

石油危機勃発後の1973年引締め

——『日本銀行百年史 第六巻』の叙述について——

一ノ瀬 篤

序

別稿⁽¹⁾において石油危機勃発（1973年10月）までの1973年引締めについて

- ①1972年8月頃からのインフレ急進展の原因
- ②引締め開始の遅れの原因
- ③引締め開始後、効果のあらわれるのが遅かった理由
- ④遅れ気味ながら過剰流動性が削減されていった理由

を考察した。そしてこれを前提として日本銀行百年史編纂委員会編纂『日本銀行百年史 第六巻』（1986年：以下、『百年史 六』と略記）の叙述を検討した。

本稿ではこれに続いて、1973年10月の石油危機勃発後の時期を対象として、引締めに関する諸問題を考察する。別稿では本稿が引きつぐべき課題として、①1973年引締めと為替政策との関係、②日銀が1975年4月まで9%の公定歩合を維持した理由、③この時期に採られた諸政策の評価、を挙げておいた。これらの問題意識を保持しながら、さらに④1973年秋以降の引締めの

(1) 一ノ瀬篤「石油危機までの1973年引締め—『日本銀行百年史 第六巻』の叙述について—」（『四国学院社会科学年誌』第6号，1996年3月）

効果（何が景気の急激な後退に主として与って力あったのか）という問題を加えたい。別稿と同様、ほぼ時の経過にしたがった事実分析の形で考察を進める。上に列挙した問題への解答は、その過程で与えられるはずである。最後に『百年史 六』の叙述との異同を明らかにしたい。

まず、石油危機までの引締めに関する別稿の要旨を示すことから始めたい。

(1) 石油危機までの1973年引締め：別稿の要約と若干の補足

別稿末尾では、別稿と『百年史 六』の叙述との異同について、概略、次のように述べた。

- 1 『百年史 六』は、1971年中のマネー・サプライ急増の主要原因を外為会計への外貨急流入による巨額の円の散布に求めている。外貨流入による流動性の高まりが当局の金融緩和の姿勢とあいまって銀行の貸出姿勢を積極化し、マネー・サプライの拡大をもたらしたとしている⁽²⁾。
- 2 『百年史 六』は、1972年夏以降のマネー・サプライの急増について

(2) 但し、別稿ではとりたてて言及しなかったことだが、『百年史 六』の叙述は、この点鮮明とは言えない。たとえば、1971年中のマネー・サプライ急増に関する次のような叙述がある。「最大の要因は金融機関の民間向け信用供与であった。……中略……ただ、この間ニクソン・ショック時を中心とする巨額の外貨流入がマネー・サプライの増加に及ぼした影響も見逃してはならない」(363頁)。このような表現のみを見れば『百年史 六』は銀行の貸出拡大と外貨流入とを切りはなして考えているかにも見える。しかし、「こうした銀行の貸出態度の積極化は、46年夏ごろから市中金融が本格的な緩和局面に入ったことを背景にしていた。市中金融の大幅な緩和は基本的にはこれまでの相次ぐ金融緩和政策の効果が浸透してきたためにほかならないが、直接的な契機としては8月のニクソン・ショック時を中心に巨額のドル資金が流入し、買い介入による外国為替資金からの円資金の異常な対民間大幅支払い超を通じて金融市場の資金余剰が著増したことが挙げられる」(364頁)といった叙述と併せ読めば、『百年史 六』が銀行貸出増加の基礎に日銀の金融緩和姿勢と外資流入の両者を見ていることが明かである。

は「この公定歩合引下げ後、当然のことながら金融機関の貸出は顕著な増勢を続け、マネー・サプライの伸び率はさらに加速し、流動性過剰の傾向を一段と強めた」(384頁)と述べ、日銀の金融緩和姿勢がマネー・サプライの伸びを加速したことを認めている。(脚注2も参照)

以上のように理解してよいとすれば、インフレ急進展の原因に関する主要点について筆者に異論はない。ただ、『百年史 六』では日銀の金融緩和政策がいかにして銀行貸出の拡大をもたらしたのかについての叙述が十分鮮明とは言えない。これは日銀にとっては自明のことであるためであろうが、後に現代通貨論争(代表は翁・岩田論争)の生じていることを視野に入れると、金融政策とマネー・サプライの関連を明示的に述べるのが重要である。

要するに別稿では、1986年に出版された『百年史 六』は1973-75年頃の日銀文書⁽³⁾とはかなり異なって、日銀自身の過度の、かつ長きにわたりすぎた緩和姿勢やドル買い支えを、1973年におけるインフレ急進の主要原因と見て、自己批判していると理解した。(もっとも、日銀当局と百年史編纂委員会

(3) 次のような文献では金融緩和政策と銀行貸出拡大との関係が殆ど述べられず、読者は銀行の対民間企業貸し進みが独立的にマネー・サプライ増加の原因であるかの印象を受ける。

「マネー・サプライの増加について」(『日銀調査月報』1973年2月)

「昭和48年の金融経済の動向」(同上、1974年6月)

小宮隆太郎はこの点を厳しく批判している(小宮隆太郎「昭和48、9年のインフレーションの原因」『経済学論集』第42巻第1号1976年:『現代日本経済論』1988年、所収)。もっとも、上記日銀『調査月報』においても、両者の関係はまったく言及されていないわけでもなく、ほのめかし程度には説明されている。たとえば「金融機関の流動性を構成する①-③の要素(①は第1線準備、②は第2線準備、③は日銀信用のオペラビリティ:一ノ瀬)のうち、①と②は財政対民間収支、金融機関から企業、個人など(金融機関を除く民間部門)への現金流入を与件とした上での日銀の債券・手形オペレーションによって変動するし、③は日本銀行の信用供与の態度にかかっているから、金融機関の流動性は二重の意味で日本銀行の与信動向に依存しているということがができる」(14頁)。しかし、説明は抽象的であり、この意味で曖昧という他ない。

とを100%同じとすることも妥当ではないだろう)

その上で、“『百年史 六』は「金融緩和政策→銀行貸出拡大」の因果関係をいっそう明示的に述べるべきであった”と、述べた。

この指摘の意味を補足しておきたい。「金融緩和政策→銀行貸出額増加」という因果関係は、これだけとりだせば自明の、何でもないことに思われるが、現代通貨論争を視野に入れると重要な意味をもってくる。日銀理論の批判者達は「日銀関係者は金融政策が銀行貸出額（→マネー・サプライ）を規定するという事実を明示的に認めたがらない傾向が強い」と述べることがあるが⁽⁴⁾、『百年史 六』は金融緩和が銀行貸出の異常増加をもたらしたことを認めていると見てよい。

しかし、この点に関する『百年史 六』の説明はあまりに簡単に過ぎて、1973年前後の日銀文書と同一視される危険性をはらんでいる。一般的に日銀理論の言わんとするところは「ハイパワード・マネー供給は受動的であらざるをえないので、これによるマネー・サプライのコントロールは困難である。他方、日銀は利子率の統御等によって広義マネー・サプライをコントロールできるし、そのコントロールを行ってもいるが、マネー・サプライは基本的には経済情勢に規定されるので、これを非常に厳格にコントロールするのは困難であるし得策でもない」ということであろう。

事実は次の通りであろう：金融緩和政策が銀行行動に影響を与え、その結果、マネー・サプライ（ $M1$ 、 $M2$ ）が一すなわち商品購買力が一増大して、需給の逼迫によって物価が上昇する： $M1$ 、 $M2$ が増加すれば、ハイパワード・マネーも後追的に増加する⁽⁵⁾：この段階では日銀は受動的に行動せざるをえないが（というよりは、受動的に行動する方が「無難」というべきであろう）、ハイパワード・マネー増発の元になる $M1$ 、 $M2$ の動きの鍵

(4) たとえば脚注3の小宮隆太郎(1976年)、岩田規久男『金融政策の経済学』(1993年) 8頁

となるのは日銀の政策姿勢である。

日銀エコノミストは上記の事実の論理を簡明に示し（『百年史 六』は事実上、この論理を認めているが、金融政策と銀行貸出〈マネー・サプライ〉との因果関係についての叙述にはなにがしかの不鮮明さを残している）、マネー・サプライ管理上の責任の範囲を明確に公言し、為替政策に関わるマネー・サプライ管理については大蔵省（とくに国際金融局）との間であらたな、かつ明確な関係を構築すべきだろう。

ところで別稿では、本稿冒頭に掲げた②③④についても考察したが、これらについては特に別稿末尾において『百年史 六』との異同を要約しなかったもので、ここで簡単に付加しておきたい。

- 引締め開始の遅れの原因については、『百年史 六』は、政府・日銀ともに引締めが「外貨準備増加→円再切上げ」をもたらすという配慮から、これに対して消極的・延引的であったことが主因としている。別稿はこの点に同意しているが、政府と日銀とでは引締めの対外効果について認識（あるいは少なくとも、対外公表用所見）のちがいがあったのではないかと指摘している。
- 引締めがなかなか効果をあらわさなかった点については、『百年史 六』は要するにそれまでの長期にわたる金融緩和のために企業の手元流動性が豊富でインフレ・マインドが根強かったことを挙げている（416, 420-424頁）。拙別稿は、これに同意しながら、企業から見るとインフレの進展で実質金利がマイナスになりつつあったので、金利引上げだけでは引締め効果の生ずるはずがなかったこと、従って実効は窓口指導の本格化によってはじめて生じうべき性格のものであり、実際にそうであっ

(5) この意味では貨幣乗数論者の理論は、事実の因果関係と逆である。但し、上記の事実を認めつつなお、事後的観点から「結果としてのハイパワード・マネーは、原因であるM1, M2と量的に一定の関係にあるのでハイパワード・マネーの動向をにらんで政策を運営すべし」という主張は十分に可能である。

たことを指摘した。

- ゆるやかながら第3および第4四半期に過剰流動性が削減されていった理由については、『百年史 六』は、国際収支の赤字への逆転、景気の過熱、金融引締めの影響を挙げている（420-421頁）。拙別稿はそれらを否定していないが、窓口規制による貸出増加額抑制がインフレの急進展によって実質ベースでは名目ベース以上の効果を発揮した（1973年中の全国銀行貸出増加額は61兆円から71兆円へと16%増加、これに対して同年の卸売物価は29%の上昇であり、実質ベースでは貸出増加額はマイナス）ことを重視している。

全体としては、石油危機までの1973年引締めをめぐる諸状況の分析について拙別稿は『百年史 六』の分析と基本的に相違するものではなかった。しかし、月次ベース・データを用いることによって諸事象間の因果関係を明確にしたこと、インフレの急進展が金利や貸出額に対して名目ベースで考察する場合とは別の影響を実質ベースで及ぼした点を重視していること、窓口規制の効果を重視していること、そして何よりも“『百年史 六』は「金融緩和政策→銀行の貸出額増大」という因果関係を鮮明に叙述すべきであった”と述べていること、などに特徴もしくは違いがある。

(2) 石油危機後の景気動向

まず石油危機勃発後の引締めの効果について考察しよう。

別項で見たように、金融引締めは3月末の公定歩合引上げ決定以降、漸次強化されたが、石油危機勃発までは、金融市場に多少の効果をもたらしたのみにとどまっており、実体経済には影響が及んでいなかった。石油危機勃発後はどうか。

まず、1973年10月以降の代表的景気関連指標を第1表に示す。

第1表を見ると、実体経済面でも、1974年にはいると景況が明確に悪化し

第1表 石油危機勃発後の代表的景気関連指標（実質ベース）
：1973年10月-1974年12月

年・月	実質機械受注額：対前年同期増減* (A)	鉱工業生産者出荷指数：対前年同期増減(B)	鉱工業生産者製品在庫指数：対前年同期増減(C)	実質家計消費支出：対前年同期増減(D)	全国銀行実質貸出残高：対前年同期増減(E)
1973.10	105.5%	16.0%	-2.7%	6.7%	-0.8%
11	76.2	14.2	0.2	8.5	-13.9
12	1.7	7.5	2.7	4.0	-12.4
1974. 1	-47.7	10.6	3.5	-0.2	-17.3
2	-54.5	2.9	9.7	-11.6	-21.1
3	-49.3	-2.3	16.5	-8.3	-20.5
4	-32.9	-0.5	23.6	-5.7	-21.7
5	-25.6	-2.4	29.7	-2.3	-21.4
6	-26.8	-4.6	34.5	4.4	-21.6
7	-5.0	-5.6	40.0	1.2	-21.4
8	-15.9	-5.6	39.0	4.2	-20.4
9	-13.7	-7.3	39.7	2.0	-18.8
10	-68.0	-9.9	43.1	-7.8	-17.0
11	-64.7	-13.4	43.2	-7.9	-13.8
12	-22.6	-14.1	46.2	-2.3	-6.2

* 船舶を除く民需
(出典) 『週刊東洋経済 臨時増刊 1976年経済統計年鑑』81, 83, 91, 112, 114, 119, 127頁

ていることが明かである。この時の景気後退は、通常、主としてはそれまでの金融引締めの効果が出てきたことに加えて、12月に公定歩合の一挙2%引き上げが行われたこと、つまり連続的な金融引締め措置の効果および総合国際収支の赤字への逆転による、と説明されるが⁽⁶⁾、第1表を見ると、原因はそれだけではないことがわかる。

この時期、最も早く異常な動きを示しているのは機械受注額（実質ベース）である。対前年比では、12月に前月の76.2%（対前年増加比）という値から1.7%（同）へ激減し、翌1974年1月には実に対前年47.7%減を示している。A欄の数値は「対前年名目増加率-卸売物価の対前年上昇率」で算出し

(6) 『百年史 六』の説明については(4)結びの③参照

ており、たとえば1月の値はこれに従って「 -13.7% （対前年名目増加率） -34.0% （卸売物価対前年上昇率） $= -47.7\%$ 」として弾き出されたものである。1月からは名目ベースでも大幅の落ちこみになっていることに注意したい。

機械受注額が12月から1月にかけてこのように劇的に減少したのは、金融引締めの結果というよりは10月16日から12月23日にかけての産油諸国の諸措置が、コスト高・石油入手困難という懸念の高まりから、企業の投資意欲を直接的に削いだためであろう。銀行貸出額も実質ベースでは12月にかんがりの低下を示しているが（E欄）、前々月および前月からの傾向の継続と見たほうが自然であり、12月の減少は激烈な変化というほどではない。10月からの窓口規制の一層の厳格化が12月に機械受注の急減をもたらしたと考えるのには少し無理がある。公定歩合引上げの実施は年明け1月からであり、アナウンスメント効果を別とすれば、金利引上げ自体はインフレが高進していたため、企業にとって打撃ではなかった。要するに、金融ルートよりは石油危機自体による直接的な投資意欲の縮小が、機械受注額激減の第一因と見たほうが自然である。

次に家計実質消費支出も、1973年1月から、対前年比でかなりのマイナスになっている。もちろんこれは、復興後の戦後経済史では異例中の異例である。1970年代に入ってから例を挙げると、1971年には家計実質消費支出の対前年増加率は12か月の平均値で 4.7% 、1972、1973年の対応数値は、それぞれ 4.2% 、 5.7% である。1974年の第1四半期にはこの値が -6.7% 、第2四半期には -1.2% になっている。第1四半期には、例年に比べて実質消費支出が少なくとも 10% 以上落ち込んでいることが明かである。第1四半期についていえば、これは金利上昇や生活防衛のために貯蓄がふえたためではない。貯蓄性向は逆に例年の第1四半期よりも低下しているのである⁽⁷⁾。

このような実質消費の落ちこみは、家計が物価上昇・金利上昇によって消費を抑制したためであるよりは、名目ベースで従来通りの支出を継続したに

もかかわらず、物価が急騰したために結果として実質ベースでの減少が生じたためと見るべきであろう。インフレのデフレ効果とでもいうべき事態である。すなわち実質消費支出の低下もまた、金融引締めの効果であるよりは急激なインフレの直接的効果と見るのが自然である。

この実質消費支出の顕著な落込みに1, 2カ月遅れて鉱工業製品出荷指数がこれも顕著に低下し、これと裏腹に在庫指数が著しく上昇している。これは以上に見た投資と消費の劇的な縮小の反映と見てよいだろう。

要するに、この時の急速な景気後退は、何よりも石油価格上昇・入手困難性の高まりの直接的効果を第一因とする、と見るのが妥当である。

それではこの時の景気後退と金融引締めとの関係はどうだったのか。10月以前の引締めが金融面で軽度の効果をあらわしていたことはすでに見た。特に第4四半期からの貸出増加額の対前年41%削減措置は相当に強力である。その上に12月21日の公定歩合一挙2%引上げ決定がなされたのだった。さらに1974年中は第2表に見られるように相当厳しい窓口規制が継続された。名目額では、銀行貸出は増加を続けており、これを反映して残高の対前年同時点比は順調に伸びているが(第2表)、その伸びの速度はほぼ規制の程度の推移に歩調をそろえて低下している。そして増加額の対前年同期比ベースでは、ほぼ規制枠にしたがって連続してマイナス値を示している。他方、実質ベースでは1973年10月から1974年12月まで15か月間、対前年比でマイナスを記録している。とくに1974年2月から8月までの7か月間は連続して対前年20%以上の減少を示している。(第1表)

このように金融引締めがインフレの進展と相まって実質銀行貸出を厳しく削減したことはほぼ明かである。ただ、1975年末頃まで続いた景気の全般的停滞が、主としてはいま見た銀行貸出の縮小によるのか、あるいは先に見た

(7) そのことは第1表からだけではわからないが、第1表の基礎になっている資料を一瞥すると明白である。

第2表 窓口規制の推移（都銀）

年・四半期	対前年貸出増加率（％）		期末残高対前年 増加率（実績） （C）（％）
	計画（A）	実績（B）	
1973年	I		25.1
	II	-16.0	-5.1
	III	-24.4	-32.1
	IV	-41.0	-40.3
1974年	I	-35.0	-39.2
	II	-15.7	-26.9
	III	-21.9	-28.2
	IV	-2.6	-6.0
1975年	I	5.3	3.8
	II	12.7	1.9
	III	11.7	28.4
	IV	22.0	23.8

（出典）『週刊金融財政事情』1974年4月1日号7頁，
7月1日号7頁，9月30日号6頁，1975年1月13
日号6頁，4月7日号6頁，8月4日号9頁，10
月6日号6頁、『百年史 六』413，414，431，
433頁
日銀『経済統計年報』昭和48年73頁，昭和49年73
頁，昭和51年75頁

☆実績については『週刊金融財政事情』に散見される数
値によらず『経済統計年報』の残高値から算出した。

ように、消費支出や、とくに企業の投資意欲の直接的な（金融ルートを経由しない）縮小によるのかは、判定が難しい。

1973年10月以降1974年第1四半期末ごろまでの期間は、先に述べたように石油危機の直接効果が大であったらう。実質消費については、この期間にとどまらず、74年中ずっと先述のように高インフレそのものによって自動的に対前年マイナス基調を脱することができなかつたと見てよい。鉱工業製品出荷指数は一方ではこの消費低迷を受け、他方では投資需要の停滞（機械受注額はその代表）を反映して低迷したままであった。このため製品在庫は積み上がっていった（第1表参照）⁽⁸⁾。投資需要については、その停滞は、第一に消費の停滞による企業業績の先行き不安や石油入手難（コストも含め）を懸念した「実体面からの自律的要因」および第二に「実質銀行貸出の削減と

いう金融面の要因」との双方に影響をうけていると見られるが、1974年中は実質機械受注額の減少度合が実質銀行貸出額のそれよりもかなり大であること、あるいは、1975年に入って銀行貸出残高が実質ベースで対前年比プラスに転じてもお機械受注額は長く低迷したままであったことを見ても、実体要因の影響の方が強かったと見てよいであろう。

1975年に入ると物価の動きが沈静化して正常値域に入ってきたので、実質消費はプラスに転じ、景気は全般的に低迷から一部回復の局面に転じた。(第3表)しかし企業は当分の間、主としては積み上がった在庫を縮小することで消費の回復に対応したらしく、出荷指数はなかなか回復に転じなかった。ところが75年第4四半期になると在庫が顕著に減少し、これを反映して出荷指数も漸く対前年比プラスに転じた。このことは投資需要も漸く活発になってきたことを意味する(鉱工業生産者の出荷には投資用と消費用の双方が含まれる)。消費と投資両面の需要回復に支えられて、稼働率指数も1975年第2四半期からは改善傾向を示し、76年1月からは対前年比プラス値に転じ⁽⁹⁾、これらの動きを受けて機械受注額も1976年3月からは久々に対前年比でプラス値に回帰するのである⁽¹⁰⁾。

上のように見てくると1973年12月に公定歩合2%引上げという形で強化された金融引締めの物価抑制効果については否定的解釈に傾きがちである。しかし、次のような様々の事情を考慮すると、窓口規制を中心とする金融引締めは、やはり景気の抑制に対してかなり重要な役割を果たしたと見るべきであろう。

(8) 『百年史 六』は1974年中の在庫動向について「49年頃夏ごろまで金融緩和期待、価格先高観などからなお在庫温存意欲の根強かった企業が秋口以降本格的な在庫調整に着手したことが大きく響いた」(439頁)と述べているが実質ベースの製品在庫についていえば、量的には秋口以降も増加している。在庫調整(減少への)の気配が量的にも明瞭に感知されるのは1975年に入ってからである(第3表)

(9) 『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1981年版、155頁

(10) 同上、158頁

第3表 石油危機勃発後の代表的景気関連指標（実質ベース）(2)
：1975年1月-1975年12月

年・月	実質機械受 注額：対前 年同期増減*	鉱工業生産 者出荷指数 ：対前年同 期増減	鉱工業生産 者製品在庫 指数：対前 年同期増減	実質家計消 費支出：対 前年同期増 減	全国銀行実 質貸出残高 ：対前年同 期増減
1975. 1	3.9%	-19.8%	43.5%	3.7%	0.2%
2	26.0	-15.1	35.5	11.1	4.8
3	25.1	-8.9	25.7	13.3	5.7
4	-28.0	-8.5	15.3	6.9	6.2
5	-28.2	-11.7	10.0	5.3	6.8
6	-34.9	-7.3	6.4	3.1	8.0
7	-53.1	-6.4	2.9	2.7	9.4
8	-32.9	-7.0	2.2	3.6	10.3
9	-35.1	-4.3	0.8	-1.6	9.9
10	-19.8	-2.0	-1.7	5.7	10.4
11	-30.5	-1.0	-3.4	6.2	10.6
12	-32.6	6.2	-7.0	4.6	10.4

（出典）『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1976年版，81，83，
91，112，114，119，127頁

第一に1974-75年は、たしかに従来に比べると厳しい不況の年であったが、実質GNPがマイナスに転じたのは1974年（-1.2%）のみであり、1975年は実質ベースでもプラス成長（3.1%）を維持していたこと。これはゆるやかな拡大再生産を維持するに足りるだけの資金需要があったことを意味する。

第二に、先述のような先行きの不安はあったが、他方ではインフレの急進により企業としては銀行からの借入れが大幅の債務者利得を生むために有利であったこと。企業としては銀行貸出をフルに利用すべき動機があった。

第三に、投資のための資金需要は大いに落ち込んだが、他方でいわゆる後向きの資金需要（滞貨、減産など）が拡大したこと。

以上を総合すれば、次のように言ってよいだろう：企業としては1974年中、実質で前年なみ程度の生産を維持するために、後向きの資金も含めて名目的には前年を大きく上回る資金需要があった。単純再生産程度の生産意欲であっても名目資金需要額が前年に比べて非常に大きくなるのは、インフレ

が高進していたためである。窓口規制はこのような意味での巨額資金需要を抑制し、実質ベースでは銀行貸出残高の対前年比をかなり大幅なマイナスに抑え込む役割を果たしたのである。貸出増加額が四半期毎に相違を示しつつも、おしなべては窓口規制枠と一致して動いていることは、以上の推論を裏づけると見てよい。

1973年10月以降の金融引締めの効果については、最後に、公定歩合2%引上げのアナウンスメント効果を逸するわけにはいかない。先にはこの時の金融引締めについて、金利のコスト効果や貸出枠の抑制に限定すれば、その効果は副次的なものであり、主たる役割を果たしたのは、「インフレのデフレ効果」と石油入手困難・石油コスト高への懸念による直接的な投資意欲の減退であると述べた。しかし、経済界における景気判断の最高権威である日銀が一挙に2%という異例の公定歩合引上げを発表したこと自体、日銀が先行きの生産・流通活動の縮小を至当としたものと受け取るのが当然であり、これに影響されて企業が上記投資意欲の減退を決定的にするという効果があったことは否定できない。この意味で景気後退をもたらした実体要因と金融要因とを判然と分かつことは難しい。

次に、厳しい引締め姿勢を示す9%公定歩合が1975年4月15日まで維持された理由の考察に移る。

(3) 9%の公定歩合が1975年4月まで維持された理由

第4表の示すように、卸売物価は対前年同期比ベースでは74年7月頃から高原状態を脱して上昇度を顕著に弱めていったが、対前年上昇率(%)が一桁に達するのは漸く75年の2月になってからである。消費者物価の改善はこれよりさらに遅れ、高原状態を脱したのが74年12月、一桁に戻るのは漸く75年の10月になってからである。

しかし、先の第1表で見たように景況は73年暮れからはっきりと悪化し始

第4表 物価の動向

年・四半期	卸売物価指数 対前年伸率	消費者物価指 数対前年伸率
1973年	I	9.3%
	II	12.4
	III	17.3
	IV	24.0
1974年	I	35.5
	II	35.5
	III	32.5
	IV	23.3
1975年	I	7.0
	II	3.3
	III	1.0
	IV	1.0

(出典) 『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1976年, 114, 119頁

めていた。念のため、さらに若干の景気指標を簡単に示すと第5表の通りである。

第5表によると、実質国民総支出は74年中、すべての四半期で対前年同期比マイナスを記録しているが、1965年以降の10年間をとれば、4四半期連続はおろか単なる1四半期の間すら、対前年値がマイナスになったことはなかった。異例の数値である。企業の名目ベース経常利益が対前年同期比でマイナスとなっているのは、1965

第5表 その他の景気指標：1974-75年

年・四半期	実質国民総 支出：対前 年同期増減 率：%	企業経常利益（全産業） 対前年同期増減率：%		完全失業率 ：%	企業倒産（負債 1,000万円以上） 件数	
		名目	実質			
1974年	I	-1.2	22.1	-7.9	1.24	2,714
	II	-1.8	-18.6	-48.3	1.28	2,812
	III	-0.8	-38.1	-66.8	1.40	2,744
	IV	-0.6	-64.5	-88.5	1.59	3,411
1975年	I	2.2	-64.0	-75.6	1.70	2,771
	II	2.2	-38.0	-46.5	1.81	2,784
	III	1.9	-24.8	-30.6	1.97	2,963
	IV	2.4	31.8	27.1	2.06	4,088

(出典) 『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1976年版, 62, 64, 68, 114, 119頁

年以降では1970年第4四半期から1971年第4四半期までの連続5期という前例があるが、その時期のもっとも厳しい数値ですら1971年第3四半期の-24.6%である。74年の第3四半期からの落込みは、これをはるかに上回って

いる。実質ベースでは新記録ぶりが一層鮮明であることは言うまでもない。完全失業率の1.59%という値（1974年第3四半期）も10年来の新記録である。企業倒産件数3,411件（1974年第3四半期）も10年来の新記録である⁽¹¹⁾。

要するに、どの指標を見ても、遅くとも1974年の第4四半期には、景気はかなり深刻な不況状態に落ち込んでいた。

それにもかかわらず日銀が金融引締めを緩和しなかった第一の理由は本節冒頭で見た物価動向にある。1974年第4四半期には、まだ物価は異常値域にあった。『百年史 六』は緩和への慎重姿勢の理由として74年春闘への配慮や日本経済の低成長への移行への配慮を挙げているが⁽¹²⁾、これは要するに物価抑制への配慮のコロラリーである。

第二に、金融緩和に対する日銀の慎重姿勢およびその結果としての「金融緩和への転換の先送り」⁽¹³⁾は、単に物価だけではなく国際資本移動への配慮にも由来していたと考えてよい。第6表は四半期単位での国際収支と外貨準備等の動きを示している。

1973年に入ってから総合収支は赤字基調に転落した。量的には1972年から1974年にかけて長期資本収支赤字幅が大拡大⁽¹⁴⁾したことが赤字拡大の最大要因であるが、それまで大幅な黒字であった経常収支が、石油危機をも反映

(11) 但し、インフレ社会では負債総額1,000万円以上という基準を10年もの長きにわたって固定すると、過去における、現在価額1,000万円級の倒産件数を過小評価することになる。

(12) 『百年史 六』443-444頁

(13) 「本行は金融の緩和は慎重に進め、緩和が行き過ぎないようにとくに留意し、そのため窓口規制も相当期間残し、銀行の貸出競争再燃を防止するという方針をとっており、産業界などからの強い利下げ要求のなかで金融緩和への転換を先送りした」（『百年史 六』444頁）

(14) 長期資本収支を見ると、1970年、71年の赤字額各々16億ドル、11億ドルに対して72年は45億ドル、73年は98億ドル、74年は39億ドルの大赤字を記録している。（『昭和51年経済統計年報』224頁）。

第6表 国際収支・外貨準備・為銀対外短期負債 (億ドル)

年・四半期	総合収支	金融勘定		外貨準備残高 とその対輸入 年額比	為銀対外短期 純負債残高	
		外貨準備増減	その他			
1973年	I	-8	-2	-6	181	2
	II	-33	-29	-4	152	5
	III	-21	-4	-17	148	22
	IV	-39	-26	-13	122(58%)	35
1974年	I	-41	2	-43	124	78
	II	-31	10	-41	134	119
	III	-6	-3	-3	132	123
	IV	10	4	6	135(48%)	116
1975年	I	-7	6	-13	141	129
	II	-11	4	-15	146	139
	III	-3	-13	10	133	134
	IV	-6	-5	-1	128(24%)	135

(出典) 日銀『昭和49年 経済統計年報』209頁
日銀『昭和51年 経済統計年報』217, 219, 223-224頁

した貿易収支黒字幅の縮小と貿易外収支赤字額の増加から赤字に変化したことが、総合収支の赤字化を「下支え」する形となった。

この結果、外貨準備は73年を通じて絶対額で顕著に減少した。総合収支の赤字は74年中も継続し、その額も巨大であったが、外貨準備の絶対額での減少は防がれている。これは「金融勘定」の「その他」即ち為銀の短資取入れが巨額に上ったからであり、その結果、為銀の対外短期負債残高は急膨張している。これは金融引締めによる金利水準の急上昇と次に述べる政府・日銀の為替管理政策の方針転換による。

政府・日銀は、1973年11月に「これまで国際収支の黒字基調を与件として採用してきた外貨流入抑制、流出促進の為替管理を180度転換するに至った」のである⁽¹⁵⁾。1969年以降の為替管理は「短資急流入→外貨急増→円(再)切上げ」を怖れて、外貨流入排除を基礎として運営されてきた。73年第1四半

(15) 大蔵省財政室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』497頁

期以来の総合収支赤字の継続と石油危機によるその増幅，その結果としての外貨準備の急減に対して，政府・日銀は方針を急転換し，次のような「外貨流入促進・本邦資金流出抑制」策を次々と打ち出したのである⁽¹⁶⁾。

〈外貨流入促進・本邦資金流出抑制策一覧〉

1973年11月	円建て外債発行代り金の持出し強制を撤廃（大蔵省） 非居住者に対する本邦株式取得制限を緩和（大蔵省） 政府の為銀への外貨預金を減額（大蔵省） 為銀への輸入資金貸付残高の増加を抑制（日銀） 円建て輸出促進策の緩和（輸出代金関係・為替予約関係の規制を緩和）（大蔵省） 本邦通貨表示期限付輸入手形を準商業手形扱いに（円輸入促進）（日銀） 輸出前受金の円転規制緩和（大蔵省）
12月	非居住者の本邦債券取得制限を緩和（大蔵省） 非居住者自由円勘定の準備率大幅引下げ（日銀） 為替管理の手直し（円転規制緩和，外貨債発行許可制を再開，渡航用外貨制限復活，貿易外送金規制の一部復活など）（大蔵省） 上記の輸入資金貸付抑制の強化（日銀）
1974年1月	為替管理第2次手直し（輸出前受金の円転規制さらに緩和，居住者の短期外貨債券取得禁止（大蔵省） 居住者外貨預金残高規制（大蔵省）
7月	輸出前受金の円転規制を事実上撤廃（大蔵省）

(16) 以下の年表は日銀『増補・改訂 日本金融年表』1993年，342-346頁，大蔵省財政室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』497-499頁

- 8月 在日外銀の円転規制枠拡大（大蔵省）
非居住者の政府短期証券取得自由化（大蔵省）（これ
で非居住者の証券取得はすべて自由化）
- 9月 非居住者自由円勘定の準備率廃止（日銀）

外貨流入促進・流出抑制対策は73年11月から74年1月までと、74年7月から9月までの時期に集中している。前者は石油危機に伴う外貨急減に対応するものであるが、後者は5月、6月のフランクリン・ナショナル銀行（アメリカ）、ヘルシュタット銀行（ドイツ）の経営危機を引金としてユーロ市場が動揺し、当時まだ外貨危機から抜け出せなかった日本は「ジャパン・レート」をオファーしてもなお短資取入れが困難なほど、ドル不足に悩まされたからである⁽¹⁷⁾。

ここで、この時期の外貨危機の深刻さの程度を確認しておきたい。先の第6表から明らかなように、1973年末から75年末にかけて、外貨準備の対年間輸出額比は58%から24%にまで低下している。一万田総裁下の「金融政策の復活」（1953-54年）時には、外貨準備の対年間輸入額比は30.8%であった（1954年末：即ち最低値）⁽¹⁸⁾。池田内閣の2度の引締め時の同じ数値は、それぞれ26%と25%である（各々、最低値を示した1961年末と1964年末をとっている）⁽¹⁹⁾。外貨不足に悩んだ1950年代、1960年代の引締め時と比べても、1973年引締め期の外貨危機が、かなり深刻であったことがわかる。上に見た外貨対策はこれに対応するものであり、一瞥しただけでも、いわばなりふり構わぬ必死の対応であったと言えよう。

一見したところでは、1974年末は外貨準備はなお135億ドルの水準を維持

(17) 大蔵省財政室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』500-502頁

(18) 『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1966年版, 71, 72頁

(19) 『週刊東洋経済 臨時増刊 経済統計年鑑』1976年版, 71, 72頁

し、その対輸入額比も48%という良好な水準を維持している。しかし、73年から74年にかけての総合収支赤字の巨額化を考慮すると、それは脆弱な基礎の上に立った数値であった。つまり総合収支赤字が巨額の為銀対外短期負債によってファイナンスされていたからこそ、何とか水準が確保できたにすぎない。しかし、不安定な方法とはいえ、総合収支、とくに経常収支の赤字が継続する限り、為銀への短資流入は維持・確保せねばならなかった。

したがって政策当局としては、為替管理の手直しによって必死で外貨をかき集める一方、総合収支赤字が解決するまではこれが海外に逆流しないように配慮する必要があった。9%の公定歩合はこの役割を担っていた⁽²⁰⁾。

『百年史 六』は、上記のような為替管理政策について「これらの措置（日銀所管の為替管理の方針転換：一ノ瀬）はその頃相前後して政府がわが国国際収支や円相場の動向にかんがみ……中略……緩和等の措置（政府所管の為替管理の方針転換：一ノ瀬）を逐次実施したのとひょうそくを合わせたものであった」（435頁）と簡潔に言及するにとどめている。日銀が73年末から75年4月まで9%公定歩合を維持した理由について『百年史 六』は先述のように、もっぱら物価への配慮を挙げているにとどまっているが、上記の為銀対外短期債務を維持（外貨流出を抑制）する意図がなかったのか否か、疑問が残る。

森永総裁（1974年12月17日就任）は、75年1月に公定歩合引下げを決意（但し決意の表明や実施の時期は別）していたようであるが⁽²¹⁾、1975年1月6日付けの『金融財政事情』では、次のように述べている。

「総合収支は本年度全体を通じてみると相当大きな赤字になるものとみられる。こうした国際収支の赤字不均衡は、前述の通り石油価格高騰という情勢のもとで石油輸入国がほぼ共通に悩んでいる問題であり、わが国としても

(20) 大蔵省財政室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』501頁

(21) 藤原作弥『カラムコラム 素顔の日銀総裁たち』日本経済新聞社、1991年、215頁

当面の対処策としてユーロ市場からの外貨調達、産油国からの直接借入れ等種々の手段を講じていく必要がある」（「新年の内外情勢と金融政策」17頁）

この時点でまだ、当面の対処策としてはユーロ市場からの外貨調達を「なすべきこと」と考えているのである。金融緩和の現実化への慎重な態度の中に、短期外資の吸引（もしくは既流入分については引きとめ）意図が含まれていたと考えるのが自然である。

75年1月に入って、アメリカが前年12月の0.25%引下げに引き続いて公定歩合をさらに0.5%引き下げ7.25%としたこと、同じくイギリスが前年9月の0.25%引下げに加えて0.5%の引下げを行い11.0%としたこと、フランスは1月に、西ドイツも2月に、それぞれ1%、0.5%引き下げて12%、5.5%としたことなど、欧米で一足先に金利の低下が見られたことは、日本にとって公定歩合引下げのリスクを小さくする結果となった。即ち日本が金利を引き下げても為銀から短資が流出するリスクが低くなったのである。

国内景況のほうは、74年第4四半期にはすでにどんだ底的に悪化していたので、物価情勢はいまだ芳しくはなかったが、景況と上記の国際金利情勢をにらんで、森永総裁は1月に公定歩合引下げを決意したと思われる。

その後卸売物価は急速に安定していったし、経常収支の改善傾向も顕著になってきたので、これらの面については金融緩和のリスクは非常に小さくなっていったが、日銀が6月、8月の引下げを、なお「引締め基調の枠内での引き下げ」⁽²²⁾と規定しているのは、73年の物価上昇の失敗が骨身にしみていたことの他に、急速な利下げが為銀からの短資の急流出をもたらすリスクを考えていたためではないか。

75年の3月、日銀は「金利差が外資流入を増加させており、これが円高傾向を生み、ひいては円投機を生む可能性があるので、公定歩合引下げが必

(22) 『百年史 六』445頁

要」という趣旨の大蔵省筋ルーマーに対して必死にこれを否定し、「金利差による外貨流入は僅少」「外国との金利差から公定歩合を引き下げることはない」と説明している⁽²³⁾。この真意は何であろうか。

推測に頼る他ないが、第一に森永総裁の下で新たに出発した日銀が、他からの圧力で公定歩合を引き下げるといふ印象を与えたくなかったことが考えられる。第二にこのようなルーマーによって結局いやいやながら腹づもりより早目の大幅な公定歩合引下げに追いこまれ、その結果、対外的にはちょうど望ましい状況にある資金の動き（緩やかな外貨流入、少なくとも非流出）がかく乱されること（流出への変転）を怖れたのではないかと考えられる。第三に日銀が当時あらゆる機会に説明していたように、物価沈静を完全に定着させる（具体的には特に春闘の帰すうを見る）までは何としても公定歩合引下げへの言質をとられたくないと考えていたであろうこと。

第一と第三の要素に関する推測は、この記事に引用されている日銀首脳（横田四郎外国局総務課長，三重野康総務部長）の言明からも、ほぼ間違いないところであろう。

問題は第二の要素である。しかし73年初頭から74年末まで、総合収支赤字の補填が圧倒的に為銀の短資取入れによって行われ、これによって外貨の涸渇が救われたという事実、そしてその流れを少なくとも75年第1四半期には維持し続けねばならなかった客観的情勢、さらにこの動きを支えるために政府・日銀が1973年11月から為替管理の方針を180度転換して1974年9月までしゃにむに奮闘してきたという事実、先に見た75年年頭の森永総裁の所見（当面ユーロダラーの取入れに頼るのもやむを得ないという趣旨）などを合わせて考えると、日銀は75年の第1四半期には、まだ公定歩合を引き下げて内外資本移動の流れを変えるのは得策でないと思っていたと推測してよいであ

(23) 「外貨流入論の“内庄”にいらだつ日銀首脳」(『金融財政事情』1975年3月24日，10-11頁)

ろう。

しかし、海外情勢は日銀に好ましく動いた。先にも見たように、74年秋から75年1月、2月にかけて、各国はこぞって公定歩合を引き下げたのみならず、4月以降も—インフレに苦しむイギリスを別として—欧米各国は金利の引下げを継続した。公定歩合を引き下げても金利差が狭くなりすぎる（したがって日本から短資が急流出する）という心配はなくなり、日銀は国内物価の落ちつきに合わせて安心して公定歩合引下げに取り組めたのである。

以上の推論がもし正しいとすば、なぜ当時の日銀首脳や『百年史 六』は9%公定歩合維持（とくに75年第1四半期にも）の対外的意義に特に言及しないのかという問題が残る。いくつかの理由が考えられるが、本稿では割愛する。

ともあれ、景況が74年末にすでに底に達していたにもかかわらず、日銀が9%の公定歩合をさらに3ヵ月継続したのは、単に国内物価の息の根を止めるという動機だけに依っていたのではなく、大蔵省と連携して9月まで連発してきた為替管理の残りの成果を刈り取りたいという動機にも依っていたと思われるのである。

(4) 結 び

本稿の課題は次の通りであった。

- ①1973年秋以降の引締め効果（何が景気後退に寄与したのか）
- ②1973年引締めと為替政策の関係の究明
- ③1975年4月まで9%の公定歩合が維持された理由
- ④この引締めに当たってとられた措置の評価

検討の結果を要約しよう。①については景気後退に最も与って力があったのは消費面では「インフレのデフレ効果」、投資面では石油コスト上昇・入手困難への懸念による直接的な投資意欲の後退である。しかし、金融引締め

も、特に窓口規制が実質ベースで貸出枠を大幅に削減する効果を有したために、また2%の公定歩合引上げが投資に対してアナウンスメント効果をもっていたために相当に有効だった。

②については別稿(脚注1)で、引締め開始が遅れたのは政府・日銀ともに円切上げ・再切上げ防止(為替相場政策)に固執し過ぎたことに原因があると述べたが、これは通説に何かを付加するものではない。本稿で見た石油危機以降については、国際収支対策のために為替管理の面で180度の方針転換があり、これが金融引締めと絡み合って外貨準備の急減を防いだことを重視した。これは大蔵省財政室編『昭和財政史 昭和27-48年度 12』や当時の大蔵省筋文献では明らかにされているが、『百年史 六』では叙述が簡にすぎかえって要を得ない。

③9%公定歩合が産業界の要請にもかかわらず75年第1四半期まで維持された点については、日銀が物価とともに金利の対外効果に目を向けていたことにもよると推測している。

以上から本稿と『百年史 六』の異同も明かである。『百年史 六』は①については第一に交易条件の悪化による海外への購買力の移動、第二にインフレによる消費者の買い控え(これは本稿の主張する「インフレのデフレ効果」—インフレの「直接的」デフレ効果と言ってもよい—とは意味が異なる)、第三に金融・財政面からの総需要抑制策の堅持、を挙げている⁽²⁴⁾。本稿はこれらに異論はないが、インフレのデフレ効果や窓口規制の実質ベース効果など、概して実質ベースを重視し、このことからインフレそのものの景気抑制効果を重視している。

②の後半(石油危機以降の為替政策)については、『百年史 六』はあまり言及していない。しかし、実は為替政策は国際収支対策として、金融引締めとからみ合って大きな役割を果たした。いわば「金利引上げで道を整え、為

(24) 『百年史 六』440頁

替管理の緩和という車で資金を導入した」のである。

③は②と関連する。『百年史 六』は75年4月半ばまでの9%維持を、もっぱら国内要因から説明しているが、実は日銀も国際収支・外貨準備対策から内外金利差をいま少し維持しておきたかったのではないか。1月、2月の欧米金利引下げは日銀にとって好ましい外部環境となり、4月の公定歩合引下げへの抵抗を少なくした。積極面では国際協調のための金利引下げ論をとこなえることができたし、消極面では引下げによる金利差の縮小を回避することができたのである。

最後にこの引締めにつながる諸措置について価値判断の次元で一言したい。結局、批判されるべきはインフレを急進させたことに尽きる。フロウとしての賃金は財・サービスの上昇とともに上昇したが、2年間にわたる高インフレによって72年末に1世帯平均（勤労者世帯）で173万円あった貯蓄は、1974年末には実質ベースで139万円に減少した⁽²⁵⁾。当時の勤労者世帯の平均年収は179万円だったので、ほぼ1年分の年収の20%が失われたことになる。他方、地価上昇は75年の下落によってさほど是正されることはなかった。富の不平等分配と国民の住宅購入の困難化をもたらした。素朴な指摘にとどまるが、このような暴力的な富の再配分をもたらしたことが、この時の政策の「失敗」とされるゆえんであることを確認しておきたい。「2週間の失敗」にかかわる「為銀救済」論、「国民の資金によるドル買い支え」論などは反論も可能であり、上記の意味でのインフレによる貯蓄減価問題に比べれば重要度は低い。

(25) $173\text{万円} \times 1.0525$ (1973年の銀行1年物定期預金金利) $\times 1.0625$ (1974年の銀行1年物定期預金金利) $\div 1.117$ (1973年の消費者物価上昇率) $\div 1.245$ (1974年の銀行1年物定期預金金利) = 139万円

The Credit Squeeze of 1973 after the Oil Crisis

Atsushi Ichinose

Abstract

Following another paper of mine* devoted to the analysis of the credit squeeze in 1973 before the Oil Crisis, this paper deals with the development of the squeeze after the Oil Crisis.

The main purpose is to compare the analysis of this paper with that of *The Hundred Years of the Bank of Japan*, vol. 6 (1986). Main concluding remarks are as follows.

1 The recession after the Oil Crisis is mainly due to both the shrinkage of real-term consumption as the natural result of rapid inflation and the decline of willingness to invest. The latter, the decline of investment, is due to the anxiety about the high-cost of oil and the difficulty to secure it. *The Hundred Years* does not mention the above.

2 *The Hundred Years* discusses only little about the effect of the reversed exchange control policy upon the improvement of overall balance of payments, whereas this paper attaches great importance to the mixed effect of reversed exchange control since Nov. 1973 and the raising of the Bank Rate by 2% in Dec. 1973.

3 As to the reason why the 9% Bank Rate had been maintained until April 1975, this paper infers, with a few indirect evidences, that it was necessary for the Bank, particularly, to retain, for some time, short-term foreign capital in the hands of foreign exchange banks to tide over the foreign currency reserves crisis since the fourth quarter of 1973.

With regards to this question, *The Hundred Years* stresses only the significance of maintaining 9% to bring rapid inflation to a close. It does not mention the relation between the keeping of 9% and the international movement of money capital.

* Atsushi Ichinose, *The Credit Squeeze of 1973 before the Oil Crisis*, *Shikoku Gakuin Shakaikagaku Nenshi* (Journal of Social Science), No. 6, 1996