

国内経済事情

1. 通貨——銀行券の収縮順調、既取引決済の促進により預金通貨流通高の増勢顕著。

先月、旧正関係資金需要のズレ込みからやや減勢停滞をみせた銀行券は、3月に入つて順調な収縮をみせ、月中14億円の還収超過（前年発行超75億円）となつた。

この結果当月の銀行券発行水準は、月中平均残高、月末残高ともに次表のごとく前年同月に接近し、最近来の銀行券減勢傾向は一段と深まつた。これは引締め効果の浸透に伴う賃金の支払や消費支出の漸減を反映するものであるが、このような情勢が続けば銀行券の発行水準が近く前年水準とクロスする事態も十分予想されるところである。

銀行券の動向

(前年比増加率)

区 分	月中平残	月末残高
32年 6月	+ 13.0%	+ 13.4%
9月	+ 8.8	+ 9.0
12月	+ 8.4	+ 6.7
33年 1月	+ 4.8	+ 2.5
2月	+ 4.3	+ 4.8
3月	+ 3.3	+ 3.4
4月10日	+ 2.5	+ 2.8

一方、預金通貨の動向をみると、2月は全国金融機関の要求払預金が1月に引続いて902億円の減少をみせ(前年同月647億円の減少)、前年水準との較差を縮小したが、3月については、全国銀行実勢預金の動向(1,478億円増、前年1,602億円増)から推測すると、前年よりは下回つたとしてもかなりの増加をみせたものとみられる。

また、3月の手形交換高(東京)が示すように、預金通貨の流通高が急増したのは注目される。すなわち、3月の東京手形交換高は2兆4,247億円と戦後最高を記録し、このところ停滞気味であつたその前年比増加率も次表のごとく急増をみせている。これについては昨年3月末が日曜日(したがつて3月末決済の手形交換が4月に繰り越さ

れ3月中の手形交換計数が低く現われる)であつた影響も見のがせないが、これを調整してみてもなお相当高い増加率である。このような事情は、これまで繰り延べられてきた既取引の決済が期末関係もあつて3月末に集中的に行われたためと考えてよく、事実3月の手形交換の1枚あたりの金額が大口径化していることも、こうした事情を裏書きしている。かかる繰延べ分の決済進捗の一方、出荷や物価などの取引高の指標は昨秋以降大幅に低下しているので、昨年末来縮小に転じたとみられる企業間信用の残高(法人企業統計速報参照)はこの3月末にさらに縮小したのではないかと推測される。

以上のように、最近において取引規模の縮小と平行して未決済取引残の減少が進んだ結果、企業の肩はそれだけ軽くなつていると考えられる。かかる企業の流動性回復によつて今後の中間需要の動きがどのように現われるかは注目しなければならない。

預金通貨の動向

(前年比増減率)

区 分	手形交換高 (東京)	預金支払高 (全国銀行)	取引高 (出荷×物価)
32年 6月	+15.6% (20.9)	+27.0% (32.1)	+ 21.9%
9月	+29.9 (18.8)	+29.6 (24.1)	+ 10.6
12月	+13.9	+19.2	- 0.4
33年 1月	+14.1	+17.2	- 2.7
2月	+12.7	+18.2	
3月	+25.4 (20.9)		

(注) 31年9月末、32年3月末、32年6月末はいずれも日曜日なので、その関係を調整したものがカッコ内の計数。
なお預金支払高は全国銀行預金支払高から現金支払高を除いたもの。

2. 財政収支——外為会計の大幅散超を主因に揚勢鈍化基調持続。

3月中の一般財政収支戻は、453億円の揚超とかなりの揚勢を示したが、外為会計が209億円の大幅な払超となつたため、総財政収支戻では245億円の揚超と前年並み(246億円の揚超)にとどまつた。しかし昨年3月には資金運用部資金によ

る金融債買入れ 500 億円が行われたので、これを調整した実勢収支尻の比較では昨年より 501 億円だけ引揚げ幅が少なく、1 月（前年比実勢 480 億円の揚超減）、2 月（同 414 億円減）に引続き揚勢鈍化の基調を持続した。

最近の財政収支

（単位・億円、△は揚超）

区 分	33年			32年 3月	
	1月	2月	3月	表面収支	実勢収支
総 財 政	△ 929	△ 663	△ 245	△ 246	△ 746
一般財政	△ 997	△ 821	△ 453	55	△ 445
(租 税)	△ 828	△ 719	△ 1,194	△ 1,052	△ 1,052
(食 管)	△ 285	△ 328	△ 295	△ 278	△ 278
外 為	68	157	209	△ 301	△ 301

当月の動きでまず目立つのは、外為会計の大幅な支払超過である。すなわち、当月の払超 209 億円は 30 年 9 月来初めての 200 億円台乗せであり、前年同期比 510 億円の支払増加となつている。昨年 10 月支払超過に転換して以来の動きについても当月までの払超累計は 741 億円に達し、前年同期の 725 億円の揚超に対し全く対照的である。

一方、一般財政は予想外の引揚げ超過となつた。一般財政の支払要因をみると、年度末の関係で公共事業費・地方交付税交付金・義務教育費など一般会計の支払が増伸したほか、財政投融资繰延べ復活に伴う資金運用部などの支払増加、一般会計補正予算（2号および3号）成立に伴う散超など多くの支払要因が集中したが、他方国鉄・電々両会社の年度末手当などの支払繰延べ、開銀の

資金運用部からの借入金の一部が未運用のまま滞留するなど支払不振に終わったものもあり、さらには税収が著しい伸びを示したなどの結果、上述の大幅揚超となつたものである。

とくに、このところ前年同期を下回る低調を続けてきた税収が、当月 1,194 億円と再び前年同月の実績（1,052 億円）を上回るに至つたことが注目される。12 月決算法人の即納分は、景気の後退を映じて申告税額・即納率とも前年を下回つたが、まだ好調だつた 9 月決算法人の徴収猶予分が納期の到来で順調な収納ぶりを示し、加えて申告所得税（確定申告分）も予想外の好調だつたことによる。しかし最近の景気動向に伴う税収の不振傾向が基調的に変化したものとは認められず、当月の税収好調も単なる一時的な現象にとどまらう。

ここで年度間の財政収支尻の推移をふり返つてみると、次表の通り 2,597 億円の揚超で、前年度の揚超額 1,634 億円を大きく上回つた。しかし上半期と下半期に分けてみれば、上半期の著しい揚勢に対し下半期は逆に支払超過を示しており、きわめて対照的である。かかる著しい転換をもたらした主因は外為会計の散超転換と、税収の鈍化であり、それぞれ引締めに基づく経済基調の変化を反映したものであることは言うまでもなからう。なお、資金運用部による金融債などの対市中売買を調整した実勢収支尻と比較すると、32 年度の受超額はむしろ前年度を下回つている。この間食管会計が食料輸入の減少を映じて 529 億円の揚超と前年を大幅に上回る揚勢を示したのが目立っている。

年度間対民収支

（単位・億円、カッコ内は前年）

区 分	第 1 四半期	第 2 四半期	小 計	第 3 四半期	第 4 四半期	小 計	年度中
純 一 般	(454)	△ 712	△ 258	633	△ 1,361	△ 728	△ 986
(租 税)	(386)	(△ 759)	(△ 374)	(363)	(△ 1,015)	(△ 652)	(△ 1,026)
食 管	△ 2,458	△ 2,514	△ 4,972	△ 2,490	△ 2,741	△ 5,231	△ 10,204
一 般	(△ 2,002)	(△ 2,216)	(△ 4,218)	(△ 2,383)	(△ 2,615)	(△ 4,998)	(△ 9,216)
外 為	△ 1,006	296	△ 710	1,089	△ 908	181	△ 529
総 財 政	(△ 580)	(400)	(△ 179)	(1,024)	(△ 844)	(180)	(1)
一 般	△ 552	△ 416	△ 969	1,722	△ 2,270	△ 548	△ 1,516
外 為	(△ 194)	(△ 359)	(△ 553)	(1,387)	(△ 1,858)	(△ 471)	(△ 1,025)
総 財 政	△ 1,225	△ 596	△ 1,821	307	434	741	△ 1,080
一 般	(100)	(16)	(116)	(29)	(△ 754)	(△ 725)	(△ 609)
総 財 政	△ 1,777	△ 1,012	△ 2,790	2,029	△ 1,837	192	△ 2,597
一 般	(△ 94)	(△ 343)	(△ 437)	(1,416)	(△ 2,613)	(△ 1,197)	(△ 1,634)

(注) 資金運用部による金融債など 700 億円の前年度買入れ、本年度売戻しおよび本年度の新規金融債買入れ 200 億円を調整すると、総財政収支尻は本年度 2,097 億円、前年度 2,334 億円の揚超となる。

3. 金融——貸出増勢は引続き鈍化せるも、 年度末決済資金需要はかなり旺盛。

3月の全国銀行主要勘定の動きをみると、実勢預金が1,478億円の増加（前年1,602億円増）を示したのに対し、貸出および有価証券の増加はそれぞれ949億円（前年1,437億円増）、および121億円（前年資金運用部資金による金融債買入れ500億円を調整した実勢240億円増）にとどまり、表面計数から見れば3か月ぶりに預金超過を示した。

3月の全国銀行勘定

（単位：億円）

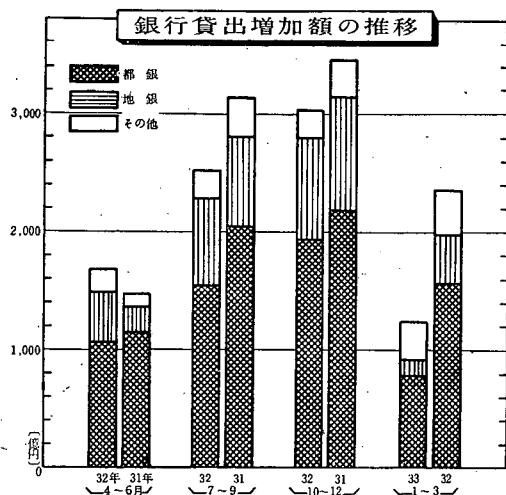
区分	全国銀行	都市銀行	地方銀行
実勢預金	1,478(1,602)	1,061(1,051)	363(448)
借入金	51(104)	34(72)	—(Δ12)
(内本行借入れ)	153(329)	124(274)	9(Δ6)
マネー	Δ175(Δ123)	Δ163(Δ52)	Δ30(Δ10)
貸出	949(1,437)	618(919)	193(343)
(内輸入手形)	Δ18(36)	Δ15(34)	1(1)
有価証券	121(Δ258)	78(Δ249)	46(12)
ローン	131(4)	25(48)	78(25)

（注）暫定計数。カッコ内前年同月。Δ印は減少。本行調査局調べ

貸出増勢の基調はすでに昨年央以降鈍化の様相を見せはじめていたが、本年に入りこの傾向は一層強まり、3月の貸出増加も前年同月を3割方下回った。しかし前年と違って実体経済面で経済活動が顕著に下降をみせ、加えて実質的に財政揚超の規模が大幅に縮小してきていることを考慮すれば、銀行貸出の増勢が弱まるのは当然のことといえよう。この間、これまでかなり高水準を維持してきた地銀の貸出増加が比較的少額にとどまった。これについては、最近の資金ポジション悪化に伴い地銀の貸出態度が若干抑制的となつているためであろうが、同時に財政資金吸上げによる圧迫が若干緩和され、大企業の地銀に対する資金需要圧力が多少とも緩和されたという事情も見のがせないようである。

貸出の内容をみると、設備資金は基幹産業を中心にまだとくに衰えをみせず（ちなみに長期信用銀行の貸出増94億円、前年74億円）、運転資金はメーカー・商社あるいは大企業・中小企業などの別なく、ほとんどすべてにわたって増大している。

これは通常の期末決済資金需要に加え、かねて指摘してきたように企業の引締め順応態勢整備の遅れに基く滞貨・減産資金など従来からの調整期的資金需要および既往の支払繰延べ分を決済するための資金需要が集中したためとみられる。他方実体経済面では、生産調整の進展に伴い最近メーカー製品在庫の増勢がようやく鈍化を示すに至つたが、このように商品需給の不均衡が緩和に向いつつある裏には、原材料・商品などいわゆる「意図した在庫」の削減が一巡し、従来縮小の一途をたどつた中間需要がようやく動意を示しはじめた事情をも推測せしめるものがあり、今後こうした新たな資金需要の動きを注目して行く必要がある。



一方、実勢預金は更年後初めて増加を示した。これは主として前述の財政事情および銀行貸出状況を反映して企業の手元がややくつろぎを取り戻したことを示すものとみられる。ただ業態別にみると、都銀預金の伸びが目立っているが、この中には期末関係でマネーの一部が振り替えられたという名目的な増加もあるので、預金増加の実体は表面計数ほどではない点に注意する必要がある。このほか都銀を中心に期末の預金粉飾は相当盛んに行われた模様で、都銀の期末切手手形保有高は総預金の22.2%に達した（前期末22.4%、前々期末19.7%）。

かくして預貸金事情は表面的には都銀地銀を通じて好転を示したものの、期末における現金保有

増大の負担もあつて都銀の資金繰りは実質的には悪化した。そのため都銀の本行借入れは財政揚超の集中した上旬を中心に月中124億円を増加し(本行貸出は月中190億円増、月末残高は5,881億円と月末残としての最高記録を示現)、コール市場も堅調を続けるなど、金融市場は通月ほぼ繁忙のうちに推移した。

本行を中心とした金融関係主要勘定(3月中)

(単位・億円)

区 分	上旬	中旬	下旬	計	前 年 同 月
銀行券	△ 560	△ 7	553	△ 14	75
財政	△ 979	84	650	△ 245	△ 246
純一般	△ 937	128	650	△ 159	333
食管	△ 127	△ 111	△ 57	△ 295	△ 278
外為	85	67	57	209	△ 301
市中保有政府 短期債	—	—	3	3	1
貸出	421	△ 91	△ 140	190	349
その他	△ 2	△ 1	40	37	△ 29
銀行券発行高	6,340	6,333	6,887		6,662
貸出残高	6,112	6,021	5,881		2,763
(参考)					
コール・レ ート無条件 中心、東京	銭 3.00	3.00	3.00		2.90
コール残高 (東京・大阪)	1,159	1,167	1,036	(月中) △ 71	737
農中余資	678	612	567	(月中) △ 178	690

以上のような金融市場の引締まりは4月に入つて財政が大幅な払超に転ずるに及び大きく変貌し、本行貸出は急減、コール・レートも急激に軟化を示した。しかしこのような金融市場の引緩みは、必ずしも本質的な金融緩和、すなわち企業の資金需要の減退の結果市中銀行段階で資金需給が緩和したことを意味するものではない。現に財政資金の散超転換によつて企業の流動性への圧迫は減少したにもかかわらず市中の窓口に対する資金需要はなおかなり旺盛の模様であり、一方銀行側の貸出競争の底流も依然根強いものがうかがわれる。財政資金収支の基調変化に基く金融市場の引緩みが、企業および銀行の安易な態度を拍車するならば、今後の実体的な資金需給の不均衡を逆に刺激してゆく恐れは決して少なくないという点が当面の最大の問題であろう。

4. 資 本 市 場

(1) 株式市場——市況統騰して戻り高値を更新。

前月高値波乱模様ながらおおむね強調に推移した市況は、3月に入つてからも相変らずの品薄株人気に、引続き好調な投信を背景とする4社の物色買もあつて依然堅調な場面を展開、月央13日には539.31と昨年の戻り高値に接近(10月3日539.59)する高騰を示した。その後はさすがに高値警戒かたがた政局ながめに反落商情を呈したものの、越月後4日に至りコール・レートの低下をみ、また商品市況の反発にも刺激されて急騰、542.76と昨年の戻り高値を更新するに至り、その後も市況は大勢見送り商情ながらなお底固い推移を続けている。

このように市況は年初来大勢続伸して、いわゆる不景気の株高現象を示現するに至っているが、その主たる理由は投信の好調と金融緩和期待にある。

しかしながら、不況の浸透により個人所得の減退が予想される現在、投信が今後も従来のごときペースで伸長するとの確たる見通しはたてがたい。また、最近コール・レートの低下などにみられるごとく、一部金融引ゆるみの面もうかがわれるが、経済実体面の動向からみても近く市場で期待しているほどの金融緩和が到来するものとも思われぬ。この反面、最近株価高騰により平均利回り(山一調べ・東証225種予想平均利回り)は12日現在6.24%と引締め前(5月7日6.04%)にかなり接近するに至つており、またひところは株価上昇に比べてあまり増加を示さなかつた日証金融資産残高も、4月に入つてからは11億円方急増して89億円(12日現在)となるなど、市場の動きは漸次実勢と遊離した投機的色彩を強めつつあるものともみられ、今後の推移が注目される。

3月の株式指標

区 分	平均株価	平 均 利 回 り	取 引 高 (東証)	日証金融 資 産 残
3月 1日	530.18	6.42%	19百万株	64億円
13日	539.31	6.32	30	69
31日	529.98	6.39	24	79
4月 12日	541.32	6.24	15	89

(2) 起債市場——発行規模微増、消化も順調。

3月の起債額は、事業債71億円、地方債10億円、政府保証債91億円、合計172億円で前月をさらに36億円方上回る発行規模となつた。

もつとも、これには財政投融资繰延べ復活による政府保証債68億円が含まれており、これらは前月同様全額運用部・簡保両資金で買い上げられたので、市場公募は前月をわずかに上回る105億円にとどまつた。また、このところ毎月高水準を続けていた金融債の発行も、割引債の消化がようやく頭打ちとなつたため市中純増は前月を6億円方下回つた。割引債の消化頭打ちについては、このところ問題となつてきた取扱証券業者の背負込みが、資金的に限界に近づいたこともあつて困難となつてきたことによる点も少なくないと考えられ、その成行きは注目される。

金融ひつ迫一服感から、これまで電力・鉄鋼および一部公共事業に限られていた借換債の上乗せ発行を他の一般業種にまで拡大するという要望が発行会社間に強まり、起債関係者間では金融緩和の情勢いかんによつては漸進的に実現に向うものと期待している。

以上のごとき発行状況に対して消化事情は、当面の資金事情好転と期末を控えての決算対策から、地銀を中心に相互・信金などの中小金融機関の買意欲が強かつたためおおむね順調で、ことに一部事業債については募集後数日で満額に達したものが現われ注目された。

なお4月債については、事業債66億円、地方債13億円、政府保証債22億円、合計101億円と前月

3月の起債状況

(単位・億円)

区分	33年 3月	2月
事業債	71	68
(内借換債)	(66)	(65)
地方債	10	10
(内借換債)	(3)	(7)
政府保証債	91	58
小計	172	136
金融債	230	229
(内市中純増)	(91)	(97)
合計	402	366

を70億円方下回る規模に決定されたが、これは財政投融资の繰延べ復活が3月債をもつて終了した関係からである。

5. 物価・商況——金属・繊維などに底入れ 人気の台頭をみるも、大勢は概して軟調。

年末・年初にかけて顕著となつた卸売物価の落勢は、3月下旬に至りやや一服模様を呈したものの、月平均指数(99.8、27年=100)では前月比0.5%の低落をみせた。この結果、金融引締め以来の下落率は-6.4%とほぼ前回引締め時のそれ(-6.5%)に匹敵し、とくに生産財については前月上回る低落となつた。もつとも、更年後の物価の足どりは消費財も生産財とほぼ同様な下げ足をみせていることに注意すべきであろう。なお、卸売物価指数が100の大台を割つたのは31年4月以来2年ぶりのことである。

また、小売物価(東京)も前月比-0.5%と昨年9月以降7か月にわたつての続落となつた。かかる昨秋来のやや目立つた小売物価の下落傾向については、暖冬という事情が大きく働いた点は見のがせないが、最近の百貨店売上げの不振にもみられる消費者の買控え不活は選択買傾向や、雇用・賃金の伸悩みなど消費需要の頭打ちが相当程度響いたものであることは疑いを容れない。

卸売物価類別騰落(Δ)率 (%)

類別	引締め以来					前回引締め時
	32年5 ~12月	33年 1月	2月	3月	計	
総平均	△ 3.4	△ 1.4	△ 1.3	△ 0.5	△ 6.4	△ 6.5
食料品	2.5	△ 1.0	△ 1.0	△ 0.6	△ 0.1	△ 0.3
繊維品	△ 9.8	0	△ 1.7	△ 1.2	△ 12.5	△ 13.9
燃料	3.8	△ 1.9	△ 1.6	△ 0.4	△ 0.2	△ 8.4
金属	△ 14.8	△ 4.4	△ 2.3	0.3	△ 20.2	△ 9.3
機械	△ 2.1	△ 0.6	△ 0.2	△ 0.4	△ 3.3	△ 1.3
建築材料 (重税分を除く)	0.1	0.3	△ 1.5	△ 0.9	△ 2.5	△ 8.8
化学製品	△ 5.1	△ 0.4	△ 1.1	△ 0.5	△ 6.9	△ 5.6
雑品	△ 3.7	△ 0.9	△ 1.2	△ 0.2	△ 6.0	△ 4.3
(食料品を除く総平均)	△ 5.5	△ 1.3	△ 1.5	△ 0.5	△ 8.6	△ 8.7
生産財	△ 6.4	△ 1.3	△ 1.5	△ 0.5	△ 9.4	△ 7.9
消費財	0.9	△ 1.4	△ 1.1	△ 0.6	△ 2.2	△ 4.5

(注) 前回引締め時は29年2月(ピーク)から7月(ボトム)まで。

一方、当月の商品市況は概して軟調を続け、さらに弱気配を深めたものが少なくない。その主な動きとしては、各産業分野における操業状況の低下を映じてエネルギー需給が大幅に緩和し、石炭・石油の一段安気配が強まったこと、これまで底固い動きをみせた合成繊維・石灰窒素などの軟化、さらにはセメントが一般物価情勢の軟調に追随、約1年ぶりに値下げに応ずるに至ったことなどを挙げることができる。

しかし反面、鋼材市中相場は行政指導による大幅減産の実施を契機に月初先高人気の台頭をみ、厚板・棒鋼を中心に軒並み反発をみせた。また、久しく沈滞を続けた繊維市況も各種不況対策の本格化に加え、外貨予算の圧縮による原料先細り見越しから月末近くに至り生糸を除き各繊維ともかなりの反騰を演じた。その他非鉄金属は操短強化や海外相場の落ち着きなどを映じて下げ止り（鉛・亜鉛）ないし若干の値上り（銅・すず・アルミ）を示し、木材も需要期を控え底値感が台頭、上質紙・塩化ビニールもようやく下げ止り気配をみせるに至った。もつとも、鉄鋼についてはその後先走り人気の一服から伸悩み、繊維も続騰後4月上旬再び下押し商情を呈したが、いずれにしても、これによつて年初来の全面安傾向が若干綾戻しの気配をみせていることはいなめない。

このように、最近の市況は商品によつてかなり区々の動きをみせているが、総じていえば物価の弱勢がさらに拡散化しつつある一方で、引締め後値下りが早くかつ著しかつた商品を中心に、部分的に底入れ人気が生じているのが特色である。

その原因としては、輸出の好調（硫安・アルミ）、需要期入り（化肥・木材・紙）などによるものもないではないが、①減産の本格化、出荷規制、滞貨買上機関の結成ないし発動など不況対策が整備されたこと、②在庫圧力が流通段階から生産者段階、なかんずく大メーカーに移るに及んで、滞貨は銀行融資により支えられる傾向にあること、③輸入外貨予算の削減（繊維）、などが指摘できる。そのほか④銅・上質紙・塩化ビニールなどについては操短効果がようやく在庫面に反映しだしている点も無視できないであろう。

これらを映じて部分的に底値感が台頭、一部先

高見越しの思惑も加わつて仲間取引が上向く（繊維・鉄鋼）とともに、わずかながら一部需要家の手当買（鉄鋼）も出て相場の反騰ないし下げ一服をもたらしたわけである。しかし当面の実需面の動きはあまり大きいとはいえない。現に鋼材のごときも値上りの割には荷動きは緩慢であり、また相場の上昇が素材部門において比較的大きく、製品段階の値上りは小幅にとどまっている（たとえば綿・スフ織物、伸銅製品など）のもこのことを裏書きするものとみられる。このように値上りが実需増大という積極的要因よりも供給面の事情、それも主として先行き減産見越しや単なる市場人気など心理的要因に基く面が大きいとすれば、その持久力なり景気を刺激する力は乏しいとみてよからう。むしろ生産抑制の全面化は不可避の情勢にあり、しかも一方では一昨年来の膨大な新規設備投資の生産力化や、コスト・雇用面からの圧迫が生産調整を鈍らせる傾向があるなど、市況面への圧力は依然として厳しいことを忘れてはなるまい。他方エネルギー部門や工業薬品など工業原料部門の需給緩和はさらに拍車される形勢にあり、この意味で物価はなお弱含みの一進一退を続けるものとみなければならぬであろう。

ただ、最近の市況情勢については一面次のような問題点も指摘されるので、今後の推移には十分注意を怠つてはならない。

- (1) 最近における国際収支の改善や、財政散超による金融引緩み期待が企業の金融緩和待ち態勢を醸成し、これが底入れ感を強める傾向にある。
- (2) 商社の在庫保有力は最近かなり高まっているが、業界カルテルの強化、なかんずく滞貨買上機関の動きともからみ、その取引態度のいかんによつては思惑的な物価引上げを誘発する恐れがないとはいえない。

6. 外国為替・貿易——輸出の順調、輸入の低水準持続で65百万ドルの受取超過。

3月の外国為替収支は受取305百万ドル、支払240百万ドル、差引65百万ドルの受取超過を記録した。これは輸出好調（248百万ドル—戦後第3位の高水準）の反面、輸入が引続き低位（200百万

ドル—31年5月以降の最低)にとどまつたためである。

なお、農産物借款に基く輸入の増加とポンドユーザンス決済の減少によつて支払繰延残高の増加が26百万ドルに及んだので、これを調整した実質収支では39百万ドルの黒字であつた。農産物借款(総額115百万ドル)による輸入は4月上旬までにほぼ一巡したとみられるので、今後支払繰延への増加はあまり見込まれない。

通貨別に見ると、ドル・ポンドとも収支尻は好転を示しているが、特にポンドは年初来受取超過傾向が著しく、1～3月中の黒字は64百万ドル(表面)に達している。最近の輸入の減少が主としてポンド域からの輸入減によるのに対し、同域向け輸出が比較的高水準を維持しているためにほかならない。

通関実績でも輸出は287百万ドルと昨年12月に次ぐ好調を示し、このため15百万ドルの出超を記録した。これは年度末という特殊事情もあると思われるが、商品別にみると前月に比べセメント・茶など一部物資が減少したほか軒並み増加し、特に船舶(50%増)・魚介類(25%増)の積出増加が著しい。一方輸入は、入着期に入つた米・麦・カリ肥料などが増加した反面、鉄鋼原料および燃料など主要工業原材料の減少によつて年初来の低水準を持続している。

信用状段階でも輸出は、船舶・繊維品・食糧品の増加を中心に前月より17%増加し、戦後最高(227百万ドル)の接受高をみた。これに反し輸入信用状開設高は依然2億ドル台を大幅に割り、月中185百万ドルとおおむね前月並みにとどまつた。

このように、3月は輸出がかなりの好調を呈したことが目立つが、年初以来をならしてみると必ずしも好調とのみはいえないように思われる。た

最近における輸出伸び率

(四半期別対前年同期増減率%)

区 分	32年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	33年 1～3月
為 替	+ 16.3	+ 6.3	+ 17.5	+ 21.9	+ 5.9
通 関	+ 17.4	+ 11.8	+ 24.1	+ 5.7	+ 8.3
信用状	+ 18.0	+ 17.4	+ 10.5	+ 6.2	- 1.5

たとえば、四半期別にみた輸出伸び率では停滞傾向にうかがわれ、とくに本年1～3月の信用状接受高が昨年同期に比べわずかながら下回っていることが注目される。

輸出先としては東南アジアおよび南米向けの伸び悩み傾向がうかがわれるが、これら後進国に対する輸出不振は先方の外貨不足に基くところが大きい。延払条件の緩和、海外投資など長短期借款の供与によつて輸出伸長を図るということも、現状程度のが国の保有外貨をもつてしては、多く期待しえないであろう。かつては海外の景気後退期における輸出増進策として効果のあつたオープン勘定決済も、今日では漸次縮小の傾向にあり、これも期待することはできない。したがつて、わが国輸出市場の6割を占める後進国向け輸出の前途は決して安定的とはいえない。輸入については、日行き増加の気配はうかがわれないので、当分国際収支の黒字基調に変わりはないであろうが、今後の輸出動向には注目を要するものがある。

7. 生産・在庫——生産活動は前年水準を下回り、製品在庫は増勢鈍化。

2月の鉱工業生産指数(通産省調べ、30年基準以下同じ)は、138.9と前月比7.6%上昇したもののその度合は季節的上伸(11.5%)には及ばなかつた。この結果金融引締め実施以来10か月にして、生産水準はついに前年同月を2.4%下回るに至つた。前回引締め時においては30年1月に前年同月をわずかに0.1%下回つたにすぎず、同年2月には早くも前年のレベルをオーバーしたことを考えると、このところ生産の急速な低下ぶりがうかがわれる。

2月の生産水準を業種別に前年同月と対比してみると、鉱業(+5.7%)・機械(+9.4%)・化学(+5.2%)・石油石炭製品(+2.1%)・ゴム(+0.8%)などがまだ前年水準を上回っているのに対し、食料品(-19.0%)・非鉄(-12.8%)・繊維(-9.7%)・鉄鋼(-8.3%)・皮革(-8.2%)・窯業(-3.1%)・製材(-1.3%)・紙パルプ(-1.2%)など多くの部門で前年水準をかなり大きく割つている。3月以降繊維・鉄鋼・非鉄などの操短が強化されるほか、石油製品・ゴム・機械なども在庫の増加や受注減などに伴つて減産を予想されてい

るので、ここ当分生産活動は低下し、前年を下回る水準を維持するものとみてよいであろう。

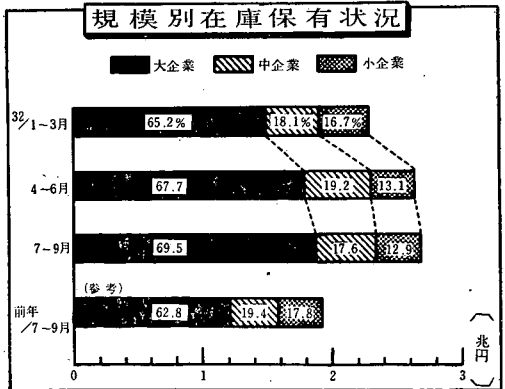
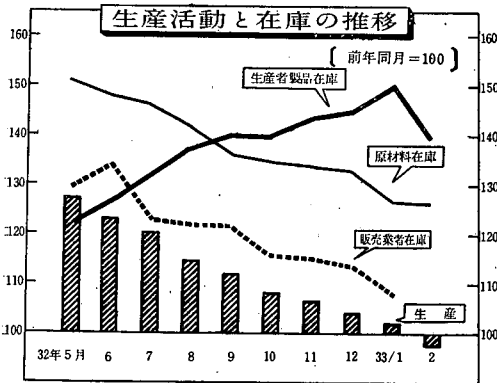
次に在庫事情を通産省調べの在庫指数についてみると、生産の縮小にもかかわらずメーカー製品在庫は膨脹をつづけ、2月も4.2%の増加を示した。もつとも対前年同月比較では1月の50.0%増加に対し、2月は依然高水準ながら39.6%増加とその増勢にはようやく鈍化のきざしがみられる。これを業種別にみると、前月に比較して増加しているのは、酒類を中心とした食料品(+48.9%)と窯業(+7.2%)とにすぎず、その他は化学(-7.0%)・石油石炭製品(-3.2%)・ゴム(-3.1%)・紙パルプ(-2.8%)など減少し、繊維・鉄鋼・機械などは横バイないし微減を示した。したがって総合指数4.2%の増加も食料品の増加が響いたもので、これを除外すればわずかながら減少したこととなる。

なお、原材料在庫指数は素原材料+0.1%うち輸入分+2.4%、製品原材料+0.7%うち輸入分-2.8%と素原材料輸入分の増加がやや目立つが、これは原油・生ゴムが主として船繰りの関係で増加したためで、大勢としては横バイに推移した。販売業者在庫(1月)は、石炭・非鉄・石油製品などが市況不振による問屋筋の仕入れ手控えから6~7%減少をみせたのに対し、繊維は春物の需要期入りに伴い、また鉄鋼は操短を見越した一部問屋の買進みによつて4~5%増加した。そのため総合指数では3.1%の増加となつたが、問屋の仕入れ態度はなお総じて慎重に推移した。

ところで、最近の在庫事情についてその特徴をみると次の点を指摘することができる。

(1) 在庫は大企業に偏在していること

これには、大手筋は一昨年および昨年上期中における景気高揚期において、内部蓄積が増加し在庫保有力を高めたのに対し、中小企業では引締め順応態勢が比較的早目に整い、在庫減らしが進んだ点が挙げられる。不況対策として大手メーカーが市中の安値ものを拾ったこと(鋼管・砂糖など)や出荷調整(繊維・鋼材・塩化ビニール・染料など)などが大企業への在庫集中を促したこと、さらにまた金融面からも大企業の在庫増加を支える要因があつたことは疑いないであろう。大蔵省法人企業統計によれば、10~12月間に棚卸資産356億円の増加に対し、短期借入金はそれを大幅に上回る699億円の増加をみた。この間事実上滞貨融資とみられるものが含まれていることもいふまでもないところである。また、短期借入金の増加によつて現金・預金の手持を増加させ、企業の流動性を高めると同時に一部固定資産の増加もまかなわれている点を見のがすことはできない。ちなみに、大蔵省法人企業統計季報によつて規模別財務諸表から在庫保有状況を見ると次掲グラフのごとく、資本金1億円をこえる大法人の保有割合が増大している反面、小法人の保有割合が著しい低下を示している。

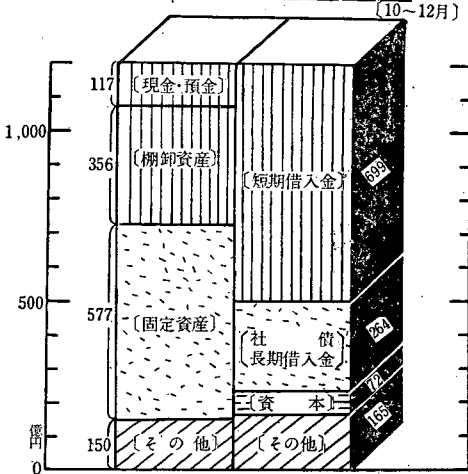


(注) 大蔵省法人企業統計季報による。
資本金別に大企業100百万円以上、中企業10百万円以上100百万円未満、小企業2百万円以上10百万円未満とする。

(注) 通産省調べ。

以上のように、中小企業の在庫負担が比較的軽くなっていること、一方金融機関からの借入増加の容易さが大企業の在庫保有を可能にしたことが、一部に懸念されたいわゆる2～3月危機の回避に役立つたのではないかとみられる。

主要企業の資金調達状況



(注) 製造業134社。その他にはそれぞれ「売掛金(受手を含む)△129億円」および「買掛金(支手を含む)△205億円」を含む。
△印は減少。
大蔵省法人企業統計速報による。

(2) 棚卸資産回転率は著しく悪化

在庫の増加が金融的バックを得ているというものの、この在庫増加はメーカーの「意図せざる在庫投資」であつて、生産活動を圧迫していることは疑えない事実である。この間の事情を棚卸資産回転率 $\left(\frac{\text{売上高} \times 4}{(\text{期首棚卸資産} + \text{期末棚卸資産}) \div 2} \right)$ についてみると、回転率の著しい悪化が目される。すなわち、棚卸資産回転率は次表にみるごとく、すでに前回引締め時の最低時(29年4～6月)をも下回るに至っている。つまり企業の在庫負担はかなり重くなつており、いずれ一段の生産縮小を通じて、在庫は遠からず減勢に転じるものとみてよいであろう。

棚卸資産回転率の推移

区 分	32年	29年
1～3月	7.54	7.11
4～6月	6.87	5.84
7～9月	6.30	6.05
10～12月	5.78	6.33

(注) 棚卸資産回転率 = $\frac{\text{売上高} \times 4}{(\text{期首棚卸資産} + \text{期末棚卸資産}) \div 2}$
大蔵省法人企業統計季報より、資本金1億円以上のもの。
32年10～12月は速報数字。