

序にかえて

昭和48年春米ドルの大幅切下げが行われ、これを契機に主要国通貨はいっせいに変動相場制に移行したが、国際通貨不安を背景に国際的投機は金・一次産品を中心に強まる一方であり、先進国・発展途上国軒並みに景気の過熱と激しいインフレーションを経験した。

日本経済も48年早々金融引締めに入り、5月以降財政支出の繰延べも実施されたが、それにもかかわらず景気上昇は加速し、国内需給のひっ迫を背景に物価の急騰を経験することとなった。秋の石油危機の発生はさらに日本経済に強い衝撃を加え、物価の騰勢と経済各界のインフレ心理を一段と高進させる結果となった。国際収支面でも春以降赤字が続き、それまでの黒字不均衡から一転して赤字基調となった。

こうした異常な事態の下で49年を迎えたが、本年の中心課題が一兩年來の物価急騰を抑制し、インフレ心理を鎮めることにあることはいうまでもない。石油製品価格上昇の波及、大幅ベース・アップによる賃金水準の上昇など、今後コスト圧力が強まるだけに、物価安定への道は容易ではない。また原油価格急騰による国際収支の負担も重いが、国際協調を維持しつつ対外均衡回復の道を見いだすことが本年いま一つの重要課題である。

やや長い目でみれば、今回のインフレーションの経験、石油危機は、多くの点でこれまでの経済運営について種々の反省を促すものがある。さら

に、日本経済はこれまでのような高度成長から今後より低い成長へと移行せざるをえないが、これに伴う調整過程が始まるという意味でも、日本経済はいま大きな転換期に入ったといえよう。

1. 金融引締め政策と景気の推移

引締め政策の展開

日本銀行は47年秋以降、窓口指導を通じて金融を引締めぎみに運営してきたが、48年初の預金準備率の引上げによって引締め政策の態度を明確にするに至った。その後2月為替相場が変動制に移行したが、それは、公定歩合等の弾力的操作の余地を広めた点で大きな意味を持ち、その後引締めは景気と物価の動向に応じて強化されてきた。公定歩合、預金準備率の引上げ決定は、48年を通じてそれぞれ5回にわたってあいついで行われた。財政面では47年度補正予算および48年度本予算が大型となったが、5月以降財政支出の繰延べが実施され、金融引締めとあいまって総需要の抑制が図られることとなった。

こうして、金利水準は公定歩合の引上げに主導されて大幅に上昇し、戦後ほぼ最高の高金利となった。預金金利、長期債の発行条件の改訂も従来よりは比較的弾力的に行われたが、注目されるのは、コール・レート、手形売買レートなど短期市場金利が市場の需給ひっ迫につれて上昇し、政策運営上有効に働いたことであろう。

市中金融機関の貸出増加に対する窓口指導も、従来より広範囲の金融機関が規制対象に加えられ、規制枠も期をおって強化された。また引締め当初から商社・不動産業等に対する貸出抑制がとくに強く実施されたが、これは、47年における不動産等に対する投機の盛行が今次インフレを大きく刺激した事情を背景とするものであった。

これら政策の展開とともに、市中金融機関の貸出増加はしだいに抑制され、とくに年末から本年にかけてその増勢鈍化は著しくなった。景気加速と国際収支の大幅赤字から金融機関の資金ポジションは悪化の度を加えたが、預金準備率のひんばんなり上げもあり、市場金利の上昇とあいまって市中貸出の抑制を促した。

この結果、市中貸出抑制と外貨流出によってマネー・サプライは漸次抑制され、48年初当時の大幅な増加テンポから秋以降は名目成長率をかなり下回るところまで鈍化した。

引締めの効果は企業金融面にもしだいに浸透した。企業の流動性はマネー・サプライ増勢の抑制と取引額の増大とともに漸次低下し、49年に入って企業金融のひっ迫度は強まってきた。今回は引締め下にもかかわらず、商品需給のひっ迫と物不足感に支えられて、企業間信用が拡大せず、むしろ石油危機の下回収条件の好転すらみられたが、さすがに49年に入って決済条件はしだいに悪化しはじめた。

ただ、46年から47年へかけて企業の手元が著しく緩和していたうえに、業種や企業による繁閑の格差が大きかったため、企業金融の引き締まりが企業活動を制約するまでにはかなりのタイム・ラ

グを要した。さらに、物価騰貴を背景に利潤が増大して自己金融力が強化されたこと、石油危機のなかで一部業界では流動性がむしろ高まったことなども注目された。

景気上昇の加速化と需給ひっ迫

47年以降の景気回復は財政支出、住宅投資、非製造業設備投資などの伸びによるものであったが、その秋以降、そうした福祉型需要とくに公共投資の拡大が製造業設備投資の拡大を誘発し、景気は本格的な上昇過程に入った。同じころ円再切上げを見越して輸出が大きく持ち直したことも景気上昇の一因となった。

48年に入って、金融引締めが強化されるにつれて、商品市況に一時着落きが生じるなど多少のアヤもみられたが、企業マインドや投資活動には一貫して根強いものがあった。この間産業界にままた金融引締めが短期に終わるとの期待が生まれ、かたがた世界的なインフレは持続するとの見通しがあり、産業界は強気を改めなかった。それらが本格的な調整を遅らせ、高い需要水準を支持してきたことも見のがせない。

需要面で今回の景気加速化を主導した基本的な事情は、なんといっても、民間設備投資と公共投資の競合にある。設備投資は45～46年の停滞の後47年秋ごろから漸次上昇する気運にあったが、こうした時期に大型財政が引き続き展開されたため、それが民間設備投資を強く誘発し、消費需要も一段と強まることとなった。

一方、供給面では47年末まで不況カルテルが維持されたことの影響が尾を引いており、その後公害規制や資源不足などからの制約が表面化し、さ

らに夏場には用水・電力の不足、工場事故も発生した。それらを背景として、産業界の一部には供給を抑制ぎみにし、値上がりを期待する風潮もみられた。こうして上述のような需要の伸びに対して供給の増加は遅れぎみとなり、従来の景気上昇期に比べて供給の非弾力性が目立ち、いわゆるモノ不足現象が生じた。

昨秋の石油問題の発生は、以上のような素地に火をつける結果となった。しかも、それが予期しない形で突発したため、先行きモノ不足感等が広まり、海外諸国とは比較にならない仮需、投機が発生した。そのため国内需給は極端にひっ迫し、物価は暴騰し、政策面から進められていたせっかくの景気調整過程が中断される形となった。

こうして48年を通じての特徴は、実質的な国内生産増加率と名目成長率の乖離が著しく拡大した点である。つまり、需要の大幅増大によって生産も増加したが、物価の上昇率がひととき高かったことであり、これは日本経済が従来経験しなかった異常な状態であった。ただ、こうした景気にも引締め再強化と投機の反動とがあいまって、年明け後は漸次変化が生じはじめている。

2. 物価急騰と国際収支の大幅赤字

インフレーションの激化

今次インフレーションの特色は、久しく安定を続けてきた卸売物価の急騰である。振り返ると、昭和30年代から最近に至るまで日本経済の高度成長の過程で、生産性上昇率の低いサービス部門等では価格騰貴が起きる一方、その高い工業部門ではある程度の価格低落が生じ、そのため消費者物

価は上昇したが、卸売物価は長期間にわたって安定を保った。それが対外競争力を強化し国民経済の発展に寄与してきた。しかし、一昨年来の卸売物価の高騰によって、そうしたパターンは崩れ、物価の全般的上昇をもたらしつつあるといえよう。

卸売物価上昇の始発点で注目されるのは、第1に土地や株式など既存資産価格の急騰が先行したことであろう。卸売物価が上昇に転じた47年央ごろは、实体经济活動はまださほど活発化しない段階にあったが、おりからの経済拡大ムードから、土地や株式などが見直された。46年から47年にかけて形成された大きな流動性がこれら既存資産の購入に向けられ、その価格の急騰からインフレ不可避との心理が盛り上がった。いま一つ注目されるのは、47年秋口景気上昇が本格化しつつある段階で重化学工業等ではなおカルテルが維持されたことである。

一兩年の卸売物価の動きをみると、47年2月に強含みに転じ、次いで同年8月以降騰勢を強めてから49年3月まで連続上昇を示した。これは、主として前述のような国内需給のひっ迫によるものであるが、この間世界インフレと通貨不安を背景として国際商品市況がかつてない高騰を示し、これが輸入価格の上昇を通して影響を与えたことも大きい。結局、この2年間の上昇率は5割に上ったが、とくに石油危機発生後の11月から49年2月までの4ヵ月で2割以上に達した。この4ヵ月間の上昇率は原油価格上昇のもたらすコスト圧力を大きく上回っている。

一方、消費者段階でも、根強い消費需要に加え

て、インフレ心理あるいは品不足懸念から買だめの動きも生じ、そうした消費動向を背景として、消費者物価も卸売物価急騰の波及を中心に異常な上昇をみつつある。

このような物価の大幅上昇は朝鮮動乱時以来のことであり、平時としては異常な事態といわざるをえない。47年後半の卸売物価上昇は海外に比べてまだおだやかであり、当時一般の関心も物価よりは国際収支大幅黒字の是正に向けられていた。その後国際収支は赤字に転じたが、物価は一段と騰勢を強め、加えて石油危機の発生もあり、わが国の物価上昇は世界的インフレーションのなかでもとりわけ高いものとなった。

本年に入って、3月、4月と卸売物価の騰勢はしだいに鈍ってきている。これは石油供給制限の緩和や引締め再強化から市況商品の価格が反落しているのに加え、異常事態に対する緊急措置として、標準価格の設定や行政指導による価格凍結が行われているためである。しかし今後、石油製品価格上昇の波及、大幅ベース・アップによる賃金水準の上昇など、コスト面の卸売物価に対する上昇圧力はなお強いものが予想され、今後の推移は注目を要する。

国際収支の大幅赤字化

一方、国際収支面でも大きな変ぼうが生じた。48年2月の変動相場移行後、3月から国際収支は赤字に転じて今日に至り、それまでの黒字不均衡から様変わり的大幅赤字となった。赤字転化の要因としては、貿易収支の黒字縮小、長期資本の赤字著増がそれぞれ3分の1を占め、残りのほぼ3分の1は貿易外収支の悪化とリーズ・アンド・

ラグズのときほぐしによるものであった。

貿易収支の黒字縮小は、輸入価格の大幅上昇を中心とする交易条件の悪化による面も大きい。事実、国際商品価格は48年中に8割方のかつてない暴騰を示した。しかしより大きな理由は、数量的にみて輸出が停滞し輸入が著増したことであろう。すなわち、輸出は夏ごろまで円再切上げ見越しのリーズ・アンド・ラグズの反転が響いてほとんど停滞裡に移したが、その後は国内需給のひっ迫による輸出玉の不足が目だった。他方、輸入量の著増は景気上昇による原材料輸入の大幅増大などによるものである。

円相場上昇の貿易への影響は、輸出面では大方の商品で海外インフレーションの進行によって相殺されたが、もともと価格競争力の低下している一部商品である程度の伸び悩みがみられ、輸入面では輸入自由化ともあいまって消費財輸入の増大をもたらした。

いま一つ、長期資本収支の大幅赤字拡大が国際収支の不均衡をもたらした。その要因としては、48年秋以降円相場下落を見込んだ対日証券投資の流出、わが国銀行の海外における中・長期ローンの盛行などもあげられるが、とくにわが国企業の海外直接投資が活況を呈した点が注目されよう。最近では、販売市場、労働力の確保を目的とするもののほか大型の資源開発、装置産業の海外立地に関するものが増えてきているが、こうした動きに加えて大幅の黒字不均衡下にあつて資本輸出策が採られたこともこれを促進した。

以上のような国際収支の大幅赤字に対し、原油価格の急騰による対外支払の増加はさらに大きな

負担を加えることとなった。その対策は、石油問題の国際収支面に及ぼす影響が石油消費国全般に通じる共通の問題であるだけに、国際協調の線に沿って進めなければならないことはいまでもない。当面の赤字増大については、国際資本市場を通ずる資金調達で調整することはやむをえないが、しかし、国際収支均衡化の努力は、やはりわれわれ自身の責任であり、これまた本年以降取り組むべき重要な課題となった。

3. 日本経済の転機と金融政策の役割

内外均衡の回復

49年における中心の政策課題が物価の安定であり、インフレ心理を鎮めることにあるのはいうまでもない。このところインフレーションの進行とともに所得分配面や資産保有面の不公平もしいに表面化しつつある。企業面でも、物価動向が見定め難であることから採算その他経営上の計算が困難となり、またさきざき企業体質の弱体化が懸念されはじめている。このまま進めば、海外との競争力が低下し、また経済の円滑な運営に支障が生ずるおそれも強まろう。

当面の物価問題として、前述のように種々のコスト上昇圧力が控えており、今後その一部について限られた範囲で価格への転嫁が行われることはやむをえないが、他方では現在高すぎる商品相場などは下落することも期待される。こうして引締め効果が一段と実体経済に浸透し、需給バランスが緩和するなかで、全体としての物価水準が極力低位に安定するようつとめるべきであろう。

そうした過程で今後企業収益の悪化や多少の摩

擦現象は生じよう。しかしこれだけの物価急騰を取束するには、従来の景気調整より多くの時間を要することは避けられないであろう。いま産業界は総体としてみればそれに耐える力をもっており、雇用面等にも大きな不安が生じることは予想されない。また、この調整過程においては、現在一般にインフレ心理が浸透し産業界に市場管理力が強まっている点からみて、物価の動きがややもすれば下支えられる懸念もあろう。しかし、今後、総需要の抑制とともに、公正な競争を促進する措置など諸般の施策が進められるかぎり、わが国の物価は、海外諸国に比べればなお伸縮性に富むものとみてよいであろう。

次に対外均衡の回復については、長期資本輸出策の手直しをさらに進めていくことが必要であるが、また今後引締め政策とのバランスを保つ範囲内である程度外資の流入を図ることも考えられる。

貿易面では、原油価格の上昇がいずれ輸出価格に転嫁されるとの見方もあるが、石油消費国軒並み赤字という状況の下では、輸出環境からしてそれに多くを期待するのは困難である。また国際協調の点からみて為替相場の競争の切下げに依存することは許されない。より基本的な方策は、やはり景気の鎮静と物価安定の実現を軸にして、経常収支バランスの改善を進めるということであろう。つまり、景気後退に伴って輸入量が減退し、輸出も国内需給バランスが実際に緩和するにつれて、国際協調に十分留意しつつ、世界の需要にこたえる形で漸次増大することが望ましい方向と思われる。

経済成長率の低下と移行過程

今後、世界的インフレーションがある程度まで緩和に向かうとしても、資源保有国の資源ナショナルリズムが高まり、世界経済は石油はじめ資源の供給について強い制約下におかれるおそれがある。こうした基礎資源の高価格を基にして国際価格の体系は変化し国際物価水準は上昇するものとみられ、また世界の国際収支構造も、ここ当分資源保有国の黒字拡大、先進工業国の赤字拡大を主因に大きな変化を示すことが予想される。

こうしたなかでやや長い目で日本経済の姿を想定すると、供給面では資源確保という点のみならず、わが国の国際収支上の理由からも制約が強まり、また人手不足の増大、公害環境問題の厳しさも一段と加わろう。これに対し需要面では、住宅事情や社会資本の立遅れがあり、産業界にも公害対策や省力化の投資需要は強く、主要業界では先行き設備不足感が強い。また、省資源・省エネルギー型への転換に必要な設備投資も加わってこよう。こういう点からみると、40年代前半ほどではないにせよ、相応の強い潜在需要圧力が続く公算があるように思われる。

このような展望のもとで、日本経済が安定的な発展を進めていくには、供給側の事情に即応して総需要を抑制ぎみに調整していくことが大切であろう。そこでは日本経済はもはや従来のような大量生産・大量消費といったパターンを続けることは困難であり、限られた資源の活用と質的充実によって、物価の安定を維持しつつ福祉重視の経済運営を図ることとなろう。こうした変化は、たんに経済成長率が低下するだけでなく、経済のほと

んど全分野にわたり考え方や構造の変化を必要とするものである。

昨年報告では、日本経済が国際収支の大幅赤字不均衡、国民福祉の立遅れといった事態に直面して、経済運営のあり方について本格的な反省を迫られる時期に来ていることを述べた。ここ一兩年における推移を経て、物価の高騰と国際収支の大幅赤字という新事態のもとで、あらためてその課題に取り組むこととなった。その意味で、今回の石油危機は短期の総需要調整を必要としたにとどまらず、わが国経済をより低い成長に移行させるための、より長期間にわたる調整を不可避とする契機となったといえる。とくに資源価格の急騰による国際収支の赤字は、国内資源ないし生産物がそれだけ国民の手から離れて海外に移転を余儀なくされることを意味するものであり、今後、経済成長率の低下からくる負担は国民各層が担う以外にはない。そうでなければ、コスト・インフレーションの進行は避けがたく、安定した経済への移行は困難となろう。

金融政策の役割

最後に金融政策の役割についてみよう。今後、物価面への圧力としては、原燃料価格や賃金コストの上昇がしだいに比重を増してこよう。しかもその際注意を要するのは、過去の景気調整期に比べて潜在的な実質需要が弱くないとみられるうえ、供給面の制約が依然として強く、インフレ心理がなお根強いだけに、物価面に加わる圧力は自律的には低下しにくいことであろう。そこから、当面の景気調整には物価の下落・安定が必ずしも伴わない可能性があり、この点で景気が従来とは

かなり異なった性格を帯びてくるものとみられる。こうした困難な情勢のもとで物価を安定し、インフレーションを克服するためには、かなりの期間にわたり金融引締め政策を堅持する必要がある。

やや長い目でみても、前述のように今後わが国経済は総需要を抑制ぎみに調整していくことが大切であり、これはこれからの金融政策運営の基調をなすものとして留意すべき点であろう。またその際のめやすとして、銀行貸出の増加や金利等と並んで、マネー・サプライの動きに注目する必要性が従来よりいっそう強まってくるように思われる。その背景として、高度成長期と異なって今後は民間投資主導の経済パターンもしいに變化を遂げようし、また通貨供給の経路も多様化をみていることが指摘されよう。

また金融政策と他の経済政策との協調・関係も重要性を増すことと思われる。総需要の調整について金融政策と財政政策の協調が不可欠であることはあらためていうまでもない。国民福祉の充実などから財政の資源配分、所得再分配への期待は強まろうが、前述のように長い目で日本経済を展望してみても、財政支出規模の調整とその健全な運営が一段と重要となろう。

さらに今後、世界のインフレーションや国際物価の先行きには予断を許さないものがあるが、わが国はそのなかで総需要の調整を中心に可能な限り国内物価の低位安定を追求していくことは、是非とも必要である。その過程では、内外均衡の同時達成をはかるため金融政策と為替政策との調和のとれた運営が重要であるといえよう。