

(48) 前掲『調査月報』昭和47年7月号、44ページ。

(49) 日本銀行保有資料。

(50) 前掲『調査月報』昭和46年9月号、40ページ。

## (5) 金融引締めへの転換

### 昭和47年度後半の景気・物価情勢

昭和47年（1972年）年初から回復過程に入ったわが国の景気は年央ごろ以降急速な上昇傾向をたどり、経済はいっそう高いテンポの拡大を続けた。鉱工業生産（季節調整済み）の動きをみると、47年1月～6月に前期比3.2%の伸びを示したあと、7月～12月には同6.5%と大きく伸び率を高めた（また7月～12月中でも7月～9月の前3か月比プラス2.8%、10月～12月の同プラス4.9%と伸び率はしり上がりに加速）。この間、鉱工業出荷（季節調整済み）もおおむね生産を上回る増勢を続け、このため生産者製品在庫（同）はしだいに減少傾向を示すようになった。とくに乗用車、トラクター、機械・自動車部品、セメント・同二次製品などでは増産体制が後手にまわり、いわゆる意図せざる製品在庫の減少が目立った。また、生産増加に伴い原材料消費が急増したため、国産原材料についても手当てが遅れるものが出て（鉄くず、鋼材、石こう等）、同在庫率も急速な低下を示した。生産、出荷等とならんで労働力需給の面でも引締め傾向が明らかになった。一般有効求人倍率は47年1月～3月1.02倍、4月～6月1.08倍であったものが、7月～9月期1.20倍、10月～12月期1.36倍と急上昇した。常用雇用（全産業、季節調整済み）も47年前半には減少を示したが、7月～9月期以降増加に転じ、10月～12月期にはさらに伸び率が高まった<sup>(1)</sup>。

以上のような動きから経済全体の需給ギャップは急速に縮小し、昭和47年前半にみられた業種間の明暗の差などの現象はしだいに解消の方向に向かった。そればかりか、セメント、条鋼類、コンクリート・パイル等建設関連業種では供給力の不足がみられるようになった。

このような経済動向の顕著な変化をもたらした要因としては、まず第1に企業

マインドの変化が挙げられる。既述のように47年前半に経済は着実な回復過程に入っていたにもかかわらず製造業大企業を中心に企業心理が低迷を続けたのは、円切上げのデフレ効果に対する強い不安感および円再切上げ懸念などが大きな影響を及ぼしていたが、しかし、当初大幅な落込みが懸念されていた輸出が予想外に堅調な展開を示したことは、そうした企業の気迷い感をしだいに薄れさせるに至った。また企業金融の極度の緩和のなかで土地・株式などが大幅に値上がりしてインフレ利益が期待されるようになる一方、大型な昭和47年度予算の編成、第2次円対策の実施および第6次公定歩合引下げ等積極的な政策が相次いで打ち出されたことは、経済界に拡大ムードを漸次浸透させ、企業の自信回復を促進した。さらに、47年7月7日、田中新内閣が発足したが、いわゆる列島改造論をはじめとする同内閣の積極拡大姿勢は経済界の全般的な拡大ムードに大きく拍車をかけた。

第2は、こうした企業マインドの好転に伴い、実際に企業投資が上向きに転じたことである。まず在庫投資についてみると、47年前半における企業の態度は慎重で、模様眺めの段階を脱していなかったが、後半に入ると上述のような企業マインドの好転ならびに生産、出荷の増加に支えられて、各段階でいっせいに在庫の積極的積増しを図る動きがみられるようになった。こうした前向きの動きは設備投資にも現われた。これまで着実な増大を続けて景気回復に重要な役割を果たしていた非製造業の設備投資とは裏腹に、製造業の設備投資は低迷が続けていたが、春ごろからまず中小企業部門で動意がうかがわれはじめ、夏以降になるとこうした中小企業部門の設備投資が増勢を強める一方、大企業部門においても下げ止まりから徐々に反転の兆しを示すようになった。そして、秋から年明けにかけて製造業設備投資は全面的に本格的上昇過程に入った。

第3は、輸出の増勢持ち直しである。輸出数量（季節調整済み）の動きをみると、46年8月に円が暫定的フロートに移行して以後は、それまで四半期ごとに前期比6%～8%の伸びを示していたものが大勢横ばい——この間一時的には小幅の減少——に鈍化していた<sup>(2)</sup>。こうした鈍化には、それまでのリーズの反転、鉄鋼自主規制などの要因も響いていたが、円切上げの効果もかなり寄与していたもの

とみられる。ところが47年後半になると、四半期ごとに前期比5%～7%増と再び大幅な増加傾向に転じた。これは、通貨不安の再燃によりリーズの動きが強まったこともさることながら、なんといってもアメリカの景気上昇を中心とする世界経済の拡大とインフレ傾向の強まり等の海外環境の変化が円切上げ効果を大きく削減する方向に働いたという点を見逃すわけにはいかない。

こうして47年夏ごろから、企業マインドの好転・強気化が経済活動の拡大と互いに因となり果となって、景気を本格的な上昇・過熱化へと導いたのである。こうしたなかで、47年後半の貿易収支黒字幅は、一方で輸入金額が数量の増加を中心に輸入単価の上昇も加わって大幅な伸長を示したにもかかわらず、他方輸出金額も数量面の増加に加え輸出単価の引上げが順調に行われたことから輸入同様高い伸びを続けたため、季節調整済みで43億ドルと年前半とほぼ同水準で推移した（季節調整前の原計数では年前半より4割強の増大）。この結果47年の貿易収支は既往最高の黒字を記録した46年（78億ドル弱の黒字）をさらに12億ドルも上回る90億ドル弱の黒字を示現した（表1-18）。円切上げと景気の本格的回復にもかかわらず、わが国の対外不均衡は一段と拡大したわけである。ちなみに、本行調査局がその翌年に行った試算では円切上げの貿易収支黒字圧縮効果は47年を通じておよそ9億ドル程度ではなかったかと推定されている。<sup>(3)</sup>当初過大とみられていた円切上げ幅も、当時における世界的な景気上昇やインフレ傾向の強まり等を前提とすればむしろ過小であったことになる。こうしたなかで客観的に

表 1-18 輸出入の動向

		輸 出	輸 入	(参考) 貿易収支 の黒字
昭和 46 年	1月～3月	% 7.5	% 0.6	億ドル 15
	4月～6月	7.4	△ 1.2	19
	7月～9月	3.7	△ 2.2	22
	10月～12月	3.5	8.3	21
昭和 47 年	1月～3月	5.1	6.0	22
	4月～6月	0.2	△ 1.2	22
	7月～9月	8.2	12.4	22
	10月～12月	6.7	13.5	21

(注)1. 輸出・輸入は前期比増減(△)率。

2. 季節調整済み。

(出所) 日本銀行保有資料。

は円再切上げ不可避の情勢がしだいに強まっていった。多額のドル介入買いにより為替相場の維持を図っていた本行関係者の間に、もはやスミソニアン・レート  
の維持は困難であるとの感触が47年秋ごろから強まっていたことは既述のとおり

である。

一方、前年来マネー・サプライが急増するなかで、落ち着き気味に推移してきた卸売物価が47年夏以降急激な騰勢を示しはじめた（表1-19）。すなわち、前年中総じて弱含み横ばい気味に推移していた卸売物価は47年2月以降上昇傾向に転じたものの、7月までの上昇テンポは年率で2%にすぎなかった（前年同月比では5月までマイナス）が、8月を境に顕著な騰勢を示すようになり、8月～10月の3か月間で年率10%を上回る上昇、11月、12月の両月はそれぞれ年率31%の上昇と騰勢は加速し、朝鮮戦争時の昭和26年以来久しく経験したことのない物価の急騰をみるに至った。

表 1-19 昭和47年の物価動向

（単位：％）

		卸売物価 (総平均)	(参 考)		消費者物価 (全国)
			輸 出 品 卸売物価	輸 入 品 卸売物価	
昭和46年	年 中	△ 1.2	△ 2.3	△ 2.6	4.6
昭和47年	1月～3月	0.5	△ 1.9	△ 1.2	1.4
	4月～6月	0.4	1.1	0.4	1.4
	7月	0.2	0.0	△ 1.2	0.0
	8月	0.7	0.1	0.0	0.8
	9月	0.9	0.4	1.6	0.5
	10月	1.0	0.4	1.5	0.7
	11月	2.3	0.3	1.5	△ 0.4
	12月	2.3	0.4	2.6	0.8
	年 中	8.5	0.9	5.4	5.3

（注）1. 各物価の年中、四半期中および月中の騰落（△）率（年中、四半期中は各期最終月の前期最終月比）。

2. 卸売物価（総平均）は昭和40年平均基準、消費者物価は昭和45年平均基準、輸出品・輸入品卸売物価は昭和55年平均基準の各指数から算出。

（出所）日本銀行統計局『経済統計月報』、同『経済統計年報』および日本銀行調査統計局『物価指数年報』（昭和59年）昭和60年。

こうした卸売物価の急騰は、前述のような総需要の高いテンポの拡大に伴って需給ギャップが急速に縮小したことがその基本的要因であり、当初は建設関連品目の騰勢が目立つなど品目別に幾分のばらつきもみられたが、秋以降は全面的な上昇局面に入った。このほか、一部の品目については不況カルテルその他の供給

抑制措置の緩和不いし廃止が遅れたこと、円切上げによる輸入物価の引下げ効果が夏ごろには一巡し、一方海外におけるインフレーション進行のテンポがその後速まったこと、素原材料・農産物などの国際市況が高騰したこと、などの諸要因も指摘できよう。

このような事情を背景に生じた卸売物価の高騰は、これまで土地・株式その他の既存資産の値上がりによってしだいに広がりつつあったインフレ心理を一段と刺激し、資産取引をいっそう活発化するとともに、商品に対する投機的需要も急増させ、物価高騰に拍車をかけるという悪循環をたどるようになった。そして以上のような物価上昇のメカニズムを活発に作動させた基本的背景が、マネー・サプライの急増、過剰な流動性の存在であったことはいうまでもない。

一方、47年中の消費者物価の上昇率は年中平均では4.5%にとどまった（年末月の前年同月比は5.3%の上昇）。これは昭和40年代に入ってから以降では昭和42年（4.0%の上昇）に次ぐ低い上昇率であり、比較的落ち着いた動きを示したといえよう。こうした騰勢の鈍化は基本的には45年秋以降の卸売物価の沈静がタイム・ラグをもって波及したためであるが、このほか生鮮食料品価格の安定などもかなり寄与した。しかし、卸売物価が47年夏以降騰勢を強めたことに伴い、消費者物価も後述のように47年暮れ以降急速な上昇を示すに至った。

なお、本行調査局の当時の試算によれば、円切上げの物価引下げ効果は、円が暫定的フロートに移行し、実質的に切り上がってからの1年間（46年9月～47年8月）で、卸売物価の場合、実際に生じた輸入コスト低下等（製品価格への波及効果を勘案しない）切上げの直接的影響だけで1%弱、また消費者物価についても全体としての卸売物価の下落を通じて約1%、であったとされている。<sup>(4)</sup>

### 田中内閣の成立と調整インフレ論の台頭

昭和47年夏以降わが国経済が以上のように高いテンポの拡大を続けるなかで、インフレ傾向を強めるに至った重要な背景として、同年7月に成立した田中角栄内閣による積極的経済政策運営の影響を見逃すことができない。

田中首相は新内閣成立に際し政治スローガンとして「日本列島改造論」を掲げ<sup>(5)</sup>

ていたこともあって、当時の財界、マスコミはこぞって田中内閣の誕生を歓迎し、いわゆる列島改造ブームが全国を覆った。こうしたなかで対外黒字不均衡は景気拡大により是正という拡大均衡論が一段と勢いを増すことになった。ちなみに、昭和47年7月10日付の『日本経済新聞』は「経済の均衡回復は新内閣の緊急課題」と題する社説を掲げ、まず「昨年末の円切り上げに伴うアフタケアの不十分さの理由には、佐藤政権が末期にきたことによる政治の空白、政策の停滞があった。いまこそ、新政権の手で空白を埋めなければならない」と田中政権に対する期待を述べ、次いで「内外均衡回復策の展開はいまが“勝負どき”である。……その柱になるべきは、景気浮揚対策である。国内景気は確かに静かな上昇過程をたどりつつある。しかし、これで輸出圧力が減殺され輸入意欲が目立って高まるという事態にはほど遠い。……公共投資を中心とする歳出の増加と減税を盛り込んだ補正予算案作成に直ちにとりかかるべきである」と財政面からの追加的措置の実施を求めた。しかも、それに続いて「補正予算案作成に必要な財源は国債増発に求める以外になく、現行の『市中消化・建設国債』の二大原則は当然改めなければならない。……『やむを得ないから二大原則を改める』のでなく『積極的に財源をつくり出す』という新たな発想に立たねばならぬ」として赤字国債発行を示唆した。

このように政・財界をはじめとして、全般に強気、積極論が支配的な状況のもとで、政府は8月に財政投融资の第1次追加措置を決定、さらに10月には公共投資の追加を主体とした大型の一般会計補正予算案（6512億円）および財政投融资の第2次追加措置を決定するなど、財政面からの景気刺激に力を注いだ。なお、政府は、これとほぼ併行して、内外で日増しに強まる円再切上げ圧力への対応措置として、輸入拡大・輸出適正化等5項目からなる第3次円対策を10月に決定した（前掲表1-10）。

この間、以上のような拡大均衡論の強まりを背景に、これまで底流として潜在していたいわゆる調整インフレ論が急速に台頭した。すなわち、国内景気の回復がだれの目にも明らかになってきた一方、国際収支の黒字幅がますます拡大しつつある状況のもとでは、円再切上げ回避の考えを見直すか、あるいは調整インフ

レにつながることを覚悟の上で拡大政策を続けるか、そのいずれの進路を目指すか明らかにしなければならなかった。調整インフレ論自体は、以前にも下村治、高橋亀吉等拡大均衡論を説くエコノミストが言及したことがあったが、そうした議論はいずれも調整インフレといってもそれはまだ先のこと——いわば可能性の問題——としてとらえていたにすぎなかった。しかし47年夏以降になると、政策当局はいやおうなしに円再切上げか調整インフレかの選択を迫られるに至っていた。

こうした情勢のなかで、8月9日、中曽根通商産業大臣は「日本経済はいま円再切上げか、調整インフレかどちらかの選択を迫られている。私としては円再切上げは絶対回避すべきで、そのため景気を一層刺激し……」と調整インフレを強く示唆する発言を行った。<sup>(8)</sup>これに続いて、日ごろより持論の列島改造論と絡め積極的な拡大均衡論を唱えていた田中首相も、日中国交正常化に関する共同声明を発表して中国から帰国した直後の9月30日、記者会見の席上で、円の「再切り上げには、中小企業などはとても対応できぬという体制が現状であり、国内政策を行うべきだ。これまでは積極的な政策をとれば物価が上がるからいけないということで、国内政策が中途半端だった。……国内政策をやらぬまま、いろいろな問題を他動的に受けることになっても困る」<sup>(9)</sup>と、調整インフレ論に近い趣旨の発言を行った。

一方、財界でも、調整インフレやむなし、として政府に同調する動きがかなり目立った。<sup>(10)</sup>また、経済学者のなかには、大幅賃上げを軸に調整インフレを進め、福祉向上、国際収支の均衡を一挙に実現すべきである、とむしろ積極的に調整インフレの効用を見直そうという主張もみられた。<sup>(11)</sup>

このように調整インフレ論は急速にそのすそ野を広げ始めた。もとより調整インフレ論がこの時点で世の大勢を占めるに至ったというわけではない。拡大均衡論の立場に立つ人びとでも、いまだ円再切上げか調整インフレかの二者択一を迫られている段階ではない、という認識がかなり多かった。<sup>(12)</sup>また、調整インフレ論とは反対にそろそろ拡大均衡の考え方を見直し、円レートの調整を考えるべきであるとする考え方も現われていた。<sup>(13)</sup>しかし、こうした主張は田中政権の登場によ

り世の中全般が強気化するなかではかき消されがちであった。そして、年末に編成された48年度予算案は47年度にもまして大型化が図られるなど、政府主導の積極拡大策が続行されていたのである。

### 昭和47年夏以降における本行の政策運営スタンス

以上のような諸情勢のなかで本行は、47年夏から年末にかけて金融緩和政策から引締め政策の方向へ政策運営方針をしだいに修正するに至るが、その転換のテンポは遅かった。

公定歩合引下げ後間もない47年7月の時点における経済情勢判断として本行は、景気は着実な上昇過程に入っており、このまま推移すれば47年度の実質経済成長率は9%~10%にまで高まるものと予測するとともに、そうした高いテンポの経済拡大のもとでも貿易収支は前年度とほぼ同じ程度的大幅の黒字を続けるものと判断していた。そして政府が秋に入り需要拡大策として財政面から追加措置を講ずると、年度内の貿易収支にはその効果はほとんど現われない反面、経済界に対してはインフレ心理を助長するおそれがあると考えていた。

前述のように当時都市銀行をはじめ市中金融機関の貸出が顕著な増加傾向をたどる一方、企業による土地買いあさりの動きが一段と強まって地価が著しい騰勢を示し、また株価も大幅な値上がりを示すといった情勢を眺め、佐々木本行総裁は7月19日の定例記者会見の席上で、ポジション指導を通じて融資の健全化を図るとの考え方を述べるとともに、「銀行の貸出による流動性の増加にどう対処するかが問題」であり、景気の回復による内外均衡の達成を重要な政策課題とする現状のもとでは、量的に引き締めることは適当でないが、「これ以上さらにゆるめるようなことはしない」と述べ、金融政策の運営につきそれまでの積極緩和方針を修正する意向を明らかにした。そして、実際に本行窓口において行き過ぎとみられる都市銀行に対し貸出の抑制方を要望した。さらに10月~12月には都市銀行全般に対し貸出抑制についての要請を強め、貸出増加額の前年比伸び率の半減をめどに内面指導を行った。しかし、金融緩和基調の維持を金融政策の基本としているなかで、このような量的抑制を求めるやり方に対しては、市中金融機関の



反発も強く、秋口ごろ以降銀行の融資態度に若干見直しの動きがみられたものの、結局あまり実効はあがらず、銀行貸出は激しい増勢を続けた。都市銀行の貸出残高の前年比増加率は実勢で6月末の25.3%から9月末には27.2%へと上昇し、12月末も27.1%と高水準を続けた。都市銀行のほか長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、相互銀行、信用金庫を加えた計数でみても、前年比増加率は6月末23.9%、9月末25.1%、12月末26.2%とほぼ同じような動きとなり、マネー・サプライ(M<sub>2</sub> 平均残高)の前年比増加率は4月～6月の26.1%から10月～12月には27.6%へと加速した。<sup>(15)</sup>

なおこの間本行は銀行の株式取得を抑制するため、7月～9月期以降市場経由の株式購入につき各行ごとに枠を設定し(すでに4月～6月においても当初の計画内におさめるよう指導)、また企業の時価発行増資に対する金融機関の応募についても、12月以降その応募シェアが増資直前の株式保有シェアを上回らないよう指導した。

こうした銀行貸出の激増のなかで前述のように卸売物価は8月以降騰勢を強めた。本行はしだいに警戒姿勢を強め、10月に入ると経済金融情勢は本行がなんらかの形で具体的に引締め姿勢を明示すべき段階を迎えたと判断するようになった。そして佐々木総裁は10月4日の定例記者会見の席上で、対外均衡を達成することは重要な課題であるが、そのために物価上昇を招くようなことは避けるべきであり、「景気上昇が明らかとなつた現段階では、〔財政面からの〕追加的需要喚起措置については出来る限り慎重にやつてほしい」旨述べるとともに、金融政策については中立的運営方針を続けることをとりあえず強調した。<sup>(16)</sup>

しかし当時政府は既述のように日本列島改造構想に示されるような積極経済政策を推進しようとしていたのみならず、円再切上げ絶対回避の方針をとっており(この点について田中首相は、その後11月9日の参議院予算委員会において、円切上げ回避のためあらゆる努力を払うが、それが避けられなかった場合は「相当な政治責任が生ずる」と考える、旨を言明)<sup>(17)</sup>、財政面からの支出拡大を警戒する上記佐々木総裁の発言に対しても、政府与党筋からたちまち強い反発が生ずるといふ状況にあった。<sup>(18)</sup>

金融政策の転換をめぐる環境がこのように厳しかったのに加え、本行自身も物価の先行きにつき警戒の念を抱きながらも、その上昇幅が後に実際に生じたほどの大幅なものになろうとまでは予測していなかったこともあり、政策転換の具体的措置として公定歩合引上げのような強い、明確な引締め方針を打ち出すことをちゅうちょし、準備預金準備率の引上げについて大蔵省との間で内々意見調整を始めた。しかし政府は翌48年度予算を超大型なものにする心積もりであった関係から、預金準備率の引上げについても意見調整は難航した。そうしたなかで11月13日に衆議院が解散され、1か月以上の政治的空白を生じたが、大蔵省側は新内閣が軌道に乗り、予算案が編成されるまでは、政策転換と受け取られるような措置をとることはいっさい困るという態度であったため、本行はやむをえないと考え、事態の推移を見送ることにした。

### 引締め政策への転換

10月下旬に開かれた本行本支店事務協議会では各地から景況がいっせいに明るくなったことが報告され、注目されていたが、11月に入ると卸売物価が上旬以降予想外に急騰して年率で3割を上回る上昇（前月比プラス2.3%）を示すとともに12月も同じような騰勢が続くものと見込まれるに至った。こうしたなかで佐々木総裁は12月13日の定例記者会見の席上、物価動向にかんがみ今後の金融政策の運営については「警戒的中立」の姿勢で臨む旨言明<sup>(19)</sup>して、政局の展開を見守った。12月下旬、第2次田中内閣が成立し、佐々木総裁と愛知蔵相の会談を経て、ようやく準備預金準備率の引上げにつき政府の同意を得たが、政府の側における予算案編成日程との関係もあり、本行が政策委員会において引上げを正式に決定したのは翌年1月9日のことであった。

準備預金準備率の変更内容は表1-20のとおりであり、法定準備額算定の場合の起算日に合わせて1月16日から実施された。

準備預金準備率引上げ決定に際し、次のような政策委員会議長談が発表された。<sup>(20)</sup>

最近、景気の上昇はしだいに速まってきているが、この間卸売物価がかなりの騰貴を

# 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

示しているほか、地価、株価の高騰も目だっている。

こうした情勢にかんがみ、その背後にある流動性過剰の状態を是正し、あわせて景気の過熱を未然に防止するため、日本銀行は預金準備率を別紙〔省略〕のとおり引き上げ、大蔵大臣の認可を得て、きたる1月16日から実施することとした。

金融界におかれては今回の措置の趣旨を理解され、節度ある資金運用態度を堅持されるよう期待する。

当時政府は依然積極財政方針をとっていたので、本行としては引締め政策への転換を意図しながらも、政策委員会議長談においては準備率引き上げの目的につき上記のように、単に「流動性過剰の状態を是正」するためとのみ述べられ、総需要の抑制を目指すという趣旨は打ち出されず、また景気の過熱を「未然に」防止するという表現が用いられた。

こうしてともかくも、準備預金準備率の引き上げを旗印に、本行はそれまで2年余りにわたって続けてきた金融緩和政策に終止符を打ったが、この引締め移行に

表 1-20 準備預金準備率（昭和48年1月16日実施）

				準備率
預金（外貨預金および非居住者自由円預金を除く）の残高についての準備率	銀行・長期信用銀行・外国為替銀行	預金残高 1兆円超	定期性預金 その他の預金	1.0 % (0.5 %引き上げ) 2.0 % (0.5 %引き上げ)
		預金残高1000億円超、1兆円以下	定期性預金 その他の預金	0.75% (0.25%引き上げ) 1.75% (0.25%引き上げ)
		預金残高 1000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25% (据置き) 1.0 % (0.25%引き上げ)
	相互銀行・信用金庫	預金残高 1000億円超	定期性預金 その他の預金	0.25% (据置き) 1.0 % (0.25%引き上げ)
		預金残高 200 億円超、1000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25% (据置き) 1.0 % (0.25%引き上げ)
	農林中央金庫		定期性預金 その他の預金	0.25% (据置き) 1.0 % (0.25%引き上げ)
債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率				0.25% (新 設)
金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率				0.25% (新 設)
非居住者自由円債務の増加額についての準備率				50% (基準期間不変) 準備率据置き)

(注) 銀行・長期信用銀行・外国為替銀行の預金残高区分変更。

については、遅くとも前年10月ごろまでには公定歩合を引き上げるべきであったとの見地から、タイミングが遅きに失したこと、公定歩合の引上げを伴わない中途半端なものであったこと、などの批判が後に少なからず生じている。<sup>(21)</sup>

前記の準備預金準備率引上げ措置には目新しい点が二つあった。一つは銀行につき1兆円超の預金区分を新たに設け、とくにそのランクについて重点的に準備率の引上げを行ったことである。金融機関相互間の収益力格差が大きく、規模の大小にかかわらず同一の準備率を適用することには無理があったため、これまでも銀行については預金量1000億円超、200億円超1000億円以下、200億円以下の3ランクに区分して準備率を適用してきたが、時の経過とともに1000億円超の銀行が全体の8割余を占める状況となり、これらをすべて一律に扱うことは収益力格差の実情からみて不適當になってきたので、今次の準備率引上げを機に1兆円超のランクを新設する一方、200億円の上下による区分を廃止し、最低のランクを1000億円以下としたものである。また1兆円超ランクの重点的準備率引上げについては、前々年来の輸出前受金等リース資金の歩留まり先がほとんど都市銀行であったという事情も勘案された。

今一つは、金融債ならびに信託元本について新たに準備率を設定したことである。金融債、信託元本は昭和46年末の金融制度調査会の答申で準備預金制度の対象に取り入れることが適當とされ、これを受けてすでに述べたように47年春に「準備預金制度に関する法律」および同施行令がともに改正されていたが、これまでの金融緩和の過程では発動の機会がなく、今回の政策転換を機にこれらについて準備率設定に踏み切ったものである。

また、本行内部の検討過程では、新たに対象債務増加額を基準とする準備率を設定することも考えられた。しかし、増加額基準の準備率は金融機関の信用供与に対し限界的にしか響かないので、信用供与の抑制に実効をあげようとすれば、準備率の水準を相当高くすることが必要になるが、その場合は時がたつにつれ所要準備の累積が急速に拡大するため、金融引締め収束のめどをつけたうえでないと踏み切りにくい。こうした事情から、今回のように、じわじわとしたかたちでの引締めを行う場合には増加額基準の準備率設定は不適當と考えられ、見送られ

ることになった。

本行は1月9日に準備率引上げを決定したあと、全国銀行協会連合会会長をはじめ各業態別金融機関の代表を招き、佐々木総裁から今次の措置に対する金融界の一般的な協力を要請するとともに、今後の金融機関の投融资態度について注意を喚起し、とくに、①過剰流動性の発生は金融機関貸出の著増が大きく影響しているので、企業が金融機関借入金を「返させてもらえない」といったことのないよう自粛すること、②土地担保貸出に対する安易な積極的態度を改めること、③取引先のうち株式投機に相当手を染めているような企業への融資には慎重を期するとともに金融機関みずからも株式取得を自粛すること、などの要望を行った。<sup>(22)</sup>

これと相前後して、本行は都市銀行の貸出増加額につき窓口における指導を強めた。準備預金準備率の引上げによってともかくも政策転換が公式に表明されたから、これまでの内々の指導とは異なり、窓口での指導は当然強化されたが、その内容は各行との話し合いをベースとする点で、従来の本格的ないわゆる窓口規制よりは緩やかなものであった。本行の指導による48年1月～3月の都市銀行の貸出増加額（計画）は、前年同期比伸び率でみると13%弱と前年10月～12月の25%に比べ半分に圧縮されたが、すでに大幅な増加を示していた前年同期をさらに上回るという点では、それほど強い引締めとはいえなかった。

なお、本行は窓口指導の一環として10大商社に対する貸出増加額の指導を行った。一方政府も47年11月と48年1月の2度にわたり金融機関に通ちょうを發し土地取得関連融資の抑制を要請したが、これら一連の選択的規制は商品価格の急騰<sup>(23)</sup>や地価、株価の高騰の背景として商社、不動産業者等による投機的行為がみられたため、こうした行動を資金面から抑制することをねらったものであった。

この間、本行は本行買取手形（手形売買市場からの買入手形、その担保手形ならびに金融機関に対する割引手形）について、手形支払人別にみて買取残高がとくに大口の企業を対象に買取限度を設けることにし、1月24日から実施した。これは中央銀行の資産の在り方として、買取手形が特定企業を支払人とするものに偏るのを防ぐ趣旨に基づくものであったが、これにより間接的に市中金融機関の融資が特定企業に偏り流動性が偏在しがちとなる傾向を多少なりとも是正すると

いうねらいもこめられていた。

### フロート移行と引締め体制の本格化

上述のように昭和48年初頭金融政策は引締めに移ったが、政府が経済運営につき依然積極方針を続け、一方金融引締めの度合いも緩やかなものとどまっていたから、経済界の強気・拡大ムードは変化せず、経済活動はいっそう活発化した。1月～3月の鉱工業生産・出荷（季節調整済み）の前期比は年率で2割を上回る増勢を示し、実質国民総支出も年率で約19%もの高いテンポの拡大を示した。こうしたなかで需給は逼迫し、インフレ・マインドは高まり、物価は騰勢を一段と強め、景気は過熱の様相を濃くした。卸売物価は国際原料品市況高騰の影響も加わってこの期間中年率で21%を上回る高騰を示し（卸売物価指数の基準年次の改定により、1月から新指数に切り替えられたが、そ及した新指数によれば前年10月～12月の上昇率は年率16%であった）、また消費者物価（全国）も1月～3月中年率18%を上回る上昇を示した。

上記のような経済の顕著な拡大を需要面から支えた中心はこれまでの相次ぐ多額の予算の補正や財政投融资の追加などにより規模の拡大した財政支出であったが、このほか動意を示した民間設備・在庫投資、ブーム化した住宅投資、根強い増勢を持続した個人消費など国内需要は軒並み顕著な増加を示した。この間、48年度予算案が著しく大型化されたことも企業・家計の経済活動を一段と強気化させる方向に働いた。

社会資本の整備、社会保障の充実などによる国民福祉の向上を柱として編成された昭和48年度予算案は1月に固まったが、一般会計の規模が前年度当初予算比プラス24.6%、財政投融资の伸びは実に同プラス28.3%に達するなど、景気立て直しを目的に大型化が図られた46年度、47年度予算の伸びをさらに上回る超大型予算案であった。<sup>(24)</sup>48年度中におけるインフレーションの激しい進展に伴い、事後的には実質財政支出の規模は前年度とほぼ同水準にとどまったが、当初この予算の性格が著しく景気刺激型のものであったことは明らかである。経済界は総じてこの福祉型大型予算案を歓迎し、またジャーナリズムやエコノミストの間でこれを

評価する論調も見受けられた。<sup>(25)</sup>たとえば『日本経済新聞』は昭和48年1月16日付社説で「景気上昇下にもかかわらず、財政の資源配分機能を重視し、積極性を盛り込んだ予算案をつくったことは、やむを得ない、という以上に当然である。……財政主導・福祉優先経済に大きく一步進めた意欲は評価したい」と述べている。

景気が過熱の様相を示すなかで以上のように政府が超大型予算案を編成し、またこれを評価する論調がみられた背景に、当時円再切上げ不安がますます強まっていたという事情のあったことはいまでもない。<sup>(26)</sup>しかしこのころになると、さすがに前年秋以来のインフレ傾向の強まりを問題とする意見が各方面で見受けられるようになった。福祉向上と国際収支黒字幅縮小のため大型財政が必要であるとする主張のなかにも、インフレーションを懸念し、これについては金融引締めで対処すべきであるというポリシー・ミックス論がかなり見受けられ、他方、この予算の性格を円切上げを避けるための調整インフレ予算であるとし、それは国民の福祉にとってむしろマイナスであるから、この際国際収支の調整には円の切上げによって対処すべきであるとの主張もみられた。<sup>(27)</sup><sup>(28)</sup>

前述のような物価の顕著な騰勢、景気の過熱化を眺め、2月に入ると本行はこの際どうしても公定歩合を引き上げ、本格的な金融引締めを実施すべきであるとの考えを固めた。佐々木総裁は2月早々国会で今後の「金融政策は引き締めの方向で進んでいくことに相なるものと考えており」と発言した。<sup>(29)</sup>しかし、大型・積極予算案を組んだばかりの政府は、この段階での公定歩合引上げは時期尚早であるとしたうえ、国会での予算案審議中の公定歩合変更については予算案組替えに追い込まれる可能性があるので絶対反対との強い意向を示し、本行と政府・大蔵省との折衝は難航した。<sup>(30)</sup>

こうしたなかで既述のようにわが国はアメリカならびに西欧主要国から円の再切上げを強く要請され、やむをえず昭和48年2月14日、単独で円のフロートに踏み切った。この措置は当初は暫定的性格のものであったが、3月に入りヨーロッパ諸国とともに全面的なフロート体制へ移行した。このフロート制移行は基本的にはこれまでの円切上げアレルギー問題に終止符を打ち、経済安定政策の遂行に

対する大きな制約を除去したもので、金融政策の運営にとり重要な意義をもつものであった。

もっともさしあたりは、フロート制移行が事実上円再切上げを意味する以上、そのデフレ効果を懸念し当面の措置として新たな景気対策を要望する声<sup>(31)</sup>が経済界、評論家の間に強まったことも事実であった。また、田中首相は2月20日国会において、政府としてはフロートに移行する事態に至ったことは遺憾であるので、その責任を痛感し、対策に万全を期するつもりであり、とくに中小企業対策等については予算の補正を含む所要の措置を強力に講じる所存である旨その見解<sup>(32)</sup>を表明した。こうした情勢を映じ有力紙のなかには「日銀、追加引締めを見送る」<sup>(33)</sup>といった推測記事を掲げるところも現われ、また証券界などでも金融がなし崩し的に緩和されるのではないかと<sup>(34)</sup>の期待が強まるという事態も見受けられた。

しかし本行は、経済界におけるインフレ心理の根強さにかんがみ、またフロート移行後経済界に格別の動揺も生じなかったことから、これまでの引締め強化の方針を変更するつもりはなかった。ただ、前述のように、国会での予算案審議中は公定歩合の引上げは困るという大蔵省の反対が非常に強かったので、公定歩合引上げまでのつなぎとして準備預金準備率の再引上げにつき内々大蔵省との意見調整を行っていたところ、当時政府の側でも、たまたま商品相場の高騰が政治問題化し、その対策として準備預金準備率の引上げ論が生じたこともあり<sup>(35)</sup>、本行は3月2日臨時政策委員会において準備預金準備率の引上げを決定した（3月16日以降実施）。

今次の準備率引上げの趣旨は、前回引上げ時のように単に過剰流動性の吸収ということではなく、一般的な引締め強化措置として総需要に影響を及ぼすことをねらいとしているという点で前回引上げ時より一歩踏み込んだものであり、準備率引上げ決定に際し発表された政策委員会議長談では以下のとおり「総需要を適切に調整」という文言が入れられ、そのかわり前回用いられた「流動性過剰」うんぬんは削除された。もっとも前述のような経緯から「総需要の抑制」という文言の使用は避けられた。

最近の経済は一段と活況を呈し、諸物価は依然高騰を続けるほか、企業投資も増勢を



# 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

強めている。先般、わが国は変動相場制に移行し、それによりある程度の影響が予想されるものの、当面このような警戒すべき動きには大きな変化が生ずる兆候はみられない。

こうした情勢にかんがみ、日本銀行は、金融機関貸出をいっそう抑制し、総需要を適切に調整するため、……預金準備率をさらに引き上げることを適当と認め、大蔵大臣の認可を得て、きたる3月16日から実施に移すこととした。

今回の準備率引上げは、表1-21のとおり預金残高区分上1000億円超の銀行に限って実施し（0.25%～1%引上げ）、それ以下の地方銀行および相互銀行・信用金庫等中小金融機関などについては据え置くことにしたが、これは主としてこれから金融機関の取引先がほとんど中小企業であり、時節柄輸出関連中小企業金融に対する配慮を求める声が強いことを考慮したものであった。しかし、こうした措置がとられたことにより預金残高1000億円超の相互銀行・信用金庫と同規模の地方銀行等との間でやや不公平な感じが生じたことも否めず、このため、佐々木総裁は相互銀行・信用金庫の協会会長を招き、今次措置の趣旨を説明するとともに慎重な融資態度を要請、業務上競合する地方銀行との関係に格別留意するよう要

表 1-21 準備預金準備率（昭和48年3月16日実施）

				準 備 率	
預金（外貨預金および非居住者自由円預金を除く）の残高についての準備率	銀行・長期信用銀行・外国為替銀行	預金残高 1兆円超	定期性預金 その他の預金	1.5 %（0.5 %引上げ） 3.0 %（1.0 %引上げ）	
		預金残高1000億円超、1兆円以下	定期性預金 その他の預金	1.0 %（0.25%引上げ） 2.0 %（0.25%引上げ）	
		預金残高 1000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25%（据 置 き） 1.0 %（据 置 き）	
	相互銀行・信用金庫	預金残高 1000億円超	定期性預金 その他の預金	0.25%（据 置 き） 1.0 %（据 置 き）	
		預金残高200億円超、1000億円以下	定期性預金 その他の預金	0.25%（据 置 き） 1.0 %（据 置 き）	
	農林中央金庫		定期性預金 その他の預金	0.25%（据 置 き） 1.0 %（据 置 き）	
	債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率				0.5 %（0.25%引上げ）
金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率				0.5 %（0.25%引上げ）	
非居住者自由円債務の増加額についての準備率				50 %（据 置 き）	

望した。

こうして本行は国会における予算案審議の進展を待っていたが、3月13日に予算案は衆議院を通過し、4月11日には自然成立という運びになった。一方この間、世論の動向にも変化が生じた。2月半ばの円のフロート移行後、まずマスコミが金融引締めに関向きの論調を掲げた。たとえば昭和48年2月20日付『朝日新聞』は社説で「金融引締めはもともと黒字減らしには逆行しかねない政策である。実質再切上げがおこなわれたいまはじめて、インフレ対策としての金融引締めの前提条件が整ったともいえよう。政府、日銀はそのことを認識し、引締めを継続するのが筋道」と主張した。さらに3月19日付『毎日新聞』は「公定歩合・預金金利を上げよ」と題する社説を掲げ、明確に金融引締め強化の必要性を説いた。経済界でも、以前からインフレ防止を主張していた経済同友会はもとより、それまで大型予算を主張し公定歩合引上げには消極的な態度をとり続けてきた経済団体連合会も、3月下旬初めにはインフレ対策上公定歩合引上げはやむをえないとの態度に変わった。<sup>(37)</sup>

また政府も、田中首相が3月16日の国会においてこれまでの拡大政策に行き過ぎがあったことを認め、政策転換が必要であるとの発言を行った。すなわち、第1次の円切上げ以降中小・零細企業などへの悪影響を憂慮するあまり、多少の物価上昇はやむをえないとして、財政・金融両面で著しい緩和政策をとってきたが、日本経済は切上げに耐えうる体質を予想以上にもっており、景気は非常なスピードで浮揚してきた。現在最大の問題である物価抑制のためには、金融引締めと財政支出の調整により需要の抑制を図っていきたいと述べた。<sup>(38)</sup>このような変化には、当時、木材、糸等の商品相場高騰や大手商社などによる米の買占め等に関連し、物価騰貴、インフレ心理の高まりがしだいに重要な政治問題となりつつあったこと、円のフロート移行、その後のフロート・アップにより貿易収支黒字圧縮策としての拡大均衡論が従来ほど大きな意味や強い力をもたなくなったこと、といった事情が大きく響いていた。

上述のように公定歩合引上げの機は熟し、本行はインフレ問題の深刻さにかんがみ極力早期に公定歩合を引き上げたいと考えたが、既述のように国際通貨危機

## 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

の再発により東京市場を含め先進諸国の為替市場が3月初めから2週間以上閉鎖されていたので、そうした不安定な期間中は政策変更に向けて具体的に動き出すことは不適当と判断し、為替市場再開（19日）後の情勢も踏まえたうえで、下旬に入り公定歩合引上げにつき大蔵省との本格的な事務折衝に取りかかった。大蔵省側は引上げの時期につきなお予算の完全成立時にこだわっていたが、本行は早期の引上げを主張し、若干の曲折を経て結局、3月31日（土曜日）午後の臨時政策委員会において本行は年0.75%の引上げを決定し（商業手形割引歩合年4.25%→5%）、4月2日から実施した。なお公定歩合引上げを検討する過程で準備預金準備率引上げを併用してはどうかとの考えもあったが、第2次引上げに伴う準備預金積み増しがいまだ一巡していなかった時期でもあり、あまりに矢継ぎ早に引上げを行うのは適当でないという判断から今回は見送ることにした。

本行は公定歩合の引上げにあたり、政策委員会議長談に以下のとおり「総需要の抑制を図る」という文言を入れ、インフレ問題に対処するため本格的金融引締め<sup>(39)</sup>に踏み切ったことを明らかにした。

わが国経済は再度にわたる預金準備率の引上げ、為替市場における円相場上昇のうちにおいて、依然として速い拡大を続け、諸物価の騰勢もなお改まっていない。

かかる状況にかんがみ日本銀行は、この際金融引締めを一段と強化し、総需要の抑制を図ることを適当と認め、公定歩合を0.75%引上げ、4月2日から実施することとした。

金融界におかれては本措置の趣旨にかんがみ、一段と融資抑制に努められ、また産業界におかれてはいっそう慎重な経営態度を堅持されるよう要望する。

これと相前後し本行は4月～6月の窓口指導を強化した。具体的には都市銀行、長期信用銀行、信託銀行の貸出増加額につき、本行が業態ごとに総枠を設定（都市銀行の場合前年同期増加額比16%減）し、これを各行別に配分して各行の貸出がこのなかに収まるよう強力に指導するとともに、地方銀行、相互銀行および大手信用金庫についても緩やかながら規制を始めた。

こうして本行は本格的な金融引締め体制をようやく整えたが、物価の先行きについては大型財政、賃上げ圧力、海外インフレ等、金融政策では直接手の届かな

い諸要因が深く絡んでおり、引締め政策の前途には厳しいものがあった。佐々木総裁は公定歩合引上げ後の記者会見で今後とも金融面でできるだけことはやっていくが、金融政策だけでは万全を期し難いので、政府に対して財政面でも予算の執行にあたっては景気、物価の動向に十分配慮するよう要請した旨述べた。<sup>(40)</sup> 一方政府も、すでに田中首相が示唆していたように昭和48年度予算について、成立直後の4月12日に公共事業の繰延べ方針を決定（5月初め具体的に昭和48年度上期公共事業等の契約見込み率を59.6%に抑制することを閣議決定<sup>(41)</sup>）し、財政、金融両面から総需要の抑制、物価の安定が図られることになった。

本行はその後夏までの間に公定歩合を矢継ぎ早に3度引き上げ、引締めを強化した。すなわち次のとおり5月および7月にそれぞれ0.5%、8月に1%の各引上げを実施し、商業手形割引歩合は7%と昭和37年秋以降の最高水準に達した。

決定日	実施日	引上げ幅	商業手形割引歩合
5月29日	5月30日	年0.5%	年5.5%
6月30日	7月2日	年0.5%	年6.0%
8月28日	8月29日	年1.0%	年7.0%

準備預金準備率についても、5月と8月の公定歩合引上げの際同時に引上げを決定し、それぞれ6月16日および9月1日から実施した。なお3月の準備率引上げ時には、地方銀行の一部および中小企業金融機関などについて準備率を据え置いたが、今回はこうした措置はとらなかった。準備率の引上げ幅は表1-22のとおりである。

こうした引締め措置の強化に即応して窓口指導も7月～9月期には一段と強化した（都市銀行の貸出増加額は当初前年同期比24%減としたが、期中にこれを34%減へとさらに圧縮した）。そして8月の公定歩合引上げに際しては企業に対する信用供与のみならず、消費者信用（住宅ローンを除く）についても極力抑制する方針を打ち出すとともに、以下の政策委員会議長談<sup>(42)</sup>にみられるとおり「金融引締めの徹底を図」ろうとする決意を表明した。

年初来の金融引締め措置の影響はしだいに現われつつあるが、まだ十分な効果を挙げ  
るに至っておらず、総需要は根強い拡大を続け、物価の騰勢も依然著しい。

表 1-22 準備預金準備率

			準備率		
			昭和48年 6 月16日実施	昭和48年 9 月 1 日実施	
預金（外貨預金および 非居住者自由円預金を 除く）の残高について の準備率	銀行・長期信用銀行・ 外国為替銀行	預金残高 1 兆円超	定期性預金 1.75% (0.25%引上げ) その他の預金 3.25% (0.25%引上げ)	2.0 % (0.25%引上げ) 3.75% (0.5 %引上げ)	
		預金残高1000億円超、 1 兆円以下	定期性預金 1.0 % (据置き) その他の預金 2.25% (0.25%引上げ)	1.0 % (据置き) 2.5 % (0.25%引上げ)	
		預金残高1000億円以下	定期性預金 0.25% (据置き) その他の預金 1.25% (0.25%引上げ)	0.25% (据置き) 1.5 % (0.25%引上げ)	
	相互銀行・信用金庫	預金残高1000億円超	定期性預金 0.25% (据置き) その他の預金 1.25% (0.25%引上げ)	0.25% (据置き) 1.5 % (0.25%引上げ)	
		預金残高 200 億円超、 1000億円以下	定期性預金 0.25% (据置き) その他の預金 1.25% (0.25%引上げ)	0.25% (据置き) 1.5 % (0.25%引上げ)	
	農 林 中 央 金 庫	定期性預金 0.25% (据置き) その他の預金 1.25% (0.25%引上げ)	0.25% (据置き) 1.5 % (0.25%引上げ)		
		定期性預金 0.25% (据置き) その他の預金 1.25% (0.25%引上げ)	0.25% (据置き) 1.5 % (0.25%引上げ)		
	債券の残高についての長期信用銀行および外国為替銀行の準備率			0.75% (0.25%引上げ)	1.0 % (0.25%引上げ)
	金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率			0.75% (0.25%引上げ)	1.0 % (0.25%引上げ)
	非居住者自由円債務の増加額についての準備率			50 % (据置き)	50 % (据置き)

このような状況にかんがみ日本銀行は、この際金融引締め徹底を図るため、公定歩合を8月29日から1.0%引き上げるとともに、預金準備率を引き上げることとした。各界におかれては今回の措置の趣旨を十分理解され、所期の目的達成に協力されるよう強く要請する。

一方、政府も6月末に物価対策閣僚会議を開き、公共事業の上期契約見込み率につき5月に決定した59.6%をさらに1割削減することにし、7月初めに55.8%まで引下げを決定する一方、消費者米価、国鉄運賃を据え置く等を骨子とする物価安定策を決定した（7月上旬閣議了承）が、さらに8月末に物価対策閣僚会議において財政執行の繰延べなどを含む物価安定緊急対策を決定した（9月上旬に1兆円強の繰延べを決定<sup>(43)</sup>）。

以上のように48年春以降金融引締め政策は矢継ぎ早に急激に強化され、財政運営面においてもこれに対応する措置が相次いでとられた。しかしそれにもかかわらず、後述するように、引締め効果はなかなか浸透しなかった。すでに述べたように前年夏には国内の流動性はすでに高水準に達していたので、その後公定歩合の引上げによる本格的な金融引締めの開始が半年以上遅れたことは、その間流動性過剰の状態を一段と激化し、インフレ・マインドを著しく根強いものにさせ、本格的引締め政策がスタートした48年春の時点では、事態は短期間には收拾しがたいほど悪化していたからである。そして経済活動に対する抑制効果がいまだほとんど現われず、わずかに企業金融面に引締め効果浸透の兆しうかがわれはじめた同年秋、第1次石油危機が生じ、事態は狂乱物価の発生へとつながった。

昭和47年6月の公定歩合の不適切な引下げ、さらにその後公定歩合の引上げが半年以上も遅れたもろもろの事情についてはすでに詳しく述べてきたが、こうした金融政策の運営が激しいインフレーション進展の重要な要因となったことについてのがい体験と厳しい反省が、やがて昭和50年代における本行の政策運営、なかんずく54年以降の引締め政策の展開に大きな影響を及ぼしたことは後述のとおりである。

なお、48年7月に2年もの定期預金の新設された。3月末の公定歩合第1次引上げ後、翌4月に市中預金金利は1年もの定期預金につき0.5%の引上げ（引上

げ後年5.75%)など、全面的な引上げが行われ、前年6月の公定歩合引下げ時以前<sup>(44)</sup>の水準に戻ったが、5月の公定歩合引上げ時にはさしあたり預金金利は据え置かれた。引き続き激しい物価上昇のなかで預金者の側からの預金金利引上げの要望が強まったが、一方これとも絡んで、国民の安定的貯蓄の増進という見地からの中期預金創設の主張がかねてから生じていた。中期預金創設の具体化は金融機関業態間の利害の対立から難航していたが、6月に入り郵便貯金金利引上げの動きが加わるという新しい事態のなかで、金融当局は事態の急速な収拾に努め、その結果6月末に2年もの定期預金の新設(6.5%)と1年および1年6か月もの定期預金利子の0.25%引上げ(1年もの6%)<sup>(45)</sup>が決定されたものである。その後市中預貯金金利は10月にほぼ全面的に0.25%の引上げが実施された。<sup>(46)</sup>

- (1) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」80ページ。
- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 前掲「昭和47年の金融経済の動向」104ページ。
- (4) 同上、93～96ページを参照。
- (5) 「日本列島改造論」とは、田中首相が政権につく過程でブレーンを動員して自らの構想をとりまとめた一種の政策スローガンで、日本の過密・過疎問題に焦点をあて、その解決のために工業の全国的な再配置と知識集約化、全国新幹線と高速自動車道の建設、情報通信網の整備などを通じて都市と農村、表日本と裏日本の格差解消を図る、といったことなどを内容とするものであった(田中角栄『日本列島改造論』日刊工業新聞社、昭和47年、を参照)。
- (6) 前掲『調査月報』昭和47年9月号、59ページを参照。
- (7) 上掲『調査月報』昭和47年11月号、35ページを参照。
- (8) 昭和47年8月10日付『毎日新聞』。この発言は、その後中曽根調整インフレ論として各方面で注目を浴びたが、同月15日、経済団体連合会会長など財界首脳との懇談会の席上で同相はこの問題につき再び発言し、「かりに若干卸売物価が上がっても米国のインフレの現状を考えれば、それほど問題はないだろう。私の調整インフレ賛成論は円再切上げが調整インフレのうちどちらかを選べといわれれば、調整インフレをとるしかない、ということだ」と述べている(昭和47年8月16日付同紙)。
- (9) 昭和47年10月1日付『日本経済新聞』。
- (10) たとえば、永野重雄日本商工会議所会頭の発言(昭和47年8月11日付『毎日新聞』)。
- (11) 高須賀義博「調整インフレを見直せ」(『エコノミスト』第50巻第40号、昭和47年9月19日)16～29ページを参照。

## 第6章 変動相場制下の金融政策

- (12) たとえば、宮崎勇・加瀬正一・伊木誠座談会「円再切上げか、調整インフレか——二者択一は余りに問題を単純化——」（上掲『エコノミスト』第50巻第40号）30～41ページを参照。
- (13) この時点における円切上げ論としては、たとえば篠原三代平「日本経済の循環局面はどうなるか」（『エコノミスト』第50巻第38号、昭和47年9月5日）54～55ページ、西山千明「アメリカの国際通貨戦略と日本」（『週刊東洋経済』臨時増刊、第3693号、昭和47年10月3日）54ページ、内田忠夫「最近の円論議に思う」（同）66～67ページなどがある。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 日本銀行保有資料。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) 『第七十回国会参議院予算委員会会議録』第2号、昭和47年11月9日、9ページ。
- (18) 前掲『体験的金融政策論』37ページ、68～69ページ。
- (19) 日本銀行保有資料。昭和47年12月14日付『日本経済新聞』を参照。
- (20) 前掲『調査月報』昭和48年1月号、1ページ。
- (21) たとえば、前掲『体験的金融政策論』68ページ、前掲「昭和四十八、九年インフレーションの原因」32ページ、呉文二『日本の金融界』東洋経済新報社、昭和56年、135～136ページなど。
- (22) 日本銀行保有資料。
- (23) 銀行局金融年報編集委員会編『第22回銀行局金融年報』昭和48年版、金融財政事情研究会、昭和48年、9～11ページを参照。
- (24) 昭和48年度予算編成方針（昭和48年1月6日閣議決定）は、財政運営の基本姿勢を「わが国経済の国内均衡と対外均衡の調和を図りつつ、長期的視野のもとに国民福祉の充実に努めること」におき、そのため財政規模は「積極的に国民福祉向上の要請にこたえうる」ものとしている（前掲『図説日本の財政』昭和48年度版、昭和48年、398～399ページ）。
- (25) この大型予算を評価する意見のなかには、当時の日本経済の状況は需要超過による「インフレ」ではなく、したがって今後わが国経済を正常な均衡状態に戻すため、政府は思い切った拡大政策をとるべきであり、48年度予算案も控えめすぎる、という極端な意見もあった（下村治「物価高騰は均衡回復下での一現象」『週刊東洋経済』第3711号、昭和48年1月6日、23～26ページ）。
- (26) たとえば、愛知蔵相は「福祉、円、物価の、ジレンマならぬ“トリレンマ”を解くのにふさわしい予算案にする」と語っている（昭和48年1月1日付『朝日新聞』）。また当時大蔵省主計局次長にあった長岡実も後に「福祉中心の予算が短期的には輸出の内需転換等により国際収支を均衡させ、長期的にも産業構造、経済構造を民間設備投資・輸出中心型から国民福祉中心型に転換することによって、国際収支の均衡にも財政面から寄与するものと考えられた」と述べている（長岡実『素顔の日本財政』金融財政事情研究会、昭和56年、



## 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

18ページ)。

- (27) たとえば福祉優先の大型予算を評価した前記昭和48年1月16日付『日本経済新聞』社説「予算政府案の決定と今後の経済運営」は、「財政膨張につれてインフレ防止対策の緊急必要性が一層強まったことも確かである」として「公定歩合引き上げを含む次の対策を早急に打ち出すよう強く求める」と主張している。また48年1月18日、経済同友会首脳は自由民主党三役との定例会合で「政府、自民党は今年一年はインフレ鎮静のため断固たる態度でのぞんで欲しい」と注文したうえで公定歩合引上げの必要性に言及した(昭和48年1月19日付『毎日新聞』)。
- (28) たとえば、大内力「インフレ予算を告発する」(『エコノミスト』第51巻第4号、昭和48年1月30日)14～20ページ、則武保夫「調整インフレの性格強める」(同)21～25ページ。
- (29) 昭和48年2月2日衆議院予算委員会における日本社会党中沢茂一議員の質問に答えたもの(『第七十一回国会衆議院予算委員会議録』第4号、昭和48年2月2日、10ページ)。
- (30) 日本銀行保有資料。また本行創立百周年に際し、NHKテレビが昭和57年10月4日にNHK特集「ドキュメント日本銀行——インフレとの苦闘100年——」を放映したが、そのなかで、昭和48年2月当時大蔵省主計局長であった相沢英之がこのときの経緯について証言し、従来から予算案審議中の公定歩合変更は絶対のタブーであり、「日銀にまあまあとしたいとどまるようお願いした」といった趣旨のことを述べている。
- (31) たとえば昭和48年2月14日付『日本経済新聞』社説「レート調整だけでは片付かぬ問題」および財界の反応に関する記事を参照。
- (32) 『第七十一回国会衆議院予算委員会議録』第13号、昭和48年2月20日、2ページ。
- (33) 昭和48年2月16日付『日本経済新聞』。
- (34) 日本銀行保有資料。
- (35) 昭和48年2月23日、小坂善太郎経済企画庁長官は閣議で商品相場への過当投機に触れ「根本的な問題は過剰流動性であり、これを吸収することが必要だ。そのためにはなるべく早急に預金準備率の引上げを行なうべきだ」と発言し、閣議もこれを了承した。なお、同長官は閣議後の記者会見で「預金準備率の引上げは大蔵省から日銀に話がいらっていると思う。日銀は二月は財政が揚げ超なので、三月に入ってから考えるとの態度のようだが、今日の閣議了承で来月早々にも準備率引上げが行なわれるのではないかと語った(昭和48年2月23日付『毎日新聞』)。
- (36) 前掲『調査月報』昭和48年3月号、1ページ。
- (37) 昭和48年3月23日付『日本経済新聞』、同日付『朝日新聞』。
- (38) 『第七十一回国会参議院予算委員会議録』第4号、昭和48年3月16日、25～26ページ。
- (39) 前掲『調査月報』昭和48年4月号、1ページ。
- (40) 日本銀行保有資料。なお、こうした政府に対する要請は、本行公定歩合引上げ趣旨説明

文「公定歩合の引上げについて」(上掲『調査月報』昭和48年4月号、1～2ページ)において明確に述べられている。

- (41) 財政調査会編『国の予算』昭和49年度、同友書房、昭和49年、10ページ。
- (42) 前掲『調査月報』昭和48年9月号、1ページ。
- (43) 前掲『国の予算』昭和49年度、11～13ページを参照。
- (44) 前掲『調査月報』昭和48年5月号、42ページを参照。
- (45) 上掲『調査月報』昭和48年7月号、42～43ページを参照。
- (46) 上掲『調査月報』昭和48年10月号、33～34ページを参照。

## (6) 第1次石油危機と金融政策

### 石油危機に至るまでの国内経済情勢の推移

金融引締めの方次ぐ強化に伴い昭和48年(1973年)の国内金融情勢は以下のとおりタイト化の方向をたどった。まず短期金融市場では、景気の過熱を映じ銀行券が秋口まで高い増勢を続けたほか、外国為替資金の対民間収支も国際収支が逆調に転じたことを背景に大幅引揚げ超過となったため、全体として多額の資金不足(48年1月～9月2兆1800億円、前年同期1兆100億円)を記録した。こうしたなかで、4次に及ぶ準備預金準備率の引上げに伴う所要準備増大(約1兆円)の影響も加わって、金融機関の資金ポジションは都市銀行をはじめとして各業態とも軒並み悪化した。

この間短期金融市場金利は、コール・手形売買レートともすでに47年末ごろよりしだいに強含みに転じていたが、48年4月以降公定歩合の方次ぐ引上げなど引締め政策の本格化とともに、両金利の騰勢は急ピッチとなった。その結果、石油危機発生直前の9月ごろにおいてコール・レート(無条件もの)はピークで9.0%と昭和37年以来の高水準に達し、また手形レート(ピーク)も9.25%とボトム時(47年7月)との対比で4ポイント以上の上げ幅を記録した。

こうした金融機関の資金ポジションの悪化、短期金融市場金利の上昇、本行による窓口指導の強化のなかで、金融機関貸出の増勢は鈍化した。都市銀行の貸出残高の前年比伸び率は実勢ベースで47年末の27%から48年3月末25%、6月末22<sup>(1)</sup>

# 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

％、9月末18％へと逡減しているが、とくに7月～9月期に大幅に低下し、全国銀行に相互銀行・信用金庫を加えた貸出残高合計でみても、前年比伸び率は47年末の26％から48年9月末の21％へと鈍化した。

以上のような金融機関貸出の抑制に伴い、マネー・サプライの増勢は48年年央以降顕著に鈍化した。マネー・サプライ（M<sub>2</sub> 平均残高）の前年同期比伸び率は47年10月～12月の27％台から48年1月～3月、4月～6月の両期とも26％台とさほど変化を示さなかったが、7月～9月には21％台へとかなり低下した（季節調整済みの前期比伸び率では7月～9月にはそれまでの年率23％台から12％台へとほぼ半減<sup>(2)</sup>）。こうしたなかで、企業の手元流動性も低下傾向に転じたが、なにぶん前々年から前年にかけて異常な高水準にまで上昇していただけに、依然企業の手元はかなり大きなゆとりを残していた。ちなみに、企業の手元流動性の動きを、現預金に短期運用有価証券を加えたものの対借入金比率の推移（表1-23）でみると、引締め開始以降に低下しているものの、昭和40年代における前2回の引締め過程と対比してみると、48年秋の水準は前2回の引締め開始期、あるいはそれ以前の2四半期（金融緩和期）のいずれの水準よりもなおかなり高い状況

表 1-23 金融引締め開始前後における主要企業の手元流動性比率

（単位：％）

		2期前	1期前	引締め 開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
製 造 業	今 回	32.7	34.3	35.8	35.9	35.8	34.4	33.1
	前 回	28.8	29.0	29.1	29.1	28.8	28.6	28.7
	前々回	n. a.	30.1	30.2	30.5	29.1	29.2	* 28.9
非製造業	今 回	31.5	32.5	32.7	30.3	27.6	25.6	23.2
	前 回	23.2	22.9	22.4	21.6	22.3	22.0	22.4
	前々回	n. a.	23.9	24.2	24.0	23.8	23.6	* 23.4
う ち 商 社	今 回	35.7	37.2	35.8	32.5	28.4	26.2	23.3
	前 回	24.1	23.8	22.4	22.4	22.3	21.5	21.6
	前々回	n. a.	27.2	27.4	28.1	27.3	26.7	* 25.7

(注)1. 手元流動性（＝現預金残高＋短期運用有価証券残高）の対借入金残高比率（季節調整済み）。

2. 引締め開始期は今回昭和48年1月～3月期、前回44年7月～9月期、前々回42年7月～9月期。

3. 1期は四半期。

4. \*は引締め解除期を示す。

(出所) 日本銀行調査局「昭和48年の金融経済の動向」（前掲『調査月報』増刊、昭和49年6月）25ページ。

にあった（なお、借入金との対比でみるのは、当時わが国の企業が取引先銀行との円滑な取引関係を維持するため、借入金の一定割合を預金として残しておこうとする傾向があることを考慮したもの）。今次の引締め過程において企業の手元が本格的に詰まってくるのは結局翌49年に入ってから、とくに5月、6月の決算資金流出期を迎えてからであった。

一方、経済実体面では需給関係は一段と逼迫、物価も騰勢を増すなど、引締めの影響がほとんど及ばないまま、石油危機を迎えることになった。すなわち、既述のように48年2月以降円のフロート制移行により為替相場が大幅に円高化（3月の月中平均相場は1月に比べ12%上昇）したなかで企業マインドには抑制的な影響は現われず、1月～3月の経済活動は顕著な拡大を示したが、その後公定歩合の第1次引上げに伴い一時商品市況が軟化するなどの変化もみられたものの、春以降も総じて需要は高いテンポの増勢を続け、景気はむしろ過熱化の度合いを強めた。そしてこのころから需要の著しい伸びに供給面の対応が遅れるようになり、一部原料品の入手難、設備面でのあい路等いわゆる供給制約現象が目立ち始めた。このため4月～6月期には実質国民総支出の増勢が大幅に鈍化するなかで（前期比1.0%増、季節調整済み、以下同じ）物価のみ激しい騰勢が続くという現象がみられた。

7月～9月に入ると、供給面の制約は格段に高まった。すなわち、電力や工業用水の不足、化学工業における相次ぐ工場事故など一時的な制約要因が加わったほか、当時すう勢的な強まりを示していた公害問題による操業難や人手不足も激化して、いわゆる物不足現象が顕在化した。需要圧力は、設備投資、個人消費などを中心に強まったが、他方製造業の製品・原材料在庫段階で意図せざる在庫減少が生じたり、公共投資、民間住宅投資が資材不足の影響で進ちょくが遅れるなどの事態が見受けられ、物価の騰勢がいっそう強まるなかで（表1-24）実質国民総支出は小幅ながら前期の水準を下回った（0.1%減）。8月時点調査の本行「企業短期経済観測」などによると当時の企業マインドは一段と強硬化していたが、こうした企業の好況感は数量の伸びを伴わない典型的な価格景気ともいえるべき状況を反映したものであった。

卸売物価は48年4月から5月にかけて、第1次公定歩合引上げ、国際原料品市況の反落（羊毛、綿花、木材等）などの影響からその騰勢が若干鈍化したものの、それは一時的な現象にとどまり、年央以降騰勢は再び激化した（前年同月上昇率は3月に11%と二けたになった後、9月には18.7%に達した）。こうした騰勢

の激化は、①需要拡大圧力が一般的に強まるなかで供給面の制約が表面化し、需給関係が一段と逼迫したこと、②これとともに、いわゆる物不足現象の強まりを背景に物価先高観が一段と高まり、仮需要が台頭したこと、③国際原料品市況が再び急反騰したこと、等を反映したものであった。

このような卸売物価の高騰に対応し、消費者物価も47年末ごろから上昇に転じ、48年中終始著しい騰勢を続けた。その結果、48年の年間上昇率は19.1%、年平均上昇率でも11.7%と全国ベースの消費者物価統計開始（昭和38年）以来の最高を記録した。

消費者物価急騰の要因としては、もとより卸売物価高騰の波及が第1に挙げられるが、これと並んで個人消費支出の増大による需給関係の引締まりも大きく寄与した。48年の可処分所得は、春闘による大幅ベース・アップ、景気上昇に伴う時間外手当の増加、企業収益の好調を映じたボーナス支給額の増大やインフレ手当の支給などを背景に大幅な伸びを示した。こうした名目所得の増加に加えて47年末ごろから48年夏ごろにかけて貴金属、宝石、美術品等のインフレ・ヘッジ的換物買いが盛行したほか、衣料品の買い急ぎなども生じ、消費需要には異常な動きが目立った。この間、乗用車、土地家屋の購入も活発であった。こうした個人消費支出の増大が消費者物価を需要面から押し上げる要因となったのである（ただ、事後的にみると、消費者物価の高騰が名目消費支出の伸びをかなり減殺したため、実質ベースの消費は結果的にはそれほど大きな伸びを示さなかった）。この

表 1-24 昭和48年～49年の物価動向

(単位：%)

		卸売物価 (総平均)	消費者物価 (全国)
昭和48年	1月～3月	5.1	4.4
	4月～6月	2.7	3.9
	7月～9月	6.0	4.6
	10月～12月	12.7	5.1
昭和49年	1月～3月	10.3	8.7

(注) 物価の期中上昇率（各期末月比較）。昭和45年平均基準の各指数から算出。

(出所) 前掲『経済統計年報』。

ほか、48年における天候不順などを背景とした農産物価格の上昇、小売業など流通業界における便乗値上げの動き活発化、サービス業などにおける賃金コストの上昇といった諸要因も消費者物価高騰にかなりの影響を及ぼした。

なお、こうした物価の上昇と相互に関連しながら賃金の上昇率が加速化してきたことが注目される。たとえば、労働省調べの春闘賃上げ率の推移<sup>(3)</sup>をみると、経済の高度成長持続のもとで昭和30年代半ば以降40年代初めごろまで、10%を中心に上下ほぼ2%程度の範囲内の高い伸びを続けた後、44年以降は15%を上回る一段と高い伸びを示すようになっていたが、48年春の賃上げ率はついに20%の大台に達し、賃金・物価の悪循環の傾向が極めて顕著となった。そして、さらに同年中ならびに翌年初めにかけての物価の異常な高騰を背景に、後述のように49年春闘の賃上げ率は32%台という異常な高水準に達したのである。

この間、国際収支の動向をみると、貿易収支の黒字幅は急速に縮小した。すなわち、47年中各四半期とも21億～22億ドルに達していた貿易収支の黒字（季節調整済み）は48年に入り期を追って減少し、7月～9月には4億ドルにまで縮小した。この結果、同期の経常収支は赤字に転じ、国際収支の基調は大きく変化した。貿易収支黒字幅のこうした大幅縮小は、国内景気の上昇に伴う輸入数量の急増に加え、繊維原料（羊毛、綿花等）、食料品（小麦、大豆、とうもろこし）、木材などの国際原料品市況の高騰による交易条件悪化、ならびに円フロート・アップによる輸出競争力の低下、国内での供給面の制約による輸出玉不足などの要因によるものであった（ちなみに、48年7月～9月の輸出入を前年同期と対比すると、輸出量1.2%増、輸入量28.9%増、輸出価格9.1%上昇、輸入価格13.4%上昇）。

以上のような金融経済情勢のなかで昭和48年秋に突如第1次石油危機が発生したのである。

### 第1次石油危機の発生

いわゆる石油危機は1973年（昭和48年）の第4次中東戦争勃発（10月6日）を契機として始まった。もともと、原油価格は、アメリカをはじめとする主要先進

国におけるインフレーションの進展ならびにドル切下げなどによる原油輸出代金の目減り傾向の強まりや国際的な需給関係の変化などを背景に、ここ数年強含みの推移をたどり、とくに1973年に入ってからはいりじり上げ足を速めていたが、OPEC（石油輸出国機構）加盟国のうちペルシア湾岸6か国は中東戦争勃発直後の10月16日に突如として原油公示価格を1バーレル3.01ドルから5.12ドル（代表的品種のアラビアン・ライト、以下同じ）へ70%即刻引き上げる旨発表した（第1次値上げ）。次いで翌17日 OAPEC（アラブ石油輸出国機構）は緊急会議を開き、イスラエルが占領地から撤退するまで、アメリカをはじめイスラエル支持国に対する供給を抑制するため、9月の生産量を基準に10月から毎月5%ずつ生産を削減することを決定した。<sup>(4)</sup> アラブ産油国は中東戦争をアラブ側に有利に導くため、量、価格の両面で石油を武器として利用することに踏み出したわけである。OAPEC 諸国の石油生産量は1972年末で全世界のおよそ32%を占め、さらにその輸出量は世界全体の55%にも達していた<sup>(5)</sup>だけに、この決定は世界を驚がく・震かさせた。このあと OAPEC 諸国は10月20日以降相次いでイスラエル支援国（アメリカ、オランダ）に対し石油輸出を全面的に停止する決定を行った。

11月に入ると事態はさらに深刻化した。11月4日 OAPEC 諸国は11月の石油生産量を9月実績比25%削減し、さらに12月には5%の追加削減を行う旨発表した。これに基づいてアラブ地域で石油生産を行っている日本のアラビア石油、アブダビ石油の両社に対してもそれぞれ関係国政府から生産の25%削減が通告された。この間、わが国に石油を供給しているメジャーも OAPEC による生産削減措置に対応し、国内各石油会社に対し供給削減を通告して<sup>(6)</sup>きた。

11月11日に中東戦争は停戦協定が結ばれ、これにより中東の政治情勢は当面小康を得る見通しになった。これに伴いアラブ産油国は、原油輸出に関する戦略を、それまでの生産制限・禁輸等供給量に対する直接規制的なものから、価格に原油需給を反映させることにより石油資源の長期温存を図る方向へ移行させることにして、まずペルシア湾岸6か国は12月23日に原油公示価格をそれまでの5.12ドルから11.65ドルへと一挙に2倍以上に引き上げ1974年1月から実施する（第2次値上げ）旨発表し、続いて25日、OAPEC は原油供給削減措置の緩和を決定

した。こうして直接的な物不足に脅かされた石油危機の第1段階は峠を越したが、10月半ばから12月下旬までのわずか2か月余りの間に原油公示価格が3.87倍に値上げされたことは、石油消費国の交易条件を短期間に極端に悪化させ、1974年以降世界的規模のスタグフレーションを生み出すものになった。

この石油危機はエネルギー資源の大半を輸入に依存するわが国経済にとりわけ大きな動揺と混乱を生ぜしめた。とくに11月上旬に OAPEC が25%減産の決定を発表したところから国内は物情騒然となるに至った。すなわち、石油輸入量の削減によりわが国の経済活動は先行きかなりの圧縮を余儀なくされると考えられたから、企業は石油関連の原材料・燃料をはじめ各種物資の入手に狂奔したほか、個人も消費物資の買い急ぎに走り、需給関係は極端に逼迫した。その象徴的な事例の一つとして11月には各地でトイレットペーパー、洗剤、砂糖などの買いだめ騒ぎが発生した。さらに12月、ささいな流言飛語がもとになって、格別経営不安が生じていたわけでもなかった愛知県所在の信用金庫に対し預金取付け騒ぎが発生した。<sup>(7)</sup>幸い、この取付け騒ぎは本行などの適切な対応により大事には至らなかったが、これら一連の事件は当時の人心がいかに動揺していたかを如実に示すものであった。至るところで、買占め、売り惜しみ（当時「物隠し」とも呼ばれた）、便乗値上げが発生し、商品市況は全面高となった。こうした異常な雰囲気の中、物価は卸売物価、消費者物価とも11月ごろから急騰し、翌年2月まで

表 1-25 石油危機当時の物価上昇率  
(単位：%)

昭和 年・月	卸売物価		消費者物価	
	前月比	前年比	前月比	前年比
48.10	2.0	20.3	0.4	14.2
11	3.2	22.3	1.0	15.9
12	7.1	29.0	3.6	19.1
49. 1	5.5	34.0	4.4	23.1
2	3.9	37.0	3.4	26.3
3	0.7	35.4	0.7	24.0

(注) 卸売物価は昭和45年平均を基準とする総平均指数、消費者物価は同年平均基準の全国総合指数による。

(出所) 前掲『経済統計年報』。

の3、4か月の間朝鮮戦争時以来の暴騰を演じた(表1-25)。まさに「狂乱物価」<sup>(8)</sup>そのものであった。

こうした情勢に対処して、政府は11月16日に石油緊急対策要綱を決定し、石油・電力などのエネルギーの使用節減を図るための国民運動の展開および行政指導の実施、経済安定確保のための緊急立法<sup>(9)</sup>などの方針を定めた。また政府は、さきに昭和48年7月6日法律第48号「生活



関連物資の買占め及び売惜しみに対する緊急措置に関する法律」を公布施行し、同月および9月に同法適用品目として大豆・木材・灯油などを指定していたが、11月に入り2回にわたって適用対象を拡大、トイレットペーパー、印刷用紙、揮発油、重・軽油等を追加した。さらに、12月22日にはいわゆる石油2法（法律第121号「国民生活安定緊急措置法」、法律第122号「石油需給適正化法」）を公布施行し、これに基づき一部生活関連物資等の標準価格の設定や緊急在庫調査等を実施した。また年明け以降鋼材、合成樹脂、塗料、紙、自動車タイヤ、砂糖、食用油等基礎資材、食料品等の値下げ指導（行政指導）など個別物資対策が打ち出された。<sup>(10)</sup>

この間、前述のように12月下旬 OAPEC が原油供給削減措置を緩和し、同時にわが国を友好国として扱い、石油については必要量を供給する、との発表を行ったが、一方わが国石油精製メーカー、商社等による産油国直接取引原油（DD原油）およびスポット買いの増加などにより、11月以降のわが国への原油入着量も予想外に多いことが判明し、ひところの絶対量の不足という危機感は後退した。

石油危機の発生が48年11月ごろからの物価暴騰の要因になったことはすでに述べたとおりであるが、ここで原油価格の第1次、および第2次大幅引上げによって卸売物価がどの程度影響を受けたかについて簡単に振り返っておこう。本行調査局が当時産業連関表を用いて試算したところによれば、第1次引上げの場合1.8%、第2次引上げの場合5.5%、両者合わせて7.3%程度卸売物価を押し上げる要因として働いた<sup>(11)</sup>（表1-26）。この試算は、原油価格引上げがコスト面から各段階へ連続的に、かつまた便乗値上げなどで増幅されることなく波及するものと仮定しての計算であるが、原油価格引上げによる純粹のコスト・プッシュ効果は意外に小さかったことが分かる。

もっとも、石油危機との関連では、原油価格引上げ以外にも二、三のコスト・プッシュ要因があったことを見逃してはならない。一つは減産によるコスト・アップである。48年末になると供給削減措置の緩和、対日友好国扱い措置の発表等により原油の量的制約は一応大幅に緩和したが、それでもなお事態は流動的で石

油、電力の使用規制も続いていたため、企業は減産継続を余儀なくされたからである。いま一つはこの間原油以外の輸入素原材料価格（外貨建て）が上昇した一方、円のフロート・ダウンにより円建て輸入価格も上昇し、両者相まって卸売物価を押し上げたことが指摘される。これらの要因は卸売物価に対し合わせて4.1%程度の押し上げ要因となったと試算されるので、上述の原油価格引上げの影響にこれを加えると、コスト・プッシュ要因は全体としておよそ11%程度ということになる。

これに対し現実の卸売物価上昇率は48年10月下旬以降49年3月までで22%と、上記コスト・プッシュ要因による上昇分（約11%）のおおむね2倍に達した。このコスト・プッシュ要因で説明しきれない物価上昇のかなりの部分は、売惜しみ・買占めなどによる需給逼迫化を背景とする、実際のコスト・アップとは関係のない先取り値上げや便乗値上げ、およびその波及効果であったと考えられる。

もとより以上の試算は産業連関表による理論値という制約を伴ってはいるが、達観してみれば、石油危機発生後の物価暴騰に対し、企業の買占め・売惜しみ・便乗値上げ、ならびに消費者の買い急ぎなどの行動が及ぼした影響は極めて大きかったといえよう。そしてこうした企業や消費者のビヘイビアは単に石油危機の発生に刺激されて突如生じたものではない。長年にわたる経済の高度成長のなかで徐々に経済各面ではぐくまれていたインフレ心理が、既述のような昭和46年以降の政策運営の過程で広くかつ深く根を下ろし、これが石油ショックに触発されて一挙に燃え上がったとみるべきであろう。46年から47年にかけて形成された過剰流動性が土地、株式等既存資産の購入に向けられ、それにより現実に地価、株価が急騰したことがインフレ心理を刺激したが、さらに47年夏ごろから卸売物価がかなりの上昇傾向に転ずるなかで、折からの政府の積極政策と相まって、全般的物価先高感がしだいにまん延・定着することになり、同年末ごろ以降翌年秋までの卸売物価急騰の過程では、産業界はいわば価格上昇に慣れ、売手側企業は供給の積極的増加を避けて値上りを期待する行動をとり、買手側に立つ企業もこれを半ば当然視する傾向を強める一方、消費者は先行き値上りを懸念してしばしば（衣料品等の）買い急ぎに走っていたことはすでに述べたとおりである。

表 1-26 原油価格引上げ等の卸売物価への影響

卸売物価上昇要因	基 準 (A)		比 較 (B)		上 昇 率 $\frac{B}{A}$	卸売物価 上昇への 寄与度 %
	時 期	計 数	時 期	計 数		
原油価格引上げ うち 第1次 第2次	昭和 48年9月	ドル/バーレル 3.305	昭和 49年2月	ドル/バーレル 9.901	+199.6	7.3
	48年9月	3.305	48年10月下旬	4.567	+38.2	1.8
	48年10月下旬	4.567	49年2月	9.901	+116.8	5.5
原油以外の輸入原材 料価格の上昇	48年9月	—	49年2月	—	+9.5	1.5
減産に伴うコスト・ アップ	48年11月	—	49年1月	—	—	1.0
円 相 場 下 落	48年9月	円/ドル 265.50	49年2月	円/ドル 291.24	+9.7	1.6
合 計						11.4

(注)1. 産業連関表による推計。

2. 原油価格は CIF、ドル建て、日本銀行調査局推計。

3. 原油以外の輸入原材料価格の上昇はドル建てによる。

4. 減産に伴うコスト・アップは、業界別の減産率を通商産業省の生産指数から推定し、減産前の純利益額を確保する（売上げが減っても利益は不変）ために必要な価格引上げ率を算出し、その波及効果を産業連関表により推計したものの。

(出所) 前掲「昭和48年の金融経済の動向」75ページ。

なお、こうしたインフレ心理の強まりは海外のインフレーションによっても強く拍車をかけられた。すなわち、47年～48年前半にかけて、アメリカをはじめ主要先進国はわが国も含め戦後まれにみる急速かつ同時的な景気上昇を示したが、そうしたなかで各国の物価は47年中上昇傾向をたどり、48年に入ってから是一段と騰勢を加速し、次のような点でわが国経済に大きな影響を及ぼした。<sup>(12)</sup>

まず第1に、主要国経済の急速な同時的拡大は、国際的原材料に対する需要の激増を通じ、関連市況の急騰を招いたが、原材料供給の大半を輸入に依存するわが国はその影響をまともに被った。原材料コストが大きく上昇したことはいうまでもないが、さらに、石油問題発生以前から一部商品（木材等）については資源供給の壁に突き当たって原料手当てが困難化し、国内における物不足の一因となった。なお、47年～48年における国際原材料に対する需要の急増および原料品市況急騰の背景には、国際通貨体制の動揺に伴う国際的規模での換物心理が大きく影響していた面があることも見逃せない。第2に、世界的好景気は国内における企業の寡占的ビヘイビアを可能にした。今回の景気上昇過程でみられたような企業の供給制限的ビヘイビアは本来輸入の増大によりその維持が困難となるべき性質のものであるが、世界的な景気上昇のなかで国内での急速な需要増大に応じ得るほどの輸入増加は困難となったからである。第3に、世界的インフレーションの進行が国内でも国際原料品を中心とする原材料について先高観を定着させ、企業の根強い原材料手当てに結びついたことである。

こうして、国内諸物価の一般的急騰と世界的インフレーション進行を背景にインフレ心理が著しく強まりかつ広範化したところへ石油危機が発生したため、一般的な先行き供給不安が高まるなかで、インフレ心理が極端に増幅され、パニック現象が生じたのである。

以上のように昭和47年以降に生じたわが国物価の急騰には海外情勢が少なからぬかわりを有していた。しかし、後述するように、昭和54年以降の第2次石油危機時における国内物価の上昇と比較する場合には、昭和48年秋の第1次石油危機発生後の時期についても、また前年以降石油危機発生までの時期についても、いわゆるホーム・メード・インフレーションの性格が顕著であったことが指摘さ

れよう。

### 金融引締め強化

以上のようなインフレ心理の異常な高まり、物価の暴騰に対処して本行は、政府の諸施策と対応し金融面からも一段と引締めを強化し、インフレ心理の沈静化と総需要の抑制を図るため、12月下旬公定歩合の大幅引上げを中心とする引締め再強化措置を実施した。

ただ、この措置がとられるまでに石油危機発生後2か月以上のタイム・ラグを生じたが、その背後には次のような諸事情があった。すなわち、前述のように石油危機発生時までは金融引締めの効果は経済実体面にはいまだほとんど現われていなかったが、そうしたなかで秋口に入り一時的ながら一部の商品市況が軟化し、また供給面の制約も夏場に比べ幾分緩和するなど、経済動向に変化の兆しとも受け取られうるような現象がわずかながらもみられていたこと、他方、手取り早い引締め強化の手段としては市中貸出に対する窓口指導のいっそうの強化という方法が考えられるが、本行はすでに10月～12月の都市銀行貸出増加額について前年同期比41%減と7月～9月よりも一段と規制をきびしくしているのに加え、前述のように当時総体としては企業金融になおかなり大きなゆとりが残されていたとはいえ、業種・企業によって事情は著しく区々であったから、各銀行の貸出増加額につき、原則としてそうした取引先の個別事情は配慮せず、横並びに画一的な比率での削減を要請する方式の窓口指導を、これ以上強化することは困難であると考えられたこと、などの諸点がまず指摘されよう。

さらに見逃しえない重要な点として、エネルギー・原材料の供給面での大幅制約により先行きの経済活動が全般的に圧縮されざるをえないというような事態は、敗戦直後の混乱時以来久しく経験しなかったことであったから、経済情勢の今後の変動についての具体的展望や、それに対応して各種経済・財政・金融政策手段をどのように選択すべきかについて、当初本行の判断に戸惑いがあったことも否定できない。

しかし、前述のように事態が急速に混乱の度合いを深めるのに伴い、本行は11

月下旬から12月初めにかけ、この際できるだけ大幅の公定歩合引上げおよび預金金利の引上げが必要であるとの考えを固めるに至り、公定歩合2%、預金金利1%引上げの線で大蔵省と具体的な意見調整に入った。大蔵省内ではこのような大幅の金利引上げに対しては、これに伴う財政負担大幅増などの見地から反対の意見もみられたが、前月下旬の内閣改造で新たに就任した福田蔵相をはじめ政府首脳は基本的に引締め強化、貯蓄の優遇に前向きな態度であったことから、本行の主張に近い線で意見調整がまとまり、12月21日、本行は臨時政策委員会において公定歩合の2%引上げ（商業手形割引歩合、年7%→9%、22日実施）と準備預金準備率の一部引上げ（銀行、長期信用銀行、外国為替銀行についてのみ、預金規模1000億円超1兆円以下の先は定期性預金、その他の預金とも0.25%、同1兆円超の先は定期性預金0.25%、その他の預金0.5%の各引上げ、昭和49年1月1日実施）を決定した。

この決定に際し次のような政策委員会議長談<sup>(13)</sup>が発表された。

最近の経済情勢は、石油問題の発生を機に物価が著しく騰勢を強めるなど、憂慮すべき状態にある。

こうした事態に対処し、日本銀行はこの際財政の緊縮方針など政府の施策とあいまって金融引締めをさらに一段と強化するため、公定歩合を明12月22日から2.0%引き上げるとともに、預金準備率を別紙〔省略〕のとおり改訂することとした。

各界におかれては、現在わが国経済がきわめて困難な情勢に直面していることを十分認識され、節度をもって行動されるよう、とくに要望する。

商業手形割引歩合9%という水準は明治19年以降初めてのことであり（ただし明治時代の他所割引歩合、個人に対する当所割引歩合および本支店の公定歩合が統一されるまでの北海道・西部など一部支店の割引歩合を除く）、また公定歩合が一挙に2%も引き上げられたことはいまだかつてなかった。このように公定歩合を異例の大幅で変更し、かつ高水準に引き上げたねらいは、本行の強い姿勢を明確に打ち出すことによって経済各部門に心理的衝撃を与えるとともに、できる限り金利機能を活用し、金利面からも価格上昇期待に基づく投機的な動きを抑制し、かつ総需要のいっそうの抑制を通じて異常な物価高に対処しようとする点に

あった。また、適用先は限られたものの準備預金準備率を引き上げたのも、できるだけ各種の金融政策手段を動員することが異常事態に対処する強い姿勢の表明につながると考えたためである。なお、本行は窓口指導についても引き続き厳しい線で運営することとし、公定歩合・準備預金準備率の引上げ決定と同日、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行各行に対し49年1月～3月の窓口指導枠（たとえば都市銀行の場合、総額8700億円、増加額前年比35%減）を通知した。

公定歩合の大幅引上げに伴い、「臨時金利調整法」に基づく金融機関の貸出金利最高限度が年明け早々の昭和49年1月4日に2%引き上げられ（引上げ後、貸付・手形割引11.5%<sup>(14)</sup>）、これとともに市中貸出自主規制金利も同日、同幅引き上げられた<sup>(15)</sup>（引上げ後、銀行の貸出標準金利9.25%）。また、預貯金金利についても、「臨時金利調整法」に基づく最高限度と日本銀行ガイドラインの最高限度の引上げが<sup>(17)</sup>1月14日から実施されたが、その際1年もの定期預金金利は1%引き上げられたものの、2年ものの引上げ幅については国債の発行条件引上げを<sup>(18)</sup>できるだけ小幅にとどめたいとする大蔵省側の要望との関係から0.75%にとどまり、その結果金利体系上のバランスを保つため1年半もの銀行定期預金は廃止された。

この間、政府は48年12月に、48年度予算の執行につき8月に次いで再度繰延べ措置を決定した。<sup>(19)</sup>それとともに49年度予算について、一般会計、財政投融资計画の伸びをそれぞれ前年度当初予算比プラス19.7%、同14.4%といずれも47、48年度の伸びに比べかなり圧縮した。<sup>(20)</sup>とくに一般会計の公共事業関係費は前年度当初予算比ほぼ横ばいにとどめられた。48年度中にすでに生じていた大幅物価上昇を勘案すると、これはかなり緊縮的色彩の濃い予算であったといえよう。なお48年度予算について執行繰延べなどの措置がとられた結果、公共事業関係費（補正予算後ベース）の1割強が未契約のまま49年度へ繰り越された。<sup>(21)</sup>

以上のような金融引締め再強化の影響はまず短期金融市場に現われた。すなわち、市場は12月以降一段と窮迫度を増し、逼迫のピーク時（49年3月下旬）には、コール・レート（無条件もの）、手形売買レートは12.50%～12.75%、現先市場の金利に至っては瞬間的に19%台という記録的な高水準に達した。こうした短期金融市場金利の上昇は窓口指導と相まって、その後における銀行貸出およびマネ

ー・サプライの増勢の顕著な鈍化に大きく寄与した。マネー・サプライ（ $M_2$  平均残高）の前年比増加率の推移をみると、48年7月～9月の21.7%から10月～12月には17.2%、49年1月～3月には14.3%、4月～6月には11.4%へと急速に低下した。前述のように昭和48年中は総体としての企業金融にはなおゆとりが残されていたが、こうした信用供与のいっそうの抑制により、残されていたゆとりは急速にはく落し、49年の本格的な引締まりへと転じたのである。

### フロート移行後の円相場の推移

わが国の貿易収支の黒字幅が48年に入ってから急速に縮小し、このため同年7月～9月には経常収支（貿易収支季節調整済み）が赤字に転じたことはすでに述べたが、こうした傾向は石油危機発生により拍車をかけられた。原油の大幅値上げに伴う石油輸入代金の著増により、49年1月～3月には貿易収支（季節調整済み）も赤字に転じ、しかもその赤字幅は11億ドルの多額に達した。なお48年中の貿易収支黒字は37億ドルと前年（90億ドル）より大幅に縮小し、この結果経常収支は42年以来久方振りに小幅ながらも赤字（1億ドル）に転じた。また長期資本収支も流出超幅を拡大したため、総合収支は101億ドルの大幅赤字を示し、外貨準備は61億ドル減少した。

この間、日本円は既述のように昭和48年2月に他国に先駆けてフロートに移行、その後3月にヨーロッパ主要国通貨とともに本格的なフロート体制に移った。円レートは一時263円20銭（3月22日、308円の基準レート比17.0%の円高）までフロート・アップしたが、その後は3月上・中旬の市場閉鎖前に生じたリーズ・アンド・ラグズの反転等が響いて米ドル需給がタイト化したため265円台に戻した。以後10月末までの間、ヨーロッパ市場における通貨動揺（5月第2週、7月第2週など）を映じて一時的に円高化する場面もみられたが、総じて1ドル当たり265円～266円の水準で比較的安定した推移を続けた。

しかし、11月以降昭和49年1月にかけて、為替相場は二度にわたって円安方向へ急激かつ大幅な水準訂正がみられた。すなわち、石油問題発生を契機に、①市中においてわが国の国際収支の先行きについて赤字基調定着との見方が強まった



こと、②主要国のフロート移行後アメリカの国際収支が改善傾向をたどっていたのに加え、さらに石油問題のアメリカに与える影響は相対的に小さいのではないかとの観測が生まれたことなどから、11月初め市場にドル買いが殺到、円レートは11月1日（270円）、2日（275円）と急落したあと、13日にはフロート移行後のボトム値（280円）を示現した。

こうしたなかで、本行は国際収支黒字に伴う外貨準備減らし対策の一つとしてこれまで実施してきた輸入資金貸付につき、まず11月にその増加を抑制することを決定し、次いで12月にはその残高を漸次減少させることにした。それとともに、12月4日に非居住者自由円債務の増加額に対する準備預金制度準備率を50%から10%に引き下げることと決定した（10日実施）。これらの措置はそのころ相前後して政府がわが国国際収支や円相場の動向にかんがみ、円転規制の一部緩和、輸出前受金規制の緩和、輸出船舶の用船契約に対する規制の撤廃、対日証券投資規制の緩和等の措置を逐次実施したのとひょうそくを合わせたものであった。

しかし、その後も石油問題と関連する海外市場におけるドル高基調持続を背景に円先安観は根強く、輸入決済・仕向送金繰上げなどの逆リーズ・アンド・ラグズの動きが強まった。このため市場ではドル不足が目立ち、49年1月9日には円レートは1ドル300円まで下落するなど再度大幅な水準訂正が行われた。そして1月21日・22日の両日、フランス・フランのEC共同フロート離脱（1月19日決定、21日実施）に伴うヨーロッパ通貨情勢の動揺に対処して東京市場は閉鎖された。

1月23日為替市場は再開されたが、その直後において一時かなりのドル買いがみられたため、本行は一部都市銀行より貸出を回収し（1月24日）、また大蔵省も居住者外貨預金勘定の残高規制を強化する（1月29日）など、ドル買い熱の鎮静に努めた。この結果、市場は漸次落ち着きの方向に向かった。この間、海外でもアメリカが対外投融資規制の撤廃を発表し、西ドイツ、オランダなどヨーロッパ各国も外資流入規制の緩和措置をとったことなどから、ヨーロッパ市場で米ドル相場が総じて反落した。こうしたなかで円レートはしだいに上昇し始め、2月末にかけては急騰（月末287円60銭）、その後もじりじりと円高傾向を強め、3月20

日には280円30銭と48年11月半ばごろの水準を回復した。

しかし、その後4月から6月にかけて円の対米ドル直物相場は高価格原油の決済本格化や対日証券投資の引揚げなどを映じて若干軟化した。さらに7月に入ると原油を中心とした輸入決済が一段と増大したことから円レートは日をおって低下し、8月初めには再び300円台乗せとなり、同22日には303円40銭と48年2月フロート移行後のボトム値を記録した。その後も年末までドル不足傾向は続き10月以降円相場はおおむね299円から300円がらみの動きで推移した。

この間、石油価格の高騰によりわが国の石油輸入代金が大幅に増大（49年中前年比144億ドル増）したため、一方で長期資本の流出超幅は激減したものの、49年中の総合収支は前年に続き68億ドルの大幅赤字を示したが、こうしたなかでわが国の為替銀行がユーロ市場で外貨資金を取りあさり、一時的に本邦為替銀行の資金取入れにジャパン・レートと呼ばれるプレミアム金利が付されるという場面もみられた。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 労働省編『労働白書』昭和49年版、大蔵省印刷局、昭和49年、384～387ページ。なお同ページに示された春闘賃上げ率（民間平均）の推移は次のとおり。

昭和・年	賃上げ率	昭和・年	賃上げ率	昭和・年	賃上げ率	
	%		%		%	%
35	8.7	40	10.3	45	18.3	
36	13.8	41	10.4	46	16.6	
37	10.7	42	12.1	47	15.0	* 15.5
38	9.1	43	13.5	48		* 20.1
39	12.4	44	15.8	49		* 32.9

(注) \*印は新系列。新系列と旧系列との主な相違は調査対象業種および調査対象企業数をふやしたことである（同書 287 ページの注による）。

- (4) 実際にはOAPEC 諸国の大半が10%以上の生産削減を行っていたといわれる。とくに強硬派のイラクは80%の生産削減、最も親米派のサウジアラビアですら、対外的には10%の生産削減といいながら、現実には20%の削減を実施していた（『エコノミスト』第51巻第49号、昭和48年11月20日、26ページを参照）。
- (5) 日本経済新聞社編『石油問題の総合解説』同社、昭和49年、179ページ。
- (6) 供給削減割合は各社の契約内容によってまちまちであったが、当時の推定では平均20%

## 1. 国際通貨体制動揺下の金融政策

以上とみられていた（石油連盟調査部『石油業界の推移』昭和48年版、同連盟、昭和50年、145ページ）。

- (7) 昭和48年12月14日、愛知県豊川市に本店を持つ豊川信用金庫に対し預金者が取付け騒ぎをおこした事件。その前日ごろから同信用金庫が倒産するというデマが流れたことにより発生したとされている。本行は直ちに名古屋支店を通じ、同信用金庫に対し東海銀行経由で預金者への払出しに必要な資金を供与するなど支援体制を整え、その日のうちに騒ぎは収拾された。
- (8) 愛知蔵相の急死に伴い大蔵大臣に就任した福田赳夫は昭和49年1月12日、大阪市における関西財界人との懇談後の記者会見で、当時の物価暴騰ぶりを評し、物価は「まさに狂乱状態だ」と述べた（昭和49年1月12日付『朝日新聞』夕刊）が、狂乱物価という言葉はその後広く一般に使われるようになった。
- (9) 昭和48年11月16日『日本経済新聞』（夕刊）を参照。
- (10) たとえば昭和48年1月20日付『日本経済新聞』、同月29日付同紙などを参照。
- (11) 日本銀行調査局「昭和48年の金融経済の動向」（前掲『調査月報』増刊、昭和49年6月）74～75ページ。
- (12) 同上、65～66ページ。
- (13) 上掲『調査月報』昭和48年12月号、1ページ。
- (14) 昭和48年12月28日大蔵省告示第157号「金融機関の金利の最高限度に関する件（昭和二十三年大蔵省告示第四号）の一部を改正する件」。
- (15) 前掲『金融』第323号（昭和49年2月）71ページを参照。
- (16) 昭和49年1月4日大蔵省告示第1号「金融機関の金利の最高限度に関する件（昭和二十三年大蔵省告示第四号）の一部を改正する件」。
- (17) 日本銀行政策委員会『昭和48年年次報告書』昭和49年、29～33ページを参照。
- (18) 昭和49年1月債から実施、応募者利回り年7.302%→8.020%、なお同時にその他の長期金利も全面的に改定された（前掲『調査月報』昭和49年1月号、50ページを参照）。
- (19) 前掲『国の予算』昭和49年度、1018～1019ページを参照。
- (20) 前掲『図説日本の財政』昭和49年度版、昭和49年、43～44ページ。
- (21) 前掲『国の予算』昭和49年度、1019～1020ページ。