

欧米経済の現状と政策動向

〔要 旨〕

1. 欧米経済は、78年中景気回復ないし拡大基調を維持したが、本年に入って、米国の景気は後退局面を迎えた。欧州諸国でも、西ドイツでは昨年来の拡大基調を維持しているものの、フランス、英国等では拡大テンポが鈍化しており、欧米諸国全体として、本年下半年から来年上期にかけて、景気はかなりスローダウンするものとみられている。
2. 一方物価は、更年後、石油価格の引上げ、異常寒波に伴う農産物価格の高騰、賃金コストの根強い上昇、さらに最近では需給改善を背景としたコスト・アップの価格転嫁の広範化等、各種の要因が複合的に作用し、年初来各国で騰勢が強まっている。最近半年間の上昇率(年率)は、西ドイツで何とか1けた以内に収まっているほかは、米国、フランス、英国等で10%をかなり上回っている。本年後半も、6月のOPECによる石油価格大幅引上げの影響等から、上昇テンポがさらに高まる見込みである。
3. この間国際収支については、米国では工業製品収支の黒字拡大を背景に、石油輸入額の増加にもかかわらず、改善傾向を維持している。一方欧州諸国では、西ドイツの貿易収支黒字幅が大幅に縮小しているほか、フランス、英国、イタリア等いずれも悪化をみており、当面こうした傾向に大きな変化はないものとみられている。
4. こうした経済パフォーマンスの悪化を前回石油ショック時に比べると、消費者物価の上昇度合はほぼ前回に匹敵する状況であるが、景気、国際収支の面では、前回程の深刻な影響が生ずるとはみられていない。

こうした状況下、各国の政策態度をみると、インフレ抑制を最優先課題としているが、こうしたインフレ抑制を進めるうえで、その中心的役割は金融政策にかかっている。なお雇用問題については、需要増大によって失業問題を解決しようとしても、インフレを加速するのみに終る懸念が強い。ため、各国政府は個別的対策によって、雇用の維持、促進を図ろうとの態度である。

〔目 次〕

はじめに

1. 最近の欧米経済動向

- (1) 鈍化した景気拡大テンポ
- (2) インフレ高進とその背景
- (3) 国際収支改善テンポも鈍化
- (4) 石油価格引上げの欧米経済への影響
- (5) 今後の見通し

2. 金融政策の展開と高金利

(1) インフレ抑制優先の金融政策

- (2) マネーサプライの動向
- (3) 高金利の現状
- (4) 今次金融引締めの特徴

3. 財政政策等の動向

- (1) 財政面の措置
- (2) 所得政策は形骸化
- (3) その他の個別対策

はじめに

欧米主要国では、年初からインフレが加速する中で、米国は景気後退局面に入り、欧州諸国でも景気拡大テンポの鈍化、フランス、英国等の貿易収支の赤字転化がみられるなど、経済パフォーマンスは昨年に比べ悪化してきている。先行きについては、さらに6月末のOPEC総会における原油価格再引上げの悪影響が懸念されている。この点、物価面特に消費者物価については、前回石油危機後に四敵する騰勢が続く公算が大きいが、景気、国際収支面ではこれまでのところそれ程大きく不均衡が拡大しているわけではなく、先行きも前回の石油ショック後のような事態の深刻化は予想されていない。OECDの経済見通しでも、加盟国全体の成長率は本年下期、'来年上期とも水面上にあるとの見方である。

こうした状況の下、各国の政策態度をみると、「インフレの抑制なくしては、持続的安定成長も雇用の改善もあり得ない」との認識にたつて、当面の最優先課題を2けたの上昇率を示している「インフレの克服」におき、公定歩合の思い切った引上げなど金融政策を中心に引締め措置を強化している。本稿では、こうした本年初来の欧米経済の状況と政策動向、その特徴点につき、概観してみることにした。

1. 最近の欧米経済動向

(1) 鈍化した景気拡大テンポ

欧米経済は、78年中総じてみれば景気回復ないし拡大基調を維持したが、本年に入ってからこうした情勢にかなりの変化が生じている。すなわち、本年第1四半期には異常寒波(米国、英国、西ドイツ等)や長期ストライキ(西ドイツ鉄鋼組合40日間、英国のトラック運転手組合1ヵ月等)の影響もあって、ほとんどの欧米主要国で、経済活動が鈍化した(第1表)。なかでも英国の落込みが大きく、鉱工業生産の減少(第1四半期は前期比-0.3%、特に1月は前月比-6.6%)や成長率の低下(同年率-3.6%)が目立った。第2四半期に入るとこうした特殊要因のはく落とともに、欧州諸国の景気は回復に向ったが、そのテンポについては、西ドイツではそれまでの勢いを取戻したのに対し、フランス、英国では基調的にやや鈍ってきているようにみられる(英国で第2四半期に小売売上げ等が急増したが、これには6月18日からの付加価値税の大幅引上げを見越しての買急ぎが大きく響いている)。一方米国では、第1四半期が低成長に終わっただけに力強い回復が予想されたにもかかわらず、第2四半期のGNP成長率がマイナス(前期比年率-2.4%)を示し、鉱工業生産も微減となるなど、景気は明らかに後退局面に入っ

たものとみられている。

このように欧米主要国の景気が、悪天候等の特殊要因はく落後も、総じて後退ないし鈍化してきた最大の要因は、個人消費に伸び悩みがみられることである(第2表)。その背景としては、本年初来のインフレ高進に伴って、実質所得が伸び悩みないし減少したことが(注1)、各国共通して指摘されるが、このほかガソリンの品不足や価格上昇、さらには賦払信用返済負担増大等に伴う自動車を中心とした耐久消費財の購入意欲の低下(米国)、社会保険料負担増加や雇用情勢悪化による消費者マインドの萎縮(フランス)等が指摘されよう。第2の要因としては、民間住宅投資が減少(米国、英国)な

(第1表)

生産、雇用関連指標動向

(生産、雇用は前年・前期比増減率・%)

	米 国			西 ド イ ツ			フ ラ ン ス			英 国			イ タ リ ア		
	鉱工業 生産	雇用 者	失業 率	鉱工業 生産	雇用 者	失業 率	鉱工業 生産	雇用 者	失業 率	鉱工業 生産	雇用 者	失業 率	鉱工業 生産	雇用 者	失業 率
76 年	10.7	3.2	7.7	7.6	△0.5	4.6	9.7	△0.7	4.3	2.0	△0.7	5.3	12.4	0.7	n.a.
77 〃	5.9	3.5	7.0	2.7	0.3	4.6	1.6	△1.0	4.9	3.7	0.4	5.7	1.1	4.9	7.2
78 〃	5.8	4.2	6.0	2.6	1.1	4.3	1.6	△1.5	5.3	3.8	0.2	5.7	1.9	0.5	7.2
78年第1四半期	0.4	1.1	6.2	0	0.5	4.4	2.2	△1.1	4.9	0.9	0.2	5.9	3.6	△0.5	7.1
2 〃	3.1	1.1	6.0	0	0.2	4.4	3.2	△0.7	5.4	3.6	0.1	5.7	△0.8	0.9	6.8
3 〃	1.9	0.7	6.0	2.6	0.3	4.3	△1.5	0.6	5.9	0.8	0.2	5.7	0.4	2.1	7.5
4 〃	1.9	0.9	5.8	0.8	0.3	4.2	2.3	△0.2	5.7	△1.4	0.3	5.5	6.1	△1.0	7.5
79年第1四半期	1.0	1.0	5.7	0	0.5	4.1	0	△0.7	6.0	△0.3	△0.1	5.6	1.1	△1.4	7.6
2 〃	△0.2	△0.2	5.7	2.5		3.8	0.8	△0.4	6.3	4.4		5.4	△2.8	0.9	7.3

資料：各国統計。

(注) イタリアの雇用者、失業率のみ原計数、その他は季節調整済み計数。

(注1) 最近における所得、物価、小売売上げの推移は次表のとおり(1978年平均=100)。

	米 国			西 ド イ ツ			フ ラ ン ス			英 国		
	個人 所得	消費者 物 価	小 売 売 上 高 (実質 ベース)	時間当 賃 金	生計費 指 数	小売売 上数量	時間当 賃 金	消費者 物 価	小売売 上数量	平均賃 金収入	小 売 物 価	小売売 上数量
79年1月	107	105	102	105	102	102	108	105	105	104	105	100
2 〃	108	106	101	105	102	101	—	106	106	108	106	101
3 〃	109	107	102	103	103	102	—	107	106	110	107	101
4 〃	110	108	100	103	104	102	111	108	101	110	109	106
5 〃	110	110	97	105	104	102	—	109	104	112	110	104
6 〃	111	111	97		104	102	—	110		115	111	110

(第2表) 主要国のGNP(GDP)成長率寄与度

(季節調整済み、前年・前期比年率・%)

		1976年	1977年	1978年	1978年		1979年
					上期	下期	上期
米 国	GNP成長率	5.9	5.3	4.4	3.6	5.2	1.3
	個人消費	3.8	3.2	2.9	2.5	3.5	0.8
	財政支出	0.1	0.4	0.4	0	0.6	△ 0.3
	民間住宅投資	0.8	0.8	0.2	0.1	0	△ 0.4
	民間設備投資	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	0.4
	在庫投資	1.4	0.5	0.1	0.3	△ 0.6	0.5
	海外経常余剰	△ 0.6	△ 0.4	0.1	△ 0.1	0.6	0.3
西 ド イ ツ	GNP成長率	5.7	2.6	3.4	3.2	4.6	3.0
	個人消費	2.1	1.7	2.1	2.2	1.7	1.75
	財政支出	0.3	0	0.8	1.0	0.6	0.75
	民間住宅投資	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	0
	民間設備投資	0.9	0.8	0.9	1.0	1.4	0.25
	在庫投資	1.6	△ 0.1	△ 0.3	△ 1.6	1.7	0.25
	海外経常余剰	0.4	△ 0.1	△ 0.4	0.3	△ 1.4	0
フ ラ ン ス	GDP成長率	4.6	3.0	3.3	3.8	2.8	3.25
	個人消費	3.1	1.5	2.5	2.7	2.2	2
	財政支出	0.7	0.5	0.8	0.9	0.9	0.75
	住宅投資	0.1	△ 0.2	△ 0.1	0	0	0
	民間設備投資	0.9	△ 0.3	0	0	0.3	0.25
	在庫投資	1.5	0.2	△ 0.2	△ 0.1	0	0.25
	海外経常余剰	△ 1.7	1.3	0.3	0.2	△ 0.5	0
英 国	GDP成長率	2.3	2.0	3.2	3.0	3.5	△ 1.0
	個人消費	0.3	△ 0.6	3.2	3.7	3.0	1.75
	財政支出	0.3	△ 1.4	△ 0.3	△ 0.3	△ 0.3	0
	民間住宅投資	△ 0.1	△ 0.1	0.3	0.4	△ 0.4	△ 0.25
	民間設備投資	△ 0.1	0.9	0.9	1.1	0.3	△ 0.25
	在庫投資	1.7	0.7	0	1.2	△ 0.7	0
	海外経常余剰	1.0	1.8	△ 0.5	△ 3.5	1.2	△ 3.0
イ タ リ ア	GDP成長率	5.7	2.0	2.6	3.8	4.6	4.75
	個人消費	2.2	0.9	1.6	2.1	2.2	2.75
	政府経常支出	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.25
	住宅投資	△ 0.2	0.1	0	0	0	0
	設備投資	0.5	0	△ 0.1	0.2	0.9	0.75
	在庫投資	2.8	△ 1.2	△ 0.6	△ 0.8	1.6	0.75
	海外経常余剰	0.2	2.0	1.1	1.7	△ 0.7	0

資料：OECD、Economic Outlook 1979年7月号等。

(注) 1979年上期米国は実績、その他はOECDの見通し。

成長率を大きく引下げたかたちとなった。

景気の先行きについても、石油価格引上げに伴うデフレ効果や金融引締めに伴う金利上昇の影響が予想されることなどから、このところ本年の成長率見通しを下方修正する動きが目立っている。すなわち、米国では政府が7月12日、恒例の年央経済見通しを発表したが、その中で本年の成長率を年初予想の+3.3%から+1.7%へ、また第4四半期の前年同期比を同+2.2%から-0.5%(ちなみに、第2四半期の前年同期比は+1.9%)へ下方修正する一方、失業率は年末には6.6%程度(当初見込み6.2%)へ高まるものとみている。さらに民間では、政府の見通し以上に景気後退テンポが強まるとの見方が少なくない(注2)。

また英国でも、政府は6月12日、79年度予算案の発表と併せて、本年の経済見通しを明らかにしたが、それによると成長率を昨年11月時点の+2.4%から+0.3%へと大幅に引下げており、本年はほぼゼロ成長との見方に変ってい

(注2) 最近における米国の実質GNP見通しは次のとおり。

	79年の前年比	79年第4四半期の前年同期比
米 国 政 府(7月)	+1.7%	△ 0.5%
データ・リソースズ()	+1.5%	△ 1.3%
チェース・エコノメトリックス()	+1.1%	△ 1.9%
メルル・リンチ()	+1.1%	△ 2.2%

る。フランスでは、政府の本年の成長率見通しは、昨秋の+3.7%から+3.4%(6月12日)へとわずかの下方修正にとどまっているが、これについ

ては楽観的にすぎるとの見方が大勢であり、最近の国立経済統計研究所の見通しでは精々2%程度の成長にとどまるとの見方である。この間西ドイツでは、政府、ブンデスバンクとも、石油価格引上げの影響を考慮しても、本年は年初の政府成長率見込み(4%)の達成は可能との見方を変えていない。

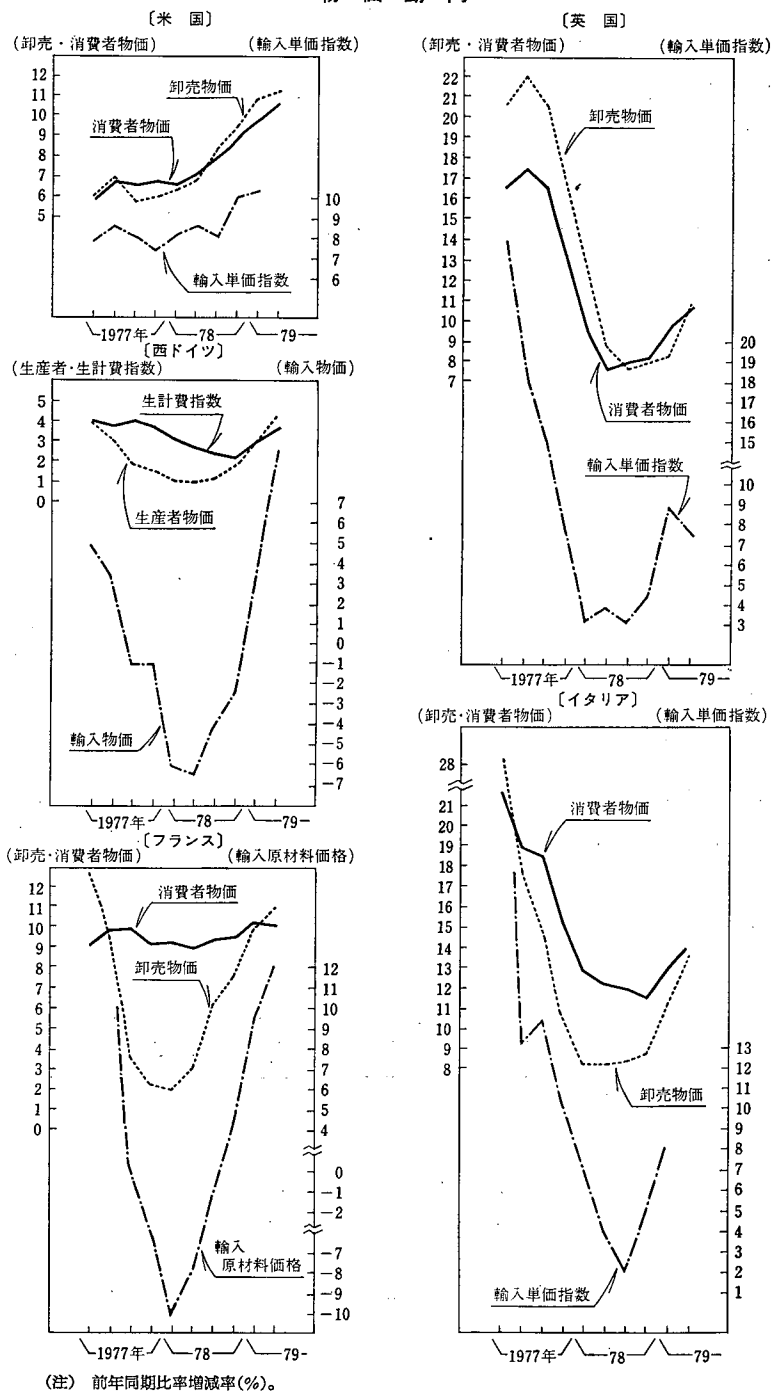
(2) インフレ高進とその背景

このように景気が後退ないし鈍化している一方において、物価は更年後各国で軒なみ騰勢を強めており(第1図)、年初来半年間の物価上昇率(年率)は、西ドイツで辛うじて1けたに収まっている(生産者物価+8.0%、生計費指数+7.5%)ほかは、米国(卸売物価+14.9%、消費者物価+14.0%)、フランス(各+14.5%、+11.3%)、英国(各+16.4%、+15.7%)、イタリア(各+19.7%、+16.5%)とも、卸売物価、消費者物価とも10%をかなり上回っている。また、前年比でみても、西ドイツが4%程度であるのを除き、2けた台の上昇率となっており、英国、イタリアの最

近の上昇率は13~16%となるなど、近年の改善傾向が一挙に逆戻りするかたちとなった。西ドイツについても、前年比で物価上昇率が4%台となっ

(第1図)

物価動向



たのは、生産者物価は77年1月(+4.2%)、消費者物価は同7月(+4.3%)以来のことである。なお、最近における物価上昇を前回石油ショック後と比較すると、卸売物価は、物不足現象の広範化を背景に高騰した、前回の上昇テンポ(74年中の上昇率、米国+18.9%、西ドイツ+13.4%、フランス+23.7%、英国+22.6%、イタリア+40.7%)には及ばないが、欧米諸国で政策当局が重視している消費者物価は、前回に匹敵する上昇率となっている(同米国+11.0%、西ドイツ+7.0%、フランス+13.7%、英国+16.0%、イタリア+19.1%)。

こうした物価上昇の背景についてみると、年初上昇を主導したのは、農産物、食料品価格の高騰や石油、非鉄等一次産品価格の引上げなど一時的ないし特殊な要因であったといえよう。しかしそれとともに、為替相場低下に基づく輸入品価格の上昇(西ドイツ、フランス等)、需給関係の改善に伴う物価上昇圧力の強まり、供給力の伸び悩みによるボトル・ネック現象の発生(英国、フランス)、さらには賃金の大幅引上げや物価スライド制、労働生産性の伸び悩み等による賃金コストの上昇(注3)などが物価押し上げ要因として作用してきたことが指摘されよう。第2四半期に入って、農産物、食料品、非鉄等の価格が落着いてきた中にあっても、インフレが加速したのは、こうした循環的ないし構造的要因の強まりによるものとみられている。特に賃金コストの上昇常態化等の構

造的要因の存在は、何らかの原因で生じた物価上昇が、そのまま全般的かつスパイラル的なインフレに転化し易い基盤を作っており、いわばインフレの発射台を高くしているといえよう。

この点は、エミンガー・ブンデスバンク総裁が再三にわたって懸念を表明している、「輸入インフレの国内インフレへの転化」と「賃金・物価スパイラル発生」の潜在的要因であり、同総裁も述べているように、「対外要因による物価上昇が避け難いなかで、物価・賃金のスパイラルを防ぐためには、安定政策が必要である。1973~74年の石油価格上昇後、安定政策を貫くことにより、新しい経済情勢に対応した国がいち早く石油ショックを吸収し得たという教訓を忘れてはならない」であろう。後述のように、今回の石油ショックは、景気、国際収支面では、前回に比べ冷静に受け止められているが、物価面ではこのように前回にも増して深刻なものとして受け止められているといえるであろう。

(3) 国際収支改善テンポも鈍化

次に国際収支についてみると、本年に入ってから米国では昨年後半来の改善傾向を維持しているが、欧州諸国では悪化傾向をみせている(第3表)。すなわち、米国では、昨年までのドル相場下落による国際競争力の改善や欧州諸国との間の景気局面の格差の逆転等から、工業製品収支が改善(昨年同期の8.8億ドルの赤字から本年上期には

(注3) 賃金コストの動向は次のとおり(英国経済社会研究所四半期報による。1975年=100)。

	米	国	西ドイツ	フランス	英 国	イタリア
1977年第1四半期	108		101	107	120	122
2 〃	109		103	110	124	137
3 〃	109		105	113	126	132
4 〃	112		103	117	132	143
1978年第1四半期	117		104	118	136	150
2 〃	117		107	118	140	156
3 〃	115		105	123	142	147
4 〃	119		104	123	150	151
1979年第1四半期	123		106	125		158

(第3表)

欧米主要国の国際収支

			1977年	1978年	1978年			1979年	
					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
米 国	経 常 収 支	億 ド ル	△ 141	△ 139	△ 34	△ 32	△ 3	2	n.a.
	貿 易 収 支		△ 309	△ 342	△ 79	△ 80	△ 64	△ 61	△ 76
	(石油収支)		(△ 415)	(△ 402)	(△ 94)	(△ 101)	(△ 106)	(△ 110)	(△ 122)
西 ド イ ツ	経 常 収 支	億マルク	98	176	32	51	52	24	△ 21
	貿 易 収 支		382	412	102	109	106	81	73
	(石油収支)		(△ 318)	(△ 293)	(△ 70)	(△ 76)	(△ 77)	(△ 81)	(△ 100)
フ ラ ン ス	経 常 収 支	億フラン	△ 164	169	65	58	58	25	33
	貿 易 収 支		△ 164	70	17	28	3	18	5
	(石油収支)		(△ 583)	(△ 542)	(△ 128)	(△ 123)	(△ 142)	(△ 152)	(△ 160)
英 国	経 常 収 支	億ポンド	3.7	4.4	2.1	1.5	4.5	△ 12.0	△ 7.0
	貿 易 収 支		△ 17.4	△ 11.8	△ 1.7	△ 3.7	△ 0.4	△ 16.0	△ 11.0
	(石油収支)		(△ 27.9)	(△ 20.2)	(△ 4.1)	(△ 5.0)	(△ 4.8)	(△ 2.4)	(△ 2.1)
イ タ リ ア	経 常 収 支	百億リラ	156	531	96	290	114	95	n.a.
	貿 易 収 支		△ 290	△ 14	△ 30	69	△ 21	△ 20	n.a.
	(石油収支)		(△ 740)	(△ 738)	(△ 167)	(△ 176)	(△ 221)	(△ 185)	(△ 197)

資料：各国統計。

(注) 石油収支(原計数)を除き、国際収支統計(イタリアのみ原計数。その他は季節調整済み)による。

5.6億ドルの黒字)したほか、農産物収支の黒字持続(同29.0億ドル→17.8億ドル)もあって、石油収支の赤字幅拡大にもかかわらず、貿易収支は昨年後半以来の赤字幅縮小傾向を続けている。こうした貿易収支の改善に加え、投資収益の増加等もあって、経常収支も本年第1四半期には77年第1四半期以来初めて黒字(+1.6億ドル)に転じた。

一方欧州諸国については、西ドイツでは輸出はEC諸国向け等を中心に好調を継続しているが、輸入が景気拡大に伴う原材料、消費財輸入の増加や原油等の輸入価格の上昇を背景に高い伸びを示したことから(第4表)、貿易収支はしだいに黒字幅を縮小させている。経常収支もこうした貿易収支黒字幅縮小に加え、貿易外収支赤字幅が観光収支の悪化等により拡大したことなどから、本年第2四半期には1年半ぶりに赤字を記録した(本年上半期では約3億マルクの黒字と昨年下半年の

103億マルクの黒字に比し、大幅に黒字幅が縮小)。また昨年収支好転をみた「回復途上国」についても、フランスでは原油輸入額の増加が響き、貿易収支は本年5月以降かなりの赤字を示すに至り、経常収支も悪化をみている。英国では、北海油田の開発進捗(80年上期には自給達成の見込み)に伴い、石油収支は目立って好転をみているものの、消費財の輸入急増を主因に、貿易収支は年初来赤字幅を拡大しており、これを映じて経常収支も本年上期中赤字に転じた。イタリアについても、輸出は大幅な増加を示しているものの、景気拡大に伴う原材料、消費財輸入増大に加え、原油価格の上昇もあって、貿易収支は赤字を示している。

(4) 石油価格引上げの欧米経済への影響

欧米経済の状況は以上みてきたように、昨年に比べパフォーマンスが悪化しているが、これには本年1月1日および4月1日のOPECの石油価格

(注4) 昨年12月のOPEC総会では、1月1日+5%、4月1日+3.809%、7月1日+2.294%、10月1日+2.691%と4回に分けて計14.542%(年平均10%)の価格引上げを段階的に行う方針を決定していたが、イラン政変を契機に石油需給が逼迫してきたことから、4月1日にそれ以降の引上げ分をも含めて、価格引上げを繰上げ実施。

(第4表) 輸 出 ・ 入 動 向

(前年同期比増減率・%)

米 国						
	輸 出			輸 入		
	金額	数量	単価	金額	数量	単価
1978年第1四半期	3.5	△ 0.5	4.0	15.9	7.3	8.1
2 〃	15.2	10.0	4.7	13.9	4.9	8.6
3 〃	19.9	10.8	8.2	17.0	8.2	8.1
4 〃	28.4	15.9	10.8	22.1	11.0	10.0
1979年第1四半期	34.6	17.4	14.6	11.7	1.7	9.8
2 〃	22.1	7.2	13.9	15.6	3.0	12.3
西 ド イ ツ						
	輸 出			輸 入		
	金額	数量	単価	金額	数量	単価
1978年第1四半期	1.5	2.8	△ 1.2	1.3	5.3	△ 3.8
2 〃	5.9	6.9	△ 0.9	5.5	11.0	△ 5.0
3 〃	4.3	3.6	0.7	2.1	5.5	△ 3.2
4 〃	4.7	3.3	1.3	5.5	8.2	△ 2.6
1979年第1四半期	9.9	7.9	1.9	13.8	11.5	2.1
2 〃	9.3	6.6	2.5	16.0	6.7	8.7
フ ラ ン ス						
	輸 出			輸 入		
	金額	数量	単価	金額	数量	単価
1978年第1四半期	12.6	6.1	5.2	5.5	2.1	3.2
2 〃	13.3	6.6	5.5	5.8	4.8	0.6
3 〃	10.7	5.5	4.5	3.9	5.2	△ 0.9
4 〃	11.7	6.1	4.8	10.1	9.2	0.9
1979年第1四半期	14.1	7.6	6.2	12.4	12.4	0.7
2 〃	14.8			18.9		
英 国						
	輸 出			輸 入		
	金額	数量	単価	金額	数量	単価
1978年第1四半期	11.8	3.2	10.2	6.4	4.3	3.2
2 〃	10.5	3.8	8.3	2.6	△ 0.8	3.8
3 〃	6.1	0.2	8.1	10.4	7.1	3.2
4 〃	12.8	6.4	9.0	13.0	9.8	4.4
1979年第1四半期	△ 0.1	△ 8.0	10.7	11.1	4.0	8.7
2 〃	20.0	9.7	10.7	30.0	23.1	7.6
イ タ リ ア						
	輸 出			輸 入		
	金額	数量	単価	金額	数量	単価
1978年第1四半期	7.4	△ 1.2	8.8	△ 3.4	△ 9.7	7.0
2 〃	15.8	9.3	6.0	4.3	0.1	4.1
3 〃	10.6	5.2	5.2	15.6	13.3	2.1
4 〃	39.8	28.9	8.2	37.1	30.1	4.9
1979年第1四半期	37.5	22.6	11.9	39.2	28.5	8.1
2 〃	24.1			32.0		

資料：IMF, International Financial Statistics 等。

引上げ(注4)(標準油種で、各+5%、+9.1%、バーレル当り 12.70ドル→13.34ドル→14.55ドル)、さらには各国独自のマーケット・プレミアムの上乘せ(バーレル当り、おおむね3～5ドル)が悪影響を与えていることは否めない。先行きについても、6月末のOPEC総会による石油価格の大幅引上げ(+23.7%、バーレル当り18ドル、ほかに2ドルまでのプレミアム付加、油種間価格差を認め最高価格は23.5ドルとする)が、さらにインパクトを加えるものとみられている。こうした影響がどの分野にどれだけ現れてくるかは、もとより正確に見通すことは困難であるが、OECDでは本年7月の恒例の年央経済見通し公表に当り、6月末の原油価格引上げの直接的影響として、①加盟国の成長率は、79年下期、80年上期とも、それがない場合の2.75%から2.0%へ低下する、②消費支出デフレーターは1%ポイント高まり、79年下期は年率+10%、80年上期は同+9%となる、③経常収支は79年下期は年率210億ドルの赤字からほぼ2倍の同400億ドルの赤字へ、80年上期は同185億ドルの赤字から同300億ドルの赤字へと、それぞれ大幅に悪化する、との見解を示している。

国別の影響については、各国の石油輸入依存度(第5表)の相違によって、当然強弱の差が生ずることとなる。まず景気への影響については、GNPに対する石油輸入額の大きさ(需要面でのデフレ・インパクト)、あるいはエネルギー消費に

(第5表)

石油輸入依存度(1977年)

(単位・%)

	エネルギー消費に占める割合	輸入に対する割合	GNP(GDP)に対する比率
米 国	24.6	24.5	2.1
西ドイツ	52.9	10.6	2.6
フランス	63.1	15.4	3.0
英 国	25.6	5.5	2.2
イタリア	69.0	16.5	4.3

資料：OECD, Economic Outlook 1979年7月号等。

占める石油輸入量の大きさ(供給面の成長制約)いかによることとなるが、これからみると、北海油田の開発進捗に伴い輸入石油への依存度が極めて小さくなっている英国への影響が、軽微にとどまるとみられる一方(ハウ蔵相も影響軽微との発言)、逆に依存度の高いフランス、イタリアの場合はかなりの影響が生じよう。また米国、西ドイツは輸入依存度からみて、この中間にとどまるものとみられる。ちなみに、ブルメンソール米財務長官(当時)は7月の議会証言において、6月末の石油価格引上げがなかった場合に比べ、79年、80年の成長率はそれぞれ1%低下しようとの見方を示し、西ドイツのエミンガー総裁も80年の成長率は0.5%程度低下するものとみている。一方国際収支については、輸入全体に占める石油のウェイトが大きい程収支悪化へのインパクトが強まる筋合いであるが、米国の場合には石油輸入のウェイトが高いうえ(約4分の1)、絶対額も大きい(78年輸入額約400億ドル)ため、影響は極めて大きく、79年の石油輸入額は160億ドル程度増加するとの見方が一般的である。これに対して英国の場合は影響は無視出来るとの見方である。各国の物価に及ぼす影響については、直接的には各国の卸売物価、消費者物価に占める石油・同製品のウェイトがほぼ5~10%程度(注5)であることからみて、6月のOPEC値上げによる各国の石油・同製品の値上り率を約2割とすると、これら諸国の物価に1~2%程度の上昇加速インパクトを及ぼすことになる。しかしこうした直接的なインパクト以外の間接的波及を考えれば、物価上昇のインパクトはこれ以上に大きくなろう。特に米国の場合に

は、従来価格規制を行っていた国産原油価格について、本年6月1日以降81年9月30日までの間に段階的に規制を撤廃し、国際市場価格水準にまで引上げることとされているため、石油価格引上げの影響がいわば二重に加わってくるといえよう。

このような影響が今後欧米経済に加わってくるわけであるが、前回の石油ショック当時に比べると、政府、民間とも受け止め方は落着いており、前回みられたような価格規制の導入とか、デフレ効果を懸念しての引締め政策の手直しといった動きは今のところみられない。こうした前回との対応の相違は、次のような事情によるものとみられよう。

第1には、石油価格引上げの程度の相違である。今回の引上げ率は確かに大幅であるが(昨年末比、標準油種+41.7~57.5%<プレミアム上限分>)、前回の3.87倍(73年10月以降74年初までの引上げ<バーレル当り、3.01ドル→11.65ドル>)に比べると、かなり小さい。また原油価格の今回の引上げ幅は、前回と同じくバーレル当り約8ドルに相当し、OPEC諸国の石油収入増加規模はほぼ同額が見込まれるが、この間にOECD諸国の経済規模が約1.8倍(名目GNPベース)に拡大していることから、OPEC諸国への購買力の第1次的移転というかたちでのデフレ・インパクトは、当時と比しそれだけ相対的に小さくなっている。第2には、景気、国際収支の局面の相違である(注6)。景気の面では、前回は72~73年の世界景気の同時的急拡大期(OECD諸国の成長率72年+5.5%、73年+6.3%)のピークを過ぎて、急角度で成長が鈍化

(注5) 各国の卸売物価、消費者物価に占める石油・同製品のウェイトは下記のとおり。

	米 国	西ドイツ*	フランス	イタリア
WPI	4.98%	1.44%	9.73%	10.10%
CPI	8.41%	n.a.	5.72%	5.18%

* 西ドイツのWPIとしては、通常分析の便宜上生産者物価指数が用いられることが多く、本稿もそれに従っているが、これには輸入品が含まれないため、石油のウェイトは著しく低い。卸売物価指数における燃料(石炭を含む)のウェイトは11.75%。

する局面で生じたのに対し、今回は米国は景気後退局面に入っているものの、西ドイツは引き続き拡大持続が見込まれ、英国、フランス、イタリア等でも拡大テンポの低下にとどまるなど幾分状況を異にしているようにみられる。また国際収支の面では前回は英国、フランス、イタリア等が石油ショック以前から経常収支ペースで赤字基調を続けていたのに対し、今回はこれまでのところフランス、イタリアは黒字を維持している。

このほかOPEC諸国の石油黒字還流に関しては、前回の場合結果的にはOPEC諸国向け輸出を大幅に伸ばす(OPEC 諸国の輸入額は1973年 207億ドル、75年 559 億ドル、78年 1,010億ドル)ことにより、石油支払代金増すうのかかなりの部分を貿易面でも相殺し得たが、今回の場合には、前回のよう輸出を伸ばすことは困難視されており、こ

の点では前回より条件は厳しいともみられよう。しかし前回の石油ショック後の経験からみて、欧米諸国ではOPEC諸国の黒字は、国際金融市場等を通じて結局石油消費国に還流し、オイル赤字は金融的にファイナンスし得るとの自信を深めているところから、前回のような国際収支赤字ファイナンスの見通しに対する心理的不安感はみられず、この点でも落ち着いた対応がなされている。

しかし一方で、昨年11月のイランの政変を契機に、同国の石油供給が極めて不確定になっているほか、サウジアラビアの供給態度も従来に比し慎重化するなど、OPEC 諸国の石油供給に基本的な問題が存在するところから、欧米各国では石油供給が中長期的な成長制約要因になる(注7)との懸念を強めており、エネルギー節約、代替エネルギー開発に取り組む姿勢を強めている。この点国際エ

(注6) 前回石油ショック前後の経済指標は次のとおり。

(前期比増減率・%、経常収支は実額)

	米 国			西 ド イ ツ			フ ラ ン ス			英 国		
	実 質 GNP	卸 売 物 価	経 常 収 支 (億ドル)	実 質 GNP	生 産 者 物 価	経 常 収 支 (億マルク)	実 質 GDP	卸 売 物 価	経 常 収 支 (億フラン)	実 質 GDP	卸 売 物 価	経 常 収 支 (億ポンド)
73年第1 四半期	2.3	4.8	0	2.3	2.3	18.4	2.2	3.7	△ 10.6	8.1	1.3	△ 1.8
2 "	0.1	4.9	6.9	0	1.9	31.3	0.4	2.8	12.4	△ 2.0	0.5	△ 1.0
3 "	0.4	4.1	28.7	0.6	1.6	23.3	1.0	2.0	△ 22.8	0.3	3.4	△ 2.8
4 "	0.5	0.9	35.6	0.3	1.9	50.0	2.0	6.1	△ 9.0	△ 1.4	4.0	△ 4.2
73 年 中	5.5	13.1	68.9	4.9	6.6	122.9	5.4	12.9	△ 30.0	8.1	7.4	△ 9.7
74年第1 四半期	△ 1.0	6.6	8.0	0.6	5.7	75.7	0.9	11.0	△ 79.1	▽ 1.9	7.6	△ 7.9
2 "	△ 0.5	3.6	4.7	△ 0.3	3.3	56.6	0.8	6.1	△ 90.9	2.4	7.0	△ 9.2
3 "	△ 0.6	7.1	1.1	0	2.1	23.4	0.4	0.2	△ 92.3	1.5	4.0	△ 8.6
4 "	△ 1.4	3.5	7.4	△ 1.9	1.3	99.1	△ 3.5	0.9	△ 25.3	△ 3.1	5.1	△ 9.8
74 年 中	△ 1.4	18.8	21.1	0.4	13.4	254.8	2.8	23.6	△ 287.5	△ 1.5	22.6	△ 35.5

(注7) 石油の85年までの需給見通しにつき、OECD の Economic Outlook 1979年7月号では次のように低成長、高成長の2つのシナリオを想定したうえで、イランの産油量が4百万バレル/日に回復し、サウジアラビアが12百万バレル/日まで増産したにしても、低成長(+3.3%)のシナリオを満足し得る程度の供給量しか期待出来ないとの見解を示している。

	低成長シナリオ +3.3%	高成長シナリオ +4.4%
OECD 加盟国の平均成長率		
OECD 加盟国のエネルギー需要増加	13百万バレル/日	17.5百万バレル/日
OECD 加盟国の石油輸入必要量増分	3 "	6.5 "
OPEC 産油に対する需要増加	5.5 "	9.5 "
OPEC の石油生産量増加	5.5 "	5.5 "

エネルギー機関(IEA)が5%の消費節約を打出しているのをはじめ、6月末に開催された先進国首脳会議でもエネルギー問題を最大の課題として取り上げ、各国別に1985年の石油輸入目標額を定めるなど国際的なわく組がいち早く設定されており、また各国別にみても、米国、フランスでは、かなり具体的なエネルギー対策(注8)の策定を行っ

ている。なお、最近の石油消費節約の進め方で目立っているのは、石油価格をマーケット・メカニズムに沿って引上げ、価格効果に基づいて消費節約を図るとの考え方が、各国の共通認識として定着していることであろう(注9)。この点は前回の石油ショック時には、エネルギー問題は価格問題との意識が強く、価格の抑制に目が向き勝ちであっ

(注8) 最近発表された米国、フランスのエネルギー計画の概要等は次のとおり。

(1) カーター大統領の新エネルギー計画(7月17日発表)

- ① 79年の石油輸入量を8.2百万バレル/日に抑制する。
② 輸入石油削減措置とその効果(1990年まで)

措 置 の 内 容		輸入削減効果
新規措置	(代替エネルギー開発)	
	合成燃料開発	2,500 千バレル/日
	tar-like-heavy oil の開発	500
	(消費節約)	
	電力・ガス会社の石油消費半減	750
既存措置	住宅・商業部門の新規節約	500
	大量輸送機関の拡充・自動車の燃費効率改善	250
	小 計	4,500
	78年11月エネルギー法による消費削減分	2,500
既存措置	国産原油価格の段階的撤廃(79年6月～)	} 1,500
	太陽エネルギーの開発(79年4月以降)	
既存措置	小 計	4,000
	総 計	8,500

これにより1990年の米国の石油輸入量はほぼ本年並みに抑制する。

(2) フランスの新エネルギー対策(6月20日閣議決定)

- ① 7月1日以降80年までの1年半に8.4百万トン(78年実績比7.3%)の石油輸入を節約する。
② 節約措置の内容は次のとおり。

家庭暖房・住宅関連	5 百万トン
交通運輸関連	1.4 "
産業関連(石炭転換促進等)	2 "
計	8.4 "

(注9) 米国では本年4月、国産原油価格規制を79年6月1日から81年9月30日までの間に段階的に撤廃し、国産原油価格を世界市場水準にまで引上げることに、国産原油の増産、消費節約を図ることを決定。

OECDでも、本年7月発表のEconomic Outlookの中で、「産業界および家計の大幅な消費節約を促すためには、実質価格を大幅に引上げなければならない」、「短期的にみれば、価格面から大きな消費節約効果を期待することはできないが、時とともに累積効果が顕現化しよう」との見解を示している。なおエネルギー消費のGNP弾性値は右表のように、前回の石油ショック後著しく低下。

エネルギー消費のGNP弾性値

	1960～69	1969～73	1975～78
米 国	1.04	1.12	0.69
西 ド イ ツ	1.06	1.03	0.96
フ ラ ン ス	0.75	1.30	0.96
英 国	0.75	0.67	0.55
イ タ リ ア	1.63	1.77	1.15
OECD諸国	0.97	1.07	0.76

資料：OECD, Economic Outlook 1979年7月号。

たのに対し、今回は中長期的成長制約要因として、量的側面が重視されていることを映じたものともいえよう。ただ、このような石油価格政策を採用すれば、当然のことながら現在の石油需給状況の下では、石油価格の上昇は大きくならざるを得ないであろう。従って、各国政策当局が最優先課題としているインフレ抑制を進めるうえからは、こうした石油価格の上昇が関連製品の便乗的値上げを招くことのないよう、金融財政面からの適切な総需要管理政策を進める必要性が一段と強まってくるものといえよう。

(5) 今後の見通し

こうした状況を踏まえ、石油情勢に大きな変化がなく、政策面でも現在の基調が維持されることを前提に、今後半年ないし1年の欧米経済を展望すると、おおよそ次のような推移をたどる公算が強いように思われる。まず景気については、米国では住宅投資が今後1年程度は落込みを継続し、個人消費も本年中は低調を続ける公算が大きいほか、設備投資も売上げ、収益の不振等からこしばらくは減勢を示すことが予想されるため、政府支出、輸出等による下支えを考慮しても、来年上半年まで4～5四半期連続のマイナス成長を記録するものとみられる。また欧州諸国でも、インフレ高進に伴う個人消費の伸び悩み、金融引締めに伴う金利上昇、企業マインドの消極化等から、景気拡大テンポは西ドイツをも含めて来年上半年まで引続き鈍化していくものとみられる。このため欧米諸国全体としても、本年下期、来年上半年にかけて、ゼロ成長となる可能性もあながち否定出来ないように思われる。しかしこうした景気の悪化も来年上半年が底で、下期からは、米国経済が個人消

費、住宅投資の持ち直し等から回復に向い、これを中心に欧米経済全体としても緩やかながら拡大を示すとの見方が一般的であり、前回の石油ショック後のように欧米主要国が軒並み長期かつ深刻な景気後退(注10)に陥るとはみられていない。

これに対して物価面では、本年下期にはこれまでの石油価格大幅引上げによる関連商品への影響が表面化してくるほか、本年の賃金改訂交渉に基づく賃金引上げによるコスト・アップの価格転嫁が進むことや、さらには英国、西ドイツでは年央の付加価値税率引上げ(各8～12%→15%、12%→13%)もあって、上昇率が一段と高まることは確実とみられている。その後来年については、石油価格引上げがなければ、物価上昇テンポは幾分鈍化するものとみられるが、2けたインフレから脱却し得るか否かは予断を許さないであろう。特に来年の賃金引上げが大幅になるようであれば、賃金・物価のスパイラルを招き、インフレ鎮静化への期待は遠のくであろう。この点最近における賃金引上げをめぐる動きをみると、英国では保守党政権成立後、同政権が労働組合活動制限の法制化を打出していることもあって、労働組合の対決姿勢が強まっており、秋の賃金交渉本格化を前に、労働組合評議会内部には、付加価値税率の引上げ、最近の物価上昇等からみて、「来期の賃金交渉では最低25%の賃上げが正当化出来る」との声が上っている。また米国でも後記のように賃金ガイドラインが有名無実化している状況の下、全米自動車労組では、9月央に賃金協約の改訂交渉が妥結したが、その内容は向う3年間で30%を超える賃金引上げを含むものと伝えられている。さらに西ドイツでも、同国最大の労組である金属労組

(注10) 前回石油ショック後における成長率の低下は次のとおり。

	＜ピーク＞	＜ボトム＞	
米 国	73年第4四半期	75年第1四半期	5四半期間 △5.7%
西ドイツ	74 〳 1 〳	75 〳 2 〳	5 〳 △3.5〳
フランス	74 〳 3 〳	75 〳 2 〳	3 〳 △2.5〳

傘下の一部では、最近の石油価格急騰を理由に、現行賃金協定を改訂し、特別支給金の上乗せ要求を行う動きを示した。この動きは組合上部が抑制したため、実現するには至らなかったが、「労組は物価上昇補てんを理由に、賃上げ圧力を強めるものとみられる。来春にかけてこうした石油価格上昇の第2次効果をどう処理するかが、当面の西ドイツ経済の最大のポイント」(ハンブルグ経済研究所)とされている。このように最近各国で、労働組合が賃上げ要求を高める動きをみせており、来年の賃上げが節度ある範囲にとどまるかどうか、先行きの物価情勢を規定するかぎとなるといえよう。

なお国際収支については、米国では工業製品の黒字拡大を主因に、経常収支は改善傾向を維持するものとみられる。一方欧州諸国では、数量ベースでみる限りは、輸出入バランスは本年上期に比べて今後大きな変化はないとみられるものの、石油価格引上げによる交易条件の悪化が響いて、英国以外では若干の悪化傾向を持続する公算が大きい。

2. 金融政策の展開と高金利

(1) インフレ抑制優先の金融政策

このような経済情勢の下、欧米諸国の政策態度をみると、更年後各国ともインフレ抑制の姿勢を強めており、それを政策面の最優先課題とする国

が増えてきている(注11)。これは各国において、「インフレの抑制なしには、持続的安定成長はあり得ない」との認識が強まってきたことを反映したものであるが(注12)、こうしたインフレ抑制を進めるうえで目立つのが金融引締め強化であり、米国、西ドイツ、英国等各国で公定歩合の大幅引上げが相次いで行われている。これを主要国についてやや詳しくみると次のとおりである。

(米 国)

米国では為替相場対策、インフレ対策をねらいとして、77年8月以来公定歩合がひんぱんに引上げられてきたが、本年に入ってから7、8、9月と連続して各0.5%の引上げが実施され、11%の高水準となり、通算の上げ幅は12回計5.75%に達した。

引上げに際しての連邦準備制度の趣旨説明をみると、例えば8月の場合にも「インフレの高進およびマネーサプライの増加」をあげ、インフレ抑制を第1目標にしている。もっとも7月の場合には「外国為替市場におけるドル相場の一層の強化を図るとともに、最近のマネーサプライの急増および公定歩合と他の短期市場金利との均衡をも考慮したもの」と説明され、インフレ抑制には直接触れていないが、ミラー連邦準備制度理事会議長(当時)が、7月19日サンフランシスコでの講演の席上、「当面の政策運営に当っては、引続きインフレ抑制を最優先課題とすべきであり、そのた

(注11) 最近における各国政策当局者の発言等は次のとおり。

米 国(ボルカー連邦準備制度理事会議長の議会証言<7月30日>)：ドルの安定なくしては、米国経済の安定はあり得ない。一方ドル相場安定のもっとも基本的方策は、国内インフレの抑制である。

西ドイツ(エミンガー・ブンスバーク総裁のドイツ産業連盟年次総会での発言<6月12日>)：最近の西ドイツ経済の最大の問題はインフレの加速である。当面の経済政策の課題は、景気の腰折れを懸念することではなく、インフレを抑制することである。

英 国(英議会における新政府の基本方針発表<5月5日の女王演説>)：経済政策の第1目標をインフレ抑制におき、その遂行のため確固たる金融財政政策を行う。

(注12) 7月公表のOECDのEconomic Outlookでも次のように述べている。

「多くの政府は、インフレの定着や再燃の危険性が景気拡大策実施への最大の障害になっていると考えており、物価抑制を困難にするような成長率目標は採用したくないという立場を採っている。高率インフレが続けば、中期的にはむしろ雇用の減少を招くおそれがある。」「(成長促進に伴う)生産性の向上がコスト面に及ぼす好影響は、その後の賃金や商品市況からの上昇圧力によって消し去られてしまうというべきであろう。こうした成長過程に伴いがちなインフレは、経済主体の現在の行動パターンを前提とする限り、結局成長率目標そのものを損なうことになる場合が多い。」

めには国際金融面からのインフレ圧力を野放しにしておく余裕はない」旨強調していることから明らかのように、ドル相場安定のねらいは国内のインフレ抑制を念頭においたものであったことは間違いない。しかも、この7、8、9月の公定歩合引上げは、第2四半期の成長率が大幅なマイナスを記録し、小売売上げ、鉱工業生産等も減勢を示すなど景気が後退局面へ入っている中で引上げであっただけに、連邦準備制度がインフレ抑制を最優先課題にするとの姿勢を一層鮮明に示したものと受けとられている。連邦準備制度の市場運営態度をみても、年初来ほぼ一貫してフェデラル・ファンド・レートを高めに誘導しており、7月以降はかなりのテンポでレートが上昇、最近では11%を上回るに至っている。

(西ドイツ)

西ドイツでは、1月18日の中央銀行理事会において、マネーサプライの増加抑制をねらって、ロンバート・レート(債券担保貸付金利)の引上げ(3.5→4.0%、1月19日実施)および最低準備率の引上げ(対内、対外とも一律5%)を決定し、予防的引締めに踏切った。さらに3月末には、73年6月以来5年10か月ぶりに、「銀行貸出およびマネーサプライの行過ぎた拡大を抑制し、これにより物価上昇の余地を狭めることをねらいとして」、公定歩合(3→4%)およびロンバート・レートの引上げ(4→5%)を行い、引締め姿勢を一段と明確化した。その後5月末にはロンバート・レートの0.5%引上げが決定され(実施6月1日)、次いで7月13日には、物価上昇抑制をねらいとし

て、本年2回目の公定歩合(4→5%)およびロンバート・レートの引上げ(5.5→6.0%)が実施された(注13)。

こうした政策金利の引上げのほか、ブンデスバンクでは金融機関の対民間貸出を抑制するため、高水準の貸出が恒常化する傾向を示しているロンバート貸付(本来は一時的かつ緊急時に限るべきものとのブンデスバンクの考え)の圧縮をねらって、8月23日、①9月以降金融機関ごとにロンバート貸付につき一定のわくを設定する、②これに伴う当面の金融機関の資金不足に対しては、金利の高い売戻し条件付買オペ(金利年6.5%)で対処する、との方針を決定した。なおブンデスバンクでは、すでに5月にもロンバート貸付残高を圧縮するため、債券の売戻し条件付買入措置の実施を決定、6月19日に買オペを実行し、ロンバート貸付を減少させたが、この時にはロンバート貸付に格別のわくを設けなかったこともあって、その後再び残高が累増したため、今回の厳しい規制に至ったものである。

この間西ドイツでは、昨年11月のドル防衛対策の効果により、米ドル相場がその後堅調になったことから、昨年までの大幅な外資流入から一転して、本年初から5月ごろまでは、外資はむしろ流出を続け、これにより金融機関の流動性がひっ迫状態に陥った。このためブンデスバンクでは再割引わくの拡大(3月220億マルク→270億マルク)、平衡請求権証券等の期限前買入れ措置の拡大による(注14)銀行流動性緩和措置の実施(5月)を行い、金融引締めの大わくを損なわない範囲で流動性補

(注13) 7月の公定歩合引上げ決定後のエミンガー・ブンデスバンク総裁発言要旨は次のとおり。

「本措置は、最近増勢が一段と顕著になりつつある銀行貸出の増加を抑制し、将来の潜在的なインフレ要因を除去することをねらいとしたものである。……現在の物価上昇は石油価格の急騰や国際原材料の値上りといったいわば海外要因に帰する面が大きく、こうした輸入インフレを金融政策によって抑制することが困難なのは確かである。しかし、そうした物価上昇が国内要因によって増幅されることがあってはならず、こうした国内要因による物価上昇を防止することこそ、金融政策の最も重要な使命である。」

(注14) ブンデスバンクは、5月17日の定例中央銀行理事会において、更年後の短資流出による銀行流動性の過度のひっ迫を緩和するため、平衡請求権証券および流動化証券のうち期限前買入れの認められていない証券(ただし1979年12月31日までに満期到来のものに限る)について、新たに金融機関からの期限前買入れに応ずる旨決定し、32億マルクの買入れを実施。

てんを行っている。

(英 国)

英国では、インフレ抑制、マネーサプライ増加抑制を主眼に、2月28日最低貸出歩合(MLR)を12.5%から14%へと大幅に引上げた。その後3月には、非居住者の国債購入増加によるマネーサプライ増勢鈍化に伴い、最低貸出歩合の手直しを行い(14→13%)、4月には債券相場の急騰に対処してさらに12%へ引下げたが、6月12日、インフレ抑制強化のため、マネーサプライ目標値の引下げ(後記)と併せて、最低貸出歩合を再び14%へ引上げた。このような年初来の最低貸出歩合の変更に際して特徴的なことは、市場の予想を上回る大幅な引上げを行っていることである。昨年5月英蘭銀行は、72年10月以降続けてきた大蔵省証券(TB)金利との連動による最低貸出歩合変更方式(注15)を廃止し、再び裁量的な最低貸出歩合決定方式を採用しているが、最近の大幅な引上げは、市場の金利先高感を払拭し、国債の市中消化を促進するとともに、マネーサプライの増加を抑制す

ることをねらったものとされている。事実、最低貸出歩合引上げ後は、長期金利はむしろ反落し、国債の市中消化増大をみている(注16)。

この間、英蘭銀行は2月15日金融機関(全銀行および割賦販売金融会社)に対する残高ベースの特別預金制度預入率の一時引下げを決定した(注17)が、これについて同行では、「季節的要因のほか、民間部門の国債購入集中に伴い、銀行部門の準備資産ポジションが著しくひっ迫したことに対処したもの」と説明している。一方、増加率ベースの特別預金制度(通称コルセット)については、本年中3回にわたり期限延長を行い、少なくとも12月までは継続し、これを通じて引続きマネーサプライを厳しくコントロールして行くことを明らかにしている。

(フランス、イタリア)

フランスでは、公定歩合は77年8月以来9.5%の水準で据置かれているが、5月以降インフレ抑制やフラン相場維持への配慮から、フランス銀行では短期市場金利の引上げを誘導しており、コー

(注15) 1972年10月に、従来の公定歩合方式からTB金利連動の最低貸出歩合へ変更したことにつき、当時のバー蔵相は、「(新金融調整方式導入後公定歩合と預貸金金利の連動が廃止されて以来)、公定歩合の主な機能は、英蘭銀行が短期金融市場に貸出を行う際の最低金利であるに過ぎなくなっている。こうした状況下では、この技術的な短期市場金利が、これまでの公定歩合の変更におけるような硬直性を持つことは適当ではない。必要なのは、マネー・マーケットの条件の変化により弾力的に反応し、またその毎週の動きが金融政策の大きな転換を示唆しているとはみなされないような金利である」と説明、裁量的公定歩合の持つ「アナウンスメント効果」を極力なくそうの方針を示していた。

(注16) 英国のMLR引上げと国債市中消化状況は次のとおり。

	MLR引上げ (%)	2.5%コンソル債 利 回 (月中平均・%)	国債の非銀行部 門への売却状況 (百万ポンド)
79/ 1		12.52	12～1月央 511
2	12.5 → 14.0	12.63	1～2 〃 944
3	(14.0 → 13.0)	11.35 ↘	2～3 〃 1,370
4	(13.0 → 12.0)	10.70 ↘	3～4 〃 1,382 ↓
5		11.02	4～5 〃 526
6	12.0 → 14.0	11.40	5～6 〃 1,425 ↓
7		10.88 ↘	6～7 〃 856
8		10.60 ↘	

(注17) 残高ベースの特別預金制度にかかわる預入率(3%)を、2月19日～3月8日まで1%へ、3月9日から29日まで2%へ一時的に引下げ、3月30日以降3%へ復することを発表したが、その後銀行の流動性ひっ迫等を考慮して、引上げ時期の延期ないし、再引下げを繰返しており、現在の預入率(8月13日以降)は1.5%にとどまっている。

ル・レート(翌日物)は7月央以降公定歩合を上回る状態が続くに至っている。こうした金利引上げのほか、市中金融機関の貸出についても、基準貸出わく(注18)の伸びを79年上期、下期とも前年同期比1%ポイント引下げている。このようなフランス銀行の姿勢を反映して、市中銀行の短期貸出基準金利も、6月上旬以降4度にわたって計1.25%引上げられ、8月初には10.05%と2けた台に乗せることとなった。

イタリアでは、景気回復へのスタートが他の国に比べ遅れていた一方、国際収支が昨年来黒字基調に転換していたことから、本年1月、4月と市中金融機関の貸出に対する量的貸出規制わくをやや緩和した。しかし公定歩合が昨年9月以降10.5%の高水準に維持されていることからもうかがえるように、金融政策の大わくは緊縮政策の維持にある。この点イタリア銀行でも、「更年後消費者物価が上昇テンポを高め、先行きについても原油価格の上昇の影響や賃金改訂交渉の帰すういかんではインフレ再燃の懸念がある。インフレの鎮静化を図りつつ、イタリア経済の立直りを支援すると

の従来の政策基調にはいささかの変更もない」(4月10日)旨説明している。

(2) マネーサプライの動向

これまでみてきたように、欧米主要国では金融引締めスタンスを強化してきているが、その場合政策決定に当たって重視されているのが、マネーサプライの動向である(注19)。まず米国については、最近における金融制度上の変革とそれに伴う金融資産の性格変化によって(注20)、昨秋以降マネーサプライ指標に攪乱的影響が現れ、指標の読み方が難しくなっているが、連邦準備制度では、新たな指標の開発を行うとか、複数の指標を併用する等の工夫を加えることにより(注21)、マネーサプライの基調的動きを判断し、金融政策の運営を行っている。最近のマネーサプライの伸びをみると、年初は金利上昇を映じた資金シフトや、制度変更に伴う影響が大きく現れ、第1四半期中 M_1 はかなり落込み(79年3月平均は、前年12月平均比年率-2.4%)、 M_2 の伸びも大きく鈍った(同+1.2%)が、その後ビジネス・ローン等民間貸出の増加を主因に伸びは急テンポに高まっており(7月平均は

(注18) 基準貸出わくを79年上・下期とも前年同期わく比1ポイント減に設定したことにつき、フランス銀行では「78年のマネーサプライ増加率目標値が、78年の前年比+12%から+11%へ引下げられたこと、および企業の資金需要が引続き低水準で推移していること等を考慮して定めたもの」と説明。なお基準貸出わくを超えた場合には、通常の貸出準備率(0.5%)に加えて、貸出残高全体に対して追加準備率(通増方式)が賦課されることとされている。

(注19) 国際決済銀行第49次年報(1979年7月)では、「昨年においても大方の国で金融政策の中期的目標は、マネーサプライの増加率を徐々に低下させ、為替市場における自国通貨の相場を維持することによってインフレを抑制することであった」、「インフレ率が相対的に高い国では、政策当局の決意に対するコンフィデンスを高めるような金融政策は、内外双方の安定に寄与するものと思われる。国によって状況は様々に異なるが、事前に公表されたマネーサプライ目標に基づく政策が、かなりの国で有効な役割を果たしているのではないかとと思われる」と述べている。また各国の公定歩合引上げに際しての趣旨説明をみても、マネーサプライ増加(ないし銀行貸出増加)への言及がなされている。

(注20) NOW勘定(振替指図書により資金移転可能な貯蓄預金)の広範化やATS勘定(要求払預金への自動振替可能な貯蓄預金)の導入(78年11月)等により、要求払預金から貯蓄預金へのシフトが生じているほか、短期金融市場資産対象の投信(マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド)や銀行の企業に対する買戻し条件付有価証券売却の増加等による預金以外の金融資産への資金運用の増すうから、昨年秋以降マネーサプライへの攪乱的影響が生じたとされている。

(注21) 連邦準備制度では、78年11月16日ミラー議長の議会証言の中で、新たなマネーサプライ指標として M_1 プラス(M_1 +商業銀行貯蓄預金+相互貯蓄銀行要求払預金+NOW勘定預金+信用組合シェア・ドラフト勘定)の導入と長期目標値を発表、さらに同制度月報79年1月号でマネーサプライ統計改訂案を公表して、マネーサプライ統計を全面的に改訂する方針を示している。また、目標値を従来から設定していた M_1 、 M_2 、 M_3 についても、従来の M_1 中心から、 M_1 、 M_2 の双方に同程度のウェイトを置いて判断する等指標運営上も工夫が加られている。

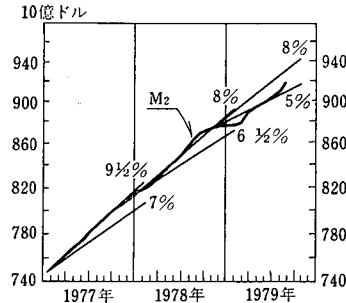
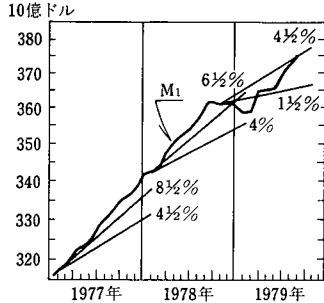
3 か月前対比年率で、 $M_1 + 8.8\%$ 、 $M_2 + 11.3\%$ 、いずれも長期目標値の伸び率($M_1 + 1.5 \sim 4.5\%$ 、 $M_2 + 5.0 \sim 8.0\%$)を上回るに至っている(第2図)。

西ドイツでは、金融機関の民間貸出の増加を主にマネーサプライ(M_3)は増勢を強めており(79(第2図))

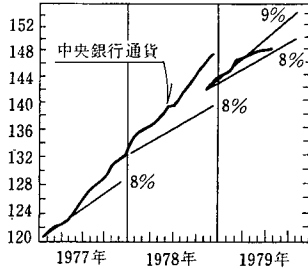
年第2四半期の前年同期比増加率 $+12.6\%$ に対する対民間信用の寄与度 $+7.9\%$ 、第6表)、ブンデスバンクが目標値を設定している中央銀行通貨(流通現金+所要準備額)の伸びも、第2四半期には前年比 $+10.3\%$ と高い増加率を示している。本年の

主要国のマネー・サプライ目標値と実績

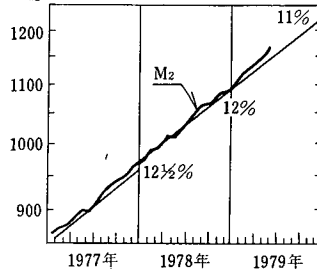
(米 国)



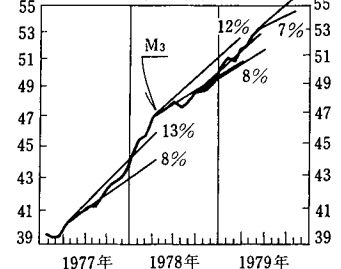
10億DM (西ドイツ)



10億フラン (フランス)



10億ポンド (英 国)



資料：OECD, Economic Outlook 1979年7月号、各国資料。

(第6表)

マネーサプライ供給要因別推移(寄与度)

(年・期末月の前年同月比増減率・%)

	米 国					西 ド イ ツ					フ ラ ンス					英 国				
	M_2	対民間信用	対公共信用	対外資産	その他	M_3	対民間信用	対公共信用	対外資産	その他	M_2	対民間信用	対公共信用	対外資産	その他	ポンド建 M_3	対民間信用	対公共信用	対外資産	その他
1977年第3四半期	9.7	8.7	2.5	0	$\Delta 1.5$	7.5	5.7	1.8	0.3	$\Delta 0.4$	12.5	13.1	1.3	0.7	$\Delta 2.6$	6.6	9.0	$\Delta 6.5$	6.6	$\Delta 2.5$
4 "	9.6	9.5	1.9	0	$\Delta 1.8$	8.8	5.8	2.2	0.9	$\Delta 0.1$	14.3	16.0	0.7	0.6	$\Delta 3.0$	10.0	7.7	$\Delta 6.1$	9.3	$\Delta 0.9$
1978年第1四半期	9.8	9.7	2.1	0.6	$\Delta 2.6$	9.4	5.7	2.2	1.5	0	16.8	12.9	2.0	1.2	0.7	15.5	9.3	$\Delta 2.8$	10.0	$\Delta 1.0$
2 "	10.7	11.5	1.8	0.1	$\Delta 2.7$	9.7	5.9	2.5	1.2	0.1	17.8	12.0	3.2	0.7	1.9	15.1	10.4	$\Delta 2.3$	7.6	$\Delta 0.6$
3 "	10.3	11.6	2.1	0.4	$\Delta 3.8$	11.4	6.4	3.1	1.6	0.3	16.9	10.8	3.0	0.7	2.5	15.1	10.0	1.9	3.5	$\Delta 0.3$
4 "	10.4	10.2	1.9	1.2	$\Delta 2.9$	11.8	6.7	2.7	2.2	0.2	12.3	10.0	0.3	0.9	1.0	14.9	10.4	5.0	1.4	$\Delta 1.9$
1979年第1四半期	7.8	10.9	2.3	$\Delta 0.6$	$\Delta 4.8$	12.2	7.6	2.5	1.8	0.2	14.0	9.7	2.9	1.4	0	11.4	13.5	1.5	$\Delta 1.6$	$\Delta 2.0$
2 "						12.6	7.9	2.7	1.9	0.1										

資料：米国はIMF, International Financial Statistics、その他は各国統計。

(注) 米国の M_2 =流通現金+要求払預金+定期預金(除く大口CD)+貯蓄預金；いずれも商業銀行、外銀等、貯蓄金融機関は含まない。

西ドイツの M_3 =流通現金+要求払預金+4年未満の定期預金+法定解約告知期間付貯蓄預金

フランスの M_2 =流通現金+要求払預金+定期預金+貯蓄預金

英国のポンド建 M_3 =流通現金+要求払預金+定期性預金

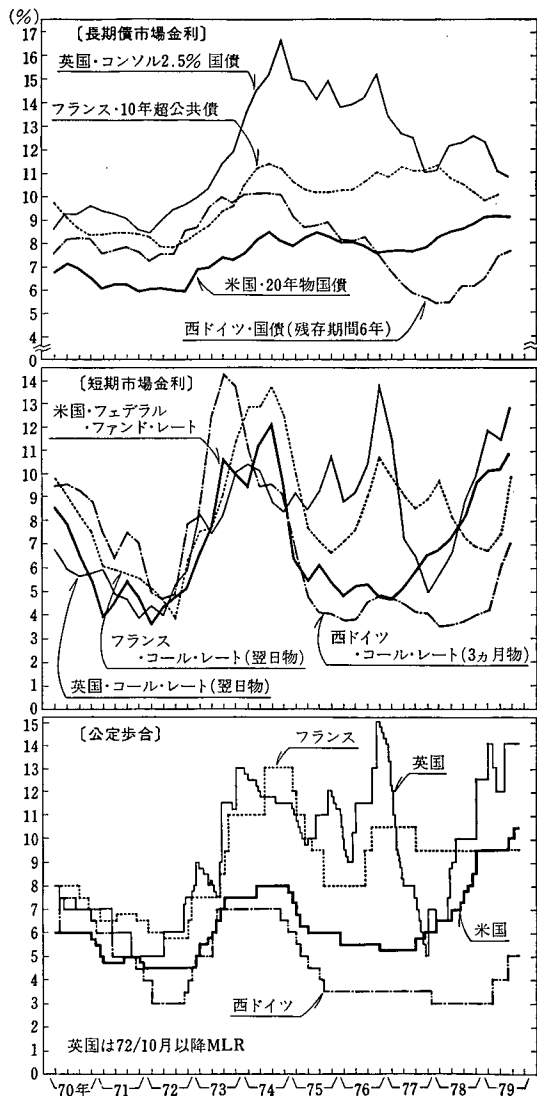
目標値は、年間+6～9%（第4四半期の前年同期比増加率）と設定されているが、エミンガー・ブデスバンク総裁は、「現在の景気情勢下では、通貨流通速度の上昇が予想されるほか、ドイツ・マルク切上げを通ずる物価安定効果もさ程期待し得ないので、下限の6%に照準を合わせるべきであると考えている」（5月16日の貯蓄金庫大会での発言）との見解を表明している。

英国では、昨年来マネーサプライ目標値（ポンド建てM₃）の設定に当り、目標値を半年ごとに見直すローリング方式を採用しているが（注22）（昨年4月央以降、先行き1年間について年率+8～12%、昨年10月央の見直しでもこれを踏襲）、政権交替の関係で、本年の目標値の設定は6月に行われ、6月央以降来年4月央までの目標値は、年率+7～11%と従来より1%ポイント引下げられた。本年に入ってからマネーサプライは、個人向け消費者ローン等金融機関の対民間貸出増加を主因に増勢が続いており、昨年10月の目標設定時点から本年6月までの年率増加率は+13.6%と目標を上回る結果となっている。またフランスについても、緊縮政策実施の見地から、本年のマネーサプライ目標値は+11%と昨年より1%ポイント引下げられた。前記のように、これを達成するため金融機関の基準貸出わくの伸びが押えられたこともあって、対民間信用の伸びは本年に入って落着いてきているが、対政府信用の増大等から、マネーサプライはやや目標値を上回る状況となっている。

（3）高金利の現状

前記のような金融引締め政策の展開に伴い、各国においてこのところ金利が急テンポで上昇している（第3図）。すなわち短期金利については、他の国に先駆けて公定歩合引上げを実施してきた米

国では、77年春から上昇傾向に転じ、最近ではコマーシャル・ペーパー（CP）レート、CDレート等が11%をかなり上回るに至ったほか、ひところ海外からの買入需要等により他の短期市場金利に比べ水準の低かったTBレートも、このところ急テンポで上昇し、10%台に乗せるなど、ボトムからの上昇幅はいずれも6%前後となっている。金利が2けたとなったのは、異常高金利時代といわ（第3図） 各種金利動向



（注22） 英国では、一昨年までは毎年4月第3水曜日の銀行計数報告日を基準に、翌年4月の同報告日までの1年間のポンド建てM₃の増加率について目標値を定めていたが、昨年から6ヵ月後に見直しを行うローリング方式に変更された。

れた73～4年当時以来のことである(第7表)。大手商業銀行のプライム・レートも8月下旬には12.25%、9月中旬には13.0%と、74年7～10月

にかけて記録した既往ピークの12%をも上回る水準に達した。また欧州諸国においても、英国では78年後半以来急ピッチで金利が上昇し、本年3月

(第7表)

過去の引締め時との各種金利比較

(年率・%)

		1969～ 70年の ピーク	時 点 (年/月)	ボトム からピー クまでの 上昇幅	1973～ 74年の ピーク	時 点 (年/月)	ボトム からピー クまでの 上昇幅	今回の ピーク	時 点 (年/月)	ボトム からピー クまでの 上昇幅	最近時 (時点)
公 定 歩 合	米 国	6.0	69/ 4	2.0	8.0	74/ 4	3.5	11.0	79/ 9	5.75	11.0 (9 月)
	英 国	8.0	69/ 2	1.0	13.0 (15.0)	73/11 (76/10)	8.0 (10.0)	14.0	79/2、79/6	9.0	14.0 (8 月)
	西 ド イ ツ	7.5	70/ 3	4.5	7.0	73/ 6	4.0	5.0	79/ 7	2.0	5.0 (8 月)
	フ ラ ン ス	8.0	69/10	4.5	13.0	74/ 6	7.25	9.5 (10.5)	77/ 8 (76/ 9)	1.5 (2.5)	9.5 (8 月)
	オ ラ ン ダ	6.0	69/ 8	1.0	8.0	73/12	5.0	8.0	79/ 7	4.5	8.0 (8 月)
	ベ ル ギ ー	7.5	69/ 9	4.25	8.75 (9.0)	74/ 2 (76/ 8)	4.75 (5.0)	9.0	79/ 6	3.5	9.0 (8 月)
	カ ナ ダ	8.0	69/ 7	2.0	9.25	74/ 7	4.5	11.75	79/ 7	4.25	11.75 (8 月)
コ ー ル ・ レ ー ト	米 国 (翌日物、月平均)	9.19	69/ 8	5.90	12.92	74/ 7	9.63	10.94	79/ 8	6.33	10.94 (8 月)
	英 国 (翌日物、月平均)	10.38	69/10	3.82	11.09 (11.18)	74/ 3 (75/11)	7.66 (7.75)	13.17	79/ 7	9.37	12.95 (8 月)
	西 ド イ ツ (3か月物、月平均)	9.57	70/ 3	6.24	14.50	73/10	9.87	7.05	79/ 8	3.61	7.05 (8 月)
	フ ラ ン ス (翌日物、月平均)	10.38	69/12	6.52	13.84	74/ 1	10.08	10.45	79/ 8	4.09	10.45 (8 月)
預 金 金 利	米 国 (大口CD<3か月物> 市場レート)	8.89	70/ 1	4.43	12.23	74/ 8	8.59	10.72	78/12	6.06	10.10 (7 月)
	英 国 (通知預金<7日物>)	6.0	69/ 2	1.0	9.5	73/ 8	7.0	12.0	79/ 6	9.0	12.0 (8月末)
	西 ド イ ツ (3か月定期預金<平均>)	n.a.	n.a.	n.a.	11.05	73/11	6.5	5.19	79/ 7	2.33	5.19 (7 月)
貸 出 金 利	米 国 (プライムレート)	8.5	69/ 6	3.0	12.0	74/7	7.25	13.0	79/ 9	6.75	13.0 (9月央)
	英 国 (当座貸越<一流企業向>)	9.0	69/ 2	1.0	14.0 (15.0)	73/11 (76/10)	8.5 (9.5)	15.0	79/ 6	8.0	15.0 (8月末)
	西 ド イ ツ (当座貸越<平均>)	10.65	70/ 3	6.24	14.02	73/11	5.63	8.75	79/ 7	1.48	8.75 (7 月)
	フ ラ ン ス (短期貸出基準金利)	8.6	70/ 1	5.0	12.40	74/6	6.3	10.05	79/ 8	1.45	10.05 (8月末)
長 期 国 債 利 回 り	米 国 (20年物、月平均)	7.34	70/ 6	2.83	8.60	74/ 8	2.81	9.21	79/ 5	1.91	8.97 (8 月)
	英 国 (2.5%コンソル債、月平均)	9.78	70/11	1.32	17.06	74/12	8.67	12.63	79/ 2	2.0	10.60 (8 月)
	西 ド イ ツ (残存期間6年、月平均)	8.34	70/ 6	1.78	11.02	74/ 7	3.86	7.8	79/ 6	2.48	7.50 (6 月)
	フ ラ ン ス (公共債10年超、月末)	10.12	70/ 1	4.73	11.45	74/ 6	3.65	11.36	78/ 2	1.26	11.51 (8 月)

(注) () 内は当該局面の前後におけるピーク。

にはコール・レートは12.42%と既往ピーク(75年11月11.18%)を上回る水準に達し、その後も12~13%程度で推移している。最近時点(8月末)における預金金利(通知預金7日もの、12%)、貸出金利(一流企業向け当座貸越、15%)も既往ピーク(各9.5%、15%)並みないしそれを上回る高水準に達している。西ドイツでも、3月末の公定歩合引上げ後、短期金利は上昇テンポを速めているが、米国、英国に比べれば上昇テンポは鈍く、金利水準(コール・レート翌日もの、8月末7.75%)も73~4年当時(同73年7月のピーク15.78%)をかなり下回っている。フランスでは、76年秋以来長期にわたって基本的には緊縮的な政策スタンスが維持されたこともあって、短期金利は比較的高い水準にあったが、5月以降さらに上昇に転じている。従って短期金利のボトムからの上昇幅は比較的小幅にとどまっているが、金利水準自体は10%程度となっている(8月末、コール・レート翌日もの10.5%、短期貸出基準金利10.05%)。

一方長期金利については、短期金利が低下した金融緩和期にも余り低下せず、下方硬直的動きを示していたが、国債の大量増発に伴う長期金利上昇予想等から、米国では77年後半以降、西ドイツ、英国では78年後半以降騰勢を示し、フランスでもインフレ警戒感の強まりや周辺諸国における長期金利の上昇傾向を映じて、5月後半ごろから上昇傾向に転じている。

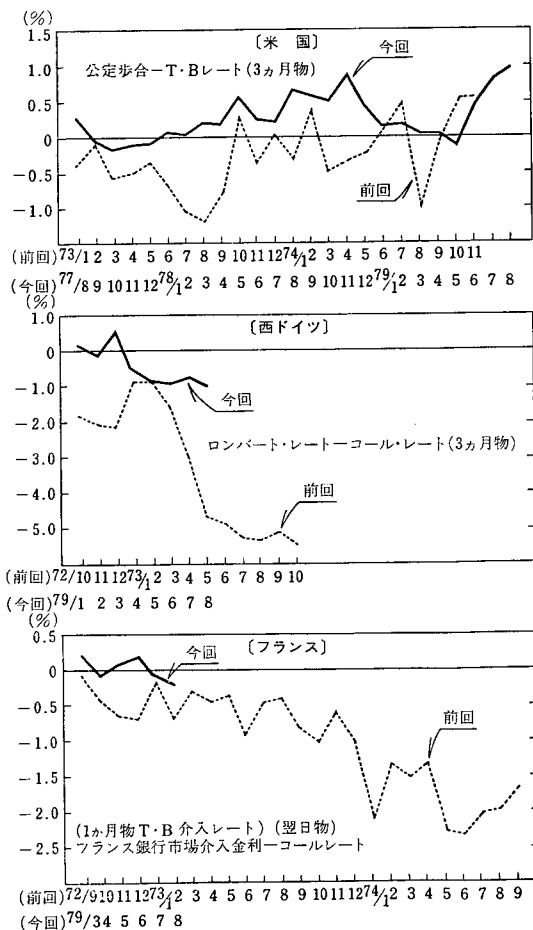
(4) 今次金融引締めの特徴

今回の金融引締めとその下における金利上昇に関して特徴的なことは、まず第1には公定歩合水準が高いことである。すでにみたように、米国、英国で73~4年の超高金利時代の引締め時のピーク水準(各8%、13%)をも上回る高水準(各10.5%、14%)に達しているほか、カナダ(12.75%)、ベルギー(9.0%)、オランダ(8.0%)でもこれまでのピークを上回るか、それと並ぶ水準となっている。

またボトムからピークまでの上昇幅も、米国、英国、カナダ、ベルギーでは前回以上に大幅となっている。これを前々回の引締め時である69~70年当時と比較すれば、第7表から明らかなように、公定歩合水準、上昇幅とも今回が格段に大きいものとなっている。さらに公定歩合等の政策金利と短期市場金利とを比較してみても、今次引締め下においては公定歩合等の上昇が、短期市場金利の上昇をリードする傾向がみられる。ちなみに、公定歩合等から短期市場金利を差引いた金利差をみると(第4図)、前回引締め時にはほぼ一貫してか

(第4図)

各国の政策的金利と短期市場金利動向



- (注) 1. いずれも政策的金利の最初の引上げ時以降の動向をフォロー。
2. 政策的金利はフランス(平均値)を除き月末値。
3. 各国の短期市場金利は月中央平均値。

なりのマイナスとなっていたのに対し、今回はプラスあるいはわずかのマイナスとなっている。この点、前回の引締め期には、米国、英国では公定歩合の変更に当って、「市場金利に追随」を第1理由にあげるのが通例であったことにもみられるように、市場金利に追随するかたちでの公定歩合変更方式がとられ、公定歩合変更のアナウンスメント効果を極力薄めようとしたのに対し、今回はインフレ高進、マネーサプライの増加、為替市場の動向等を公定歩合変更の理由に明示していることからもうかがわれるように、裁量的変更であることを明示することにより、政策意図の浸透を図る方針がとられている。英国において、前述のように連動方式から再び裁量的の最低貸出歩合変更方式に変更されたのは、こうした政策当局の方針を端的に示すものといえよう。

第2の特徴としては、短期市場金利が大幅な循環的変動を示しているのに対して、長期金利はすう勢的な上昇傾向のなかで比較的小幅の変動を示していることである。こうしたすう勢的な上昇傾向が生じている基本的な背景は、物価上昇テンポが長期的にみて高まっていることである(OECD加盟諸国のGNPデフレーターをみても、60年代後半は年率+4.3%、70年代の最初の3年間は+6.3%、次の3年間は+10.5%と加速傾向)。こうした物価上昇トレンドが期待インフレ率を高め、長期金利に織込まれてきているとみてよいであろう。また財政赤字の高水準持続も、景気後退期における民間の長期資金需要停滞期には、長期資金需要、長期金利を下支えし、拡大期には資金需給のひ

っ迫の度を強めるよう作用し、長期金利の水準を押し上げているといえよう。西ドイツにおいて、昨年央短期金利の上昇にむしろ先駆けて、長期金利が上昇に転じた背景としては、79年の財政赤字拡大予想から長期債券市場に金利先高感が生じたことが指摘されている。

また今次引締めに当っては、米国、西ドイツでは公定歩合の変更が中心となり、準備率の変更等その他の政策手段の変更が比較的少なかったことも一つの特色といえよう。この点西ドイツについては、外資が年初来流出傾向を示し、前述のように銀行流動性補てん措置を講ずる必要があった状況下では、直接的に銀行の流動性に影響する準備率変更は行い難かったものと思われる。また米国の場合には、次のような制度的理由によるものであろう。すなわち、同国では競争激化に伴って中小商業銀行の利鞘が圧迫される傾向が生じたこと(注23)等から、中小商業銀行が無利子の準備預金を連邦準備制度に預託することを嫌って、連邦準備制度から離脱する動きを示している(加盟銀行数73年末5,734行→78年9月末5,593行)。このため準備預金制度改革の気運が高まり、目下準備預金制度改革案が議会で審議されている状況(注24)にあるが、離脱を促進するような準備率の引上げは困難になっているものとみられる。

さらに公定歩合変更に当って、各国それぞれの物価、景気動向への配慮を基本とすることは当然であるが、同時に為替相場や国際的関連への配慮が行われていることも見逃せないであろう。これ

は一つには為替相場変動の持つ国内物価への影響

(注23) 従来当座性預金の受入れを認められていなかった貯蓄銀行等が、NOW勘定(72年6月)、電話による資金振替勘定(75年4月)、シェア・ドラフト勘定(74年10月)等、付利を受けながら決済手段として利用出来る新種預金手段を相次いで創設した結果、商業銀行からの資金流出が生じたため、商業銀行でも対抗上同種預金の導入を余儀なくされた。この結果、預金コストが上昇し、収益が圧迫されることとなり、中小商業銀行には収益対策上、連邦準備制度から脱退し、無利子の準備預金積立て義務を回避しようとする動きが発生。

(注24) 連邦準備制度が74年1月、加盟、非加盟を問わず一律に支払準備を義務付ける「単一支払準備制度法案」を提出して以来、連邦準備制度自身の新たな提案を含め各種の提案が出された。現在は連邦準備制度の支払準備対象預金の割合が預金取扱金融機関全体の預金の一定比率を下回る場合には全ての金融機関(連邦準備制度加盟・非加盟を問わず)に支払準備義務を賦課するとのスタントン下院議員案が下院を通過しているが、上院では未だ決着をみていない。

重視されていることの証左であり、米国ではドル相場下落→輸入物価上昇→インフレ加速という悪循環を回避するため、ドル相場の安定を図ることが、最近の公定歩合引上げの一つの目的とされている(特に昨年11月の公定歩合引上げはドル防衛策の一環として実施)。フランスでも、フラン相場が軟化した場合には、物価への悪影響を考慮して、国内短期金利を高めに誘導するような金融市場調節がしばしば行われている。また強い通貨国においても、公定歩合引上げが、自国の為替相場の上昇→外資流入→マネーサプライ増加、という動きを併発し、所期の公定歩合引上げ効果を相殺することのないよう、さらにはまた近隣諸国の為替相場、金融・経済情勢へ著しい悪影響を与えることのないよう、対外的配慮も無視し得なくなっているようにみられる。例えば、西ドイツでも、7月13日の公定歩合引上げ実施に際して、エミンガー・ブンデスバンク総裁は「本措置決定に当っては、米ドルやEMS(欧州通貨制度)加盟国通貨等為替面、対外面に対する影響についても十分配慮したが、現在の情勢の下では、為替市場も今次引上げ措置をすでに織込んでおり、本措置が格別の困難をもたらすとは考えていない」との発言を行っている。

3. 財政政策等の動向

(1) 財政面の措置

金融政策が前記のように引締め色を強める中で、財政面でも、主要国では総じて赤字の圧縮に努めるなど(第8表)、しだいにインフレ抑制優先の方向が明らかにされてきている。まず米国では、カーター大統領は1月下旬発表した恒例の年頭教書の中で、「インフレ抑制を最優先する」旨強調し、財政面では本年10月から始まる80年度予算(79年10月～80年9月)の歳出の伸びを前年度比+7.7%と、物価上昇を考慮した実勢では前年度比

ほぼ横ばいに抑える緊縮的予算(lean and austere budget)を提案、財政赤字も300億ドル以下に縮小する方針を打出している(年初の79年度赤字見込み374億ドル)。また英国でも、保守党内閣による初の予算である79年度予算(6月12日発表)において、「国民の選択の余地を拡大する」との自由主義経済尊重の理念に従って所得減税(35億ポンド)を行う一方、付加価値税率の引上げ(20億ポンド)、公共支出の削減(15億ポンド)等を行い、公共部門借入所要額(PSBR)は圧縮する(78年度92億ポンド→79年度83億ポンド)方針を打出している。さらに西ドイツでも、年初には昨年のボンサミットの公約に従い、所得税減税、児童手当の引上げ等の景気刺激策(総額148億マルク)が実施に移されているが、年央以後は付加価値税率の引上げ(7月、12→13%)の実施により、財政の刺激効果は薄まるものとみられている。加えて、80年度予算については、歳出の伸びを5%と名目GNP増加見込み(+7%)以下に抑え、財政赤字も圧縮する(79年度見込み317億マルク→80年度282億マルク)ほか、今後自然増収が生じた場合には、財政赤字の削減に充当する方針が決定されている。

この間フランスでは、雇用情勢の悪化、インフレ高進により、労働組合、低所得層の不満が増大しているところから、9月初閣議決定をみた80年度予算案においては、公共投資の拡大、雇用対策の実施、低所得者への移転支出拡大等を中心に歳出の拡大(前年度当初予算比+14.3%)が図られており、この結果財政赤字も270億フランへ拡大する見込みとなっている(前年度当初予算赤字131億フラン)。しかし歳出あるいはGNPに対する財政赤字規模はそれぞれ5%、1%程度と他の主要国に比べ低い水準にとどまっており、政府では「景気刺激によるインフレ高進と厳格な均衡財政遵守による失業の大幅増加の丁度中間を選択した」旨説明している。

(第8表)

中央政府財政推移

		1977年度 (実績)	1978年度 (実績見込み)*	1979年度 (予算)**	1980年度 (予算)
米 国	歳出(億ドル)	4,027	4,508	4,962	5,425
	歳入(ク)	3,577	4,020	4,665	5,138
	収支じり(ク)	△ 450	△ 488	△ 297	△ 287
	収支じり/歳出(%)	11.2	10.8	6.0	5.3
	収支じり/GNP(ク)	2.5	2.4	1.3	1.1
西 ド イ ツ	歳出(億マルク)	1,709	1,887	2,038	2,153
	歳入(ク)	1,487	1,575	1,721	1,871
	収支じり(ク)	△ 222	△ 312	△ 317	△ 282
	収支じり/歳出(%)	13.0	16.5	15.6	13.1
	収支じり/GNP(ク)	1.9	2.4	2.3	1.9
フ ラ ン ス	歳出(億フラン)	4,174	4,414	4,590	5,247
	歳入(ク)	3,939	4,290	4,459	4,977
	収支じり(ク)	△ 235	△ 124	△ 131	△ 270
	収支じり/歳出(%)	5.6	2.8	2.9	5.1
	収支じり/GNP(ク)	1.3	0.6	0.5	1.2
英 国	歳出(億ポンド)	440	515	594	
	歳入(ク)	388	431	510	
	収支じり(ク)	△ 52	△ 84	△ 84	
	収支じり/歳出(%)	11.9	16.3	14.1	
	収支じり/GNP(ク)	4.1	4.6	4.5	
イ タ リ ア	歳出(兆リラ)	55.8	87.2	93.1	
	歳入(ク)	43.1	53.9	54.5	
	収支じり(ク)	△ 12.7	△ 33.3	△ 38.6	
	収支じり/歳出(%)	22.8	38.2	41.5	
	収支じり/GNP(ク)	6.7	15.1	14.5	

(注) 1. 80年度は米国79/10~80/9月、西ドイツ、フランス、イタリアは80/1~12月、英国80/4~81/3月。

2. * 米国、イタリアは実績。

3. ** 米国は79/7月見込み。

このように欧米主要国で歳出の抑制、財政赤字の圧縮等の努力が行われているものの、前回引締め時には、所得税増税(西ドイツ)、歳出削減(フランス、英国)といった措置が機動的にとられたのに比べると、今回はこれまでのところでは、財政面の抑制措置は余り大きなものではなく、各国において相当大きな財政赤字が持続している状況にあり、インフレ抑制の負担は金融政策に大きくかかっている。

(2) 所得政策は形骸化

金融、財政面からの総需要管理政策がインフレ

抑制重視の方向で運営されているのに対し、70年代前半以降コスト・インフレ対策としてそれなりの役割を果たしてきた所得政策は、長期にわたる運営に伴うゆがみの発生等から、最近では後退ないし実効を欠くに至っている。米国では、1970年経済安定法(ニクソン政権下の所得政策の根拠法)の期限到来(74年4月)後は、賃金・物価安定協議会を設置して(74年8月)、賃金・物価動向を監視するとどめていたが、昨年4月のインフレ対策の一環として、連邦政府一般職員の賃上げ率を5.5%以下に抑え(上級スタッフの俸給は凍結)、民間に対して

も「価格、賃金の上昇率を過去2年間の平均以下に抑制するよう要請する」という内容の、緩やかな形の賃金・価格規制を復活させた。さらに同年10月24日発表のインフレ対策においては、物価上昇率の基本目標を5.75%とし、これを達成するため、賃金、価格に関する自主的ガイドライン(注25)―①雇用者に対し今後賃金(フリッジ・ベネフィットを含む)の年間上昇率を7%以内に抑えるよう要請する、②各企業に対し、向う1年間の価格引上げ幅を76~77年平均引上げ率より0.5%下回るものに抑えるよう要請する―を導入した。しかし本年の賃金改訂交渉をみると、年初の石油・化学・原子力労組(組合員6万人)との交渉こそ一応政府のガイドラインのわく内の賃金引上げで妥結したものの、その後物価急騰等の環境悪化を背景に、労働組合側の態度が急速に硬化し、ガイドラインは形骸化した。すなわち本年の米国における賃金引上げの帰すうを決するとみられていた全米トラック運輸労組(Teamsters、組合員40万人)の協約改訂は、11日間にわたるストライキの末、表面上は3年間で22.5%の賃上げ(フリッジ・ベネフィット込み)と一応政府のガイドラインに沿ったものとなった

が、賃上げ率算定対象から除外された、生計費上昇補てん条項に基づく賃金引上げ部分を考慮すると、実質賃上げ率は30%前後になるとみられている。また価格規制についても、中小企業がこれを見無視して価格引上げを行っているほか、大企業でも価格引上げ時期を前倒しにする等の動きがみられ、ガイドラインの効果が弱められている。

また英国では、78年8月以降の所得政策第4段階において、当時の労働党政府は厳しい賃金規制ガイドライン(78年8月以降1年間の所得の平均上昇率+5%、上昇率は第3段階の $\frac{1}{2}$)を打出していたが、規制の内容が余りにも厳しすぎたこともあって、労働組合のみならず与党労働党からも信認されず、発足当初よりその実効性には疑問が持たれていた。賃金改訂交渉が開始されると、ガイドラインを大幅に上回る高率賃金引上げが続出し(例えば英国フォード社+17%、トラック運転手組合+20%)、これに対して政府は有効な規制手段を欠いたため(注26)、所得政策は事実上破たんした。その後労働党を選挙で破って成立した保守党政府では、「政府による経済への介入を排し、自由経済を実現することによって、経済の安定成長

(注25) 10月24日発表のインフレ対策における賃金、価格のガイドラインの概要は次のとおり。

(1) 賃金ガイドライン

- イ、雇用者(政府機関以外)に対し、今後賃金(フリッジ・ベネフィットを含む)の年間上昇率を7%以内に抑えるよう要請する。
- ロ、賃金協約が複数年にわたる場合、初年度の賃上げ率は8%、協約期間全体で年平均7%を超えないものとする。
- ハ、大統領は、インフレ率が7%を超えた場合には、賃金ガイドラインを遵守した労働者に対し所得税を割戻し(tax rebate)、実質賃金を保証する計画(Program of Real Wage Insurance)を明年初議会に提出する<提出されたが議会が否決>。

(2) 価格ガイドライン

- イ、各企業に対し向う1年間の価格引上げ幅を76~77年の年平均引上げ率より、0.5%ポイント下回るものに抑えるよう要請する。
- ロ、不可避のコスト上昇のため価格ガイドラインを遵守出来ない企業については、税引前利益が過去3年間のうち、良好な2年間の平均を上回らない旨証明することとする。

(注26) 労働党政府は、所得政策第3段階においては、ガイドラインを上回る賃上げを認めた企業に対しては、政府の発注停止、輸出信用保証の取止め等の経済制裁措置を発動、これを武器にガイドラインを守らせていた。しかし、第4段階に入って、ガイドラインを大幅に上回る賃上げを経営者側が認めた最初のケースであった英国フォード社(賃上げ率17%)に対して、政府が経済制裁措置を発表したところ、野党保守党が政府の経済制裁措置を非難する動議を下院に提出、僅少差でこれが可決されたため、政府は今後経済制裁措置を行わない旨言明(78年12月14日)、以後民間部門の賃上げに対する有効な歯止めがなくなった形となり、所得政策は事実上その実効性を失った。

を達成する」との理念を経済政策の中心に据え、所得政策は行わない方針であり、労働党の所得政策実施下において、企業の価格動向監視の役割を担っていた物価委員会(The Price Commission)については、これを廃止する方針を決定している。

フランスでは、1976年9月バール内閣はインフレ克服計画を発表、価格凍結、賃金ガイドラインの設定等厳しい所得政策を打出したが、その後の物価、国際収支の改善を背景に、賃金については「原則として物価上昇率を超えないようにする」とのガイドラインを維持する一方、価格については、マーケット・メカニズムの復活とそれに基づく経済体質の強化をねらいとして、78年6月規制廃止の方針を決定した。この方針に従って工業製品については、6月から10月までの間に段階的に規制が撤廃され、商業マージン率についても今秋以降規制廃止の見込みである。

なおイタリアでは、スカラ・モビレと称される賃金・物価スライド制^(注27)が定着しており、かねてよりこれが賃金・物価の悪循環を招く原因となっていると批判されていた。このため78年9月に発表された政府の3ヵ年計画においても、賃金・物価スライド制の再検討を行い、1979～81年3ヵ年間の実質労働コストの上昇率を0%にするとの方針が示されたが、その後政権交替もあってこれまでのところ具体化の動きは出ていない。

(3) その他の個別対策

(雇用維持対策)

この間雇用問題については、米国では本年春ご

ろまでに著しい改善がみられ、若年、婦人労働者の増加等、労働構造の変化等を考えれば、実質的にはほぼ完全雇用状態とみられているが、欧州諸国(特に企業体質強化のための減量経営志向の強いフランス)では、若年層を中心に失業率はなお高水準にある(第1表)。しかしトレード・オフ関係の不安定化もあって、需要を拡大しても、インフレを加速するだけで失業問題の解決とならない懸念が強いところから^(注28)、雇用問題に対しては個別的措置で対処する方向がこのところ強まっている。すなわちフランスでは、77年7月からの第1次雇用対策、78年7月からの第2次雇用対策に続き、本年5月には、7月以降81年末までの2年半を対象とした第3次雇用対策を発表したが、これによると、年間35億フランの財政資金を投入して、社会保険料の企業負担分の一部肩代り(6.75億フラン)、企業内職業訓練受講中の若年見習工に対する所得補償(9億フラン)、中高年失業者雇用企業に対する補助金支給(1.2億フラン)等を通じて、年間45万人の雇用拡大を図るとされている。このほかイタリアでも、企業の社会保険料負担一部軽減措置を通じて、雇用拡大が図られており、西ドイツでも本年5月、北部を中心とする失業率が6%(西ドイツ全体では5月の失業率は3.7%)を超える高失業地域(23地域)の失業率を引下げするため、①職業転換、配置転換等のための職業訓練実施、②未熟練労働者および長期失業者の職業訓練実施、③社会福祉関連事業における雇用促進、等を通じて、失業率の引下げを図るとの措置が実施されている。

(注27) スカラ・モビレの概要は次のとおり。

(1) 物価上昇に応じ、一定の物価調整手当を次の算式により給与に上乗せする。

$$\left(\frac{\text{スカラ・モビレ指数の}}{\text{四半期中増加ポイント数}} \right) \times 2,389 \text{ リラ} = \left(\begin{array}{l} \text{翌四半期中の給与に追加さ} \\ \text{れる物価調整手当} < \text{月額} > \end{array} \right)$$

(2) スカラ・モビレ指数は、標準世帯の消費品目別ウェイトを設定し、その標準バスケットを基にラスパイルス方式により算出。

(注28) 国際決済銀行第49次年報では、失業とインフレとのトレード・オフ関係が不安定となっていることや供給面の構造的問題もあって、需要刺激策も失業率を改善することなく、かなり早い段階で物価上昇を招くこととなる可能性を指摘。

(設備投資促進策)

欧米諸国においては、このところ設備投資の不振が労働生産性の伸び悩み、供給面の制約等を通じて、低成長、高インフレをもたらしているとの認識が強まっており、インフレ抑制のため引締めを強化する中であっても、設備投資については、これを促進するための手を打っていかうとの動きがみられている。まず米国については、79年度予算において、①10%の投資税額控除措置を恒久化する(それまでは81年以降7%へ引下げの予定)、②控除限度額を上げる(従来25千ドルまでは全額、25千ドル超は50%となっていたが、25千ドル超について段階的に限度を引上げ、82年には90%まで認める)、③適用対象資産を従来の機械、設備のみから工場、建物にまで広げる、等を決定し、実施に移している。こうした設備投資促進の必要性については、本年3月の上下両院合同経済委員会の年次報告でも主張しているところであり、ミラー財務長官も就任早々「米国は産業部門への投資に注力する必要がある」との見解を述べている。

欧州諸国においても、フランスでは79年4月、①同年12月末までに資産再評価を行った企業に対しては、1979年、80年の設備投資純増額の10%を限度として、課税所得から控除する、②雇用創出

効果を有する設備投資に対する低利融資わくを拡大する(25億フラン→40億フラン)、③研究開発投資の特別償却を認める、等を内容とする設備投資振興策を決定、西ドイツでも79年度予算において、研究開発投資促進のための財政支出拡大を打出している。

このように低生産性等に悩む欧米諸国において、設備投資促進策が実施に移されているが、こうした促進策が需要拡大による成長促進という量的拡大の観点からというよりは、むしろ生産性改善によるコスト引下げ、供給力拡大によるボトルネック・インフレ発生回避の側面を重視した、いわば物価対策の一環ないし経済体質の質的向上を図るとの認識をもって行われていることは、注目すべきであろう。もっとも、その効果や他の政策との整合性については、例えばマクラッケン報告(77年6月公表)が、「根強い賃金上昇圧力を映じて収益率が低い場合には、税制面から投資促進措置を講じて、賃金上昇により当該措置の効果は殺がれてしまう」と、賃金上昇圧力を抑制することが先決問題であるとの示唆を行っているように、必ずしも評価が定まっていないのが現状と思われる。

(昭和54年9月18日)

(付表)

79 年 初 来 の 経 済 政 策 措 置

	米 国	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス	英 国	イ タ リ ア
1 月	<ul style="list-style-type: none"> ○緊縮型予算発表、インフレ抑制重視の姿勢を表明 ○スイス・フラン建債務証券発行 	<ul style="list-style-type: none"> ○ロンバート貸付金利引上げ(3.5→4.0%) ○最低準備率引上げ(5%、2/1実施) 	<ul style="list-style-type: none"> ○不況業種を抱える地域を対象とする特別雇用対策発表 	<ul style="list-style-type: none"> ○所得政策第4段階を一部修正 	<ul style="list-style-type: none"> ○企業の社会保険負担軽減措置延長 ○市中金融機関に対する量的貸出規制緩和
2 月	<ul style="list-style-type: none"> ○緊急エネルギー節約計画発表 			<ul style="list-style-type: none"> ○最低貸出歩合引上げ(12.5→14.0%) ○英国政府および労働組合評議会、所得政策に関する共同声明発表(ガイドラインを放棄) ○特別預金預入率を一時引下げ 	
3 月	<ul style="list-style-type: none"> ○第2回ドイツ・マルク建債務証券発行 	<ul style="list-style-type: none"> ○公定歩合引上げ(3→4%)、ロンバート貸付金利引上げ(4→5%)、再割引わく拡大(220→270億マルク、4/1実施) 	<ul style="list-style-type: none"> ○中小企業等助成措置発表 	<ul style="list-style-type: none"> ○最低貸出歩合引下げ(14→13%) ○特別預金預入率引上げを延期、一時引下げ 	
4 月	<ul style="list-style-type: none"> ○新エネルギー対策発表 		<ul style="list-style-type: none"> ○設備投資振興策決定 	<ul style="list-style-type: none"> ○79年度暫定予算発表 ○増加率ベースの特別預金制度を期間延長 ○最低貸出歩合引下げ(13→12%) ○特別預金預入率引上げ 	<ul style="list-style-type: none"> ○市中金融機関に対する量的貸出規制を緩和のうえ延長
5 月	<ul style="list-style-type: none"> ○賃金・物価安定協議会の存続期間を延長 	<ul style="list-style-type: none"> ○エネルギー節約対策決定 ○特定地域を対象とする雇用促進措置決定 ○銀行流動性緩和措置決定 ○マルク建外債の新規発行抑制決定 ○買オペレーション手段の拡大およびロンバート貸付金利引上げ(5→5.5%、6/1実施) 	<ul style="list-style-type: none"> ○79年下期中の基準貸出わくを前年同期比1ポイント減に決定 ○国内債の新規発行を一時停止 ○第3次若年失業者等雇用対策発表 	<ul style="list-style-type: none"> ○特別預金預入率引上げ(引上げ後の水準2%、2月末の引下げ前3%) 	

6 月			○エネルギー節約対策決定	○最低貸出歩合引上げ(12→14%) ○新内閣79年度予算発表、財政緊縮化方針を表明	
7 月	○新エネルギー対策発表 ○公定歩合引上げ(9.5→10.0%)	○80年度予算発表、財政赤字削減 ○公定歩合引上げ(4→5%) ○ロンバート貸付金利引上げ(5.5→6%)		○特別預金預入率を一時引下げ	
8 月	○公定歩合引上げ(10.0→10.5%)	○ロンバート貸付わく設定		○特別預金預入率引上げ(8月13日以降1.5%)	