で投資を比較的大幅に拡大していたことと、極度の生産後退がおこると広い業種にわたってまず長期投資計画をとりやめるといふ影響が生じたことによっている。以上の説明から経済主体の行動様式と景気動向に対する政策効果のタイム・ラグとがいかに不況の発生に重要な意味をもっていたかが明らかであろう。デフレ期に金融コストが低廉で受注期間が有利であっても、景気が再び上昇したとき一番乗りで市場機会を狙おうと事前に投資をするといった態度は、デフレ期の企業家にみられるはずがない。かつてケインズは、ひとは馬に水を吞ませることはできて腹一杯吞ませることを強制できないといった。これを西ドイツの景気変動に引き直せば、企業家に新投資に向かう有利な出発点を与えることはできて、投資を強制することはできなかったのである。

#### 2・4 金融政策と民間投資の圧迫

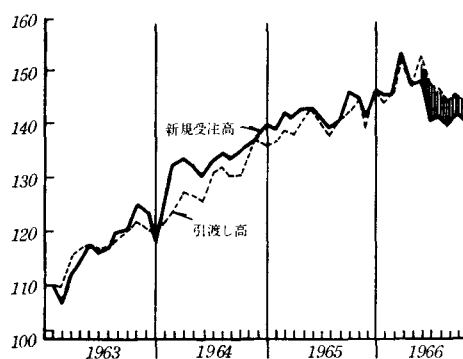
西ドイツの不況を最も端的に物語るのは、何といても企業の投資意欲の沈滞である。第11表は1965～66年の支出面からみた社会総生産物（当年価格）の推移を示している。いずれも対前期比で表わされているが、なかで

も設備投資の伸びが全く不振である。新規受注高の急減を示す第8図および第11図とともに、明らかに、西ドイツ企業が全く弱気になっていることを示している。

経済をここまで沈滞させてしまった原因の中で一番大きいのが金融政策の失敗であろう。ブンデス・バンクの金融政策は、これまで、その時点における景気動向に対してきわめて的確に対処してきた実績があるが、第3の局面における金融政策だけは、政策手段の選択とタイミングの点で失敗であった。

もっともこの判断には補足が必要である。というのは、第3の局面では、さきに述べたように財政政策（たとえば、1964年の不必要な減税措置や過大な公共投資）も、失敗の責任の一

第11図 製造業受注高・引渡し推移  
1960年=100



資料出所：Main Economic Indicators, OECD, Jan, 1967, p.42.

半を負うべきであるし、すでに述べたように、第2の局面の後半すでに価格、賃金、コストの関係が変調であったにもかかわらず、有効な政策措置がとくにとられなかったことが、重大な遠因になっているからである。その意味で、政策の失敗をすべて金融政策に帰してしまえば、事態を正確に伝えたことにはならない。

しかし、変調を訴えだした西ドイツ経済に、金融引締政策という注射が、体質（構造）的に不適當であったことは確実である。それは安定剤または鎮静剤の効力を発揮せず、直接



第11表 G N P の支出構成

	1965(I)	1965(II)	1965(III)	1965(IV)	1966(I)	1966(II)	1966(III)
個人消費	7.5	10.5	10.5	9.5	10.5	7.5	6.5
政府消費	10.5	15.0	14.0	12.0	8.5	10.0	6.5
設備投資	11.5	11.5	9.0	6.0	11.0	5.0	1.5
{ 建設	5.0	8.0	6.0	2.5	15.0	5.0	3.0
{ 設備	17.0	16.0	12.5	10.5	8.0	5.0	0.0
輸出	9.5	5.5	10.0	11.5	9.0	13.0	16.0
輸入	17.5	20.0	19.0	14.0	12.0	5.0	3.0
G N P	9.0	8.5	8.5	8.0	8.0	7.0	6.0

資料出所： Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Viertes Heft, 1966. s. 374.

体力を消耗させてしまった。

インフレとデフレの交代策という意味での場あたりの金融政策によって、現状維持を目的とした調整を行うと、経済自体がもつ伸縮性に富む能力が容易に消耗されてしまう。1965～66年の西ドイツ金融政策は、有効需要をおさえ気味にした物価抑制政策であったから構造的要因が未解決のまま温存され、潜在的な価格上昇圧力はほとんど改善されなかったのである。

政策の選択とタイミングの問題についていえば、64年ごろからあらわれ出した価格上昇については、前述したように、それが超過需要に基づくものであったと判断できるから、経済の過熱化と国内価格の上昇をくいとめるためには、まず1962～64年の期間で事前に引締基調に転ずるべきであった。そうすれば、価格抑制についてはある程度成功していたであろう。

ところが、そうした政策はとられなかった。超完全雇用状態を続けてきた西ドイツは、経済自体がもつ伸縮性を次第に失い、価格上昇の要因が超過需要からコスト・アップに基づくものへと移行しやすくなっていたのであるから、供給能力を増加することによって、超過需要を解消することが何よりも必要であったのである。コスト・インフレの様相を呈してから、つまり伸縮性能力が失われはじめてから金融が引締められるにおよんで、経済抜

大の基盤にまで「ヒビ」が入ってしまった。

ところで金融引締政策の効果はどうであったのだろうか。当時意図されたことは、(1)価格上昇の抑制、(2)外国資本の流入阻止、(3)貸出し抑制の3点であり、これを公定歩合引き上げとクーボン税の設置（外国投資家の債券購入に対する課税）によって実現しようとしたのである。しかし、すでに価格上昇はコスト・アップを要因とするものになっており、金融政策では十分な効果があがらなかった。ただ、外国資本の流入阻止については、クーボン税の設置によって成功したといつてよい。

ところが、利潤率低下によってすでに内部資金の蓄積が圧迫されていたところに、急激な引締めによって、手元流動性が極度に苦しくなった国内企業は、自分もっている外国に対する債務を流動化しようとしたので、外国資本の流入阻止によって国内流動性の増大を抑制しようとした当初の目的は実現できなかったのである。65年第2、第3四半期における国際収支の資本勘定は20億マルクの純流入となっているが、このなかには（後述するように）機能が低下した金融・資本市場では、必要な流動性の手当てが受けられなくなったために、やむなくとった苦肉の策の結果が含まれている。

また、貸出し抑制も不成功に終わった。というのは、当時コール・レートが公定歩合を上回り、しかも銀行のもっていた再割引のワク

にまだ余裕があったことから、相対的に有利なブデス・バンクからの借り入れに走ることができたからである。資本自由化が行われていない段階では問題にならないが、いったん資本の自由化が実施されると、金融引締めによって国内の流動性を縮小しても、容易に外国から資本が流入してしまい、金融政策の効果が弱められるという問題があるということは、わが国の今後の金融政策のあり方にとってきわめて示唆的である。

ところで、西ドイツはこのような問題をすでに1960～61年に経験している。その当時、輸出黒字が累増したばかりでなく、外国資本は西ドイツ経済、とくに重化学工業部門を格好の投資先と考えたために、かなりの資本が流入した。外資の流入による過剰流動性は景気過熱をもたらした。通常、景気の過熱に対しては、金利引き上げなどの引締め措置が講じられるわけだが、当時は金利を上げればますます資本流入が激しくなるし、資本流入阻止のために金利を下げると、国内投資が刺激されて、別の面から景気過熱をおおることになってしまい、金融政策は大きなジレンマに陥ったのである。

1961年3月マルク切り上げ措置は、こうした金融政策のジレンマを回避し、一方で国際流動性の改善に寄与すると同時に、他方では国内景気の過熱化を阻止しようという2つの目的をもっていった。しかしマルク切り上げが国際収支におよぼした効果は、その多くが資本勘定を通じたものだったことである。

1960年度61億マルクに達する国際収支の黒字が、1961年度20億マルク弱の赤字に転化したことは、一見マルク切り上げ措置の効果が大幅であったように見えるが、それは輸出黒字の減少によってではない。その大部分は、IMFへの貸出し増、戦後対外債務の早期返済、低開発諸国への経済協力などによる資本勘定収支の赤字増がもたらしたものである。いいかえれば、貿易収支尻からみた国際競争

力には、それほど大きな影響がなかったのである。

これは1959年にはじまる景気上昇が主として設備投資と輸出に依存しており、投資の生産力効果が供給弾力性の増大をもたらしたため、労働市場がかなり窮迫したにもかかわらず、価格上昇圧力を緩和していたからである。1961年までの好況は、1964～65年の好況とは異なり、供給能力の拡大が超過需要圧力を除去するというかたちで維持されていたのである。

1965年15億マルクにのぼる貿易収支の赤字が生じたことは、西ドイツ経済の供給能力の余力が次第に枯渇し、物価上昇による国際競争力の減退が表面化したことを意味する。西ドイツ中央銀行がさきに述べたように公定歩合を1%引上げて5%とし、同時に預金準備率を引き上げて市中流動性を圧迫したのは、事態の重大さを確認したからである。引締め政策の目的は、過熱した景気を沈静し資本市場を重圧から解放しながら物価と通貨の安定を図ることになった。しかしすでに公共投資の膨脹が民間投資を圧迫していたから、引締め政策はそのまま民間投資の沈滞を招来し不況を用意することになったのである。

## 2・5 企業金融の変化

1966～67年の不況をもう少しよく理解するためには、もう1つ企業金融の変化を明らかにしておく必要がある。

急速な動力化とオートメ化は資本需要をますます増大せしめてきた。信用としての手形金融と輸出超過による外国資本の流入とは、国内流通貨幣量を増加し価格の上昇を伴った。1966年4.5%に達するクリーピング・インフレーションとなつては、一般に企業が生産コストと運転資本コストの増加を生産物価格の上昇によって回収することができなくなった。つまり、インフレ期には、単位当り売上げ額が取替価格に及ばなくなるので、ますます貧

困化するのである。かくしてすでにみたように、利潤は低下し自己金融の可能性も減退した。

1963～66年の価格上昇は貯蓄過程で貨幣を資本に転化する気持を減らし、むしろ負債を増加する気持をおこさせた。後日安価な貨幣で負債の返済が可能だからである。こうした行動様式はまず需要を喚起し次いで需要の減退をもたらした。いずれにしても資本形成を停滞させたのである。かくして家計貯蓄はそれ以前の期間で年率10%の伸びを示していたのに、1965～66年度で440億マルクから410億マルクに減ってしまったのである。

いま企業の資金繰り動きを分析してみると、次のようなことが判る。1950年総額100億マルクが投資されたが、そのうち50%は外部の貯蓄を通ずる資本形成であり、残りの50%は自己金融であった。この比率は1950年代から60年代に移行するにつれて自己金融にとって悪化しはじめ、1965年の自己金融は620億マルク中20%にすぎなくなったのである。すなわち企業貯蓄は1950年の50億マルクから1960年の190億マルクに増大したが、1965年になると120億マルクに、1966年には100億マルクに減少した。こうした他人金融比率の増大は資本市場に重荷がかかったし、企業の利子負担が増加することによって景気変動に敏感な体質となったのである。1965～66年に景気が後退しはじめると、企業の高い固定費用はたちまち損失をもたらした。投資を続けるリスクに嫌気をもたらしたのである。1950年代の企業は好収益をえたが、自己資本を強化し景気後退に対する抵抗力を強めることには成功しなかった。1950年代には、家計と政府の需要が強含みであったため、企業は投資額の大部分を価格上昇による転嫁を通じてとり戻すことができたのである。しかし1960年代になって需要に飽和状態がみえはじめると、この状態は変化した。企業の支出は販売額の増加をもたらすよりも貯蓄の増大となった。たし

かにこれは資本市場の資金力を強化するのに役立ったが、構造的にみれば、投資資金繰りの様相を変化させることになった。企業の投資行動がこのため景気変動に対し以前よりずっと感応的になった限りでは、不況の原因をこの点にも求めることができる。

今度の不況は産業構造上弱い業種の存続によって強められた。その場合とくにドイツ石炭業の変化が重要である。世界いたるところそうであるように、西ドイツでも石炭製品に対する需要は代替財の出現でますます減少した。石炭は石油製品および核エネルギーによっておき替えられてしまったのである。地域別に格差のある経済活動水準と鉱山閉鎖による採炭量の減退は、当然のことながら緊張をうみだしたのであるが、それも当初は社会的または社会政策的性格のものであった。つまり労働力の移動と再教育の問題として生じたのである。それとともに価格構造の点でもアンバランスから緊張が生みだされたといっただけでよい。しかしそこから直ちに不況がうみだされるような根拠はなかった。おそらくいいうることは、ルール地方の構造的に弱体な地域の体質改善と構造変化の促進を狙った政府の広汎な財政援助および補助金措置が、そもそもその不況現象を激しくしたということである。構造政策的諸措置をとるために資本市場から資金を吸い上げたことは、つまり構造的に弱い斜陽地域の工業化とルール地帯の新工業化による資金需要は、当然資本不足に拍車をかけ、いわゆる「金融不況」を導くことになったのである。純粹に経済的見地から判断する限り、最早競争力のない産業や生産物を国家の補助金によって維持しておくことは、国民経済からいって損失とみなされなければならなかったのである。この種の損失が他の成長力のある生産物によってカバーされない限り、いつか不況はやってくるのである。

## 2・6 財政政策の景気安定効果

西ドイツでは今回の不況に突入する直前、経済安定および経済成長の促進に関する法律（以下では経済安定・成長促進法と略称—Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft）を起案し、経済構造の変化に対処する用意を進めていた。実際の経過からみる限り、この法律の公布は遅きに失した憾みがある。しかし現在財政が経済を不況から脱出させ再び望ましい経済活動水準を実現するよう、この法律に基づいて景気対策をうちだしていることから考えると、この法律の内容と機能を知るとは景気循環と政策効果の検討にとって重要であろう。

「経済安定・成長促進法」<sup>4)</sup>は、エアハルトが計画色をもつ総合的経済政策の必要性を認めたことを意味している。中期財政計画の策定、公共投資の配分計画、一定限度内の税率変更権限、地方債発行ワクの設定、景気調整準備金の設置およびブンデス・バンクの権限強化による大蔵省と中央銀行の間の政策協調など、その内容は放漫化した連邦・地方財政支出の立直し、コスト・インフレに対する積極的な財政・金融政策の採用を骨子とするものであった。

これまで、これという計画をもたなかった西ドイツ経済にとって「経済安定法」案の提出自体、すでに画期的であるが、しかし、それはその名が示すように、まだ安定化政策を中心とするものであった。それは安定政策を有効に活用する一種の景気循環対策であり、積極的な刺激拡大政策ではなかった。

、キージンガー新内閣の経済相シラーは、就任後、1967年に入って4回にわたる公定歩合の引き下げと自動車道路建設をはじめ公共投資の拡大を通じて民間投資の刺激にのりだした。「できる限り広範な競争と必要な限りの計画」がシラーのキャッチフレーズである。計画ぎらいを自他ともに認めていたエアハルトから、限定つきとはいえ計画を認めたシラーへの交代は、そのまま西ドイツ経済政策の

転換を意味している。転換の程度について決定的なことはまだいえないが、今後は経済的自由と計画の新しい調和が基調となることは確実である。たとえば「経済安定・成長促進法」第9、10条は、連邦および州の歳出、歳入が5カ年についてあらかじめ計画されなければならない旨規定している。この多年度財政計画の導入は、経済の動向に財政政策を適合させるばかりでなく、すすんで経済を好ましい方向へ誘導する積極的な意味をも持っている。この流動的な財政計画が、市場経済の原則からの転換でないことはいままでもないであろう。すでにみたような構造的な不況要因が顕在化している現在、実際の経済にみられるさまざまな調整ラグの存在や、社会的評価と個人的評価との不一致に対して政府が政策的に介入することはいまや不可欠である。とくに操業率、利潤マージン、市中流動性がともに低下している事態では、公定歩合の引き下げにとどまらず、チープ・マネーの積極的導入が必要であろう。

マッハルuppは<sup>5)</sup>、需要インフレの原因となる独立的な需要増大に対して、コスト上昇の結果、放置すれば生ずるかも知れない操業率の低下を回避するために、財政・金融手段、たとえば貨幣供給量の増大によって造出される需要増大を、補整的な需要増大とよび、さらに、賃金コストの上昇によって直接生ずる所得の増大を通じて造出される需要増大を、誘発された需要増大とよんでいる。

さきの検討結果からすると、消費財および投資財価格上昇の一部は、マッハルuppのいう誘発された需要増大によるものといえようである。しかし、コスト上昇にもかかわらず利潤マージンと操業率が低下した事実は、マッハルuppのいう補整的な需要増大の効果に期待すべきことを示しているといえよう。

ブンデス・バンクが公定歩合の引き下げによって貸付金利と証券の売出し割引利率の引き下げを行うとともに、預金準備率の平均10

景気変動と政策効果

%引き下げ措置にて一方、政府が同時に「1967会計年度における投資活動の振興ならびに恒常的経済成長のための信用借入れおよび調達に関する法律」を公布し、財政面から景気振興にテコ入れを行なったのは、まさにこうした補整的需要増大の効果をねらったものである。この法律は政府に25億マルクの資金調達権限を与えるもので、政府はこれを国有鉄道、道路建設、電信電話設備、公共住宅建設、農地改良などの公共事業に支出するといわれている。

第12表は、1967年度連邦財政予算案の作成過程の一覧表である。歳出歳入規模739億マルクが計上された昨年9月の当初予算案から、補正予算を含む同年11月の予算案、さらには

今年1月中旬および765億マルクが計上された1月27日の予算案にいたるまで、連邦政府が次第に借入れ規模を拡大しながら、予算を編成した過程が明瞭である。

当初60億マルクといわれた財源不足の一部は、消費税その他の引き上げで補填され、歳相シュトラウス一流の強引な予算削減によって何とかつじつまを合わせることができた。しかし好況期に膨脹した公共支出のうち、かりに非生産的な補助金をかなり整理できたとしても、経済全体が沈滞しては歳入規模そのものがさらに縮小してしまう。連邦政府が借入れによって財政収支の規模を拡大させたのも、財政からのテコ入れの必要を強く認めたからであろう。実際問題として経済が自

第12表 1967年連邦財政収支

(単位：10億マルク)

	歳入	歳出	収支尻
1. 1966年9月の予算案	73.9	73.9	-
2.a) 収税の過大評価による修正	- 1.1		+ 1.1
b) 国防費		+ 1.3	+ 1.3
c) その他		+ 0.2	+ 0.2
3. 1966年11月の予算案(1+2)	72.8	75.4	2.6
4.a) 支出削減		- 0.5	- 0.5
b) 収税変化	+ 2.0	+ 0.4	- 1.6
c) 借入れ	+ 0.5		- 0.5
5. 補正予算案を含む1966年 11月の予算案(3+4)	75.3	75.3	-
6.a) 支出増		+ 0.5	+ 0.5
b) 財政計画法による変更		+ 0.3	+ 0.3
c) 税法による歳入増減	- 0.6	+ 0.2	+ 0.8
d) 景気後退による減収	- 0.8		+ 0.8
e) その他	- 1.0	+ 0.3	+ 1.3
7. 1967年1月中旬の予算案(5+6)	72.9	76.6	3.7
8. 財源不足の調整			
a) 収税増	+ 0.9		- 0.9
b) 支出削減		+ 2.5	- 2.5
c) 借入れ	+ 0.2		- 0.2
9. 1967年1月20日の予算案(7+8)	74.0	74.0	
10. 借入れによる暫定予算編成	+ 2.5	+ 2.5	
11. (9+10)	76.5	76.5	-

資料出所： Handelsblatt, 1967年2月15日号.

律的成長力をもたなければ、財政ジレンマからの脱出口はほかにないのである。

もっとも拡大成長政策をうちだすシラーの構想が成功するかどうかは、たんに積極的な財政・金融政策のみによって決まるわけではない。すでにコスト・インフレの危険がビルト・インされている西ドイツ経済にとって、経済政策は景気の回復を急ぐとともに、価格の上昇を阻止するという両面作戦をとらなければならないからである。

以上1966～67年の経済不況とその対策としての「経済安定法」の意味づけを行なったが、一体西ドイツの財政は長期的にみて景気安定に対してどのような成果を示してきたであろうか。1954～56年の好況期に「ユリウスの塔」と悪口をいわれながら自然増収を蓄積した西ドイツ財政が、1966～67年に至ると景気刺激の財源を探すのに苦勞しているところを見ると、財政の景気安定に及ぼした効果は1950年代と1960年代とで異なっているはずである。そこで以下では財政の景気安定効果を簡単な所得分析の道具によって測定し、1950年代と1960年代における財政の役割を比較検討することにしよう。

GNPの水準の変動に対して財政部門全体が与える影響をみるため次のように記号を定義する。 $Y$ をGNP、 $C$ を消費、 $I$ を投資、 $G$ を政府支出、 $X$ を輸出、 $M$ を輸入とすると、国民所得の定義から $Y=C+I+G+X-M$ である。ここで消費と輸入を $c=a+c(Y-R+T-V)$ 、 $M=b+mY$ で示すとする。ただし $R$ は政府収入、 $T$ は振替支出、 $V$ は企業貯蓄である。消費関数、輸入関数を国民所得の定義式に代入し整理すれば、

$$Y = \frac{a-b-c(R-T+V)+I+G+X}{1-c+m}$$

となる。いま簡単化のために $I$ 、 $G$ 、 $X$ に加えて $R$ 、 $T$ 、 $V$ を外生変数と仮定しよう。 $GNP$ の変動に対する政府部門全体の果す安定効果を見るには、政府部門 $G-c(R-T)$

と民間部門 $I+X-cV$ とがどのような変化を示しているかを検討すればよい。つまり $I+X-cV$ の変化を $G-c(R-T)$ の変化がどのように相殺しているかを検討すればよい。いうまでもなく $[\Delta I+\Delta X-c\Delta V]$ と $[\Delta G-c(\Delta R-\Delta T)]$ とが逆方向に変化すれば財政は安定的、同じ方向に変化すれば財政は不安定的であったと考えることができる(第12図参照)。

1955年度から1965年度までの期間について、検討に必要なデータをまとめたのが第13表である。第13表第7欄をみると政府部門の最終需要に対するネットの貢献を示す $G-c(R-T)$ はつねにプラスの値となっており、財政が有効需要水準の引上げに積極的であったことを示している。しかし安定効果の視点を加味してみると、投資需要が旺盛でありしたがって経済成長率が上昇した1955、1960、1964年では他の諸年と比較してそれほど大きな値を示していないことに気がつく。つまり第7欄の計測値の変化だけからも、財政の景気安定効果がある程度暗示されるのであるが、第9欄と第10欄との比較はこれをさらに明瞭に示している。

## 2・7 景気変動と財政金融政策

西ドイツ経済は1950年から1961年まで好況と経済基盤の拡大を続けたが、反面、そのころすでに持続的繁栄を危殆におとし入れるいくつかの暗影がしのび寄っていたことも否定できない。そして、これまで述べてきた構造変化こそが、1965年にとった金融引締政策を失敗に終わらせた基盤なのである。いまここでこれを要約し景気変動に対する政策効果の評価とすることにしよう。

第1は、賃金コストの上昇と累進的な課税措置による利潤の伸びの減少である。累進的な課税が消費需要を圧迫したため、1950年代の前半までのように、西ドイツ企業がコストの上昇を価格に転嫁することは、もはやそれほど容易でなくなった。さらに、EEC域内

第13表 財政政策の経済安定効果

	国内民間 総資本形 成 <sup>1)</sup> (I)	輸 出 (X)	企 業 <sup>2)</sup> 貯 蓄 (V)	政府の財貨 ・サービス 購入 (G)	政府収入- 官公業 剰 余 (R)	振 替 <sup>3)</sup> 支 出 (T)	$G-c(R$ $-T)$	$I+X-cV$	$\Delta I+\Delta X$ $-c\Delta V$	$\Delta G-c(\Delta$ $R-\Delta T)$
1955	42,970	32,253	9,100	23,800	51,260	25,090	4,172	68,398		
56	45,020	38,398	9,820	25,350	55,992	28,530	4,753	76,053	7,655	581
57	47,350	46,012	10,980	27,300	59,315	35,380	9,349	85,127	9,074	4,595
58	48,860	47,878	11,350	30,600	64,887	41,210	12,842	88,225	3,098	3,492
59	55,130	53,062	12,800	33,500	70,199	43,560	13,521	98,592	10,366	678
60	70,680	62,910	15,480	40,400	81,196	47,210	14,910	121,980	23,388	1,390
61	74,120	64,550	15,430	46,100	90,139	53,560	18,666	127,097	5,118	3,755
62	79,610	68,950	15,110	53,100	99,147	60,110	23,822	137,227	10,130	5,156
63	85,090	74,990	14,970	59,200	108,647	61,750	24,027	148,852	11,625	205
64	98,270	83,530	16,610	61,700	118,905	67,920	23,461	169,342	20,490	-566
65	101,540	91,140	16,570	69,600	126,144	76,430	32,314	180,252	10,910	8,853

注：1) Statistisches Jahrbuch 1967, s. 528の Vorratsveränderung および s.530のAnlageinvestitione (Unternehmen).

2) Statistisches Jahrbuch 1967, s. 526.8 Verteilung des Volkseinkommens の Unverteilte Gewinne der Unternehmen.

3) s.527 Umverteilung von Einkommen und Vermögen über den Staat の Geleistete Übertragungen insgesamt.

4) P.418 Steuern, Verwaltungs-und Betriebseinnahmen.

の自由化による競争の激化も、価格転嫁をますます困難にしたのである。加えて完全雇用に伴う賃金コスト上昇の挾撃にあい、利潤の伸びは次第に減少するにいたった。これは設備投資需要の増大に対してマイナス効果をもったばかりでなく、わが国でも多くの「信奉者」をだした自己金融による投資を次第に困難にしたのである（この点については別に論じた）。

第2は、増税措置と財政余剰の累積による経済一般の流動性が悪化しはじめたことである。たしかに巨額の輸出黒字は市中流動性を緩和する方向に働いたであろうが、財政揚超額がこれを上回るにいたって、市中金利、とくにコール・レートは次第に騰勢を示しはじめた。加えてマルクの切上げ以来、西ドイツ資本市場はかなり不安定であったばかりでなく、西欧諸国の金利上昇傾向が西ドイツにも波及するにいたった。こうした金利の上昇傾向と第1の要因が重なれば、企業の投資意欲

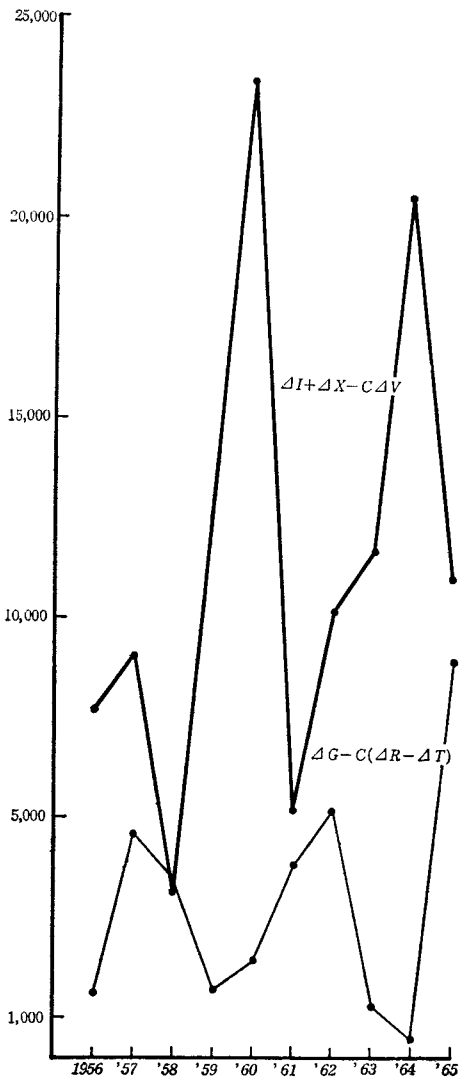
が減退することは、多言を要さないであろう。

第3の局面で金融引締政策と併用されたクーポン税は、第1の局面で陥った金融政策のジレンマを再び繰り返さないためにとられた財政政策的措置であった。しかし、この措置も、いまみたとおり外国債権の流動化が行われた結果、効果はあがらなかった。この場合においても、やはり資本が自由化されている経済では、金融引締めの効果が弱められたことを認めざるをえない。このようにエアハルト政権の末期にとられた財政・金融政策は、安定政策としては全く不十分で、効果もほとんどなく、むしろいたずらに景気変動を激化させてしまったのである。

というのは、これらの措置は別の形の禍根をも残したからである。そのなかでも、資本市場の機能の低下をもたらしたことは、市中流動性状況に決定的な悪影響をもたらしたのである。つまり、クーポン税の課税によって債券価格が下がる(長期金利が上がる)と、投

第12図 財政政策の経済安定効果

1955~1965



資家は以後の金利上昇によるキャピタル・ロスの危険を回避するため、もはや債券の保有をふやすことはなく、換金売りに出る。これは債券価格をさらに引下げることになる。(景気変動と金融機関の有価証券保有の変化については別に論じてある)。資本市場においてこのように機能が働かなくなった一方、金融市場では過小流動性の状態におかれていたわけで、これら2つのマイナス要因が働いて、投資意欲をますます減退させてしまった。たと

えば1960~62年の資金不足は約2.5%であり、またこの程度であれば耐えきれぬ規模であった。1963~64年に技術的、組織的、制度的にみた社会的間接資本の充実を目的とした公共投資が増大した。民間貯蓄に占める公共部門の信用需要の割合は、1961年の3.2%から1966年の23.8%へと上昇した。財政の新規赤字は100億マルクに増大した。資金不足は1964年に5%に上昇した。これは総投資額1,140億マルクのうち約60億が不足したことを意味している。1965年になるとこの不足率は10%と異常な高さに達した。つまり総投資額1,260億マルク中120億マルクが不足した。前期不足分60億マルクと120億マルクは、いずれも未決済の手形金融によってカバーされたのである。すなわち120億マルクの赤字支出は有形資産に確定化していなかったのである。

企業の設備投資意欲が減退し、第1の局面のような高い水準で投資が上昇せず、横ばいどころか急減するという事態になると、金融引締め政策はおろか、金融を緩和しても、それだけでは経済は上向かない。というのは、こうした局面では、固定資産に対する限界予想収益率が非常に低くなっているであろうから、金融が緩和されたとしても、設備投資、つまり固定資産に対する選好がただちに強くはならないからである。今年に入って、急ぎょ公定歩合を引き下げても、好転の兆しがそれほど明瞭でないのはこうした事情がある。

65年の公定歩合の引き上げは、金融引締めということのほか、金利構造の正常化をも意図したものであった。すなわち、ブンデス・バンクは公定歩合の水準をコール・レートの水準より上におくこと、短・中期預金金利の上昇率を確定利付債券の利回り上昇率に追いつかせて、金利体系を正常化したいと考えたのである。こうして、公定歩合の引き上げにスライドして短・中期預金金利の引き上げが実施された。

しかし、コール・レートについてみれば、



公定歩合の引き上げにもかかわらず、その後も上昇し続け、公定歩合を下回ることにはなかった。資本市場ないしは金融市場の状態が改善されない限り、あるいは極端な経済の沈滞を覚悟しない限り、実際にはコール・レートが公定歩合の下にくるという状態は実現しないのに、西ドイツ金融当局は簡単に実現すると思ったようである。

結局、西ドイツの場合は引締めが経済を不況に追いこむことが明らかになったことにより、67年1月から矢つぎばやに5月までに4回それぞれ公定歩合の0.5%下げという形で、この政策を放棄せざるをえないという中途半端な結果になってしまったのである。

- 1) Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Viertes Heft, 1967, S. 364 の工業生産実質増加率は次のようである。
- 2) 1965年後半から1966年第1四半期にみられた建設投資の活況は、季節要因に依存するところが大きく、景気上昇の支えとはならない程度のものであった。したがって、第2四半期になると減退しはじめ、需要の低下を緩和する材料は輸出以外に求められなくなった。
- 3) クーポン税の導入に関しては、設置当初からその効果と意義に疑問をもつ人が多かった。とくに金融面ではクーポン税の導入によって当時の引締め政策の効果が薄らいだばかりでなく、資本市場に対しても悪影響を及ぼしたと考える人が多い。
- 4) 経済安定・成長促進法については、日経調査資料67～31「画期的なドイツの経済安定・成長促進法」1968年2月日本経済調査協議会刊を参照。なおベルリン経済研究所の報告である「西ドイツ経済安定・成長促進法の意義と西ドイツ経済に及ぼす影響」日経調査資料68～25、1968年9月、日本経済調査協議会刊も参考になる。
- 5) F. Machlup, Another View of Cost-Push and Demand-Pull Inflation, *Review of Economics and Statistics*, May 1960. pp.125～139.

### 第3部 国際収支と政策反応

第3部では国際資本移動が行われる以前の西ドイツ財政金融政策の有効性と、積極的に移動が行われるようになってからの政策の有効性にかなりの差があるように思われる点に留意し、国際収支の均衡をめぐる財政金融政策の反応を考察しながら、間接的にわが国の今後の対外政策の策定にささやかな示唆を与えようとするものである。

まず西ドイツの国際収支が長期的に不均衡であった事実と、それに対する政策諸手段の関連を検討する。それにより西ドイツ財政金融政策が直接には国際収支の均衡を政策目標としていなかったことを明らかにし、その理由について考察する。

次いで、最近の国際資本移動(長・短期)の実態から西ドイツの財政金融政策の問題点を示し、最後に何故国際収支の不均衡を長期的に続けてきたかについて総括的な判断と、政策のタイミングと強さについて言及することにする。

#### 3・1 国際収支の変化と政策手段

西ドイツ国際収支のアンバランスに対する政策反応を分析する仕事はかなり困難である。それというのも、西ドイツが1952年来国際収支の黒字を累積してきたという一方的な趨勢があるからであり、分析が複雑であるために困難なのではなく、国際収支と政策反応との関連をつけにくいという意味で困難なのである<sup>1)</sup>。換言すれば、国際収支が赤字から黒字に転換したり、逆の場合が生じたとき、政策がいかなる反応を示したかを識別することが政策反応の分析である。しかし西ドイツでは財政金融政策の諸手段が、後に検討するように、それぞれの時点で変化しているのに国際収支は、1952年前に1回と1960年以降、1、

2 回顕著な変化があっただけで、それ以外の大部分の期間は持続的な黒字の累積があり、国際収支の変化と政策の変化との対応をつけにくいのである<sup>2)</sup>。

その理由は後述するとして、まず事実認識からはじめよう<sup>3)</sup>。

まず1952～58年の期間を除外し、国際収支のアンバランスによって、政策変化があったと考えられる期間だけを分析するのも1つの接近態度であろう。この接近は政策の反応を検討する意味で重要であるし、興味もあるが、しかしそれだけでは戦後の西ドイツ国際収支と経済政策との対応から、わが国経済政策の変化の意義を考察するためには不十分であろう。

西ドイツの国際収支が大幅な変化をみせたのは、第1に1950年後半から1951年の前半にはじまる1年間と、1959年にはじまる国際収支の変化であり、もう1回は1965年である。1959年における変化は、外貨ストックの僅かながらの増大を伴っており、トレンドとしてはそう大きなものではなかった。それ以外の期間は、すでに述べたように持続的な黒字傾向である<sup>4)</sup>。そこでいま外貨ストックの増減と対比した政策変化を並列してみると第14表のようになる。

(1) 以下では第14表を用いて、金・外貨ストックの変化、つまり流動性準備の変化と財政金融政策諸手段の変化との対応を考察するが、その前に流動性準備と輸入との関係を考察しておくのが便利であろう。いま流動性準

第14表 政策変数の推移 1950～1967

	金・外貨ストックの変化 (1)	公定歩合 (2)	公開市場操作 (3)	預金準備率 (4)	中央銀行の商業銀行貸出 (5)	中央銀行の政府への純債権 (6)	中央銀行債権総額 (7)	商業銀行貸出変化率 (8)	貨幣供給変化率 (9)	財政収支 (10)
1950Ⅲ～1951Ⅰ	減少	+引上げ	—	+引上げ	-増大	*安定	-増加	+減少	+減少	-
1951Ⅰ～1952Ⅰ	減少	*安定	—	*安定	*トレンドなし	+減少	+減少	*安定	*安定	均衡
1958Ⅳ～1959Ⅲ	減少	*トレンドなし	*トレンドなし	*安定	*安定	-増加	-増加	—	+減少	-大幅赤字
1959Ⅲ～1961Ⅱ	増加	*トレンドなし	*トレンドなし	-引上げ	*トレンドなし	-減少	-減少	—	-減少	トレンドなし
1961Ⅱ～1962Ⅰ	減少	*安定	-引下げ	-引上げ	*安定	-増加	-増加	-減少	-増大	-小幅赤字
1962Ⅰ～1963Ⅰ	安定	安定	引上げ	安定	増大	トレンドなし	増加	安定	減少	小幅赤字
1963Ⅰ～1964Ⅱ	増加	*安定	*安定	*安定	+増大	*トレンドなし	+増加	*安定	*安定	+赤字
1964Ⅱ～1966Ⅱ	減少	+引上げ	+引上げ	+引上げ	-増大	-増加	-激しく増加	*安定	*安定	*赤字
1966Ⅱ～1967Ⅰ	増加	*安定		+引下げ	-減少	-増加	-増加	*安定	*安定	+赤字
1967Ⅰ～	安定	+引下げ		+引下げ	-減少	-減少	-減少	+増大	+増大	+赤字

資料 M.Michaely, Balance-of-Payments Adjustment Policies: Japan, Germany and the Netherlands, National Bureau of Economic Research, 1968, p.65.

1966Ⅱ～1967Ⅰおよび1967Ⅰ～については、Monats bericht der Deutschen Bundesbank, 各号により筆者が追加したもの。

- + : 国際収支調整の方向への政策変数の変化
- : 国際収支調整と逆方向への政策変数の変化
- \* : 変化なしまたは微小変化
- : 資料なし

第15表 流動性準備比率の推移(%)

1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
52.6	58.2	55.8	64.7	69.1	77.6	62.0	78.2	72.3
1962	1963	1964	1965	1966	1967			
64.5	64.8	57.8	48.3	51.3	55.0			

資料出所：IMF International Financial Statistics より計算。

備として中央銀行が保有する金・外貨とIMFからの借入可能限度額の残高(gross IMF position)の総和で測るものとし<sup>5)</sup>、これを輸入で割った比率を流動性準備比率とすれば、1953～67年の西ドイツは第15表の如くなる。流動性準備比率が最大になったのは1960年である。1958年まで漸増し、1959年一たん減少したが1960年再び78.2%にまで上昇した。この年に為替相場の調整が行われたことと、その後漸減し大体50%程度になっていることを考慮すると、西ドイツがとくに財政・金融政策を通じて景気の拡大を図る余地は、一般に考えられるほど大きくないことが判る。準備比率は高い方に属するとはいえ、国際的にみて特別に高いわけではないのである。

(2) さて第14表の公定歩合(第2欄)の変化をみると、明らかにこの政策手段は一般に国際収支の調整として使われていない。例外として認められるのは、朝鮮戦争の生じた1950年後期と1964年～67年に至る期間であって、これら両期間は国際収支を調整する方向に公定歩合が変化している。1960年代になって、利子率格差に応じて資本の国際移動が行われるようになったが、1950年代の大半は制度的に不可能であったし、また可能になった後半でも国内資金需要の強さとヨーロッパ市場の拡大が今日ほど具体化していなかった。公定歩合政策もその意味では国内政策として用いられていたのである。それ以外の期間では、公定歩合は安定のままか、上下いずれかの方向に変化している。

(3) 公開市場操作(第3欄)も同様であって、

国際収支の調整手段として望ましい方向に政策手段がとられたのは、1950年後半と1964年年央にはじまる引締期のみである。

(4) さらに預金準備率操作を検討すると(第4欄)、これも1950年後半と1964年年央以降の引締期に準備率の引き上げ操作があっただけで、それ以外は安定かむしろ逆方向にすら変化していることが明瞭である。以上のように中央銀行の行使できる主要な政策手段が、1950年代に国際収支の調整手段として採用されたのは極く例外的にすぎないといつてよい。

(5) 中央銀行の資産勘定に含まれる2,3の項目の変化は、市中流動性の変化として重要な政策効果をもつ。第5欄は、中央銀行の商業銀行に対する貸出の変化を示しているが、これも特に国際収支の調整手段として用いられているようには見えない。第6欄は対政府収支の変化である。この変化は国際収支の調整としては逆方向というより程度を別にすれば政策目標に沿った方向に変化しているといえよう。この点は特に1958年以降に妥当する。西ドイツ中央銀行と政府との関係は、中央銀行の政府への貸出しによるより、中央銀行に対する政府預金という形態で結合している。第6欄と第10欄を対比してみれば理解できるように、中央銀行の政府への貸出しは、財政収支の黒字と赤字の変化に関連している<sup>6)</sup>。

以上総合してみると、中央銀行の商業銀行への貸出しは国際収支の調整を必要とする方向には動いていない。また、政府への貸出総額は国際収支の調整とは逆方向に変化してい

る。つまり、両者の和である中央銀行の国内資産総額は、国際収支の調整手段とは逆方向に変化していることが明らかである（第7欄）。

(6) 商業銀行の貸出変化率（第8欄）をみると、その動きは国際収支の不均衡と整合的に変化しているようには見えない。ただ1961Ⅱ～1962Ⅰにおける金・外貨ストックの減少傾向が見られたとき、商業銀行の貸出変化率は、国際収支の調整を必要とする方向と整合的であったといえる。それ以外の期間では、貸出増加率はかなり安定的であった。その意味からすると、貸出変化率が必ずしも国際収支の調整を果しているようには変化しなかったといつてよい。

(7) 通貨供給の変化率についても同様である（第9欄）。変化率は大部分の期間にわたって殆んど安定している。通貨供給が国際収支の均衡と逆方向に変化したとはいえないが、国際収支の調整手段として望ましい方向に変化していたという結論を出すこともできない。

(8) 最後に財政収支の変化をみよう（第10欄）。明らかに国際収支の不均衡と整合的な変化を見せていない。加えて、財政収支の黒字および赤字幅がGNPの規模に比較して極めて小さいことが特徴的である。このことから、財政収支が国際収支の均衡手段として積極的に用いられたとはいえないことが明らかである。1952年から1956年年央まで、1953年第2四半期を除き、財政は常に余剰を続けた。逆に1956年年央から1958年末まで財政は払超であった。1952～55年の財政余剰が、いわゆる「ユリウスの塔」の俗称を得たことは周知のところであるが、これは1950年初期以来実現が期待されていた欧州防衛共同体に西ドイツが参加するための資金源とする意図で蓄積されたものである。したがって、西ドイツ政府が財政収支が逆調になるかも知れない将来を予想して、そのときの支出財源を蓄積するといった意図をもっていただとは考えられない。したがって、国際収支の累積黒字からすれば、

財政が赤字であるべき期間に財政に余剰が生じたことをもって別に矛盾と結論する必要は全くない。1952～58年における財政収支政策が国際収支の調整政策と無関係であったことが明らかになるだけである。

### 3・2 国際収支の均衡と政策目標

しからば西ドイツにおけるこれら政策手段は別の政策目標を達成するために用いられたのであろうか。これを検討する方法として周知のreference cycle法が考えられる<sup>7)</sup>。ここでいうcycleは政策変数の変動によって決定されるものであり、目標変数の動きから、政策変数の循環的パターンを説明できるかどうか検討するために、それぞれの目標変数の動きを分離して考察するのである。この目的からすれば、たとえば財政収支の黒字や赤字といった変数では変動が小さくて、cycleを検討するにはあまり意味がない。そのため、reference cycle法では割引率、公開市場操作、預金準備率といった直接的な貨幣政策上の手段を考察することになる。つまり、これらの政策変数は明瞭な循環的パターンを示すから、それが政策目標変数の動きとどのように関連しているかどうかを検討することができるわけである。

循環的パターンはこれらの政策手段の転換点でとらえることになる。この方法で西ドイツの金融政策諸変数の循環的变化と国際収支とのreference cycleとを考察すると、次のように考えられる。

(a) 金・外貨ストックの動きをみると、すでにこれまでの分析から推論されるように、特に目立った規則性を示していない。金融政策諸変数が国際収支の調整と調和しているためには、循環の谷からピーク、つまり金融政策諸変数が上昇している期間に外貨ストックの変化は減少方向にあるはずである。逆にピークから谷の期間には、外貨ストックの変化は増加傾向を示しているはずである。しかし、

金・外貨ストックの動きからは金融政策諸変数とのそうした関連を見つけることは困難である。

(b) そこで金・外貨ストックの変化に対応する国際収支ではなく、貿易収支の動きと金融政策諸変数との関連をみることにしよう。しかし、この場合にもそれほど明瞭な関連を見出すことはできない。

(c) 政策変数との対応関係を明確にするため、国際収支または金・外貨ストックの絶対額の変化ではなく、変化率を検討してみよう。アприオリには、金・外貨ストックの増加率が増加するときには、金融政策は拡張政策を、逆に増加率が減少するときには、引締政策をとるものと考えられる。しかし、事実はそうになっていない。たとえば1954～59年のピークから金・外貨ストックの増加率は減少しはじめており、金融政策は引締めよりむしろ拡張政策をとっていることが明らかである。

以上の分析は一体何を意味しているのだろうか。今や金融政策諸手段が国際収支の調整手段として用いられなかったことは全く確実である。そうだとすれば、金融政策諸手段は何の目的で使われたのであろうか。考えられる可能性としては、(a)金融政策は原則として別の政策目標の達成手段として用いられた、(b)金融政策諸手段は、国際収支の調整を目標に用いられたのであるが、これまでの分析方法では不十分で、その内容を正確に把握できない、(c)政策諸変数はその時点時点で整合的に用いられず、場あたりのであった。の3つである。

このうち(a)はかなり慎重に考察されるべき問題である。1950年から1965年までの長期をとって、西ドイツの生計費指数と卸売物価指数を他の主要先進工業諸国と比較してみると、特に生計費指数において西ドイツはかなり大幅に安定している。1965年についてみると西ドイツが140(1950=100)に対し、他の諸国は160である。ところで1957年当時まで、西ド

イツの失業率は次第に逡減しつつあったとはいえ、他の諸国に比較してまだかなり高かったことに注意する必要がある。こうした状況でもし西ドイツが政策目標として完全雇用か国際収支の均衡のいずれか(または双方)を策定したとすれば、財政・金融政策は拡張的であったにちがいない。しかし、すでにみてきたようにそうした拡張政策がとられなかったということは、西ドイツで価格の安定こそが最高の目標であったことを暗示している。

換言すれば、西ドイツ経済政策は達成すべき政策目標として国際収支の均衡ではなく価格の安定にプライオリティをおいていたのである。小宮氏<sup>8)</sup>が明確に述べているように、国際収支の均衡を規範的(ノーマティブ)を基準としてみることは、実証的な分析手段としての均衡概念との混同であろう。国際収支問題を「経済政策当局が国際決済のために適正水準の流動性準備をいかにして維持していくかという問題<sup>9)</sup>」と考えれば、さきにも述べたように西ドイツの流動性準備比率はある時期(1959～61年)を除けば特に過大であったわけではないのであるから、西ドイツ政策当局が達成すべき政策目標が主として価格の安定におかれたのは当然のことといわれなければならない。国際収支の不均衡から引締政策への移行に慣れているわれわれにとっては、そしてイギリスのストップ・アンド・ゴー政策に強い関心をもつものにとっては、国際収支問題を適正水準の流動性準備の維持だけに限定するには抵抗があるかも知れない。しかし、「均衡」の概念が特定の理論モデルに即して規定されるべきものであることを改めて理解すれば、西ドイツの財政金融政策諸手段が国際収支状況の変化に応じた変化を示さなかったのは当然であるといわなければならないであろう。公定歩合はじめいくつかの財政金融政策手段は比較的高水準に維持されていたのであって、これは価格の安定を主要の目標にできなかったならば、実際的水準はもう少し低

くおさえられていたことを示すものである。

以上のような判断は(c)の解釈をも可能にするかも知れない。しかし政策手段の変化を短期的にみると、それがいかにも整合的でないように見えるのは、長期的には価格の安定に、短期的にはそれぞれの期間における主要な政策目標の実現に向けられていたからである。例えば短期的にみれば1955～56年にはとくに価格の安定が政策の主眼であり、1959年後半から1961年にかけては国際収支不均衡の是正が主眼となっていたのである。

(b)については別の分析方法の可能性の問題であるから、ここでは一応問わないことにしよう。そうすると、国際収支の不均衡と政策の反応からみて最後に問われるべきは、一体西ドイツの国際収支政策とはそもそも何を意味しているのかという問題である。1949年9月西ドイツマルクの為替相場が変更されたとき、マルクの相場は国際収支の均衡を維持するのに必要な水準より高かった。つまり他の通貨と比較してマルク安に決められたのである。ある国の通貨が割安か割高かの判断は、国際収支の均衡を離れてはできない。しかもマルクセが規定しているように、完全雇用と適当な経済成長を前提として国際収支の均衡を考えると、西ドイツの通貨が割安であったことは殆んど否定できないであろう。マルクが割安であったために輸出が増加し、経済成長に貢献したという論理は、特に多くを説明していない。均衡為替相場は、完全雇用と適当な経済成長のもとでの国際収支の均衡を基準とすべきものである。西ドイツの国際収支は継続的に黒字を続け、外貨の急速な蓄積が行われることになった。しかし注意すべきは、こうした状況のもとで西ドイツでは、(a)初期外貨ストックが低水準すぎること、貿易量拡大が望ましいことから、外貨ストックの増大が望ましいものと判断されたのであり、(b)国際収支の不均衡を是正するような政策の採用はかえって価格の安定を脅かすことにな

り、かつて超インフレを経験したドイツ国民にとって望ましくないものと判断されていたことである<sup>10)</sup>。

1950年代における西ドイツ政府の国際収支に対する基本的態度は、以上の2点に集約されるといってよい。しかし、1960年代に入ると、それまでの中立的政策は変更されることになった。西ドイツの持続的な黒字傾向によってドイツマルクの為替切上げ期待が強くなり、金利水準も騰貴しはじめたため、海外から短期資本の流入が著増した。しかし、金融政策はここで引締政策を採用したのである。容易に理解できるように引締めによる金利の騰貴は、国内資金需要の圧迫効果以上に外貨の流入効果をもたらした。近隣諸国からの論難がさらに激化するに及んで、1960年後半金融政策は緩和政策を打ちだした。国際収支の調整を意図したわけである。その後の金融政策については、すでに第1部、第2部で検討したので、ここでは重複を避けたい<sup>11)</sup>。

ただこのことに関連でいえることは、1960～61年の財政金融政策にしても、短期的には国際収支の調整を意図したものであったが、外為ストックの増大は西ドイツ経済の発展にとっての攪乱要因とは終始見られていなかったことである。しかも、西ドイツの場合、通常考える国際収支対策のうち採用できるものは極く限られていたことにも注意する必要がある。一般に国際収支対策としては、(1)輸入割当制および為替取引の制限、(2)関税および輸出補助金、(3)財政金融政策による有効需要の変化、(4)輸出振興、輸入節約のための産業政策、(5)為替レートの調整、(6)資本輸出(入)および対外援助(またはその受け入れ)などが考えられる。これらの手段のうち、西ドイツが継続的な黒字国という理由だけでなく、OECD、GATTなどの制度的理由からしても、(1)と(2)および(4)は妥当しない。また(3)の財政金融政策による有効需要の変化にしても、西ドイツがこれを長期的な国際収支

対策として用いたとは考えられない。たしかに消費者物価は1960年に入ってからその騰勢を強めてはいるが、卸売物価はそれほどでないのである。財政金融政策による有効需要の増加が輸入を増大し、貿易収支がバランスするよう用いられたとしても、それは短期的な対策に限定されざるをえない。何故ならば、西ドイツの場合完全雇用が実現されているから、有効需要の増大は消費者物価はもちろんやがて卸売物価をも高騰させるに違いないからである。逆にいえば、卸売物価が安定的に推移しているところで、国際収支対策の名目でわざわざ卸売物価を騰貴させるような政策をとることはできないのである。

かくして残された対策は為替レートの調整と資本輸出である。前者は1961年に行われ、後者はその後現在までその規模を拡大してきているわけである。

### 3・3 最近の国際資本移動の実態

1967年の西ドイツは短期および長期ともヨーロッパ最大の輸出国であった。これは1967年の貿易収支の大幅黒字を反映している。この傾向は、1968年度になっても変化をみせていない。1968年度上半期の貿易収支の黒字は20億ドル弱に達しているばかりか、同年7月の輸出入額は西ドイツはじまって以来最高の規模に達するほどであった。本節の目的は、1965～67年における景気変動の国際収支への波及が、国内流動性にいかなる影響を及ぼしたかを検討することにある。いうまでもなく、短期資本の移動が国民経済に及ぼす影響は二面的である。その1つは国民経済の対外的局面に関する影響であり、国際収支に集約的に示される。もう1つは対内的局面であり、これは金融の動きと密接に関連している。ここでは、前節までとの関連で、引続き国内金融政策への影響をみようとしているのである。

前節で確認した西ドイツ財政金融政策の国際収支変動に対する中立性とうって変って、

1965～67年の景気変動では財政金融政策が各方面にわたって経済活動を誘導した。そのなかで西ドイツ資本収支（短期、長期）の変動が金・外貨ストックと市中流動性に対し、いかなる変動をもたらしたかを検討することしよう。前節と同じくまず短期資本、長期資本に関する統計資料から変化の内容と特徴を明らかにし、次いでその意味づけを行うことにする。

#### (a) 短期資本移動

1967年、西ドイツの短期資本純輸出額は約60億マルクで、1966年20億弱、1965年の約40億マルクの短期資本輸入と比較すると基調が完全に变化したことが明らかである。こうした変化は後にみるように長期資本移動よりもずっと明瞭である。第16表からも明らかのように、こうした変化は、金融機関の資本輸出の他に、それまで企業が受取っていた信用を企業が外国に対して支払ったことも原因である。より立入って検討すると、1967年西ドイツ企業はそれまでの外国信用の受取分約10億マルクを支払うと同時に、外国に対する信用供与（外国銀行での資産保有分を含む）を5億6000万マルク増加したので、結局企業の純資本輸出額は約16億マルクに達することになった。

しかもこれ以外に無視できない動きは、国際収支の残余項目の変化である。1967年この項目は10.59億マルク赤字であったが、1年前の1966年では約6.7億マルク黒字となっていたのであるから、統計上明示しえない項目として包括されているこの残余項目がすべて資本移動であるとはいえないにしても、1967年度に西ドイツ企業が統計的には明示しえなかった外国信用をかなり大幅に返済したことだけはいえそうである。こうした変化は、輸入の減少と輸出の増大とに関係している。つまり、1966～67年の不況による輸入の減少は輸入ユーザンス等の信用供与の減少を、輸出の増大は外国輸入業者に対する信用供与の増大を伴ったに違いない。

第16表 西ドイツの資本取引 1961～1967

(100万マルク)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
A 長期資本移動	- 231	- 274	+1,782	- 871	+ 940	+ 231	-3,592
1. 民間							
資本輸出(増加：-)	-1,131	-1,540	-1,445	-2,019	-1,954	-2,525	-3,394
直接投資	- 691	- 934	- 670	- 793	- 968	-1,169	-1,365
貸付および信用	- 325	- 194	- 430	- 520	- 304	- 361	- 738
有価証券投資	+ 57	- 187	- 179	- 540	- 464	- 792	-1,106
その他	- 179	- 225	- 166	- 166	- 218	- 203	- 185
資本輸入(増加：+)	+2,023	+2,439	+4,408	+2,388	+4,181	+4,213	+1,211
直接投資	+1,052	+1,036	+1,524	+2,122	+3,270	+3,334	+2,448
貸付および信用	+ 41	+ 264	+ 394	+ 346	+ 985	+1,335	- 386
有価証券投資	+1,212	+1,277	+2,593	+ 21	+ 40	- 336	- 723
その他	- 282	- 138	- 103	- 101	- 120	- 120	- 128
差 額	+ 885	+ 899	+2,963	+ 369	+2,227	+1,688	-2,183
2. 政府	-1,116	-1,173	-1,181	-1,240	-1,287	-1,457	-1,409
内(低開発国援助)	(-950)	(-922)	(-954)	(-1,060)	(-1,143)	(-1,301)	(-1,333)
B 短期資本移動	- 991	+ 783	+ 397	-1,151	+1,481	+1,081	-4,592
1. 金融機関							
債 権	-1,558	- 175	- 129	- 709	- 319	+ 21	-4,405
債 務	+1,294	+ 28	+ 833	- 706	+ 132	- 409	+1,187
(差 額)	- 264	- 147	+ 704	+ 51	- 187	- 388	-3,218
2. 企 業							
債 権	- 307	+ 151	- 9	- 211	- 226	+ 161	- 556
債 務	+ 852	+ 354	+ 48	+ 436	+1,024	+1,547	-1,010
(差 額)	+ 545	+ 505	+ 39	+ 225	+ 798	+1,708	-1,566
3. 政 府	-1,272	+ 425	- 346	-1,427	+ 870	- 239	+ 192
資本移動(長・短期) 総差額(A+B)	-1,222	+ 509	+2,179	-2,022	+2,421	+1,312	-8,184
C 特別資本取引	-4,005	-	-	-	-	-1,378	-
資本輸出純額(：-) (A+B+C)	-5,227	+ 509	+2,179	-2,022	+2,421	- 66	-8,184

資料出所：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Feb. 1968 s.25.

かくして企業の短期資本取引と国際収支の残余項目との和から、1967年度の純資本輸出額は26.23億マルクに達するのであって、1966年度23.79億マルクの純輸入であったから、1966～67年にかけて西ドイツ企業は約50億マルクの短期資本を輸出したことになる。ちなみにこれに長期資本の変化を加えると、西ドイツ企業の資本流出は64億マルクという巨額に達する(第17表参照)。

金融機関の短期資本輸出を検討すると、1967年西ドイツ企業と同様に差引32億マルクの短期資本を輸出したことが明らかである。西ドイツ中央銀行の月報によると、そのうち14億マルクがイギリス、さらに14億マルクがEEC諸国であり、6億マルクのイタリアと5億マルクのフランスが大宗を占めている。1967年の西ドイツ金融機関の外国業務は長短外資をめぐってかなり繁忙であった。すなわ



第17表 西ドイツ企業の外国投資 1964～67

(100万マルク)

	1964	1965	1966	1967
1. 外国の西ドイツ企業の資本輸出 (増加：+)				
直接投資	+ 2,122	+ 3,276	+ 3,334	+ 2,448
長期資本	+ 317	+ 6	+ 190	+ 193
短期資本	+ 436	+ 1,024	+ 1,547	- 1,010
計	+ 2,875	+ 4,306	+ 5,071	+ 1,631
2. 西ドイツ企業の外国投資				
直接投資	- 793	- 968	- 1169	- 1,365
長期資本	- 155	- 96	- 7	- 312
短期資本	- 209	- 224	+ 164	- 554
計	- 1,157	- 1,288	- 1,012	- 2,231
3. 国際収支の残余項目	+ 1,808	+ 2,500	+ 668	- 1,059
総計 (西ドイツ企業の資本輸出：-)	+ 3,526	+ 5,518	+ 4,727	- 1,659

資料出所：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Feb. 1968 s. 29.

ち gross でみて短期外国債権は44億マルクの増加(このうち外国銀行に対する預金30億マルクと外国証券保有増10億マルクが主たるもの)であり、他方外国銀行の西ドイツ金融機関に対する債権の増加は12億マルクであった。

以上のような企業と金融機関の動きと逆に、1967年西ドイツ政府は純額にして1億9000万マルク程度であったが、短期資本の輸入を行なっている。これはIMF関係の問題であり、国内的側面とは一応切り離して考えることの出来る問題であるので、ここでは省略することにする。

(b) 長期資本移動

短期資本移動の様相と同じく、1967年の西ドイツの長期資本移動は前年までの輸入から輸出国へと変化した。政府関係では前年度同様約14億マルクの長期資本の輸出を行なったが、民間部門の長期資本輸出は1967年純額で22億マルクに達した(前年度は17億マルクの輸入である)。しかもこれまで最大の長期資本輸出を達成した1959年でもその規模は純額114億マルクであったのであるから、1966～67年にかけての長期資本輸出額の規模がいかに大きな

ものであったかを推論することができる。

こうした変化は、外国による西ドイツへの投資が減少したのと、西ドイツによる外国投資が増大した両面によって支えられている。前者についていえば、1965、1966年それぞれ42億マルクに達していた外国投資は、1967年になって僅か12億マルクに減少したのである。その大部分は西ドイツに対する直接投資である。外国投資の減少に関する西ドイツ中央銀行の見方は次の通りである。すなわち、外国企業による西ドイツ企業の買収と西ドイツ企業に対する外国資本の輸入は、1967年に至ると、すでにこれまで達成された外国企業の利潤の再投資および短期資本の長期貸付への転換という形態をとるようになった。当時さわがれたアメリカのテキサコ石油によるドイツ石油の乗取りという特例を除けば、1967年の外国による直接投資は前年度より後退した。ただその際注意すべきは、アメリカ企業がドイツの子会社の自己資本を意識的に強化し、十分な信用をもつように努力したことである。

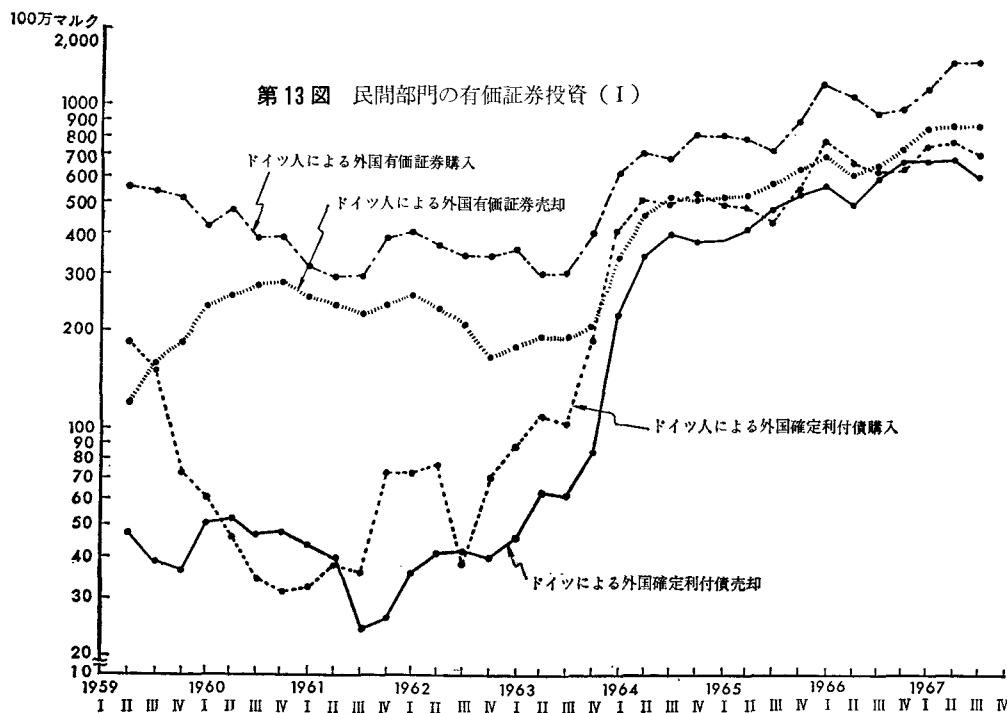
長期資本移動は、上述の直接投資の変化以

外に利率および利回り格差によっても生ずる。しかしこの面からの長期資本移動は1967年度絶対的な後退を示した。この理由の大部分は西ドイツ金融機関の流動性が外国資本の流入を必要としなくなったことにある。

さらに確定利付債、投資信託、株式などへの投資によって包括される長期資本移動も、1967年度は外国投資家の売り、西ドイツ投資家の外国債券の買いという方向に変化した(第13図、第14図)。1967年度外国投資家はさし引き8億3500万マルクに達する確定利付債を西ドイツに売り払った。西ドイツ中央銀行調査月報によると、これらの内訳は、スイス3億1000万マルク、オランダ1億9000万マルク、アメリカ1億3000万マルクが主たるものであるが、外国の投資家がこのような売りに出た最大の原因は、西ドイツ確定利付債の利回りが1966年7月の最高8.4%から1967年末の6.9%にまで低下したことにある。しかも、

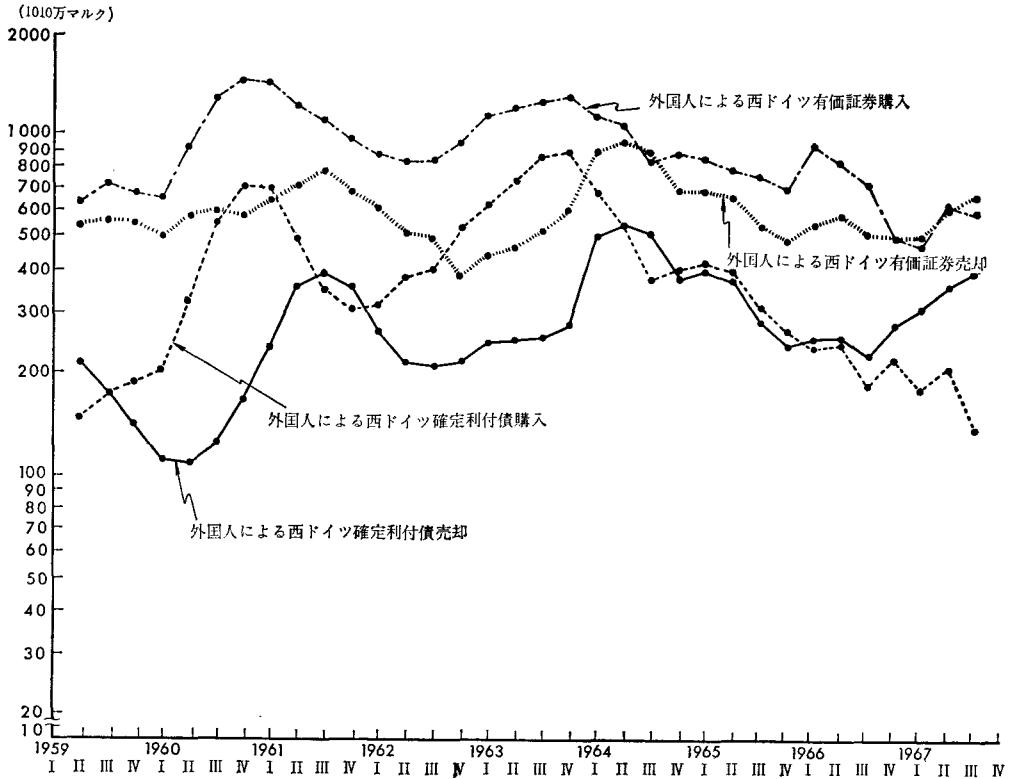
その他のヨーロッパ資本市場ならびに2,3の国内債券市場の利回りが西ドイツのそれを上回るに至って、多くの外国投資家は高利回りを求めて乗り換えを行なったわけである(第15図)。加えてクーポン税が西ドイツ長期債市場の利回り水準に悪材料として働いていることも否めないところである。

以上、外国投資家の行動を検討してきたが、西ドイツの民間長期投資の動向はどうであったであろうか。さきに触れたように、1967年度西ドイツの外国への民間長期投資は著増した(1966年25億マルクに対し、1967年34億マルク)。外国投資家の乗り換えと平行して、西ドイツの外国長期投資も主として利率格差に誘発されたものである。すなわち外国の投資信託に対する投資3億マルク、株式投資は3億3000万マルクで、1966年の1億5000万マルクと1億2000万マルクと比較するとそれぞれ倍増またはそれ以上となっている。それに対し、



資料出所：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Feb 1968 s. 112の資料を3期移動平均したもの。

第14図 民間部門の有価証券投資(Ⅱ)



資料出所：Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Feb. 1968 s. 112 の資料を3期移動平均したもの。

確定利付債に対する投資は純額で4億8000万マルクで前年度以下になっている。しかしこれは1966年度テキサコ石油によるドイツ石油の買収結果、旧株主に対する債券書き換え業務があったため、これを除けば実質的に増大しているといつてよいのである。

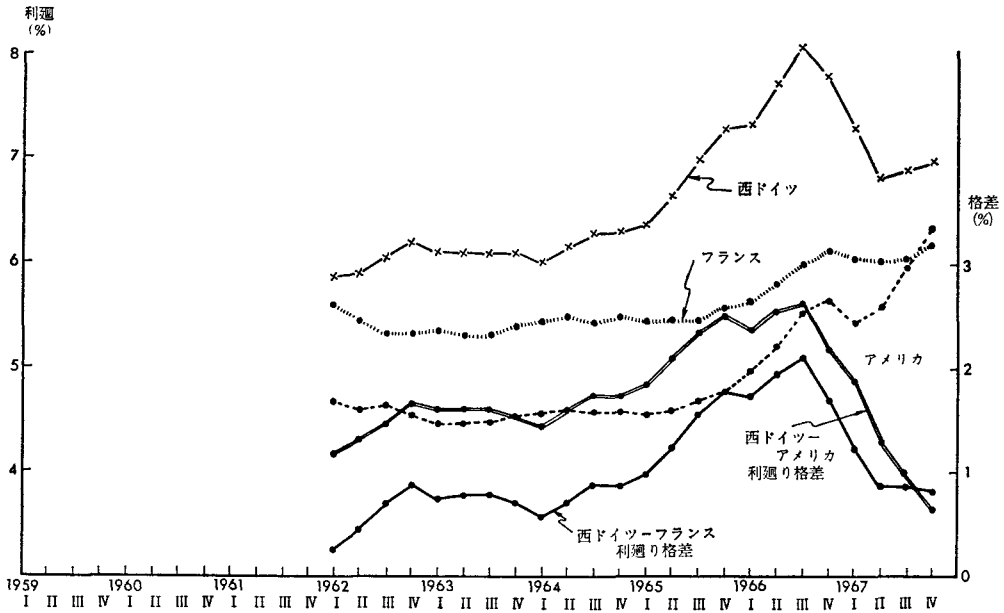
西ドイツ金融機関および企業が1967年度供与した長期信用は7億4000万マルクであり、規模としてはこれも倍増以上である。西ドイツ企業による直接投資も、1966年の12億マルクから14億マルクに増大した。

### 3・4 長期資本移動と政策効果

前節で示した第13、第14および第15図は、長期資本移動(民間部門)が内外利回り格差にかなり敏感に反応することを示している。

たとえば、1964年第1四半期以降、西ドイツとアメリカおよびフランスの公社債利回り(平均)格差が拡大するにつれて、それまで外国有価証券の購入と売却に関し大体安定していた西ドイツ民間長期資本は、購入と売却いずれも増大傾向を示したが、売却の増加率が購入の増加率を上回っている。この傾向はとくに確定利付債に明瞭である(第13図)。他方、外国(民間)による西ドイツ有価証券投資は金利格差が比較的安定していた期間(1962~1964)に拡大傾向を示し、利回り格差が拡大しはじめるに及んで先行きを弱気に考えはじめ、漸減している(第14図)。しかも購入および売却いずれも減少しはじめたばかりでなく、1966年年央以降、利回り格差の縮小化は購入よりも売却を増加させるに至った。この

第15図 西ドイツ、アメリカ、フランス有価証券利廻りおよび格差



資料出所：日銀外国経済統計月報各号より計算。

期間西ドイツ民間の外国有価証券投資が再び増加しはじめており、それは外国の西ドイツ有価証券投資と丁度逆の現象となっている。とくに1967年度にこの傾向が強くなり、同年における大幅な資本輸出を裏書きしている。

短期資本移動については、経常勘定収支との関連が強くてここでの考察と切り離して考えられるので、以下では長期資本移動と西ドイツ財政金融政策の有効性をめぐら問題点を2つ指摘し考察することにしよう。

(1) 民間長期資本移動が内外利回り格差にかなり敏感であることはすでに見た通りであるが、西ドイツ資本市場(公社債市場)の規模と民間貯蓄行動を勘案すると、このことは西ドイツ財政金融政策の国際収支問題に対する有効性に興味ある視点を提供する。

まず第一に、西ドイツ公社債市場はその経済規模に比較して小さすぎることに留意する必要がある。このため西ドイツの国際収支、とくに経常勘定余剰のはげ口は、一部が国内

資本市場に投資されることは勿論であるが、残りは外国資本市場に流出せざるをえないのである。経常勘定が大幅な黒字を示した年に極めて多額の資本が輸出される事情がここにある。しかも注意すべきは、このように直接金融のチャネルとして小規模な国内資本市場しか発達させなかった基本原因が、実は西ドイツの貯蓄行動——相対的に高い流動性選好——にあることである。

もし貯蓄者(資本所有者)が貯蓄形態として当座および普通預金を主とした資産選択をしたとすると、金融機関はそれに応じてそうでない場合よりも流動性を高水準に保持せねばならず、したがって商業銀行は中央銀行に多額の預金をすることになるであろう。その結果、中央銀行も流動性を高めるべく外貨を多額に保有する必要に迫られることになる。

こうした連鎖が、1つには西ドイツが累積的な国際収支の黒字を続けながら、最近までそれに対して格別の財政金融政策をとらな

った(第2節)1つの原因であることは間違いない。もう1つには高い流動性選好水準が長期債利利率を高め、これが外国投資家にとっての魅力を生みだしているのである。

加えて西ドイツの政府債務のGNPに対する比率は、アメリカ、イギリス、フランスなどと比較して圧倒的に低く、大体8%程度である。したがって大蔵省証券と割引国庫債券の対GNP比率も低い。最近増加傾向を示しているとはいえ、中・長期債の対GNP比率はさらに低い。実は西ドイツ連邦政府債務の特色は、平衡請求権(Ausgleichsforderung)にある。別の機会に西ドイツ金融政策と財政との密接な関係を明らかにしたとき、平衡請求権の意義を示しておいた<sup>12)</sup>。

しかし、こうした特徴はまた西ドイツ金融政策(公開市場操作)の限界をも示している。すなわち、公開市場操作では大蔵省証券、割引国庫債券(unverzinsliche Schatzanweisung)も用いられるが、ブンデスバンク保有の平衡請求権を大蔵省証券など交換することによってオペレーションを行なっている。しかもオペレーションは市中銀行のみを対象とした受動的なものであり、真の意味で公開(オープン)ではないのである。つまり公社債市場への波及は強くなく、国債などの長期債の市中消化分が規模的に小さいため、財政金融政策の有効性を局限したものにしよう可能性が大きいのである。

中・長期債が公社債市場で取引されているのはもちろんであるが、独立の証券業者がおらず、銀行の兼営であることと、寡占体制を基礎にした行動様式が、中・長期債の市場取引をそれほど活発にしていない。換言すれば、西ドイツ財政金融政策は、中・長期債の発行、借り換え、償還といった財政固有の観点からの要請と、金融資産として金融市場に対する影響との両面を考慮しながら最適な政策手段の組み合わせを考えるとといった基盤については、未整備であるといつてよい。

(2) 以上の点と資本移動が自由である点とを同時に考慮すると、西ドイツでは内外金利格差で、民間、就中企業は金融市場の実勢と自己の流動性状況に応じて資金を内外から手当することになり、この点から財政金融政策の有効性が縮限されざるをえなくなっている。そしてこうした状況のもとでは、所期の政策目標を実現するためには、政策手段の適用をいきおい過度に、またタイミングとしてもドラスティックにならざるをえないことになる。クーパー税の施行や1965年における公定歩合水準の急激な変更などはその典型である。

1) キンドルバーガーは、西ドイツの1693~64年における国際収支の黒字が、イタリア、フランス、オランダのインフレーションによってもたらされたことを示し、1963年の貿易収支30億マルクの黒字のうち、24億マルクがEEC諸国からのものであり、1964年のその多くがイタリアからの資本流入であることを明らかにしている。これは西ドイツ国際収支の黒字が国内経済政策の効果と直接関連をつけにくいという所論の1つである。しかし、諸外国のインフレが西ドイツに幸いしたことを示しても、キンドルバーガー自身がいうように、1950年代の長期的黒字、つまり国際収支の長期的不均衡の原因をすべて説明することはできない。Kindleberger, C.P., *Germany's Persistent Balance of Payments Disequilibrium in: Trade, Growth and the Balance of Payments*(ed. by Baldwin), North-Holland, 1965. pp. 230~248.

2) 故ペール・ヤコブソン(国際通貨基金専務理事)は「美人にしても国際収支の均衡にしても、実物にお目にかかればだれにでもすぐわかるものだ」といったといわれる。しかし、美人にしても生れながらの美人なのか化粧のうまさによるものか判定できても、国際収支の均衡については、それが絶えざる政策効果なのか、それとも諸外国との反作用による偶然の結果なのかについて判定はかなり困難である。

3) 以下の考察ではミハエリの実証研究が大いに参考になった。Michaely, M., *Balance of Payments Adjustment Policies: Japan, Ger-*

- many, and the Netherlands*, National Bureau of Economic Research, Occasional Paper 106. N.Y. 1968. pp.58~84
- 4) ウェルズも西ドイツの輸出の大きな成果が政府による何らかの刺激政策によってもたらされたものとは考えられないという立場をとっている。Wells, S.J., *British Export Performance: A Comparative Study* (Cambridge, Eng.) University Press, 1964, p.81.
- 5) これ以外に短期債権を含めたり、1961年のバーゼル協定にみられるような各国政府相互間の信用供与協定、1962年以降のアメリカ連銀と各国中央銀行間のスワップ協定などを含めることも考えられる。またグロスではなく流動性の高い短期債務を差引いたネットでみるべきであるという意見もあろう。いずれにしても国際流動性準備には決定的な明確な区分と規定があるわけではない。
- 6) 国際収支との関連ではなく、成長目標と財政・金融との関連を検討すると、西ドイツの中央銀行と財政は密接な連けい動作をとっていたことが明らかである。しかしこの点がとくに妥当するのは1950年代であって、その後は「ポリシイ・ミックス」の失敗に象徴されるように常に調和的であるとはいえない。拙稿「西欧諸国の財政金融政策」——西ドイツ、フランス、イギリスについて——、館・渡部編『経済成長と財政金融』(岩波書店)、昭和40年参照。
- 7) reference cycle 法は過去の景気循環、すなわち基準循環 (reference cycle) における山と谷との具体的な日付 (基準日時) と各系列との対応性を考察するものである。
- 8) 館竜一郎、小宮隆太郎「経済政策の理論」(勁草書房、1964年) 第22章を参照。
- 9) 同上、327頁。
- 10) ミード、キンドルバーガー、ヌルクセなどによる国際収支の均衡に関する定義によると輸入制限や為替管理などの直接統制を行われないことが均衡条件となっている。これは国際収支が不均衡になると政策的な統制を招き望ましくないという判断が背後にあるためである。しかし、西ドイツの例は国際収支の不均衡 (黒字) の持続が価格の安定を脅かさない限り望ましいと考えられていたのである。
- 11) 拙稿「戦後世界の景気変動に関する実証的研究——西ドイツ——」、統計研究会国際経済研究資料 (28)、17頁以降を参照。
- 12) 拙稿「西欧諸国の財政金融政策」、前掲書参照。