

輸入インフレーションと株価

岡 田 康 司

目 次

- 1 章 序 論
- 2 章 基軸通貨国のインフレとその国際的波及
- 3 章 日本の輸入インフレ
- 4 章 日本の輸入インフレと株価
- 5 章 結 論

第1章 序 論

先進工業国の歩調を合わせた景気上昇——国内及び海外要因に基づく世界インフレ——一次産品、特に原油価格の急騰を引き金としたスタグフレーション⁽¹⁾と云うように、近年景気循環の同時進行が顕著になっているが、輸入インフレーションは世界景気のシンクロナイゼーションを引き起こす有力な原因の一つであった。

固定相場制乃至管理された変動相場制⁽²⁾のもとで貿易及び資本の自由化を推進している諸国間にインフレ較差が存在する場合には、商品や資本の国際移動を通して卸売物価の上昇率が低い国は高い国よりインフレーションを輸入する事になり、日本も1960年代の後半以降基軸通貨国アメリカの国際収支節度を欠いた経済運営の結果、発生したインフレの圧力を強く受けて輸出の急増に伴う保有外貨の増大を通してインフレーションの輸入を余儀なくされた。

輸入インフレに関する情報が、デマンド・プル型の時は、株式市場において買い材料と判断され、コスト・プッシュ型の時は、売り材料と解釈されて60年代

後半以降の株価形成に大きな影響を与えてきた。

そこで本稿では輸入インフレの進行と変貌が株式市場の資金量や産業別の業績に如何なる変化をもたらし、それが株価にどのように作用したかについて検討する。

注

- (1) 経済活動の停滞下でインフレが高進を続ける現象の事で、停滞を意味する stagnation の “stag” と inflation の “flation” を合わせた言葉である。
- (2) 日本や英国が採用した方式で、変動相場制の建前をとりながらも、その変動に一定の枠を設け、中央銀行の介入によって変動幅をその枠内に押えるようにした制度。

第2章 基軸通貨国のインフレとその国際的波及

前章で述べたように、輸入インフレーションにはディマンド・プル型とコスト・プッシュ型の二つがあるが、海外のインフレーションがはじめて日本に波及したのは世界インフレが形成された1960年代の後半であり、輸出超過に伴う外貨準備の急増と超過需要の発生及び輸出品の価格騰貴を通してディマンド・プル型の輸入インフレが日本の物価上昇を促進した。更に、世界インフレが激化した1972年以降になると、海外インフレの伝播は複雑さを増し、初期の段階では、国際収支の黒字累積に基づくディマンド・プル型であったのが、やがて一次産品を中心とした輸入品価格の急騰に依って企業の生産費を上昇させるコスト・プッシュ型へと変貌して行った。

貿易や国際資本移動が活発で、しかも為替レートが硬直化している時には、インフレの国際的波及は避け難いと云われているが、輸入インフレと呼ばれる現象は世界的インフレーションの進行過程で起きている。

世界インフレ形成の契機となったのは、米国がベトナム戦争に本格的に介入し、国内インフレを激化させた事である。米国のインフレーションは1968年以降、貿易と資本の国際移動を通して西独や日本など国際収支の黒字国に輸出され、それを輸入した国々は近隣諸国へ再輸出する事に依って世界的なインフレーションへ

輸入インフレーションと株価

と広がって行った。

やがて各国のインフレーションが輸入品の価格上昇を通じて相互に影響を及ぼすようになると諸国民にインフレ心理が定着して、賃金上昇率の平準化や国際的な投機活動の活発化によって世界インフレを激化させてしまった。これを支えたのは、ドル紙幣の異常な増加である。

さて、世界インフレの発端となった米国のインフレを統計によって検討すると第1表に示す通り、ベトナム戦争のエスカレーションがはじまった1965年以降、物価が急速に上昇しているのがわかる。

第1表 米国の物価

(1967年=100)

年次	消費者物価指数	前年比変化率(%)	卸売物価指数	前年比変化率(%)
1960	88.7		94.9	
61	89.6	1.0	94.5	-0.4
62	90.6	1.1	94.8	0.3
63	91.7	1.2	94.5	-0.3
64	92.9	1.3	94.7	0.2
65	94.5	1.7	96.6	2.0
66	97.2	2.9	99.8	3.3
67	100.0	2.9	100.0	0.2
68	104.2	4.2	102.5	2.5
69	109.8	5.4	106.5	3.9
70	116.3	5.9	110.4	3.7
71	121.3	4.3	113.9	3.2
72	125.3	3.3	119.1	4.6

(資料) Federal Reserve Bulletin. Feb. 1973.

それ迄は、完全雇用優先の総需要管理政策が実施され、高い経済成長が続いたが、供給能力に余裕があった為、物価は落ち着いた動きを示していた。ところが、65年になると失業率が4.5%⁽¹⁾に低下し、完全雇用がほぼ実現した矢先に、ベトナム戦争が拡大した為、軍事支出が急増して⁽²⁾超過需要が発生し、インフレーションを助長する事になった。

第2表 米国の国際収支

(単位 1,000,000ドル)

年	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
貿易収支	4,906	5,588	4,561	5,241	6,831	4,942	3,824	3,817	612	621	2,164	-2,689	-6,912
軍事取引	-2,752	-2,596	-2,449	-2,304	-2,133	-2,122	-2,935	-3,138	-3,143	-3,344	-3,374	-2,894	-3,558
旅行・輸送	-964	-978	-1,155	-1,312	-1,149	-1,318	-1,360	-1,763	-1,565	-1,784	-2,061	-2,432	-2,853
投資収益	2,841	3,554	4,052	4,153	4,875	5,294	5,375	5,888	6,220	5,975	6,259	7,995	7,863
その他サービス	77	30	115	178	142	301	286	334	302	442	574	748	851
送金・年金等	-628	-659	-712	-825	-866	-1,038	-980	-1,278	-1,202	-1,301	-1,474	-1,529	-1,570
政府購入	-1,604	-1,853	-1,919	-1,917	-1,888	-1,808	-1,910	-1,802	-1,707	-1,644	-1,734	-2,045	-2,174
経常勘定	1,815	3,086	2,495	3,215	5,814	4,263	2,280	2,055	-484	-1,035	356	-2,847	-8,353
政府資本移動	-1,158	-1,621	-1,775	-1,987	-1,800	-1,819	-1,963	-2,428	-2,538	-2,106	-1,829	-2,117	-1,714
政府資産払戻	54	695	680	326	128	221	429	6	269	-87	244	225	137
非流動政府債務	215	25	203	511	328	66	65	-2	110	267	-433	-486	238
長期民間資本移動	-2,100	-2,181	-2,607	-3,357	-4,470	-4,577	-2,555	-2,912	1,198	-50	-1,398	-4,149	-152
経常及び長期資本勘定	-1,174	-4	-1,003	-1,292	-4	-1,846	-1,744	-3,280	-1,444	-3,011	-3,059	-9,374	-9,843
非流動民間短期資本移動	-1,405	-1,200	-657	-968	-1,642	-154	-104	-522	230	640	482	-2,420	-1,637
S. D. R. 配分												867	710
誤差脱漏	-1,098	-1,054	-1,206	-455	-1,048	-476	-302	-881	-399	-2,470	-1,174	-10,927	-3,112
純流動性ベース	-3,676	-2,251	-2,864	-2,713	-2,696	-2,477	-2,151	-4,683	-1,610	-6,122	-3,851	-22,002	-13,882
民間流動資本移動	273	903	214	779	1,162	1,188	2,370	1,265	3,251	8,824	-5,988	-7,763	3,542
公的決済ベース	-3,403	-1,348	-2,650	-1,934	-1,534	-1,289	219	-3,418	1,641	2,702	-9,839	-29,765	-10,340

(資料) Survey of Current Business, June 1972, Sept. 1973.

輸入インフレーションと株価

インフレの初期の段階では、利子率は上昇するが、物価上昇を償うほどには上昇せず、実質利子率は低下する。貨幣賃金率もプロダクティビティとともに上昇するが、能率賃金率は実質的に低下する。したがって、いずれの要因も利潤の追求や投資に大きな刺激を与えて、経済の拡大に拍車をかける事になった。米国のインフレーションが激化して、海外諸国との間にインフレ較差が生ずると、米国の輸出が伸び悩む一方、輸入が急増して貿易収支を悪化させるが、第2表はその事を良く物語っている。

米国の貿易収支は64年に68億ドルの黒字を記録した後、インフレによって次第に黒字幅が縮小して行くが、特に国内需給の逼迫と価格競争力の低下が顕著になった68年以降は西欧や日本からの輸入が急増して貿易収支の悪化が急速に進んだ。

インフレが長期間継続すると、やがて賃金契約に生活費の補償が、金利構造の中にインフレに対するプレミアムが、それぞれ組み込まれるようになるので、貨幣賃金も貨幣利子率もともに遅れをとり戻すようになる。更に、貨幣賃金が能率賃金を追い越し、貨幣利子率も実質利子率を上回るようになると、いずれもコスト圧力として働く事になる。そこで、総需要抑制策が推進されると、インフレは初期のディマンド・プル型からコスト・プッシュ型へと変化し、更にスタグフレーションに転換する。

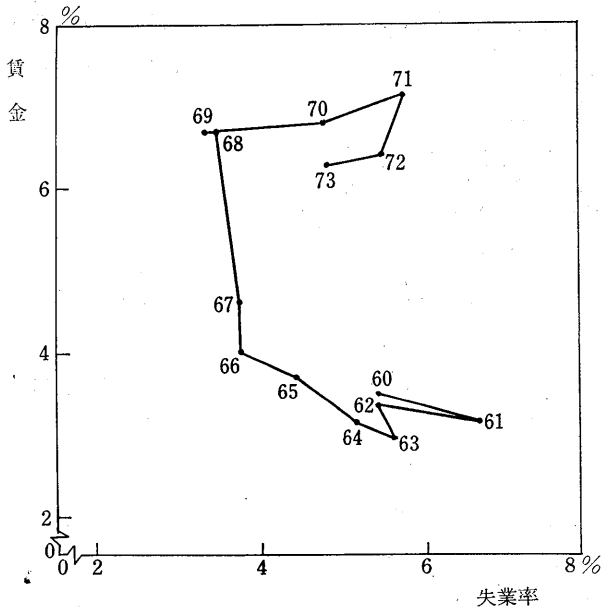
米国の賃金上昇率は第1図の通り、インフレーションの進行につれて上昇傾向を辿ったが、特に68年以降、労働市場の逼迫を背景に急上昇を遂げ、その後の景気後退期にも賃金の大幅な上昇が続いた。

西欧諸国でも68年以降、物価騰貴が賃金の爆発的な上昇を呼び⁽³⁾、世界的インフレーションを加速させるとともにスタグフレーションの原因になった事は記憶に新しい。

米国は69年末からスタグフレーションに見舞われ、西欧諸国も70年から71年にかけてスタグフレーションを経験したが、そのきっかけとなったのは米国の金融引き締め政策であった。

連邦準備理事会は激化するインフレを抑制する為、68年末の小幅引き上げに続

第1図 米国に於ける賃金の変化と失業



(資料) U.S. Department of Labour, Employment and Earnings

いて69年4月にも公定歩合を0.5%引き上げて6%にする一方、69年上半期の $M_1^{(4)}$ の増加率を年率4.4%に抑え、更に下半期には0.6%に抑えた⁽⁵⁾。しかし労働組合の積極的な所得要求や硬直化した寡占企業の製品価格などの為、物価は下落せず、鉱工業生産は69年7月をピークに減少を続け、実質G.N.P.も69年第4・4半期から70年第1・4半期にかけて前期比マイナスを記録するなどスタグフレーションの様相を深くした。そこで連邦準備理事会は、海外諸国に先がけて金融緩和政策に踏み切った。金融緩和の先導役を務めた米国は、金利差に伴う資金の流出と輸入の増加を招いてドル不安をかきたて、それが更に米国資本の逃避を促し、国際収支危機に直面すると同時に世界インフレの激化を支える資金を用意する事になった。即ち、金融を緩和した米国と引き締め基調を維持した西欧諸国との間に金利格差が生じ、米国の資金が金利の割高な西欧諸国、特に西独に移動した。

輸入インフレーションと株価

その結果、米国の国際収支は70年に98億ドルという巨額の赤字を記録する一方、西欧諸国の金融政策に影響をおよぼして金利の低下を促した。71年には、それ迄黒字を続けていた貿易収支さえ第2・4半期に輸出が2.8%減少し、輸入が9.3%増加した結果10億ドルの赤字に転落し、その後も赤字が続く見通しであった。短期資本も内外金利差にマルク投機が加わって6月末迄に80億ドル近くが流出し、71年上半期の国際収支は年率238億ドルという大規模な赤字になった。

こうして米国は失業・インフレ・国際収支危機というトリレンマに悩まされるようになった。国際収支危機が進み、ドル不安が強くなると68年3月に金の二重価格制⁽⁶⁾に移行した時に結んだ紳士協定を守ってきた西欧諸国の金兌換請求が70年後半から再び高まってきて71年上半期には5.6億ドルの金が流出し、米国の金保有高が100億ドルの大金を割るのは時間の問題とされた⁽⁷⁾。そこで、これを打開する為、米国政府は71年8月15日に新経済政策を発表した。その主たる内容は、金とドルの交換を一時停止するとともに、国際収支を改善する為、一時的措置として10%の輸入課徴金を新設し、これを武器として各国通貨の切り上げを要求する意思を表明する一方、海外援助の10%削減を打ち出した。インフレ克服策としては、物価と賃金を90日間凍結するとともに連邦支出を47億ドル削減し、更に新規設備投資に対し10%の税控除を認めてプロダクティビティと供給能力の向上を図った。失業問題の解決策としては、前に挙げた輸入課徴金と新規設備投資に対する税控除に加えて個人所得税控除の繰り上げ実施と7%の自動車消費税撤廃を掲げている。

新経済政策は、議会などの承認を要する政策以外は直ちに実行に移され⁽⁸⁾、物価と賃金の凍結期間終了後も法的拘束力を持つ所得政策が継続された。その結果、米国経済は71年秋を底に上昇に転じ、個人消費支出の増加と民間設備投資の回復によって72年の実質G.N.P.成長率は6.1%を記録し、失業率も5%近く迄低下したが、物価の方は所得政策の効果と遅れて発生した景気後退に伴う物価下落効果により、G.N.P.デフレーター変化率で3.2%と、70年の5.5%、71年の4.7%より低い上昇率を記録した。ただ卸売物価だけは、平価切り下げの影響と

輸入インフレーションと株価

農産物をはじめとする一次産品の価格急騰⁽⁹⁾によって 4.6%という高い上昇率を示し、世界インフレの激化を暗示した。一方、国際収支は71年下半年もドル不安を反映して 132億ドルの短期資本が国際収支黒字国に流出し、貿易収支を改善すると期待された輸入課徴金もあまり効果を発揮しなかった為、71年の国際収支は実に 297億ドルを越える記録的な赤字となった⁽¹⁰⁾。71年12月には輸入課徴金の廃止を条件に多国間平価調整が実現した為、72年の米国の貿易収支には平価切り下げの効果があらわれると思われていたが、調整幅が不十分であった事と米国経済が急速に拡大した事によって、輸入が前年より 100億ドルも増加し、その結果、69億ドルにのぼる赤字を記録する事になった。貿易収支の悪化を反映して、国際収支も100億ドルを越す大きな赤字となった。こうして1970年以降3年間に499億ドルという歴大な国際収支の赤字を出した米国が、基軸通貨国の特権を利用して大量のドルを海外に撒き散らした結果、国際通貨の過剰をもたらし、72年秋以降激化した世界的インフレーションの有力な要因になった。米国の国際収支の大幅赤字を反映して世界の準備外貨は70年の 446億ドルから72年には 2.3倍の 1,031億ドルになり、その間、世界貿易も 2,943億ドルから 3,853億ドルに30%増加したので準備外貨と世界貿易との比率は 15.1%から 26.7%へと異常になった⁽¹¹⁾。これは、ドルが過剰になっている事を意味する。

ドルに基礎を置いた金為替本位制と固定相場制を二大支柱とする I.M.F. 体制下においては、ドルの発行量によって世界の有効需要が決定される一方、加盟国間に国際収支の不均衡が発生する。したがって、国際取引に必要な資金量を越えてドルが発行された場合には、超過需要が発生して世界インフレを招くと同時に基軸通貨国のインフレーションが国際収支の不均衡を通じて海外諸国に波及する事になる。もし、その時、海外諸国が保有ドルを金と交換すれば、米国の準備ポジションが弱くなって、インフレの圧力を抑制する事ができる。しかし米国は68年3月に金の二重価格制を採用して金とドルの交換を部分的に停止し、70年8月にはこれを完全に停止してしまったのである。金とドルの交換を停止したドル本位制のもとでは信認の問題を別にすれば、国際収支の制約を顧みることなく完全

輸入インフレーションと株価

雇用優先の成長政策を追求する事ができた。その結果、米国のインフレーションが長期間継続し、やがて貿易や資本の国際移動を通してそれが海外に伝播し、世界的インフレーションへと発展するのである。一方、非基軸通貨国は、国際収支の制約によって国内インフレの長期化に歯止めがかかっていたが、ドルが世界的に過剰になってくると、国際収支の黒字国が多くなる為、各国は国際収支制約に大きく煩わされずに完全雇用政策を実施する事ができるようになった。

こうして先進工業国は一斉に経済を拡大し、やがてインフレの同時進行と世界インフレの激化を招く事になる。

西欧諸国や日本は米国より一步遅れて、70年の後半から財政規模を拡大し、金融緩和を推進してきた。その結果、景気は72年上期から急速に回復しはじめ、同年秋以降、欧米先進国の景気は同時的、加速度的に上昇した。先進工業国の同時的急成長⁽¹²⁾は、需給ギャップを急速に縮小させて、ディマンド・プル型のインフレを激化させるとともに、世界的な一次産品の需要増加によって輸入価格の急騰をもたらした。世界インフレの激化に拍車をかけたのは、金との交換を断たれた膨大な過剰ドルの存在とインフレ心理の定着である。過剰ドルの集中するユーロダラー市場は、70年代を迎えて急速に膨張し、69年末の500億ドルから72年末には1,050億ドルと倍増し、更に73年末には1,550億ドルになった。ユーロダラーは70年前後から多国籍企業によって為替投機に使用され、やがて金投機や一次産品の投機にも使用されて世界各国を駆け巡り、金や一次産品の価格を急騰させた。価格の弾力性が低い一次産品は需給が窮迫すると投機を誘発し、物価上昇に拍車をかける事になる。国際原材料市況の動向を示すロイター商品相場指数(1931年=100)は実需に投機筋の仮需要が加わって72年7月以降上昇の一途を辿り、同年の40%上昇に続き73年は実に83%の上昇を記録した。一次産品の国際価格急騰は、輸入品の価格上昇を通じて世界各国に波及し、第3表に示す通り、72年から73年にかけて各国の卸売物価を押し上げる有力な要因となった。国際商品相場の急騰にはじまるコスト・プッシュ型の輸入インフレは、73年秋の石油危機を契機に実施された原油価格の大幅引き上げによって助長され、それ以後先進工業国は

輸入インフレーションと株価

卸売物価の二桁上昇と不況に苦しむようになった。

第3表 主要国の卸売物価及び消費者物価の推移 (前年同期比上昇率%)

	国名	1961~65 年平均	1966~70 年平均	1971年	1972年	1973年	1974年 第1,4 半期	1974年 第2,4 半期	1974年 第3,4 半期
卸 売 物 価	米 国	0.4	2.7	3.2	4.6	13.8	17.4	15.9	19.3
	英 国	2.8	3.6	7.8	5.3	7.4	15.3	24.0	25.4
	西 独	1.4	0.7	4.3	2.6	6.6	11.1	12.8	—
	フランス	2.3	3.6	2.1	4.6	14.7	30.3	37.1	—
	イタリア	2.7	2.6	3.4	4.1	17.0	39.2	43.0	—
	日 本	0.4	2.2	△0.8	0.8	15.9	35.5	35.5	21.9
消 費 者 物 価	米 国	1.3	4.2	4.3	3.3	6.2	9.8	10.7	11.6
	英 国	3.7	4.6	9.4	7.1	9.2	12.8	16.0	17.0
	西 独	3.0	2.6	5.3	5.5	6.9	7.4	7.1	7.0
	フランス	3.8	4.4	5.5	5.9	7.3	11.3	13.6	—
	イタリア	4.8	3.0	4.8	5.7	10.8	14.5	16.4	—
	日 本	6.2	5.5	6.1	4.5	11.7	28.5	23.8	24.8

(資料) I.M.F. International Financial Statistics

先進工業国は一次産品価格の高騰によって、激しいインフレと国際収支の悪化に見舞われ、厳しい総需要抑制策の実施を余儀なくされたのである。厳しい引き締め政策によって、総需要は停滞乃至減少したが、急上昇した物価水準は、なかなかその勢いに衰えを見せず、74年以降、世界各国は、再びスタグフレーションの同時進行に悩まされるようになったのである。

注

- (1) 米国に於いては失業率 4%をもって完全雇用と云う。
- (2) ベトナム戦争に依る米国の軍事支出は65~70年で 1,114億ドルにのぼり、インフレの高進と国際収支の悪化をもたらした。
- (3) フランスでは68年後半から賃金の上昇率が2桁になりイタリア、英国、西独も70年には2桁になった。
- (4) 現金通貨に要求払いの預金を加えたもの。
- (5) 古米淑郎教授編「第二次大戦後のアメリカ経済」ミネルヴァ書房 47頁
- (6) 金の価格を国際公定価格と自由市場価格の二本建てにする制度

輸入インフレーションと株価

- (7) 前掲書 74頁
- (8) 前掲書 92頁
- (9) 輸出国の在庫減少政策に世界的不作が加わり農産物の価格が急騰する一方、先進工業国の同時的経済拡大に依って工業原材料の価格も大幅に上昇した。
- (10) 前掲書75頁。
- (11) 小林進氏「世界を覆う調整インフレ」昭和48年11月 6 日の日本経済新聞
- (12) O.E.C.D. に加盟している主要 7 ヶ国の実質成長率は72年下期には 6.1%であったが、73年上期には 8.4%に上昇した。

第 3 章 日本の輸入インフレ

我が国は、50年代の後半以降、重化学工業を中心に設備投資を積極的に行なうて、経済を発展させてきた。技術革新投資は、大企業のプロダクティビティを著しく上昇させて重化学工業品の競争力を強化すると同時に、供給力を拡大した。

製造業のプロダクティビティが大幅に上昇した日本⁽¹⁾では、消費者物価こそ欧

第 4 表 輸出価格の国際比較

1960年=100

年	米 国	英 国	ヨーロッパ 工業国	カナダ	日 本
1960	100	100	100	100	100
61	102	100	101	96	96
62	101	101	101	94	93
63	101	104	102	94	95
64	102	106	104	95	96
65	105	109	105	97	96
66	108	113	107	101	96
67	111	113	106	103	96
68	112	105	105	106	97
69	116	109	108	108	99
70	122	116	115	114	105
71	126	128	121	119	108
72	131	142	134	125	119

(注) ヨーロッパ工業国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フランス、西独、イタリア、オランダ、ノールウェー、スウェーデン、スイスの10ヶ国

(資料) International Financial Statistics.

輸入インフレーションと株価

第5表 日米間の貿易収支動向（単位 1,000,000ドル）

年	金 額
1960	192
61	684
62	56
63	216
64	241
65	(-)333.7
66	(-)599.0
67	(-)303.7
68	(-)1,100.1
69	(-)1,398.5
70	(-)1,223.3
71	(-)3,206.0

（注）（-）は米国の貿易収支赤字

（資料） Survey of Current Business

米諸国以上に上昇したが、卸売物価や輸出物価は落ち着いた動きを示した。欧米諸国の輸出物価は、第4表の通り、上昇傾向を示し、特に米国のそれは、インフレの激化を反映して65年以降上昇のスピードを増してきた。

欧米諸国とは異なり、日本の輸出物価は60年代に横這い乃至若干の低下を示した。

こうして日米間にインフレ格差が生じ、年を追うに従ってその差が拡大してきた結果、日米間の貿易収支は、第5表の通り、64年迄日本の赤字が続いていたが、65年に黒字に変わり、それ以後、日本の黒字幅を拡大した。

米国のインフレが海外に波及し、世界的インフレーションへと広がって行った68年以降は、海外需要の堅調を反映して日本の輸出は米国向けを中心に大幅な伸びを示した。

その結果、日本の国際収支は第6表の通り69年頃から黒字基調が定着した。

輸出と設備投資にリードされた60年代後半の高度成長は、雇用の機会を増加させ、第7表に示す通り、期を追う毎に有効求人倍率⁽²⁾が高くなり、68年頃には完

輸入インフレーションと株価

第6表 日本の国際収支

(単位 1,000,000ドル)

年	輸出	輸入	貿易 収支	貿易外 収 支	移転 収支	経常 収支	長期資 本収支	基礎 収支	短資・ 誤差脱	総 収	合 支
1965	8,332	6,431	1,901	△ 884	△ 85	932	△ 415	517	△112		405
66	9,641	7,366	2,275	△ 886	△135	1,254	△ 808	446	△109		337
67	10,231	9,071	1,160	△1,172	△178	△ 190	△ 812	△1,002	431	△	571
68	12,751	10,222	2,529	△1,306	△175	1,048	△ 239	809	293		1,102
69	15,679	11,980	3,699	△1,399	△181	2,119	△ 155	1,964	319		2,283
70	18,969	15,006	3,963	△1,785	△208	1,970	△1,591	379	995		1,374
71	23,566	15,779	7,787	△1,738	△252	5,797	△1,082	4,715	2,962		7,677
72	28,032	19,061	8,971	△1,883	△464	6,624	△4,487	2,137	2,604		4,741
73	36,264	32,576	3,688	△3,510	△314	△ 136	△9,750	△9,886	△188	△10,074	
74 第1, 4 半期	10,104	11,939	△1,835	△1,394	△ 45	△3,274	△1,591	△4,865	728	△	4,137
74 第2, 4 半期	13,484	14,305	△ 821	△1,418	△138	△2,377	△1,045	△3,422	357	△	3,065
74 第3, 4 半期	14,696	13,083	1,613	△1,620	△ 60	△ 67	△ 587	△ 654	59	△	595
74 第4, 4 半期	16,222	13,551	2,671	△1,456	△ 46	△1,169	△ 730	439	519		958

(資料) 国際収支統計月報

全雇用を実現させた。

こうして我が国は、69年頃から労働力不足・外貨過剰型の経済に移行したが、依然民間設備投資・輸出リード型の高度成長が続いた為、生産能力がかなり増加したにもかかわらず国内需要の高い伸びと輸出の大幅増加によって69年以降需給が逼迫し、卸売物価は69年1月の105.6(40年=100)から70年4月の111.7迄15ヶ月間の連騰を記録するとともに外貨準備も69年末には35億ドル近く迄増加した。

世界インフレが進行し、海外の物価が上昇傾向にある時は、輸出入物価の騰貴を通して輸入インフレの影響を受ける事になる⁽³⁾。その上、労働力不足、外貨過剰型の国は、固定レートを堅持する限り、輸出を刺激して、輸出超過に伴う外貨準備の急増と超過需要の発生を通してディマンド・プル型の輸入インフレを招き国内の物価上昇に拍車をかける事になる。即ち、国際収支の黒字不均衡が定着した国は、固定レートを維持する限り、インフレの進行と国際収支の黒字という内

輸入インフレーションと株価

第7表 一般労働力需給（季節修正値）

（単位：千人・倍）

	有効 求人数	有効 求職数	有効求 人倍率		有効 求人数	有効 求職数	有効求 人倍率
1964年 1～3月	1,017	1,314	0.77	67年 1～3月	1,072	1,195	0.90
4～6月	1,009	1,302	0.77	4～6月	1,126	1,168	0.96
7～9月	1,068	1,281	0.83	7～9月	1,210	1,141	1.06
10～12月	1,033	1,264	0.82	10～12月	1,241	1,131	1.10
65年 1～3月	927	1,265	0.73	68年 1～3月	1,239	1,126	1.10
4～6月	806	1,242	0.65	4～6月	1,224	1,126	1.09
7～9月	723	1,243	0.58	7～9月	1,259	1,122	1.12
10～12月	701	1,239	0.57	10～12月	1,288	1,108	1.16
66年 1～3月	771	1,226	0.63	69年 1～3月	1,311	1,091	1.20
4～6月	861	1,219	0.71	4～6月	1,364	1,086	1.26
7～9月	931	1,207	0.77	7～9月	1,432	1,083	1.32
10～12月	1,019	1,197	0.85	10～12月	1,525	1,070	1.43
				70年 1～3月	1,541	1,050	1.47

（資料）労働省

外の不均衡に悩まされる事になる。

そこで、インフレを抑制する為、総需要抑制策が発動されると国際収支の黒字拡大が促進され、逆に国際収支の均衡を図れば、インフレを加速する事になる。

内外均衡を同時に図るには、国際収支均衡に為替政策を割り当て、国内均衡には財政・金融政策を割り当てる事が望ましい。

ところで69年の日本経済には、既に国際収支の黒字不均衡が定着していたので、輸入インフレを阻止する為に、円レートの切り上げ乃至フロートに踏み切る事が望ましかった。しかし、政策当局は輸入インフレへの配慮を欠き、69年9月から70年10月迄卸売物価の上昇を抑制する為、金融引き締め政策を実施した。その結果、70年の後半から71年にかけて景気が後退し、それに伴って卸売物価は70年5月をピークに下降に転じ、71年には0.8%下落したが、国際収支の方は、70年10月以降輸出圧力が働き、輸出の増加が加速化する一方、輸入は横這い基調に変わった為、貿易収支の黒字幅拡大に拍車がかかり、更に、内外金利差の拡大に基づく外人社債投資の増大や円切り上げを見越した投機資金の流入も加わって71

輸入インフレーションと株価

年の総合収支は76億ドルという大きな黒字を記録した。国際収支の大幅黒字は米国を中心とする海外諸国の円切り上げ圧力を高くして、ようやく71年12月の多国間通貨調整により1ドル360円から308円に円が切り上げられた。しかし、切り上げの時期が遅く、かつ切り上げ幅も不十分だった為、国際収支の基礎的不均衡を解消する事ができず、72年も輸出の大幅増加が続き71年を上回る貿易収支の黒字を記録した。そこで72年後半から円の再切り上げが論議されるようになったが、日本政府は前回同様、円の再切り上げ阻止を意図して、71年末を底に72年には景気が回復——上昇と順調に進んでいるにもかかわらず同年6月には第六次公定歩合引き下げを実施する一方、72—73年度の予算もそれぞれ景気刺激型・景気積極型に編成するなど、調整インフレ政策⁽⁴⁾を推進した。こうして政府は国際収支の構造的な不均衡が存在するにもかかわらず、69年以降固定為替レートの維持を至上命令として経済運営を行なった結果69年の総需要抑制策が黒字幅の拡大に拍車をかけ、71—72年の総需要拡大政策が、インフレを加速する事になった。71年には国際収支の黒字拡大に伴って4兆3,997億円、72年も1兆7,366億円の本源的預金が発生し、これを基礎に信用創造が行われて、71年及び72年における全国銀行の貸出増加額はそれぞれ9兆5,687億円、12兆5,513億円にのぼった。銀行貸出を主因とする預金通貨の著しい伸びに日銀券の大幅増加が加わって71年度及び72年度の通貨供給量は前年度に比べそれぞれ22.5%、26.8%の伸びとなった。こうした異常な通貨供給量の増加は巨額の過剰資金を発生させて、商社を中心とする大企業の投機活動を活発にする一方、国民にインフレ心理を植えつけて物価上昇を加速化させた。即ち、国際収支の黒字に伴う大幅金融緩和で、保有資金量が豊富になった企業は、先ず定期預金を増加する一方、期待収益率の高い株式や土地に投資を行ない、次いで景気回復が進展すると、在庫投資を積極的に推進し、特に商社等は供給制約から確実に期待収益率が高くなった木材や天然繊維、農産物等に投機的な買い付けを行なって物価急騰のきっかけを作った。こうして72年夏以降卸売物価が急騰し、地価や株価の上昇が激しくなると、土地や株式だけでなく繊維や穀物等の商品相場も投機取引の活発化によって同年秋以降過熱した。

輸入インフレーションと株価

こうした投機は通常の市場行動とは逆に、価格が上れば上るほど供給が抑制気味となる一方、需要が増加して市場の取引量がふえるとともに価格をつり上げる事になった。こうなると企業や個人にインフレ心理が醸成され、物価の先高を見越して企業は商品の販売価格をつり上げ、消費者は買い急ぐ結果、現実の物価を更に押し上げる事になる。

ディマンド・プル型の輸入インフレは、我が国が73年2月に再び変動相場制に移行⁽⁵⁾した事により、国際収支の黒字不均衡が解消して、一応阻止された。しかし、先進工業国の同時的経済拡大とドルの信認低下に基づく世界的換物運動が世界インフレを激化させて第8表の通り一次産品価格の急騰をもたらし、我が国の輸入物価を上昇させた。こうして73年以降コスト・プッシュ型の輸入インフレが日本の卸売物価急騰に拍車をかける事になった。

第8表 世界輸出価格の推移 (1963年=100 単位%)

年	一次産品価格(A)	工業製品価格(B)	(B)/(A)
1965年	103	103	100.0
66	104	106	101.9
67	101	107	105.9
68	100	107	107.0
69	104	110	105.7
70	108	117	108.3
71	115	124	107.8
72	130	134	103.0
73	186	155	83.3
1973年 1～3月	155	142	91.6
4～6月	174	153	87.9
7～9月	197	164	83.2
10～12月	221	164	74.2

(資料) 経済企画庁

即ち、73年以降内外景気が急速に上昇し、やがて過熱化した為、第9表に示す通り卸売物価は急速に上昇率を高めて行ったが、国際商品市況や原油の高騰を反

輸入インフレーションと株価

映して上昇率の28%から72%が海外要因に基づくものであった。

第9表 卸売物価の変動とその要因

(単位 %)

		1973 年				1974年
		1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
卸売物価総平均前期比上昇率		4.83	3.37	5.18	8.68	14.64
賃 金 要 因		-0.03	0.03	0.03	0.18	0.11
海外 要因	原油以外に依る分	3.35	1.30	3.21	2.45	5.38
	原油に依る分	-0.01	-0.33	0.35	1.32	5.19
需給 要因	需給に依る分	0.95	1.51	2.52	2.69	2.24
	価格上昇期待に依る分	0.44	0.71	0.71	0.86	1.02

(資料) 経済企画庁

特に主要国通貨のフロートにより、原材料品投機が活発化した1—3月期、O. P. E. C. 諸国の原油価格引き上げや米国の穀物輸出規制⁽⁶⁾をきっかけに再び一次産品投機が活発化した7—9月期及び第四次中東戦争を契機に原油の供給削減と価格の大幅引き上げが実施された10—12月期以降には海外要因による上昇分が非常に高くなっている。

我が国は一次産品価格の急騰によって交易条件が悪化し、インフレの激化と国際収支の赤字を招く事になった。そこで政府及び日銀は物価を抑え、国際収支の改善を図る為、厳しい総需要抑制策を長期間継続して行なった。その結果、74年には物資の需給が緩和し、物価も鎮静化の方向に向かう一方、国際収支も同年9月以降輸出の好調と輸入の停滞により黒字に転換したが、実質 G. N. P. は戦後初のマイナスを記録した。

注

- (1) 昭和48年版の経済白書に依れば、日本に於ける製造業平均のプロダクティビティ上昇率は1960年代前半が30.1%，後半は89.0%で、いずれも欧米諸国の上昇率をはるかに上回った。
- (2) 有効求人数を有効求職者数で割った比率で労働需給の状況を示す指標である。
- (3) 昭和45年版の経済白書に依れば、1969年の輸入価格は3.8%騰貴したが、輸出価格

輸入インフレーションと株価

はそれを上回る4%の上昇を示した為、輸出入価格の変動に基づく価格効果は貿易収支と企業利潤にプラスに作用した。

- (4) 国際収支の黒字不均衡が存在する場合、為替レート切り上げの外圧を回避する為、総需要を積極的に拡大して国際収支の均衡を図る政策である。
- (5) 日本の第一次円フロートは1971年8月28日から円の切り上げが実施された同年12月20日の前日迄行われた。米国の新経済政策発表後わずか2週間で40億ドルを越す外貨準備の増加を招いた為、ヨーロッパ諸国に倣い日本も変動相場制に踏み切ったのである。
- (6) 米国は73年7月に国内消費量を確保する為、大豆や綿実の輸出を規制し、カナダやオーストラリア、E.C. 諸国もこれに倣って飼料や食用油、小麦などの輸出規制を行った。

第4章 日本の輸入インフレと株価

前章で述べたように、積極的な技術革新投資によって競争力を強化し、供給能力を拡大した日本の重化学工業は、米国のインフレが世界に広がって行った1968年以降米国向けを中心に輸出を大幅に伸ばした。

世界インフレの進行は、輸出の増加による超過需要の発生と国際収支の黒字に伴う国内通貨量の増大並びに輸出入価格の騰貴を通して69年以降日本の卸売物価上昇に拍車をかけたが、企業経営には、販売数量の増加と原材料費の上昇を上回る製品価格の上昇を通して利潤の増加要因になった。

日銀統計局の主要企業経営分析によれば、69年度における製造業の企業利潤は上期が12.0%の増益、下期も上期を更に上回る15%の増益となった。こうした高水準の増益率を記録したのは、内外需要が大幅に伸びた為、企業の生産量が拡大して人件費や資本費の上昇を吸収する一方、需給の逼迫によって製品価格の上昇が原材料費の上昇を上回った為である。企業業績の向上による株式価値の上昇と国際収支の堅調に基づく通貨価値の強化は、外人投資家の日本株投資を活発化させて国際収支の黒字幅を更に拡大する一方、外資主導型の相場を形成させた。外人の日本株投資は、68年3月の国際通貨不安を契機に急増し68年の外人投資額は第10表に示す通り全国ベースで買いが1,300.1億円、売りが628.9億円、差し引き671.2億円の買い越しとなり、それに59.8億円の増資払込が加わって731.0億円

の純増を記録した。

69年には西欧からの投資に加えて米国証券市場の不振と金利平衡税の引き下げに基づく米国投信の株式取得が増加したので、外人投資はその勢いを増し、4,819.0億円の株式買いに対し売りが2,684.6億円で差し引き2,134.4億円の買い越しとなり有償増資払込額126.9億円を加えて2,261.0億円の純増を記録し68年の純増額に比べ3倍以上に増加した。

上記のように68年3月の外人投資をきっかけに日本の株式市場が活発になり、エレクトロニクス・住宅建設・事務器・薬品など外人の投資対象になった銘柄が軒並み急騰するようになると、日本の投資家も外人投資のありそうな銘柄を先回りして買うなど投機的仮需要も増大して株価をあおり、東証第一部上場株式の修正平均株価は68年が431円騰貴し、特に69年は644円、率にして38%上昇し、世界最高の騰貴率を記録した。

外人投資の70%近くを占める海外投信が日本株投資に積極的なのは、世界インフレが進行する中で、円の価値が年を追って強化され、しかも企業の成長力が豊かである事が高く評価された為である。

上記のように68年から69年にかけて外人投資を軸とする優良株中心の相場が開かれるにつれて株価収益率が投資の尺度として定着して行った。株価収益率を株式評価に使用した場合、株式利回りが一株当りの予想配当金を資本還元して株価としたのに対し、株価収益率では一株当り予想利益の現在価値を示すのが株価であるから当然収益力が高く、成長力のある企業の株式は株式利回りを尺度に投資した時よりも高価格で取得されるようになる。したがって68年以降外人投資が急増し、株価収益率が普及するにつれて日本の株価形成に大きな変化をもたらし、69年末には3,720円のソニー株を筆頭に、東京電化と松下通信の2社が2,000円銘柄、そして1,000円銘柄は大和ハウス・アルプス電機など13銘柄にのぼった。これは欧米の機関投資家が株価収益率を基準に一株当り利益とその成長力にポイントを置き第11表に示す通り、資本金税引利益率が高くしかもその伸びが大きいエレクトロニクス（ソニー・松下電器・パイオニア・立石・富士通・日本電気・日

輸入インフレーションと株価

() 内の数値は有償増資払込額

第10表 株式需給実績 (全国ベース)

		1964年	1965年	1966年	1967年	1968年
資金調達額		5,314.1	1,173.6	2,116.4	2,021.1	3,147.4
総売買高		48,295.3	57,829.8	75,705.8	62,814.1	117,231.6
投信	売り	2,560.2	4,148.2	4,612.1	2,664.0	3,617.6
	買い	1,887.6	2,261.4	2,556.0	1,021.0	2,828.2
	差額	△ 672.6	△ 1,886.8	△ 2,056.1	△ 1,643.0	△ 789.4
	純増減	△ 220.2 (452.4)	△ 1,766.2 (120.6)	△ 1,976.7 (79.3)	△ 1,592.6 (50.4)	△ 704.4 (85.1)
外人	売り	496.2	452.7	491.2	349.3	628.9
	買い	299.6	161.9	235.8	327.0	1,300.1
	差額	△ 196.6	△ 290.8	△ 255.4	△ 22.3	671.2
	純増減	△ 103.2 (93.4)	△ 270.6 (20.4)	△ 217.7 (37.7)	13.8 (36.1)	731.0 (59.8)
事業・その他法人	売り	1,585.8	1,497.1	1,676.7	1,188.8	6,319.2
	買い	4,570.5	3,954.3	1,859.5	2,137.0	3,591.0
	差額	2,984.7	2,457.2	182.8	948.2	△ 2,728.2
	純増減	3,901.2 (853.4)	2,683.6 (226.4)	587.5 (404.8)	1,338.7 (390.5)	△ 2,103.5 (624.8)
保険	売り	168.6	322.2	288.2	271.2	459.9
	買い	574.0	776.6	2,432.2	2,222.1	1,901.0
	差額	405.4	454.4	2,144.0	1,950.9	1,441.1
	純増減	894.5 (489.1)	577.9 (123.5)	2,399.5 (255.5)	2,221.3 (270.1)	1,879.4 (438.2)
銀行等	売り	96.8	142.5	101.5	687.7	195.4
	買い	402.0	384.3	1,061.7	1,597.6	1,336.1
	差額	305.2	241.8	960.2	909.9	1,140.7
	純増減	812.6 (507.4)	368.8 (127.1)	1,218.9 (258.6)	1,190.3 (280.3)	1,595.3 (454.6)
個人	売り	19,925.6	25,823.4	36,059.1	32,278.2	62,951.3
	買い	16,043.3	24,496.9	35,187.3	30,164.9	63,366.8
	差額	△ 3,882.3	△ 1,326.5	△ 871.8	△ 2,113.3	415.5
	純増減	△ 1,362.8 (2,123.6)	△ 818.9 (507.7)	88.0 (959.8)	△ 1,235.9 (877.5)	1,752.1 (1,336.7)

(資料) 東証統計月報

輸入インフレーションと株価

(単位 億円)

1969年	1970年	1971年	1972年	1973年	1974年
5,064.8	6,812.2	5,369.9	10,340.9	9,216.6	5,363.7
186,748.3	120,302.6	188,511.6	288,137.9	201,385.8	159,332.9
8,347.2	2,110.1	2,788.8	4,552.9	4,137.2	2,713.1
3,912.6	2,508.8	2,754.4	4,578.3	3,473.5	4,154.1
△4,434.6	398.7	△ 34.4	25.4	△ 663.7	1,441.0
△ 745.6	497.8	30.5	105.4	△ 571.1	1,496.0
(96.4)	(99.2)	(65.0)	(80.0)	(92.7)	(55.0)
2,684.6	3,008.7	3,932.3	7,257.2	6,777.0	5,353.4
4,819.0	3,322.8	5,409.7	8,134.8	4,874.1	1,863.5
2,134.4	314.1	1,477.4	877.6	△1,902.9	△3,489.9
2,261.0	529.3	1,662.2	1,257.5	△1,575.0	△3,335.4
(126.9)	(215.4)	(184.8)	(380.0)	(328.0)	(154.5)
5,809.3	4,450.8	6,546.4	21,511.5	20,280.7	15,044.9
5,885.0	3,712.1	7,618.7	27,317.8	24,566.7	14,541.0
75.7	△ 738.7	1,072.3	5,806.3	4,286.0	△ 503.9
1,162.9	769.3	2,332.1	8,356.4	6,765.5	986.2
(1,087.2)	(1,508.0)	(1,259.8)	(2,250.1)	(2,479.6)	(1,490.8)
454.6	768.1	1,058.1	1,689.7	1,201.9	1,128.8
1,502.0	1,347.0	2,752.2	3,789.5	2,169.1	2,477.9
1,047.4	578.9	1,694.1	2,099.8	967.2	1,349.1
1,790.2	1,600.1	2,523.7	3,748.1	2,448.3	2,201.8
(742.8)	(1,021.1)	(826.1)	(1,648.3)	(1,481.1)	(852.7)
335.3	871.7	948.8	3,377.2	2,540.8	1,821.8
1,108.0	1,054.1	3,228.6	5,704.1	3,845.2	2,693.8
772.7	182.4	2,279.8	2,326.9	1,304.4	872.0
1,573.8	1,253.7	3,146.5	4,111.1	2,959.3	1,850.9
(801.2)	(1,071.4)	(866.8)	(1,784.2)	(1,655.0)	(978.9)
104,301.3	64,299.3	108,526.9	170,918.5	127,101.7	95,626.5
101,675.7	64,011.8	102,892.3	162,193.9	124,103.8	96,752.4
△ 2,625.6	△ 287.5	△ 5,634.6	△ 8,724.6	△ 2,997.9	1,125.9
△ 508.7	2,515.6	△ 3,524.7	△ 4,949.5	72.0	2,879.5
(2,116.8)	(2,803.1)	(2,110.1)	(3,775.0)	(3,069.9)	(1,753.6)

輸入インフレーションと株価

第11表 東証第1部資本金税引利益率

	1967年 9月期	68年 3月期	68年 9月期	69年 3月期	69年 9月期	70年 3月期	70年 9月期	71年 3月期
食 品・水 産	19.4	26.3	26.8	30.2	28.8	31.9	32.4	34.6
織 維	22.8	25.6	26.8	28.5	31.2	33.3	33.5	23.6
パ ル プ・紙	14.9	16.5	17.0	20.1	22.2	26.8	28.8	20.4
化 学	15.5	16.0	19.0	18.2	21.0	22.2	20.8	17.1
医 薬 品	44.9	52.6	58.7	68.8	75.1	77.2	76.7	69.2
石 油	9.9	16.1	15.0	17.1	14.6	25.3	23.8	27.5
ゴ ム 製 品	11.7	10.9	12.2	12.7	21.0	21.9	19.3	21.0
ガラス・土石	27.1	26.7	22.3	22.1	25.0	28.7	27.2	26.9
鉄 鋼	13.1	11.9	11.6	13.1	15.3	17.2	16.5	12.5
非 鉄 金 属	24.4	22.4	25.3	27.4	24.3	21.9	22.1	18.0
機 械	21.9	19.1	30.9	34.9	36.5	38.5	40.6	35.6
電 気 機 器	18.7	22.5	26.8	30.3	30.9	30.4	28.1	20.6
造 船	13.5	14.7	16.3	17.5	18.6	18.7	20.2	20.6
自 動 車	24.7	35.4	36.3	39.4	41.8	46.8	39.3	48.3
その他輸送用機器	24.7	35.4	36.3	39.4	34.0	16.6	44.4	29.9
精 密 機 器	28.1	29.9	40.9	40.4	44.0	51.2	52.2	44.6
その他製造	25.5	23.3	10.9	19.6	28.5	28.1	8.5	24.0
製造業平均	17.81	19.75	21.86	23.95	25.57	26.79	26.47	22.51
金 属 鉱 山	17.1	18.5	16.5	19.3	20.1	22.0	18.2	9.3
建 設	41.1	42.9	51.4	56.4	61.8	69.8	72.8	70.0
商 業	21.1	22.1	24.0	27.4	30.0	30.2	30.7	30.2
不 動 産	18.6	19.5	18.6	20.5	24.7	36.4	27.5	28.0
電 鉄	14.3	13.8	13.2	12.8	13.3	13.2	12.7	13.4
倉 庫	17.4	17.7	18.4	19.9	22.1	21.8	21.7	21.9
電 力	11.2	11.6	11.4	11.9	11.7	12.5	12.7	12.2
通信・サービス	28.8	28.7	28.9	19.4	—	44.2	46.4	46.3
非製造業平均	13.58	14.77	14.87	14.65	15.45	18.37	18.40	17.83
全産業平均	16.22	17.81	19.04	20.01	21.43	23.38	23.19	20.62

(資料) 和光証券

立), 住宅建設 (大和ハウス・永代産業・鹿島建設), 薬品(武田・藤沢・山ノ内), 省力 (小松・日立工機), 光学・事務機 (日本光学・キャノン・リコー・オリンパス) 等の株式に選別集中投資を行ない, これに国内投資家の追随買いが加わっ

た為である。

株価形成の基準が利回りから株価収益率に変化すると、増資に基づく資本金の成長はあまり材料にならず、1株当たり利益の大小と予想利益成長率の大小が株価変動要因となる。

1株当たり利益と予想利益成長率がともに大きい高収益会社の株式は高水準に買い進まれ、逆に両方とも小さな企業の株式は低水準に放置される事になる。

事実69年の株式相場は成長力の豊かな株式が買われ著しい株価上昇を示した反面、大型株は上昇から取り残されてしまった。

こうして69年に発生したディマンド・プル型の輸入インフレは外貨準備を累積させて円の価値を高めると同時に企業利潤を増大させ、日本の株式市場に外資を導いて株価収益率を投資基準としたキャピタル・ゲイン追求型の相場を展開させたが同年秋に発動された金融引き締め政策が浸透するにつれて鎮静化した。しかし、金融引き締め政策が景気後退と国際収支の黒字幅拡大を引き起こして、海外の円切り上げ圧力を高め、それを回避する為71年から72年にかけて実施した調整インフレ政策は物価上昇を加速化させて商社を中心とする大企業の投機活動を刺激し、72年以降の激しい輸入インフレを招く素地を作ってしまった。

72年以降の輸入インフレは、国際収支の黒字に伴う大幅金融緩和でスタートした。

71・72の2年間に6兆1,000億円を越す外国為替資金の支払超過があり、これを基礎に信用創造が行われて全国銀行の貸出増加額は22兆1,200億円に及んだ。

こうした大幅な金融緩和を背景に第12表に示す通り、金融機関や事業会社が系列化投資を積極的に行ない、やがて景気が上昇し、企業業績も本格的な立直りを見せると株式投機を活発に行ない国内法人主導型の相場を展開した。その結果、株価は71年11月6日を底に上昇に転じ、途中72年6月下旬にはボンドのフロートによって一時的に下落したが、直ちに反発した後、急ピッチの上昇を続け73年1月24日には、ダウ平均で5,359円74銭、東証第一部株価指数で422.48のピークをつけ15ヶ月弱の間にダウ平均で2.41倍、株価指数で2.47倍の上昇を記録した。

輸入インフレーションと株価

株価の大幅上昇により、利回りは低下の一途を辿る一方、株価収益率の倍率は

第12表 主要11社委託者別差引売買高（東証第1部）

（単位 1,000,000株）

年 月	個 人	生保・ 損 保	金融機関	事業法人	投資信託	海 外 投資家	その他
1971年	△1,073	365	481	279	0	273	38
72年	△1,957	474	528	1,281	142	△165	95
72年 1～3月	△ 505	295	336	230	△ 56	△153	△ 6
4～6月	△ 292	114	141	232	△ 28	△ 9	21
7～9月	△ 639	29	40	275	169	85	△ 4
10～12月	△ 521	35	12	544	57	△ 88	84
73年 1～3月	△ 158	40	26	227	△121	△133	△ 23

（注）委託者別に総買付株数から総売付株数を差し引いたもので△は売り越しを示す。

（資料）大蔵省証券局

一貫して上昇を続け、株価がピークをつけた73年1月には利回りが1.71%という低水準になり、株価収益率は23.11倍を記録した。

上場株式の時価総額も72年1月には22兆7,776億円であったものが、73年1月には46兆3,832億円と、わずか一年間に2倍以上になった。

ダイヤモンド・プル型の輸入インフレが本格化した72年後半から売買高も急増し、同年前半は2億株台の水準にあった東証第一部一日平均売買高は、7～9月には3億株台、10月4億株台、11月5億株台と急ピッチで増加し、73年1月には626,152,000株を記録している。

以上のように株式市場が活況を続け、株価が棒上げを演じたのは、国際収支の黒字不均衡によって激増した過剰資金が大企業や大口資産家を通して株式市場に向かう一方、卸売物価の急騰が製品価格の引き上げによって企業利潤の増大に寄与した為である。日銀統計局の「主要企業⁽¹⁾経営分析」によれば、72年度上期の売上高及び純利益は、それぞれ5.4%増、5.2%増と同じ程度の伸びを示したが、下期は13.8%の増収率に対し、増益率は同調査開始後もっとも高い41.0%増を記録した。特に鉄鋼の純利益は2.6倍以上の増加を示したので、72年後半から鉄鋼

輸入インフレーションと株価

株を中心とするスケールの大きい大型株相場が展開され、東証第一部の大型株価指数は71年12月に178.75であったものが72年12月には389.35となり1年間に2.2倍弱の上昇を示した。大型株相場をリードした新日鉄の株価は72年前半はほとんど動意を見せなかったが後半から急上昇を示し、わずか半年の間に2.6倍になった。

同株の72年中の売買高は46億株を記録し、東証年間売買高で首位になったが、その90%にあたる41億株は7月以降のものであった。しかし、こうした株価の上昇基調も73年1月末の国際通貨危機によって終止符を打ち、輸入インフレがディマンド・プル型からコスト・プッシュ型へと変貌するにつれて株価は下降線を辿って行った。

73年には、2月に円がフロートしたので国際収支の黒字を通ずる輸入インフレは一応遮断されたが、国際商品市況の急騰に続き同年末から74年初めにかけて原油価格が四倍に上昇するなど、コスト・プッシュ型の輸入インフレが激化して74年第1.4半期の卸売物価は前年同期比で35.5%も上昇した。インフレの激化は経済政策の転換を促し、日銀は73年1月から74年1月迄に公定歩合⁽²⁾及び預金準備率をそれぞれ5回ずつ引き上げる一方、窓口指導を厳しくし、商社や建設・不動産などに選別的な融資規制を行なった。政府も73年度予算の公共事業支出の一部を繰り延べ、次いで74年度一般会計予算の伸び率を19.7%に圧縮する措置をとった。

コスト・プッシュ型の輸入インフレは、国際収支を悪化させる為、総需要抑制策が長期化する一方、コスト・アップが企業収益を圧迫するので株価にとってマイナスに作用する。それ故、ダウ平均株価は73年1月24日の5,359円74銭をピークに、相場のアヤを繰り返しながら下降を続け、同年12月18日の3,958円57銭迄1,401円、率にして26.2%下落した。東証株価指数も422.48から284.69へと32.8%下落した。その後の株価は、74年の前半に反発したが、株式市場をとりまく環境が非常に悪い為、再び下降し、同年10月9日には、ダウ平均で3,355円13銭、株価指数で251.96を記録した。ピークをつけた73年1月24日の株価と比較すると、ダウ平均で37.4%株価指数で40.6%の下落となった。

輸入インフレーションと株価

第13表 主要業種の収益

業 種	社 数	増 収 率					
		1972年 9月期	73年 3月期	73年 9月期	74年 3月期	74年 9月期	75年 3月期
食 品	15	4.9	5.4	13.2	14.8	16.5	6.7
織 維	10	5.4	7.0	13.0	16.7	△0.8	△9.5
紙 ・ パ ル プ	12	6.3	15.8	16.9	24.5	8.1	△16.4
化 学	38	6.9	13.0	14.0	30.7	7.3	△ 4.6
薬 品	13	6.0	3.3	11.3	12.0	13.1	3.2
石 油	8	△7.3	25.7	△1.6	67.7	36.6	14.5
ガ ラ ス ・ 土 石	12	2.2	16.5	13.9	19.5	5.3	0.5
鉄 鋼	26	7.6	17.7	14.7	14.9	16.2	3.2
非 鉄 金 属 製 品	17	10.7	9.1	24.6	20.5	△1.7	△25.9
機 械	37	5.9	14.5	15.9	14.5	11.8	△ 2.3
電 機	43	5.5	6.6	13.5	10.6	7.5	△ 6.4
造 船	6	2.1	6.6	12.7	3.2	18.9	6.7
自 動 車 ・ 部 品	18	8.2	8.7	7.2	5.6	5.8	9.8
その他輸送用機器	7	13.8	13.0	12.5	12.6	10.0	3.1
そ の 他 製 造	5	△0.2	25.9	15.1	22.9	△6.4	△10.6
製 造 業 平 均	279	5.1	11.7	12.5	18.0	12.4	0.3
金 属 鉱 山	7	2.2	14.4	21.1	35.6	9.2	△19.9
建 設	14	7.8	9.6	13.7	13.0	7.2	△ 0.2
商 業	24	7.6	18.1	19.1	26.2	12.2	0.1
不 動 産	5	7.9	11.5	10.8	11.0	5.2	6.0
電 鉄	13	9.8	△2.1	10.1	1.8	17.8	6.9
通 運	4	5.1	11.9	14.4	12.6	10.2	△ 0.5
海 運	7	△6.9	24.1	15.4	30.7	28.7	4.6
倉 庫	6	5.9	4.9	21.7	11.1	20.7	2.6
電 力	9	6.9	4.9	9.6	2.8	44.4	13.4
非 製 造 業 平 均	101	7.1	16.3	18.1	23.9	13.8	0.6
1 部 全 業 種 平 均	380	6.3	14.6	16.0	21.7	13.3	0.5

(資料) 日本経済新聞社

売買高も株価が下降線を辿るにつれて急速に細って行き73年9月には一日平均売買高がわずか82,852,000株に減少してしまった。年間通算でも1日平均売買高は2.1億株と72年の3.27億株に比べ35.8%の大幅減少となった。翌74年は、更に

輸入インフレーションと株価

指 標 (東証第1部)

(単位% △は減)

経 常 利 益 増 減 率						税 引 き 利 益 増 減 率					
1972年 9月期	73年 3月期	73年 9月期	74年 3月期	74年 9月期	75年 3月期	1972年 9月期	73年 3月期	73年 9月期	74年 3月期	74年 9月期	75年 3月期
△16.9	20.5	23.3	21.0	13.5	△14.2	△17.9	4.7	△1.0	61.7	5.2	△7.0
94.4	127.8	159.7	△0.3	△47.2	△162.0	—	—	102.1	1.2	△30.4	△84.8
43.3	89.9	57.9	51.8	△11.0	△86.9	29.2	48.0	48.6	32.0	△7.7	△46.1
59.8	37.7	56.5	74.2	△13.0	△53.0	71.6	18.8	42.8	48.9	5.7	△34.5
1.2	9.4	12.6	10.0	13.2	△4.2	△0.4	43.2	△22.3	3.4	5.1	7.3
△46.3	146.9	21.2	△131.3	—	—	△26.3	58.5	22.1	△135.0	—	—
△11.0	46.8	30.7	26.3	△20.7	△24.1	△4.4	27.3	24.4	8.6	△18.4	△13.6
211.6	239.2	52.4	△15.9	△21.9	△0.3	62.8	58.6	65.6	16.7	△26.3	△3.6
51.0	13.7	24.4	14.5	△25.5	△95.4	32.5	17.2	17.9	1.4	△25.8	△55.2
△1.0	30.3	26.8	9.3	△13.3	△26.7	△0.2	17.6	27.3	△2.1	△15.2	△21.7
22.7	21.7	25.6	△10.0	△18.1	△53.4	19.9	28.0	17.4	△8.0	△22.5	△42.8
50.7	28.6	15.7	△18.6	△7.5	△32.4	15.7	△6.2	59.6	2.4	△17.8	10.2
4.0	7.9	△10.8	△32.6	△38.8	47.2	18.3	12.5	4.3	△38.9	△28.9	9.3
24.7	17.3	11.2	△3.4	8.0	△27.4	20.6	17.1	7.4	△2.8	△6.5	20.0
51.2	168.9	23.8	31.0	△36.2	△81.5	—	—	△2.3	35.0	△42.5	△112.4
25.5	47.8	33.1	△5.1	△18.1	△43.7	12.0	36.0	29.6	△1.3	△18.4	△36.1
61.8	9.6	82.4	36.6	△29.3	△76.0	△27.0	74.4	38.7	9.6	△18.5	△36.1
5.7	1.5	7.7	△5.8	13.6	1.2	8.5	△0.9	6.6	△17.1	△3.9	7.1
△7.4	46.0	△0.4	2.5	△18.7	△2.1	29.1	27.1	14.7	0.1	△13.3	△4.1
6.8	5.3	3.3	0.4	9.9	△7.3	6.8	5.8	5.0	0.9	△13.8	△2.0
4.4	5.1	1.2	△20.9	12.8	11.5	6.0	2.8	6.7	△12.7	△1.7	△0.2
△23.9	75.0	3.6	16.6	△22.0	△24.0	2.3	2.8	8.1	0.5	2.4	△15.9
△66.7	300.9	45.3	23.4	11.1	△38.4	2.4	7.7	35.0	△0.8	△6.9	28.7
△8.0	15.6	5.8	18.2	12.9	3.4	△1.3	4.6	4.5	6.6	0.4	0.1
△4.7	7.2	△7.2	△165.0	—	54.4	△7.5	5.3	△2.8	△85.5	572.9	10.1
△6.2	28.0	7.5	△27.0	30.3	△1.6	4.2	11.4	15.0	△27.3	17.5	2.2
10.6	39.9	23.8	△12.1	△5.5	△28.6	8.4	25.3	24.0	△10.6	△8.0	△21.9

減少して一日平均売買高は1.74億株となり73年を13%下回った。株価が棒上げを演じた72年と比べると実に46.8%の減少である。こうしてコストインフレの高進は、引き締めを長期化させて企業収益と財務の両面を圧迫する一方、証券市場に

輸入インフレーションと株価

流入した過剰資金を吸い上げ二年連続の大幅株価下落と薄商いをもたらしたのである。

企業業績は第13表に示す通り、73年9月期迄は増益を記録したが74年3月期以降はスタグフレーションの影響を受けて減益を余儀なくされている。スタグフレーションの影響を迅速く受けたのは自動車・造船・電機等の加工産業で、74年3月期には売上高の伸び悩みと金利コストの上昇及び資材高によって減益になった。機械や建設も同じ理由で収益が悪化し、鉄鋼は原価高に為替差損が加わって収益を圧迫した。世界的な需給逼迫で、化学や紙・パルプ・非鉄金属などの素材産業は引き続き大幅な増益を記録したが、金融引き締めの浸透による売上高の停滞乃至減少と金利負担増及び一次産品価格の急騰に基づくコスト・アップは、結局全産業に波及して行き、いずれは企業収益を圧迫する事になるので、株価はこれを先見して第14表に示す通り、73年の業種別年間株価騰落率は、軒並み下落し、わずかに鉱業だけが石油危機関連銘柄として帝国石油株や石炭株の人氣が高くなり

第14表 東証第1部の業種別株価指数騰落率 (単位% (－)は下落)

	1973年	1974年			
			電 機	-25.25	-15.19
水産・農林	- 8.50	-33.83	輸送用機器	-25.94	-13.89
鉱業	25.26	-46.70	精 密	-13.12	-12.99
建設	-43.27	16.62	その他製造	-27.14	7.33
食料品	-19.09	- 1.24	商 業	-23.03	-17.43
繊維	- 3.35	-31.57	金融・保険	-29.62	- 8.50
化学	- 5.94	- 0.73	不動産	-39.17	- 2.40
パルプ・紙	-13.88	-16.14	陸 運	-24.65	- 2.99
石油・石炭	- 6.11	-25.67	海 運	-30.01	- 9.13
ゴム	-19.56	9.53	空 運	-16.40	2.75
ガラス・土石	-23.96	1.68	倉庫・運輸関連	-16.18	1.90
鉄 鋼	- 9.62	- 6.46	通 信	-29.30	12.33
非 鉄	- 9.27	-20.64	電気・ガス	-31.04	1.41
金 属	-20.91	22.58	サ ー ビ ス	- 9.37	-15.07
機 械	-25.49	2.74	全 産 業	-24.13	- 8.48

(資料) 大蔵省証券局

輸入インフレーションと株価

投機資金が集中したので 25.26%の上昇を示した。

9月期になると、石油⁽³⁾・鉄鋼の製品価格や電力・ガス・鉄道等の料金がアップする一方、賃金も大幅に上昇した為、原材料費・人件費を中心にコスト・アップが続いた。しかも、総需要抑制策の浸透で消費や投資が鎮静化した為、大幅な操短を余儀なくされ、減産に基づく固定費負担の増加も企業収益の圧迫要因になってきた。こうして、インフレの弊害が全産業に及んできたので、9月期の税引利益増減率では全産業の70%にあたる17業種が減益業種となり、東証上場会社の中にも業績不振と資金繰りの悪化により倒産する企業が現れるようになった。75年3月期も、売上高の減少と稼働率の低下に基づくコストアップにより、企業の業績が更に悪化した為これを反映して74年の株価は後半不振を続けた。業種別年間株価騰落率を見ると、74年に株価が上昇した産業は食用缶の需用増を手掛りに買われた金属製品や、請負価格の物価スライド制に踏み切った建設等10業種を数えるが、大部分の業種は利鞘稼ぎを意図した仕手筋の集中投資によって一部の銘柄が騰貴した為に株価が上昇したにすぎず、相場全般の不振を反映して主要業種の株価は軒並み下降し、市況の悪化と資金繰り難の為、業績不振を招いた鉱業や内外需要の減少で業績が急速に悪化した繊維を中心に18業種の株価が下落した。

注

- (1) 主要企業とは原則として資本金10億円以上の上場会社を云う。
- (2) 公定歩合は73年4月以降5回引き上げられ4.25%より9%へ倍以上の水準になった。
- (3) 石油と電力は原油価格の急騰にもかかわらず政策的配慮から価格が凍結されていたので74年3月期には大幅な減益を記録した。

第5章 結 論

金為替本位制と固定相場制を二大支柱とする I. M. F. 体制下において、基軸通貨国アメリカが国際取引に必要な通貨量以上にドルを発行した場合、米国は貿易や資本取引を通して海外諸国にインフレを輸出し、国際収支の黒字国は、過剰ドルを金と交換するか為替レートの切り上げを実施しない限り、国際収支の不均衡

輸入インフレーションと株価

を通じてインフレを輸入する事になる。

国際収支の黒字不均衡が定着していた日本も、円切り上げを回避する政策をとり続けた為、輸出を刺激して1969年と72年に輸出超過に伴う外貨準備の急増と超過需要の発生および輸出品の価格騰貴を通してディマンド・プル型の輸入インフレを招き、国内の物価上昇を促進した。

国際収支の黒字に伴うインフレの輸入は、73年2月に円がフロートした為、一応阻止されたが、先進工業国の同時的経済拡大とドルの信認低下に基づく世界的換物運動が世界インフレを激化させ、一次産品価格の急騰をもたらしたので73年以降は輸入食料や原材料の急騰を通してコスト・プッシュ型のインフレを輸入する事になった。

ディマンド・プル型の輸入インフレが日本に波及すると、輸出需要の増加と輸出品の価格騰貴が、それぞれ数量効果および価格効果として企業業績にプラスに働く一方、国際収支の大幅黒字が円の価値を高くすると同時に外国為替資金の支払超過を通して金融緩和を促進した為、株式市場に流入する資金量も増加して株価にプラスの効果をもたらした。

その結果、日本および海外投資家の投機活動が活発化して69年や72年の株式相場のように株価が大幅に上昇すると同時に売買高も激増した。しかし、輸入インフレがコスト・プッシュ型に変貌すると、輸入原材料や燃料の価格が急騰して国際収支を悪化させたので、総需要抑制策が長期化して株式市場の資金を吸い上げる一方、売上高の減少と金利負担増および原材料費や人件費の急騰に基づくコスト・アップが企業収益を圧迫して株価にマイナスの作用を及ぼした。

その結果、株式市場は73年から74年にかけて低調に推移し、二年連続の大幅株価下落と薄商いをもたらしたのである。