



# 景気変動と資金需給

鈴木 諒 一 著

慶応義塾大学商学会 商学研究叢書 6



有 斐 閣

## 著 者 紹 介

現 職 慶応義塾大学教授

## 景気変動と資金需給

慶応義塾大学商学会 商学研究叢書 6

---

昭和42年6月25日 初版第1刷印刷  
昭和42年6月30日 初版第1刷発行

¥ 1400.

著 作 者    鈴木    木    諒    一

発 行 者    江    草    四    郎

発 行 所    東京都千代田区神田神保町2~17  
株式    有    斐    閣  
会社

電話 東京(265)6811(代表)  
振 替 口 座 東 京 370 番

---

印刷 理想社印刷 製本・高陽堂製本  
©1967, 鈴木諒一, Printed in Japan  
落丁・乱丁本はお取替えいたします。

## は し が き

戦後における日本経済の成長は誠に目ざましいものがあった。敗戦の混乱から立ち直って「戦前なみの生活水準への復帰」を目標とした昭和20年代、神武景気・岩戸景気を経て「西ヨーロッパなみの生活水準への到達」を目標とした昭和30年代は、共に「驚異の成長」といわれた。

しかし、高度成長政策もようやく転換点にさしかかったようである。昭和40年に入って、マクロ的には好景気が続いているかのごとくに見えるが、他方において相当に有力な会社の倒産があいついで起こっている。その原因としては、耐久財のように需要の伸びが飽和点に達したものや、一部の中小企業のように賃金インフレに悩むものもあるにはあるが、主たる原因は、高度成長下において市場の占拠率の増大を考えるあまり、資金の面で行きづまった企業が多いと考えられることである。昭和35年から38年に至る3年間に主要企業の資本金は3倍になっている。これでは有価証券投資が増えても追いつかぬはずである。最近における株価の暴落の真の原因は、この資本の需要・供給のアンバランスから起ったものと考えられる。

しかも市場占拠率の拡大以上に設備資金需要は旺盛であった。それは、賃金の騰貴によって労働集約的な生産形態から資本集約的な生産形態に切りかえざるを得ない企業が多数あったからである。このための資金を増資によって調達できなかった企業は借入金によって調達しようとした。このことは必然的に資金コストの増大を招く。このような事情が内在していたところへ、国際収支、消費者物価などの見地から引締め政策がとられれば、大ショックを受けるのは当然である。

高度成長のヒズミは、消費者物価や社会開発のための諸問題ばかりでなく、企業格差の問題としても現われてきたのである。この地ならしをして企業の基盤を健全な形に還す必要がある。それは何かといえば、マクロ的にはオーバー・ローン現象を解消して、貯蓄・投資の均衡の上に立った成長を維持していくことであ

る。

過去においては、貯蓄は所得から消費を差し引いた残余であるとの考え方が強かった。したがって、総体としての貯蓄の分析についてはある程度までの研究があるが、銀行預金か有価証券投資かという選択の問題に関しては一二の文献をあげうるに過ぎない。本書の冒頭の2章は、この問題をフローおよびストックの立場から捉えようとするものであり、第4章もこれに関係があるし、第3章における資本蓄積の問題とつながる。また第5章は、投資・貯蓄の均衡を通じて財政投融资の問題に発展する。

最近における資金供給の実状を見ると、中小企業向け金融機関の資金の伸び率が特に高い。これは、中小企業の集中合併、生産形態の転換などから資金需要が旺盛なためと考えられる。第6章は製造業について、第7、8章は商業およびサービス業について、経営形態の変化と資産構成について言及した。

第9、10章では、経済予測における計量経済学的方法と他の方法との比較を行った。計量経済学的方法が他の方法に比べて優れている点は、単に予測の精度だけから判断すべきでなくて、経済政策の資料を提供するという点から考える必要がある。もとより、現下の「繁栄の中の不況」現象は、単純なるマクロ・モデルによって直ちに解決される性質のものではない。けれども、その故にエコノメトリック・モデルを否定するのは速断に過ぎる。産業別・企業別の資産構成、労働力構成の格差を反映できるモデルを作れば、問題解決の鍵を捉えうると信ずる。第11章では、貯蓄に重要な関係のある物価の変動を論ずべき指数理論を取り扱う。

以上のような見地から、昭和30年代の日本経済の問題を、できるだけ客観的に——この種の分析では資料不足に悩むことが少なくないのであるが——分析し、マクロとマイクロをつなぐ、一里塚たらしめようと努力した。ただ、筆者不敏にして十分所期の目的を果たし得なかったのは遺憾であり、大方の御叱正を御願ひする次第である。

昭和40年夏

著 者

# 目 次

## は し が き

|                    |    |
|--------------------|----|
| 総 説 .....          | 1  |
| I 貯蓄と投資の均衡 .....   | 1  |
| II 貯蓄分析の必要性 .....  | 2  |
| III 金融機関の態度 .....  | 4  |
| IV 中小企業の資金需要 ..... | 6  |
| V 経済予測の方法 .....    | 8  |
| VI 景気予測について .....  | 10 |
| VII 経済指数の諸問題 ..... | 12 |

## 第1章 経済成長と貯蓄の形態..... 15

### ——株式投資と銀行預金——

|                     |    |
|---------------------|----|
| I 貯蓄の意義.....        | 15 |
| II フローとしての貯蓄 .....  | 16 |
| III 株式投資と銀行預金 ..... | 19 |
| IV 所得水準の影響 .....    | 21 |
| V 株式投資の変動 .....     | 24 |
| VI 銀行預金の変動 .....    | 28 |

## 第2章 貯蓄残高の推計 .....

|              |    |
|--------------|----|
| I 貯蓄の動機..... | 31 |
|--------------|----|

## 目 次

|                                 |                      |    |
|---------------------------------|----------------------|----|
| II                              | ストックとしての貯蓄 .....     | 32 |
| III                             | 貯蓄の内訳 .....          | 35 |
| IV                              | 国民所得と貯蓄残高 .....      | 37 |
| V                               | マイクロ・データによる接近 .....  | 40 |
| VI                              | マイクロ・データのギャップ .....  | 43 |
| VII                             | 所得の階層と貯蓄の分布 .....    | 47 |
| VIII                            | 所得分布のギャップ .....      | 48 |
| IX                              | マクロ・データによる国際比較 ..... | 51 |
| 第3章 国民資本勘定におけるインフレーターについて ..... |                      | 57 |
| I                               | 生産函数の意義 .....        | 57 |
| II                              | フローとストックの性格の差 .....  | 58 |
| III                             | 指数算式 .....           | 60 |
| IV                              | 生産力基準と生産費基準 .....    | 63 |
|                                 | [要 約] .....          | 65 |
| 第4章 銀行の有価証券投資について .....         |                      | 69 |
| I                               | 有価証券投資の動機 .....      | 69 |
| II                              | 流動性確保と収益性 .....      | 71 |
| III                             | 有価証券の質 .....         | 73 |
| IV                              | 景気変動と証券収益 .....      | 74 |
| V                               | 金融政策と証券保有 .....      | 76 |
| VI                              | 満期日と収益率 .....        | 78 |
| VII                             | 債券価格と利回り .....       | 79 |

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| 第5章 財政投融資における民間資金の役割 .....    | 83  |
| I 財政投融資の意義 .....              | 83  |
| II 財政投融資と民間投資 .....           | 85  |
| III 財政投融資の内訳 .....            | 88  |
| IV 郵便貯金と簡易保険 .....            | 95  |
| V 民間金融機関との競合 .....            | 98  |
| VI 収益性と公益性 .....              | 102 |
| VII 財政投融資と貯蓄 .....            | 104 |
| 第6章 中堅企業における生産能率と資本の成長率 ..... | 107 |
| ——重化学工業——                     |     |
| I 企業成長の分析 .....               | 107 |
| II 金属・機械工業 .....              | 108 |
| III 技術能率の変化 .....             | 112 |
| IV 窯業・化学工業 .....              | 114 |
| V 生産形態の変化 .....               | 118 |
| VI 軽工業の性格 .....               | 120 |
| 第7章 第3次産業の資金需要 .....          | 127 |
| I 第3次産業の所得の伸び .....           | 127 |
| II 労働力不足と設備資金需要の増大 .....      | 129 |
| III 商業売上高の予測 .....            | 131 |
| IV 商業の大都市集中化 .....            | 135 |
| V 資金需要の予測 .....               | 136 |

|                   |     |
|-------------------|-----|
| 第8章 わが国商業の販売能率と賃金 | 141 |
| ——『商業統計表』の分析——    |     |
| I 流通面の分析の必要       | 141 |
| II 販売構成の変化        | 142 |
| III 販売能率と賃金       | 144 |
| IV 規模別分布の比較       | 148 |
| V 地域別比較           | 151 |
| VI 小売業の能率と製造業の賃金  | 155 |
| VII 会社別データによる分析   | 157 |
| VIII 技術能率の変化      | 160 |
| IX 資金調達形態         | 163 |
| X 設備資金、運転資金       | 166 |
| XI 運転資金の動き        | 169 |
| XII 小売業における在庫の動き  | 172 |
| 第9章 経済予測の方法について   | 175 |
| I NBERの研究         | 175 |
| II 耐久財購入の予測と実績    | 178 |
| III 購入計画と貯蓄       | 182 |
| IV 予想の役割          | 186 |
| V 投資の変動           | 192 |
| VI 計量経済学的方法の長所    | 197 |
| VII Naive Model   | 200 |
| VIII 予測の誤差        | 206 |

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| 第10章 景気予測の方法について      | 211 |
| ——ブラットの所論を中心に——       |     |
| I 景気指標の選び方            | 211 |
| II 有効需要の原理            | 213 |
| III 景気変動の歴史           | 215 |
| IV 予測の諸方法             | 217 |
| V 景 気 対 策             | 220 |
| VI 財政・金融政策の役割         | 222 |
| VII ブラットの方法の批判        | 224 |
| 第11章 微視的指数論発展に關しての覚え書 | 229 |
| I 指数理論の意義             | 229 |
| II 生活水準の変動            | 230 |
| III 生活水準と生産力          | 233 |
| IV 生産費指数              | 235 |
| V 生産費指数の限界            | 236 |
| VI 生産指数               | 239 |
| VII 生産性指数             | 241 |
| VIII 相對所得説による消費者物価指数  | 243 |
| IX 相 対 法              | 246 |
| 索 引                   | 251 |

## 総 説

### I 貯蓄と投資の均衡

日本経済は、今や、ようやく高度成長政策から安定成長政策への転換期に直面している。昭和39年下期から表面化した「ミクロの不況」現象は、ある意味においては、高度成長の副産物であった。国民所得の増大は必然的に消費財と生産財の有効需要の増大をもたらす。企業は市場占拠率の増大に心を奪われるため、厩大な設備投資を行なう。各企業とも占拠率を高めようとするから、政府の「計画」した以上の二重投資が起こることもないとはいえない。他方において国民所得が伸びれば貯蓄も増加するであろう。けれども、最近数年間において有効需要の伸びに対応するほどには貯蓄は伸びなかった。その結果、必然的に起こったことは、資本需給のアンバランスによる、増資資金の不足と株価の暴落である。さらに、増資が不振と見るや必要な資金を銀行借入れによって調達しようとする動きが出てくる。高度成長政策の下では、借金をしてでも売上高伸び率の高い企業が優秀企業とされた。しかし、このように無理な背伸びをした結果、今まで成長企業といわれていた企業の倒産までが生じたのである。

第1の原因は金融事情である。前述のように資金調達が困難であるのに、その上さらに銀行借入れを殖やそうとしても限度がある。新規借入れを打ち切られると、生産の伸びも停滞する。しかも、雇用機会の増大→労働力の不足→賃金の騰貴によって経費の増大は避けがたく、ここに経営難に陥る可能性が出てくる。

第2は有効需要の停滞である。これはとくに耐久消費財についていえるところであり、ある時期には急激に売上げが伸びても、その後において停滞する性格がある。この需要予測を誤って過大な設備投資をしたことが命取りになった企業もある。製品価格の値崩れ、買ったたきもその変形である。

最近数年間における賃金上昇が企業経理の上に大きな影響をもたらしたことは事実である。政府も経営者団体も、労働生産性と賃金上昇率の相対的關係に注目していた。しかしこれが物価上昇の原因になるかどうかは、「有効需要があれば」という前提条件をつけて考えねばならない。

前述のように有効需要が伸び悩みの産業においては、物的生産性が賃金上昇率を上回っても、企業収益は悪化し、経営難に陥るであろう。反対に、有効需要の点で心配はないが、今まで中小企業が多かったため、労働集約的な生産形態をとってきた産業では、賃金コストを引き下げのために資本集約的な生産形態に転換する必要があり、売上高の伸び率以上に、労働と資本の代替関係から生ずる投資の伸び率を考える必要があろう。

このようにして、安定成長のメドは、貯蓄・投資のバランスにしばられる。

どのような政策をとるにしても、特別な手を打たないかぎり、貯蓄・投資がどのような伸びを示すかの予測を必要とするであろうし、この2つの変量を支配する要因が何であるかについての要因分析こそ、今後の経済政策のための重要な資料となるであろう。そして、計量経済学的予測が果たす役割は大きいものがあるが、貯蓄をもって、アレン＝ポーレー的あるいはケインズの的に所得の一次函数と置くことには、問題があるであろう。所得の分配状態も変化するであろうし、株式か銀行預金かの選択の問題も重要な分析課題となって登場してくるであろう。安定成長期には特に表面化してくるであろう。他方において設備投資は、単に実質国民所得の函数であるのみならず、賃金と利子率の相対比率の函数でもであろう。中小企業や流通部門の分析の場合にはこの変量は重要な意義を持つであろう。昭和39年末に発表された中期経済計画の消費函数と設備投資函数には、これらの要因を十分に含んでいるとはいいいがたいものがある。われわれはこのあたりにスポットをあてて、貯蓄・投資の今後の問題点を追求していこうとするものである。

## II 貯蓄分析の必要性

われわれは先ず、貯蓄の問題から出発する。

第1章「経済成長と貯蓄の形態」においては、フローとしての貯蓄がどのような要因によって左右されるかを焦点とし、金額の大きい株式と銀行預金の選択の問題を取り上げた。それによると、一般的には株式と銀行預金の間に明確な代替関係は存在しないが、好況・不況というように景気の局面を固定し、国民所得に対する比率を見ると、ある程度の代替関係があることがわかる。戦後資料では昭和37年までの数字に関するかぎり、株式投資のウェイトは次第に増大しているように見える。けれども、戦前データと比較すると、株式投資の比率は低い。これは、高額所得者の数が相対的に減少した故ではあるまいか。

次に、株式投資と銀行預金の絶対額を左右する要因は名目国民所得の大きさであり、一次関数を当てはめたときの残差が何によって説明されるかが残された問題となる。株式の場合、利回りは株式需給バランスの結果であって、株式投資をするかどうかの決意を誘う原因とは認めがたい。株価変動を見越しての投機的需要は、経済成長率が低く株価変動の幅が相対的に大きい時期には妥当する。反対に成長率が高い時期には、それだけで株式投資の比率は増大する。銀行預金の場合には、概して不況の年においてその比率が高まり、昭和37年までのデータでは、消費者物価の上昇はそれほどの影響を与えていない。利子率の変動が銀行預金に与える影響はほとんど無いといってよい。株価変動が激しいときにはその影響が銀行預金に波及するとの仮説は、統計資料の上では肯定しがたい。

第2章「貯蓄残高の推計」においては、ストックとしての貯蓄を、銀行、その他金融機関、有価証券投資、の3者に大別して推計する。マクロ・データとしては、昭和5年、10年、35年、38年の4ヵ年をとって推計してみると、国民所得に対する比率は、昭和38年でも、昭和5年の値に及ばない。戦後になって所得は戦前水準を突破したが、流動資産額が戦前に比べて相対的に少ないという事実が示される。また、ストックで見ても、戦後には銀行預金の構成比が上昇し、有価証券投資の比率が低下している。この2つの現象は、財産分布の平等化に起因するものであろうか。また、戦前に比べて中小金融機関の預金残高の割合も増大している。

次に、日銀マネー・フロー表によって、貯蓄残高と名目国民所得データの比率

を推計し、マイクロ・データと対比してみる。この際、マイクロ・データとしては、『貯蓄動向調査』（総理府統計局）、『消費者動向予測調査』（経済企画庁）、『貯蓄に関する世論調査』（日本銀行）、の3つのデータがあるが、貯蓄保有世帯の割合はそれぞれ異なるし、貯蓄残高と所得の比率はマクロ・データとの間に誤差がある。これは所得分布上のサンプル誤差の故とも考えられるが、それよりも大きな原因は、所得階層別の貯蓄残高のバラツキが大きいためであると考えられる。また職業別に見ると、一般世帯よりも勤労世帯の方が貯蓄率は低い。このことは恒常所得説によって説明することはできるが、都会化と中小企業の吸収合併によって勤労者の数が相対的に増加していこうとしている現在、この面から貯蓄率全体が下降することはないであろうか。果たして国民所得水準の向上による貯蓄率の上昇といずれの効果が大きであろうか。法人貯蓄についてみると、一体に製造業の方が、売上金額に比べて現金と預貯金の保有率が高い。これについては種々理由はあるであろうが、産業構造の高度化にしたがって法人貯蓄の割合の増加が予想される。国際比較のためにアメリカの数字を見ると、貯蓄残高が国民所得に対して占める比率は意外に低い。構成比においては有価証券の占める比率が非常に高く、わが国の戦前の構成比率もこれに及ばない。ただし、フローとしての貯蓄に関するかぎり、有価証券投資の比率は銀行預金に比べて変動の幅が大きく、トレンドとしては銀行預金の割合が徐々に上昇している。

フローとしての貯蓄・投資と、ストックとしての資本蓄積を比較するとき、単に名目額で比較するばかりでなく、物価変動を調整した実質額で比較する必要がある。国民所得勘定と国民資本勘定の結合がこれであって、物的側面と金融的側面におけるギャップの問題が発生する。

第3章「国民資本勘定におけるインフレーターについて」においてはこの問題を取り扱う。

### III 金融機関の態度

貯蓄・投資のバランスについて銀行の behavior が重要な役割を演ずることは論

をまたない。わが国においては公社債市場がないが、やがては育成されるであろうし、銀行の有価証券投資も増大するであろう。

第4章「銀行の有価証券投資について」は、この点に関するライオン(R.A.Lyon)の所説を紹介したものである。銀行としては、所得獲得動機と流動性保有動機の2つの面からどのような割合で有価証券保有をするかの選択の問題があり、利子率の変化によって、償還年限別の有価証券の保有割合も変化するであろう。ライオンはこれらの点に関して詳細な分析を行なっているが、わが国の将来にとっても参考となる点が少なくないであろう。

第5章「財政投融资における民間資金の役割」では次のことに触れる。戦後の復興過程において財政投融资が果たした役割は大きかった。それは石炭・鉄鋼・造船などの基礎産業の回復と発展との支柱であった。今や、経済成長も一段階を画したが、道路・住宅・上下水道の建設等について、社会資本の蓄積の要請は高まることはあっても、減ることは考えられない。民間投資をもってしてはこの目的を達成することはむずかしい。ここに政府資金の役割が出てくる。しかし、政府投資は民間投資といわば補完的關係に立つものであり、その資金源として減税との相関を考えねばならぬ。この価値判断基準は、長期的には国民生活水準の向上であり、短期的には景気の局面に与える影響を考慮して有効需要の変化という立場から判断さるべきであろう。実際に資料を見ると、ある時期には名目国民所得と民間投資の間に正の相関があり、時として回帰線にシフトが起こっているが、財政投融资の場合よりも相関度は高い。もちろん、民間投資と財政投融资との間には、金額的に大きな差があるが、短期的にはある程度の代替関係が存在するように見える。財政投融资の内訳について、昭和33年と40年の数字を比較すると、この7年の間に地方債の伸びが非常に大きかったため、政府事業建設投資のウェイトが激減している。

次に、資金調達源泉を昭和39年の数字について見ると、郵便貯金20%、簡易保険11%で、この民間資金の伸びが財政投融资計画にとって大きな問題となる。27年以後、両者とも順調な伸びを示してきたが、国民所得に対する比率で見ると、38年になっても、10年の比率に及ばない。郵便貯金の残高を銀行預金

のそれと比較すると、その相対比率は戦前に比べて低下しているし、とくに岩戸景気以後にこの傾向が著しい。簡易保険の場合には、生命保険に比べてみると、戦前には後者の方が圧倒的に大きかったのであるが、戦後にはこれが逆転し、昭和20年代には簡易保険のウェイトの方が重くなったのである。しかし30年代に入ってから、生命保険の伸び率の方が再び高くなり、戦前の比率に逆戻りしようとする傾向がある。このように財政投融资のための資金源としての民間資金の伸びは、これと競合する預貯金の伸び率に比べて低いといわざるをえない。これは預金金利の格差にも原因があると思われるが、簡易保険の場合には、株式・電力債・金融債などの収益性の高いものに対する投資が比較的少なく、加入条件の改善の余地が少ないところにディレンマがある。これは、戦後において国家財政の占める役割が増大し、租税負担も戦前とは比較にならないほど高率になったので、この肩代りを郵便貯金・簡易保険の資金に求めたためといつてよい。財政投融资の必要性が今後において減少するとは考えがたいが、それでは根本解決策はどこにあるかといえば、政府消費の削減である。中期経済計画においても、政府消費は経済成長率とほぼ同じ割合で伸びることになっているが、食糧管理特別会計のように、もはや曲り角に来ている項目については、大幅な整理を考うべきではないか。国民1人当りの平均所得水準を考慮すれば、わが国の担税率は欧米諸国に比べてかなり高い。したがって、どこまで税収を財政投融资に振り向けうるかにも問題はあり、郵便貯金・簡易保険の fair return の問題と関連して解決すべきであろう。

#### IV 中小企業の資金需要

昭和39年の下半期から日本経済は「繁栄の中の不況」に突入した。マクロ的に見れば実質国民所得は増大し、消費者物価も堅調であるが、中小企業ばかりか、相当の規模の会社でも、倒産あるいは被合併の窮境に追いこまれている。企業格差の拡大が顕著である。

第6章「中堅企業における生産能率と資本の成長率」では、資本金5億円、従

業員2,000人以下の中堅企業をとり上げて、昭和35年から38年に至る変動状況を観察した。現代のように生産形態の変化が顕著な時代には、単純な「労働の生産性」で経営能率の変化を分析し尽くせるものではない。そこで、ファレル(M. J. Farrell)の手法を借りて総合能率の計算を行ない、次の結論を得た。

- (1) 重化学工業については、この3年間に労働集約的な生産方法から資本集約的な生産方法への転換が顕著であるが、軽工業ではそれほどでもない。
- (2) 出発点において技術能率の高かった企業は、その後の能率の上昇率が比較的低い。これは出発点における操業率が高かった故であるが、ここにファレル法の静態的性格が現われている。
- (3) 技術能率の変化に最も大きな影響を与えているのは、資本の成長率である。
- (4) 自己資本の成長率と借入金の伸びの間には、ある程度の代替関係が見られる。

以上が製造業において到達した結果である。

日本経済の成長のヒズミは、流通面にも現われてきた。生産力が不十分な社会では、生産水準の上昇が直ちに生活水準の上昇となって反映される。しかし、岩戸景気以後のように労働力不足型の経済に移行してくると問題は複雑になる。ヒズミの第一は消費者物価の騰貴となって現われた。すなわち、卸売物価が安定しているのに消費者物価の騰勢は激しい。この一つの要因として流通経費の増大があげられている。流通面といえども、労働生産性に対応する労働者1人当りの実質販売量を考えるべきであろう。一体、わが国の小売業は零細経営のものが多く、低賃金の上に立って労働集約的な経営形態をとっていた。それが労働力の流動化と賃金上昇によって、機械化による販売能率上昇の必要に迫られている。最近において信用金庫・相互銀行などの中小企業向け金融機関の設備資金貸出が多いのは、この間の事情を物語るものといえよう。第7章と第8章ではこの問題を取り扱うことにする。

第7章「第3次産業の資金需要」では、第3次産業の資金需要予測に重点をおく。今日の経済では、一方において前述のような問題を抱えていながら、他方、一部の産業では過剰生産に悩んでいる。したがって需要の伸びに関しても正確な