

国内経済事情

1. 金融市場と本行勘定——通月繁忙裡に推移。

12月の金融市場は、年末銀行券需要の増大を主因に、通月繁忙裡に推移した。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は1,198億円と引続き大幅な支払超過を示したが、一方銀行券は年末現金需要の増大を映じて月中増加額は1,777億円と財政資金の払超を上回り、本行貸出は月中519億円の増加、月末貸出残高3,793億円をもつて越年した。月中における本行信用の膨脹は、本行保有手形の買戻し120億円を加え合計639億円に及んだ。

この間、月初末ピーク時(30日)までの間に銀行券増発は2,983億円、本行貸出の増加は1,739億円に及び、コール市場は通月繁忙裡に推移した。なかんずく年末接近とともに出手筋の一斉回収が

続き、29、30の両日には東京市場の出合残高は一挙に263億円の減少をみて超繁忙を呈し、レートはこれにつれて硬化、30日には各レートとも自粛限度一ぱいの2銭5厘まで高騰した。もつとも月末には漸次落ち着きを取り戻し、レートも無条件物2銭3厘5毛(中心)とやや引締まり模様のうち、に越年した。

この間全国銀行の資金需給をみると、預金、貸出とも引続き大幅な増加を示したが結局月中276億円の預金超過となつた。しかし農中などの市場資金引揚げが大きかつたことと、例年になく銀行の手元現金が大きかつたことから458億円の本行借入増加となつた。なお手元現金の増加については、年末現金需要の輻輳に加え、銀行の営業終了時間の関係がこれに響いたものと思われる。

新年に入つてからは、銀行券の還流がきわめて順調なため、金融市場は日ごとに緩和の様相を濃くしている。このため本行貸出も上旬中792億円の減少を示し、コールレートも急速に軟化、8日には無条件物2銭(中心)と、32年春以来の低水準を示した。

2. 通貨——年末銀行券増発顕著ながら還流も好調、預金通貨は引続き著増。

12月の銀行券は、供米代金の流出に加え、企業の金繰り緩和を映じて民間賞与が早目に支払われた影響などもあつて例年と異なり月初から出超となつた。月央以降も公務員の年末手当および民間諸給与の支払が進み、さらに月末に至り歳末商況の好調を反映する現金需要、恒例の年末現金決済資金の手当が行なわれたため、ピーク時(30日)までの発行超過額は2,983億円に達し、従来の最高を記録した(前年発行超2,607億円、前々年2,372億円)。もつとも31日の現金還流はきわめて好調で、1,206億円の減少(月中増1,777億円)をみ、月末発行残高8,910億円(前年8,371億円)をもつて越年した。

12月の月中平均残高は8,108億円、前年同月

資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同期)

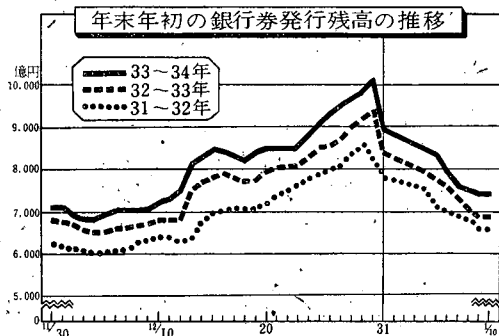
| 区 分 | 33年10月 | 11月 | 12月 |
|--------|--------------------------------|-------------------|------------------------|
| 本行勘定 | 銀行券 (112) | 188 (188) | 1,777 (1,536) |
| | 財政 (528) | 1,109 (185) | 1,198 (1,316) |
| | 本行貸出 (△ 286) | △ 848 (30) | 519 (146) |
| | 本行貸出残高 (5,343) | 4,121 (5,373) | 3,793 (5,519) |
| 全国銀行勘定 | 貸出および証券投資 (452) | 200 (1,620) | 2,007 (1,764) |
| | 預金および債・券発行 (190) | 273 (1,306) | 1,852 (2,076) |
| | 預貸金差額 過(+)/不足(-) (- 262) | + 73 (- 314) | + 276 (+ 312) |
| | 現金準備 (△ 100) | △ 167 (25) | 303 (150) |
| | 市場資金純受入れ (544) | 761 (213) | △ 352 (△ 234) |
| | 本行借入れ (△ 286) | △ 974 (53) | △ 808 (458 173) |

(注) △印…銀行券は還取超、財政は掛超、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)。

の水準に対して 6.4% の増加率を示しているが、これは前月のそれ (増加率 4.0%) をかなり大幅に上回るものである。これについては、1 万円券発行の影響や、最近の企業の手元潤沢化から現金決済のウェイトが旧に復しつつあるといった事情も響いているが、より根本的には次項に述べるように現金通貨面に対する経済調整過程の影響が一巡しつつあるためであろう。もつとも越年後の還流状況はきわめて順調で、ピーク時までの増発額に対する 1 月 14 日までの還収率は 98.1% と、前年 (103.2%) には及ばないものなお例年を大きく上回っている。以上のように年末年始における銀行券は、大幅の振幅を示しながらもますます平穩裡に推移したものと云えよう。

年末年初の銀行券増発・還収状況 (単位・億円)

| 区 分 | 33~34年 | 32~33年 | 31~32年 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|
| 11 月末残高 (A) | 7,133 | 6,835 | 6,260 |
| 12 月ピーク時 (B) | 10,116 | 9,442 | 8,633 |
| 増発額 (B-A) | 2,983 | 2,607 | 2,373 |
| 増発率 $\left(\frac{B-A}{A}\right)$ | 41.8% | 38.1% | 37.9% |
| 1 月 14 日残高 (C) | 7,189 | 6,751 | 6,478 |
| 還収額 (B-C) | 2,928 | 2,691 | 2,154 |
| 還収率 $\left(\frac{B-C}{B-A}\right)$ | 98.1% | 103.2% | 90.8% |
| $\frac{C}{B}$ | 71.1% | 71.5% | 75.0% |



ここでやや長期的に銀行券の動きをふり返つてみよう。銀行券の発行水準は一昨年来の引締め下においてもさほど下らなかつたが、これは雇用・消費水準が堅調な動きを示したことから一応当然の動きであつたとみられる。もつともそのような動きの中にあつても、現金取引部門の縮小や消費支出の伸び悩み傾向を反映して限界的な銀行券需要の伸びが次第に減少した結果、月中平均残高の前

年比増加率は33年の年央ごろまでは大勢として鈍化傾向にあつたことが認められる。しかし秋口以降、その銀行券需要の伸び悩み傾向はようやく様変りを見せ、銀行券に関する限り経済調整過程の影響はほぼ一巡したものとみられるに至っている。もちろん現在のような景況のもとで当面銀行券の需要が基調的に上伸するとまでは考えられない。

銀行券発行水準の推移

(月中平均残高対前年比増加率 %)

| 区 分 | 3 3 年 | 3 2 年 | 3 1 年 |
|-----------|-------|--------|--------|
| 1 ~ 3 月 | + 4.1 | + 14.7 | + 4.3 |
| 4 ~ 6 月 | + 2.9 | + 13.6 | + 7.1 |
| 7 ~ 9 月 | + 3.4 | + 10.4 | + 10.5 |
| 10 ~ 12 月 | + 4.8 | + 8.2 | + 12.4 |

次に預金通貨の動向をみるに、11月の全国金融機関要求預金は 1,286 億円と11月としては異常な増加をみせた (32年 477 億円、31年 470 億円) が、12月についても全国銀行実勢預金の大幅な増加 (2,164 億円) からみて、年末決済資金関係の預金増加は例年通り相当な額にのぼつたものと思われる。

このように預金通貨でみた企業の流動性は10月以降年末にかけて際立つた増加を示したことになる (前年比 1~3月+2.1%、4~6月+5.4%、7~9月+12.9%、10月+13.9%、11月+18.1%)。企業の流動性向上は昨年の年央ごろから顕著なものがあつたが、これは一応ブームから引締め期にかけて異常に圧縮されていた流動性の自然な回復過程であつたと言えよう。また企業が先行きに備えて手元を厚くする態度は、弱気なビジネス・センチメントと相応するものであつた。しかし年末にかけてみられる企業流動性の向上は、テンポがきわめて急速であるのみならず、一方では銀行の積極的な貸出態度によつて支えられている面もかなり目立っている。他方企業のマインドが、最近の景況底入れ感から先行きについて一般的に強気となりつつある点を勘案すると、この高まつた企業流動性は今後の企業活動に対してかなり強い潜在的な上昇要因となる可能性が濃い。いまのところ預金通貨流通高は、全国手形交換高でみる限りなお増勢鈍化の傾向を続け、増加した預金通貨はまだ購

買力として使われていないようである。しかし、この流通高の増勢鈍化は、従来預金通貨流通高を実勢以上に大きくみせていた既取引決済分のズレ込みがようやく減退しつつあることによる面が多いから、この点をも十分考慮して今後の動向は慎重に注視する必要がある。

3. 財 政——大幅散超続く。

財政資金の対民間収支は12月も 1,198 億円の大幅散超となった。これを前年同月（払超 1,316 億円）に比較すると 118 億円の払超減であるが、運用部の金融債売買の関係（本年12月は売戻し 145 億円、昨年は買入れ 156 億円）を調整すれば、実質的には前年同月比 184 億円の払超増となる。

財 政 収 支 (単位・億円)

| 区 分 | 33年11月 | 12月 | 32年12月 | 31年12月 |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 総 財 政 | 1,109 | 1,198 | 1,316 | 870 |
| 一 般 財 政 | 848 | 966 | 1,132 | 784 |
| うち 租 税 | △ 643 | △ 1,173 | △ 1,149 | △ 1,191 |
| 食 管 | 378 | 298 | 241 | 611 |
| 外 為 | 261 | 232 | 184 | 86 |
| 純 一 般 財 政 | 470 | 668 | 891 | 173 |

(注) △印は揚超。

散超の主因は前月と同じく外為資金、食管会計にある。すなわち外為資金は、石油、食糧の輸入決済が進んだため前月（払超 261 億円）に比して若干払超の幅を縮小したものの、なお 232 億円と引続き前年同月の払超（184 億円）を上回った。また食管会計も酒米の売れ行き良好など受入面の増加をみたにもかかわらず、米代金の支払が伸びた（月中買付量 1,006 万石、前年同月比 177 万石増）ため総額では 298 億円の払超と前年同月（払超 241 億円）をこえる払超となった。その他ではとくに大きな払超要因はなく、たとえば一般会計では、公務員に対する年末手当の増額支給（0.1 か月増額）などもあつたが、税収が 1,173 億円と久しぶりに前年同月（1,149 億円）を上回る好調を示したことが主因となつて、総体では 55 億円の受超となった。このところ低調に推移した税収がこのような増収となつたのは、源泉所得税の伸長もあるが、9 月決算分の法人税の受入れが好調であつたこと

も響いている。法人税が申告額において前年同期比約 2 割減であつたにもかかわらず、このような結果をみたのは、金融の順便に支えられて即納率が前年同期を上回つたためである。なお郵便局を通ずる収支戻は、郵貯の年末急増から 29 億円の受超と前年同月（受超 8 億円）に比して大幅の受超増となつたが、これは米代金流入増などに起因する一時的現象で、まだこれまでの郵貯増勢鈍化の基調が改まつたとはみられない。

ここで 33 年中の対民間収支をふり返えつてみると、前年中 3,372 億円の揚超に対して、2,423 億円の散超（とくに第 3 四半期は 3,457 億円の記録的散超）と基調を一変したことが特色をなしている。この散布資金のうち本行の信用供与に依存した額は 1,859 億円（短期証券引受け 1,427 億円、本行の外貨買取—アウトライト— 432 億円）にのぼつており、残余は IMF に対する外貨売戻しに伴う受入金 450 億円をはじめ、補助貨発行や日銀納付金などによつてまかなわれた。

この間における収支の中で目立つ点をあげれば、①まず散超の大部分が外為資金によつて占められていることであろう。すなわち 33 年中、外為資金は国際収支の好調を映じて 2,028 億円の散超（前年中 2,268 億円の揚超）となつた。②食管会計はこのところ年々受超減少傾向をたどつているが、33 年も前年比 275 億円の受超減少となつた。この背景には、輸入米の売れ行き不振、豊作による主食用麦の需要減退、さらに農家保有米の増加がもたらした生産者の受配辞退などといった事情をあげることができよう。③税収は当初不振を予想されたものの、少なくとも上半期はなお景気後退の影響がききつていなかったこと、雇用・所得水準が低下をみなかつたことを反映する源泉所得税の好調など減退を支える要因もあつたため、年間 1 兆 206 億円と前年を 129 億円上回つた。④国鉄の収支では景気後退による運賃収入減に対処して極力経費節減、支払繰延べに努めた結果、年間を通じて 67 億円の受超（前年中払超 41 億円）となつた。⑤なお昨秋景気対策の一環として採り上げられた公共事業費の繰上げ支出は、工事進行との関係もあつてさしたる伸長をみせていない。このことは財政支出の弾力的運用が理論的にはともかく実際

にはかなり困難であることを示すものと言えよう。

年間対民間収支 (単位・億円)

| 区 分 | 33年中 | 10~12月 | 32年中 |
|-----------|----------|---------|----------|
| | 総 財 政 | 2,423 | 3,457 |
| 一 般 財 政 | 396 | 2,763 | △ 1,113 |
| うち 租 税 | △ 10,206 | △ 2,483 | △ 10,077 |
| 食 管 | △ 190 | 1,410 | △ 465 |
| 外 為 | 2,028 | 694 | △ 2,268 |
| 総 一 般 財 政 | 585 | 1,353 | △ 639 |

(注) △印は揚超。

4. 市中金融——貸出増勢続く。

12月の全国銀行貸出は月中1,696億円の増加と、引続き前年同月の実勢(表面1,787億円、いわゆる含み貸出の吐出しを考慮した実勢約1,530億円)をかなり上回る伸び方を示した。業態別にみると、長期信用銀行が相変らず高水準を続けているほか、地方銀行もまた12月としては戦後最高の貸出増加を記録した。これに対し都市銀行の貸出は依然高水準ながらも前年同月の実勢をかなり下回った。

長期信用銀行の貸出が高水準を続けているのは、毎回述べる通り重点産業を中心とする継続工事関係設備資金需要が根強いためであるが、一方金融債の売れ行きが好調で、資金面に余裕のあることも背景となつている。当分この増勢傾向は改まらないものとみられるが、現在までのところでは、新規設備投資に伴う資金需要はまだそれほど目立たないようである。

これに対して10月ごろから前年を上回つてきた地方銀行の貸出増勢は、当月その傾向を一段と強めた。これについては、年末預金目標の達成をみざす預貸金併進といった動きによつてもたらされた面も少なくなく、また地方銀行の貸焦り傾向とからんで、これまで相互銀行などの中小金融機関に依存していた資金需要の銀行へのシフトが、最近やや進んでいるのではないかとみられる。しかしこのことは、最近の貸出増勢には内容的にみて問題がないという意味ではない。現在のところ、地方銀行に現われる資金需要は、もとより地方産業の季節資金が中心であり、12月はこれに年末決

済資金などが重つたためとみられるが、最近次第に強まってきた景気底入れ観と結びついて、中小商社、鉄鋼などの関連中小企業の中には業容拡大の意欲も散見されており、そうした動きにつながる要資が、ごく一部とはいえ台頭していることはいなみえない。もつともいまの段階では、貸出増勢をリードする力としては、企業の借入れ意欲よりもむしろ銀行の貸出態度の積極化により多くの問題があるようである。すなわち地方銀行としては、財政資金の散布に伴う預金の大幅増加に加えて、このところ流動性の高まった大企業の中に地方銀行に対し借入返済を進める態度に出るものさえふえてきたため、一段と融資先の確保に迫られるという傾向がうかがわれるようである。

こういつた動きの中で、都市銀行の貸出が高水準を継続しつつも前年同月をかなり下回つたことは、いろいろの問題を含んでいると思われる。12月の貸出増加は、企業収益の悪化による自己金融力が低下している一方、決算資金、年末決済ないしボーナス資金など季節的需要が増大をみたことが大きな要因をなしているとみられるが、同時に中小商社、中小メーカーに対する資金がふえていること、またごく一部ながらこのところ生産調整の緩和に踏み切つた大企業などで、増加運転資金需要がふえていることは注目を要するところである。もとよりこの間、銀行の貸出態度の引緩みが

全国銀行主要勘定

(単位・億円)

| 区 分 | 33年 10月 | 11月 | 12月 | 都銀 | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|----------------|
| | | | | 都銀 | 地銀 | 長銀 |
| 実勢預金 | 108 (108) | 1,741 (1,244) | 2,164 (1,973) | 1,347 (1,287) | 911 (727) | △ 72 (△ 28) |
| 債 券 発 行 高 | 162 (82) | 111 (61) | 119 (103) | — (—) | — (—) | 119 (103) |
| 借 用 金 | △ 540 (△ 171) | △ 677 (88) | 396 (254) | 334 (160) | 6 (—) | 28 (59) |
| (うち本行 借入れ) | △ 974 (△ 287) | △ 808 (52) | 458 (173) | 404 (113) | 7 (△ 4) | 18 (34) |
| マ ネ ー | 302 (426) | 359 (296) | △ 434 (△ 133) | △ 597 (△ 171) | 23 (△ 19) | 95 (29) |
| 貸 出 | 114 (192) | 1,014 (1,055) | 1,696 (1,787) | 794 (1,158) | 686 (486) | 159 (121) |
| 有価証券 | 85 (259) | 138 (564) | 310 (△ 23) | 155 (△ 8) | 140 (△ 36) | 8 (18) |
| ロ ー ン | △ 24 (△ 4) | 288 (117) | △ 142 (△ 181) | △ 55 (△ 7) | △ 63 (152) | △ 13 (7) |

(注) 12月は暫定計数。カッコ内は前年同月。△印は減少。

貸出増勢に拍車をかけている事実是否定しえないが、しかし銀行の積極的な貸出態度にもかかわらず、貸出が前年同月の実勢を下回つたということは、どのように評価すべきであろうか。

第1に、12月を含めてここ2～3か月におけるとくに都市銀行の貸出動向を達観すれば、いわゆる景気循環に対する資金循環のタイム・ラグによる経過的な資金需要がようやく峠をこしつつあることは、ほぼ認めて差支えないものと考えられる。第2に、これに関連することであるが、とくに大企業では流動性の回復は概して順調に進みつつあり、一部ではそれ以上に高まっている向きもみられる。地方銀行に対する借入返済の動きもその現われであるが、必要な時に何時でも借りうるという自信があるために、企業の借り焦りの傾向がなくなつてきていることが注目される。

次にこういった事情のもとで、今後の貸出動向にとって重要なのは、新規の前向き資金需要がどの程度、どういうテンポで現われてくるかであろう。先にも述べたように、景況好転見越しに基く業容拡大ないし在庫投資などに伴う資金需要の動

意が、一部金属メーカーや関連中小商社筋などに若干うかがわれ、銀行の貸出態度の引緩みがこれを刺激する傾向もないではない。もとより大勢としては、企業の仕振りはなお慎重で、資金需要は概して平静を保つているといえるが、銀行側の貸出態度ともからんで、季節的に資金需要の低下するはずの1、2月に貸出動向がどのような推移をみせるか、注目されるところである。

なお33年中の市中金融の動向を簡単に回顧すると、この間の特色として、経済調整の進展とともに景気は一段と後退をみたにもかかわらず銀行貸出は一貫して増勢をたどつたことをあげることができよう。これが詳細については、本号所載の論文(「景気後退期における銀行貸出の増加」)に譲ることとしよう。この間市中金利は再度にわたる本行公定歩合の引下げと、資金需給の緩和を反映して7月以降軟落歩調を示し、大企業に対する優遇金利は9月には早くも2銭に低下、11月の全国銀行貸出約定金利は、平均日歩2.274銭とほぼ今次引締め開始前の金利水準(32年5月、日歩2.269銭)に回復した。

33年中の金融情勢

(単位・億円)

| 区 分 | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 年 間 |
|-------------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 銀行券 (A) | Δ1,484(Δ1,186) | 125(109) | Δ 163(Δ 236) | 2,062(1,836) | 540(523) |
| 財政 (B) | Δ1,837(Δ2,612) | 574(Δ1,777) | 230(Δ1,012) | 3,456(2,029) | 2,423(Δ3,372) |
| 本行貸出 | 362(1,365) | Δ 354(1,991) | Δ 456(875) | Δ1,278(Δ 110) | Δ1,726(4,121) |
| 現金需給バランス (B) - (A) | -353(-1,435) | +449(-1,886) | +393(-776) | +1,394(+193) | +1,883(-3,904) |
| コール・レート (東京無条件中心、期末) | 3.00(2.90) | 2.60(6.00) | 2.50(3.50) | 2.35(3.00) | |
| 全国銀行貸出 | 1,242(2,350) | 1,460(1,683) | 2,354(2,514) | 2,824(3,035) | 7,880(9,582) |
| 〃 実勢預金 | 639(1,092) | 1,323(131) | 3,015(1,245) | 4,013(3,326) | 8,990(5,794) |
| (通貨性預金) | Δ 720(Δ 215) | Δ 223(Δ1,092) | 1,059(40) | ※1,072(635) | ※1,188(Δ 632) |
| 全国銀行約定金利 (月平均) | 2.365(2.255) | 2.365(2.271) | 2.324(2.330) | ※2.280(2.340) | ※2.339(2.299) |

(注) 1. カッコ内は前年同期。 2. ※印は10～11月、1～11月。 3. コール・レートおよび約定金利は日歩 銭。

5. 資本市場

(1) 株式市場——根強い先高期待に株価引続き強調。

12月の株式市場は、政府の34年度経済見通し、予算案の発表、再評価積立金の資本組入れ構想、さらには米国市況の活況などを背景に依然先高期待が強く、東証ダウ平均株価はほとんど連日高値

を更新して年末納会には666.54とこれまでの最高となつた。日証金の融資貸株差引残高は、月央大蔵省による第4次融資規制措置や株式担保掛目の引下げなど金融面からの規制(要録参照)実施によりやく整理段階に入り、年末には176億円(これまでの最高は11月4日の190億円)とかなり規制の効果をあげたにもかかわらず株価の騰勢はなお

やまず、予想平均利回りも4.79%の低水準まで達したことは注目を要する点である。

33年中の株式市場をふり返えつてみると、市況は年初より投信の買進みに順調な滑り出しを示し、以後金融緩和、金利低下、景気底入れないし回復期待など旺盛な先高期待を映じて著しい活況を呈した。すなわち東証ダウ平均株価は、年初来上昇趨勢をたどり8月には32年5月の引締め直前の最高水準へ、さらに秋口以降は一段と急伸して年間40.4%の高騰を示現した。これとともに予想平均利回りは年初の7%台から年末には5%台をも割る水準へと低落、年間株式出来高は前年比51.6%増、日証金残高も3.7倍に達するなど株式市場は著しい膨脹を示した。

この背景には、前号にもふれたように、まず大衆投資層の拡大を中心に株式需要が増大した反面、供給不足が続くという株式需給の不均衡を挙げなければならない。しかしこのほかにも、次のよう

な諸事情を無視することはできない。すなわち、①金融緩和の進展とともに業者の金繰りは大幅に引き緩み、信用取引を規制するだけでは十分に市場を規制することができなくなつた。②投信の伸長とともに業者がこれを株価下支えの手段として利用するというような傾向もなくなつた。③大衆投資の盛行、とくに投信の伸長については、購買力の安定ないし向上を映じたものばかりではなく、証券業者のやや行き過ぎた宣伝に基く面も少なくなつた、などの諸事情がそれである。

34年には、再評価積立金の資本組入促進策の実施に伴つて無償交付の増加が予想されることをはじめ、増資による供給増加が期待されるが、同時に上述の諸点につき業界自体において改善努力を進めることが株式市場の健全な発展のため必要であろう。

(2) 起債市場——拡大続く。

12月の起債は、事業債111億円(うち電力債47億円)、地方債15億円、政府保証債23億円、計147億円と前月比3億円の増加となり引続き順調な進展をみせている。消化状況をみると、供米代金の支払進捗や一般金利の低下傾向を映じて地銀をはじめ農中、信連など系統機関の消化が進み、都銀のウェイトは次第に低下しつつある点が注目される。また金融債は割引、利付とも売れ行きよく、月中270億円と前月比19億円の増加となつた。

33年中の公社債市場の推移についてみると、金融緩和に伴う消化力の増大に伴い起債市場が拡大したことがその特色といえよう。すなわち一般事業債について、5月以降上乘せ借換および借換幅

株 式 指 標

| 区 分 | ダウ平均株価 (東証225種) | 予想平均 | 株 式 日証金 出来高 (東京) | 日証金 残 高 |
|-----------------------|--------------------|--------------|------------------------|------------|
| | | 利 回 り (%) | | |
| 32年5月4日 (引締め前ピーク時) | 595.46 | 5.96(6.06) | 32 | 142 |
| " 12月28日 (年末納会) | 474.55 | 7.23(7.51) | 13 | 47 |
| 33年8月20日 | 594.75 | 5.57(5.84) | 76 | 146 |
| " 11月4日 | 614.82 | 5.22(5.51) | 38 | 190 |
| " 12月27日 (年末納会) | 666.54 | 4.79(5.09) | 59 | 176 |
| 34年1月6日 | 675.27 | 4.77(5.04) | 111 | 172 |
| " 1月9日 | 664.69 | 4.84(5.11) | 38 | 159 |

(注) 「予想平均利回り」中カッコ内は有配銘柄分。

公 社 債 発 行 額 の 推 移

(単位・億円)

| 区 分 | 事業債 (A) | 地方債 (B) | 公社債券 (C) | 小 計 (D) | 金融債 (E) | 金融債 | | 合 計 (D+E) |
|---------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------|-------|--------------|
| | | | | | | 利 付 | 割 引 | |
| 30年 | 694 | 69 | 172 | 936 | 1,723 | 1,047 | 676 | 2,659 |
| 31年 | 922 | 114 | 352 | 1,388 | 2,105 | 1,468 | 637 | 3,494 |
| 32年 | 893 | 147 | 333 | 1,373 | 2,313 | 1,417 | 896 | 3,687 |
| (1~6月) | 601 | 89 | 203 | 893 | 1,079 | 721 | 357 | 1,972 |
| (7~12月) | 291 | 58 | 130 | 480 | 1,234 | 695 | 539 | 1,714 |
| 33年 | 971 | 156 | 365 | 1,493 | 3,174 | 1,556 | 1,678 | 4,667 |
| (1~6月) | 413 | 70 | 235 | 719 | 1,489 | 836 | 653 | 2,209 |
| (7~12月) | 558 | 85 | 130 | 773 | 1,685 | 720 | 964 | 2,458 |

の拡大、8月には1年3か月ぶりに新規債の発行を認めることとなつたが、その後も漸次新規発行基準の緩和が行なわれ、事業債の起債は漸次拡大されてきた。一方金融債とくに割引債は、個人消化の好調を映じて尻上りの急増を示した。

割引金融債はこれまでも指摘してきたように、短期、高利回り、無記名などの点から売れ行きはきわめて良好であるが、これを発行者側からみると、利回りはかなり高く(表面7.6%、実質は8%以上)、また1年という短期では長期安定的な資金調達方法として不適当な点などが問題となつている。11月以降、割引債の発行抑制、利付債中心への移行が方針として打ち出されているが、市場性の強い優良銘柄を中心とする事業債の発行規模拡大とともに今後の問題であろう。起債市場の発展にとつては、金利の自由化が基本であるが、当面はたとえば発行価格に信用度に応ずるプライティをもたせるなど、徐々に態勢を整えてゆくことが必要であろう。

公社債の実行利回り

| 区 分 | 年 限 | 応募者利回り | | 発行者利回り | |
|---------|-------|--------|---------------|---------------|---------------|
| | | 年利 % | 日歩 銭 | 年利 % | 日歩 銭 |
| 公 社 債 券 | 7 年 | 7.313 | (2.003) | 7.522 | (2.060) |
| 金 融 債 | 利 付 | 5 年 | 7.621 (2.088) | 7.712 (2.113) | |
| | | 割 引 | 1 年 | 6.643 (1.820) | 7.665 (2.100) |
| 事 業 債 | 超 一 流 | 7 年 | 7.831 (2.145) | 8.686 (2.379) | |
| | 一 流 | " | 7.944 (2.176) | 9.112 (2.496) | |

(注) 公社債券の応募者利回りには「戻し分」を含む。

6. 貿易・外国為替——輸出入とも上伸、大幅黒字持続。

11月中の外国為替収支は、受取295百万ドル、支払233百万ドル、差引受超62百万ドルと3月に次ぐ大幅黒字となつた。なお繰延残高の減少を考慮した実質収支尻は79百万ドルと、27年5月以来の最高の黒字となつている。これは輸入が砂糖、原毛、石油などの減少を主因に一段と低下したのに対し、輸出が対英さげ・ます罐詰の積出増加などにより比較的高水準を持続したためである。通貨別では、米ドルがわずかながら受超幅を減少した反面、英ポンドが本年6月以降初めて受超(19

百万ドル)に転じている。

12月の収支についても、クリスマスによる軍関係消費の増加、自動車特需の集中など軍関係受取の増大に加え、輸出も年末の関税と船舶代金の流入に支えられて一段と伸長したので、輸入決済が下旬に入つてから集中したにもかかわらず、引続き大幅な受超が見込まれる。このため外貨準備高は12月末861百万ドル(前月末805百万ドル)とほぼ32年1月末の水準まで回復した。

通関統計により12月中の貿易事情をみると、輸出は下旬に入つてからの積出増加によつて、前年同月をわずかながら上回り戦後最高の302百万ドル(前月237百万ドル)に達した。品目別にみると、セメント、合板など数品目を除くと、前月に比べほとんどの品目が軒並み増加しており、このうちでもとくに化肥、繊維、金属、機械などの増加率が高い。鉄鋼のように明らかに海外景況好転の影響を受けているものもあるが、繊維は季節的増大の域を出ず、また化肥も韓国向け出血輸出の強行によるところ多く、これをもつて輸出の基調が本格的に好転したとみることはまだ早計であろう。なお輸出信用状も234百万ドルと10月に次ぐ高水準を示したが、これは繊維、化肥の増加が中心となつている。

一方、輸入(通関)も264百万ドルと前月に比べかなりの増加となつている(前月221百万ドル)。米、大麦、りん鉱石などはやや減少したが、それ以外のものは前月に比べ軒並み増加している。このような輸入増大傾向はきわめて注目されるが、内容別にみると、工業塩、大豆は中共からの輸入市場転換に伴うズレ込み、砂糖、小麦、羊毛などは季節的關係、麻類は新合成繊維の混紡用需要の台頭、機械類は海外借款の受入進捗に伴い増加したもので、季節的または特殊事情に基くものが少なくない。もつとも他面で、くず鉄、非鉄金属くずなどのように在庫調整の一巡と底値観の台頭から増加に転じはじめたものが散見されるに至つては十分注目を要しよう。なお12月の輸入信用状も226百万ドル(前月166百万ドル)と1年ぶりに2億ドル台乗せとなつた。

このような輸入増大傾向から今後輸入水準が急上昇をたどると即断することは早計に過ぎようが、

①秋口以降における原材料消費の増加、②在庫の企業間偏在（くず鉄、繊維原料、非鉄、パルプなど）、③一部物資の輸入価格の上昇、④くず鉄などの積極的買進傾向など、輸入を増加せしめる要因も少なくなく、今後の輸入動向については金融の緩慢化基調などともからみ注視を怠つてはなるまい。

ここで33年中の外国為替収支の動向をふり返ると、表面収支戻は前年の赤字533百万ドルから反転し11月までに447百万ドルの黒字となった。インパクト・ローンの流入（年間約69百万ドル）による点も見のがせないが、主因は輸出が前年並みの水準を維持したのに対して、輸入が10億ドル余の大幅減少をみていることにあることはいうまでもない。このような輸入水準の大幅な変動は、輸入原材料が、生産調整による原材料消費の低下に加えて、価格低落、在庫の変動によつて前年より異常に減少したことに基くところが大きい。他面この間鉄鋼、非鉄などの半製品輸入が大幅な変動をみせていることも看過すべきでない。景気過熱時に国内供給力が限界に近づいたことを主因に、急激に増加したこれらの半製品は、景気局面の転換とともに、次表のごとくそれ自体減少に転じ輸入変動の大きな要因をなしたのであるが、さらにブーム時に急増したこれら半製品がその後国内滞貨となつて市場を圧迫し、鋼材生産などこれ

と競合関係にある国内生産の縮小、したがつて輸入原材料の消費減退を促進した点は見のがしえない点である。在庫統計によれば、製品原材料（輸入分）の在庫調整は33年を通じてかなり進捗をみせており、在庫水準は10月においてすでに30年当時の低位にあることはこのような観点から注目せられる。

33年中の輸出は、世界経済の停滞にもかかわらずほぼ前年並みの水準を維持しえたが、年末発表された西欧諸国通貨の交換性回復措置によつて、今後輸出競争の一段の激化が予想される。最近の輸入動向と考えあわせ、国際収支の先行きについてはさらに一層の注視を要する段階に入つたと言えよう。

輸入品類別額

(単位・百万ドル、カッコ内総額比)

| 区 分 | 合 計 | 食料品 | 原料品 | 半製品 | 全製品 | 雑 品 |
|---------------|----------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------|
| 31年 | 3,229 (100.0) | 650 (20.1) | 1,890 (58.5) | 346 (10.7) | 338 (10.5) | 3 (0.2) |
| 32年 | 4,283 (100.0) | 645 (15.1) | 2,327 (54.3) | 683 (16.0) | 622 (14.5) | 5 (0.1) |
| 32年 1~10月 (A) | 3,720 (100.0) | 543 (14.6) | 2,015 (54.2) | 636 (17.1) | 520 (14.0) | 4 (0.1) |
| 33年 1~10月 (B) | 2,546 (100.0) | 505 (19.8) | 1,360 (53.5) | 223 (8.8) | 453 (17.8) | 4 (0.1) |
| (A)-(B) | (-) 1,174 (100.0) | (-) 38 (3.3) | (-) 655 (55.8) | (-) 413 (35.2) | (-) 67 (5.7) | 0 (0) |

(注) 通関統計。

外国為替収支の推移

(単位・百万ドル)

| 区 分 | 33年 | | | | | | 32年 計 |
|-------|-------|-------|-------|------|------|-----------|----------|
| | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10月 | 11月 | 1~11月 | |
| 受 取 | 856 | 846 | 858 | 307 | 295 | 3,162 | 3,643 |
| 輸 出 | 696 | 660 | 647 | 234 | 227 | 2,464 | 2,781 |
| (月平均) | (232) | (220) | (216) | | | (224) | (232) |
| 特 需 | 106 | 119 | 122 | 42 | 37 | 427 | 549 |
| 支 払 | 752 | 757 | 713 | 261 | 233 | 2,715 | 4,175 |
| 輸 入 | 618 | 620 | 592 | 218 | 199 | 2,247 | 3,572 |
| (月平均) | (206) | (207) | (198) | | | (204) | (298) |
| 表面収支戻 | + 104 | + 90 | + 145 | + 46 | + 62 | + 447 | - 533 |
| 支払繰延べ | + 30 | + 13 | - 30 | - 20 | - 17 | - 24 | - 125 |
| 実質収支戻 | + 74 | + 77 | + 175 | + 67 | + 79 | + 471 | - 408 |
| 外貨準備高 | 629 | 719 | 759 | 806 | 805 | 12月 (861) | 525 |

7. 生産・在庫——生産活動は大勢横ばい。

33年中の鉱工業生産増加率は戦後最低。

11月の生産活動を通産省調べの鉱工業生産指数(30年=100)によつてみると、149.1と前月に比べ1.4%の低下となつた。

これを業種別にみると、石油・石炭製品の増産、鉄鋼、繊維、化学の保合いを除きほとんどの業種が減産となつている。このうち、石炭の減産は大手筋の出炭抑制が主因であるが、窯業、ゴム、紙・パルプなどは例年の季節的減産の域を出ず、また非鉄には一部製錬所のスト、機械については火力発電設備など大型機械完成後の一段落や例年より早目に行なわれた自動車の新車切替え後の落込みといった特殊事情がある点は見のがせない。11月の生産が季節性を考慮しても(季節指数で-0.6%)全体としてやや低下気味にうかがわれるのはこれらが響いているためであり、生産活動の実勢はほぼ横ばいであつたとみて差支えなからう。

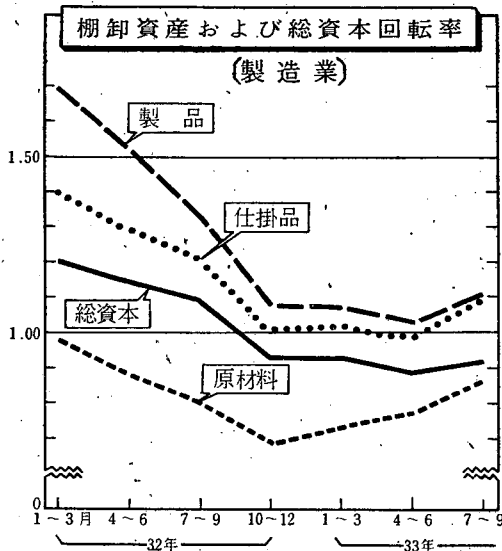
なお、当月増産となつたものの中には硫酸、無機薬品、液体塩素などのように石油、人絹糸、塩化ビニールなどの生産増加が関連需要を通じて中間財生産に波及するといった動きもみられた。

一方、鉱工業出荷指数は前月比0.6%減、前年同月比7.6%増と高水準ながらやや一服、生産者の製品在庫は前月より0.9%方微増した。もつと

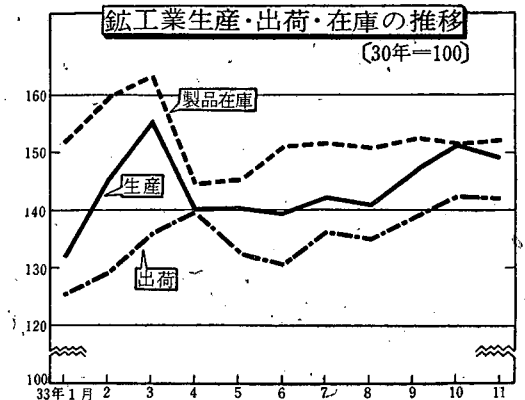
も、内容的には機械、鉄鋼2次製品の増加が目立つほかは、非鉄金属、窯業、石油・石炭製品、パルプなど引続き減少している業種が多い。また、増加したものの中には需要好調に基く出荷待ちの在庫増も含まれているから、石炭、化肥などの例を別とすれば、大勢的には在庫調整は緩慢ながら進んでいるものとみてよい。なお、原材料在庫は輸入分を中心に引続き漸減傾向にある。

ここで大蔵省法人企業統計(速報)を手がかりにメーカーの在庫事情を売上高に対する回転率の面からみると前掲グラフの通りである。これによると、棚卸資産のうち、原材料の回転率が最近ではほぼ引締め直前の水準まで回復しており、また製品、仕掛品回転率についても4~6月期を底に上昇に転じている。原材料在庫の減少は最近の生産上昇によつて促進された面もあるが、その主因は企業が原材料仕入れを手控え在庫圧縮に努力した結果である。これに関連して注目されるのは、こうした棚卸資産回転率の上昇(在庫率の低下)に加え新規設備投資の抑制もあつて、最近企業の総資本回転率がやや持直しをみせている点である。これが最近の市況下げ止まりないし持直しや、原料高傾向の是正とあいまつて企業採算の低位安定化を促しつつあるものとみることができよう。

ひるがえつて、33年中(1~11月平均、以下同じ)の生産動向をみると、鉱工業総合で前年比-0.5%と大勢は前年とはほぼ横ばいであつた。前回引締め時においても9.1%(29年の対前年比)の上伸を示したことに比べれば、今回の需給バランス回復の要請がいかに厳しかつたかを示している。と



(注) 大蔵省、法人企業統計(速報) 製造業134社。



(注) 通産省調べ。

くに繊維（-11.0%）、鉄鋼（-7.2%）の生産縮小が顕著であり、その他石炭、非鉄、窯業、紙・パルプなどの多くの産業部門でいずれも3~6%の低下をみ、この間生産の伸びを示しているのは機械、化学など2、3の業種にすぎない。しかし上期と下期では様相はかなり異なり、停滞の著しかった生産活動も秋口以降かなり強含みに転じ、下期（7~11月平均）は上期を2.9%（季節性を除去すれば6.5%）上回るに至っている。

この背景のひとつは需要要因の変化にある。景気後退過程を通じて消費需要は底堅く、設備投資も公共投資をはじめ重点・基礎部門などでの継続工事を中心に高水準をつづけた。次表にみるような耐久消費財出荷の好調、建設資財の順調な足どりはこの事実に対応したものであるが、一方引締め後減退を示した生産財出荷も4~6月ごろからやや上向いている。これについては滞貨買上機関や金融の下支えといった要因もあるが、一方で各段階での在庫調整が進むにつれ、国内最終需要の動きに対応して原材料手当買などの在庫投資需要が増加に転じたことを物語るものであろう。とくに秋口以降は季節需要や輸出の好転、さらには財政需要が増大したほか、金属類を中心に在庫補充需要が台頭し、これが生産を増大させる一要因となつている。

鉱工業出荷指数の推移

(前期比増減(Δ)率, %)

| 区 分 | 32年 10~12月 | 33年 1~3月 | 4~6月 | 7~10月 |
|-------|---------------|-------------|-------|-------|
| 総 合 | Δ 0.9 | Δ 4.8 | 3.1 | 2.6 |
| 資 本 財 | Δ 8.5 | 1.0 | 1.3 | 2.7 |
| 建設資財 | 5.3 | 11.1 | 2.2 | 3.9 |
| 消費 財 | 3.6 | Δ 7.1 | 5.4 | 1.6 |
| 耐久消費財 | 3.0 | 17.3 | 7.7 | 0.1 |
| 生産 財 | Δ 3.2 | Δ 6.1 | 1.4 | 3.5 |
| (輸 出) | Δ 1.1 | Δ 2.8 | Δ 5.1 | 3.6 |

(注) 通産省調べ。輸出は大蔵省調べ輸出数量指数による。

もつとも、この間の生産増加については需要面の要因のほか供給側の事情も考慮する必要がある。すなわち、調整過程にあつて市況の低落、需要の減少が起つたにもかかわらず、過剰設備の圧力に加え、採算面の不安定もあつて企業としては市況条件の悪化に適応して生産を十分低下させること

ができなかつたという事情があつた。この間製品在庫の減少は必ずしもはかばかしく進まなかつたのもこのためである。最近中間需要の動きが目立っているが、これとて関連産業の製品滞貨を減らす大きな要因とはなつていない。一方、販売業者在庫の動きも金属材料、鉱物、機械器具など在庫調整がまだ不十分なままに在庫の再増がみられる。

したがつて、最近生産、荷動きの増加に伴い、在庫率が低下し意図的在庫投資が増加に向かい、それがとくに生産財などの製品滞貨を減少に向かわせる可能性も出てきてはいるが、いずれにしても企業経営が在庫の圧迫から解放され本格的な立直りに向かうためには、やはり生産調整をはじめ引続き企業努力にまつべき点が多いと言わねばなるまい。

8. 商況・物価——区々商状ながら大勢一段と明るさを増して越年。

12月の商品市況は、繊維、石炭が引続き軟調をみせたが、金属の統騰をはじめその他の商品もおおむね強含みないし下げ止りとなり、区々商状のうちにも全体としては一段と明るさを増して越年した。年明け後もこのような商況の強含み基調は変つておらず、ゴムが海外高を映じて強含みとなつているほか、鉄鋼、非鉄の一段の統伸が目立っている。

主要商品の動きをみると、鉄鋼は輸出増加や内需の漸増に支えられて公販各品種にわたつて大幅統伸、2次製品も強調裡に推移している。非鉄も在庫調整の進捗や電力関係をはじめとする実需伸長を背景として引続き堅調を示している。この間、金属類の一部について先高見越しの仮需要が散見され、これが価格の騰勢に拍車している点も見のがせない。これに対し繊維は12月に入つて糸、織物とも一斉安に転じ、越年後は中旬以降輸出好調からやや下げ渋りが見られるものの、全体としてはなお低迷歩調を脱していない。こうした繊維の軟調は原綿、原毛の海外市況の軟化を反映した先安人気によるものであつて、需給バランスそのものはむしろ改善に向かつている。石炭は出炭抑制の効果がはかばかしくなく、そのうえ需要家貯炭の圧力や先安感から需要期にもかかわらず市況は

一段と軟化をみた。そのほか石油、木材、砂糖は季節需要に支えられて強調、化肥は出血輸出の強行による在庫減から、カーバイトは生産調整の奏効からそれぞれ下げ一服、ソーダ製品、レーヨンパルプ、セメントなども保合い商状となつている。

一方小売商況をみると、12月の都内百貨店売上高は前年に比べ8.1%増(日本百貨店協会調べ、以下同じ)と相当の売れ行きをみせたが、当用買傾向など消費者の買いぶりが慎重であることが目立ち、総じて歳末らしい盛りを欠いた感はいなめないようである。売上げの内訳をみると、食料品(17.8%増、前年比以下同じ)および家庭用品(11.2%増)が歳暮需要などを中心として好調であつたのに対して、衣料品が暖冬の影響や単価の値下りによつて4.1%増にとどまつている点が目立つ。なお年明け後の小売商況は本格的寒さの訪れから、売れ行きが伸びた冬物衣料品を中心に好調な滑り出しをみせている。

次に物価の動きをみると、12月の本行卸売物価指数は総平均で+0.2%と前月に引続いて堅調な足取りを示した。内容別には、前記のような商品市況を映じて、鉄鋼、非鉄など金属の統騰(+2.6%)、繊維品の下落(-1.4%)が目立つている。一方、小売物価は繊維製品の軟落(-1.2%)のほかは目立つた動きなく、総平均で+0.3%の微騰、食料品を除くと保合いとなつた。

年間を通じての物価の動向をふり返えてみると、年初来下落傾向をたどつた卸売物価は11月以降反騰に転じている点が注目される(年初来10月までの低下率6.0%、11~12月間の反騰率0.7%、年間-5.3%)。11月以降の反騰は物価がやや下げ渋りをみせた3月当時に比べ、かなり底堅い市況を背景としている点は前号にも指摘したとおりである。このことは3~4月ごろにおいては生産財物価のみが強含みに転じたのに対し、今回は消費財物価も平行して上昇していることからみて、その底堅さの一端がうかがわれる。

このように物価情勢は最近ひとつの転機にさしかかつたとの感が深い、この際問題となる点を若干指摘して置きたい。今回の景気後退による物価下落はその期間も長く下落率(卸売物価、引締め以来8.5%下落)も大きかつただけに、昨今の物価上昇はともすれば当然視されやすい。しかしながら現在の卸売物価水準は数量景気に入つた29年第3四半期~30年第3四半期の水準にほぼ等しく、その後行なわれた合理化投資の効果、生産性の向上などを考慮すると決して低すぎる水準とは言えない。幸い当時に比べ国際比関係がある程度の改善をみているとはいふものの、西欧主要国通貨の交換性回復後の国際競争激化などを考えれば、わが国としても物価の低位安定がいよいよ重視されなければならない時期にきているものと考えられる。当面の課題は、安定した物価のもとに正常な企業収益を伴いつつ、数量的に経済を拡大しうる基盤を早期に培うということにある。この意味からいえば、最近一部にみられる行き過ぎた強気感や思惑人気動きなどはやはり問題であるし、他方問題は違ふが最近の消費者物価が諸料金値上りを主因に上昇をたどつている傾向もかなり注意を要するところであろう。

