

## 海外経済の回顧と展望

### 〔要 旨〕

1974年の海外経済は、インフレの高進、景気の停滞、国際収支の不均衡というトリレンマに直面し、その意味でみそうの多難な年であった。

欧米景気の同時的拡大、インフレ心理のまん延などから1973年に高進したインフレは、同年秋に発生した石油危機によって拍車され、消費者物価、卸売物価ともに西ドイツを除き各国軒並みに前年比2桁の上昇を続けた。こうした異常事態に対処して各国の政策当局は、金融・財政政策を中心とする総需要抑制策を強化し、その効果もあって74年後半には一部の国で物価の騰勢がやや鈍化するに至った。しかし総じてみれば、各国ともなおインフレの抑制に成功したとはいいがたく、賃金コストの上昇圧力が依然根強いことから、75年についても先進国平均で2桁のインフレが続く見通しである。

一方総需要抑制策の効果が浸透するにつれて、各国経済はしだいに停滞色を強め、とくに年末接近に伴い米国、西ドイツをはじめ主要国の景気は急速な落込みを示した。その結果労働力需給が大幅に軟化し、失業率が急テンポで上昇するに至ったため、各国で最近総需要抑制策をある程度緩和する例が目だちはじめている。しかしながら、依然インフレが未解決のまま残されているため、各国とも思いきった不況対策を採用するわけにはいかず、加えて、設備投資や個人消費の停滞が著しいので、各国経済が75年後半には回復に転ずるとしてもそのテンポはかなり緩慢とみられ、先進国全体で75年は実質1%程度の低成長にとどまるものと推定される。このような深刻なスタグフレーション下において各国当局は政策のトレード・オフに直面し、政策運営は困難の度を加えている。

74年中の世界経済にとりもう一つのかく乱要因は、石油危機の発生に伴う石油消費国の経常収支の大幅逆調である。74年中の産油国の経常収支黒字額は約600億ドルに達したものと推定され、反面非産油国は、先進国で約400億ドル、開発途上国で約200億ドルの赤字がそれぞれ生じたとみられている。非産油国では、こうした巨額の経常収支赤字をファイナンスするため、ユーロ市場や米国金融市場のほか、2国間協定、政府間援助、国際機関による融資制度などを通じて、オイル・マネーの還流に努めた。その過程で一部銀行の破たんなど摩擦現象も生じたが、総じてみれば74年中の為替市場はフロート制の下でさしたる混乱もなく推移し、これまでのところではオイル・マネーの還流はまず順調に行われたといえよう。

もっとも、75年についても非産油国の経常収支赤字は74年とほぼ同額と見込まれており、そのファイナンスを民間市場に過度に依存することは適切でないため、還流ルートの多様化が先進国、発展途上国の双方にとり緊要の課題となっている。1月中旬のワシントンにおける10ヵ国蔵相会議で決定された新金融援助協定は、国際金融協力の一つの成果であり、またOPEC諸国による非産油発展途上国に対する援助も最近急増をみているなど、還流ルートの多様化が進展する兆しもうかがわれる。

しかしながら、オイル・マネーの還流に安易に依存するならば、借入れ国は利子負担も含めて対外債務が急増し、問題をかえって困難化することにもなりかねない。その意味で基本的には非産油国の経常収支赤字を圧縮することが必要であり、具体的には石油消費節約、代替エネルギー源開発のほか、産油国との平和的な対話の努力が要請されよう。

## 〔目 次〕

- |   |  |
|---|--|
| 1. 欧米経済の停滞とインフレの持続<br>(1) 欧米主要国の景気停滞<br>(2) インフレの持続とその背景<br>2. 世界貿易と国際金融情勢<br>(1) 世界貿易の動向<br>(2) オイル・マネーをめぐる諸問題<br>(3) 金・為替市場の動向<br>3. 政策の基調と金利動向 | (1) 主要国における政策の基調<br>(2) 世界的な高金利とその解消過程<br>4. 当面の景気見通し<br>5. 発展途上国の経済動向<br>6. 共産圏諸国の経済動向<br>7. 国際経済の諸問題<br>(1) 国際通貨制度改革論議の動向<br>(2) ECにおける経済統合の努力 |
|---|--|

### 1. 欧米経済の停滞とインフレの持続

#### (1) 欧米主要国の景気停滞

欧米主要国の経済は、1972年後半から73年前半にかけて軒並み高い成長率を達成したが、そのテンポが戦後まれにみるほど急速でかつ主要国が同時に景気の上昇過程に入ったため、多くの国で設備能力や原材料の不足など、主として供給面の制約からインフレの加速化が目だった。

このため、72年から73年にかけて各国の経済政策の重点は総需要抑制策を中心とするインフレ対策におかれ、その結果73年秋口以降米国、西ドイツを中心に景気のスローダウンがはっきりしてきた。こうしたおり、73年10月の石油危機発生によって、石油禁輸による供給面の制約増大、石油価格高騰によるインフレの激化とそれに伴う実質所得の減少などが生じ、74年の欧米経済は73年とは様変わりになり景気停滞の様相を強めた。ちなみに、OECD事務局の推計によれば、日本を含むOECD加盟国合計の実質GNP伸び率は、1960年から1972年にかけて平均5.4%であったが、73年に6.3%に上昇したあと74年には0.25%と、著しい落

込みを示した。とくに主要7か国(日本、米国、英国、西ドイツ、フランス、イタリア、カナダ)で見ると、73年の6.5%に対し74年には-0.25%と、きわめて異例のマイナス成長を記録している。以下この間の事情を米国と欧州につきみてみよう。

#### イ. 米 国

(戦後最大・最長の景気後退)

74年、米国経済は深刻な景気後退局面を迎えた。すなわち同国の実質成長率は年初来4四半期連続して落込みを示し(前期比年率74/I -7.0%、II -1.6%、III -1.9%、IV -9.1%)、年間成長率では-2.2%と第2次大戦直後の混乱期(1946年)を除くと戦後最大の減少となったばかりでなく、後退期の長さについても、少なくとも75年第1四半期の回復は期待薄のため戦後最長となる公算が強い(注1)。

このような景気後退は、雇用・設備両面での供給余力の減少や73年初来の金融引締め効果浸透を映じて73年秋以降景気がスローダウンしていたところへ73年秋に発生した石油危機が拍車をかけたことによるところが大きく、いわば「エネルギー

(注1) 戦後、年間の実質成長率がマイナスを示したのは、1946年(-12.0%)、47年(-0.9%)、54年(-1.4%)、58年(-1.1%)、70年(-0.4%)の5回。また、戦後最長の景気後退期間(4四半期)は次の2回である(なお、1946年当時は四半期別統計がない)。

1953/III~54/II (この間実質GNPは3.4%減少)  
 1960/II~61/I (                      "                      1.6%    )

「主導型の景気後退」(バーンズ連邦準備制度理事会議長)であるのがその特徴といえよう。

石油危機の米国経済への影響は、当初、アラブ諸国の対米石油禁輸措置が石油の量的不足を招来し、73年末ごろから74年初にかけて乗用車需要の急減等エネルギー関連業種の不振をもたらすという形で端的にあらわれた。さらに3月以降、上記禁輸措置が解除され、量的問題が一応解決をみた後は、石油価格の高騰が物価の上昇に拍車をかけたため、これが、①金融引締め強化→住宅投資、在庫投資の減少、②実質所得の落込み→消費の低迷、

という主として二つのプロセスを通じて景気後退の要因となり現在に至っている。

(住宅投資、在庫投資の減少と消費の低迷)

インフレの高進に対処し、73年1月以来実施されていた金融引締め政策は、74年4月の公定歩合引上げなどによって一段と強化された。このため市中金利は74年央には既往最高の水準に達した。こうした高金利の持続は住宅金融を一段とひっ迫させ、これが建設コストの高騰とあいまって、73年秋以降不振を続けていた住宅投資の減勢が一段と強まった。

(第1表)

### 欧米主要国の需要動向

(季節調整済み、年率・%)

		1971年	1972年	1973年	下 期	1974年			1975年		
						(実 績)	上 期	下 期	(予測)	上 期	下 期
米 国	G N P	3.2	6.2	5.9	1.9	△ 1.75	△ 3.4	△ 2.5	△ 2.0	△ 2.75	0
	個人消費支出	4.0	6.2	4.7	△ 0.8	△ 1.5	△ 3.5	1.5	0	△ 0.75	△ 0.5
	民間住宅投資	31.1	17.9	△ 4.1	△ 18.5	△ 26.0	△ 30.3	△ 25.0	△ 12.5	△ 14.0	7.25
	民間設備投資	△ 0.6	9.1	12.8	4.9	0.5	1.8	△ 5.75	△ 5.5	△ 5.0	△ 6.0
	政府支出	△ 0.6	3.3	0.8	1.0	1.0	1.7	△ 0.5	0	△ 0.5	1.25
英 国	G D P	1.7	3.5	5.3	0.3	△ 0.5	△ 3.4	5.0	1.75	1.0	△ 0.25
	個人消費支出	2.6	5.9	4.6	0.8	0.25	△ 2.0	4.5	2.0	2.25	△ 0.5
	民間住宅投資	14.6	18.1	7.6	△ 5.1	△ 23.5	△ 34.2	△ 17.25	△ 10.5	△ 8.5	△ 7.0
	民間設備投資	△ 5.0	5.2	8.0	6.6	△ 4.5	△ 9.6	△ 4.25	△ 5.75	△ 6.5	△ 6.25
	政府支出	3.9	3.9	3.7	4.5	2.0	△ 0.4	△ 0.5	2.25	2.0	1.25
西ドイツ	G N P	2.7	3.0	5.3	0.5	1.0	2.0	0	2.5	3.25	3.25
	個人消費支出	5.6	3.7	2.9	△ 3.5	0	1.0	2.25	3.0	3.25	3.0
	民間住宅投資	9.2	13.6	1.9	△ 25.0	△ 12.0	△ 5.5	△ 9.5	△ 5.25	△ 5.75	0
	民間設備投資	5.1	0.4	1.7	△ 6.4	△ 8.0	△ 9.4	△ 7.0	△ 2.25	△ 2.5	3.0
	政府支出	7.3	4.4	3.8	4.6	3.0	3.0	1.5	2.75	3.25	3.0
フランス	G D P	5.5	5.5	6.0	5.4	4.75	4.5	4.25	3.0	3.0	1.75
	個人消費支出	6.1	5.7	6.0	5.8	4.5	4.6	3.5	3.25	3.0	3.25
	民間住宅投資	4.0	8.0	5.0	4.5	4.25	5.0	2.25	1.0	5.5	0.5
	民間設備投資	8.9	7.6	8.1	5.8	5.75	5.8	5.5	4.25	4.0	3.5
	政府支出	4.0	4.0	3.4	2.8	2.5	2.6	2.5	2.25	2.25	2.5
イタリア	G N P	1.6	3.4	6.0	9.4	4.75	4.9	0	△ 0.25	△ 0.25	△ 0.25
	個人消費支出	2.8	3.3	6.2	5.8	3.25	4.0	△ 1.0	△ 0.25	0	0
	民間住宅投資	△ 11.7	1.7	5.4	2.8	3.0	4.0	1.0	△ 4.0	△ 5.0	△ 8.25
	民間設備投資	△ 6.6	△ 5.7	24.8	n. a.	16.0	n. a.	n. a.	△ 9.0	n. a.	n. a.
	政府支出	5.2	4.6	3.3	2.4	2.5	3.6	0	2.25	3.0	3.0

資料：OECD, Economic Outlook, Dec. 1974等。

一方、在庫投資は、石油危機発生に伴い一時乗用車在庫が著増したが、74年第1四半期に大幅に取り崩されたのち、金融引締め効果の浸透を映じ産業界全般にわたって在庫調整の動きがすすんでいる。このように、住宅投資、在庫投資の減少が今回の景気後退のなかで果たした役割は大きい。やはり景気後退を主導した最大の要因は総需要の大宗を占める個人消費の低迷であったとみられる。すなわち、石油危機発生に伴う前記乗用車需要の急減は景気後退を深刻化させたきっかけとなったが、その後もインフレ高進による実質可処分所得の減少や後述の失業率上昇、さらには経済の先行き見通し難などを背景に個人消費は低迷を続けており、ちなみに74年中の実質ベースの個人消費は-1.5%と戦後はじめての減少を示した。品目別には乗用車のほか値がさものの耐久消費財の売上げ不振が目だっている。

この間企業の設備投資は、供給のボトル・ネックが顕現化していた基礎資材部門や石油危機を契機としたエネルギー関連部門の投資増などから景気後退期にもかかわらず比較的堅調に推移し、景気の下支え要因となってきたが、年央以降長期金利の高水準や景況の先行き不安等を背景としたビジネス・マインドの弱気化などから、売上げ不振に悩む自動車や収益悪化の著

(第2表)

しい電力等公益事業部門中心に計画縮小の動きが出てきており、第3四半期には実質ベースで前期比マイナスに転じるに至った。

(自動車産業の不振と失業の増加)

このような需要の減退を映じて企業の生産活動も低下(74年の鉱工業生産指数前年比1.0%減)しているが、業種

間の跛行が著しいことが今回の景気後退の一つの特徴となっている。すなわち、鉄鋼、化学、石油等の業種は比較的順調な業績をおさめた一方、住宅産業や自動車は前記のように不振が著しく、とくに自動車は景気後退の主役となった感が強い。すなわち自動車業界は、73年秋の石油危機発生に伴う大型車を中心とする需要の急減に直面、小型車中心の生産体制への転換を余儀なくされたという事情も手伝って、年初来一部工場閉鎖等による大幅減産を余儀なくされたが、さらに秋口以降需要の地合いが軟弱であったにもかかわらず、コスト増により75年型車の大幅値上げを行ったため売上げは大幅に落ち込み、広範な工場閉鎖に追い込まれたほか、波及効果の大きい産業であるだけにタイヤ、板ガラス等関連業界に深刻な影響を及ぼすに至っている。

この間の雇用面の動きをみると、失業率は73年10月に底を打った(4.6%)後、73年末から74年初にかけて自動車業界の操短に伴うレイオフ発生から急上昇(1月5.2%)したが、その後はおおむね横ばいで推移してきた。しかし景気後退が深刻さを増してきた秋以降は急角度な上昇を示し、12月の失業率は実に7.1%と61年5月(7.1%)以来最高の水準に達した。このような失業率の急上昇は、

設備稼働率、失業率等の推移

(単位・%)

		1973年				1974年			
		第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	最近月
製設備 稼働 率	米 国	82.8	83.3	83.3	82.6	80.5	80.1	79.2	—
	英 国*	n.a.	47	39	44	71	50	54	(10月) 56
	西 ド イ ツ	87.0	87.5	86.3	85.7	84.5	83.0	80.5	(10月) 79.0
失 業 率	米 国	5.0	4.9	4.7	4.7	5.2	5.2	5.5	(12月) 7.1
	英 国	2.9	2.6	2.5	2.2	2.4	2.4	2.7	(11月) 2.7
	西 ド イ ツ	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	2.4	3.0	(12月) 3.7
求者 職数	フ ラ ン ス (前年比増減(%)率)	△0.5	△0.5	6.2	8.8	17.4	15.3	18.6	(11月) 50.9

(注) \*印は適正稼働率を下回る企業のウエイト。

自動車業界の前記生産削減からくる大量のレイオフ発生によるところが大きい。このほか米国炭鉱労組のストライキ(11月中旬～12月上旬)の影響を受けた鉄鋼等関連業界のレイオフも少なからず響いている。

## ロ. 欧州

### (景気停滞色一段と強まる)

一方欧州経済も、国によって多少程度の差はあるものの、総じて米国同様年央以降景気後退が進んでおり、生産の停滞、労働力需給の著しい緩和、ビジネス・マインドの悪化などが顕現化しつつある。

すなわち、景気局面で各国に先行していた西ドイツは、建設、自動車および同関連、繊維等を中心に74年初頭から生産が伸び悩み、とくに秋口以降はそれまで好調を続けてきた一部業種(化繊、化学)でも減産が行われるなど、不況現象が一段と強まり、生産指数は前年の水準を3～4%程度下回っている。また需要面では設備投資がビジネス・マインドの後退を映じて不景気に推移(OECD推計では74年は前年比-8%)したほか、個人消費も盛り上がりや欠いた(同74年は実質で伸び率ゼロ)。この間輸出は、西ドイツの高い国際競争力や海外におけるインフレの高進などを背景に終始好調を続け、景気の下支え要因としての役割を果たした。以上の結果、74年の実質GNP伸び率は1%と前年実績(5.3%)を大幅に下回る見込みである。こうした経済実体面の不振を映じて労働力需給は逐月緩和傾向を強め、12月の失業率は3.7%と66～67年の不況時のそれをはるかに凌駕するに至っている。

英国においても、週3日操業制解除(3月)後も生産の上昇テンポはきわめて緩慢で、鉱工業生産は年初来前年を1～3%方下回る水準のまま推移した。需要面では、設備投資が企業収益の悪化に加え企業国有化の動きもからんで、造船、流通・

サービス業等を中心に急減(前年比74年上期-9.6%、同下期-4.25%)したのが目だったほか、個人消費も不振を続けた。この結果、74年の実質GDPの伸び率は前年比-0.5%と前年(+5.3%)とは様変わりの減少となる見通しである。このような実体経済の不振を背景に労働力需給も緩和傾向を続け、11月央の失業者数は608千人と前年同月を25%方上回ったうえ、年末接近とともに増加を続け、更年後の1月央には675千人となり、失業率は3.0%に達した。

フランスでは、もともと成長指向型の政策がとられていたことから、年央ごろまで鉱工業生産は根強い上昇を示していたが、その後は他の主要国同様伸び悩みに転じた。74年の実質GDP伸び率は4.75%と前年(6.0%)を下回る見通しであり、需要構成要因別にみると、個人消費、政府支出、設備投資等いずれも伸び率が鈍化している。他方、年央ごろから緩和基調を示していた労働力需給も、秋口以降一段とその傾向を強め、11月の求人倍率は16.2%(6月は52.4%)と1971年以来の低水準に落ち込んだ。かかる情勢を背景に企業マインドも弱気に傾いてきており、ビジネス・サーベイによると先行きの生産停滞ないし減産を懸念する企業が増加している。

他方、イタリアでは、以上みてきた西ドイツ、英国、フランス等に比べ景気局面が遅れていたこともあり、鉱工業生産は73年第2四半期以降、ビジネス・マインドの悪化気配やスト多発などに悩まされながらも74年6月ごろまでは基調的に上昇を続け、これを映じて失業者数も減少傾向(74/I 600千人→II 484千人)をたどった。しかし、同年央ごろから鉄鋼、化学等の好調業種が供給力の限界に近づいたほか、自動車等消費財中心に需要が落ち込み、さらに夏場以降は金融引締め政策の効果がしだいに顕現化し、繊維、自動車、住宅、建設等を中心に生産の不振が目だってきた。とくに

自動車業界では他の主要国同様需要の長期停滞予想から大幅減産の動きが広範化し、今後の景気動向に及ぼす影響が懸念されている。74年の実質GNP伸び率は4.75%と前年(6.0%)を下回る見通しであるが、これを上期と下期に分けてみると、上記のような事情を反映して、下期の伸び率鈍化(上期4.9%→下期0%)が顕著である。

以上の主要国以外の欧州諸国においても、若干の例外(スウェーデン等北欧諸国の一部)を除いて景気動向はほぼ同様の動きを示しており、経済成長率の鈍化、失業率の上昇、設備投資の不振などの傾向が強まっている。すなわち、オランダ、ベルギー、デンマーク、アイルランド、オーストリア、スウェーデン、スイス等7か国合計の74年の実質GNP成長率は、前年の6.3%から0%へと大きく低下する見通しである(11月下旬発表の西ドイツ経済専門委員会の報告による)。

## (2) インフレの持続とその背景

74年中欧米主要国の物価は、卸売物価、消費者物価ともごく一部の例外を除き、平時としては異

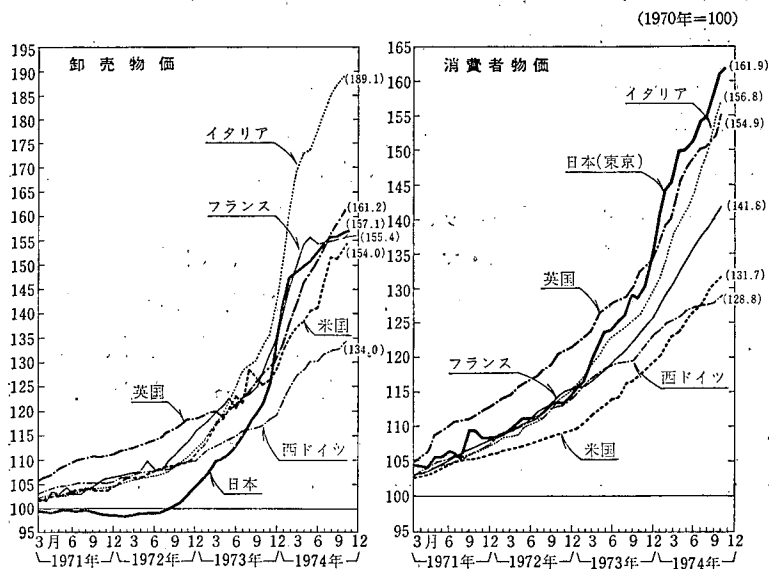
例の前年比2桁台の高騰を示した。しかもそれがほぼ各国で同時に進行し、しかも、景気後退下であったという点において、世界経済にとり前例のない異常な経験であったといえる(第1図)。もっとも年間の推移をみれば、石油価格高騰の影響を受けて、73年末から74年春にかけて激しい勢いでインフレが高進したあと、年央ごろからそのテンポはいくぶん緩やかとなり、最近では卸売物価を中心にかなりの騰勢鈍化がみられはじめている。

### イ. 74年央にかけてのインフレ高進とその背景

まず、インフレが加速度的な高進をみた74年上期の物価動向についてみると、卸売物価は前年同期比でイタリアにおいて実に+43.1%に達したのをはじめ、フランス+37.2%、米国+15.9%、かつては「物価安定の孤島」と称された西ドイツでも+13.9%となるなど、各国軒並み2桁台の上昇を示した(第3表)。また、消費者物価も西ドイツが同+7.1%と1桁台の伸びにとどまったのを除き、その他主要国はいずれも10%台の上昇を記録した。このような欧米諸国でのインフレの高進は、

72年後半から主要国の景気が同時に拡大したことに伴い、世界的に基礎物資を中心に需給がひっ迫しインフレ圧力が高まってきたところへ、OPEC諸国の原油価格引上げや天候不順による農産物価格の高騰があったことおよび賃金引上げ等によりコスト・プッシュ圧力が高まり、これがおりから広範化していたインフレ心理とあいまって、物価をスパイラル的に上昇させたことなどが重なったものである。なお、貿易・為替の自由化が進み、各国経済の相互

最近の主要国物価動向



(注) 1. 米国では季節調整後の計数も発表しているが本表ではすべて季節調整前の計数。  
2. 卸売物価の西ドイツは生産者物価指数。

(第3表)

## 卸売物価および消費者物価の推移

(前年(同期)比上年率・%)

		1971年	1972年	1973年			1974年				
					上期	下期		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
卸売物価	米 国	3.2	4.6	13.1	10.7	15.5	11.0	17.4	15.9	19.3	22.4
	英 国	9.0	5.3	7.3	6.2	8.4	23.4	15.6	24.0	25.7	27.6
	西ドイツ	4.3	2.6	6.6	5.8	7.5	P13.4	12.1	13.9	14.1	P13.5
	フランス	2.2	4.6	14.7	11.5	17.7		30.6	37.2	30.7	20.0
	イタリア	3.4	4.1	17.0	12.1	21.8		39.2	43.1	42.5	40.2
消費者物価	米 国	4.3	3.3	6.2	4.8	7.6	18.9	9.9	10.7	11.7	12.1
	英 国	9.4	7.1	9.2	8.7	9.7	16.1	12.9	15.9	17.0	18.2
	西ドイツ	5.3	5.5	6.9	6.8	7.1	P 6.4	7.4	7.1	7.0	P 6.4
	フランス	5.5	6.2	7.3	6.8	8.0		11.3	13.6	14.5	14.9
	イタリア	4.8	5.7	10.8	10.0	11.6		14.5	16.4	20.6	25.2

(注) 1974年第4四半期のフランス、イタリアは最近月(11月)の前年比。Pは暫定。

資料: Survey of Current Businessほか各国統計。

依存関係が高まっていたため、物価上昇の国際間の波及もそれだけ行われやすかったという面も見のがせない。

## (一次産品価格の急騰とその影響)

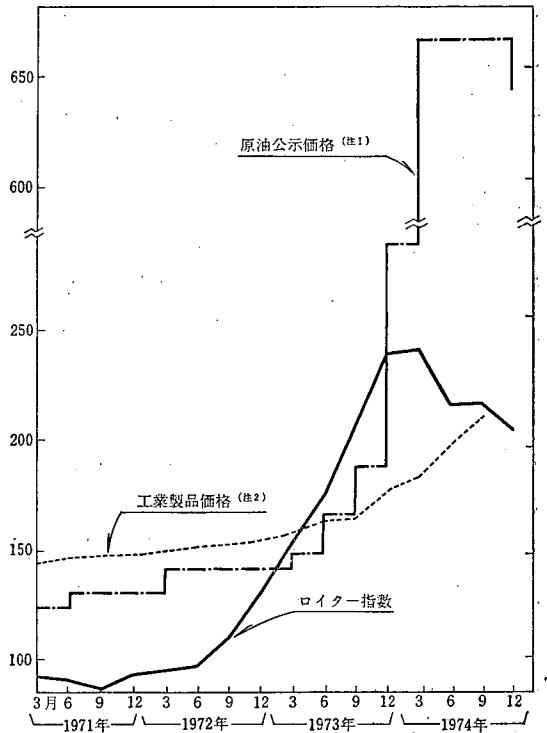
73年10月および74年初の再度にわたりOPEC諸国による原油公示価格が大幅に引き上げられた(石油危機発生以前に比し約4倍)ため、各国で原油輸入価格が急騰したほか、石油製品、石油化学製品等関連製品への価格転嫁が年央ごろにかけて急テンポで進行した。原油価格上昇の物価面への影響は各国のエネルギーの石油依存度や産業構造の違いによって国により異なるが、OECDの推計によれば、74年中のOECD諸国のGNPデフレーターは原油価格上昇による影響だけで1.5%ポイント(欧州諸国のみでは2.3%ポイント)方上昇することになるとされている(Economic Outlook, 74年7月)。また、石油以外の一次産品価格についても、もともと供給が非弾力的なため需要急増により需給がひっ迫化していたのに加え、原油価格大幅引上げを契機とする生産国における資源ナショナリズムの動きや消費国における仮需要

の増大などもあって、非鉄、ゴム、綿花等を中心に急騰を続け、ロイター指数(1931年9月18日=100)は2月に史上最高(1,479.7)を記録した(第2図)。その後は、先進国の景気後退とともに全般的に落着きを取り戻したが、一般に一次産品市況が長期契約価格へ影響するまでには6~9か月のタイム・ラグがあるとみられているため、74年上期の輸入原材料価格に対してはあまり響かなかった。

〔第2図〕

## ロイター指数、原油公示価格、工業製品価格の推移

(1950年=100)



(注1) 標準油類(アラビアン・ライト)の公示価格。

(注2) 米国の工業製品卸売価格。

## (賃金コストの大幅上昇)

景気後退に伴い労働生産性が低下ないし伸び悩みを示した一方、名目賃金は総じて2桁台の大幅上昇を続けたため、賃金コストは急騰することとなった。すなわち、名目賃金でみると、インフレ高進に伴う実質賃金の目減りを補てんするためのいわばキャッチ・アップ要因に加え、先行きのインフレを予想した先取り要因も加わったことから、賃金引上げ要求は各国においてかなり激しいものになった。たとえば2月に開催された米国のAFL・CIO執行委員会で74年の賃上げ目標率が12%と設定(73年中平均賃上げ率5.8%)されたのをはじめ、各国で高率の要求があいつぎ、英国、フランス、イタリア等では20~30%に及ぶ賃金引上げがひん発した。ちなみにOECDの推計によれば、最近の賃金引上げ要求は英国、イタリアで23~25%、フランスで20~22%、米国、西ドイツで11~13%に達している。こうしたベース・アップに加え、米国の労働協約におけるエスカレーター条項採用の広範化、英国における threshold agreement<sup>(注2)</sup>の発動等賃金を物価上昇にスライドさせる動きが目だったことも賃金コスト上昇の大きな要因となった。

ちなみに、第4表に示されるように主要国における最近の賃金コストの上昇は著しく、とくに英国、イタリアでは加速度的な上昇を示している。景気後退に伴い需要圧力が減少するにつれ、こうした賃金コストの上昇が新たなインフレの要因として各国で前面に出てきているものとみられる。この点に関しOECD事務局も、74年12月のEconomic Outlook において、「74年前半には石油およびその他一次産品価格の上昇等いわば外生的(exogenous)要因がインフレの主因であったが、いまや賃上げという内生的(endogenous)要因が高率インフレを下支えしている」と述べてい

## (第4表)

## 主要国の賃金・生産性・賃金コストの動向

		1971	1972	1973		1974	
		年	年	年	上期	下期	上期
賃 金 (1970年=100)	米 国	106	113	121	120	123	128
	英 国	114	128	142	138	148	159
	西ドイツ	111	121	134	131	137	140
	フランス	111	124	142	137	147	161
	イタリア	114	125	156	146	166	181
生 産 性 (1970年=100)	米 国	104	108	112	112	113	113
	英 国	105	112	118	118	118	119
	西ドイツ	105	111	119	119	121	122
	フランス	106	115	124	123	126	127
	イタリア	102	111	125	123	129	129
賃金コスト (1970年=100)	米 国	102	105	108	107	110	112
	英 国	109	118	125	121	128	137
	西ドイツ	106	109	112	110	113	115
	フランス	105	108	114	111	117	127
	イタリア	112	113	125	118	129	141

(注) 賃金は時間当り、生産性は労働者1人時間当り産出高、賃金コストは生産物単位当り。

資料：NIESR, National Institute Economic Review. 1974年11月号。

る。

## (インフレ心理のまん延)

このような原材料、賃金等のコスト・アップ分を製品価格に比較的容易に転嫁できた背景には、かねてからのインフレ・マインドの高まりが大きく作用していたことも無視できない。OPEC諸国の原油供給削減を契機に物不足に対する懸念が高まったことや、かねてのインフレ高進下での経験などから、企業、消費者ともに金融資産から実物資産へ乗り換える動きを強め、買急ぎや売り惜しみの気運が高まっていた。各国で企業の価格引上げが比較的容易に認められたのも、こうした一般的な雰囲気とけっして無関係ではない。ちなみに西ドイツのIfo研究所による企業の「価格引上げ期待調査」によれば、74年初には西ドイツでは6割弱、フランス、イタリアでは7~8割程度の企業が価格引上げを期待するに至っていた。こうし

(注2) threshold agreement については、49年12月号「国別動向、英国」を参照。



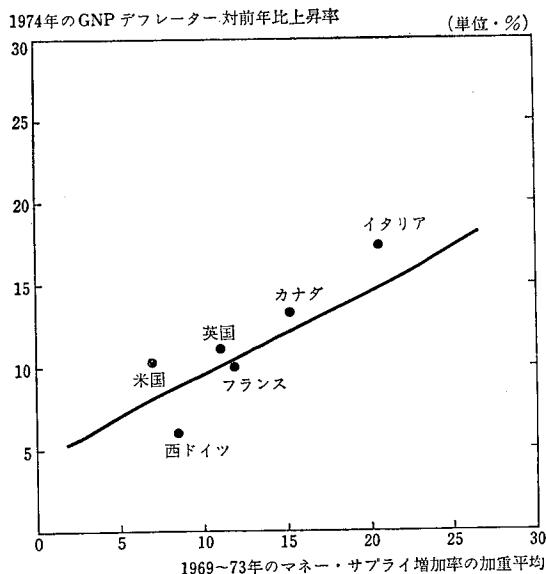
たインフレ期待に基づく買急ぎに伴って、73年後半から生じていた基礎産業部門を中心とするボトル・ネック現象が強まり、これがさらに物不足に対する不安をあい、インフレを加速度的に高進させることとなった。

#### (過去のマネー・サプライ急増の影響)

世界的なインフレーション高進の背景として、過去数年間にわたり各国においてマネー・サプライが急激な上昇を示したことを見のがすわけにはいかない。一般に、マネー・サプライと物価との間に因果関係が存在することはマネタリストが主張するところであり、その場合、マネー・サプライが増加してから物価水準に影響を及ぼすまでにある程度のタイム・ラグが存在することが指摘されている。そこで、主要先進国別に過去数年間のマネー・サプライの伸び率と74年中のインフレ率との関係をみたのが第3図である。ここで明らか

〔第3図〕

#### 1974年のインフレと過去のマネー・サプライ



(注) 過去4年間の毎年のマネー・サプライの伸び率を下記のウェイトで加重平均。

1972～73年	0.50
1971～72年	0.25
1970～71年	0.125
1969～70年	0.125

なように、過去数年間におけるマネー・サプライ増加の累積的な影響とインフレ率との間にある程度の相関関係が認められる。74年に限ってみれば、総じて各国とも抑制的な金融政策を採用したため、マネー・サプライの伸び率はそれまでに比べかなり鈍化したか、なにぶんにも72年から73年にかけての伸び率が高かったため、その影響が74年に遅れて出てきたとみることもできよう。もとより、マネー・サプライが実体経済および物価水準にどのような経路を経て、どのような影響をもたらすかについては議論の分かれるところであり、マネタリストの主張するほど単純に通貨と物価が結びつくものでもないと思われる。しかし少なくとも、急激なマネー・サプライ増大の影響が「後に尾を引く」こととなりがちであり、その意味でもマネー・サプライの伸び率を比較的長期間にわたって安定的に保つことが物価安定の見地から肝要であるということを論証するうえで、第3図は示唆に富むものといえよう。

#### ロ. 年央以降の物価動向と今後の見通し

74年上期中はほぼ上昇の一途をたどっていた欧米諸国の物価も、イタリア、英国等では依然騰勢が衰えない反面、西ドイツでは明らかに落着きを取り戻し、米国、フランス等では、月によってフレはあるものの総じてみれば卸売物価の騰勢にやや鈍化気配がうかがわれる。このように物価の動きにいくぶん変化が生じてきた背景としては、まず第1に各国において総需要抑制効果の浸透に伴い需給が緩和し、ディマンド・プル圧力がほぼ解消したことがあげられよう。さらに、今回のインフレに文字どおり油を注ぐかたちとなった原油価格の動きについても、景気後退に伴う需要の減少もあって、OPEC諸国の追加的引上げが見送られたほか、74年初来みられた原油価格引上げの関連製品への波及の動きも峠を越し、ガソリン等当初大幅値上げが行われた品目では一部に反落がみら

れるに至ったことも見のがせない。また、一次産品価格も74年12月にはほぼ1年1ヵ月ぶりにロイター指数が1,200台割れ(12月13日 1,191.9)となるなど非鉄金属を中心に低下傾向を強めており、これを映じて輸入原材料価格も落ち着きが目だっている。

このように需給面や輸入原材料コスト面からは物価の騰勢を鈍化させる条件が強まってきているが、賃金コストの上昇傾向を考慮すれば、ただちにインフレ収束の期待を持つのは楽観的にすぎると思われる。すなわち、74年前半来の傾向を受け継ぎ、各国で2桁台の賃金引上げが続いている(最近妥結した米国炭鉱労組の賃上げは3年間で+54%)一方、労働生産性は不況の進行に伴いさらに低下しているうえ、設備投資停滞に伴う影響が先行き表面化してくることを考えれば、賃金コストの上昇圧力が続くことは避けられず、その程度いかんによっては、賃金・物価のスパイラルの上昇の懸念もないとはいえないであろう。この点に関しては、所得政策による賃金抑制から「社会契約」による自主的賃上げ抑制へ方針を変更した英国において、「社会契約」の失敗による賃金上昇とインフレ高進が懸念されているほか、「インフレとの戦いにおいて、ほとんど峠を越えかけている」(クラーゼン・ブンデスバンク総裁)とされている西ドイツにおいてすら、「賃金交渉の当事者は、インフレ期待と通貨価値の下落とが相互に追いつけあい、いわゆるインフレーションの「魔圈」に突入する危険性を考慮するべきである」(経済専門委員会)と依然警戒的な見方がとられている。ともかく、賃金動向のいかんが今後のインフレ収束に成功するかどうかの最大のかぎとなっていることは否定できない。

## 2. 世界貿易と国際金融情勢

### (1) 世界貿易の動向

#### イ. 世界貿易は価格主導型の急拡大

これまでにみてきたような74年初頭からの高価格石油時代への移行という急激な環境変化と、これに伴う世界的な景気後退の影響は、貿易動向にも如実に現われている。すなわち、74年の世界貿易に特徴的な動きとしては、①金額ベースでは近年にない大幅な伸びを記録したこと、②しかしその内容はほとんどが価格の上昇によるもので、数量面では輸出入とも低い伸びにとどまったこと、③時期別にみると、上半期に著しい伸びをみたが、下半期に至り伸び率が大きく鈍化したこと、④地域別には、先進国間貿易よりも先進国・発展途上国(産油国を含む)間貿易の伸長が著しかったこと、などがあげられる。

この間の事情をやや詳しくみると、次のとおりである(第5表)。73年秋および74年初の2回にわたる石油価格の大幅引上げ(注3)に伴い、OECD諸国の貿易も、まず輸入が専ら価格要因により急増を示し、上半期中の増加率(対前期比、年率)は実に7割近くにも達した。これには上記石油の動きのほか全般的な一次産品市況高騰が大きく響いており、事実OECD加盟国の対域外輸入をとってみると、前期比3倍弱(年率)の著増を示している。

一方OECD諸国からの輸出も、上半期を通じていわゆる高価格体系への移行過程で石油をはじめとする原材料等の価格急騰を輸出価格に転嫁する動きが活発化し、これにある程度の数量増も加わって需要堅調な域外国向けを中心に前期比約5割(年率)の大幅な増加を示した。

(注3) OPEC 諸国の原油公示価格大幅引上げは次のとおり。

アラビアン・ライト…バーレル当り3.011→73年10月 5.119→74年1月11.651ドル。このほか、①利権料、所得税率の引上げ(74年7月約1%、10月約3.5%)や、②経営参加比率の引上げも行われた。

(第5表)

## 世界貿易の動向 (OECD加盟国)

(増加または上昇率、年率・%)

				前 年 比			前 期 比(季節調整済み)						
				1973年 実 額 (億ドル)	1974年 (実 績 見込み)	1975年 (見通し)	1973年		1974年		1975年		
							上 期	下 期	上 期	下 期 (実 績 見込み)	上 期 (見通し)	下 期 (見通し)	
総 貿 易	数 量	輸 入	…	12.5	2.0	3.5	16.5	7.5	0.0	3.0	3.0	3.5	
		輸 出	…	14.5	9.0	4.0	19.5	7.5	12.0	5.5	3.0	4.0	
	価 格	輸 入	…	13.0	42.5	11.0	12.0	20.0	67.5	21.5	8.5	7.0	
		輸 出	…	10.5	26.0	12.0	10.0	18.5	33.0	18.5	10.0	9.0	
	価 額	輸 入	3,906	27.0	46.5	15.0	30.0	29.0	67.5	24.5	12.0	11.0	
		輸 出	3,988	26.5	37.5	16.5	30.0	27.0	49.5	25.5	14.0	13.0	
	OECD域内貿易額			2,998	26.0	34.0	16.0	32.0	23.5	44.5	25.0	13.5	12.0
	対域外 貿易額	輸 入	908	30.5	89.0	11.5	25.5	49.0	166.5	22.5	8.0	8.5	
輸 出		990	28.5	48.0	18.0	26.0	42.0	64.0	26.5	15.5	16.0		

(注) 1. 貿易価格・価額は自国通貨表示。

2. OECD域内貿易の統計上の不適合を調整済み。

資料: OECD, Economic Outlook, Dec. 1974.

しかし下半期に入ってから、欧米主要国を中心とする世界的な景気後退の強まりと非産油発展途上国の外貨事情悪化が表面化した結果、価格・数量両面で伸び率が鈍化し、輸出入とも増勢がスローダウン(対前期比年率約25%増)した。以上の結果、74年を通じてみると、前半の急拡大が大きく響いて輸出(4割弱増)、輸入(5割弱増)ともにもぞうの高い伸びを記録した。

## ロ. オイル・インパクトと世界的な国際収支構造の変化

石油価格の急騰は、これまでの世界における国際収支構造を一変することとなった。まず産油国(OPEC諸国)の経常収支は74年中、前年比約4倍に達する膨大な石油収入を背景に巨額の黒字を示現する反面、非産油国は石油輸入の著増に伴い経常収支の大幅悪化を余儀なくされた。すなわち、第6表にも明かなように、産油国の経常収支黒字は73年50億ドルが74年には一挙に650億ドルに急増する反面、非産油国の経常収支赤字はほぼその額だけ増加するものとみられている。この

(第6表)

## 地域別経常収支

(単位: 億ドル、△印は赤字)

	経常収支 (表 面)		石油の計上誤差 調整後の経常収 支(注)		74年中変 化額 (見込み) (B)-(A) (うち 石油分)
	1973年	1974年 (見込み)	1973年 (A)	1974年 (B) (見込み)	
産油国	50	650	50	650	+ 600 (+ 600)
その他発展途上国	△ 80	△ 200	△ 80	△ 210	- 130 (- 70)
先進国	110	△ 280	100	△ 380	- 480 (- 590)
工業国	100	△ 220	90	△ 310	- 400 (- 530)
先進農業国	10	△ 60	10	△ 70	- 80 (- 60)
合 計	80	170	70	60	- 10 (- 60)

(注) 輸出国が輸出に計上する時点と、その相手国が輸入に計上する時点との間にラグがあるため、石油価格の急上昇をみた1974年の場合経常収支(表面)合計がゼロに近くならないばかりか、170億ドルと非常に大きな誤差が生じる結果となっている。このため石油に関する非対称部分を調整したものが本欄の計数である。

資料: IMF年報(1974年)。

ように世界における国際収支構造は、従来の「先進国・黒字＝発展途上国・赤字」型から「産油国・黒字＝非産油国・赤字」のパターンへと大きく変化したわけであり、その意味でも産油国による原油価格の引上げは世界経済にとり画期的なできごとであった。

オイル・インパクトが非産油国の中でも先進工業国にとくに顕著なのは、これらの国における石油依存度がとりわけ大きいことによるものであ

て、OECD諸国の貿易収支変動要因からみてもこの点は明らかである(第7表)。すなわち、74年にOECD加盟国の貿易収支は400億ドル弱もの著しい悪化を示したものと見込まれているが、これは専ら石油価格上昇による効果が実に600億ドル強に達したためである。地域別収支でも、対OPEC諸国収支は400億ドル強の悪化となっており、非産油発展途上国およびその他域外諸国向け収支の改善でカバーされるのはわずかな部分にとどまっている。

なお、OECD諸国のなかにおいても国によって経常収支の不均衡が拡大し(注4)、ひとり西ドイツのみは74年中90億ドルの大幅黒字を達成、黒字幅は73年比倍増したのに対し、他の主要先進諸国は軒並みに大幅赤字を計上している。なかでも英国、フランス、イタリア3か国の赤字幅は大きく、この3か国計でOECD全体の経常収支赤字額の3分の2を占めるに至っており、こうした先進諸国間の経常収支の極端な格差が、後述のように国際金融面で波乱を生じる基本的要因となった。

OECD事務局の予測によ

(第7表) OECD加盟国の貿易収支変化の要因分析

		1973→1974年(実績見込み)				1974→1975年(見通し)			
		変化額 合計	数量 効果	石油価 格効果	その他 の交易 条件効果	変化額 合計	数量 効果	交易条 件効果	
カナダ		△ 5	△ 32.5	7.5	20	△ 15	△ 7.5	△ 7.5	
米国		△ 67.5	92.5	△ 170	10	△ 30	0	△ 30	
日本		△ 22.5	77.5	△ 125	25	55	27.5	27.5	
豪州・ ニュージーランド		△ 32.5	△ 30	△ 7.5	5	12.5	12.5	0	
フランス		△ 62.5	5	△ 65	△ 2.5	17.5	15	2.5	
西ドイツ		62.5	100	△ 65	27.5	△ 20	△ 15	△ 5	
イタリア		△ 52.5	37.5	△ 52.5	△ 37.5	27.5	10	17.5	
英国		△ 57.5	2.5	△ 52.5	△ 7.5	30	7.5	22.5	
ベルギー		△ 12.5	2.5	△ 12.5	△ 2.5	△ 2.5	2.5	△ 5	
オランダ		△ 5	10	△ 7.5	△ 7.5	0	△ 5	5	
OECD計		△ 365	250	△ 630	15	40	35	5	
地域別 変化額	対OPEC	△ 432.5	137.5	△ 610	40	15	90	△ 75	
	対非産油 発展途上国	52.5	82.5	△ 10	△ 20	20	△ 55	75	
	対その他 域外	15	30	△ 10	△ 5	5	0	5	

資料：OECD, Economic Outlook, Dec. 1974.

(注4)

OECD加盟国の経常収支

(単位・億ドル)

	1973年	1974年 (実績 見込み)	1975年 (見通し)		1973年	1974年 (実績 見通し)	1975年 (見通し)
英国	△ 31.1	△ 90	△ 65	イタリア	△ 24.2	△ 83	△ 57.5
米国	5.1	△ 32.5	△ 75	日本	△ 1.4	△ 47.5	0
フランス	△ 6.8	△ 75	△ 62.5	6か国計	△ 13.0	△ 238.0	△ 200.0
西ドイツ	45.4	90	60	OECD計	25	△ 375	△ 385

資料：OECD, Economic Outlook, Dec. 1974等。

れば、1975年の加盟国貿易収支全体としては40億ドル程度の微々たる改善にとどまる見通しとなっている。これは、石油価格が大幅に低下することでもないかぎりOECD諸国の貿易収支赤字が容易に解消されることはなく、しかも世界的な景気停滞が予想される状況の下では非石油収支改善にもおのずと限界があることを示すものである。このことは同時に、「産油国・黒字＝非産油国・赤字」という新しい国際収支パターンがこしばらくは定着することを意味するものにほかならない。

#### ハ. 世界貿易をめぐる問題点

OECD事務局の見通しによれば、75年の加盟諸国貿易(数量ベース)は前年に引き続き低調で、とくに輸出は対非産油発展途上国、対OECD域内ともに伸び悩み、総じて74年に比し伸び率が低下する(9→4%)と見込まれている(前掲第5表)。このように貿易拡大を制約する要因としては、前述した世界的な経済活動の停滞あるいは石油関連の引き続く巨額な赤字などがあるが、このほかにも世界貿易をめぐる問題として次のような諸点を挙げることができよう。

まず産油国・非産油国間の問題としては、なによりも産油国自体の輸入規模をどのように拡大しうるかということである。膨大な石油収入増加に対し産油国側の輸入増加として期待できるのは、産油国の人口が少ないことなどのため輸入余力に乏しいことから、せいぜいその半分程度とみられており(世界銀行、モーガン・ギャランティ等の試算)、こうした状態を今後も放置するならば、石油赤字に起因する世界的な国際収支不均衡が解消することは期待できない。もし産油国による輸入の急速な拡大が望めないとすれば、その間石油消費国側としては、後述するように今後とも産油国に累積していく余剰外貨を円滑かつ安定的な形で消費国に還流させるよう石油赤字のファイナン

スに注力せざるをえなくなる。またかりにこれらのリサイクルが円滑に行われたとしても、それがけっして収支不均衡是正の抜本的な対策でないことはいまでもない。

次に非産油国間とりわけ先進国間では、国際収支の赤字偏在がどのように調整されていくかという問題がある。74年中主要先進国で経常収支の黒字を記録したのは西ドイツ、オランダにとどまり、その他の国では前述のように英国、イタリアをはじめ各国とも相当規模の赤字を計上した。赤字国の一部では不均衡是正を目的とする各種措置が採られはじめており、たとえば、輸出促進策として輸出金融を優遇する動き(フランス3月、6月、8月、イタリア12月)がみられるほか、輸入面ではイタリア、デンマーク、その他小国等ですでに74年春ごろから直接的抑制策が実施されている。世界的な不況の進行に伴い、各国で生産不振、失業増大などが問題となってきたおりだけに、国際収支対策として一部の国際収支赤字国で輸入制限を求める圧力が高まってきていることは否定できない。

このように、ともすれば保護主義的な傾向の強まる可能性があることから、75年初頭の米国新通商法成立を契機に、この1年間停滞をみていたガット(関税貿易一般協定)新国際ラウンドの推進が期待される。

#### (2) オイル・マネーをめぐる諸問題

##### イ. オイル・マネーの巨大化と国際流動性の偏在化

石油危機の結果生じた巨額の産油国の経常収支余剰が世界貿易に及ぼしつつある影響については前節のとおりであるが、次に金融的な側面でそれがいわゆるオイル・マネーとしてどのような問題をもたらしめているかをみることにしよう。1974年中の産油国の石油収入は1,000億ドル前後と、前年(約230億ドル)比4～5倍の規模に達したものとみられている。そのうちかなりの部分が産油国の

輸入増や対外経済援助等に充当されたとしても、なお産油国の手元には 600 億ドル程度の余剰外貨が生じたものと推計されている。

産油国におけるこうした大規模な余剰外貨(経常収支黒字)の発生は、とりもなおさず非産油国全体でそれに見合う規模の大幅な外貨不足(経常収支赤字)が生じていることを示すものにほかならない。もとより、経常収支面の赤字は最終的には資本ないしは金融取引を通じファイナンスされることとなるが、こうしたファイナンスが円滑さを欠く場合には、えてして収支赤字国を輸入制限等近隣窮乏化政策の実施へ追いやり、それをきっかけに世界的な貿易戦争が発生する危険がある。この意味で産油国の余剰外貨であるオイル・マネーをいかに安定的かつ円滑に産油国から石油消費国へ還流させるか、いいかえるならば偏在化した国際流動性をいかに迅速かつ適切に再配分するかが、世界経済にとって当面の緊急課題となっている。

なお、現在のような国際流動性の偏在化現象は、過去においても第2次大戦直後にみられた。大戦直後の1946年から朝鮮動乱爆发の1950年にかけて米国の貿易収支が大幅な黒字を続けた反面、戦勝国とはいえ疲弊しきった欧州諸国では大幅な貿易収支赤字が続いた。しかしながら第2次大戦直後のこうした状況は、

①資金偏在が自由世界のリー (第8表)

ダーである米国とその他諸国との間に生じたこと、②このため偏在した資金のリサイクル問題(収支赤字国のファイナンス問題)の処理にあたっては米国当局がリーダーシップをとりやすかったこと、さらには、③収支赤字国に対するファイナンスがマーシャ

ル・プランという経済援助のかたちをとったため、借入金ならびに利子負担の累増は収支赤字国にとってさほど問題とならなかったこと、などの諸点で現状とは異なっており、その意味ではむしろ現在の方が事態が深刻であるともいえよう。

#### ロ. オイル・マネーの還流状況とその問題点

以上のような産油国への外貨集中の結果、一部の国では極度の外貨繰り難に見舞われたものの、総じてみれば74年1年間については産油国のこうした余剰外貨は種々のチャネルを通じ非産油赤字国に対しても比較的順調に還流したといえる。世界の地域別対外準備残高の推移(第8表参照)をみても、OPEC諸国は74年1～9月中実に239.3億ドルと著伸しているのに対し、非産油国は先進国4.5億ドル増、発展途上国19.7億ドル増と、経常収支赤字国が自国の対外準備を取り崩すことなしに収支赤字のファイナンスに対処しえてきたことを示している。

74年初来のオイル・マネーの還流についてみると(第9表)、次の点が特徴的である。すなわち、①最初は主としてユーロ市場へ流入していたものの年央以降は米国市場への流入が増加し、さらに最近では米国市場のウェイトも低下傾向にあること、②反面、2国間政府借入れやIMF等国际機関を通じたいわば公的ペースのリサイクルが活発

地域別対外準備残高の推移

(単位・億ドル)

	1973年末	1974年			増減(△)額		
		3月末	6月末	9月末	1974/I	1974/II	1974/III
OPEC諸国*	144.9	189.4	299.4	384.2	44.5	110.0	84.8
先進工業国	1,150.3	1,134.8	1,144.1	1,179.3	△ 15.5	9.3	35.2
その他先進国	241.4	236.5	221.0	217.0	△ 4.9	△ 15.5	△ 4.0
発展途上国	302.6	317.3	334.6	322.3	14.7	17.3	△ 12.3
合計	1,839.1	1,877.9	1,999.1	2,102.8	38.8	121.2	103.7

(注) 1. IMF-IFS から作成。

2. \* 印はアラブ、カタールを除く。

(第9表)

## オイル・マネーの地域別運用残高 (1974年初来)

(単位・億ドル)

	1974年			構成比(%)		
	8月末	10月末	11月末	8月末	10月末	11月末
米 国	70	95	105	25.0	21.1	19.8
英 国	30	65	75	10.7	14.4	14.2
その他欧州諸 国および日本	20	35	60	7.1	7.8	11.3
ユーロ市場	130	165	180	46.4	36.7	34.0
国際機関	5	20	30	1.8	4.4	5.7
発展途上国	20	20	20	7.1	4.4	3.8
不明	5	50	70*	1.8	11.1	13.2
合 計	280	450	530	100.0	100.0	100.0

(注) \* 印は、おそらく、①欧州諸国の投資計画勘定や、②欧州、日本  
の(i)企業に対する貸付、(ii)社債、不動産購入等に充当された  
ものと推定される。

資料：米国防務省。

化してきたこと、③株式、債券、不動産等産油国  
による中・長期資産への運用が増大しつつあるこ  
と、などチャネルの多様化がみられることであ  
る。もっとも、各チャネルの全体に占めるシェア  
をみると、ユーロ市場(総額の3割強)、米国市場  
(同2割弱)、英国市場(同1割強)等依然大宗が民  
間市場を通じて還流しており、国際機関を通じる  
ものはわずかに1割弱にすぎない(注5)。

当初ユーロ市場は、各国の規制に服さない自由  
な市場でかつ預金者の匿名性が高いという利点に  
加え、金利も欧米諸国の金融引締め政策を映じか  
なり高かったため、産油国に対しかつこうの短期  
流動資産運用の場を提供した。ちなみに英国所在  
銀行(ほとんどがユーロ銀行)の外貨建債務残高  
は、74年1～6月中25.3億ポンド(約60.5億ドル)  
方増大しており、この間の産油国の対外準備残高  
増加額(154.5億ドル)の約4割に達した。またユ  
ーロ銀行の中・長期貸付(公表かつ契約締結ベ  
ース)も同期間中に197.4億ドルとすでに73年年間の  
それ(220.2億ドル)に近いところまで迫った。し  
かしながら、74年6月末のヘルシュタット銀行は  
じめ一連の中小銀行の経営破たん表面化を契機と  
して市場関係者の間に警戒感が高まり、その後ユ  
ーロ市場を経由するオイル・マネーの量はかなり  
減少した。ユーロ市場については、そもそも問題  
点として、①国内市場のような「最後の信用供与  
者(lender of last resort)」が存在しないこと、  
②「短期借り、長期貸し(borrow short, lend  
long)」に伴う流動性リスクがあること、③無担  
保取引および対外ポジション悪化国に対する貸付

(注5) 第2表とはややベースが異なるが、OECD推計による産油国の対外投資(注1)は次のとおりである。

(単位・億ドル、カッコ内は全体に対する割合・%)

	1974年			
	I	II	III	1～9月末
米 国 向 け	10	30	40	80 (23)
英 国 向 け	7.5	12.5	22.5	40 (11)
ユーロ市場向け	27.5	67.5	60	155 (44)
〔うちロンドン市場〕	〔25〕	〔45〕	〔35〕	〔105〕 (30)
その他(国際機関を含む)	10	30	35	75 (21)
合 計(注2)	55	140	160	350 (100)

(注1) 流動性および非流動性ベースの投資。

(注2) OPEC 諸国の経常余剰(決済ベース)に等しい。

資料：OECD, Economic Outlook, Dec. 1974.

残高の増大傾向などに伴うリスクの存在、④最近の傾向的な問題として長短金利の逆ざやリスクや貸付マージンの低下、などの諸点が指摘されていたが、上記ユーロ市場の信用不安発生を契機にこれらの諸点があらためて強く認識され、ユーロ銀行の中でもとくに大銀行へ預金が集中したり、あるいは米国市場への資金シフトが生じることとなった。またユーロ銀行側でも健全経営の見地から、対外ポジションの悪い国への新規貸付を見合わせるなど仕振りを一段と慎重化していることもあって、74年7～9月期の中・長期ユーロ貸付(公表かつ契約締結ベース)は40.2億ドルと実に前期(125.5億ドル)比3分の1の著減となった。

一方、米国市場ではとくに74年央における産油国の資産運用の増大が顕著であった(外国中央銀行保有の米国政府証券残高は産油国中心に74年5、6月2ヵ月間で22.9億ドルの大幅増大)。しかしその後は、米銀がユーロ銀行同様、健全経営の見地から流動性比率や自己資本比率を重視する態度に転じ、オイル・マネーの取入れを渋りはじめた一方、産油国側も漸次長期的観点から資産運用の多様化に努めたため、米国市場における産油国の資金運用残高は増勢鈍化傾向を示した。また、74年1月末の資本流出規制撤廃後急増をみた米銀の対外債権残高も上記事情から秋口以降大幅に増勢鈍化(74/I +51.0、II +75.3、III +15.8各億ドル)しており、ユーロ市場同様、米国市場のリサイクル機能にも限度があることがあらためて認識されている。

こうした民間市場を通じたリサイクルの困難化を映じ、年央以降、産油国、非産油国政府の2国間直接取引の例が増加しはじめた。こうした2国間直接取引には、財貨、サービスの移転を伴うものと伴わないものとがあり、74年6月にフランスがイランとの間に総額約40億ドルの輸出協定を締結、それに基づき10月には輸出前受金3億ドルを

受領したのは前者の例であり、英国政府によるイランからの直接借入れ(12億ドル)取決めの締結(7月)や米国のサウジアラビア政府に対する特別証券の発行(7月)は後者の例である。このほか厳密には2国間取引とはいいがたいが、ECでは10月、域内赤字国に対する融資を目的に75年中の起債計画として産油国から総額30億ドルの資金を調達することを決定した。以上のような2国間取引には、産油国、非産油国間の経済的なきずなが強まり国際経済の安定化につながるとの見方もないではないが、政府間の直接取引であるだけに対外ポジションの比較的良好な国にとってはきわめて有利である反面、対外ポジションの悪い国にとってはさほど期待できず、むしろリサイクル・チャネルを狭めるとの批判的な見方もある。

民間市場を含めこのような問題含みのリサイクルのチャネルを補完するものとして74年初来、IMF等国際機関は主として発展途上国へのオイル・マネー還流仲介機関としての機能を果たしてきた。すなわち、4月の国連資源特別総会においてMSAC(石油危機により最も深刻な影響を受けた国)に対する緊急援助が決定されたほか、とくに年央以降、IMF内にオイル・ファシリティー(6月)、同拡大ファシリティー(9月)を発足させるなど、国際機関を通じたリサイクル機構は徐々に整備されている。しかしながら上記三つのリサイクル機構の資金規模を合わせても100億ドルにも達せず、かりに全額が発展途上国に充当されるとしても、74年における発展途上国の経常収支赤字見込み額(200億ドル、1974年IMF年次報告の推計)にははるかに及ばない。さらにこのほかアフリカ援助アラブ特別基金、同技術協力基金(以上74年1月)をはじめOPEC特別開発基金(4月)、イスラム開発銀行(8月)、サウジ開発基金(9月)等産油国のイニシアチブによる発展途上国へのリサイクル仲介機構があいついで創設決定ないしは



発足しているが、いずれも発足後まだ日が浅く、リサイクル機能を果たすまでにはなお時日を要しよう。

また産油国は、74年後半、証券投資、企業に対する中長期貸付、直接投資、不動産購入等・長期資産への運用多様化を図っているが、とくに最近では欧米主要国における一流企業への接近が目だっている(注6)。

### (3) 金・為替市場の動向

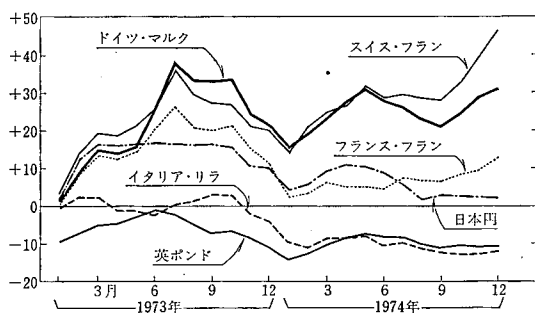
(為替相場は一高一低のうちにさしたる混乱なく推移)

フロート移行後2年目を迎えた74年中の各国為替相場(対米ドル)の推移をみると、ドイツ・マルクおよびスイス・フランは総じて強調を続け、とくに年末接近に伴いこの傾向が一段と強まる一方、英ポンドおよびイタリア・リラは終始軟弱地合いに推移するなど、各国の国際収支の状況に応じて強い通貨と弱い通貨の差が浮彫りにされてきた点が特徴となっている(第4図)。こうした動き

[第4図]

主要通貨の対米ドル相場推移

(月中平均相場のスミソニアン・レート比、IMF方式、単位・%)



を時期的に3局面に大別してやや詳しくみると、次のとおりである。

①年初来5月央まで……1973年秋の石油危機発生後、これが米国にとり相対的に有利な情勢をもたらすとみられたことから、米ドル上昇、欧州通貨下落という傾向が現われたが、1974年1月末に至り、米国の対外投融資規制撤廃、欧州各国の外資流入規制緩和(西ドイツ、スイス、オランダ、ベルギー)などの発表とともに方向が一転した。さらに、オイル・ショック後の予想に反した米国の貿易収支赤字転落、西ドイツの貿易収支黒字持続などの状況が現われたことからドイツ・マルクを軸とするEC共同フロート通貨(フランス・フランは1月下旬、石油価格上昇に伴う国際収支不安から共同フロートを離脱)の強調が目だつようになり、そのうえ3月には西ドイツ経済研究所(ハンブルク、エッセン等)がドイツ・マルク切上げを提唱、5月初には同国経済専門委員会クローテン議長が同じく切上げを主張、これに対しシュミット首相も肯定的発言を行ったことなどからドイツ・マルクは急伸、5月14日には1ドル=2.3930マルクと石油危機前の73年10月の水準にまで達した。このため単独フロート諸通貨もフランス・フランを除き、米ドル軟化の間接的影響のほか、各国の国際収支対策等が好感され小幅ながら上伸した(この間、フランス、イタリア両国は二重為替市場制を廃止)。

②5月央以降9月まで……このようなマルクをめぐる思惑の渦中で5月央に開催されたB I S月

(注6) たとえば、7月にはイラン政府が西ドイツ第3位の鉄鋼メーカーであるクルップ社の株式(25.04%)を取得したほか、12月にはクウェート政府が西ドイツの代表的自動車メーカーであるダイムラー・ベンツ社の株式(14.6%)を取得、またイラン政府は資金難に苦しむ米国ロッキード社に資金援助を申し出たと伝えられるなど年央以降きわめて活発な動きをみせた。もっともこのような産油国の資本進出、企業買収等が続いた場合、結果的に産油国の経済支配力が強まることとなるため、欧米主要国内にはなんらかのチェックが必要との声が高まってきている。ちなみに米国のバーンズ連邦準備制度理事会議長は74年11月27日、議会証言で「OPEC諸国が米国の戦略企業の支配権を握るのを阻止するためなんらかの立法措置が必要になるかもしれない」と示唆したほか、西ドイツでもシュミット首相が12月13日の議会で同趣旨の発言をしており、現在外国資本による大口株式取得につき報告義務制度導入の可否などを検討中と伝えられる。

例会議において米国、西ドイツ、スイスの3か国による共同対ドル介入が検討されたとのルーマーが流れ、同時に西ドイツ当局がかなりの市場介入を行ったため、これがルーマーの証左と受け取られた。これに加え共同フロート加盟5か国が蔵相会議でスネーク維持を確認したこともあってようやくドイツ・マルクの切上げ思惑は鎮静した。その後は逆に米国国内金利の上昇、米国の貿易収支黒字転化などを背景に米ドルの持直し傾向がみられるようになり、さらにオイル・マネーの米国流入、8月のニクソン大統領辞任に伴う政治的不安要因の解消などもあって8月一杯は米ドルの強調局面が続いた。この間、6月末には西ドイツのヘルシュタット銀行がオイル・ショック後の為替投機において失敗し経営破たんを招いたため、その後1～2か月間は為替取引の慎重化、出来高減少といった事態がみられた。この事件が契機となって、9月上旬開かれた定例のB I S月例総裁会議において、国際的な業務を行う銀行に関し、今後中央銀行相互間で情報を交換し必要に応じ外国為替ポジションの規制を強化することで合意に達した。これが為替市場の動揺をある程度鎮静させる役割を果たしたものとみられる。

③9月以降……9月に入ると米国の国内金利の急落、リセッションの濃化などから米ドルは再び軟化、さらに産油国のドイツ・マルク買いの動き、シュミット西ドイツ首相のマルクのプロート・アップ容認発言などから、ドイツ・マルクを軸に共同フロート通貨の上伸傾向が年末まで続いている。また単独フロート通貨の中でもスイス・フランはドイツ・マルクに同調して上昇、このためスイス当局は為替管理を復活・強化し、またフランス・フランも貿易収支の好調を背景に強調を持続、年末時点では共同フロート復帰説まで流れるような状況となっている。

この間同じく単独フロートの英ポンド、イタリ

(第10表)

## 実効為替相場の変動率

(スミソニアン・レート比、単位・%)

	1973年 7 月	1974年		
		1 月	5 月	11 月
米 ド ル	- 9.7	- 0.6	- 7.0	- 3.7
英 ポ ンド	- 16.7	- 18.8	- 16.9	- 18.9
ドイツ・マルク	+ 21.4	+ 13.0	+ 19.7	+ 18.4
フランス・フラン	+ 11.0	- 3.9	- 6.6	- 0.8
イタリア・リラ	- 20.1	- 16.9	- 19.2	- 23.2
日 本 円	+ 11.2	- 0.1	+ 5.3	- 0.2

(注) National Westminster Bank 調べ。

ア・リラは、夏場以降インフレ激化、貿易収支大幅赤字などを映じ弱含みの状態を続けており、とくに英ポンドは、スターリング地域諸国とのポンド価値保証取決め延長停止(75年1月1日以降)、サウジアラビアのポンドによる石油代金受取り拒否などから実効レートを大幅に下げ、12月12日には-21.9%と既往最大の下落率を示した。

このように74年中の各国為替市場は波乱裡に推移したが(第10表)、これは、石油価格急騰の結果前述のように多くの先進諸国で経常収支が大幅な赤字を記録する反面、西ドイツでは黒字幅が拡大するなど主要国間の経常収支の不均衡が急激に表面化したことの端的な現われである。こうした状況下でかりに主要国が固定相場制度を採用していたならば、オイル・ショックという画期的なできごとが国際通貨情勢にどのような混乱をもたらしたかは、想像にかたくない。フロート制に移行していたからこそ、この程度の波乱でショックを吸収できたともみることができよう。その意味で、実施後2年目を経たフロート制は、激動する世界経済の中での現実的な通貨制度としていまや定着しつつある感が深い。

## (金価格、史上最高値を更新)

74年中の国際金融情勢を回顧した場合、金の市場価格の推移を見のがすわけにはいかない。金相場は74年中を通じて激しい変動を繰り返したが、

とくに年末にかけて史上最高値を更新するなど、総じてみれば騰勢基調を強めた。これを時期的にみれば、春先(3、4月ごろ)と年末近く(11、12月ごろ)に急騰をみており、夏場から秋口にかけては多少弱含んだ状態が続いていた(第5図)。以下順をおって相場動きをみることにするが、金相場は結局のところドル相場と裏腹の関係にあり、ドル売り・金買いといった従来のパターンが74年についても認められる。

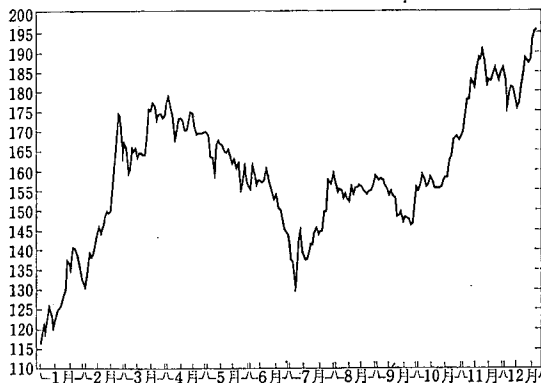
①春先の急騰……73年末に石油危機の下でインフレ激化懸念を背景に上昇をみた金相場は、更年後もフランスがEC共同フロートを離脱した(1月)ほか、EC蔵相理事会がEC中央銀行総裁会議に対し金価格引き上げの検討を要請した(2月)ことなどの事情を映じて一段と騰勢を強め、2月26日には1オンス当り175ドル(ロンドン市場、午後のフィクシング、以下同じ)と記録の高値をつけた。その後もドイツ・マルク切上げ思惑等が高まり、米ドルの軟化傾向が認められるなどの状況下、金相場は上昇を続け、4月3日に179.5ドルと従来の史上最高値を更新した。

②夏場から秋口にかけての反落傾向……しかし5月ごろからは、ドル相場の底堅さに加え利食い売

〔第5図〕

1974 年中の金相場の推移  
(ロンドン金市場、午後 fixing)

(単位・1トロイ・オンス当りドル)



りなどもあって金相場は軟調に転じ、7月4日には129ドルと半年ぶりに130ドルを割り込むに至った。その後、米国民間金保有自由化法案の成立(8月14日)、西ドイツの対イタリア金担保借款の発表(9月2日)などを材料に反騰をみたが、10月ごろまではその足どりは遅々としていた。

③年末にかけての急騰……11月以降年末にかけては、米国民間金保有自由化(74年12月31日)の接近につれ相場先高観が強まったほか、ユーロ・ダラー金利低下に伴う金保有コスト低下やドル相場の下落傾向もあって相場は騰勢に転じ、11月18日には190.5ドルとはじめて190ドル台に乗せた。さらに12月に入って、米仏首脳会談における金準備の市場価格による再評価の合意成立(12月17日)、フランスの公的保有金再評価の意向表明(12月21日)などを主因に高値更新を続け、結局12月30日(ピーク)には195.25ドルを記録した。しかしながら、米国民間金保有が自由化された12月31日以降は、米国の民間需要が予想されたほど多くなかったこともあってやや反落し、更年後はおおむね170ドル台で推移している。

このように74年中の金相場は波乱含みのうちに推移したが、これには金の取扱いをめぐる新しい動きが各国間で活発化したことに加え、より基本的には、みぞうのインフレが進行し、各国経済の先行きに対する不確定要因の多い中で、インフレ・ヘッジの対象として金があらためて浮かび上がってきたことが大きく響いていると思われる。すなわち、金の自由価格の急騰は世界的にインフレ心理がまん延していることの一つの端的な現われともみることができよう。

今後の金価格の動向については、中東の政情不安、オイル・ダラーの運用状況等不確定要素が多く見通しにくい面もあるが、世界的インフレーションの収束がさほど速やかに行われまいとの見方が多いだけに、堅調な足どりを予想する向きが多

い。

### 3. 政策の基調と金利動向

#### (1) 主要国における政策の基調

(政策の基本姿勢はインフレ抑制)

74年中における欧米主要国の金融・財政政策の推移をみると、フォード米大統領が8月の就任演説において、「インフレは公共の敵ナンバーワン」と指摘したことに端的に象徴されているように、各国ともその政策の基本路線をインフレ抑制にしていた。これは、年初、石油価格の大幅引上げもあってインフレの高進が著しかった一方、景気後退は、総じて74年秋ごろまではさほど深刻化していなかったという事情によるところが大きい。が、同時に多くの国では国際収支面への配慮も働いていたためと思われる。

しかし、こうした引締め政策の効果が漸次浸透し、景気後退色が深まるにつれて、一方では総需要抑制の基本路線を堅持しながらも、同時に財政措置等によって部分的、個別的に景気後退に伴う摩擦を緩和しようとする動きが拡大した。さらに秋以降、景気後退が一段と深刻化する一方、物価の騰勢が鈍化したのをながめて、主要国の政策当局は、財政・金融政策を弾力化し、不況対策に配慮する姿勢をいっそう強めつつある。

このような推移は、主要国においてはほぼ共通にみられるが、そのすすめ方およびタイミングは経済情勢の相違を映じて国により事情を異にする点も少なくない。たとえば、西ドイツでは、すでに72年末ごろから政策が総需要抑制の方向に転じ、その効果が74年初来顕現化してきたので、財政面で一部不況業種に対する小規模の追加財政支出措置がとられたほか、金融面でも、季節的要因や外資流出に伴う金融市場の過度のひっ迫を避けるため引締めの基本路線を崩さない範囲内で、かなり弾力的な運営が行われてきた(73年6月以降停止

されていたロンバード貸付の再開<7月>、準備率の引下げ<1月、8月、9月>等)。しかし、秋以降、生産の低下、失業の増大、ビジネス・マインドの不振等不況現象が強まる一方、物価の騰勢がほぼ鎮静化し、国際収支も大幅黒字を続けていたため、10月には他の主要国にさきがけて公定歩合の引下げに踏み切った。さらに12月には、財政面からの投資刺激策を中心とする景気対策を決定、公定歩合の再引下げを行うなど政策の重点を不況対策に移行しつつある。

西ドイツに次いで、最近その政策運営姿勢が弾力化しつつあるのは米国である。73年初から実施されていた金融引締めは、74年4月の公定歩合引上げにより強化され、また財政面でも年初の「警戒的中立」の方針(予算教書)からしだいに財政支出を極力圧縮する方向へすすんだ。フォード米大統領が10月に発表した「新経済計画」は、基本的には、インフレ抑制を指向しつつ同時に引締めに伴うひずみは個別の対策で救済していこうとする、いわば折衷的な性格のものであった。ところが、秋以降景気の落込みが予想以上の急ピッチで進み、マネー・サプライの増加率が当局の予期した水準に達しなかったため、年末から75年初にかけて支払準備率引下げや公定歩合の再度にわたる引下げが実施された。同時に財政政策面でも、「新経済計画」で打ち出された増税案は撤回され、むしろ減税が検討されるなど、西ドイツと同様、このところ不況対策のウエイトが急速に増しつつある。ただし西ドイツと異なるのは、米国の場合、物価の騰勢に鈍化気配がうかがわれるとはいえないものの、なお卸売物価、消費者物価ともに前年比2桁台の上昇を続けるなど、インフレの抑制に成功を収めたとはいいいがたいことであり、それにもかかわらず緩和政策への移行に踏み切ったのは、失業の増大、企業マインドの低下、マネー・サプライの停滞などを放置しえなくなったためと

みられる。

このように、いわば「やむをえざる」政策姿勢の転換は、程度の差こそあれフランス、イタリアの場合も同様である。両国とも本格的な総需要抑制策を採用したのが74年央ごろと他の諸国に比べて遅く、このためインフレが引き続き進行する一方、景気の落込みの程度は比較的軽微であった。しかし年末接近とともに失業の増大、生産の停滞などが顕現化したため、両国とも公定歩合を引き下げ、景気の過度の落込みを防ぐ姿勢を明らかにした。イタリアの場合、卸売物価の上昇率がなお年率4割に達しているにもかかわらず総需要抑制策の緩和を余儀なくされたわけであるが、これには政局不安定、労働争議のひん発という同国特有の事情が大きく響いているためとみられる。

政策運営姿勢の変化が最も微妙なのは英国である。74年度予算案(3月発表)は需要抑制色の強いものであったが、7月の補正予算案では物価抑制に配慮しつつも同時に雇用機会の増大、企業の投資意欲拡大等一連の景気対策が盛り込まれ、さらに11月発表の第2次補正予算案は企業向け減税、価格規制の緩和等を含むリフレ的色彩の濃いものとなった。しかしこの場合も、はっきりと不況対策に踏み切ったわけではなく、現に73年来強化された金融引締め政策は、最低貸出歩合こそ小さくみに引き下げられているが、基調的には最近に至るまで大きく変更されていない。このように英国の場合は、政策の方向を一義的に定めにくい、インフレ、景気後退、国際収支の逆調というトリレンマの悩みは諸国の中でも同国が最も深刻であるだけに、こうした多面的な政策運営姿勢もむしろ当然とみることができよう。このように、欧米主要国の中で政策の諸目標の間に矛盾をきたしていないのはインフレ抑制にほぼ成功した西ドイツのみであり(その背景等については49年12月号参照)、他はいずれも物価安定と雇用確保のトレ-

ド・オフに悩まされている。

#### (政策の基本路線と個別対策の使い分け)

74年中の主要国の政策運営で特徴的なことは、政策の基本路線としては総需要抑制策を続けるかわら、引締め効果浸透に伴う摩擦が著しい特定の部門や地域に対して個別的ないし選択的な救済策を講じる例が目だったことであり、この点従来の引締め期における政策運営方針とはやや様相を異にしている。まず財政政策の面では、不況業種援助策とか失業対策のような選択的ないしは部分的な救済策があいついで打ち出された。これは、今回の景気後退においては石油問題の影響もあって業種間で著しい跛行現象がみられたことが、その背景にあったためとみられる。具体的には、西ドイツの建設業等不況業種に対する支援措置(2月、9月)、フランスの自動車業界に対する財政援助(12月)および建設業界に対する同様の措置(75年1月)などにその例をみることができる。また前述の米国の新経済計画(10月)、英国の補正予算案(11月)もその好例である。

同様の傾向は金融政策面でもみられ、たとえば英国では4月に、異常な高金利の是正かたがた住宅金融面への配慮から特別預金預入率や最低貸出歩合の小幅引下げを実施しており、フランスでは8月に金融引締めに伴う摩擦、とくに中小企業の資金繰りひっ迫に対処して預金準備率を一部引き下げるなどの調整を行ったほか、米国でも年初来2月末までの間は、マネー・サプライの増勢鈍化をながめて多少緩めの金融調節が行われた。

このようにいわば「総論でインフレ対策、各論の一部で不況対策」という政策方向は、主要国が現在直面している異常なインフレを短期間で終息させることはとうてい期待しがたいところから、引締め基調を息長く続ける必要があり、そのためにも過度の局所的な摩擦現象を回避する必要があるとの認識に基づいたものであろう。

こうした配慮は、破たんを生じた金融機関の救済という面でもみられた。74年中、フロート下の外国為替取引のつまづきなどから、欧米諸国で銀行が経営破たんをきたす例が目だったが、これに対して各国中央銀行は、信用不安の拡大防止のため積極的な役割を果たした。すなわち、米国連邦準備制度は5月のフランクリン・ナショナル銀行の経営破たんに際して、同行およびその余波をうけて資金繰りがひっ迫した銀行に対し連銀貸出を弾力的に貸し応じ、金融市場の混乱を未然に防いだ。また西ドイツのブンデスバンクも、ヘルシュタット銀行の経営破たん(6月)の教訓にかんがみ設立されることとなった「金融機関の緊急時の資金繰り救済を目的とする特殊銀行」への出資を決定(9月)している。さらに英蘭銀行は、基調的には引締め路線を堅持しながらも、週3日操業制という緊急事態発生のほか fringe banks の経営破たん続出という事情をも配慮して、春ごろには実際の市場運営をかなり弾力的に行ったとみられている。

#### (所得政策の後退と変ぼう)

この間所得政策は総じて大きな後退をみた。すなわち、米国では、73年秋以降需給ひっ迫の著しい業種を中心に、漸次業種ごとに賃金・価格規制が撤廃されてきたが、74年1月に至り、政府は4月末の経済安定法期限切れとともに賃金・価格規制を原則として廃止する方針を明らかにし、71年8月来約2年8ヵ月にわたり実施された総合的な所得政策は4月末をもって終了した。また72年11月から開始された英国の所得政策も、73年11月以降から緩やかな形の第3段階(たとえば、賃金については小売物価上昇率が一定限度を上回った場合は物価スライド制を発動)に移行していたが、74年7月以降賃金に対する法的規制が全面的に廃止され、さらに11月の第2次補正予算案において企業に対する規制も大幅に緩和された。このような所得政

策の後退は、長期にわたって規制を続けた結果、所得、資源の配分にひずみをもたらすなどその弊害が顕在化してきたことに負うところが大きい。

しかしながら、インフレ高進による実質所得の減少を背景に労働者の賃金引上げ要求が引き続き根強いおりから、米英両国の所得政策は大きく後退しながらも、緩やかな形で引き続き存続している。すなわち英国においては、7月の賃金に対する法的規制撤廃後も「社会契約」(実質賃金の上昇を一定の範囲内にとどめようとする政府、労組間の一種の道義的契約)による賃金上昇の歯止めが期待されているほか、米国でも、賃金・価格規制廃止後も賃金・価格の過大な引上げに対する監視、けん制をねらいとして「賃金物価安定委員会」が設けられた(8月)。このほかフランスでは、自主的な規制である「年間価格契約制度」を強化(9月)しており、緩やかな形で所得政策を実施している。

しかしながら、英国では74年秋以降賃金の伸びは加速度的に高まっており、消費者物価上昇率が大幅に上回るに至るなど、「社会契約」は事実上無視されたかたちとなっている。また米国の場合も、新設の委員会に実効の伴う活動はほとんど期待しがたいのが実情である。こうした制約にもかかわらず、最近のインフレが賃金上昇に主導されたコスト・インフレという色彩を強めている状況の下では、各国とも賃金規制をなんらかの形で多角的な物価対策の一環として組み込まざるをえず、そのための有効な方策を模索しているのが現状といえよう。

#### (所得分配の公正化を指向)

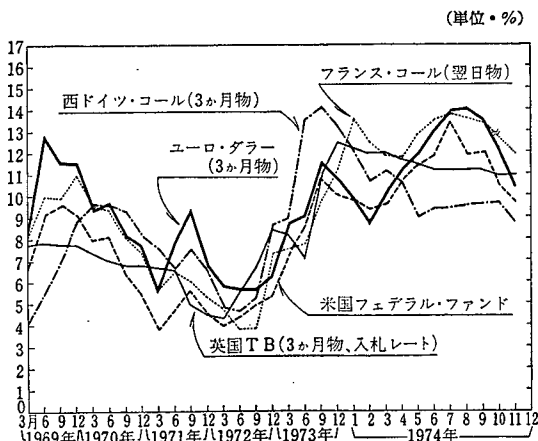
さらに指摘できる点は、年金引上げや食料補助金の支給など、財政面から所得の再分配を目指す対策がとられた(英国)ほか、金融資産の利率を物価上昇率とある程度結びつけるいわゆるインデクセーションの論議が各国で高まったことであり、

具体的には英国で老齢年金生活者を対象とした物価スライド条項付き貯蓄国債の発行が決定された。英国の場合は労働党政権下でもありこうした福祉的な政策への指向はむしろ当然ともみられるが、より基本的には、みぞうのインフレが続きそれが長期化する見通しの下で、インフレの被害を最もこうむりやすい社会的・経済的弱者を救済することが政策上要請されるようになってきたことを端的に示すものといえよう。反面フランス、スウェーデン等では、企業の過大な利潤を規制するため新設の税によりこれを吸収することを決定している。このように、インフレと景気後退との共存という事態が生じ、しかもそれが長期化する見通しの下で、その結果生じる社会的摩擦を少なくするための政策措置が各国で要請されてきていることは否定できず、こうした動きがさらに広範化することも予想される。

## (2) 世界的金利とその解消過程

72年央ごろから上昇に転じた各国の短期金利は、73年末から74年初にかけて、「異常な高金利期」といわれた69～70年当時をしのぐ史上最高の水準に達した後一時的な軟化を示したが、総じてみれば74年夏ごろまで約1年間にわたり高金利傾向が続いた(第6図)。たとえば、74年7月、米国

〔第6図〕 短期金利の推移

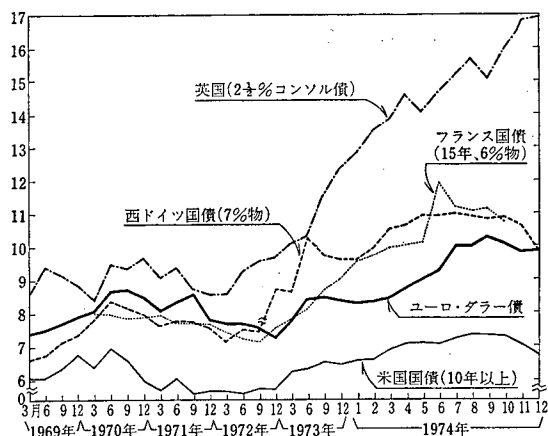


(注) 月中最高、ただしフランス、西ドイツのコールは月平均。

〔第7図〕

長期金利の推移 (長期債券利回り、月中平均)

(単位・%)



のフェデラル・ファンド・レートは従来最高の13%台の水準に到達、またユーロ・ダラー金利(3ヵ月物)も14%に近い水準を記録した。また、長期金利も74年初来緩やかな騰勢基調を継続、年央ごろにはやはり既往最高の水準に到達した(第7図)。もっとも、74年秋口以降は長短金利とも、各国における引締め政策の緩和を映じて軟化基調に転じ、現在に至っている。

このような74年夏までの高金利の定着は、基本的にはインフレの進行に対処して、前述のように各国で金融政策を中心とした総需要抑制策が続けられていたことの結果である。加えて、持続的な物価上昇下において、インフレ心理がますます蔓延し、インフレ期待率が金利に織り込まれたことも、高金利定着の要因の一つとして見のがせない。

このように、74年中記録的な高金利が定着したなかで金利体系に深刻なゆがみが生じ、一部金融機関の破たん問題とも絡んで各国金融市場は厳しい試練に直面した。

第1に指摘しうることは、当然のことながら長期金利の上昇テンポが緩やかであったのに対し短期金利の上昇があまりに急激であったため、英国を除く欧米各国で長短金利の著しい逆転をみたこ

とである。これは激しいインフレ下、長期債の起債が困難化したことに加え、資金の借り手が金利動向の見通し難などから債券の発行を断念し銀行借入れへの依存を高めたため、長期資金の需要圧力が減退する一方、短期資金の需要が著しく高まったことによるところが大きい。とくに米国においては、企業の銀行借入れのウェイトが急速に増大し、資金繰り面からみた企業体質のぜい弱化を招来する一方、銀行側も、必ずしも安定的でない短期資金を取り入れて貸し応じる例が増大した。このため銀行資金繰りの繁忙化をみ、金融市場の一部に不安感が醸成される基となったことは否めない(注7)。

第2は、貯蓄預金金利と市中短期金利の乖離に伴う住宅金融の窮迫化である。住宅関連貸出の金利は、その公共的性格から、上昇幅にもおのずから限度があり、したがって調達金利である貯蓄預金金利の引上げも抑えられざるをえない。このため市中短期金利が史上最高の水準に定着をみた状況下、住宅金融機関の資金吸収力が低下し、住宅金融自体が圧迫されることとなった。たとえば、米国をはじめ、英国、西ドイツにおいても住宅金融機関の貯蓄預金金利と商業銀行の定期預金金利の金利格差は大きく拡大し、貯蓄預金に対する政府の優遇措置にもかかわらず、住宅金融機関の貯蓄預金から商業銀行の通知・定期預金へのシフトが目だつこととなった(注8)。また、米国ではTBレートが貯蓄預金金利を上回ったため、資金が貯蓄預金からTBへシフトする傾向(いわゆる disintermediation)が目だった。

第3に特徴的なことは、こうした異例の高金利定着の下で各国の株式市場が極度の不振に陥ったことである。ちなみに、米国のニューヨーク株価指数は74年中はほぼ一貫して下落を続け、12月6日には577.60ドルとキューバ危機当時の1962年10月26日(569.02ドル)以来の安値を記録(73年1月11日のピーク<1,051.70ドル>比45%減)、年間の下落率は28%に達した。また欧州諸国においても株価の不振は著しく、74年中の下落率が英国で実に52%に達したほか、フランスでも31%方下落した。このため各国の企業の株式市場における資金調達はきわめて困難となった。

もっとも、欧米諸国ではさしもの高金利も秋口以降ようやく峠を越し、短期ものを中心に金利は軟化基調にあり、異常な世界的の高金利は急速に解消しつつある。かかる背景としては各国の景気が一様に低迷の色を濃くするなかで民間資金需要が落ち着いてきたこともさることながら、各国政策当局が景気の過度の落込みを懸念して引締め政策を弾力化させる動きがあいついでいることがあげられる。たとえば、米国の場合夏ごろからフェデラル・ファンド・レートに対する連銀の介入点が徐々に引き下げられているほか、12月の公定歩合引下げもあって短期金利は秋口以降急速に軟化、フェデラル・ファンド・レートは12月末現在8%台に、TB(3ヵ月)市場レートは7%前後まで低下した。欧州各国の短期金利もほぼ米国金利の低下に追随する形となっており、なかでも比較的早くから政策姿勢を弾力化した西ドイツでは短期金利の低下がかなり進んでいる。また、長期金利も

(注7) 米国連邦準備制度理事会は、74年9月大口CDに対する追加準備率の一部を撤廃、11月にも大口CD等に対する預金準備率の引下げを発表した。かかる措置の趣旨につき同理事会では、季節的資金繁忙期に際し準備預金解除を行うとともに「長期CDの発行コストを軽減することにより、CD満期の長期化に資するもの」あるいは「定期預金満期の長期化を促進して、銀行の流動性ポジション改善を意図したものである」と説明しており、銀行の負債構成の健全化を目指すことにより、一部にみられた不安感を解消することをねらいとしているようにうかがわれる。

(注8) 米国の場合住宅金融機関からの預金流出は7～8月ごろピークに達し、8月中だけで貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行合計で約20億ドル近くの預金流出(ネット)をみている。



英国が経済の先行き見通し難などから続騰しているのを除けば、各国の引締め弾力化を映じて10月ごろから軟化気配がうかがわれる。短期金利に比べ長期金利の下げ足が鈍いのは、長期資金の需給関係もさることながら、金利に将来の物価上昇を織り込むという根強いインフレ心理が、長期金利により強く反映しているためとみられる。

こうした長短金利の軟化傾向は更年後も続いており、各国とも景気が全般に鎮静の色を濃くしつつあるだけに、長短金利ともさらにある程度低下するであろう。もっとも、欧米諸国におけるインフレの終息にはなおかなりの時日を要するとみられるうえ、各国政策当局とも引き続きインフレ抑制を重要な政策課題としており、手放しの緩和はありえないと考えられることから、金利低下の度合いにはおのずから限度があると思われる。

#### 4. 当面の景気見通し

すでにみたように、先進工業国は1974年中2桁に及ぶインフレ、景気後退および国際収支の悪化のトリレンマに直面した。すなわち、OECD事務局の推計によれば、74年中のOECD諸国合計の実質経済成長率は0.25%と、ほとんどゼロ成長にとどまった反面、インフレ率は15%を超え、しかも経常収支は400億ドルに近い赤字を記録するという、およそ戦時下を除いて前例のない事態を経験したのである。これは、72年から73年にかけて各国が採用した総需要抑制策の効果が浸透してきたことに加えて、73年秋以降の石油危機の影響が顕現化してきたことによるものにほかならない。

75年については、流動的な中東情勢をはじめ穀物の作柄等不確定な要因も多いうえ、主要国の経済政策の運営いかに左右される面が大きいだけに、その見通しは必ずしも容易ではない。一部には、1930年代の世界的大不況の再来を懸念する向

きもある(ロンドン・エコノミスト誌)。確かに、表面的にみれば最近の情勢が当時のそれに類似している点も少なくない。しかしながら、現在は政策当局の需要管理体制や、各国間の国際協力体制が当時とは比較にならないほど整備され、進んでいることを考慮すれば、世界的な規模での大不況が到来することはまずありえないとみられよう。

もっとも、主要国の景気がかなり冷え込んでおり、当面確たる景気上昇要因も見当たらないことから、先進国経済が急速な回復を示すとも思えない。ちなみにOECD事務局によれば、OECD諸国の景気は年央ごろから緩やかな回復基調をたどるものの、そのテンポは緩慢であり「75年下期のOECD諸国の実質GNPは2年前とほとんど同水準」(Economic Outlook, 74年12月)にすぎず、75年の実質経済成長率は0.5%にとどまるものとされている。対象はやや異なるが、西ドイツ経済専門委員会は工業国13か国につき75年の実質経済成長率を1.0%と予測、IMF筋でもほぼ同程度を見込んでいると伝えられるなど、75年の先進国経済がせいぜい0.5~1%程度の低成長にとどまるという見方が大勢を占めている。ともかく、今回の先進工業国の不況は、主要国がほぼ同時に不況に転じたという点で戦後はじめての経験であるだけに、不況からの回復に相当の時間がかかることは確かであろう。

インフレの見通しについては、最近卸売物価を中心に騰勢鈍化を示す国も出てきており、事実74年中における一次産品価格の軟化やマネー・サプライの落着きなどの効果が若干のタイム・ラグを伴って顕現することとなれば、需給が緩和している状況下でもあり、ある程度の物価の落着きは期待できよう。しかし、反面、賃金コストの上昇圧力は依然根強く、最近の各国のインフレがしだいにコスト・インフレの色彩を強めており、こうしたコスト・プッシュ型のインフレはディマンド・

プル型のインフレにもましてその解決が容易でないことを考慮すると、インフレを完全に抑制するまでにはなおかなりの時日を要することも事実である。ちなみに75年中の主要国のインフレ率をOECDでは11%、西ドイツ経済専門委員会では約12%と推定しており、いずれにせよ74年に引き続き75年も2桁インフレが続くことが見込まれている。ここで注目されるのは、最近の各国における総需要抑制策緩和の動きである。各国政策当局とも、現在のところ依然インフレに対する警戒的姿勢を崩していないが、かりに景気後退の防止を配慮するあまりに安易な景気刺激策がとられることとなれば、需要面からのインフレ圧力が再燃することにもなりかねない。ともかく、景気後退の進行に伴い、政策目標相互間のトレード・オフ関係がますます明確となってきたため、政策当局のジレンマもそれだけ深いことも各国にはほぼ共通しており、政策運営のかじ取りはいっそう困難の度を加えてきている。

国際収支面でも、75年中の先進工業国の経常収支は、引き続き石油代金の支払いが巨額に上るため74年とほぼ同額の赤字となることが見込まれている(OECDの推計では74年の375億ドルに対し75年には385億ドル)。これをファイナンスするため、各国とも2国間ベースないし多国間ベースでオイル・マネーの導入を図っているが、1月中旬のワシントン10か国蔵相会議において新しい還流機構の設置につき合意に達したのは、この問題に対する主要国の姿勢がともかく一致をみた点で高く評価できよう。しかしながら同時に、オイル・マネーの還流が円滑に行われたとしても、経常収支赤字国に利子負担も含めて膨大な対外債務が累増することには変わりがなく、事態の抜本的解決にはならないことも銘記されるべきであろう。結局、世界貿易の均衡化のためには、時間をかけても産油国の経常余剰をマネージブルな範囲に圧縮

することが必要であり、これは産油国の協力なしには解決が困難である。したがって非産油国としては、石油消費節約や代替エネルギーの開発に努めるとともに、産油国との対話のパイプを拡張し、速やかに産油国、非産油国間の協力体制を確立することが、世界経済の均衡的発展のために何よりの急務であると思われる。

## 5. 発展途上国の経済動向

### (1) 貿易収支の悪化と景気の後退

73年中かなりの拡大をみせた発展途上国経済は、石油危機の発生、先進諸国の同時的な景気後退、さらには一次産品市況の軟化などの影響から74年には、産油国等一部を除き停滞色を強め、実質成長率も、前年(7.5%)はもとより、国連の第2次開発戦略目標(6%)をもかなり下回ったものとみられる。

まず対外面をみると、産油国を除く発展途上諸国では、輸出が主要先進国の軽工業品輸入需要の減退、2月ごろを境とする一次産品市況の低落(ロイター商品指数、74年2月26日既往ピーク1,479.7→12月末1,174.3)を主因に年初来漸次鈍化傾向をたどり、とくに秋口以降軽工業品輸出国を中心に伸び悩みが目だった。一方輸入は、石油をはじめ工業用中間原材料等の価格高騰を映じてほぼ一貫して高水準を持続したため、貿易収支は第2四半期以降月をおって悪化傾向を強めた。また、外貨準備も、年央ごろまではユーロ借入れ等海外資金の導入や援助取入れなどからなお増加傾向を示したものの、その後は貿易収支の一段悪化に加え、民間直接投資の流入減少などもあって減少に転じた(非産油発展途上国の外貨準備:73年末296億ドル→74年6月末328億ドル→10月末306億ドル)。

一方、国内面では、多くの国で頃来の引締め政策の効果浸透に加え先進国向け輸出の不振、さら

には中間原材料等の値上がりにし入手難から、繊維等の輸出産業を中心に企業活動は漸次鈍化し、74年後半には各国とも景気後退の様相を強めるに至った。とくに工業化がある程度進み、軽工業品輸出依存度の高い国々(韓国、台湾地域、シンガポール、ブラジル等)では、米国、日本等の輸入需要減退のあおりをまともに受けて、73年中の高成長とは様変わりに大幅な成長率の低下をみた模様である。さらに、こうしたなかであって従来から外貨余力やめばしい輸出産品に乏しく、あるいは人口圧力の下で慢性的経済停滞状況に悩むいわゆる後発発展途上国では、近年の一次産品ブームの恩恵にも十分浴しえなかったうえ、石油危機発生に伴うエネルギーや基礎的物資の不足あるいは値上がりから工業生産が停滞を余儀なくされ、さらに肥料不足や、国によっては洪水、干ばつ等の被害が重なって、食糧不足が激化するなど、経済は一段と深刻な様相を呈した(国連では74年4月、現下の経済危機の下で「最も深刻な影響を受けている国々<MSAC>」としてインド等32か国を指定し、緊急救済の必要性を強調)。

この間、物価動向をみると、各国とも石油関連品目をはじめとする輸入価格の高騰、賃金コストの増大、さらには食糧等基礎物資をめぐる投機のひん発もあって、消費者物価は74年中、前年の大幅上昇のあとを受けてさらに一段と騰勢を加速化し、年央ごろにはほとんどの国で前年同期を20%以上上回り、工業化率の比較的高い諸国のなかには30~40%の大幅上昇を示すところも少なくなかった。秋口以降アジア諸国等の一部によりやうく騰勢鈍化気配がうかがわれはじめたが、なお目だった改善をみるには至っていない。

こうした情勢の下、各国とも73年に続き総じてインフレ抑制を最優先とする政策姿勢を維持し、多くの国では秋口ごろまでの間に一段と引締めを強化した。しかしながら年後半になると、とくに

景況不振の目だつ軽工業品輸出国や東南アジアの一次産品輸出国の一部において、預金準備率・市中金利の引下げ等の金融緩和や大型赤字予算の編成を行うなど、政策運営の重点をしいに景気対策に移行する動きがみられはじめたほか、これと並行して、輸出税の引下げ(パキスタン、タイ)、輸出金融の優遇(韓国、台湾地域)等の輸出促進策や、国内不況産業対策を主眼とする特定品目の輸入制限の強化(台湾地域、タイ、インドネシア、ブラジル等多数)、さらには為替相場的大幅フロート・ダウン(韓国)などの措置を講ずる事例が目だっている。

もっとも、当面主要先進諸国の景気回復は期待できないだけに輸出環境はますます厳しさを加え、したがって貿易収支の基調はむしろ悪化する公算が大きく、さらに景気対策や為替相場のフロート・ダウンは物価上昇を再び加速化することにもなりかねず、発展途上国の経済は景気停滞、インフレの高進、貿易収支不均衡のいわゆるトリレンマのなかでなお一段とむづかしさが加わるものとみられる。

## (2) 発展途上国援助の動向

こうした状況の下、発展途上国援助の動きは従来になく重要となってきたが、先進諸国(DAC加盟国)による政府開発援助(ODA)は、73年中、最大の援助国である米国が先進国間の負担公平化を唱えて削減を行ったことなどから伸び悩み(前年比8%増、対GNP比率では0.3%とDAC創設<1961年>以来の最低水準)、74年についても、米国、西ドイツで援助予算の縮小ないし伸び悩みが伝えられるなど、発展途上国の資金需要の強まりやインフレの進行による援助資金の大幅減価などの現状からみて、期待されたほどの増加をみなかった模様である(DACの暫定試算によれば、ODA実行純増額114億ドル、前年比21%増の見込み)。また、73年中急増をみた民間ペー

スの資金供与(前年比27%増)についても、74年中は投資採算の悪化や各国の金融引締め持続による資金調達難等から大幅鈍化ないし落込みとなった可能性が大きく、先進国の政府・民間援助全体では73年(242億ドル、前年比22%増)をかなり下回る伸びにとどまったものと見込まれる。もっとも、この間、74年に入って石油収入の著増を背景にOPEC諸国による援助活動がにわかに活発化した。DAC事務局の推定によれば、産油国による74年1～11月中の援助額は、約束ベースで2国間援助72億ドル、IMF、世銀以外の国際機関(産油国による開発基金等)を通ずる多国間援助24億ドルとなり、これにIMF、世銀への拠出(43億ドル)を加えた合計では139億ドルの巨額(前年までは5億ドル前後の水準)にのぼった模様である。OPECの2国間援助については、その約3分の1が前記MSAC向けであるほか、形態別には国際収支の赤字補てんに資するノン・プロジェクト援助が6割以上を占めている。

このように、74年の発展途上国援助は、先進国が総じて伸び悩む中において、産油国援助がかなりの拡大をみたこと(74年中実行額は、対IMF・世銀拠出分43億ドルと2国間援助の約26億ドルなど)が目だつが、これに発展途上国によるユーロ資金の取入れ増(世銀調べによれば74年1～9月中取入れ額約70億ドル、73年中61億ドル)もあって非産油発展途上国は一応国際収支上の困難を乗り切ることができた。

今後については、前述のように非産油発展途上国の外貨準備はすでに74年央から減少傾向をたどっているうえ、先行き貿易収支等の一段悪化が懸念されるおりから、外貨危機回避のため引き続き援助資金の拡大が必要となるほか、さらにやや長期的にみても、発展途上国の経済開発を促進して適正な成長路線に復帰させていくことが肝要とされ、このためには、政府開発援助を中心とする条

件の緩やかな援助の大幅拡大が望まれている(世銀によれば、成長率を6%＜後発国は4.5%＞に維持するためには、民間資金の拡大と並行して、公的援助を、73年の100億ドルの水準から80年までには年間250億ドル前後まで引き上げることが必要)。しかしながら、先進諸国の景気回復と国際収支改善の遅れが見込まれるだけに、政府・民間ベースとも援助の早急な拡大は当面望みがたい情勢にあるほか、OPEC諸国についても、援助活動は活発化しているものの、今後産油国自身の需資増大が予想されることや、援助が地域的にかたよる傾向にあることなど、なお問題が少なくなく、当面発展途上国をめぐる援助環境は厳しいものが予想される。

### (3) 資源・経済ナショナリズムの展開

#### イ. OPEC諸国の石油戦略

OPEC諸国は、73年10月の第4次中東戦争を契機に原油公示価格の大幅引上げ(標準油種、70%)を行い、続いて74年1月にはこれをさらに130%方引き上げた。こうしたみぞうの高原油価格(公示価格11.65ドル/バレル)は、その後の消費国側の消費節減や景気後退に伴う石油需給の緩和にもかかわらず、ほぼそのまま維持され、しかも、この間OPEC諸国は再三にわたる利権料率・所得税率の引上げや経営参加比率の引上げを通じて漸次政府収入の増大を図ることに成功した(たとえば、サウジアラビアの標準油種の場合、バレル当り政府取り分、74年1月7.39ドル→75年1月10.12ドル、増加率37%)。

もっとも、こうしたなかで11月に入ってサウジアラビア、アラブ首長国連邦、カタールの3か国が、わずかではあるが公示価格および産油国直接販売価格の引下げ(3.4%、公示価格の引下げは60年以来14年ぶり)を実施、一時はこれに反対したイラン等もその後態度を軟化したため、12月のOPEC閣僚会議では上記価格引下げが全加盟国に

よって追認されるなど、年末近くにはOPEC諸国の価格政策にいくぶんながら柔軟な姿勢がうかがわれた。しかしながら、この決定にしても一方では利権料率等の引上げを行って政府収入の着実な増加を図っているほか、12月の会議で示されたようにOPEC諸国は、各国の経済的立場の相違はあるものの依然強い結束を保っており、しかも外貨資産の累増を背景に従来以上に生産制限余力を備えてきているところから、基本的には、依然としてかなり腰の強い対応姿勢を崩しておらず、中東情勢の帰すうともからんで石油問題は世界経済にとって引き続きかなりの不安定要因として残るものとみられる。

なお、この間OPEC諸国は累増する石油収入(同年中900億ドル前後とみられている)を背景に、石油依存経済からの脱皮をねらい、大規模な中長期開発計画のもと財政支出の大幅拡大により、道路、港湾等産業基盤の整備、鉄鋼、アルミ、石油化学等基幹産業の建設、住宅、学校、病院等社会施設の拡充など広範にわたる意欲的な経済開発に取り組んでいる。このため、先進工業国に対する輸入需要が増加し(74年1～7月の主要中東産油国向け輸出、前年同期比、日本+82%、米国+80%)、また技術援助要請も強まっている。こうした動きはオイル・ダラーのリサイクルを考えるうえで注目されるところであるが、現在のところはまだようやく緒についた段階で、軌道に乗るまでには開発体制の不備等なお多くの問題があることは否定できない。

#### ロ. その他資源をめぐる動き

一方、石油以外の資源についても、74年には生産国カルテル結成等の動きが一段と活発化した。すなわち、銅についてはCIPEC(銅輸出国政府間協議会、1968年結成)で加盟国の拡大や供給・価格戦略の検討が行われ、また、ボーキサイト(3月)、水銀(5月)、鉄鉱石(11月)、南洋材(同)で

は、生産国間の連絡協調を目的とした新機構の設立ないし準備委員会の正式発足をみた。そのほか、同様な動きは、天然ゴム(マレーシアが緩衝在庫機構の設立を提唱)、すず(現行国際すず理事会を改組し消費国を除外した新機構の設立を検討)、砂糖(中南米輸出国連合の設立検討)など、広範な資源・産品に及んでいる。さらに、銅、天然ゴム、南洋材等では、輸出国による生産調整、輸出削減等の市況対策が従来になく積極的に実施され、また、資源保有国による一方的かつ大幅な価格引上げ(ボーキサイト、鉄鉱石、原料炭等)の事例も多くみられた。個別資源をめぐるこうした動きのほかに、74年中は国連を舞台に、資源特別総会(4～5月)、海洋法会議(6～8月)、人口会議(8月)、食糧会議(11月)などがあいついで開催され、ここでも資源に対する恒久主権確立の問題や南北問題に対する先進諸国の対応姿勢などをめぐって、発展途上国側の激しい攻勢が展開された。

こうした74年中の資源をめぐる一連の動きは、OPECの石油政策に触発された面が多分にあるが、資源の緊要度、代替可能性あるいは資源国間の政治的共通利害の有無(先進国のウエイトが高いものが少なくない)などの点で、石油の場合とは事情を異にしており、しかも資源需給が引き緩み傾向にあるところから、当面は石油のようなラジカルな資源政策が展開される可能性は少ないものとみられる。しかしながら、74年中に資源の分野における上述のような組織化の動きを背景に、資源保有国の共同行動等が従来以上に価格下支えないし輸出収入維持効果を発揮しはじめたことは否めない。また、このような動きが一方では発展途上国における資源保有国とその他との格差拡大(いわゆる「新しい南北問題」)を拍車する面も見のがせず、資源ナショナリズムの動きは今後の世界経済にとって無視しえないものになったといえ

よう。

## 6. 共産圏諸国の経済動向

### (1) 拡大テンポの鈍化目だつ

74年の共産圏諸国の経済は、国により動きは区別ながら、総じてみれば急拡大を示した前年と様変わり、かなりの成長鈍化を余儀なくされた。

まずソ連についてみると、工業生産は年間を通じて順調に推移したものの、農業生産の減退が響き、経済成長率(国民所得ベース)は5.0%と前年比2%近くの低下を示した。

すなわち工業生産は前年比8.0%増となり、第9次5ヵ年計画目標(年平均増加率+6.8%)はもとより、好伸をみた前年実績(同+7.4%)をも上回った。部門別にみると、機械・金属加工(1～11月、前年同期比+14.0%)、化学(同+11.0%)を中心に生産財部門が引き続き好調であったほか、過去2年間不振を続けていた消費財部門も、日用品(同+10.0%)、食料品(同+10.0%)を主体に比較的高い伸びに転じており、74年経済計画の基本路線である消費財優先の方針が生産面にかなり反映された証左として注目される。

こうした工業生産拡大の理由としては、①73年から74年にかけての労働規律の強化、労働報酬制度の拡充等による労働能率の向上、②資本・原材料等の効率的使用の促進、③西側から輸入した大型プラント(化学、非鉄関係が主体)のあいつぐ稼働開始、などが指摘されるが、とくに消費財については73年の農業増産に伴う原料の供給円滑化が大きな要因となっている。

問題は農業生産で、綿花をはじめとして原料作物は比較的順調といわれているが、大宗をなす穀物は異常天候による中・西部穀倉地帯での不作を主因に総収穫量1.95億トンと前年実績(2.23億トン、史上最高)を1割以上も下回り、74年の成長率を引き下げる結果となった。もっとも、同国の食

糧自給ラインが1.9億トン台とみられていること、72～73年の大量輸入(計39.4百万トン)と73年の増産により穀物備蓄が増加していることなどを勘案すれば、飼料用需要の急増、東欧・発展途上国向け供給増を見込んで同国の穀物需給はむしろ緩和したものと思われる。こうした事情を映じ、74年中の西側からの穀物買付け量は3～4百万トン程度にとどまった模様である。

一方1人当り実質所得は、計画目標(前年比+5.4%)を下回ったものの、賃金引上げの実施もあって年間4.2%とまずまずの上昇を示した。また、かかる所得の向上と消費財生産の拡大を背景に小売売上高も着実に増加(前年比+5.9%、73年同+5.0%)しており、重点課題のひとつである国民生活の向上は漸次達成されつつあるようにうかがわれる。

次に東欧諸国の動向についてみると、チェコスロバキアでは労働力不足により、またブルガリアでは農業不振を映じ、ともに経済拡大テンポは鈍化しているが、その他諸国はいずれも前年(各国平均+8.2%)並みないしこれを上回る拡大を示した模様である。とくに後進性打破のため技術革新と自由化を軸に積極的に工業開発を進めているポーランド、ルーマニアでは、工業生産の年間増加率が13～15%に達し、農業生産の伸び悩みにもかかわらず年間成長率は前年に引き続き10%を上回り、この結果域内先進国(東ドイツ、チェコスロバキア)との経済格差はかなり縮小したものとみられる(第11表)。

一方中国の農工業生産は、前年の好伸と様変わりに伸び悩んだ模様である。農業生産では、大宗を占める食糧が、かんがい・排水等の改善、改良品種の普及、農業支援工業(肥料、農業機械)の発展等増産対策の奏功から、史上最高を記録した前年(2.57億トン)を上回ったと発表されたが、揚子江沿岸の穀倉地帯を中心に大規模な天災が発生、

(第11表)

## ソ連・東欧諸国の工業生産動向

(単位・前年比増加率%)

	実 績			計 画 目 標	
	1972年	1973年	1974年	1974年	1971～75年 年 平 均
ソ 連	6.5	7.4	8.0 (1～6月)	6.8	8.0
東 ド イ ツ	6.3	6.8	7.8 (1～6月)	6.7	6.0
チェコスロバキア	6.4	6.3	6.1 (1～9月)	5.8	6.0
ハンガリー	5.0	7.2	7.7 (1～9月)	5.5～6.0	5.7～6.0
ポーランド	10.7	12.0	13.4 (1～6月)	11.4	8.5
ルーマニア	11.7	14.7	15.0 (1～9月)	15.7	11.0～12.0
ブルガリア	8.3	10.6	7.8	11.0	9.2～9.9

かなりの省が減産と伝えられることから豊作とはいえさしたる増産とはならなかったとみられる。また綿花をはじめ主要原料作物は前年水準を下回った様子である。

工業生産も、石油生産(前年比2割増)を除けば軒並み不調で、とくに石炭、鉄鋼、化学肥料、セメント等基礎産業の不振の度合いがはなはだしいとの見方が少なくない。こうした生産不振は、批林批孔運動激化に伴う労働能率の低下などによるところが大きい。さらに主要エネルギー源である石炭の大幅減産と鉄道輸送の混乱の影響も指摘されている。かかる状況をながめて、西側には同国の74年経済成長率は前年(7～8%)を大幅に下回ったと見る向きが多い。

ここで、74年を通じて注目される動きをみてみると、第1に指摘されるのは、石油危機の発生を契機に各国においてエネルギー対策が強化されたことである。すなわち、資源輸出国であるソ連は、74年経済計画の実施にあたり新たにエネルギー資源の生産拡充方針を打ち出すとともに、日米両国との協調によるシベリア石油・天然ガス開発の実現に一段と積極的姿勢を示し、また中国も3大油田(大慶、勝利、大港)を中心に石油の増産に努めている。一方石油、電力等の大半をソ連および西

側諸国に依存している東欧諸国では、年初来エネルギー節約運動を大々的に展開する一方、自国の資源開発に注力する動き(ポーランドの石炭、ルーマニア、チェコスロバキア、ハンガリーの石油など)が顕著となっている。

第2に、中国はもちろんソ連、東欧諸国でも、経済のひずみ是正かたがた73年来の国際穀物相場の高騰に対応し

て、「共産圏経済のアキレスけん」といわれている農業への重点投資を図る動きが強まったことである。ソ連では、従来の農業生産不安定の根因が生産基盤のぜい弱性にもあるとの認識から、国家投資計画において前年を大きく上回る280億ルーブル(前年比+12%、総投資額の約3割)を農業部門に投入し、土地改良、農業機械化の促進等に注力している。かかる傾向は工業立国の立場を推進している東ドイツ等にも顕著にみられ、これら諸国が農工間アンバランスの是正により経済の安定的発展を図ろうとの姿勢を示していることは注目に値しよう。

第3に、74年に入り一部東欧諸国において物価の上昇が目だったことである。東欧諸国では、生産者価格が上昇した場合補助金を増額してその小売価格へのはね返りの防止に努めてきた。しかしポーランド、チェコスロバキア、ハンガリー等輸入依存度の高い諸国では、原燃料等輸入価格の高騰と賃金引上げなどから73年以降生産者価格が急上昇をみており、財政面の困難もあって各国とも小売価格の引上げを余儀なくされるに至った。この結果、従来安定していたこれら諸国の小売物価は74年に入って目だった上昇を示している(1～6月中年率、ポーランド+12.2%、ハンガリー+5.2

%)。

以上のごとく、74年中の共産圏諸国の経済は東欧の一部を除き成長鈍化を余儀なくされたが、これら諸国ではいずれも本年が現行5ヵ年計画の最終年に当たることから、本年を同計画の達成と次期計画への基礎固めの年として経済開発の促進に注力する姿勢を強めている。すなわちソ連は、75年経済計画において経済成長率をほぼ73年並みの6.5%と策定し、これが実現のため福祉優先路線を一時後退させ、工業の重点を再び生産財部門に置き換える(生産財前年比+7.0%、消費財同+6.0%)ことにより、生産拡大を図るとの政策転換を行っている。一方中国では、「農業を基礎とし、工業を導き手とする」との基本路線に変わりはないが、最近本年の課題として現行5ヵ年計画の超過達成が強調されている。ソ連の場合数年来の動向からみて、本年も農業生産のいかんが計画の達成を左右する大きな要因であることはいうまでもないであろう。他方中国の場合には、すでに経済面に暗影を投じている批林批孔運動のゆくえが今後の経済動向にかなりの影響を及ぼすものとみられ、その成り行きが注目される。

## (2) 東西貿易は引き続き拡大

74年の東西貿易は、共産圏各国の工業化進展、国際緊張のいっそうの緩和、西側諸国の市場開発努力などを背景として、前年に引き続き顕著な拡大を示し(第12表参照)、共産圏諸国の貿易全体に占める対西側取引のウエイトは前年(約40%)をさらに上回ったものとみられる。

この間注目されるのは、①ソ連の対西側輸出入バランスが、原油など資源輸出の急伸から著しく好転した反面、②中国、東欧諸国のそれが、西側主要国の景気停滞とインフレ高進の影響からいずれも大幅悪化をみたことである。

すなわち、対西側貿易の過半を占めるOECD諸国との貿易の動向をみると、まずソ連では輸出

(第12表)

### 共産圏諸国の対 OECD 貿易

(単位・億ドル、カッコ内は前年比増加率%)

			1972年	1973年	1974年 1～5月
対 O E C D 輸 出	ソ	連	34.4(12.5)	53.3(54.7)	31.0(75.9)
	東	欧	48.4(23.5)	66.5(31.6)	34.9(52.2)
	中	国	11.8(41.2)	19.7(67.3)	10.4(61.7)
	計		94.6(21.1)	139.5(47.5)	76.3(62.4)
対 O E C D 輸 入	ソ	連	39.0(47.2)	57.8(48.3)	25.3(15.8)
	東	欧	54.8(27.5)	82.6(50.5)	46.3(58.4)
	中	国	15.2(18.1)	30.8(2.0倍)	18.1(81.4)
	計		109.0(32.4)	171.2(57.0)	89.7(46.9)
収支(△)じり計			△ 14.4	△ 31.7	△ 13.4

(注) △印は赤字。

資料: OECD, Statistics of Foreign Trade.

が、西ドイツ、米国、日本向けを中心とする原油、天然ガス、木材等の量的増加と価格高騰から、前年を大幅に上回る伸長(74年1～5月、前年同期比+76%)をみた反面、輸入の伸びは穀物の急減を映じ鈍化(同+16%)したため、同貿易収支は前年(73年1～5月、4.5億ドルの入超)と様変わり的大幅黒字を記録した(1～5月中5.7億ドルの黒字)。

これに対し中国、東欧諸国では、工業開発進展に伴うプラント、輸送機械の累増に加え、燃料(東欧)、鉄鋼、穀物(中国)等の伸長もあって輸入が急拡大を示したが、輸出(食料品、軽工業品中心)は総じて伸び率を低めたことから、74年1～5月中だけで貿易収支の赤字額は中国8億ドル、東欧11億ドルに達した。年後半に入ってもこれら諸国の輸出入の基調にほとんど変化がみられないことから、年間赤字幅は前年(中国11、東欧16各億ドル)をはるかに上回ったものと推察される。

こうした状況から、中国では年央以降プラントの新規買付けが停滞しているほか、華僑送金の吸収策の強化、対米穀物輸入契約の一部キャンセルなどの動きが目だっている。東欧諸国でも外貨事情悪化に対処してバンク・ローンや延払い借款を



積極的に取り入れるほか、外貨獲得のため外国人旅行者に対し持込み外貨の一定額以上を自国通貨に交換することを義務づける強制外貨交換制度をあいづき実施するに至った。なかでも収支悪化の著しいルーマニア、ポーランド等では、世銀借入れ(ルーマニア、60百万ドル)の実行や輸出促進のための西欧への出先企業の設置(ポーランド)などの動きが目だっている。

東西貿易の先行きについては、ソ連の場合は輸出面には資源輸出の強みがあり、外貨事情の好転に加え西側の売込み競争激化も予想されるので、輸入も高水準を継続するとみられる。しかしその他諸国では当面先進国景気の急上昇が見込まれない。中国の石油等一部商品を除いては品質上の問題から競争力が弱いこともあって輸出の急拡大は予想しがたい。このため各国の改善努力にもかかわらず当面外貨事情の好転は見込まれず、これが輸入抑制を通じて各国の経済開発推進の阻害要因のひとつとなることも懸念されている。

## 7. 国際経済の諸問題

### (1) 国際通貨制度改革論議の動向

かねて国際通貨制度改革の方向を模索してきたIMFでは、現在のフロート制は一時的なものであり、究極的にはなんらかの形での平価制度を再導入することをもって基本的方向としていた。このため、①国際収支の調整過程の機能を改善するとともに、②新制度の基礎となるべき準備資産とその役割を明確に定め、③あわせて交換性の回復をはかること、などが国際通貨制度改革論議における主要課題となっていた。

この線に沿って、IMFは72年7月にIMF総務会委員会(以下C-20という)を発足させ、以後C-20を中心に国際通貨制度改革全般にわたって検討を続けてきたが、その作業は74年1月のローマにおけるC-20、3月、5月と再度にわたる代

理者会議で大きな進展をみたのち、6月のワシントンにおけるC-20において「国際通貨制度改革概要」の作成という形で結実、これが9月のIMF総会で承認されたことによって、約2年にわたった国際通貨制度改革に関する作業はひとまず終了をみるに至った。

しかしながら、この間に、73年2～3月の通貨危機の際主要国通貨がフロートへ移行、その後はフロートがいわば当面の通貨制度として定着した感のあること、73年秋の石油危機発生後各国の国際収支の不均衡が拡大したことなど、国際通貨問題をめぐる環境に大きな変化がみられ、これが通貨制度改革作業の方向、ひいてはその結論である「国際通貨制度改革概要」の内容に大きな影響を及ぼしている。

このことは第Ⅰ部(新制度……長期的改革に関する部分)と第Ⅱ部(現在の流動的な国際通貨情勢の下採るべき当面の措置)とに分かれている「通貨制度改革概要」のなかで、重点が当面実施すべき措置に関する第Ⅱ部に置かれていることに端的にあらわれているといえよう。上記「通貨制度改革概要」の具体的内容をみると、第Ⅰ部では国際収支調整過程の機能を改善するための準備指標の導入、調整可能な固定相場制への復帰、中心的準備資産として金および準備通貨からSDRへの移行等将来のあるべき通貨制度の基本問題が取り扱われており、また第Ⅱ部では、ここ当面の間、第Ⅰ部でうたわれた改革を実質的にたな上げすることを認めただうで、その間に実施すべき措置が取り扱われている。

このうち、①フロート下における通貨当局の介入に関するガイドラインの設定、②主要16通貨のバスケットに基づくSDRの暫定的価値の決定および市場条件に応じたSDR金利の設定、③石油輸入国等の国際収支赤字をファイナンスするためのオイル・ファシリティおよび拡大ファシリティ

ィーの設立、④国際収支上の理由による貿易制限等を回避するための各国の公約取付け、⑤C-20に代わり通貨改革問題の検討、国際収支の調整過程の監視などに関し総務会に助言と報告を行うことを主な任務とする総務会暫定委員会の設置、⑥IMFと世銀合同の大臣レベル委員会の設置、などの措置があいついで実施に移されている。なお、①SDRの配分を発展途上国への開発援助とリンクさせることの是非、②クォータの全般的見直し、③現行国際通貨制度のもとにおける金の取扱いの問題、④国際通貨制度改革に絡んだIMF協定の改正問題、などについては今後さらに検討を要する主要課題として残され、暫定委員会および合同委員会において討議が続けられた。

このように、今次通貨制度改革作業の結果は、ブレトン・ウッズ体制に代わるべき新しい国際通貨制度の創設という当初の理想からはかなり後退したとの印象を与えることは否めない。しかしながらフロートの定着、石油問題を契機とする国際収支不均衡の拡大、世界的インフレの高進などの制約下において全般的な通貨制度改革の方向が定めがたいことはむしろ当然であり、こうした問題についてはとりあえずその進むべき方向を示すだけにとどめ、早期に実施しうるものから実施していくという方向がとられたことは、世界経済の現状に適応した現実的な解決方法として評価することができよう。

## (2) ECにおける経済統合の努力

### (経済通貨同盟第2段階への移行は不調)

ECは74年初以降、経済通貨同盟の1980年完成をめざす第2段階に移行した。経済通貨同盟は、究極的には為替変動幅の撤廃、欧州中央銀行による単一通貨の採用などを目標とするものであるが、第2段階ではこうした目標を達成するため、①各国の金融財政その他経済政策手段の調和、②金融政策の事前協議等経済政策の協調、③中期経

済政策の協調、④短期信用供与機構の強化、などの具体的な方針が定められていた。さらにこれら諸方針実現のためのスケジュールとしては、①74年6月末までに外貨準備プール実施計画を決定すること、②74年中に税制調和に関する実施計画を策定すること、③EC経済分析研究所を創設すること、などが予定されていた。

しかしながら、74年中には短期信用供与機構の強化が実行されたほかは、上記の具体的スケジュールはいずれもたな上げとなったままで、むしろ、フランスが1月に共同フロートを突然離脱するなど、経済通貨同盟への動きは後退しているといえよう。

このように、74年第2段階の初年度にもかかわらずさしたる前進を示さなかった背景としては、石油危機発生を契機に前述のフランスの共同フロート離脱、イタリア、デンマーク等の輸入制限措置(5月)、などの事態が発生し、あるいはエネルギー政策をめぐる意見の不統一、さらには地域開発基金創設をめぐる意見の対立、英国のEC加盟条件再交渉など、各国間のナショナル・インタレストがいやおうなく衝突するような問題が表面化し、これがECの結束を大きく脅かしたことが第1にあげられよう。第2に共通関心事としても石油赤字ファイナンスの問題、公的保有金問題の解決、共通エネルギー政策の早期策定などの方がより緊急性を帯びていたことが指摘できよう。

さらには域内各国で政権交代があいついだことも、統合への足どりを鈍らせた一因とみることができよう。しかし、5月に新政権が発足した西ドイツ、フランスともに、ここにきて国内政局は一応の安定を取り戻しており、両国首脳が密接な協力のもとにECの結束強化、統合推進等にあらためて前向きの姿勢で取り組むよう合意していることから、各国間の協調気運が高まってきていることも否定しえない事実である。

### (具体的な問題解決への進展)

74年末にかけて実現した具体的成果としてまず挙げられるのは、域内国際収支赤字国に対するファイナンス機構の整備である。すなわち、第1に域内でも国際収支赤字の顕著なイタリアに対する信用供与としては、西ドイツがG-10会議(6月)での金担保借款の了解を受けて、8月に20億ドルの信用供与を決定したのに続き、11月の蔵相理事会では、同国への短期信用供与(1,562.5百万UC、約19億ドル)のうち英国分を除く1,159.2百万UCについてその中期化(78年まで)が決定された。次に域内全体にかかわる国際収支赤字国救済のためのEC共同起債については、10月の蔵相理事会において原則的な合意が成立した。75年の起債予定額(利子を含む)は30億ドルと小額ながら、ファイナンスの多様化に資する決定として意義があり、今後の拡充が期待されている。

一方、その他の域内調整問題に関しては、12月に73年12月以来1年ぶりにパリで開催された9か国首脳会談で次のような成果があった。まず、懸案となっていた地域開発基金問題については、その規模(3年間で13億UC)がEC委員会原案(同22.5億UC)を大幅に下回り、また当初予定よりまる1年遅れたものの、75年1月からの発足が正式に決定した。また、英国の加盟条件再交渉問題、エネルギー問題についても前向きな合意をみた。とくにエネルギー問題に関しては、その後のエネルギー担当相による閣僚理事会で、1985年までの長期エネルギー計画が合意されたほか、対産油国政策についても従来から先進工業国、産油国、非産油発展途上国による3者会談を提唱するなど独自の立場を貫いてきたフランスとその他諸国間の意見調整が図られ、その結果、その後の米仏首脳会談でも本問題に関する今後のスケジュールにつき合意をみるなど、事態は着実な前進をみている。

### (経済通貨同盟実現に横たわる障害)

パリ首脳会談は、以上みてきたようにECが共通の諸問題解決のために再び前進しはじめるうえで大きな意義をもたらしたが、そこではあらためて経済通貨同盟の実現に努力することが確認されている。

経済通貨同盟完成への第1の難関は、為替変動幅の撤廃である。これが実現のためには、域内経済の均質化が必要とされるわけであるが、石油危機を契機として各国の経済力格差、通貨の強弱は一段と拡大したかたちとなっており、こうした事態が解消の方向に向かうまでにはなお相当の長期間を要するものと見込まれる。そこで過渡的措置として、最近フランスは協調フロートを提唱している。すなわち、現在域内で共同フロート加盟国(西ドイツ、ベネルックス3国、デンマーク)と単独フロート国(英国、フランス、イタリア、アイルランド)とに分かれている状況から、両者を調整するものとしては、現行の共同フロート(変動幅2.25%)に代えてより緩やかな形でのフロートを考えるべきとの趣旨によるものである。しかしこれに対しては西ドイツをはじめとする共同フロート諸国が、経済通貨同盟の目標を後退させるものとして強く難色を示して、むしろフランスの共同フロート復帰を求める声が強まっており、今後論議がつくされるべき問題であろう。

また、欧州中央銀行創設の条件である外貨準備プール構想は、つまるところ金問題が決着をみないかぎり、実現がおぼつかない。12月の米仏首脳会談では、公的保有金を市場価格で評価替えすることを認めるとの合意が成立し、更年後の75年1月、フランスは評価替えを実施した。しかしながら、その他EC諸国はいまのところ評価替えの意向がないことを表明しており、また、かりに域内各国がすべて評価替えを実施したとしても、それだけでは外貨準備プール構想をすすめるうえで直

接的な解決策とはなりえない以上、本構想実現にもなお時日を要しよう。

このように、経済通貨同盟にはなお解決されるべき幾多の障害が存在するわけであるが、これら

についても単なる域内の問題にとどまらず、今後の世界経済の動向と密接な関連を有しているだけに、その成り行きが注目されるところである。