

国内経済事情

1. 金融市場と本行勘定——金融緩和進む。

10月の金融市場は前月に引続き緩和傾向をたどつたが、この傾向は11月に入り一段と進展をみせている。これをまず本行勘定の動きからみると、10月の財政資金は食管および外為会計の払超が重なつたため月中1,149億円と前年同月(528億円)を著しく上回る大幅払超となつた。これに対し銀行券は97億円の発行超にとどまつたため本行貸出は月中949億円の減少を示し、残高4,121億円をもつて越月した。これに農中に対する保有手形の売却60億円を加えると本行信用の収縮は1,010億円に達した。

このような事情を反映して、コール市場も月末を除き通月軟調裡に推移、コール・レートも申合せ最高レート(単純無条件物2.5銭)を下回る2.2~2.3銭(無条件物中心)に終始、月末コール残高は1,578億円(前月比578億円増)、レート2銭3厘をもつて越月した。

金融緩和の基調は11月に入ってからさらに進み、本行貸出は上旬中681億円の収縮をきたして残高は3,440億円と1年5か月ぶりに3,500億円台を割り、コール・レートも2銭2厘を下回るに至つている(11日、無条件物中心)。

この間、全国銀行の資金需給をみると、当月は

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 | 7~9月 | 10月 | |
|--------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| 本行勘定 | 銀行券 | 125(109) | △163(△ 236) | 97(112) |
| | 財 政 | 574(△1,777) | 230(△1,012) | 1,149(528) |
| | 本行貸出 | △354(1,991) | △456(878) | △949(△286) |
| | 本行貸出残高 | 5,526(4,754) | 5,071(5,629) | 4,121(5,343) |
| 全国銀行勘定 | 貸出および証券投資 | 1,891(2,112) | 2,822(2,708) | 199(452) |
| | 預金および行預金 | 1,727(317) | 3,292(1,346) | 263(190) |
| | 預貸金差額過(+)不足(-) | -164(-1,299) | +470(-1,362) | + 64(-262) |
| | 現金準備 | △159(△ 126) | 115(198) | △167(△100) |
| | 市場資金 | 246(△ 132) | △ 94(13) | 760(544) |
| | 本行借入れ | △405(2,053) | △499(853) | △974(△286) |

(注) △印……銀行券は還取超、財政は揚超、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)

貸出の増加が少額にとどまつたため月中64億円の預金超過となり、これに市場資金の大幅取入れをあわせて本行借入れを974億円方返済することができた。

2. 通貨——預金通貨の増加一服ながら、企業の流動性回復は顕著。

10月の銀行券は、月初には順調な還流をみせたが、その後は供米代金の支払に加えて軍人恩給、遺族国債元利金の支払ならびに行楽資金の動きもあつて結局月中97億円の発行超過(前年発行超112億円)となつた。その結果銀行券の月中平均残高は6,429億円、前年同月比増加率は3.6%となつたが、平均発行残高でみた銀行券需要の動向はこのところ依然として横ばいに推移している。これは所得支払、消費支出が停滞気味ながら底固く推移している状況と対応するものとみられる。

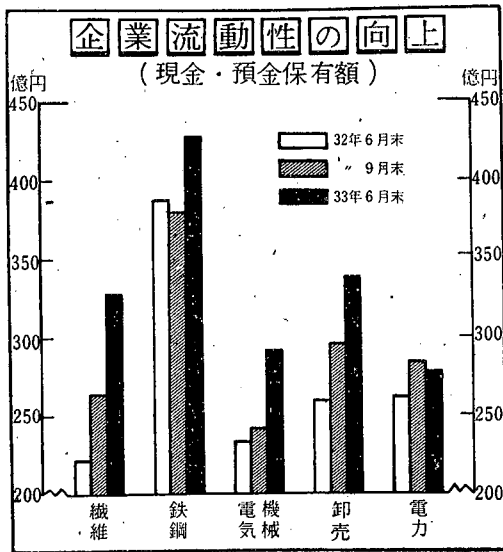
銀行券月中平均残高の推移

| 区 分 | 平均残高 | 対前年比 | 前年の対前々年比 |
|-----|-------------|--------|----------|
| 6月 | 6,282 億円 | + 2.5% | + 13.0% |
| 7月 | 6,538 | + 2.8 | + 12.0 |
| 8月 | 6,494 | + 3.7 | + 10.2 |
| 9月 | 6,245 | + 3.7 | + 8.8 |
| 10月 | 6,429 | + 3.6 | + 8.3 |

次に、預金通貨の動向を全国金融機関の要求払預金の動きでみると、9月には期末決済の関係もあつて月中539億円の増加(前年同月663億円増)を示し、月末残高は1兆9,430億円となつた。10月については確定計数は得られないものの、全国銀行実勢預金の動向(110億円増、前年同月108億円増)からしてほぼ横ばいないし若干の減少程度にとどまつたものとみられる。この結果要求払預金残高の対前年比増加率は7月11.4%、8月14.3%、9月13.0%(10月も13%前後か)となり、要求払預金の残高でみた企業の流動性はこのところやや増勢鈍化とはいえ、ひとところに比較してかなり著しい上昇をみせている。

法人企業統計を手がかりに主要業種別に保有現

・預金の増加状況を見ると次図の通りで、いずれも本年6月末においてすでに引締め発足当時からかなり上回っていることがわかる。不況産業の代表ともいえる繊維産業をも含めて法人企業の流動性向上がかなり全般化していると言えよう。ブーム期の最終段階から引締め期にかけて極度に圧縮された企業の流動性がその後情勢の落ち着きとともに回復に向かうのは自然の傾向であり、とくに景況低迷期には先行き警戒観から企業が手元準備を厚くする傾向を示すことは必ずしも怪しむに足らない。ただ最近の企業の流動性上昇は単に不況順応的な企業行動の現われだけでなく、多分に銀行の貸出態度緩和の反映がみられるということ、またそれがいわゆる底入れ観の台頭や政策環境のいかんによつては積極的な購買力に転化する可能性をばらんだものであるということは注意して置く必要がある。



なお、預金通貨の流通高を東京手形交換高で見ると、その前年比増加率はやや鈍化傾向にあるが依然として高い(7月17.5%、8月11.4%、9月25.7%、10月20.1%)。これについてはブーム時およびその後の引締め過程に累積した企業間信用の決済のズレ込みが主因であることはもちろんであるが、預金や貸出の水準は前年を相当上回っており、これに伴って金融的な取引や決済が

増加しているものと推測される。

3. 財政——米買入代金の支払進捗により大幅散超。

10月の財政資金の対民間収支は、総財政収支で1,149億円と前年同月(528億円の払超)の2倍以上に及ぶ払超となった。これには食管会計が米買入代金の支払伸長により大幅払超(前年同月比175億円の払超増加)となったことのほか、外為会計が輸出の急伸を主因に前年同月比144億円の払超増加となったことが大きく影響している。

財政収支 (単位: 億円)

| 区分 | 33年9月 | 10月 | 32年10月 | 31年10月 |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 総財政 | 184 | 1,149 | 528 | 333 |
| 一般財政 | △ 9 | 948 | 471 | 314 |
| 租税 | △ 859 | △ 668 | △ 675 | △ 592 |
| 食管 | △ 74 | 734 | 559 | 300 |
| 外為 | 193 | 201 | 57 | 19 |
| 純一般財政 | 65 | 214 | △ 88 | 14 |

(注) △印は揚超。

まず租税収入についてみると、所得税、消費税関係の増収を法人税の減収が相殺した形となつて税収実勢はほぼ前年並みであつたが、引続く還付金の増加(月中13億円、前年同月5億円)により税収全体としては前年同月比7億円の減少となつた。年度初めから10月までの租税(印紙)収入の実績は5,636億円、予算額に対し54.9%の進捗率となつており、前年同期の5,756億円(進捗率58.2%)を下回っている。この理由としては、再々指摘しているごとく景気後退を反映して法人税の収入が大幅減少しているからであるが、反面所得税、消費税関係の増収がこの法人税の減少を相当程度カバーしている点も見のがせない。

一方、一般財政の支払面を見ると、公共事業費支出の増加と地方交付税交付金の支出増加が目立っている。公共事業費(道路整備特別会計を含む)の支払は当月148億円と前年を43億円上回る大幅増加を示したが、これは予算規模自体の拡大とともに、いわゆる景気対策としての公共事業費繰上げ支出がようやく本格化しつつあることを示している。なお、地方交付金の支出増加は11月分

普通交付金の一部繰上げによるものである。

、食管会計は、台風の影響で遅れていた米の買入れが進捗した関係から支払総額は1,194億円と前年を157億円上回るに至り、その結果収支尻は払超734億円（前年払超559億円）となった。

外為会計は201億円と前月に引続き大幅払超となったが、これは別稿にみるような輸出の急伸を反映したものである。なお世銀インパクト・ローンの流入10.4百万ドルも払超要因となった。

本年の第3四半期の財政資金の払超は3千数百億円と未曾有の財政散超が予想されるが、その主要因を従来最も払超の多かつた30年度（払超2,824億円）の場合と比較すれば次の通りで、同じ散超といつてもその背景はかなり異なっている。

まず第1に食管会計収支であるが、本年の内地米の買入予定は30年度の実績を上回るものの、主食配給量の増加と輸入食料買入れの減少により払超額は30年度を下回るものとみられる。これは換言すれば、30年度の払超の主因であつた食管会計保有食糧の在庫増が本年は30年度を大幅に下回ることにはかならない。一方外為会計はほぼ30年並みの払超が予想されているがその内容は若干違う。すなわち、30年の払超の主因が輸出の増加にあつたのに対して本年のそれは輸入の低調に基く面が多く、またインパクト・ローン流入の影響も見がせない。差異の最もはなはだしいのは純一般財政であり、本年度の大幅払超が注目される。これは税収の先細りに対して交付金、公共事業費などについて予算規模が増加していること、また景気対策としての公共事業費の繰上げ支出が行われていることなどが主因である。

4. 市中金融——都市銀行の貸出純減。

10月の全国銀行貸出は月中113億円の増加にとどまり前年同月（193億円）をかなり下回つた。

銀行別にみると、長期信用銀行の貸出が117億円と相変らず高水準を続け、また地方銀行の貸出も小幅ながら増加を続けている。これに対し都市銀行の貸出は28億円の減少となつたが、都市銀行の貸出が月中純減を示したのは31年10月以来初めてのことである。

長期信用銀行の貸出が高いことについては、基

幹産業を中心とした設備資金需要が依然底固く続いていることの反映であるが、一方銀行側としても金融債の売れ行き好調で資金繰りが好転していることなどを背景にその貸出態度がかなり積極化していることも見のがせない。地方銀行の貸出増加については、最近の金融情勢の変化に伴い、これまで中小金融機関に依存していた地方産業などの資金需要の一部が銀行にシフトするという傾向ももうかがわれるようである。都市銀行の貸出減少は前月期末関係による大幅な貸出増加の反動にほかならないが、いずれにしてもブームから引締め段階を通じてほとんど一本調子に伸びてきた銀行貸出が最近に至つてようやく弾力性を取り戻し、こうした季節性を反映した動きを示すようになったことはかなり注目される点であろう。たとえば、当月の貸出内容としては大企業向けの運転資金の減退が著しいが、これは最近の企業の流動性回復がかなり進んだこともあつて手元のくつろいだ企業が年末資金需要期を控えて積極的に返済を進めたためとみられている。一般的にみて最近企業の借入れ態度には極端な借焦り傾向がなくなり、資金も必要な時になつてはじめて手当するといった傾向が目立つてきたといわれる。前述した資金需要の弾力性もこうした借入れ態度の反映とみられないこともない。

かねて指摘してきたように、最近の銀行貸出増加の主因は設備支出が続いていることのほか、企業利潤の圧縮による自己金融力の低下や流動性の増大などによる面が大きいと考えられる。こうした事情を別の角度からみれば、景況の変化に対して企業の適応が遅れそのギャップを銀行貸出が埋めている姿とみることもできる。企業の合理化努力によつてこのギャップが小さくなるにつれ、こうした資金需要は漸次落ち着いてくるはずである。もとより現在の資金需要はまだまだ本格的な落着きを取り戻した段階とはいえ、むしろ当面は物価の下げ一服に伴う在庫補充意欲と結びついた資金需要の台頭も予想され、一方銀行の貸出緩和の行過ぎを警戒すべき段階ともいえる。しかし季節事情その他による金融の行過ぎた緩和を戒めつつ全体の調整努力を進めて行く限り、10月の市中金融に現われた資金需要の落着きへのきざしを漸

次本格的なものにしてゆく可能性は強まったとみてよからう。

全国銀行主要勘定 (単位・億円)

| 区 分 | 33年8月 | 9 月 | 10月 | うち都銀 | | |
|-----------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------|---------------|
| | | | | 地 銀 | 長 銀 | |
| 実勢預金 | 595 (419) | 1,593 (1,025) | 110 (108) | 39 (25) | 60 (85) | 58 (25) |
| 債券発行高 | 104 (49) | 84 (20) | 162 (82) | — | — | 162 (82) |
| 借 用 金 | 444 (354) | △ 304 (411) | △ 541 (△172) | △ 553 (△130) | 9 (14) | 11 (△37) |
| (うち本行借入れ) | 432 (362) | △ 357 (369) | △ 974 (△287) | △ 927 (△213) | 7 (3) | △ 41 (△55) |
| マ ネ ー | △ 470 (△174) | △ 46 (△272) | 303 (426) | 384 (349) | 20 (33) | △ 83 (22) |
| 貸 出 | 686 (690) | 1,136 (1,464) | 114 (193) | △ 29 (126) | 45 (38) | 118 (60) |
| 有 価 証 券 | 152 (53) | 176 (69) | 86 (269) | 74 (176) | 18 (45) | 8 (21) |
| ロ ー ン | △ 295 (△39) | △ 228 (△152) | △ 25 (△4) | △ 6 (△21) | 47 (33) | △ 6 (6) |

(注) 10月は暫定計数。カッコ内は前年同月。△印は減少。

5. 資本市場

(1) 株式市場——相次ぐ規制措置にもかかわらず高値更新。

10月の株式市況は、急速な金融緩和、ニューヨーク株式の強調などをはやして買気強まり、平均株価は月初来連日高騰して6日にはダウ式平均で600台の関門を突破、その後も旺盛な物色買に高値もみ合いのまま越月した。更月後は引続く金融の緩和や国際収支の好調に加えて、景況の立直り期待などもあり、これを背景に大証券の買出動がみられ、買気は材料株、品薄株、大型低位株(鉄鋼、造船)から不況産業株の一部(化繊、パルプ、石油)にまで及び、相場も連日高値を更新して11月6日には624.06と620台乗せを示現した。

このような市況の動きに対し、取引所および証券金融会社は10月16日以降3回にわたり株式証換金率の引上げ(要録参照)を行って信用取引の行過ぎによる市況の人氣化を抑制しようとした。これらの規制措置は市況の強調を改めるまでには至らなかったが、さすがに11月15日の第3次抑制措置の実施以降は市況自体が上げ一服状態にあつた関係もあつて整理商状に転じ、市況の大勢は底固いながらも、もみ合いを続けている。

市況強調の原因としては種々の理由が考えられようが、根本的には株式の需給関係のアンバランスが大きく作用している点は見のがせない。現在

のところ不況下においても所得、貯蓄は着実な伸びを示しており、その相当部分が投資信託などいわゆる機関投資を通じ、あるいは直接市場からの株式購入の形で証券市場に流入している。これに対して企業の増資は、企業収益の見通し難や税負担への考慮、さらには最近の金融緩和で銀行借入れが容易となり、かつ金利も低下傾向にあるなどの理由からあまり活発でない。たとえば本年の増資額(予想)は次表のごとく前年を下回るに至っている。

増資動向 (単位・億円)

| 区 分 | 有償払込増資額 | 投資信託 元本増加額 |
|-----------|---------|---------------|
| 31 年 | 1,791 | 82 |
| 32 年 | 2,050 | 692 |
| 33 年 (予想) | 1,724 | (10月まで) 600 |

したがって、このような株式の需給関係のアンバランスが続く限り、市況は基本的には強調に推移するとの見方が強まってくる。市場の投機化傾向抑制のためにも、また企業の資本構成是正のためにもこの市況強調を利用して増資の促進が期待されるゆえんであろう。

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 |
|--------|---------------------|----------------------|---------------|------------|
| 10月1日 | 588.63 | 5.59(5.86) | 百万株 81 | 億円 147 |
| 15日 | 607.84 | 5.39(5.63) | 57 | 168 |
| 31日 | 607.72 | 5.38(5.63) | 29 | 186 |
| 11月15日 | 620.03 | 5.17(5.46) | 22 | 185 |

(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、割引金融債の好調注目さる。

10月の起債市場は、一般事業債の起債額が増加した関係から規模は引続き拡大し、前月比8億円を増加して132億円となつた。このように起債市場は8月からの一般事業債の新規起債復活を軸にこのところ順調な拡大を続けており、一方消化状況も金融緩和を背景にますます好調をみせている。

また金融債の売れ行きも好調で、10月は346億円と前月比33億円増となつたが、これには割引金融債の売れ行き好調が大きく貢献している。すなわち、割引債は当月から日本不動産銀行債が新規に登場した関係もあつて発行額(175億円、前月

比18億円増)、市中純増額(81億円、前月比4億円増)とも前月を上回ったが、このような割引金融債の売れ行き好調は年初来のことである。割引金融債の純増額を他の事業債、利付金融債、投資信託、貯蓄性預金などの増加額と比べれば次表の通りである。

増 加 額 の 比 較 (単位・億円)

| 区 分 | 割引債 | 利付債 | 事業債 | 投資信託 | 貯蓄性預金 |
|---------|-----|-----|-----|------|-------|
| 32年度上期 | 101 | 219 | 203 | 399 | 2,429 |
| “ 下期 | 290 | 290 | 152 | 368 | 2,735 |
| 33年4~6月 | 150 | 249 | 102 | 243 | 1,547 |
| 7~9月 | 183 | 163 | 143 | 122 | 1,753 |
| 10月 | 81 | 48 | 67 | 42 | |

(注) 貯蓄性預金は全国銀行の定期、定積の増加額。

利付債、事業債の消化先が大部分金融機関であるのに対して、割引債の消化先は圧倒的に個人(金融機関を除く一般消化)の割合が多くなっている(個人の消化率は33年7~9月平均98.8%、32年7~9月平均96.0%)。好調の理由としては、無記名、短期のほか最近の金利低下傾向とも関連してようやく利回りの有利さ(最終応募者利回り年6.644%)も見直されるようになってきている。いずれにせよ、このような割引金融債の個人消化を通じて個人貯蓄が直接起債市場に流入するという直接投資の慣行が少しずつでも醸成されようとしていることは注目してよからう。

起 債 状 況 (単位・億円)

| 区 分 | 33年10月 | 9 月 | 8 月 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 事 業 債 | 96.0 | 87.5 | 82.3 |
| (うち借換債) | (77.5) | (70.0) | (61.8) |
| 地 方 債 | 15.0 | 13.5 | 13.5 |
| (うち借換債) | (13.5) | (10.0) | (10.5) |
| 政府保証債 | 21.0 | 23.0 | 20.0 |
| 小 計 | 132.0 | 124.0 | 115.8 |
| 金 融 債 | 346.6 | 313.5 | 258.3 |
| (うち市中純増額) | (129.5) | (127.7) | (106.7) |
| 合 計 | 478.6 | 437.5 | 374.1 |

6. 貿易・外国為替——為替収支好調、輸出もかなり上伸。

年度初来低迷を続けてきた輸出は、10月には通関、信用状面でかなりの上伸を示しており、輸入

の低水準と相まって為替収支はこのところ一段と好調を続けている。

9月の外国為替収支は、受取286百万ドル、支払236百万ドル、差引受超額は表面50百万ドルと引続き高水準を維持し、本年度上半期の黒字合計は235百万ドルに達した。なお、9月は農産物借款が返済期に入ったため支払繰延残高が27百万ドルと大幅に減少しており、これを考慮すると実質輸入額は172百万ドル(前月193百万ドルの低水準、実質収支戻は77百万ドルと戦後最高の黒字となつている。10月に入ってから、輸出が増加しているのに加えてインパクト・ローンの流入もあつたため、差引収支戻は50百万ドル前後の黒字幅を維持した模様である。このような為替収支の好調を映じて、10月末の外貨準備高は805百万ドル(前月末比46百万ドル増)に達した。

外国為替収支の推移 (単位・百万ドル)

| 区 分 | 32 年 | | 33 年 | | |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 |
| 受 取 | 926 | 962 | 856 | 846 | 858 |
| 輸 出 | 711 | 754 | 696 | 660 | 647 |
| (月平均) | (237) | (251) | (232) | (220) | (216) |
| 特 需 | 138 | 134 | 106 | 119 | 123 |
| 支 払 | 1,152 | 869 | 752 | 757 | 714 |
| 輸 入 | 1,015 | 723 | 618 | 620 | 593 |
| (月平均) | (338) | (241) | (206) | (207) | (198) |
| 表面収支戻 | - 226 | + 93 | + 104 | + 90 | + 145 |
| 支払繰延べ | - 174 | - 72 | + 30 | + 13 | - 30 |
| 実質収支戻 | - 53 | + 165 | + 74 | + 77 | + 175 |
| 外貨準備高 | 455 | 524 | 629 | 718 | 759 |

(注) 10月末外貨準備高は805百万ドル。

10月中の輸出を通関実績でみると、総額257百万ドル(前月比12%増、前年同月比14%増)と年末・年度末を除く平月では昨年8月のピーク(258百万ドル)に近い水準に達した。商品別には、魚介類、船舶、繊維などの増加が著しいが、とくに英国向けさけ・ます罐詰の積出し進捗を主因に魚介類の増加が全体の輸出増加額(前月比)の4割を占めた。また繊維の中で生糸輸出が価格の低落(実勢相場へ移行——後述、商況の項参照)に刺激されて月中かなりふえたことが目立つた。反面減少したものとしては、セメント、陶磁器、繊維機械などが挙げられる。

一方、輸入は235百万ドルと前月並みの低水準

にとどまつた。品目別では機械、鉄鉱石、鉄鋼くず、燐鉱石、大豆などが低調であつたが、カリ肥料、非鉄金属鉱、生ゴム、石炭、石油など一部には増加もみられる。もつとも、これも入着期ないし船繰りなどの事情によるもので、輸入意欲は依然低調、総じて手当買の域を出ていない。

信用状面でみると輸出の好調はとくに顕著で、10月中 276 百万ドルと戦後最高の水準に達した。もつとも、パキスタン向け尿素工場輸出 (20 百万ドル)、アルゼンチン向け鋼材輸出 (7 百万ドル) など長期の延べ払条件付のものが含まれていることは注意を要するが、品目別では通関ベースと同様、英国向けさけ・ます罐詰の著増をはじめ鉄鋼、機械の増加がみられ、これに加えて繊維製品も東南アジアの季節需要、クリスマス需要から伸びており、輸出基調はかなり持直しの気配が濃い。これに反して輸入信用状は、161 百万ドルと前 2 か月の低位からは若干回復したがなお低調を改めず、このため信用状段階の黒字は異常に大幅なものとなつた。

ここで、最近の輸出動向の中で目立つ点を見ておきたい。

第 1 に、輸出価格が 4 月ごろから下げ止まり傾向を示していることが注目される。もとより商品によりその程度、背後事情は区々であつて、繊維のごとく価格の下落幅が縮小したと同時に輸出数量も減退し、必ずしも好ましい動きを示していないものもある反面、鉄鋼の輸出価格などには海外市況持直しの好影響がうかがわれる。ただ全体として下げ止まり傾向にあるため、輸入価格の軟調と相まって交易条件が改善の方向をたどっていることは見のがしえないところであろう。

第 2 に、最近の輸出動向に伴いわが国の輸出構造が徐々にながら変化を示しつつあるかにかうかがわれる点である。その一つとして、このところ鉄鋼および船舶など一部の重工製品の輸出成約が上向いてきたことを挙げるができる。船舶については、現在の海運市況などからそれほどの増加は望みえないとしても、従来の極度の受注不振からは立ち直つており、本年度の輸出目標をすでに達成するに至つている。鉄鋼については、国内における輸出圧力の高まりから南米、東南アジアなど

の外貨不足国に対しても決済条件の緩和などを利して進出をみているが、最近では米国向けでもかなりの成約増加をみている。先行きについてはまだ楽観はできないとしても、これが米国の景気回復という基調的なものにつながっているところからみて、なおかなり有力な動きとみてよい。なお輸出総額に占めるウェイトは低いが、自動車、トランジスタラジオなど耐久消費財について新市場の開拓が進んでいることも見落せない。一方、輸出総額の約 3 割を占める繊維については最近いよいよ退潮は被い難いものがあるが、これが主として後進国の慢性的外貨不足による厳しい為替制限と後進国の自給度の向上というかなり奥深い動きによつてもたらされているところが大きいだけに注目を要する。

なお、輸出総額の地域別構成をみると、米国向けの好調のほか、10 月中にみられたように金ドル準備の増大を背景とする英国市場の拡大などが目立つ反面、東南アジアなど外貨不足の顕著な地域に対しては後退傾向が次第に濃くなつている。

このように最近の国際経済ひいては世界貿易の動向に応じ、わが国の輸出は地域別、商品別に若干構造変化をきたしつつあるものとみられるが、これは言葉をかえれば、わが国輸出が世界貿易縮小の試練を経てそれに適応してゆく過程とみてよからう。

7. 生産・在庫——生産水準はほぼ横ばい、出荷は漸増傾向。

最近における諸指標の動きをみると、このところ生産活動は大勢として横ばいを続けているが、一方出荷は季節的需要期を迎えて漸増を示しており、とくに生産財の出荷好調が目立つている。

9 月の鉱工業生産指数は 143.7 (通産省調べ、30 年=100、以下各指数とも同じ) と前月比 1.8% の増加を示したが、季節調整 (季節指数は 1.9% 増) をすれば前月とほぼ横ばいである。業種別にみると、前月比では石炭が前月の盆休み減産の反動から 12.9% の大幅増産を示したほか、溶解パルプ、鉄道車両、革皮、板ガラス、ゴム製品、セメントなどの増加が目立つた。このうち溶解パルプは繊維の一部操短緩和を見込んだ増産の結果とみられ

るが、その他では季節的需要など実需の増加に見合ったものが多い。

一方、鉄工業出荷指数は需要の漸増を反映して前月比2.6%方上昇（季節指数は0.8%の上昇）、138.5と4月（140.0）の高水準に近づいた。もつとも、現在のところ生産者の製品滞貨はなおほかばかしい減少を示すに至つておらず（メーカー製品在庫前月比0.8%増）、品目別にみると、非鉄、ゴム、紙パルプなど大幅減少をみたものもあるが、鉄鋼二次製品、機械、化肥、ソーダなどについては累増が目立っている。

この間生産財の動きをみると、出荷は前月比4.8%とかなりの増加をみており、製品在庫も消費財の4.7%増加に対し1.0%の減少を示している。これは季節的事情もあつてメーカー間の取引がようやく拡大の方向をたどっているためとみられるが、これまで極端に萎縮していた中間需要がようやく動兆を示しているという意味でかなり注目を要する点であろう。

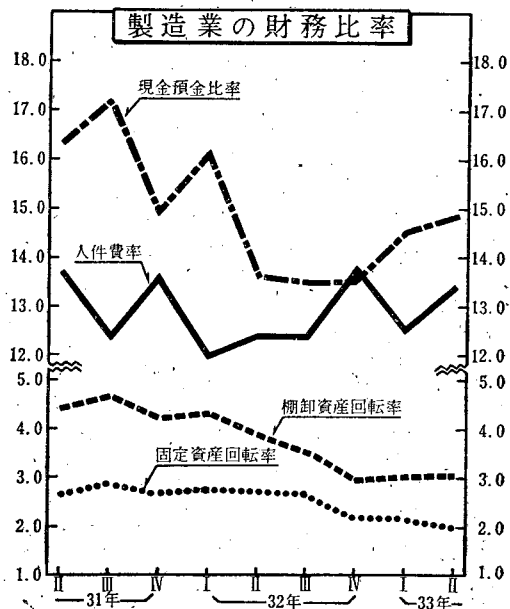
需要はこのように伸長の気配を示しているが、先行き注目されるのはやはり生産の動向であろう。前号にも指摘した通り、設備圧力の増大や雇用維持の必要からややもすれば操短態勢の維持が困難となつていることはいなめない。次掲グラフは製造業の財務比率をやや長期的にみたものであるが、上述の困難は固定資産回転率の低下、人件費率の上昇という形で明瞭に現われている。すなわち、

(1) いわゆる神武景気下における設備投資の増大に伴い、固定資産回転率は金融引締め以前から若干低下を示しているが、その後この傾向は売上げの減退もあつて一段と強まっている。

(2) 人件費率は32年々初を底として傾向的には上昇に転じている。これには雇用、賃金水準の上昇も考えられるが、最近ではむしろ売上げの停滞がより大きく作用しているとみてよい。

もつともこの反面、経営立て直しを可能にする条件が調整過程の進展とともに徐々に企業内部に熟じはじめている点も見のがしえないところであろう。次掲グラフにみられるように製造業の現金預金比率や棚卸資産回転率は32年末をボトムとして明らかに上昇しており、企業の流動性回復がかなりの程度に進んでいることは否定できない。

一方企業コストの面からみても、引締め以来の地道な合理化努力の結果として一般管理費ないし販売費の切下げが進んでいるほか、原材料値下りによるコスト低下を織り込む余地はまだ残されていると考えられる。このような点からみて、現在企業採算面における圧迫はなお強いとしても、現在程度の操短を維持することは一般的にみれば必ずしも不可能とはいえない。一方需要面では先に述べたように、ようやく伸長の気配が強まつており、企業としては調整過程をより効果的に進めうる局面を迎えつつあるものと言えよう。



(注) 大蔵省調べ、法人企業統計速報による。

8. 商況・物価——大勢底固め圏に近づく。

このところ商品市況は大勢底固め圏に近づいてきたとの観が濃化している。

すなわち10月の動きをみると、軟落を続けていた繊維が下げ渋りから月末には訂正高を示し、また鉄鋼は小確り商状、非鉄は引続き強調を呈するなど総じて強含みに転じたものが多く、軟調商品の範囲は化肥、石炭など調整のとくに遅れた部門にしぼられてきた。もつとも、これらの動きも一部には人気の要素（海外高を映じた非鉄の動き）ないし下げ過ぎに対する反動高（一部繊維）もあり、これをもつて低迷基調を脱し切つたものとみ

ることはなお早計であるが、大勢としては商品需給の地合いはようやく固まりつつあるものと言えよう。

主要商品の需給状況をみると、テンポこそ遅いが次第に改善の方向をたどっている。これまで企業採算悪の表面化などからむしろ悲観人氣が先駆し、このため需給改善傾向は過小評価されていたきらいがあつたが、最近これが見直されつつあることは否定できない。事実、主要商品についてみれば、内外需の漸増から需給は次第に改善の方向をたどっている。需要期を迎えて暖房用諸燃料、繊維、鉄鋼、セメント、上質紙などの荷動きは持直し気味であり、末端消費需要も底固さを持続している。また輸出は鉄鋼、クラフト紙、生糸、罐詰類などの好転が目立ち、綿製品も低水準とはいえ季節的な増勢を示している。注目される中間需要もまだ目立つた動きは示さないが、最近若干動意をみせていることは見のがせない。

10月の本行卸売物価指数は総平均で前月比0.1%の微落にとどまつた。品目別にみて注目されるのは、引締め後ほとんど一本調子で下げ続けてきた金属が強調に転じたことである。鉄鋼(+0.6%、前月比以下同じ)は米国向け中心に輸出引合い増加が刺激材料となつて強含みであり、非鉄(+0.3%)も銅系統を主軸に海外高から強調に転じた。また繊維は月間指数では3.0%の下落となつているが、これは生糸の政府支持価格がくずれて実勢相場を示現したことが主因であり、その後の繊維全般の市況をみれば、循環安のきつかけとなつた豪毛相場が落ち着いたところから人絹糸中心に訂正高場面さえ呈し、11月に入つても小康状態を続けている。その他建築材料(+0.6%)、燃料(+0.3%)、食料品(+0.7%)など強調を示しているものが多い。もつとも、在庫増勢を続けている化肥など依然軟調(化学製品-0.5%)をたどっているものもあるが、物価全体としては下げ幅は一段と縮小をみており、むしろ保合い状態とみるべきであろう。

しかし最近の物価の下げ止まり傾向にははまだ多分に不安定な要素が残されていることも見のがせない。さきに指摘した人气的・反動的な要素もその一つであるが、商品需給自体も本格的な改善をみたとはいえず、企業採算面の圧迫などからややもすれば生産調整に緩みを生じ市況の安定を乱すといった気配はまだまだ強い。

ここで企業採算の観点から、原料対製品の比価関係が最近どのように動いているかをみておきたい。金融引締め当初、物価はまず一次製品部門を中心に下落、このため一般的に原料高、製品安傾向が強まつたが、次表にもある程度うかがわれるように、この動きは夏以降ようやく一巡を示しており、なかんずく毛糸、人絹織物、鉄鋼一次製品などでは前述の原料高傾向が是正される傾向を示している。こうした素材安傾向が国内素材メーカーの採算を圧迫するのは当然であるが、その少なからぬ部分が輸入原料価格やフレートの低落に吸収されそれだけ国内産業の採算への圧力を軽減している。

こうした波状的な物価の動きは景気変動に当然随伴する傾向であろうが、最近の調整過程の進展に伴い物価の波状調整は一部は交易条件の改善に支えられながらかなり円滑に進捗しているといえる。こういう動きは物価体系の新たな均衡と企業採算の安定化への条件が漸次成熟してゆく過程とみることができよう。

引締め後の原料対製品の比価関係 (製品価格指数 / 原料価格指数)

| 区 分 | 綿糸 | 綿織物 | 毛糸 | 人絹織物 | スフ糸 | スフ織物 | 普通鋼材 | | 鉄鋼二次 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 棉花 | 綿糸 | 羊毛 | 人絹糸 | スフ綿 | スフ糸 | 鉄鋼素材 | 普通鋼材 | |
| 32年 | | | | | | | | | |
| 1~3月平均 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 4~6月平均 | 94.8 | 100.2 | 86.0 | 102.1 | 96.3 | 92.0 | 94.5 | 103.9 | |
| 7~9月平均 | 92.6 | 97.6 | 85.0 | 103.0 | 90.4 | 91.0 | 93.3 | 104.2 | |
| 10~12月平均 | 94.1 | 93.1 | 93.3 | 98.5 | 83.7 | 89.8 | 97.5 | 102.5 | |
| 33年 | | | | | | | | | |
| 1~3月平均 | 91.6 | 92.3 | 94.6 | 99.2 | 81.6 | 83.1 | 99.1 | 102.4 | |
| 4~6月平均 | 98.5 | 90.0 | 110.8 | 95.0 | 83.9 | 76.0 | 103.6 | 98.9 | |
| 7~10月平均 | 93.4 | 91.5 | 112.9 | 100.2 | 83.4 | 81.0 | 106.6 | 101.2 | |

(注) 本行統計局卸売物価指数(27年平均=100)による。
 相対比価は32年1~3月平均値を基準とした百分率指数。したがって100以下は基準時に比し製品価格の下落率が大きい。