

国内経済事情

1. 金融市場と本行勘定——財政払超、銀行券還流により緩和傾向。

9月の金融市場は財政資金の払超を主因に前月の引締まりから一転して緩和傾向をたどつた。すなわち、これを本行勘定からみると、財政資金の対民間収支が184億円の払超を示した上に銀行券が89億円の還収超を示したので、本行貸出は344億円の収縮をきたし月末残高は5,071億円となつた。

コール市場は、中旬の地方交付税交付金の支払により急激に緩み、コール・レートも公定歩合引下げに呼応する9月16日の自粛レート引下げに先立ち早くも軟化傾向をみせた。しかし月末には現金需要の台頭から市場は小締まりに転じ、コール・レートも引下げ後の申合せ最高レート（単純無条件物2.5銭）一杯のまま越月、月末コール資金残高は1,400億円と前月比10億円の減少となつた。

全国銀行の資金需給をみると、期末関係もあつて預金、貸出ともに増勢が目立つたが結局月中

336億円の預金超過となり、農中などの市場資金の一部回収に応じた上になお本行借入れを357億円返済する余力を示した。

さらに10月に入つてからは、食管を通ずる米代金の支払を中心に財政資金は本格的な払超に転じた上に銀行券の還流も好調なためコール市場はいち早く軟化し、無条件中心レートは2.2銭にまで低下（10日）、金融市場の引緩み傾向が急速に表面化しつつある。こうした金融情勢の変化から、これまでとかく申合せ最高レートに引きつけられ弾力性を失いがちであつたコール・レートが、申合せレートから下離れて変動するという気配を示しはじめたことは注目されることである。

2. 通貨——現金通貨は微減、預金通貨は大幅増加。

9月の銀行券は、月初良好な還流ぶりをみせたため下旬の現金需要増加にもかかわらず月中89億円の還収超（前年同月32億円の発行超）となり、月末残高は6,489億円となつた。月初の還流好調については、前月々末近くに旧盆があつたことと月末が日曜日であつたことから、その前後の出超分が当月に入つて大幅に還流したということが大きく響いている。なお、期末関係で銀行が預金増加のための現金回収努力を強化し、手元保有が増加した（全国銀行の月中現金準備は184億円増、前年同月139億円増）という事情があるので、これを考慮すると銀行券の還収超過の実勢は表面数字より大きいわけである。

銀行券需要の動向を月中平均残高の前年同月比

銀行券の動向 (前年同月=100)

区 分	銀行券月中平均残高	銀行券月末残高	百貨店売上高(全国)
33年4月	102.8	102.9	111.0
5月	103.4	103.3	107.4
6月	102.5	103.6	104.1
7月	102.8	103.8	105.3
8月	103.7	106.7	109.7
9月	103.7	104.8	—

資金需給表 (単位: 億円) (カッコ内は前年同期)

区 分	33年 4~6月	7月	8月	9月	7~9月	
本行勘定	銀行券	(125 △ 109)	△ 123 (△ 136)	△ 49 (△ 132)	△ 89 (△ 32)	△ 163 (△ 236)
	財 政	574 (△ 1,777)	433 (△ 171)	△ 387 (△ 467)	184 (△ 374)	230 (△ 1,012)
	本行貸出	△ 354 (△ 1,391)	△ 576 (△ 84)	464 (△ 373)	△ 344 (△ 418)	△ 456 (△ 878)
全国銀行勘定	貸出および証券投資	1,891 (2,112)	670 (432)	938 (743)	1,319 (1,533)	2,827 (2,708)
	預金および債券発行	1,727 (317)	916 (△ 116)	699 (468)	1,655 (1,046)	3,270 (1,397)
	預貸金差額過(+)不足(-)	- 164 (- 1,299)	+ 246 (- 598)	- 139 (- 274)	+ 336 (- 488)	+ 443 (- 1,360)
	現金準備	△ 159 (△ 126)	△ 38 (△ 84)	△ 25 (△ 23)	184 (139)	121 (198)
	市場資金純受入れ	246 (△ 132)	293 (234)	△ 163 (△ 143)	△ 247 (△ 78)	△ 117 (13)
	本行借入れ	△ 405 (△ 2,053)	△ 574 (△ 122)	432 (362)	△ 357 (△ 369)	△ 499 (△ 853)

(注) △印……銀行券は還収超、財政は払超、その他は減少を示す。
現金準備=切手手形を除く手元現金。
市場資金純受入れ=(マネー)+(本行借入れ以外の借入れ)-(ローン)

増加率でみると、前表の通り8、9月になつてやや増勢が目立っており、現金通貨需要の基調は引続き緩慢ながら上向き傾向にあるものと判断される。月末残高でみた増加率が8月より低下しているのは前述した8月末の特殊な現金需要集中によるものである。

一方、預金通貨の動向を全国金融機関の要求払預金の動きについてみると、8月には269億円増加し、減少傾向にあつた前年同月(189億円減)と顕著な相違をみせた。9月は確定計数は得られないが、全国銀行実勢預金の増勢(1,574億円増、前年同月1,025億円増)からみて大幅の増加が予想される(前年同月663億円増)。これを銀行の当座預金についてみても、8月の残高は前年同期の2倍に達し、引締め直前の昨年2～4月ごろの水準に対してはほぼ9割程度にまで回復しており、企業の流動性向上はいよいよ顕著なものがある。

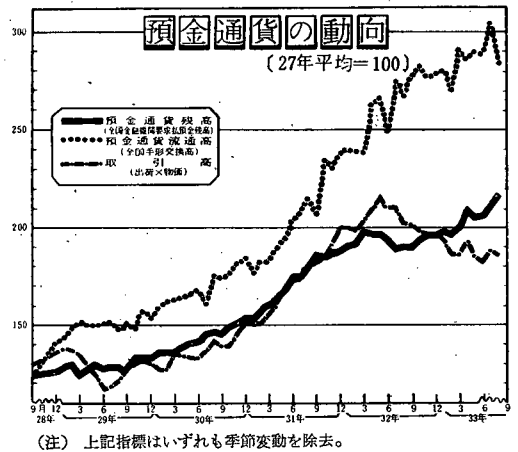
なお、預金通貨の流通高を全国手形交換高でみると、次表の通り前年比増加率はやや鈍化傾向にあるが、9月の東京手形交換高は前年比25.7%増(8月11.4%増、7月17.5%増)となおかなり高い。

預金通貨の動向

区 分	預金通貨増減(△)		前年比増加率		
	全国金融機関要求払預金	全国銀行純一般当座預金	全国金融機関要求払預金	全国銀行純一般当座預金	手形交換高(全国)
33年	億円	億円	%	%	%
1～3月	△ 688	△ 724	+ 2.1	- 37.3	+ 18.0
4～6月	△ 43	△ 314	+ 5.4	- 9.2	+ 11.3
6月	△ 98	92	+ 6.0	- 5.7	+ 16.1
7月	135	62	+ 11.4	+ 45.4	+ 10.9
8月	269	408	+ 14.3	+ 99.7	+ 6.2

こうした預金通貨関係指標(預金通貨残高、同流通高および鉱工業製品取引高)を季節性を除去した数字でやや長期的に示せば次のグラフのごとくである。大勢的にみてこの3指標はほぼ平行して動いているが、引締め前後の景気変動の局面ではこの平行関係はかなり大きく崩れている。しかも前回の引締め後のプロセスと比べ最近の事態の特色は、①調整の進行過程で現われる預金通貨残高の反転増勢が一層大きな規模で現われている、②預金通貨残高や鉱工業製品取引高に対して交換高が上離れる度合がはるかに大きく、少なくとも最

近までのところなお右上のカーブをみせている、などの点である。鉱工業製品取引高の縮小と預金通貨残高増大のギャップについては、鉱工業製品取引以外の取引活動の増大(たとえば第3次部門の取引や証券、不動産などの取引)という事情もあるだろうが、実体取引規模に対する企業の相対的な流動性が急激に増大している事実是否定すべくもない。これについては輸入減に基く国際収支の急激な好転、銀行信用の膨脹など通貨(流動性)供給面の事情と、企業の弱気感などから流動性を維持しようとする意欲が向上していることの両面より検討の要があるだろう。交換高の上離れ傾向については、投資ブームの激成過程に累積した企業間信用の決済のズレが大きいというのがその主因であろう。



3. 財 政——外為会計中心に払超。

9月の財政資金の対民間収支は、一般財政で9億円の揚超、外為会計で193億円の払超となり、総財政収支戻では184億円の払超となつた(前年同月は374億円の揚超)。一般財政収支戻は288億円の揚超を示した前年同月とかなり趣きを異にするが、これは通常9月に支払われる地方交付税交付金が前年は8月に繰上げ支出(308億円)されたためであり、むしろ本年の方が通常の動きである。

純一般財政(一般財政収支から食管収支を除いたもの)のうち租税収入は、源泉所得税、酒税そ

財政収支 (単位・億円)

区 分	33年7月	8月	9月
総 財 政	433(Δ 171)	Δ 387(Δ 467)	184(Δ 374)
一般 財 政	262(122)	Δ 607(Δ 250)	Δ 9(Δ 288)
租 税	Δ 841(Δ 810)	Δ 864(Δ 813)	Δ 859(Δ 891)
食 管	519(424)	Δ 115(Δ 98)	Δ 74(Δ 30)
外為会計	171(Δ 293)	220(Δ 217)	193(Δ 86)
純一般財政 (一般財政から 食管を除去)	Δ 258(Δ 302)	Δ 492(Δ 152)	65(Δ 258)

(注) カッコ内は前年同月。Δは揚超。

他の消費税などの好調にもかかわらず、法人税が不振であったため前年同月比32億円の減少となった。法人税の不振は当月の中心である3月決算法人延納期限分が企業の業績悪化を映じて減少したためである(資本金1億円以上の大企業申告税額は前年同期比約17%減——国税庁調べ)。なお、最近では法人の業績悪化による税収減に加え、税の還付金も増加してきていることが注目される。

税の還付状況 (単位・億円)
(カッコ内前年同月)

6月	7月	8月	9月
12(6)	16(4)	9(7)	24(3)

一方、純一般財政の支払面では、地方交付税交付金527億円のほかは目立った動きはなく、公共事業費繰上げ支出の方針も8月に若干の影響がみられただけで当月はさしたるものなく、その本格化は今後に期待されている。

食管会計は、台風の影響で米の買上げが遅れたことと輸入食糧の買入減少を反映して74億円の揚超となり、揚超額は前年同月(30億円)を上回った。

外為会計は、前月に引続き輸入低調を主因に193億円の大幅払超となった。当月目立った動きとして、昨秋IMFより買入れた米ドル資金の半額62百万ドル(邦貨換算約223億円)の返済(本邦手持米ドルによる円貨の買戻し)がなされたことが挙げられる。しかしこの代り円貨は本行および運用部手持の外為証券償還に向けられ、財政資金の対民間収支に響かなかつた。なお、前月大幅に流入した世銀インパクト・ローン(24百万ドル)は今年6百万ドルにとどまつた。

ここで本年上半期中の財政収支をふり返つてみると、総財政収支は805億円の払超と前年同期

(2,789億円の揚超)に比べ目ざましい基調の変化をみせている。これは外為会計が国際収支の改善を映じ、前年の大幅揚超から逆に払超に転じたことが最大の要因である。さらにこのほか一般財政においても収入面の大宗たる租税収入は前年並みであったのに対し、支払面では4～5月に過年度支出が多額になされ、また財政規模膨脹による支払がかさんだこともかなり響いている。なおこの間郵貯が伸び悩み、開銀の貸出回収の不振、国鉄運賃収入の頭打ちなどと相まって財政投融资計画に狂いを生じさせていることも見のがしえない動きである。

上半期財政収支 (単位・億円)

区 分	第1四半期	第2四半期	上半期計
総 財 政	574 (Δ 1,777)	231 (Δ 1,012)	805 (Δ 2,789)
一般 財 政	258 (Δ 552)	Δ 353 (Δ 416)	Δ 95 (Δ 968)
租 税	Δ 2,421 (Δ 2,458)	Δ 2,564 (Δ 2,421)	Δ 4,986 (Δ 4,972)
食 管	Δ 1,022 (Δ 1,006)	329 (296)	Δ 693 (Δ 710)
外 為	316 (Δ 1,225)	584 (Δ 596)	900 (Δ 1,821)
純一般財政	1,280 (454)	Δ 682 (Δ 712)	598 (Δ 258)

(注) カッコ内は前年同期。Δは揚超。

4. 市中金融——期末関係もあり信用膨脹傾向顕著。

9月の全国銀行貸出は、決算月であった関係のほか、後述のような銀行側の貸出態度の積極化を反映して預金、貸出ともに大幅な増加を示した。すなわち、月中の貸出増加額をみると1,136億円と前年同月(表面1,464億円、いわゆる含み貸出の吐出しを考慮した実勢約1,000億円)の実勢を上回る増加を示している。今月は前月末が休日であった関係で月末の商手決済が今月にズレ込んで行われた点を考慮すると、実勢はさらに高水準であったとみられる。

貸出内容については、重点産業中心の継続工事を主体とする設備資金需要が依然根強いが、一般運転資金需要では引続き中小企業や商社関係が大きく、次いで化肥、石炭、紙、パルプなどの滞貨

全国銀行主要勘定 (単位・億円)

区 内	33年7月	8 月	9 月	うち		
				都銀	地 銀	長 銀
実 勢 預 金	827 (△ 198)	595 (419)	1,574 (1,025)	959 (708)	547 (244)	△ 44 (54)
債 券 発 行 高	88 (32)	104 (49)	81 (20)	— (—)	0 (0)	81 (20)
借 用 金	△ 575 (110)	△ 444 (354)	△ 309 (411)	△ 324 (357)	△ 9 (5)	30 (44)
(うち本行借入れ)	△ 574 (122)	△ 432 (362)	△ 357 (369)	△ 376 (323)	△ 7 (6)	30 (32)
マ ネ ー	477 (317)	△ 470 (△ 174)	△ 69 (△ 272)	△ 30 (△ 293)	△ 43 (△ 12)	15 (23)
貸 出	532 (360)	△ 686 (690)	1,136 (1,464)	574 (899)	374 (403)	126 (70)
有 価 証 券	138 (72)	152 (53)	183 (69)	83 (37)	90 (36)	3 (△ 1)
コ ー シ ョ ン	183 (71)	△ 295 (△ 39)	228 (△ 152)	8 (9)	158 (△ 180)	5 (2)

(注) 9月は暫定数字。カッコ内は前年同月。△印は減少。

ないしいわゆる減産資金が主であり、この点最近の傾向に特に著しい変化はうかがわれない。このところ目立ってきた中小企業や商社向けの貸出については、大企業の合理化に立ち遅れないために新たに合理化投資を採り上げようとする一部中小企業の動きや、鋼材などのようにメーカー在庫を商社に肩代りする動きなどの資金需要側の要因も注目されるが、概していえばこれらに対する銀行貸出の伸長は銀行の態度が積極化したという資金供給側の事情が大きいとみられる。最近、中小企業の中には取引先を、引締め以降関係を深めてきた中小金融機関から銀行に移そうとするような動きもみられるようである。当月特に目立った預金担保貸出の増加も、中小企業向け貸出態度の積極化を反映したものと見ることができる。

このように最近の銀行貸出態度はかなり積極化している。この点は当月が期末に当る関係で、資金量増大への意欲がとくに強かつたという事情もあるが、基本的には今後の金融緩和を見越した貸出競争激化の反映であり、その背後には将来に備えて貸出地盤を確保しようとする都市銀行および長期信用銀行相互間の競争意識や、金利低下による採算面のロスを資金量の増大によつてカバーしようとする一部地銀の動き、などがあることも見のがせない事実である。もとより反面では最近の景気動向とも関連して銀行の貸出選別態度がいよ

いよ強化されようとしていることも事実であるし、さらに長期的な景気局面との関連でみれば、こうした銀行信用の膨脹も調整過程における過渡的現象で無限に続くものではなからう。問題は現在の市中銀行の経営態度の中に、資金ポジションの改善よりも資金量の多さを競うといった傾向が依然潜在しており、それが今後の金融の正常化への歩みに障害になつていないかどうかである。このほど本行高率適用制度が改正され、最低歩合適用限度額の算定上銀行の業態(とくに貸出態度)のいかんをさらに機動的に反映させるよう措置したのは、このような状況に対処しようとするものであることは言うまでもない。

この間、9月5日の公定歩合の再引下げに対応して16日に市中貸出金利の申合せ最高金利の1厘引下げが行われた。その具体的な現われをみると、電力、鉄鋼、紡績、化繊、一流商社などのいわゆる優遇金利については商手、単名ともいち早く1厘引き下げられ、日歩2銭の優遇金利の実現をみた。一般金利の引下げについては採算面への配慮から地銀をはじめかなり慎重で、引下げに当つても日歩5毛刻みで行うなどの動きもみられるが、企業側の借入要請はかなり強く、また6月の引下げ申合せの影響が遅れて現われるなどもあつて、今後規制外金利を含め金利全般の引下げが漸次表面化して行くものとみられる。

なお、ここで6月の第1次公定歩合引下げ後の貸出平均金利(約定)の動向をふり返つてみると、下表の通り本年6～8月間で昨年5月の引締め以来の上昇幅の約4割程度を下げ戻している。ただ、優良大企業との取引の多い都銀の低下テンポが早く、規制外貸出の割合が高く、定期預金の比重が大きいため預金コストの高い地銀の低下が鈍くなつてることが目立っているが、この傾向は当分続くものとみてよい。

引締め後の貸出平均金利推移 (日歩・単位銭)

区 分	全国銀行	都 銀	地 銀
32年5月～33年5月	+ 0.114	+ 0.145	+ 0.068
33年6月～" 8月	- 0.042	- 0.056	- 0.027
8月末平均金利	2.326	2.258	2.389

5. 資本市場

(1) 株式市場——記録更新の高値示現。

9月の株式市況は、月央までは、今後の金融の大幅緩和見込などの好材料と、鐘紡をはじめとする一連の合理化案の発表などの悪材料とが交差し、高値もみ合い商状に終始したが、下旬に入り、配当落ち後再び大証券の重点買や品薄株への味付買を中心に騰勢に転じた。10月に入ってから市況は、買入気が全面化したのに伴い一段と急伸し、6日のダウ平均株価は600台を突破、14日には609.49と東証開所以来の高値を示現（引締め前の最高値は昨年5月4日の595.46）、出来高も7日には118百万株とこれまた開所以来の大商内を呈した。

このような市況の活況は、第3四半期入りとともに金融緩和がいよいよ現実化の段階に入ったほか、公定歩合の再々引下げ論や日証金基準日歩の引下げ、ニューヨーク市況の好況などが買入気を刺激した一方、現在名義書替が進行中で株が品薄となつているためとみられる。さらにこのような株式需給の逼迫に拍車しているものは、先高を見越した大衆投資家の積極的な買意欲と、9月決算を終つた大証券筋が強大な自己融資力を背景に大衆の一層の買進みを期待して営業用手持買を増強しはじめたことである。これまで買われている銘柄は、重電機、自動車など業績懸念のないもの、造船などの大型株が主体となつているが、最近では特定銘柄に対する買気がかなり動いていることも見のがせない。

しかしこうした高値示現の反面、株式利回りの低下（予想平均利回りは10月6日以降5.5%台を割り、14日には5.37%）や企業業績の悪化など警戒要因は少なくなく、とくにこれまで大証券筋の自己融資力の増大に支えられて比較的小康を保つてきた日証金残高が10月9日以降再び急増しはじめたこと（11日160億円台突破、14日171億円）などから最近の相場の行過ぎに対する反省気運がかなり強まつている。このような事情から10月13日には、東証および日証金は自主規制措置（要録参照）を発表したが、利回り採算や企業の業績からいっても、市況もようやく一つの転機に際会して

いるという見方も強まつている。

株 式 指 標

区 分	ダウ平均 株 価 (東証 225 種)	予想平均 利 回 り (東証 225 種)	株式出来高 (東 京)	日証金残高
		%	百万株	億円
9月1日	588.06	5.65 (5.91)	37	157
10日	592.19	5.62 (5.88)	34	159
20日	590.18	5.58 (5.85)	31	149
26日	577.92	5.69 (5.97)	35	156
10月1日	588.63	5.59 (5.86)	81	148
7日	603.68	5.44 (5.69)	118	145
14日	609.49	5.37 (5.61)	89	171

(注)「予想平均利回り」中カッコ内は有配銘柄分。

(2) 起債市場——引続き拡大の方向。

9月の起債は事業債87.5億円（うち電力債40億円）、地方債13.5億円、政府保証債23億円、計124億円と前月比8.2億円の増加となつた。前月来一般事業債の新規発行と借換債の上乗せ率の増加が認められた結果当月の事業債発行額は前月をさらに上回り、このところ起債市場の拡大化は順調に進みつつある。

金融債の発行も313.5億円と前月を55.2億円上回る好調を示し、市中の純増（発行、償還高の差額）127.7億円とともに戦後最高となつた。

起 債 状 況 (単位・億円)

区 分	33年7月	8月	9月
事 業 債 (うち借換債)	74.2 (74.2)	82.3 (61.8)	87.5 (70.0)
地 方 債 (うち借換債)	13.5 (12.5)	13.5 (10.5)	13.5 (10.0)
政 府 保 証 債	22.0	20.0	23.0
小 計	109.7	115.8	124.0
金 融 債 (うち市中純増)	243.5 (95.8)	258.3 (106.7)	313.5 (127.7)
合 計	353.3	374.1	437.5

一方消化状況もおおむね順調で全銘柄とも払込日前に満額となつたが、これは期末決算を控えて地銀筋の買進みがみられたほか、農中が例月以上に買い応じたことによるものである。

なお10月の起債は事業債96億円（うち電力債40億円）、地方債15億円、政府保証債21億円、計132億円と9月実績比さらに8億円の増加予定となっている。

6. 貿易・外国為替——輸入低調、輸出伸び悩みの基調変わらず。

8月の外国為替収支は、受取292百万ドル、支払236百万ドル、差引受超幅は56百万ドル（前月38百万ドル）とここ数か月における最高となった。もつともこれは、24百万ドルに及ぶインパクト・ローンの受入れを主因に貿易外為替が42百万ドル（前月比28百万ドル増）の受超を示したため、貿易収支の黒字幅（14百万ドル、前月24百万ドル）はむしろ減少をみせていることが注目される。

これを通貨別にみると、ドル、オープン勘定の収支戻りは好調を示したが、ポンドは6月以降の払超傾向を依然として改めていない。これは主として中共貿易の停止による受取の減少、ロンドン・スイッチ取引（ポンド決済）によるキューバ糖の輸入（従来はドル決済）などに基くものであるが、9月以降は英国の輸入制限緩和（さけ・ますかん詰の輸出増）などからポンド収支戻りも次第に好転することが予想されている。

なお、9月の外国為替収支は輸出入とも格別の変化はみられず、特需が軍関係支払の進捗から増加が見込まれている反面、インパクト・ローンの受入れは大幅に減少したので、結局差引収支戻りは前月比若干の減少となるものと推定されている（外為会計対民間払超9月193億円、前月219億円）。

9月中の信用状は、輸出199百万ドル（前月210百万ドル）、輸入146百万ドル（前月139百万ドル）となったが、このところ輸入の低水準持続、輸出伸び悩みという基調には引続き変化がみられない。とくに最近引合増加傾向にある鉄鋼について、わが国の安値輸出の強行から米国の一部に輸入制限を要望する動きがみられるなど、輸出の前途には依然楽観を許さないものがある。

通関統計についてみても貿易基調は同様の推移を示している（9月中輸出230百万ドル、輸入235百万ドル）。

なお、ここで上期の通関実績を概観すれば次表

の通り、輸出入ともに前期および前年同期を下回ったが、この傾向は輸入について特に著しい。

貿易動向（通関）（単位・百万ドル）

区 分	輸 出	輸 入
31年度上期	1,220	1,632
下期	1,378	1,970
32年度上期	1,439	2,349
下期	1,474	1,673
33年度上期	1,369	1,507
(前年同期比%)	(95.1)	(64.2)

商品別はその推移をみると、輸出はかん詰、魚介類などの食料、国際比価改善の著しい金属および同製品（鉄鋼、非鉄金属）など前年同期を上回っているものもあるが、船舶の減少を主因とする機械類の13%減、繊維の15%減などの大幅低落が目立っている。とくにわが国輸出品の中心をなす繊維の総輸出に占めるウエイトが31.4%に低下（前年同期35.3%）していることは見のがせないところであろう。一方輸入は、景況後退に伴い金属鉱および同くずの7割減、非金属鉱の5割減など、原材料はいずれも大幅減少を示したが、機械類のみは継続工事、設備の近代化などを映じて14%増と引続き増加傾向がみられる。総輸入に占めるその比率をみても31年度下期の4.7%から次第

商品別輸出入（通関）

（対前年同期比）（単位・%）

区 分	31年度		32年度		33年度
	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期
1. 輸 出					
繊維および同製品	110.9	111.0	124.6	105.1	84.5
機 械 類	208.1	182.3	141.2	104.0	87.3
金属および同製品	92.9	80.1	87.1	118.3	115.3
食糧および飲料	125.5	98.9	105.9	114.0	116.3
薬材化学製品	121.6	103.8	125.4	120.6	92.2
非金属鉱物製品	139.0	122.8	98.8	90.5	92.3
2. 輸 入					
織 維 原 料	147.9	142.4	96.2	76.1	73.7
食糧および飲料	81.3	87.5	114.5	106.3	89.4
鉱 物 性 燃 料	147.7	148.2	181.0	110.4	67.8
機 械 類	127.6	124.9	185.6	191.3	114.0
動植物性原材料	114.4	108.9	109.0	88.9	87.3
金属鉱および同くず	224.7	270.3	175.2	52.4	31.7
薬材化学製品	148.3	147.9	116.0	83.7	80.5
非 金 属 鉱 物	155.1	117.2	125.1	71.6	52.7

に上昇、本年度上期には11.5%に増加、繊維原料の漸減傾向と対照的な動きを示していることが注目される。

ところで、最近国際収支の順調、外貨準備高の漸増などを背景に、賠償支払の促進、延べ払条件の緩和、円借款の供与、海外投資など一連の輸出促進策が検討されている。すでに進行中の賠償関係支出（ビルマ、フィリピン、インドネシア、総額約6,023億円—経済協力を含む）のほか円借款供与（インド、エジプトなど約300億円）、海外投資（ミナス製鉄、アラスカパルプ、アラビヤ石油など）も次第に増加傾向を示している。

もとより、輸出市場の維持拡大、輸入資源の確保という見地からみて、東南アジアを中心とする後進諸国との経済協力が必要なことは言うまでもない。しかしその反面、これらの輸出促進策は、現金送金を要する場合（主として海外投資）のみならず、賠償、円借款供与などの場合についても、①輸出向け原材料輸入の増加、②通常輸出との競争などから少なくとも短期的には国際収支を圧迫する要因として働く。したがってこのような政策には、外貨準備高の見通しとの兼ね合いにおいて自ら限度があることに注意すべきであろう。

ところで、現在の外貨準備高はようやく金融引締め時の水準を若干回復（9月末759百万ドル、32年4月685百万ドル）したにとどまり、しかもこの中にはIMF（残高62.5百万ドル、9月中62.5百万ドルを返済）、米国輸出入銀行などの短期債務を含んでいる。一方国際収支の見通しは、本年度は輸入の低水準に支えられて相当の黒字となるものとみられているが、先行きにはたとえば貿易外収支の悪化（注）に見られるようにかなりの問題をはらんでいる。これは主に特需収入の減少によつてもたらされた傾向であるが、戦後の国際収支が貿易収支の赤字を貿易外収支の黒字によつてカバーするのが常態であつたこと（貿易収支の黒字は世界的に景気の高揚をみた30年度受超139百万ドルのみ）を顧みれば、意味するところは必ずしも小さくない。このような点を総合すれば、今後海外投資などに多くを割くことは困難であろう。

（注）

（単位・百万ドル）

	28年度	29年度	30年度	31年度	32年度	33年度 (見込)
貿易外受超額	684	509	396	321	231	200

（33年度にはインバクト・ローン約100百万ドルを見込む）。

7. 生産・在庫——調整のテンポやや遅れ気味。

8月の鉱工業生産指数は141.7（通産省調べ、30年=100）と前月比0.6%の微減となつたが、季節性を調整すれば生産はやや強含みともみられる。

業種別にみれば、盆休みに伴う季節的出炭減を中心として鉱業が前月比8.2%の著減となつたのに対し、製造工業はほぼ横バイ（-0.1%）であつた。商品別には、大部分のものがわずかながら前月を下回つたが、窯業は4.8%、化学は2.8%の増加を示した。

窯業の増加はセメントが財政需要の増加に伴い急増（前月比+8%、前年同月比+6%）をみたこと、また化学については化肥が順調な電力事情を反映して、例年以上の生産（前月比+6.1%、前年同月比+11.8%）を行つたためである。季節性を考慮した生産が全体として増加気配にうかがわれるのはこれらが大きく響いている。

したがって、このように2、3増産の事例はあるが、大勢としては8月の生産活動はほぼ横バイに推移したものとみて差しつかえなからう。

一方、8月の鉱工業総合出荷指数は136.0（通産省調べ、30年=100）、前月比0.1%減（季節指数+0.7%）と低調気味であつた。製造工業（前月比-0.1%）のうち前月を上回つた業種は繊維（+6.0%）、化学（+2.0%）、紙・パルプ（+1.8%）などであるが、繊維、化学の増加のうちには買上機関に対する売渡分がかなり含まれており、また紙については王子スト長期化に伴う思惑が響いていることは見のがしえない。

このような動きを反映して、メーカー段階における製品在庫調整のテンポはこのところやや遅れ気味である。すなわち、8月の鉱工業生産者製品在庫指数は150.7と（通産省調べ、30年=100）前月比0.7%の減少を示したが、季節的に3.4%の減少をみる月であることを考慮すればメーカー製品在庫が順調に減少しているとは言い難い。業種別にみ

れば、鉱業は石炭を主因に前月比 0.1% の減 (季節指数 - 9%)、製造工業も 0.1% の減 (季節指数 - 2.4%) となっており、商品別では紙・パルプ (-7.1%)、ゴム (-6.6%)、繊維 (-4.9%) が減少したほかは、化学 (+4.0%) をはじめおむね前月を上回った。

一方メーカーの原材料在庫指数 (通産省調べ、30年=100) は、素原材料では前月比 0.2% の減 (季節指数 + 2.2%)、製品原材料では 2.9% の減 (季節指数 + 0.7%) と引続きかなり減少、この面での調整は一段と推し進められているが、これは市況動向を反映するメーカーの慎重な態度を物語るのものであろう。

販売業者在庫については、8月はまだ判明しないが、7月も引続き減少 (-1.1%) をたどった。この傾向は素原材料について著しく現われている (前月比 - 10.5%、季節指数 + 1.1%) が、これに反して製品在庫は最近やや増勢にあり、とくに輸入分を除いたものについてみれば前月はもちろん前年同月をもかなり上回っていることから、メーカーの滞貨が一部流通部門に転嫁されている実情がうかがわれる。

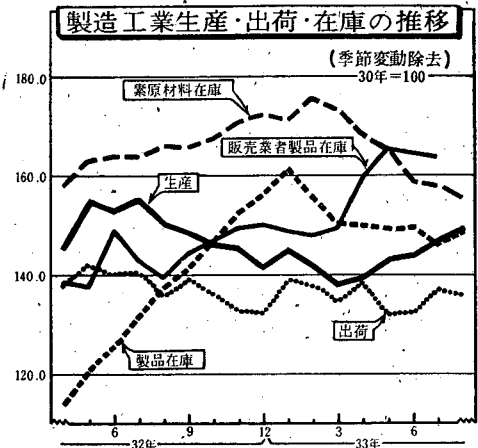
ところで、最近における需給の動向をグラフについてみれば、次のような諸点が注目される。

(1) 引締め以来かなり減少をたどった生産はこのところ足踏み状態を示している。一つには、設備圧力の増大、雇用維持の必要からこれ以上の減産が容易でないためとみられるが、他面では最近の金融の引緩みにつれて、販売業者にある程度滞貨を引き受けるゆとりができたこともこのような動きを支える一因となつていると言えよう。

(2) 出荷は、概していえばこの数か月横バイ状態を示している。しかし、一部業種では買上機関などに対する引渡しがかなり多くなり、また最近とくに目立っている現象として、企業における取引中に滞貨分散的な出荷が漸増していることに注意する必要がある。したがって、メーカー製品在庫指数に現われた動きをそのまま在庫調整進展の度合を示すものとみることには問題があらう。

もとより全体の基調として、調整過程がジグ

ザグながら進展を続けていることは認められるが、ここに述べた通りその足取りはかなり遅々としており、これが市況の低迷を長びかせている。このため一部では実勢以上の弱人気をも醸成している面もあり、これがまた中間需要の台頭を抑えているとみられる。



(注) 通産省調べによる。

8. 商況・物価——実勢悪の見直しもあり軟調続く。

9月の商品市況は引続き軟調をたどった。長期にわたる市況対策もはかばかしい成果を収めず商品需給バランスの回復は全般に遅々としているが、特に繊維の場合は海外における原材料価格の続落が市場の弱人気に拍車をかけており、これも商況全般における低迷の一因としてかなり強く響いている。このような地合いから、上旬実施をみた公定歩合の引下げも相場には影響しなかつた。

この間最も目立つのは繊維市況の悪化である。すなわち、8月末以降一斉安に転じた繊維相場は、売込み警戒人気から9月末一時綾戻しをみせたが、その後豪毛相場の続落につれ再び市況は軒並み軟落を示している。定期市場における人気後退は実勢悪の見直しによるところが大きいだが、市況軟化の過程を通じて原料安に伴う価格訂正が徐々に進行していることも見のがせないところであらう。次に鉄鋼は実需の季節的増加、輸出の好調など明るい要因もみられるが、目下のところ公販は引続き売れ残りを生じており、流通段階を中心

とする過剰在庫の圧力をうけて相場は大勢保合い圏内ながら小浮動を続けている。その他は、石油、暖房用炭、上質紙、セメントなど季節商品に持直しの色もみられるが、石炭（暖房用炭を除く）、化肥をはじめ多くの商品は依然軟調に推移している。

以上のような市況の動きを反映し、9月の卸売物価指数は総平均で前月比0.4%の下落（食料品を除けば-0.7%）となつた。5、6月ごろに比べれば物価の下げ幅は縮小しているが、7月以降ほぼ同じテンポで下げている。なお商品別には繊維品（-2.1%）を筆頭に、化学（-0.9%）、燃料（-0.8%）、鉄鋼（-0.7%）と軒並み下落しており、ただ食料品（台風の影響により+0.3%）、住宅用建築材料（季節的需要増により+0.2%）が値上りしているにすぎない。

さて、秋口入りとともに漸増が期待された中間需要は、目下のところ各商品にわたって停滞が続いている。一般に弱気感が払拭しきれない現状では、いま直ちに企業が当用買を脱して在庫投資に動くとはみられない。しかし、流通部門、需要者の手元在庫が一部でかなり切り詰められていることは確かであり、また金融緩和に伴い企業の流動性も回復をみせているので、中間需要台頭の素地は次第に培われつつあるものとみてよい。一方最終需要は大勢として依然底堅く、とくに消費の堅調、輸出の増勢（鉄鋼、クラフト紙、綿布）など低迷基調の中にも主として季節的事情ながら明るい材料は漸増の気配にある。

もつとも、市況の先行きに関連して、供給面ではこのところ注目すべき動きがみられる。鐘紡を

皮切りとして、賃下げ、工場閉鎖などを含む経営合理化案が相次いで発表されたことがそれである。現在のところ、このような動きは市況低迷の長びいた繊維、化肥の一部にとどまり、かつ多くは過去における設備投資の行過ぎなどが表面化したものであるが、企業によつては経営に対する圧迫がかなり強くなつてきたことはいなめないであろう。

ただ企業収益については、業種によりかなりの相違があるにせよ、このところ悪化の度合は総じて鈍化しつつあるものとみられ、また平均的にみれば今回の景気後退に伴う企業抵抗力の低下もさほどではないものと考えられる。すなわち、32年下期の企業収益率（金融費用支払前利益対使用総資本—製造工業）は9.22と前回引締め時のボトム（8.93）を上回っており、企業の内部蓄積率もなお高く（全産業における実質留保の使用総資本に対する割合は32年下期11.72%、31年下期11.91%、30年下期11.34%）、その後の悪化を見込んで今のところ企業経営の行詰りが広範かつ一般的となる恐れは少ないとみられる。しかし10月以降の操短をめぐつて一部業界には採算上からの緩和要望が強く、業種（ズフ綿など）によつては操短率引下げを余儀なくされたこと、また中小鉄鋼業者のなかには公販制度から脱退するものが現われたことなどは、今後操短態勢の維持が必ずしも容易でないことを物語るものといえよう。先行き若干の需要増加がみられるにしても、もしこれが供給面で操短緩和の行過ぎなどを招く結果となれば、市況好転への足場となりえないということに注意すべきであろう。