

3. 第2次石油危機の発生と対応

(1) 昭和53年春以降の経済情勢の変化と金融政策

5年ぶりの景気の本格的回復・上昇へ

前述のように昭和53年（1978年）3月に第8次公定歩合の引下げが行われて間もなく、経済情勢はしだいに好転への動きを示すようになった。その背景としては、自律的な景気回復の条件がようやく整ってきたことがあげられる。すなわち、石油危機発生後長らく続けられてきた企業経営各面における合理化努力、ないしいわゆる減量経営への努力が実り、これまで数年にわたった設備ストックの調整がおおむね終わり、企業収益も総体としてようやく持ち直してきたことから、エネルギー節約、合理化、新技術関連投資を含めて設備投資にしだいに動意がみられ始めた。在庫調整も徐々に進行して在庫過剰感がほとんどなくなり、在庫投資は増勢に転じた。

また物価は落ち着きを続けた。卸売物価（年平均）は円高の影響も加わって52年に前年比1.9%の小幅上昇にとどまった後、53年には2.5%の低下へと転じた。こうした卸売物価の落ち着きを映じ、消費者物価（全国、年平均）の上昇率も53年には3.8%にとどまったが（52年は8.1%の上昇）、これに伴う実質購買力の上昇に加え、雇用情勢や消費者心理の好転などがあいまって、個人消費はかなり増大した。

このような自律的な景気上昇要因に加え、これまでの相次ぐ財政、金融両面からの景気刺激措置の累積的効果がしだいに現われ、景気回復を促進した。金融面では量的緩和が進んだほか、金利の大幅低下が企業収益の改善に大きく寄与した。

さらに、前年来円高が大幅に進展するなかで、53年春ごろ以降それまで経済界が円高に対して抱いていた強い不安感ないし恐怖心がしだいに弱まってきたことも景気の回復促進に寄与した。これには、世界経済がインフレーション傾向を続けているなかで、これまでわが国が円高に対応しドル建て輸出価格をかなり引き

上げることができたこと、輸入品の円建て価格が円高に伴い低下し、当時企業収益の悪化に悩んでいた輸入原材料依存度の高い素材産業を中心に企業のコスト軽減にかなり役立ったことなどの事情が大きく響いていた。

こうした状況のなかで国内需要は増勢を強め、53年4月～9月の経常海外余剰を除く実質国民総支出は年率で7%の増加を示した。そして秋以降は設備ならびに在庫投資が増勢を一段と強め（設備投資の水準は48年秋のピークを上回る）、個人消費も伸び率を高めて、53年10月～54年3月の経常海外余剰を除く実質国民総支出は年率で9%の拡大を示し、景気は本格的な上昇過程に入った。もっともこの間、53年春までの大幅円高化の影響に加えその後も円高が進展したため（月中平均相場で53年4月以降10月までの間に21%円高化）、輸出数量は春以降減少傾向をたどり、これに伴って全体としての実質国民総支出は年率で5%程度の拡大（53年4月～9月、前期比、年率4.5%、53年10月～54年3月、同5.6%）を示すにとどまった。

安定重視の金融政策運営

以上のように昭和53年春ごろを転換点として経済情勢は好転し始めたが、第8次公定歩合引下げから1か月もたたぬ4月初めに本行は、景気が微妙な変化を示し始めたと判断し、金融政策運営のスタンスをこれまでの積極緩和方針から中立政策に戻すべきである、との以下のような考え方を固めた。

すなわち、好不調業種・企業間の格差が拡大しつつあった折から、経済のぜい弱面への慎重な注視を欠かしてはならぬが、反面、変化の激しい日本経済の体質を考えると、金融がすでに大幅に緩和し、民間経済部門の流動性水準も上昇しているなかでインフレ心理の芽生えに細心の注意を払うことが必要であり、インフレーションの再燃だけは絶対に回避しなければならない。近時、円高に対する企業や一般国民の受け止め方は従前より大分平穏になってきているが、本来円高はわが国の通貨価値の対外的上昇、交易条件の改善を意味するものであるから、そうした円高のメリットを認識すべきであり、円高は決して悪いことではない。世界のインフレ傾向のなかではいっそうの円高を覚悟した政策運営を行うべきであ

る。本行としては今後マネー・サプライ、銀行貸出の動向にとくに留意し、万一それが危険ラインを超えそうになったら、たとえ「不況」下であっても、機を失せず金融政策を引締め方向に転換し、昭和46年～47年の失敗を再び繰り返してはならぬ、というものであった。⁽¹⁾

そして同時に本行のこうした考え方や決意を記した書簡が森永総裁から福田首相に提出されたが、本行はその後金融政策運営上終始このような方針を貫き、翌年春には実際に引締め政策へと転換するに至るのである。

53年4月ごろ以降円高のメリットを強調し、その還元を要求する新聞論調がしだいにふえ始めていたが、産業界の空気は一般的にはまだ円高歓迎というところまでは変化せず、とくに円相場がさらに上昇して200円を割った7月ごろになると、輸出産業では採算割れの業種・企業がかなりみられるようになり、前述のような国内需要の拡大の割りには企業の先行き警戒観は根強く、ビジネス・マインドはそれほど明るくはならなかった。

一方、7月16日および17日に西ドイツのボンで開催された先進国首脳会議（第4回サミット）において、国際収支およびインフレーションからの制約がない国として、わが国は7%成長達成に努力する旨を国際的に公約する形となった。⁽³⁾

こうした諸情勢のなかで、政府部内ではさらに経済拡大を促進するための追加措置をとるべきかどうかにつき検討が行われるようになっていたが、本行は8月初め、わが国の金利水準はこれまで顕著な下落を続け、国際的にもほぼ最低水準にまで低下していること、またマネー・サプライの増勢は物価安定の観点からみて許容しうると判断された範囲内で推移してきているものの、かなり長期にわたって金融緩和政策が続けられてきたなかで、企業金融面での緩和感は昭和46年～47年の超緩和期にやや似かよった状態に近づきつつあること、などの諸点にかんがみ、今後よほどのことが生じない限り、金融面からこれ以上の緩和を図るべきではないとの考え方を改めて固めた。⁽⁴⁾そして森永総裁より首相、蔵相に対しそれぞれこうした意見を述べるとともに、あまりにも急激な円高に対しては適当な対策を講ずる必要はあるものの、今後安定成長を確保するため、基本的には円高傾向を容認すべきであることを重ねて強調した。

昭和53年11月のドル防衛策と円安への反転

昭和50年12月以降、円相場は3年近くにわたって上昇傾向をたどった（米ドルは、50年末の305円15銭から53年10月末の176円まで実に42%もの下落）が、53年11月1日にアメリカ、西ドイツ、日本、スイス4か国共同のドル防衛策が発表されるや、円相場は下落傾向に転じた。

これまでの経緯を簡単に振り返ると、前述のようにアメリカ政府は1977年（昭和52年）末に至りそれまでの為替市場におけるドル安放置のスタンスを改め、カーター大統領はドル防衛の決意表明を行い、翌1978年1月初めにアメリカ財務省と西ドイツ・ブンデスバンクの間で新たなスワップ協定の締結が発表され、市場介入強化の方針が表明されたが、これに続き同年3月13日にもアメリカと西ドイツは為替相場安定のための共同声明を発表し、アメリカ連邦準備制度と西ドイツ・ブンデスバンクの間のスワップ取決め額を従来の20億ドルから40億ドルへ倍増すること、さらにアメリカ財務省はSDR対価で西ドイツ・マルクを6億SDR⁽⁵⁾購入することなどを内容とする米ドル介入強化措置を打ち出した。

一方わが国との間では、昭和52年末に前述のように本行とニューヨーク連邦準備銀行との間で委託介入の取決めが結ばれ、これによってニューヨーク市場で初めて円介入の道が開かれ、円相場安定化への日米協力の一步前進がみられたが、さらに53年5月初めに、ワシントンで福田首相とカーター大統領の日米首脳会議が開催された際、日米通貨当局間で為替相場動向につき緊密な協議（consultation）を行うことに合意をみた結果、本行とニューヨーク連邦準備銀行との間で、具体的な為替相場情報の交換に関する取決めが締結された。⁽⁶⁾

以上のような諸対策がとられたものの、53年春以降も米ドルは主要通貨に対し軒並み低落を続け、ついに同年10月末には円が176円、西ドイツ・マルクが1.71マルク、スイス・フランが1.46フランと、それぞれ米ドルに対し戦後の最高値を記録するに至った。⁽⁷⁾こうしたなかでカーター大統領は、11月1日、「ドル相場の引続く低落は、米国の基本的な経済情勢に照らしてみれば明らかに不当なものである。今やインフレ対策の主要な一步（one major step）として最近のドル相場の過大な減価を是正することが必要となった」との声明を発表し、これを受けて⁽⁸⁾

ブルメンソール財務長官およびミラー連邦準備制度理事会議長は、概略以下のよう⁽⁹⁾な一連の為替市場対策および国内金融引締め強化策を明らかにした。そして、このドル防衛策には、日本円の資金調達と自己勘定による円介入も重要な役割を担うものとして組み込まれていた。

イ、為替市場対策

(イ) 為替市場への協調的介入の強化

アメリカは西ドイツ、日本の政府ならびに中央銀行およびスイス中央銀行と協力し、現在の状況を是正するのに必要な額をもって強力かつ協調的な方法で介入を行う。

(ロ) 介入所要資金の調達

アメリカはみずからも協調的な市場介入に参加する目的で以下の方法により上記3か国の通貨で総額300億ドルの資金調達を行う。

① アメリカのIMFリザーブ・トランシュの引出し……30億ドル（西ドイツ・マルク、日本円で総額20億ドルを直ちに引き出す。また、その後近いうちにさらに10億ドルを引き出すが、これに関してはIMFの一般借入取決めの発動を考慮する。）

② SDRの売却……20億ドル

③ 連邦準備制度のスワップ取決めわくの拡大

	現行取決め額	新取決め額
対日本銀行	20億ドル	50億ドル
対西ドイツ・ブンデスバンク	40	60
対スイス中央銀行	14	40

④ 外貨建て債券の発行……100億ドル

(ハ) 財務省保有金売却計画の拡大

1978年12月から毎月の保有金売却量を少なくとも150万オンスに増加させる（金売却計画は1978年5月から実施され、当初売却量は毎月30万オンスであったが、同年11月から毎月75万オンスに拡大されたばかりであった）。

ロ、金融引締めの強化

公定歩合を8.5%から9.5%へ1%引き上げ（ニューヨーク連邦準備銀行同年11月1日）、預金準備率についても1口10万ドル以上の大口定期預金残高に対し、同年11月2日以降2%の追加準備率を課す。

以上のように今次の措置はドル防衛の決定版とも称すべき内容のもので、これによって市場の空気は大きく変化し、これらの措置のなかに織り込まれた、アメリカ側の自己勘定によるニューヨーク市場での円介入が、その後円滑に実施され、また主要国の各市場における積極的ないわゆる協調介入も実施されるに伴い、米ドル相場は反転して主要国通貨に対し急速に強調を示すようになった（なお、上記の外貨建て債券（いわゆるカーター・ボンド）は、その後の米ドルの対円相場強調もあり、結局円建てによる発行は見送られた⁽¹⁰⁾）。

当時わが国の国際収支は、円高の影響や緊急輸入の増加などから貿易収支黒字幅が急激な縮小傾向をたどっており（季節調整済み、7月～9月66億ドル、10月～12月43億ドル、54年1月～3月26億ドル）、これに伴って総合収支も10月から赤字に転ずるといった状況にあったので、円相場は急速に軟化し、月中平均相場でも11月に4.0%、12月に2.6%とそれぞれ下落した。こうした円安への転換は、これまでの180円～190円といった大幅円高による悪影響を懸念していた産業界の空気を急激に変化させ、ビジネス・マインドはいっせいに明るくなり、強硬化した。このような状況のなかで国内の需給関係が引き締まったことと、これまでの円高によって打ち消されていた海外原料品市況上昇の影響が、円安への転換によって逆に増幅して現われるようになったこと、の両面から卸売物価は11月以降それまでの緩やかな下落傾向から一転して上昇に向かい、12月には騰勢を強めた。

こうして景気が上昇過程に入り、一方物価が注意を要する動きをみせ始めたなかで第2次石油危機が発生したのである。

（1） 日本銀行保有資料。

（2） たとえば昭和53年4月17日付『日本経済新聞』社説「円高と“外圧”を経済運営に生かす道」、同年4月7日付『毎日新聞』社説「『円高』の効用を生かすには……」など。

（3） 昭和53年7月18日付『日本経済新聞』。

（4） 日本銀行保有資料。

（5） 日本銀行『調査月報』昭和53年4月号、同行、60～61ページを参照。なお『調査月報』

3. 第2次石油危機の発生と対応

の編集者は日本銀行調査局であったが、本行の機構改正に伴い、昭和56年3月号以降日本銀行調査統計局が編集することになった。しかし本書では便宜上本節以降すべて日本銀行『調査月報』と表記することにした。

- (6) 日本銀行保有資料。この取決めと類似の為替情報の交換については、すでに昭和51年1月以降本行とニューヨーク連邦準備銀行、ヨーロッパ主要国中央銀行との間で開始されていたが、これらは、主として為替市場動向と各国の介入などという比較的狭い範囲の情報交換であったのに対し、53年5月の取決めにおいて連絡すべき項目として合意された内容は、相互に特定の連絡者をあらかじめ決めたうえで、次のようになりに分析的な内容を含む広範な情報を直接交換しようとするものであった。

- a. 為替市場に影響を与えている主要な要因についての質的な分析。
- b. 業界筋の動きを含む主要な市場取引についての判別。
- c. 他の中央銀行から入手した情報の連絡。
- d. 政府の施策ならびにこれに対する市場の反応についての解釈。
- e. 米ドル、日本円以外の通貨に影響を与えている特殊要因。
- f. 当局の市場介入ならびに市場外取引。

- (7) 大蔵省国際金融局年報編集委員会編『第3回大蔵省国際金融局年報』昭和54年版、金融財政事情研究会、昭和54年、81～82ページ。

- (8) 前掲『調査月報』昭和53年11月号、63ページ。

- (9) 同上、63～64ページ。

- (10) 速水優『変動相場制10年―海図なき航海』東洋経済新報社、昭和57年、188～192ページを参照。

(2) 金融引締め政策への転換

第2次石油危機の発生

先進国経済は、昭和52年（1977年）末ごろから足並みをそろえて景気回復を示しつつあったが、こうしたなかでインフレ懸念も再び世界的に強まり、現に53年半ばごろからは、国際一次産品価格がかなりの上昇を示し始めた。このような世界経済の拡大と需給の引締め、およびインフレーション再燃への動きは、OPEC諸国による再度の大幅原油値上げの格好の条件を形成することになった。すなわち、原油需要は軽質油を中心にしだいに盛り上がりを見せ始め、53年秋口以降は、先行き原油価格引上げ必至との見方が強まり、仮需要も台頭し始めた。

こうした状況のもとで、10月以降 OPEC 第2の産油国であるイランの政情不安から同国の原油生産、輸出が大幅な落込みを生じたため、世界の原油需給が逼迫の気配を示すに至った。そして、ついに昭和53年12月16、17日の両日、OPEC 諸国は、アブダビで総会を開催、標準油種（アラビアン・ライト）価格につき、従来の1バーレル12.70ドルから54年中平均10%（54年1月に5%、その後四半期ごとに段階的に引き上げ、最終段階で通算14.5%）⁽¹⁾の価格引上げを決定し、ここにいわゆる第2次石油危機が発生することになった。もっともこの時点での値上げ幅は小幅なものであり、その後実際に行われたような大幅引上げは予想されていなかったが、54年春から55年にかけて段階的に大幅な追加引上げが行われ、結局56年末時点では、標準油種価格は1バーレル34ドルとなり⁽²⁾、この間約2.7倍の引上げをみることになった（56年中は秋に小幅の引上げが1回あったのみ）。

こうした第2次石油危機の進行は再び世界経済にインフレーションの高進と不況をもたらし、その後の長い世界経済の混乱を招くことになった。わが国経済にとっても、この第2次石油危機によって被った直接的なインパクトの強さは、第1次石油危機時と大差ないものであった。第1次の場合にはわが国の原油輸入価格は、上昇の動きがほぼ止まった49年5月時点で48年前半の水準の約4倍に上昇した。他方第2次の場合は、53年末ごろに対比して、56年春ごろには高値スポット原油のウエート上昇から、標準油種価格の上昇率をやや上回る約2.8倍となっており、上昇率そのものは、第1次の方がかなり高かった。しかし、原油値上げに伴う石油輸入代金の増加額を国民総支出（名目）と対比してみると、大まかな試算であるが、その比率はむしろ第2次石油危機の場合の方が第1次の場合をわずかながらも上回っており、金額でみた直接の日本経済へのショックはほぼ同程度とみることができよう。また、同比率を主要国との対比でみると、わが国が最高で、国際的な比較の意味でもとくに強い衝撃を受けたといえる。⁽³⁾

昭和54年4月の公定歩合引上げ

本行は昭和53年12月下旬に、翌54年1月～3月における取引先金融機関に対する窓口指導の方針を策定したが、その際52年7月～9月以降各行の貸出自主計画

を極力尊重してきた方式を改め、都市銀行の貸出につき自主計画を幾分圧縮するよう求める方針を打ち出した。

こうした措置がとられたのは、当時財政面から資金が多額に散布されるなかで金融機関に対する企業の借入需要は弱く、このため各金融機関の貸出競争は激化の方向をたどっており、これに伴って大企業分野では借入返済が順調に進まず手元がだぶつき気味となって、株式への投機が誘発されるとか、不動産関連業界の一部では土地の先行取得が増加するといった動きもみられ、こうした状況を放置すると、マネー・サプライへの影響が懸念されると同時に貸出の行き過ぎを通じる株価、地価の上昇などによりインフレマインドが引き起こされる懸念も抱かれ⁽⁴⁾たことによるものであった。

続いて翌54年1月半ばに本行は、経済情勢判断として、実需か仮需かの見極めは難しいが需要の増大により国内需給が予想以上に堅調であること、物価の動きは相当注意を要する状況にあること、マネー・サプライは前年年央以降12%台の伸びを続けている（前々年10月～12月と前年1月～3月は10%台、4月～6月は11%台）が、この増加率はいろいろな角度からみて決して低いとはいえない、といった基本認識を固めた。そしてこれに対応する政策スタンスとしては、これ以上の緩和が適当でないことはもちろん、むしろ現状はすでに緩和がやや行き過ぎているとの感じが強いものの、今直ちにそうした判断を対外的に示すことは適当でないため、当面は現状程度の緩和を継続するという線でいくしかないが、今後⁽⁵⁾予防的な運営態度で臨むことが肝要という感じを打ち出していくことにした。こうして、1月23日、森永総裁は折から開かれた本支店懇談会において、金融政策の運営につきこれ以上緩和を加速しない旨の方針を明らかにし、翌日の記者会見⁽⁶⁾において同様の趣旨を対外的にも表明した。⁽⁷⁾

しかし、その後卸売物価の騰勢が明らかとなるにつれ（53年12月、前月比プラス0.6%、54年1月同プラス0.6%）、本行内部ではいっそう警戒感が強まり、2月に入ると、経済・金融情勢につき46年～47年の過剰流動性時代との比較検討が行われたが、その結論は、①マネー・サプライの伸び率は前回は前年比20%台（47年春以降は26%以上）に達したのに対し、今回は比較的モデレートな伸びに

とどまっているが、企業の手元流動性についてみると、長期にわたる緩和政策の結果、今回も過剰となっており、企業の金融緩和感⁽⁸⁾は本行の「短期経済観測」でみる限り、47年春から夏へかけてのピーク時ほど強くはないものの、47年初めごろとほとんど同程度である、②インフレ・マインドはともに根強い、もっとも前回は調整インフレーション必至との見方から、比較的早めにインフレーションが生ずるとの予想が強かったのに対し、今回は国債の大量発行が今後も続く⁽⁹⁾とみられるなかで、やがてはインフレーション必至であるとする、やや先をみたインフレ予想となっている、③物価が急上昇しはじめ、その背景に世界的なインフレーションが一つの大きな要因となっている点は前回と似ている、というものであった。また、こうした分析から、前回の石油危機時の情勢判断が甘きに失し、政策対応が遅れたとの強い反省に立って、今回はよほど早めに手を打たない限り、適時適切な措置にならぬおそれが少なくないとの認識が本行内に強まっていった。

こうした判断に立って、本行は卸売物価が上昇に転じてからまだ3か月余りしかたっていない2月下旬には、本行の物価に対する警戒的な見方や今後の金融政策運営の大きな方向について政府部内の上層部と意見交換を始め、また、総裁の国会における答弁や本行の金融市場調節の仕振りなどを通じて、世間一般にもこうした本行の姿勢はしだいに周知されるようになった。⁽¹⁰⁾さらに、対外面においても、わが国の経常国際収支は当時黒字から赤字への転換期に入っていたが、前年までの大幅黒字の印象がなお強く残っていた折から、森永総裁は3月上旬ワシントンで開催されたIMF暫定委員会に出席の際、その席上やIMF、アメリカなどの金融関係首脳者との個別会談において、わが国としては物価重視の政策運営を進める必要のあることを強調した。⁽¹¹⁾⁽¹²⁾

この間卸売物価は2月に前月比0.9%の上昇と騰勢を強めたうえ、3月も1.0%程度の上昇が続く見通しが強まった。しかもこれまでの上昇は海外要因のほうが大きかったが、しだいに事情は変化し、4月以降は国内要因のほうが大きくなる可能性が強いとみられるようになった。このような状況のなかで本行は森永総裁帰国直後の3月中旬に、この際金融面からなんらかの措置をとる必要があると

3. 第2次石油危機の発生と対応

判断し、①今後短期金融市場の日々の調節をきつめにして市場レートの上昇を誘導する、②4月～6月の窓口指導を強化する、③このために少なくとも準備預金準備率を早期に引き上げる、という方針を定めた。⁽¹³⁾そして本行は政府との意見調整に入るとともに、森永総裁は3月20日の衆議院大蔵委員会において、本行の金融政策運営方針は従来の「緩和基調の維持」から「警戒的な中立姿勢」へ転換したことを公式に表明した。⁽¹⁴⁾

当時本行が抱いていたような物価動向についての強い危機感⁽¹⁵⁾は政府部内や経済界にはそれほど醸成されておらず、準備預金準備率や公定歩合引上げといった本格的な政策手段の発動による引締め政策への転換にはかなり抵抗感が強い状況にあった。政府はすでに経済政策運営態度として従来の「景気回復の促進に全力を注ぐ」という考え方から、「景気、物価の両にらみ」という考え方に転じていたが、「火は燃え上がらないうちに消せ」という見地から早め早めの措置をとることによって、インフレーションの再燃だけは絶対に防止し、これを通じて息の長い景気上昇を図っていくという本行の考え方との間にはニュアンスの相違がかなりあった。

当時の引締め政策への転換に対する消極論は、これまで財政面で精いっぱい⁽¹⁶⁾の対応を行って景気が回復してきたやさき、こうした景気回復をいささかも損ないたくないといった意識や、卸売物価の前年末以降の上昇スピードはたしかに早いものの、現在の水準は前年同月とほぼ同じであり、消費者物価はなお落ち着いているので、引締め⁽¹⁷⁾に踏み切るのは時期尚早であるとするものであった。また、もう一つの理由として、5月初めの日米首脳会議さらには6月下旬の先進国首脳会議（サミット）を控え、経常収支の黒字化に寄与しかねない明示的な引締めをこの時点で打ち出すのは対外的とくに対米関係上適当でないとの意識があったようである。

こうした引締め政策への転換についての各方面との考え方の相違は、しだいに新聞報道でもいろいろな形で取り上げられ、一種の政策論争の形を呈するようになっていたが、この間3月26、27日の両日、ジュネーブで開催された OPEC の会議で、前年末に決定されていた昭和54年中の原油価格の4段階値上げ計画を繰

り上げ、10月以降実施予定であった標準油種価格の1パーレル、14.55ドルへの引上げを4月1日に繰り上げ実施すること（前年末比14.5%上昇）、こうした価格引上げに加え加盟国に独自に割増価格を付する権限を与えることなどが決定された⁽¹⁸⁾。また、3月末から4月初めにかけて外国為替市場では当局による多額のドル売り介入が行われたにもかかわらず、経常収支の基調変化、内外金利差に基づく長短資本の流出といった事情に加え、石油情勢の悪化、先行きインフレ懸念などを材料に円売り圧力が強まり、円安への動きが加速したが、これがまた先行き物価上昇懸念を一段と強めた。3月の卸売物価は2月と同様0.9%の高騰を示したが、4月も1%をかなり上回る上昇が確実視され、さらに内外情勢からみてこのような物価の高騰は当分続く可能性が大きいとみられるようになった。当時世界的に景気が上昇するとともに先進諸国の物価は全般的に上昇傾向を示しており、こうしたなかで3月29日には、西ドイツ・ブンデスバンクが国内物価の安定を図る見地から公定歩合の1%引上げを決定した⁽¹⁹⁾。

このような状況のもとで4月上旬、本行は公定歩合の早期引上げの考えを固めた。森永総裁は大平首相に対し、最近の物価情勢の悪化、円安の急速な進展に対処するためには、公定歩合の大幅引上げを早期に実施することが必要であること、昭和47年に金融政策の転換が大幅に遅れ大事に至った苦い経験にかんがみ、今度こそ絶対に時期を失しないようにしたいというのが本行の「悲願」である旨を述べた書簡を送り、本行の所信に対する理解を求めた。また金子蔵相とは直接会談し、同様の所信を述べ、意見調整を進めた。なおこの間4月10日の経済閣僚協議会の席上において、経済企画庁から、現状と昭和47年、48年当時の情勢とを比較すると、似た点もあるが違う点もかなり多いとの報告が行われた際、出席していた森永総裁は、47年、48年当時は為替相場が固定レートであるか、あるいは48年2月以降フロート制に移行した際は円高方向にあったのに対し、今回は円安の方向に急激に動いていること、また前回とは比較にならぬほど大量の国債発行下にあるという事情の変化を重視すべきであると指摘した⁽²⁰⁾。

上述のような公定歩合引上げへの本行の強い意向から政府側との調整は急速に進展し、54年4月16日に本行は公定歩合を0.75%引き上げることを決定し（商業

3. 第2次石油危機の発生と対応

表 3-1 実質国民総支出、物価、マネー・サプライの推移

(単位：％)

	昭和54年				昭和55年				昭和54年	昭和55年
	1月～ 3月	4月～ 6月	7月～ 9月	10月～ 12月	1月～ 3月	4月～ 6月	7月～ 9月	10月～ 12月		
	前 期 比 伸 び 率								前年比伸び率	
実 質 国 民 総 支 出	1.3	1.3	1.1	1.4	1.5	0.3	1.3	1.5	5.2	4.8
民間最終消費支出	2.0	1.2	0.3	-0.1	0.7	0.2	0.2	0.1	5.9	1.3
民間設備投資	1.4	1.6	2.1	1.9	2.5	2.0	1.3	1.4	11.8	8.0
民間住宅投資	-4.3	5.7	1.5	-6.5	-3.2	0.3	-6.0	-2.5	-1.0	-9.4
公 的 支 出	1.0	-0.7	-0.4	1.7	-2.6	-1.2	1.0	2.8	2.8	-1.2
民間在庫投資	33.3	-9.3	30.2	7.0	-10.5	6.7	8.6	-14.2	209.0	10.0
輸 出 等	2.9	2.4	4.3	7.7	5.6	2.6	0.9	5.1	6.6	18.8
輸 入 等	4.2	0.9	2.4	0.0	-4.1	2.9	-6.5	-0.6	14.7	-3.9
卸 売 物 価 (同上、期末月前年同月比)	2.3 (0.1)	4.6 (5.2)	5.0 (12.6)	4.6 (17.5)	6.9 (22.8)	2.5 (20.3)	0.8 (15.5)	-0.8 (9.6)	7.3	17.8
消 費 者 物 価 (同上、期末月前年同月比)	0.6 (2.3)	2.5 (3.8)	1.1 (3.1)	1.5 (5.8)	2.7 (8.0)	2.9 (8.4)	1.6 (8.9)	-0.3 (7.1)	3.6	8.0
マ ネ ー ・ サ プ ラ イ (M ₂ +CD 平均残高)	前 年 比 伸 び 率								11.9	9.2
	12.3	12.3	11.7	11.2	10.6	10.1	8.4	7.8		

(注)1. 物価、マネー・サプライを除き季節調整済み。

2. 物価の前期比は期末月の前期末月比による。

(出所) 経済企画庁編『国民経済計算年報』昭和60年版、昭和60年。日本銀行統計局『経済統計年報』同局および日本銀行保有資料。

手形割引歩合、年3.5%→4.25%)、翌17日から実施した。この決定に関する政策委員会議長談では、「以上のような情勢にかんがみ、日本銀行は、インフレを未然に防止し、息の長い景気上昇を図る趣旨から」公定歩合引上げを決定したこと、および「本措置は為替相場の面にも安定的な効果を持つものと期待される」旨が述べられた。⁽²¹⁾

なお預貯金金利の引上げについて本行は、市中貸出標準金利と1年もの定期預金金利との間に生じていた0.75%の逆ざや関係を縮小するため、消費者物価の上昇率が前年比2%台となお落ち着いているこの際預貯金金利の引上げ幅を公定歩合の引上げ幅より小幅にとどめるべきであると考えたが、政府側は預金金利の水準が非常に低いうえ（1年もの～2年もの定期で5%を下回る）、前回引下げ時の経緯から、今回こうした措置をとることは郵政省の納得を得られないとして反対し、結局郵便貯金を含む預貯金金利の同幅引上げ（定期性預金0.75%、要求払預金0.5%）が5月7日から実施された。⁽²²⁾

昭和54年7月の公定歩合引上げ

本行が引締め政策に転じた54年春以降も経済は民間最終需要主導型の拡大を持続するとともに、卸売物価は高騰を続けた（前月比4月プラス1.7%、5月同1.6%、6月同1.3%）。6月に入り本行は、同月下旬に開かれるOPEC総会および先進国首脳会議の状況しだいでは、公定歩合の再引上げは不可欠と考え、さし当たり7月～9月の窓口指導を強化することにした。⁽²³⁾

ところで、同月26日～28日にジュネーブで開かれたOPEC総会では、標準油種価格を1バーレル当たり14.55ドルから18ドルに引き上げ、さらに同2ドルのサーチャージと同3.5ドルまでの油種別プレミアムの付加を加盟国に認める旨の決定が行われ、⁽²⁴⁾平均原油価格は20ドル強と前年末に比べ6割近い高騰をみるようになったが、他方このOPEC総会とほぼ併行して28日～29日の2日間東京で開かれた先進国首脳会議（第5回サミット）では、1985年までの各国別輸入抑制目標を設定し、石油輸入節減の努力を図る合意が行われるなど、⁽²⁵⁾石油事情は価格と量の両面で厳しさを加えるに至った。

3. 第2次石油危機の発生と対応

こうした新しい情勢のなかで本行は7月初めに、物価の先行きはいっそうの警戒を要する段階に入っており、これまでの物価の急騰から実質金利はすでにマイナスになっている折から、マネー・サプライの増勢を抑え、輸入インフレを国内要因から増幅させないためには、①公定歩合を大幅に引き上げることが必要であること、②また政府も公共事業の繰延べを行うことによって金融・財政両面から総需要抑制策を早急に実施することが望ましいが、政府の対応が遅れる場合には公定歩合を先行して引き上げざるをえない、との考え方を固めた。同月上旬、森永総裁はB I S月例会議への出張あいさつの機会を利用して大平首相に対しこうした本行の考え方を説明したが、首相はこれに対し原則的に賛成である旨述べた。⁽²⁶⁾

一方、政府は7月初めに当面の経済運営方針として景気と物価の両にらみの基本姿勢は変えないことを決め、8月下旬から9月初めにかけ改めて情勢を分析し、そこで総合対策を打ち出したいとの態度をとっていたため、結局本行は公定歩合の先行引上げを行うことになり、昭和54年7月23日本行は公定歩合を1%引き上げることを決定し（商業手形割引歩合、年4.25%→5.25%）、24日から実施した。

なおこの第2次引上げにつき政府側と意見調整を進めた際、先行引上げを行う場合には政府の両にらみ姿勢との整合性を保つため、引上げの趣旨として総需要抑制という表現を避けてほしいとの政府側の強い希望があり、こうした状況のもとで本行は、今次の決定に関する政策委員会議長談では、物価動向は先行きいっそう警戒を要する状況にあるので、本行は「物価上昇を極力抑制するため」公定歩合を引き上げることにしたと説明した。⁽²⁷⁾

預貯金金利については、定期性預金につき0.75%、要求払預金につき0.5%と、市中貸出標準金利の引上げ幅（1%）より小幅の引上げが行われ、民間金融機関預貯金、郵便貯金のいずれも8月13日から実施された。⁽²⁸⁾

政局混迷下の昭和54年11月の公定歩合引上げ

公定歩合の第2次引上げ後本行はしばらく、金融面の変化や物価、景気の動向

など、金融引締め効果の浸透状況を注視していたが、8月末に政府は改めて情勢判断を行い、物価と景気の両にらみという基本姿勢を引き続き変えないことを決定した。⁽²⁹⁾ 一方卸売物価は秋口に入ってから以降原油の第3次値上げの影響を織り込んで立てられた予想よりもかなり上回る高騰を示すようになった。その最大の要因は円安の進行であった。

外国為替相場は54年4月まで円安化を続けた（53年末の1ドル194円60銭から54年4月末には218円50銭へと12%円安化）後、8月までしばらくその前後の水準で小康状態にあったが、8月末以降為替市場では再び円先安感が強まり、円相場は下落傾向に転じた。これは基本的には経常国際収支の赤字大幅化を反映するものであった。わが国の輸出数量は54年春以降世界景気の上昇やそれまでの円安化を背景に顕著な増勢に転じ、設備投資など国内最終需要とともに景気上昇を支える重要な一因となっていたが、原油その他輸入原材料価格が大幅高騰を続けたため、貿易収支（季節調整済み）は黒字幅が1月～3月の26億ドルから4月～6月には19億ドルへと縮小した後、7月～9月には急激な悪化を示して11億ドルの赤字へと転じ、さらに10月～12月には赤字額は15億ドルへと増大した。これに伴って経常収支の赤字幅は7月～9月以降一段と拡大したが、こうした貿易関連計数が発表される度に市場に円安感が強まることになった。

さらに、各種の石油関連情報、たとえばイランの石油輸出減少報道や、メジャーを通さない直取引原油の扱いを増やすという産油国の石油供給政策の変更に伴い、メジャーが系列外石油業者への石油供給削減を通告するといった報道が相次ぎ、これらが石油に弱い日本のイメージを強め、新たな円安要因となった。加えて、この間、アメリカ連邦準備当局が7月から9月まで3か月連続して公定歩合⁽³⁰⁾を0.5%ずつ引き上げたが、さらに10月6日には、公定歩合の1%引上げ、金融機関に対する債務増加額準備率の設定などを内容とする新たなインフレ対策を発表した。⁽³¹⁾ 同時に、今後日々のオペレーションを行うに際し、銀行の保有するリザーブの調節に重点を置き、フェデラル・ファンド・レートの短期的な動きには従来ほど留意しないという新たな金融調節方式もあわせて打ち出した。これら一連のアメリカの金融引締め措置は、当然のことながら同国の金利の上昇をもたらし、

為替市場における円安感を一段と強めた。このため、円相場はとくに10月に入ってから円安傾向を強め、10月上旬に225円前後、10月半ば以降はついに230円台で推移するに至った。

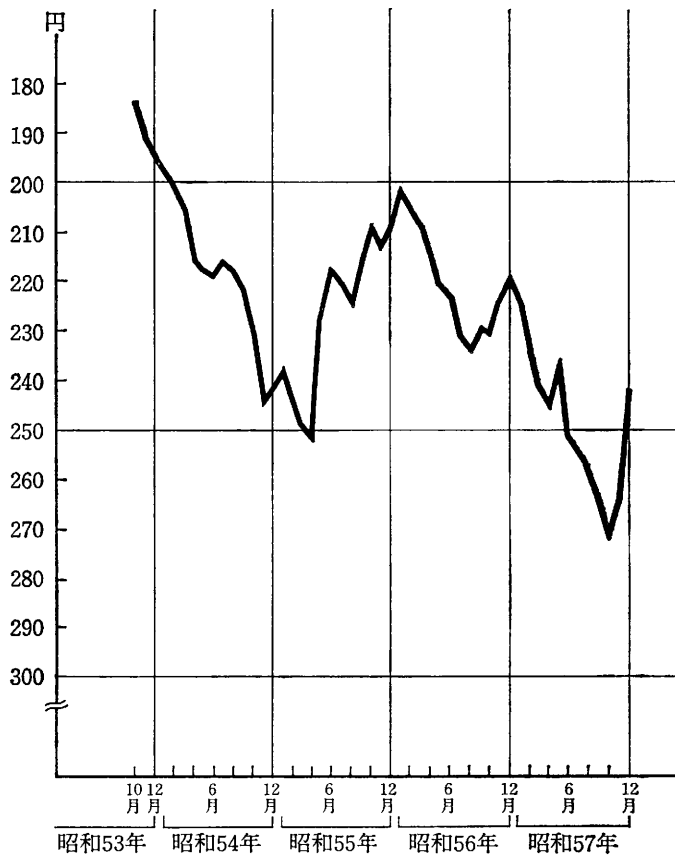
こうした状況のなかで本行は10月中旬に、①これまでの高いテンポの経済の拡大から国内需給関係はさらに引締まりの方向にあり、今後拡大テンポは鈍化するにしても緩やかな程度にとどまり、企業収益も引き続き高水準を持続する見通しである、②金融面では、マネー・サプライの伸び率は鈍化しつつあるが、企業金融は総体としてなおゆとりを残している、③経常国際収支は当面かなりの赤字を続け、この面からは円安傾向が持続する可能性が大きい、④石油情勢についても、一部の産油国が個別に石油の再値上げを通告する動きがみられること、輸入原油に占める高値スポットもののウエートが上昇しつつあること、12月に予定されている OPEC 総会で第4次値上げが決まる見通しが強まっていることなど事態は悪化の兆しをみせている、⑤こうした状況のなかで卸売物価は4月～6月に年率19%強の上昇のあと、7月～9月には21%強と騰勢を一段と強め、10月に入ってから予想以上に高い上昇を続けており、11月～12月にもかなりの騰勢を示す見通しである、といった情勢判断に基づき、もう一段の金融引締め措置をできるだけ早い段階に実施する必要があるとの考えを固めた。⁽³²⁾

こうして本行は早速公定歩合1%引上げという線で政府側との意見調整に入ったが、前述のようにそのころから為替の円安傾向が一段と強まり、この面からは一日も早い引上げが望ましいと考えられたが、反面政局の混迷が引上げのタイミングを難しいものとした。すなわち、10月7日に実施された衆議院議員選挙において自由民主党が敗北したのに伴って同党内で抗争が生じ、政治的空白が長期間続いた。「金融政策は本行の専管事項ではあるが、国の経済政策の重要な一環でもあるので、できれば政局が落ち着く目途がついたところで実施したい。しかし政局の混迷が長びく過程で、円安の一層の進展など急を要する情勢に立至った場合は、政局の推移に拘らず、踏切ることもやむをえない」というのが森永総裁の基本的な考え方であり、こうした考え方を同総裁は金子蔵相に申し入れていたが、⁽³³⁾大蔵省側からは新内閣の成立まで待つてほしいという要望が強かった。

このような情勢のなかで本行は政局と為替相場の両面を慎重に見守り続けたが、月末近く為替相場がいっそう円安化するに至って本行は公定歩合の引上げを決断した。政府側も政局が依然不安定ななかで本行の強い要請を受け入れ、本行は11月1日臨時政策委員会において公定歩合を1%引き上げることを決定し（商業手形割引歩合、年5.25%→6.25%）、2日から実施した。

公定歩合引上げに関する政策委員会議長談では、その趣旨につき「日本銀行は今後とも物価の上昇を極力抑制するため」公定歩合の引上げを決定したこと、ならびにこの措置が「為替相場に対しても安定的な効果をもたらすことを期待している」旨述べ、物価安定をあくまで中心に据えるとともに、為替相場への好影響⁽³⁴⁾

図3-1 円為替相場の推移



(注) インターバンク対米ドル直物中心相場の月中平均。

(出所) 日本銀行保有資料。

3. 第2次石油危機の発生と対応

を期待するといった点をニュアンスとして前2回よりもやや強調した。また政府が景気と物価の両にらみ姿勢をとり続けていたこととの関係から、今回も総需要の抑制ないし調整のためという打出し方は避けることにした。

なお今次の公定歩合引上げに際しては、本行は一方で市中貸出標準金利と1年ものの定期預金金利の逆ざや(0.5%)を解消するとともに、他方市中貸出金利をはじめ全般的な金利水準の上昇を促進して金利機能を働かせるため、預貯金金利の0.5%引上げが望ましいと考えていたが、大蔵省側の主張により預貯金金利は据え置かれた。こうした預貯金金利の据置きに伴い、その後本行に直接個人から苦情が寄せられ、さらに市中銀行等の個別の貸出金利引上げ交渉が部分的に難航するといった問題も生じた。⁽³⁵⁾⁽³⁶⁾

第3次公定歩合引上げ後も為替相場は、イランにおけるアメリカ大使館占拠事件を契機とする両国の関係悪化などの影響もあり、円安傾向を続け、11月末近くには250円台乗せという場面も生じた。このため11月27日に本行は輸入決済手形制度の取扱いを停止することを決定し(12月3日以降実施)、また大蔵省は同日、為替市場の動きを的確に把握するのに必要な報告体制の整備、ならびに外国為替銀行の持高規制枠の拡大、インパクトローン導入の許認可の運用弾力化など5項目の円安対策を講じる旨発表した。⁽³⁷⁾

昭和55年2月の予算案国会審議中の公定歩合引上げ

昭和54年12月16日、森永総裁はそれまでの再三にわたる大平首相からの再任要請を断って任期満了で退任し、翌17日、第24代総裁に本行出身でそれまで副総裁の地位にあった前川春雄が就任した。

当時為替相場は前月末の円安対策の効果もあり、市場に円割安感が浸透し、若干の反騰局面にあったが、同月17日からカラカスで開催されるOPEC総会の成行きいかんでは、さらに円安→物価高が進むことが懸念されていた。前川総裁は大平首相から辞令を受けた際同首相に対し「今度のOPEC総会後の情勢いかんでは、財政、金融、為替政策を総動員し、海外中央銀行の協力も要請して、パッケージで政策を打ち出す必要があるかもしれない。その時は宜しく願いたい

……国会で予算審議中に金利政策を発動できないというのでは、機動的な金融政策の運営ができないので、予算審議中といえども必要な際には手をうてるようにしたい。この点は是非御理解を頂きたい」と申し入れた。竹下蔵相にも同趣旨のことを要請した。⁽³⁸⁾

成行きが懸念されていた OPEC 総会（17日～20日）では、その直前にサウジアラビアなどの OPEC 内穏健派諸国が標準油種価格を 1 バレル18ドルから11月初めに遡及して同24ドルに引き上げる旨発表し、同時に総会において各国間で不統一になっていた原油価格の再統一を目指して努力したが、30ドル以上を主張するリビア、イランなど強硬派と折り合わず、総会はなんらの結論を得ることなく終わった。⁽³⁹⁾その後他の OPEC 加盟国はさみだれ的に値上げを図ったが、これに対するわが国産業界や為替市場の直後の反応は意外に冷静であった。

しかし、実際にはこのときの原油値上げ幅は、1 バレルにつき 6 ドル、約33%の引上げであり、第2次石油危機の一連の値上げのなかで最大幅のものであった。さらに、昭和55年1月にも標準油種価格で2ドルの値上げが行われ、これを含めると、両月の値上げは約44%の大幅なものとなった。さらに、国際政治面ではイランの情勢がいっこうに好転しないなかで、54年12月下旬、アフガニスタンでクーデターが起こり、ソ連が軍事介入するという事件が発生した。このような諸情勢を背景に55年に入るや年初から国際商品や戦略物資の市況が急騰をみせ始めた。

一方、国内では景気の堅調持続から需給関係は引締まりの度合いを加えた。さらに電力・ガス料金につき、平均5割～6割という大幅値上げ申請が1月下旬に行われたほか、当初秋ごろとみられていた鉄鋼の建て値引上げが予想外に早く行われそうな気配が強まり、物価先高感をこの面からも刺激した。

こうした内外の諸要因によって、国内の商品市況は1月半ば以降石油のみならず鉄鋼、繊維、紙、非鉄、化学など広範囲な品目につき急激な上昇を示した。またこれに伴って卸売物価は一段と騰勢を強め、1月は前月比プラス2.1%と前年以来初めて2%台の上昇を示した（前年同月比プラス19.3%）が、2月もほぼ同程度の上昇の可能性が強いものとみられるに至った。

3. 第2次石油危機の発生と対応

こうしたなかで、インフレ・ムードが広まり、企業は販価引上げ指向を強め、コストアップ分の先取りの転嫁を図ろうとする動きもみられ、他方需要者側は値上げを安易に受け入れる傾向が強まり、仕入れ価格先高を見越した仮需も台頭し始めた。

消費者物価は前年秋口まで前年同月比2%～3%高の落ち着いた動きを示していたが、その後卸売物価高騰の影響が浸透して前年同月比伸び率は急速に上昇し、55年1月には6.6%にまで達した。消費者の態度は総じてまだ落ち着いているものの、すでに金製品、絵画、ゴルフ会員権などに投機買いの動きがみられ、地価の高騰や各種公共料金の引上げ見込みもあって徐々に不安心理が高まっており、今後消費者物価上昇率がさらに高まっていけば、消費者の間にもインフレ・マインドが広がるおそれが生じてきた。

2月に入り本行は、以上のような年初来の物価情勢の悪化、経済界におけるインフレ期待の広がり进行をながめ、ここで政策対応をちゅうちょすれば、国民のインフレ心理は一挙に燃え上がる懸念が強いと考え、公定歩合の大幅引上げを含む引締め強化措置を早期に実施せざるをえないと判断するに至った。⁽⁴⁰⁾

しかし公定歩合引上げのタイミングとしては、衆議院で次年度予算案が審議中のこの時期が最悪であった。政府予算案は、作成時点でそのときの金利を前提に策定されており、公定歩合が変更されるとその前提が変わるために、予算案の審議を予定どおり円滑に進めることが困難になるという理由で、政府は衆議院での予算案審議中の公定歩合変更、とくにその引上げには強い拒否反応を示しており、実際に戦後の長い公定歩合変更の歴史をみても、予算案の衆議院通過後参議院で審議中に変更されたことはあっても、衆議院審議中に公定歩合が引き上げられた例はなかった⁽⁴¹⁾（公定歩合引下げについても同様で、昭和34年2月に1回例外があっただけである）。しかも、このときには、先の衆議院議員選挙において自由民主党の議席数が減少し、与野党は勢力伯仲、予算委員会では野党のほうが多いという情勢下にあったため、公定歩合の引上げは野党の予算修正要求に絶好の口実を与え、予算案審議が紛糾することは必至であるとの懸念が政府部内で強く抱かれていた。

本行はすでに1月から政策運営の在り方につき政府と意見調整を重ねていたが、物価ならびに経済情勢の認識については両者の間にさほどの相違はなく、ただ上記のような事情から予算案の衆議院通過が予想される3月上旬末ごろまでは政府としては公定歩合引上げに絶対に反対であるとの意向が強かった。大蔵省では公定歩合引上げがある場合の予算対応について各種の技術的検討を行ったが、妙案は得られなかった模様で、前川本行総裁が竹下蔵相と懇談した際、大蔵省側は、結局この案件は首相の決断にかかる問題であるが、財政当局としては首相から最終的に意見を徴されたとき、予算案を無修正のままで通過させうると答える自信はないとし、衆議院通過後公定歩合引上げを含む総合的物価対策を打ち出すことではどうかと述べ、予算案の衆議院通過まではどうしても引上げを待ってほしいとの姿勢を崩さなかつた⁽⁴²⁾。

たしかに、もし本行が衆議院での予算案審議中に公定歩合引上げに踏み切れば、野党の出方いかんによっては、発足後間もない第2次大平内閣にとって重大な政治的問題を引き起こす可能性のあることは否定できなかった。しかし、さればといって衆議院通過まで1か月以上もの間適切な政策対応を行わなければ、情勢が一挙に悪化することは明らかであった。もし輸入インフレーションがいわゆるホームメイド・インフレーションに転化してしまえば、せっかくのこれまでの努力が水泡に帰することになる。本行としては昭和47年～48年の苦い経験を忘れることはできなかった。前川総裁は公定歩合引上げの断行が上記のように現内閣にとり政治的に正に重大問題であることは重々承知していたが、そのために物価安定に関する本行の責務をおろそかにすることはできないと考えた。

前川総裁は苦悩のなかで数日間熟慮のうえ、この問題につき直接大平首相と懇談することを決意した。2月9日（土曜日）夕刻、前川総裁は大平首相私邸でひそかに会見し、固い決意で、現状はある意味で狂乱物価寸前の姿に似てきているとして、物価情勢がいかに緊迫しているかをうる説明した後、「国会運営上困難な問題があることはよく承知しているが、こうした物価情勢にかんがみ、できるだけ早く公定歩合を引上げたい」と述べた。そして大平首相が「情勢はよく分つた。よく考えて然るべくご返事したい」と答えたのに対し、「できれば来週中に

3. 第2次石油危機の発生と対応

表 3-2 準備預金準備率（昭和55年 3 月 1 日実施）

1. 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(下表のとおり)						
	変 更 後			変 更 前		
	預金残高区分	預 金 区 分	準備率 (%)	預金残高区分	預 金 区 分	準備率 (%)
銀 行 長期信用銀行 外国為替銀行	2兆5000億円超	定期性預金	1.75	2兆円超	定期性預金	1.625
		譲渡性預金	1.75		譲渡性預金	1.625
		その他の預金	3.25		その他の預金	2.5
	8000億円超 2兆5000億円 以下	定期性預金	0.75	5000億円超 2兆円以下	定期性預金	0.625
		譲渡性預金	0.75		譲渡性預金	0.625
		その他の預金	2.0		その他の預金	1.25
	8000億円以下	定期性預金	0.25	5000億円以下	定期性預金	0.125
		譲渡性預金	0.25		譲渡性預金	0.125
		その他の預金	1.0		その他の預金	0.25
相 互 銀 行 信 用 金 庫	8000億円超	定期性預金	0.25	5000億円超	定期性預金	0.125
		譲渡性預金	0.25		譲渡性預金	0.125
		その他の預金	1.0		その他の預金	0.25
	1200億円超 8000億円以下	定期性預金	0.25	800億円超 5000億円以下	定期性預金	0.125
譲渡性預金		0.25	譲渡性預金		0.125	
その他の預金		1.0	その他の預金		0.25	
800億円超 1200億円以下	設 定 せ ず		500億円超 800億円以下	設 定 せ ず		
農林中央金庫		定期性預金	0.25		定期性預金	0.125
		譲渡性預金	0.25		譲渡性預金	0.125
		その他の預金	1.0		その他の預金	0.25
					準 備 率	
2. 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%（変更前0.125%）		
3. 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%（変更前0.125%）		
4. 外貨預金等および非居住者自由円債 務の残高についての準備率				外貨預金等についての準 備率		0.25%（据 置 き）
				非居住者自由円債務につ いての準備率		0.25%（据 置 き）

「ご返事頂きたい」と要請した。⁽⁴³⁾

翌週に入り政府からの連絡はなかなかこなかったが、その間2月15日の衆議院予算委員会に参考人として出席した前川総裁は、公明党二見伸明議員から予算案の国会審議中に公定歩合の引上げを行うことの是非につきどう考えているかとの質問を受けたのに対し、予算が経済全体に非常に大きな影響を及ぼすものであるという点からいえば予算案の通過が予定どおり行われることが必要であろうと思っているが、「金融政策もまた経済全般に非常に大きな影響がございます。そのときどきの情勢に応じて必要があれば機動的に運営してまいるべきものであろうというふうに思います。それに金融政策は、機動的かつ弾力的に発動できるという利点がございます。そういう点から、どういう事情がございまして、金融政策の変更が必要であるというふうに判断される場合におきましては、公定歩合を含めまして金融政策上の措置をとって対応してまいるというふうに決心しております」⁽⁴⁴⁾とき然たる態度で答えた。

その翌日の16日（土曜日）午前、政府から公定歩合引上げを了承する旨の連絡を受けた。大平首相は野党とのトラブルを生ずる懸念をおかして、物価安定を優先させる決断を下したのである。こうして長年にわたって固守されてきた先例は破られた。⁽⁴⁵⁾

本行は55年2月18日（月曜日）、公定歩合を1%引き上げることを決定し（商業手形割引歩合、年6.25%→7.25%）、翌19日から実施した。同時に本行は準備預金準備率についても引き上げる方針であることを明らかにしたが、2月26日に表3-2のとおり準備率の引上げを決定し、3月1日から実施した（定期性預金につき0.125%、その他の預金につき0.75%引上げ、ただし銀行・相互銀行・信用金庫については預金残高区分を改定。この準備率引上げにより約4400億円の資金が吸収されることになった）。

今次の第4次公定歩合引上げに伴い、預貯金金利については定期性預金につき1%、要求払預金につき0.75%引き上げられ、民間金融機関預貯金および郵便貯金⁽⁴⁶⁾のいずれも3月10日から実施された。

昭和55年3月の公定歩合大幅引上げ

公定歩合の第4次引上げ後物価情勢はいっそう厳しさを加えた。2月の卸売物価の上昇率は2%程度という月初の予想を大幅に上回る2.6%の高騰を示し、また消費者物価の前年同月比上昇率は1月の6.6%から2月には8.0%へと高まった。これまでの物価高騰の背景にあった国内需給関係の引締まり、物価先高感の強まり、仮需の台頭などといった諸要因は2月に入って前月よりもさらに強まる傾向が見受けられた。

そのうえ前年12月から小康状態にあった為替相場が再び円安傾向に転じ、この面からも物価情勢を悪化させた。すなわち、2月19日からわが国は公定歩合を引き上げたものの、内外金利の関係ではその直前の15日のアメリカの公定歩合1%⁽⁴⁷⁾引上げによっていわば帳消しになっていたうえ、その後アメリカの市場金利が一段の上昇気運を示して内外金利差が拡大傾向をたどったこと、基本的にはわが国経常国際収支の大幅赤字持続、国内物価情勢の悪化などの諸要因によって、2月下旬以降円安が急速に進み、月末には円相場は250円寸前にまで下落した(前月末比4.6%円安化)。

2月の公定歩合引上げは前述のように予算案の衆議院での審議中の引上げということで従来のタブーを破る画期的な措置であったが、それだけに本行としてはともかく引上げを実現すること自体に全力を注ぎ、とりあえずインフレ・マインドの拡大に一応の歯止めをかけようとするものであったから、当時の情勢に対比し、公定歩合引上げ幅の1%はやや不十分との感じを抱いていたものの、やむをえないとし、今後の情勢しだいではいずれ追加引上げが必要になるだろうと考えていた。

こうした事情のもとで上記のように物価をめぐる情勢が一段と悪化したため、本行は第4次引上げの決定からわずか1週間後の2月下旬には、わが国経済のファンダメンタルズ改善のための政策対応を主軸に、為替面の対策を包含した強力なパッケージを機動的に打ち出すことが必要であるとの判断を固めた。⁽⁴⁸⁾

その後、前述のように、2月末にかけて円安が急進展する気配を示したのに対応し、こうしたパッケージ構想から円相場安定対策が切り離されてとりあえず実

施されることになり、3月2日に本行と大蔵省から共同で発表された。その概要は、①わが国は、アメリカ、西ドイツ、スイスの各通貨当局と協調して為替市場に介入し、そのいっそうの安定化に努める、②そのため、アメリカ通貨当局もニューヨーク市場において、自己勘定で円相場支持介入を行い、必要が生じれば、本行とのスワップ取決めの発動に応じる、③さらに資本流入促進策として、外国為替銀行の本支店自由円勘定を通ずる海外からの資金取入れの弾力化、外国中央銀行等の自由円預金の金利自由化、本邦企業等の円建て私募債海外発行の弾力的取扱い、本邦為替銀行の中長期インパクト・ローンの貸付けを認めるなどインパクト・ローンの導入のいっそうの弾力化などを実施するという内容であった⁽⁴⁹⁾（なお本行政策委員会は3月7日、外国中央銀行等の預金について「臨時金利調整法」に基づく規制を適用しない旨決定し、10日から実施した）。

この円安対策発表後、アメリカ側勘定による介入と本邦側勘定による委託介入の両者がニューヨーク市場で行われる一方、スイスにおいてもスイス国民銀行（Banque Nationale Suisse）が円買い介入を実施し、当然東京市場でも積極的な円買い介入が実施された。さらに、本行とスイス国民銀行および西ドイツ・ブundesbankとの間で、その後スワップ取決めについての細目の詰めが行われ、まず、スイス国民銀行のロイトビラー（F. Leutwiler）総裁の来日を機会に、55年4月1日、極度額2000億円の初めての円・スイスフランのスワップ取決めが本行とスイス国民銀行との間で締結され、同日その旨発表された⁽⁵⁰⁾。また、本行と西ドイツ・ブundesbankとの間にも極度額25億マルクの円・西ドイツマルクのスワップ取決めが結ばれ、55年5月2日に発効をみた⁽⁵¹⁾。円相場は、国際協力による円防衛策発表後、3月半ばまで250円よりわずかに円高の水準で比較的安定した推移を示したが、3月14日のアメリカの総合インフレーション⁽⁵²⁾対策の発表とアメリカ市場金利の高騰もあって、4月上旬に再び円安となり、アメリカの対イラン国交断絶直後の4月8日には一時円は260円を若干超え、260円25銭まで急落したが、これを底値に以後円は反騰に転じていった。

一方本行は、物価情勢の悪化に対応する基本対策としては、政府とともに総需要抑制の方針を明確に打ち出し、財政と金融が一体となってインフレ・マインド

表 3-3 準備預金準備率 (昭和55年 4 月 1 日実施)

		預金残高区分	預金区分	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	2兆5000億円超	定期性預金	2.0 % (0.25%引上げ)
			譲渡性預金	2.0 % (0.25%引上げ)
			その他の預金	3.75% (0.5 %引上げ)
		8000億円超 2兆5000億円以下	定期性預金	1.0 % (0.25%引上げ)
			譲渡性預金	1.0 % (0.25%引上げ)
			その他の預金	2.25% (0.25%引上げ)
		8000億円以下	定期性預金	0.25% (据置き)
			譲渡性預金	0.25% (据置き)
			その他の預金	1.25% (0.25%引上げ)
	相互銀行 信用金庫	8000億円超	定期性預金	0.25% (据置き)
			譲渡性預金	0.25% (据置き)
			その他の預金	1.25% (0.25%引上げ)
		1200億円超 8000億円以下	定期性預金	0.25% (据置き)
			譲渡性預金	0.25% (据置き)
			その他の預金	1.25% (0.25%引上げ)
		農林中央金庫	定期性預金	0.25% (据置き)
			譲渡性預金	0.25% (据置き)
			その他の預金	1.25% (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				0.5 % (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)
外貨預金等および非居住者自由円債務の残高についての準備率	外貨預金等についての準備率		0.25% (据置き)	
	非居住者自由円債務について の準備率		0.25% (据置き)	

の定着を阻止することが必要であるとの考えを固め、3月中旬初め具体的措置の検討ならびに政府側との意見調整に入った。総合対策の実施については政府との間に意見の相違はなかったが、政府側は本行が前年夏以来要望してきた「総需要抑制」という強い政策姿勢を打ち出すことについては予算案が国会で審議中の折から困難であるとして、総合対策の文言としては、「適切な総需要の管理に全力を傾注し」という表現が用いられ、政策転換のニュアンスが示されることになった。⁽⁵³⁾

こうして本行は、この際金融政策面の措置としては、十分な打ち止め感を出しうるような強力な措置を講ずべきであると考え、前回引上げ後からちょうど1か月後の55年3月18日に、公定歩合を1.75%引き上げることを決定し、翌19日から実施した。この結果、商業手形割引歩合は9%と第1次石油危機時のピークと同水準に達し、厳しい引締め措置がとられることになった。またこれと同時に準備預金準備率を引き上げることも併せ決定し、4月1日から実施した（この措置による資金吸収額は約5000億円、準備率の引上げ幅は、「その他の預金」につき0.25%~0.5%、定期性預金については預金残高8000億円以上の銀行についてのみ0.25%、表3-3）。

今次の危機レートとでも称すべき高水準への公定歩合第5次引上げに伴い、預金金利については、金利政策の実効を期するという観点からは市場金利とのかい離拡大を避けることが望ましいが、一方、金利引下げ局面での機動性の確保に留意しておくことも必要であり、かつインフレ心理の拡大を阻止し、また為替円安化を防止するという当面の緊急目的のためには、短期金利に重点をおいて金利水準の上昇を促せばよいという趣旨から、定期預金のうち3か月ものおよび6か月ものについて1%、1年ものおよび2年ものについて0.75%、要求払預金について0.5%引き上げられることになり、4月14日から実施され、また郵便貯金金利も同日ほぼ同幅の引上げが実施された。⁽⁵⁴⁾

なお政府は、3月19日に物価対策7項目を閣議決定したが、そのなかに「55年度予算成立後の執行についても、別途、早急に目標を定めて、当面、抑制的な事業執行を図る」旨の方針が織り込まれた。⁽⁵⁵⁾

ホームメイド・インフレーションの回避

昭和55年2月、3月と相次いで金融引締め政策が強化され、公定歩合の水準が累計で3%弱も大幅に引き上げられた後、しばらくは物価の騰勢が続いた。すなわち、卸売物価は3月に前月比2.0%の上昇を示した後、4月には電力・ガス、鉄鋼、石油製品などの大口値上げが集中し、その他の品目についても原料コスト高の製品価格への波及が進行したことからさらに2.7%の大幅上昇を示し、前年同月比上昇率は24.0%に達した。

しかし5月に入ると、それまでの激しい騰勢は一挙に収まり、同月以降年末まで大勢横ばい気味に推移し、インフレーションは沈静した。消費者物価も、その前年同月比上昇率が前年秋口の3%台から55年2月には8%台へと急騰し、その先行きが懸念されていたが、その後年末まで7%～8%台のままで推移した。

卸売物価が5月以降落着きを取り戻した背景には、海外からの要因として、原油大幅値上げの一巡やアメリカの景気後退などを映じた国際商品市況の反落などから、輸入インフレ圧力が弱まる一方、為替相場が円高に転じたため（月中平均相場は5月から12月までに16.6%円高化）こうした傾向をさらに強めたという事情のあったことが指摘される。円相場の反転上昇は、わが国の公定歩合の大幅引上げが行われた一方で、4月中旬以降米ドル金利が低下方向に向かったことを契機として生じたが、さらに8月下旬ごろ以降はわが国の経常国際収支と物価動向の改善が為替市場で評価され、いわゆる石油に弱い日本のイメージが払しょくされたことが円高基調の要因となったものである。経常国際収支は原計数で55年10月～12月に約2年ぶりに黒字に転じたが、そのうちの貿易収支を季節調整しても、同年4月～6月の41億ドルの赤字から10月～12月には2.2億ドルの赤字とほぼ均衡を回復した。

このような海外物価の下落や為替相場の円高化などによる影響を軽視してはならないが、しかし、物価の早期安定をもたらしたさらに重要な点は、4月までの強い輸入インフレ圧力がいわゆるホームメイド・インフレーションに転化するのを回避しえたことであり、この点は前回インフレーション期（第1次石油危機を含む47年～49年）と基本的に異なるところである。たとえば製品加工度による内

訳分類別の卸売物価動向をみると、図3-2にみられるように、前回インフレーション期には第1次石油危機発生後だけでなく、それ以前の石油以外の海外物価が高騰した時期においても、卸売物価は素原材料品だけでなく、完成品まで高騰し、わが国経済の広範な領域にわたってインフレーションが浸透し、いわゆるホームメイド・インフレーションに陥っていたことが示されている。しかし、第2次石油危機の際には、原油などの輸入価格高騰の直接的波及効果が大きい素原材料品は、時点のとり方によっては前回よりも大幅の上昇を示しているのに対し、完成品の上昇率は著しく小幅にとどまっており（素原材料品上昇率に対する完成品上昇率の比率（弾性値）は前回の約3分の1に低下）、インフレーションのホームメイド化阻止が成功したことを如実に物語っている。このような相違は消費者物価や国民総支出デフレーターの前年比上昇率でも明白に示されており、消費者物価指数は、ピーク時（55年9月）で8.9%と一けた台に収まり（前回ピークは49年2月、26.3%）、国民総支出デフレーターに至っては、ピーク時（56年1月～3月）において4.5%とマイルドな騰勢にとどまった（前回ピークは49年4月～6月、21.9%）。こうした第2次石油危機後のわが国の物価パフォーマンスは、主要国との対比でも表3-4にみられるように優れたものであったといえる。

表 3-4 主要国の国民総支出デフレーター上昇率

(単位：%)

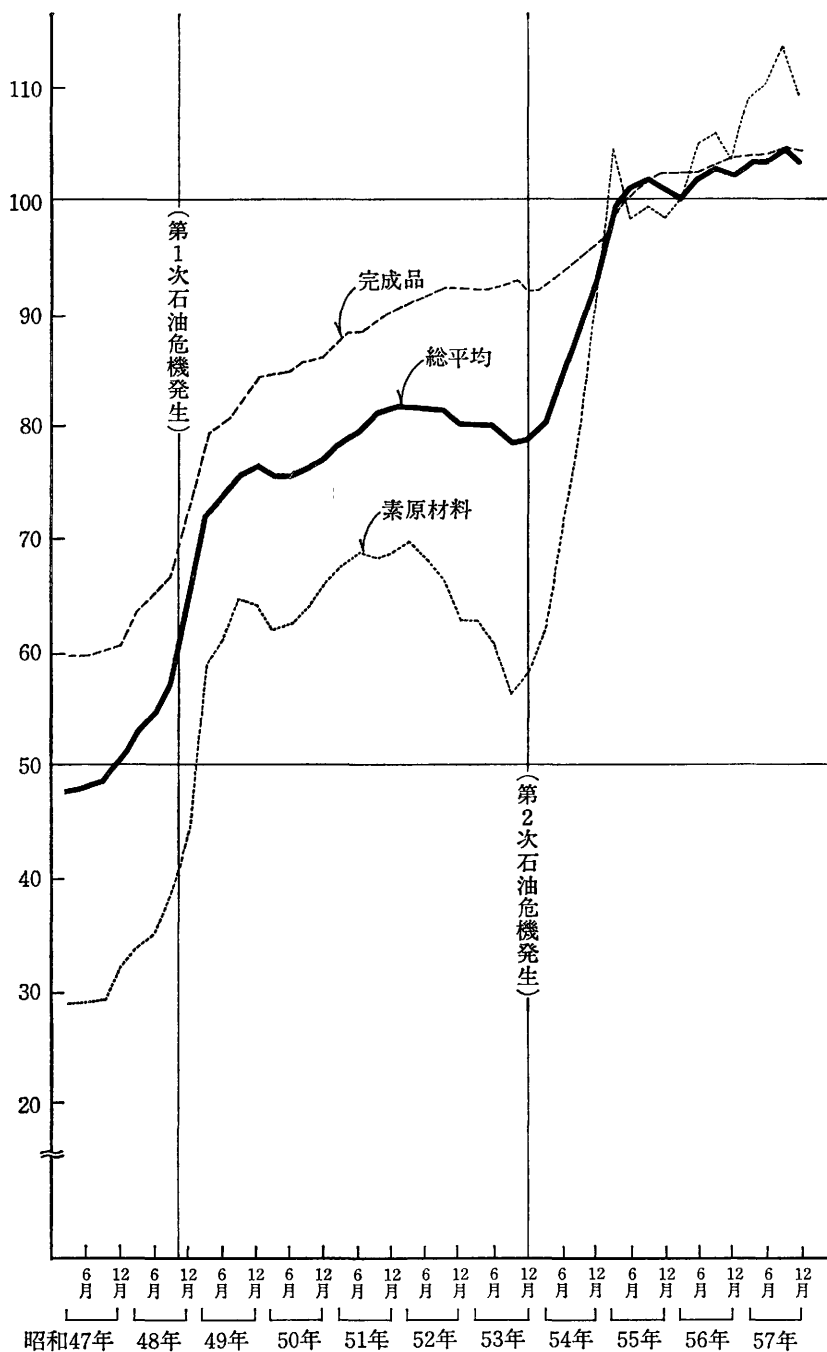
	日 本	アメリカ	西ドイツ	イギリス	フランス	イタリア
1961年～1970年	4.8	2.7	3.5	4.2	4.3	4.5
1974年～1978年	8.9	7.3	4.8	16.2	10.6	17.4
1979年～1981年	2.7	9.1	4.2	15.3	11.5	18.3

(注) 年率。

(出所) 日本銀行統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』同局、昭和49年5月および同58年6月（ただし作成は日本銀行調査統計局）。

一方、石油代金の大幅支払い増という形で生じた産油国への所得移転によるわが国経済が受けたデフレーション的影響についても、第1次および第2次石油危機発生後の実質国民総支出の動きをみると、第2次のほうがかなり軽微にとどまった。支出項目別には、民間設備投資が前回減少に転じたのとは反対に堅調を続

図3-2 製品加工度別卸売物価指数



(注) 昭和55年=100。中間品および輸出品を除く。

(出所) 日本銀行調査統計局『物価指数年報』。

けたこと、個人消費や住宅建設等を合わせた家計関連支出も前回は減退したのに対し、今回は横ばいで推移したこと、一方、輸出は前回と同様に大幅な増加を示したことが指摘される（表3-5）。

表 3-5 第1次および第2次石油危機前後の実質国民総支出の推移

(単位：%)

	前回（第1次石油危機）			今回（第2次石油危機）		
	昭和48年	昭和49年	昭和50年	昭和53年	昭和54年	昭和55年
実質国民総支出	8.8	-1.2	2.4	5.1	5.2	4.8
輸出等	8.3	22.3	3.7	0.2	6.6	18.8
国内最終需要						
民間最終消費支出	9.3	-0.7	4.1	4.7	5.9	1.3
民間住宅投資	16.2	-12.7	2.5	6.6	-1.0	-9.4
民間設備投資	16.0	-5.1	-5.5	6.6	11.8	8.0
公的支出	7.1	-4.7	6.7	10.6	2.8	-1.2
民間在庫投資	22.5	31.3	-92.7	-32.8	209.0	10.1
(控除)輸入等	23.9	7.1	-9.4	6.5	14.7	-3.9

(注) 対前年比増加率。

(出所) 前掲『国民経済計算年報』昭和60年版。

また、鉱工業生産の動きをみても、前回は石油危機発生前の水準に比べ一時2割もの減少を示し、元の水準へ戻るのに約4年半も必要としたのに対し、今回は石油危機発生後も増勢を続け、55年後半から翌年前半にかけ停滞したものの、その後再び増勢に転じ、前回に比べかなり軽度の影響を被るにとどまった。

以上のように第2次石油危機に際してインフレーションのホームメイド化が阻止され、またインフレーションの収束過程において生じた経済へのデフレーション的影響も比較的軽微にとどまった。第1次石油危機発生後の時期と対比した場合、こうした相違の生じた理由としては、原油値上げ直前の経済情勢（いわゆる初期条件）が異なっていたこと、すなわち前回はすでに景気が過熱化し、インフレ心理が経済各部門に浸透していたのに対し、今回は景気がようやく本格的上昇に入る段階であったこと、こうしたなかでインフレ心理の台頭・拡大を防止しようとして、早めに金融政策が運営されたこと、これによって前回のように企業・家計両部門にわたって大規模な仮需・投機的需要が生ずるといった事態が避けられたこと、またこの間賃上げ率が労働生産性のすう勢から大きくかい離しない範

囲で決定され、賃金と物価の悪循環が生じなかったこと、などが一般に指摘されている。⁽⁵⁶⁾

上記の諸要因のうち、前回は初期条件としてすでにインフレーションが進展をみていたという点については、それ以前の政策運営の在り方に大きな問題点があったことは前述したとおりである。一方、昭和50年以降本行は金融緩和政策を推進した時期においても、マネー・サプライが過剰にならないよう留意し続けた。

こうした政策運営が、金融政策の中心目標は物価の安定にあるという点についての厳しい自覚、使命感に支えられたものであったことは、既述のとおりであるが、そうした本行の姿勢が、昭和54年4月に経済情勢の微妙な変化にも敏速に対応し、本行外部で時期尚早論も強いなかで早期に引締め政策に果断に転換したこと、また相次ぐ原油価格の引上げのなかで、インフレ・マインドの拡大の懸念が生じた際、昭和55年2月に衆議院で予算案を審議中に公定歩合を引き上げるといふそれまでのタブーを破る決断に踏み切ったこと、など文字どおり金融政策の機動的運営を実現させたのであった。この間マネー・サプライの増勢は鈍化した（ $M_2 + CD$ 平均残高の前年同期比増加率は54年1月～6月の12%台から同年7月～12月に11%台、55年1月～6月に10%台、同年7月～9月に8%台へと低下）、こうした本行の政策運営姿勢とその結果としてのマネー・サプライの増勢鈍化がホームメイド・インフレーションの発生を未然に防ぐのに大いに寄与したといえよう。⁽⁵⁷⁾

そして石油危機後の経済へのデフレ的影響が前回より軽微にとどまったのは、たとえば民間設備投資につき数年にわたるストック調整が終わり、投資の上昇局面に入った直後であったというような条件の相違はいくつかあったにしても、基本的にはインフレーション進展の度合い・段階が異なったことが、当然その後に生ずる経済へのデフレ的影響を軽微にしたことは明らかである。

一方、前回のインフレーション期との相違をもたらした諸要因に関し、やや視点を変えた見方として、今回は前回の経験を生かして国民、企業、政策当局などがより適切に対応しようとした、いわゆる「学習効果」を指摘する主張もみられる。⁽⁵⁸⁾

この点に関連し、第2次石油危機に際して国民各層が、物価の安定維持は結局健全な企業経営や国民生活を支える基盤となるものであり、適切な経済発展の基礎条件であるとの意識を従来よりかなり強く持つようになったことも金融政策の運営を円滑化するうえで寄与したことは否定できない。新聞論調も総じて好意的であった。54年4月の予防的金融引締め実施の際には、「日銀総裁がインフレから通貨価値を守るという姿勢を厳しく示したという意味では、こんどの公定歩合操作に至るまでの言動は評価できる⁽⁵⁹⁾」、あるいは「インフレ予防の観点からは、当然の決定⁽⁶⁰⁾」といった論評など、ほとんどの新聞が公定歩合引上げに肯定的であった。同年7月、11月の第2次、第3次の引上げに際しても、金融政策に偏りすぎるとの批判はあったものの、総じて本行の措置を当然のことと評価した⁽⁶¹⁾。また、55年2月の際にも、「新ルールを築く／予算審議中“聖域”に踏み込み⁽⁶²⁾」、「日銀利上げの機動性を評価する⁽⁶⁴⁾」といった論評が多く、3月の公定歩合大幅引上げに対しても、「いま、日本経済は物価高の荒波にもまれている。……この際、金融引き締めの強化は、単に『輸入インフレ』を助長する円相場下落を食い止めるためばかりでなく、『国内産のインフレ』の本格化を防ぐうえでもぜひ必要だ。……今回、日銀が金利の天井感を生み出すねらいをも込めて、公定歩合の上げ幅を一・七五％と大きめにし、預金準備率の引き上げをも併用することにしたのは、適切だと思う⁽⁶⁵⁾」といった論調であった。

また本行が金融政策の機動的な運営を図ろうとした際、政府首脳が前述のような本行首脳の果敢な決断に対し理解ある対応をとったこともホームメイド・インフレーションの回避を可能にさせた一因として見逃すことはできない。

(1) 1978年12月17日の「第52回 OPEC 総会コミュニケ」(石油連盟『石油業界の推移』昭和53年度版、同連盟、昭和55年、所収) 484ページ。

(2) 上掲書、昭和56年度版、昭和58年、166ページ、525ページ。

(3) 原油値上げによる石油代金増加額の名目国民総支出に対する比率は、わが国の場合、第1次石油危機時の2.0％に対し、第2次石油危機時は2.2％。

また第2次石油危機時における他の主要国の同比率はアメリカ1.2％、イギリス マイナス0.1％、西ドイツ1.1％、フランス1.6％、イタリア1.9％。

上記の比率は昭和48、49両暦年(第1次石油危機時)または昭和54、55両暦年(第2次

3. 第2次石油危機の発生と対応

石油危機時)における原油ならびに石油製品の純輸入額合計から、これら両暦年における輸出入単価が昭和47年または53年のそれと同一であった場合の純輸入額合計を差し引いた金額を、両暦年の名目国民総支出額合計で割って算出した。

- (4) 日本銀行保有資料。
- (5) 日本銀行保有資料。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 日本銀行保有資料。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 日本銀行保有資料。
- (11) 昭和54年2月17日付および同年2月25日付『日本経済新聞』を参照。
- (12) 日本銀行保有資料。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 『第八十七回国会衆議院大蔵委員会議録』第14号、昭和54年3月20日、1～2ページ。
- (15) 昭和54年2月9日付および同年3月8日付『日本経済新聞』を参照。
- (16) 日本銀行保有資料。
- (17) たとえば昭和54年3月21日付『日本経済新聞』は「東京サミット前でも金融引き締めに踏み切る可能性がある」とする「日銀首脳談」と「金融引き締めの必要はない」とする「自民首脳談」とを対比して掲げ、同月23日付同紙でも「過剰流動性すでに発生／日銀判断」「当面は物価・景気両にらみで／企画庁長官語る」「政策変更必要ない／大蔵省は反発」「金融引き締めは尚早／全銀協会長語る」の記事を同一紙面に掲載した。さらに同月31日付同紙は金融政策をめぐる各界の論議を囲み記事にまとめているが、本行のスタンスを紹介するとともに、これと対比して金子蔵相、徳田銀行局長の慎重論のほか通商産業省の「最近の日銀の言動は世の中をミスリードする恐れがある」との強い反対論を掲げている。
- (18) 1979年3月27日の「第53回 OPEC（臨時）総会コミュニケ」（前掲『石油業界の推移』昭和53年度版、所収）488～489ページ。
- (19) 前掲『調査月報』昭和54年4月号、68～69ページを参照。
- (20) 日本銀行保有資料。なお昭和54年4月10日付『日本経済新聞』（夕刊）および中川幸次『体験的金融政策論』日本経済新聞社、昭和56年、115ページ、124～126ページを参照。
- (21) 前掲『調査月報』昭和54年4月号、1ページ。
- (22) 昭和54年5月7日公布政令第130号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和54年4月27日大蔵省告示第36号「金融機関の金利の最高限度に関する件の一部を改正する件」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和54年5月号、43ページを参照。
- (23) 日本銀行保有資料。
- (24) 1979年6月28日の「第54回 OPEC 総会コミュニケ」（前掲『石油業界の推移』昭和54年

第6章 変動相場制下の金融政策

度版、昭和56年、所収）504～505ページ。

- (25) 昭和54年 6月30日付『日本経済新聞』（夕刊）を参照。
- (26) 日本銀行保有資料。
- (27) 前掲『調査月報』昭和54年 7月号、1ページ。
- (28) 昭和54年 8月10日公布政令第224号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和54年 8月 4日大蔵省告示第66号「金融機関の金利の最高限度に関する件の一部を改正する件」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和54年 8月号、38ページを参照。
- (29) 昭和54年 8月31日付『日本経済新聞』（夕刊）を参照。
- (30) 前掲『調査月報』昭和54年 8月号、63ページ、同年 9月号、68ページおよび同年10月号、61ページ。
- (31) 上掲『調査月報』昭和54年11月号、69～70ページを参照。
- (32) 日本銀行保有資料。
- (33) 日本銀行保有資料。
- (34) 前掲『調査月報』昭和54年11月号、1ページ。
- (35) 日本銀行保有資料。
- (36) 日本銀行保有資料。
- (37) 前掲『調査月報』昭和54年12月号、33ページを参照。
- (38) 日本銀行保有資料。
- (39) 前掲『石油業界の推移』昭和54年度版、186～187ページ。
- (40) 日本銀行保有資料。
- (41) 前掲『体験的金融政策論』143～144ページを参照。
- (42) 日本銀行保有資料。
- (43) 日本銀行保有資料。なお昭和55年 2月 9日の大平首相私邸での懇談には森田一首相秘書官と箕浦宗吉本行秘書役が同席し、総裁からの説明と意見交換が約 1時間にわたって行われた。
- (44) 『第九十一回国会衆議院予算委員会議録』第11号、昭和55年 2月15日、3ページ。
- (45) 新井俊三「大平政権一年半の足跡——第三回——異例の公定歩合引上げ劇」（『エコノミスト』第59巻第 3号、昭和56年 1月27日）によれば、前川総裁との会談の直後大平首相は箱根に静養に行き、熟慮したようであるが、結局 3日ぐらいたってから森田秘書官に「これは大蔵省に譲歩させることだね」と述べ、2月14日まではだれにも言うなと口止めた。こうして首相は決断したあと、自分の気持ちを竹下蔵相に話し、同蔵相は大局的見地から賛成した、という（55～56ページ）。

この点につき竹下蔵相は、城山三郎との対談「現代に求める“男子の本懐”——財政に取り組む政治家像を語る——」（『ファイナンス』第 16 巻第 3 号、昭和55年 6 月）において、大平首相から「竹下さん、もうこれだけ国際的になって、やらなきゃいかんじゃない

3. 第2次石油危機の発生と対応

ですか」と言われたのに対し、同蔵相は「総理、いつの日、だれかがやらなきゃいかん。それをいまやろうということですね」と言った。「いま思いますのは、仮にあれを全然やっていなかったら、これはひどかったと思いますよ」と述べている（11ページ）。なお対談者の城山は「それはある意味で大変な見識ですね。これからは本当のステーツマンが必要な時代ですね。ポリティシャンにとどまっていたんじゃ、もう意味ないですよ」と評している（同11ページ）。

今次の公定歩合引上げの決断をめぐる本行首脳部の苦悩については、前掲『体験的金融政策論』143～148ページを参照。なお、首相の理解をえられなかった場合の本行のとりべきぎりぎりの対応措置につき本行内では意見が交わされていたが、後に前川総裁は当時の心境を振り返り、自分としてはなんとしてでも首相の理解をかちとるということしか考えていなかったと述べている。

- (46) 昭和55年3月7日公布政令第15号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和55年3月1日大蔵省告示第12号「金融機関の金利の最高限度に関する件の一部を改正する件」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和55年4月号、39ページを参照。
- (47) 前掲『調査月報』昭和55年3月号、69ページ。
- (48) 日本銀行保有資料。
- (49) 前掲『調査月報』昭和55年3月号、40～41ページ。
- (50) 上掲『調査月報』昭和55年5月号、40ページを参照。
- (51) 同上、40ページを参照。
- (52) 上掲『調査月報』昭和55年4月号、66～68ページを参照。
- (53) 日本銀行保有資料。
- (54) 昭和55年4月11日公布政令第96号「郵便貯金法施行令の一部を改正する政令」、昭和55年4月2日大蔵省告示第32号「金融機関の金利の最高限度に関する件の一部を改正する件」。ガイドラインについては前掲『調査月報』昭和55年4月号、38～39ページを参照。
- (55) 日本銀行保有資料。なお上掲『調査月報』昭和55年4月号、43ページを参照。
- (56) 日本銀行調査統計局「昭和55年の金融および経済の動向」（前掲『調査月報』昭和56年5月号）5～6ページ、内田忠夫ほか（座談会）「世界経済の再建を目指して——七〇年代のくびきと八〇年代の課題——」（『E S P』昭和56年1月号）8～17ページ、石川常雄「概説／第一次石油危機後の金融政策」（『週刊東洋経済』（臨時増刊「近経シリーズ」No.60）第4352号、昭和57年2月18日）118～126ページ、小宮隆太郎ほか（特別シンポジウム）「第二次石油危機の経済的帰結」（『季刊現代経済』第41号、昭和55年12月）41～60ページなどを参照。
- (57) 経済企画庁『昭和56年版経済白書』大蔵省印刷局、昭和56年、156～158ページ、ほかに上掲「概説／第一次石油危機後の金融政策」121～122ページ、上掲「第二次石油危機の経済的帰結」52～54ページなどを参照。

第6章 変動相場制下の金融政策

- (58) 上掲『昭和56年版経済白書』185ページ、内田忠夫「日本経済・七〇年代からの教訓」(『季刊現代経済』第42号、昭和56年4月)45～46ページなど。
- (59) 昭和54年4月17日付『毎日新聞』社説「公定歩合操作の意義と限界」。
- (60) 昭和54年4月17日付『読売新聞』社説「引き締めに転じた金融政策」。
- (61) 昭和54年7月24日付『朝日新聞』社説「金融政策に偏った物価抑制」、昭和54年11月2日付同紙社説「財政抑制にも踏み切るべき時」。
- (62) 昭和54年7月24日付『毎日新聞』社説「インフレ抑制に果敢な対応を」、昭和54年11月2日付『日本経済新聞』社説「公定歩合上げと今後の物価への対応」など。
- (63) 昭和55年2月19日付『毎日新聞』解説記事「インフレは防げるか」の中見出し。
- (64) 昭和55年2月19日付『日本経済新聞』社説「日銀利上げの機動性を評価する」。
- (65) 昭和55年3月19日付『朝日新聞』社説「利上げの物価抑制効果と限界」。

(3) 国債の大量発行と金融引締め

国債発行残高の累増と国債流通市場の発展

第1次石油危機後、わが国経済はいわゆる減速経済に移行したが、その結果わが国のマネー・フロー構造に大きな変化が生ずることになった。すなわち、減速経済移行に伴い、既述のように設備のストック調整が生じ、国民総支出に占める民間企業設備投資の比率は急速に低下したが、ストック調整が終了した後も高度

表 3-6 民間企業設備投資の動向
(単位：%)

昭和・年	前年比増加率		国民総支出 (名目)に占 める割合
	実 質	名 目	
49	-5.1	18.5	18.4
50	-5.5	-2.0	16.3
51	0.7	4.1	15.2
52	2.5	5.2	14.3
53	6.6	7.1	14.0
54	11.8	16.5	15.1
55	8.0	12.7	15.8
56	5.6	5.5	15.6
57	3.7	2.0	15.1

(出所) 前掲『国民経済計算年報』昭和60年版。

成長期に比べれば当然低水準にとどまった(表3-6)。この結果、企業部門全体の資金不足額は、昭和49年(1974年)ごろから相対的に縮小し、一方、政府部門では、減速経済下で税収の伸びが低下したにもかかわらず減速経済に対応した財政支出の圧縮が容易に進まなかったため、その資金不足額が大幅化し、個人部門の資金余剰を吸収する最大の担い手となっていった(表3-7)。こうした政府部門の資金不足の大幅拡大に対応して、前述のように、50年度補正

3. 第2次石油危機の発生と対応

表 3-7 部門別資金過不足

(単位：兆円)

昭和・年	法人企業部門	公共部門		個人部門	海外部門
			うち中央政府		
49	－11.5	－ 5.0	1.0	13.8	1.3
50	－ 6.1	－10.9	－ 4.0	15.7	0.2
51	－ 6.6	－12.4	－ 5.5	19.0	－1.1
52	－ 4.8	－13.4	－ 7.3	20.6	－2.8
53	－ 2.1	－18.5	－10.9	22.6	－3.5
54	－ 6.7	－17.5	－ 9.9	20.1	2.0
55	－ 8.3	－16.1	－ 7.6	19.6	2.6
56	－ 7.8	－18.7	－ 9.7	28.1	－1.1
57	－10.3	－18.7	－10.6	29.0	－1.8

(注) -は不足。

(出所) 日本銀行統計局(昭和55年報から日本銀行調査統計局)『経済統計年報』。

予算における「建設国債の原則」の破棄、さらには52年度補正予算ならびに53年度予算における国債依存度3割以下という歯止めの放棄を経て、継続的な国債の大量発行が行われた。この結果57年度末には、臨時異例のほずであった特例国債の発行残高だけで、40兆円を超え、建設国債および同借換国債を含む内国債全体の残高では100兆円近くに達した。49年度末残高が10兆円であったことを考えると、平和時としてはまったく異常ともいえる膨張を示したといえよう(表3-8)。

表 3-8 内国債発行残高推移

(単位：億円)

昭和・ 年度末	新規中長期国債			内国債計
	建設国債	特例国債	建設国債 借換債	
40	—	2,000	—	6,883
41	6,750	2,000	—	14,218
42	13,950	2,000	—	21,550
43	18,659	1,884	—	26,748
44	22,865	1,767	—	30,775
45	26,422	1,688	—	35,974
46	38,511	1,009	—	46,855
47	58,185	—	—	65,084
48	69,435	—	6,068	82,671
49	84,036	—	12,548	104,794
50	111,784	21,169	16,777	157,764
51	145,301	54,928	20,536	229,256
52	192,808	102,535	23,679	327,867
53	249,647	146,472	30,037	436,171
54	321,817	210,657	30,037	572,844
55	389,535	282,571	32,991	719,059
56	451,497	329,163	42,073	836,298
57	485,894	403,301	75,625	978,512

(出所) 前掲『経済統計年報』(昭和58年)昭和59年、227ページ。

しかも、こうした国債発行残高の膨張は、国債発行の大部分が金

融機関によって構成されるシンジケート団による引受け方式となっているために、金融機関にとって大きな負担となっていた。49年度までは発行額が小さかったため、引き受けた国債のほとんどが発行後1年を経過すると、本行の成長通貨供給のための国債買いオペレーションにより吸収されていたが、50年度以降は発行額が膨張する一方、減速経済への移行から本行の買いオペレーションの必要額が縮小し、このため国債引受けシンジケート団を構成する金融機関の手元には大量に国債が残り、金融機関の資金繰りを強く圧迫した。

一方、こうした引受け金融機関に対する国債の重圧を極力軽減するために、大蔵省もこの間各種の対応を図ったが、その第1は発行国債の種類・発行方式の多様化であった。これまで発行された国債は、40年度から46年度途中までは期間7年の利付国債、それ以降は期間10年の利付国債の1種類であったが、50年12月に大蔵省は国債の個人消化促進を図るため5年もの中期割引国債の新規発行計画を各種金融機関に提示した。当時、金融債との競合を懸念する長期信用銀行と貸付信託への脅威を感じた信託銀行等を中心に反対も強く、一時立ち消えとなったが、51年秋に再び大蔵省は積極方針を打ち出し、結局52年1月から、シンジケート団引受け方式により発行が開始された。⁽¹⁾ もっとも、この5年もの割引国債のその後のネット発行額は各年度2000億～3000億円と少額で、かつシンジケート団引受け方式であるため、金融機関負担軽減にはあまり寄与しなかった。

国債多様化の面で、一段と重要な意味を持ったのは、53年6月からの利付中期国債の入札発行であった。その目的は、増発される国債の円滑な消化を図るためということのほか、当時54年2月から56年11月までの間、既発行国債の満期償還がとぎれる見込みにあったことから、国債償還期の平準化をねらいとする意味もあり、2年もの、3年もの、4年もの中期利付国債を、当時の金融緩和状況を利用して、シンジケート団引受け方式によらず、入札発行を行おうとするものであった。⁽²⁾ 本行は、既述のように、当時金利自由化について本腰を入れて推進する姿勢を固めつつあった時期であったから、53年2月に大蔵省からこの構想につき連絡を受けた際、金利弾力化、個人消化促進等に寄与するものとして、基本的には前向きに考えるべきであり、⁽³⁾ 2年ものを中心に定期預金との競合を懸念して

3. 第2次石油危機の発生と対応

金融機関が反対する場合には、本行としては国債発行の在り方ないしは金利弾力化⁽⁴⁾といった原則論から説得すべきである、との考え方を抱いていた。結局、53年6月に、とりあえず3年もの利付国債3000億円弱が入札発行され、その後、54年3月には2年もの、翌55年3月には4年ものの発行が開始された。

近年、この中期利付国債の発行額は増加してきており、これらは市場原理に基づく発行がなされている唯一の国債となっている。また、この中期利付国債は、55年1月以降、その消化促進を主たる目的として創設された証券会社の中期国債ファンドの運用に組み込まれるようになった。この中期国債ファンドは、オープン型の公社債投資信託で、30日経過後手数料なしで随時解約可能なうえ、実効金利が金融機関の定期預金金利を上回る高利回りのため、金融機関預金との競合度が強く⁽⁵⁾、いわば新しい短期金融資産として登場した。そうした意味で、中期国債ファンドは、銀行業務と証券業務の競合激化をもたらす最初の新金融商品ともいえるものとなり、その後の銀行等金融仲介機関の資金調達力強化、新種業務開発への気運を強める一つの要因となっていった。⁽⁶⁾

国債の大量発行と金融機関の引受け負担の増大に対応してとられたもう一つの重要な措置は、52年4月以降、これまで国債の値崩れ懸念から実施されていた金融機関保有国債の売却制限が以下のように漸次緩和されていったことである。⁽⁷⁾

52年4月 特例国債の流動化開始——発行後1年経過で売却可能

52年10月 建設国債の流動化開始——発行後1年経過で売却可能

55年5月 上場時期（発行後7～9か月）以降売却可能

56年4月 発行後3か月を経過した日の属する月の翌月月初（発行後100日程度）以降売却可能

この売却制限の緩和にともない資金繰りに強い圧迫を受けていた都市銀行を中心とする金融機関は、大量に国債の市場売却を進めたが、売却された国債は、その他の金融機関のほか第1次石油危機以降高利回り金融資産への余資運用選好を強めていた企業や個人あるいは機関投資家などの格好の運用対象となっていた。

こうして、国債を中心とする債券流通市場は著しく拡大し、56年には現先取引

を除くわが国債券市場の取引規模は、168兆円に達し、ヨーロッパ主要国のそれを上回り、アメリカに次ぐ規模にまで発展するに至った。⁽⁸⁾市場参加者も金融機関、機関投資家、事業法人、個人、海外投資家等と多様化し、債券流通利回りは、金融情勢や市場観によって弾力的に動く一方、残存期間の異なる債券間、あるいは長・短期の市場金利間、さらには内外の金利間に活発な金利裁定をもたらす基幹的な市場に発展していった。

金融引締めと国債にかかる諸問題

もっとも、以上のように金融機関引受け国債の売却制限が緩和され、国債流通市場が急速に拡大するなかで、昭和54年春以降実施された金融引締め政策は債券市況に大きな影響を及ぼした。すなわち、金融引締めに伴い金利先高感が金融市場に強まったが、つれて金融機関とくに都市銀行を中心に国債の市場売却が急速に増大することになった。こうした売却の動きには、もちろん、これまでと同様に金融機関の国債大量引受けに伴う資金繰りの悪化を食い止めようとするポジション面からの要請が働いていたことはいうまでもないが、同時に金利上昇局面の初期の段階で、金融機関の間に先行き一段の金利上昇、国債市況の下落予想が強まり、国債を多額に保有していると将来膨大な評価損が発生する懸念が強まったため、まだ売却損が比較的少ない段階でできるだけ保有国債を売却しようとしたことによる面も強かった。⁽⁹⁾このような売却の増大は、当然国債市況の深刻な悪化に拍車をかけ、当時の代表的指標金利である6.1%国債の上場利回りは、54年初めの6.61%から55年のピーク（4月初め）には12.42%にも上昇した。⁽¹⁰⁾もともと、市場実勢より不利な発行条件で国債のシンジケート団引受けを行っている金融機関にとって、こうした金融引締め過程における国債市況の大幅下落は、国債の売却損あるいは評価損の負担をいっそう著しく強めることになった。このうち評価損の問題については、銀行経理面での対応措置として、大蔵省は54年12月に銀行の統一計理基準を改正し、保有国債の評価法を従来の低価法から、原価法または低価法の選択制に変更した⁽¹¹⁾（原価法は本書第4巻に述べたように、昭和7年以降の国債大量発行と低金利政策推進下で、国債の民間消化促進措置の一つとして実

施された制度で、当時インフレーションを促進した制度面での諸条件の一つとなった）が、国債の大量引受けによる金融機関収益圧迫という問題は根本的には解決されなかった。

またこの期間には、国債の発行条件と市場流通利回りのかい離が目だつようになった。国債の発行条件の改定は、大量発行開始前は、1年～2年に1回という頻度であったが、その後改定の頻度は51年4月～53年3月中4回、53年4月～55年3月中5回、55年4月～57年3月中7回と漸増し、徐々に発行条件の弾力化が図られてきている⁽¹²⁾。しかし、この間54年春から55年春の金融引締め期においては国債市況が大幅に悪化する一方で、発行条件の引上げ幅が小幅にとどめられたため、応募者利回りと流通市場利回りが1%以上の大幅かい離を示す期間がかなり長く続いた。こうした国債発行条件の問題について本行は基本的に、一貫して市場原理の尊重という立場をとり、その後も、毎年翌年度の国債発行の問題を協議する国債発行等懇談会やその他のもろもろの機会に、市場実勢を尊重した国債発行条件の決定を繰り返し要請する姿勢を取り続けている。

また上記の国債市況悪化時には、対応策としてとられた国債管理政策と金融政策との間に摩擦を生じた。大蔵省は、54年5月と55年5月に国債市況対策として、それぞれ「7項目対策」および「5項目対策」を発表したが、こうした対策⁽¹³⁾のなかには、資金運用部の引受け増や中期国債公募入札予定額の増額などによるシンジケート団引受け額の減額、あるいは財政赤字削減による国債発行額そのものの減額など、本行としても望ましい対策が織り込まれていたが、一方では、「国債整理基金等の資金を活用し、国債市場の安定化を図る」という項目が含まれており、問題はこうした一種の国債価格支持政策につき金融政策との関係をどう考えるかという点であった。すなわち、国債整理基金や資金運用部の資金を使って国債価格支持のために市中から国債を買い入れると、それはその額だけ政府に対する本行信用が増大し、市場に追加的資金供給が行われることを意味するから、買入額の規模いかんによっては、引締め政策遂行中の本行の金融調節に支障をきたすおそれが強かった⁽¹⁴⁾。この問題につき本行は、①大規模な市況対策は引締め効果を減殺するので買入れ額を最小限にとどめ、本行の市場調節に差し支えない

範囲で行う、②国債金利の上昇は、基本的には経済・金融情勢（ないしは引締め政策自体）の反映であるのでそのまま受け入れていく（今後いっそう弾力的に条件改定を行う）、③またできるだけ早く公共事業の繰延べ等により国債発行額の減額を図るべきであるとの考え方をとり、具体的な市況対策の内容については、大蔵省と話し合った結果、当初予定より市中買入れ規模を縮小し、臨時異例の措置として54年6月から7月にかけて買入れを実施し、また翌55年春にも同様の買入れ操作を行った。しかし前記の55年5月の5項目対策に対応するこうした措置は引締め期間中に行われなかった。

- (1) 日本銀行保有資料。
- (2) 日本銀行保有資料。なお、中期割引国債および中期利付国債の創設経緯については鈴木達郎編『国債——発行・流通の現状と将来の課題——』大蔵財務協会、昭和57年、219～225ページも参照。
- (3) 日本銀行保有資料。
- (4) 日本銀行保有資料。
- (5) 日本銀行保有資料。
- (6) 日本銀行保有資料。
- (7) 前掲『国債——発行・流通の現状と将来の課題——』117ページを参照。
- (8) 日本銀行調査統計局「近年における債券流通市場のパフォーマンスについて」（前掲『調査月報』昭和57年3月号）2～3ページ。
- (9) 日本銀行調査局「昭和54年の金融経済の動向」（上掲『調査月報』増刊、昭和55年8月）31～32ページ。
- (10) 日本銀行調査局「最近の金利変動の特色について」（上掲『調査月報』昭和55年10月号）10～11ページ。
- (11) 銀行局金融年報編集委員会編『第29回銀行局金融年報』昭和55年版、金融財政事情研究会、昭和55年、170～171ページ。
- (12) 日本銀行保有資料。なお前掲『国債——発行・流通の現状と将来の課題——』67～68ページを参照。
- (13) それぞれの内容は以下のとおりである。

昭和54年5月の7項目対策（前掲『調査月報』昭和54年6月号、41ページ）。

 - 1. 54年度シ団引受予定の10年利付建設国債を1兆円減額し、資金運用部において中期国債で引受ける。
 - 2. 入札の状況に応じ、中期国債公募入札予定額の増額を検討する。

3. 第2次石油危機の発生と対応

3. 54年度シ団引受予定の10年利付建設国債の償還期限短縮についてシ団と協議する。
4. 国債の私募形式による発行についてシ団と協議する。
5. 国債整理基金等の資金を活用し、国債市場の安定化を図る。
6. 必要に応じ証券金融会社における公社債流通金融を拡充する。
7. 予算の執行状況、税収の動向等を見ながら、可能な限り国債の減額を行う。

昭和55年5月の5項目対策（上掲『調査月報』昭和55年6月号、48ページ）。

1. 予算の執行状況、税収の動向等を見ながら、55年度国債の発行減額に努める。
2. 本年7月に、資金運用部保有の国債約7000億円を金融機関に対して売り戻すことに配慮し、本年度の資金運用部による国債の引受けを7000億円増額し、シ団引受予定の10年利付国債を減額する。
3. 引続き中期国債の公募入札による発行の定着化を図るとともに、入札方式の改善について検討する。
4. 金融機関引受の国債については今後とも安定的保有を期待するが、証券取引所上場以降については、流通市場における適正な価格形成の促進の観点をも踏まえ、その売却について必要に応じ弾力的に対処する。
5. 国債の私募形式による発行について引続き検討を進めるとともに、今後とも必要に応じ、国債整理基金等の資金を活用し国債市場の安定化を図る。

- (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。