

国内経済事情

1. 金融市場と本行勘定——政資散超に引緩み。

4月の金融市況は、恒例の政資散超期を迎えて徐々に引緩みをみせた。すなわち、これを本行勘定からみると、銀行券の月中増発125億円に対し、財政資金の対民間収支は前年同月（払超1,006億円）をいくぶん下回つたとはいえ985億円に及ぶ大幅な支払超過を示し、このため本行貸出は月中849億円減少して残高3,273億円をもつて越月した。なお、このほか本行保有手形の対市中売却は月中10億円の純増となつた。

このような情勢を映じてコール市場は月初から引緩み傾向を示し、コール・レート（東京、無条件物中心）が3日徐々に申合せ最高限度（2銭4厘）

資金需給表

（単位・億円、カッコ内前年同月）

区 分		34年4月	3月	2月
本行勘定	銀行券	125 (151)	27 (△14)	36 (△34)
	財政	985 (1,006)	△301 (△245)	△478 (△663)
	本行貸出	△849 (△810)	254 (191)	507 (648)
	本行保有手形売却	△10	2	18
全国銀行勘定	貸出および証券投資	20 (291)	1,570 (1,050)	634 (442)
	預金および債券発行	179 (670)	2,665 (1,529)	356 (△140)
	預貸金差額過(+)不足(-)	+159 (+379)	+1,095 (+479)	-278 (-582)
	現金準備	△234 (△160)	352 (248)	△12 (1)
	市場資金純受入	358 (285)	△679 (△409)	△236 (△137)
	本行借入	△843 (△812)	199 (153)	489 (620)

(注) △印……「銀行券」は還取超、「財政」は揚超、「本行保有手形売却」は売却、その他は減少を示す。4月は暫定計数。
現金準備=切手手形を除く手元現金。
市場資金純受入=(マネー)+(本行以外からの借入)-(ローン)。

を下離れたほか、出合い残高も月中ピーク(24日)には2,197億円と記録的な額に達した。もつとも無条件物中心レートが2銭2厘台にまで下つたのは下旬初めのわずか数日にすぎず、一般に予想されたほどの低下をみせなかつたが、これは、本行貸出がなお3千億円台にあり、都市銀行筋の本行借入返済のための取入れが引続き活発であつたことなどによるものである。

一方、4月中の全国銀行の資金需給をみると、預金が政資の大幅散超にもかかわらず前月末における粉飾の反動もあり月中微増にとどまつた反面、貸出が純減（有価証券投資は増加）を示したため、需給バランスとしては月中159億円の供給超過となつた。こうした資金需給バランスにもかかわらず月中843億円の借入返済を行ないえたのは、手元現金の減少に加え、市中資金の純取入れを行なつたためである。

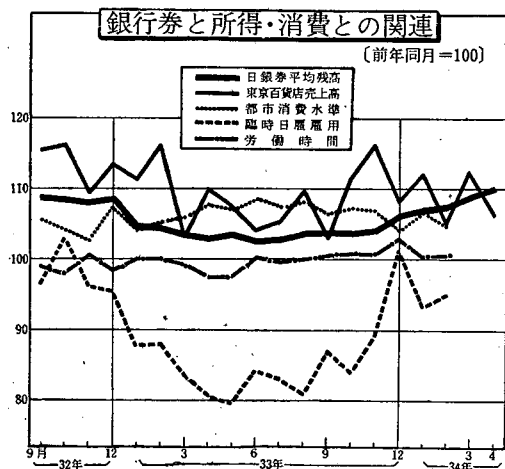
なお5月に入つて、銀行券は行楽資金の還流を中心に前年を上回る順調な回収をみせており、このため市場も平静で、コール・レート（東京、無条件物中心）も2銭3厘で推移している。

2. 通貨——銀行券引続き増勢、預金通貨は依然増勢鈍化の基調。

4月の銀行券は、月中125億円の発行超と前年同月の実績（151億円の発行超）を下回つた。これは中旬までの回収が期末決済資金の還流を中心に前年同月以上に顕著であつたためである。

しかし銀行券平均残高でみる限り、当月の前年同月比伸び率は9.9%となり、昨年暮れ以降における発行水準の一段高現象が続いている。これは従来から指摘してきているように、生産拡大に伴つて賃金、所得が漸増（次図参照）していることも響いているが、同時に中小企業を中心とした現金取引の活発化、およびこれらの諸要因を映じた金融

機関手元現金の増加傾向などもかなり有力に働いているものとみられる。このうち現金取引の活発化ないし金融機関手元の潤沢化といつても、それにはおのずから限界があり、今後銀行券は雇用ないし所得の漸増に応ずるより緩やかなテンポに移つてゆくとみて差支えあるまい。事実、4月から5月にかけての銀行券の動きを前年同期と対比してみると、4月上・中旬はこれまで同様前年をかなり上回る順調な還流を示したのに対し、下旬に入つてからの発行は前年よりやや多い程度にとどまつており、しかも5月に入つてからの還収は上旬末までに前年を98億円と大幅に上回っている。こうした動きから銀行券の増勢がここで着落きを示しはじめたと判断するのはもとより早計であるが、今後の動向を考える上で見落しえない点である。

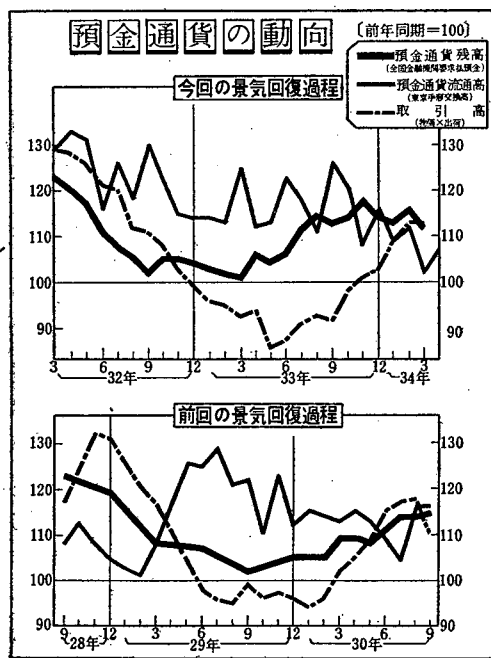


次に預金通貨の動向をみておきたい。3月中の全国金融機関の要求払預金は月中わずか358億円の増加（前年同月中1,065億円）にとどまり、月末残高の前年同月末比伸び率も11.5%とやや鈍化した（本年1～3月中は前年比13.5%増）。4月についても、全国銀行の実勢預金が3億円の微増（前年同月中472億円増）にとどまつており、しかも貯蓄性預金は着実に伸長していることからみると、預金通貨は3、4月と引続き大勢として増勢鈍化基調を持続しているものと推測される（前年

同月中486億円増）。

一方4月における東京手形交換高の動きをみると、前年同月比伸び率は6.5%と本年1～3月中の伸び率(6.8%)とほぼ同水準にあり、預金通貨流通高はこのところ落ち着いた推移をたどっている。

今回の景気回復過程における預金通貨残高の動きについてふり返えつてみると、次図にみるごとく、預金通貨残高は実体的な取引活動の回復にかなり先んじて増大に向かうという点においては前回とほとんど同様のパターンを示している。しかし今回の場合には、前回に比して預金通貨残高の上昇幅が著しく大きい。その根底に企業の通貨流動性回復意欲が強く働いていることは言うまでもないが、前回に比較して財政の散超が大きかつたこと、設備・滞貨資金需要などのズレ込みがかなり高い水準で続いたため銀行貸出の増大もまた著しく大きかつたことが響いているものと思われる。こうした通貨情勢のもとに、昨年7～9月を境として商品取引は本格的上昇に転じたが、預金通貨残高は昨年暮れを峠として早くも増勢鈍化の段階に入っている。これには本年1～3月におけ



る財政資金の季節的揚超も一因とみられるが、4月に入っても預金通貨残高の前年比伸び率が引続き鈍化基調にあることからみると、企業の支出活動の増大に伴って、企業はその要資を自己金融力(企業収益)によつてまかなうとともに、手元資金の食いつぶし(流動性の圧縮)が徐々に進んでいることを示すものであろう。

3. 財 政——大幅散超。

新年度を迎えた4月の財政資金対民間収支は、前年同月(1,006億円の散超)をやや下回つたものの、月中985億円という大幅の散超となつた。

このような大幅の散超をみたのは、租税収入が一服する時期に当る一方、新年度予算支出と過年度分支出が重なつて行なわれるという例年の季節的事情に基くものである。なお、外為会計は輸出が季節的に前月より若干低下したのに加え特需も低調であり、一方輸入がジリ高傾向をみせたため、散超の幅は前月(152億円)よりかなり減少して109億円にとどまつた。

最近の財政収支 (単位・億円)

区 分	34年3月	34年4月	33年4月	32年4月
総 財 政	△ 301	985	1,006	205
一 般 財 政	△ 453	876	893	512
うち 租 税	△ 1,131	△ 663	△ 638	△ 623
食 管	△ 270	△ 398	△ 401	△ 380
外 為	152	109	113	△ 307
純一般財政	△ 183	1,274	1,294	892

(注) △印は揚超。

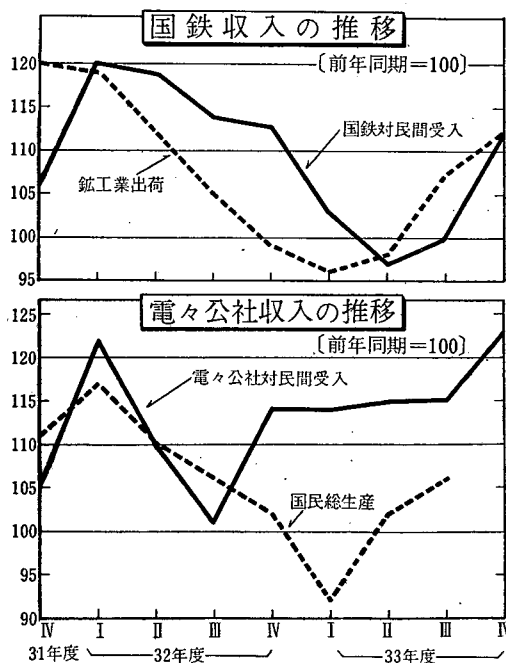
次に当月の動きを中心として、最近の財政収支中注目される点を2、3あげておこう。

(1) 4月の純一般財政収支のなかでは、地方交付税交付金の支出が予算規模増大、交付税率引上げ(27.5%から28.5%へ)により587億円と前年同月(507億円)をかなり上回つたほか、防衛庁、公共事業費、国鉄、電々などでは過年度分の支出も相当進展をみた。この結果、純一般財政の散超額は、財政投融资繰延べ分の復活を中心に過年度支出が多額にのぼつた前年同月と

ほぼ同額になつた。

(2) 最近の租税収入は、全体としてはほぼ前年同月並みの水準で推移(本年1~4月3,343億円、前年同期3,382億円)しているが、その内容をみると、法人税の低調を源泉所得税と酒、物品、揮発油などの消費税の伸長によつてカバーしている形となつている。このところ法人企業の公表利益は徐々に持直しを示しはじめているが、これはまだ税収の基調に大きく響くまでには至つていない。

(3) 以上にみたように財政収支全体の基調は、経済活動の上昇にもかかわらず現在のところ格別変化をみせていないが、個々の収支項目の中には景況好転を敏感に反映する動きを示しているものが若干ある。その顕著なものは国鉄、電々公社のような公企業体の事業収入の動きである。これを対民間受入でみると下図の通り、その傾向は国鉄についてとくに明瞭であるが、電々公社の場合も趨勢的な成長を示しながらも同様の傾向をたどつていることを認めることがで



(注) 1. 国鉄対民間受入は鉄道債券発行収入を、また電々公社対民間受入は電信電話債券発行収入をそれぞれ除いたもの。
2. 鉱工業出荷は通産省調べ、国民総生産は経済企画庁調べ。

きよう。

4. 市中金融——貸出の動き平靜。

4月の全国銀行貸出は、月中182億円の減少とまず落ち着いた動きを示した（前年同月152億円増加）。これを業態別にみると、長期信用銀行（110億円増）、信託銀行（6億円増）は引続き増加したが、都市銀行および地方銀行ではそれぞれ106億円、187億円と大幅の減少を示した。

当月の貸出純減については、まず前月末預貸金併進などの形で行なわれた預金粉飾操作の反動という特殊事情を考慮する必要がある。このことは、月初における預貸金の落込みが単なる決済資金還流の域をこえて大きく、かつまた政資の大幅散超にもかかわらず実勢預金は月中ほとんど増加を示さなかつたことからもうかがわれる（全国銀行3億円増、同前年同月472億円増。とくに都市銀行では292億円減、同前年同月214億円増）。

こうした点を除いてみても、4月の貸出は著しく低調であつて、昨年、一昨年同月のそれがかなりの増加をみたことと対比すれば、季節的波動が明瞭に現われたものといえよう。このことは、最近の市中金融の動向が大勢として平静を保つていることを物語っている。

もつともこうしたなかにあつて、景況の好転を映ずる動きが徐々にではあるが進行していることも注目する必要がある。たとえば、昨年中央目立つてきた商社向け貸出や中小企業向け貸出の漸

増傾向は依然として続いている。これらは商取引の拡大、在庫補充などの動きに対応するものであるが、とくに大企業に比して立ち遅れていた中小企業の合理化投資の意欲は相当高まつてきている。これに対応して銀行の中小企業に対する貸出態度がかなり緩和してきている点も見のがせないところである。一方設備資金貸出についてみると、長期信用銀行貸出は月中110億円の増加にとどまつているが（月中増加額としては昨年8月以降の最低）、最近銀行の窓口に見られる借入申込には新規工事関係が次第に増加してきている模様である。しかしながらこうした傾向も、当面としてはそれほど大きな問題ではない。問題はむしろ優良取引先の確保、系列化など営業基盤の安定と拡大をめぐる銀行側の根強い競争的態度にあるといえよう。この場合、最近における運用利鞘の縮小、資金ポジションの好転などといった環境がこれを拍車する懸念があることも指摘されなければならない。以下、このような点について最近の推移をみておきたい。

(1) 全国銀行の貸出約定平均金利は第3次公定歩合引下げを契機とする「標準金利」の適用拡大を中心に一段の低下を示し、3月には2銭2厘4毛と初めて引締め前の最低である32年3月の水準を1毛2糸方下回るに至つた。また、最近発表された地方銀行の33年度下期決算についても、貸出金利回り（年8.536%）が前期比0.236%とかなりの低下を示したため、預金コストの低落（0.167%低下、6.914%）にもかかわらず貸出金利鞘（1.622%）は0.069%方縮小している。このような運用利回りの低下は今後一段と進むものとみられ、この点からみて、現在の預金金利を前提とする限り、銀行をして利鞘縮小による減収を資金量の拡大によつてカバーしようとする方向に向かわせる危険性はかなり強まつているものとみななければならない。

(2) 一方全国銀行の資金ポジションの推移についてみると、昨年度末財政の大幅散超を主因としてかなりの改善を示している。すなわち、

全国銀行主要勘定増減 (単位・億円)

区 分	4 月			前年 同 月	3 月
	都 銀	地 銀	長 銀		
実勢預金	3	292	216	30	472
債券発行高	175	0	—	176	198
借 用 金	- 878	- 810	- 6	- 32	- 773
(うち 本行借入)	- 843	- 784	- 6	- 30	- 812
マ ネ	- 547	697	- 48	- 40	477
貸 出	- 182	- 106	- 187	110	152
有価証券	203	124	57	15	139
ロ ー ン	155	- 228	428	- 7	225

(注) 4月は暫定計数。

[(コール・マネー)+(借入金)]-[(現金)+(預け金)+(コール・ローン)]として算出される全国銀行の純外部依存額は、4月末3,804億円と前年同月(5,449億円)比1,645億円の減少となり、月末外部依存額としては引締め以来の最低となつた。もちろん本行借入を中心に資金ポジションがかなりの負債超過を示している現在、かかるポジションの好転がそのまま銀行のアイリビリティ増大に結びつくものでないことは

言うまでもないが、銀行の資産運用態度のいかんによつては、運用利鞘の縮小その他とからんで安易な量的拡大への方向に油を注ぐ要素にならないとは言い切れないであろう。

かかる銀行資産内容の改善はそれ自身もちろんきわめて好ましい傾向であり、今後とも一層推進される必要があるが、そのためには銀行の健全な資産運用態度がその前提になければならないことは言うまでもない。

全国銀行外部負債額推移

(単位・億円)

区 分	現 金 (切手形を除く)	預 け 金	コール・ローン	コール・マネー	借入金 (うち日銀借入金)	差引純外部負債
30年12月末	467	505	573	837	859 (297)	151
31年12月末	661	291	671	1,201	2,131 (1,271)	1,709
32年6月末	623	289	557	1,345	4,828 (4,630)	4,704
12月末	887	363	733	1,813	5,829 (5,420)	5,659
33年6月末	819	258	696	2,171	5,481 (5,348)	5,879
12月末	1,015	326	934	2,359	4,223 (3,525)	4,307
34年1月末	821	287	828	2,873	3,767 (3,171)	4,704
2月末	809	284	669	2,579	4,153 (3,660)	4,470
3月末	1,162	456	885	2,206	4,263 (3,860)	3,966
4月末	929	365	1,040	2,753	3,385 (3,015)	3,804

5. 資本市場

(1) 株式市場——反落商状のあと、更月後再びジリ高へ。

4月に入つて株式市況は波乱含みとなり、23日までにダウ平均株価は高値から36ポイント下押したが、これを底として戻り歩調となつた。5月連休明けとともに整理一巡の気配が強まり、3月期決算の業績好転に対する好感もあつて優良株中心に買い進まれ、ダウ平均株価も13日778.54と約1

株 式 指 標

区 分	ダウ平均株価 (東証225種)		予想平均利回り		株 式 出来高 (東京)	日証金 残 高
	旧株価	新株価	東 証 225種	う ち 有 配 銘柄		
4月7日	773.39	145.38	4.32	4.51	100	163
9日	759.75	142.82	4.40	4.59	50	161
23日	737.56	138.65	4.54	4.74	33	179
30日	745.68	140.17	4.50	4.69	27	182
5月2日	756.89	142.28	4.43	4.61	38	184
13日	778.54	146.35	4.31	4.50	84	186

か月ぶりに高値を更新した。

4月中の反落場面は、これまで15か月にわたる一本調子の上げ相場がもたらした市場人気の自律作用によるもので、景気動向その他株価の基調に格別の変化が生じたためとはみられない。当面の株式需給をみても、4~6月は増資額も200億円程度にとどまる模様で、目先若干のみ合い相場は予想されるとしても、株式市況はなお強調裡に推移するものとみられている。

最近こうした株価を支えてきた大きな要因の一つとして、機関投資の盛行があげられている。当面の相場に最も大きな影響を与えているものは投資信託であるが、銀行などの金融機関の果す役割も軽視できない。そこで最近における銀行の株式投資の推移について若干みておきたい。

30年から31年にかけての金融緩和時においては、金融機関の積極的な投資がみられ、なかでも銀行の買出動は目ざましく、いわゆる金融相場を示現した。このため銀行の持株は急増したが、銀行の

株式投資は系列化目的の長期投資が多いため、株式不足の傾向を強める結果をもたらしている。

今回の金融緩和に際しては、銀行の株式保有は株式需給の面から株高を支える間接的な役割を果たしているものの、直接株価の変動要因となるような積極的な動きは示していない。この点については、下記の諸点が影響しているものとみられる。

- (イ) 株式利回りが著しく低下し、採算的にかなり不利になったこと。
- (ロ) 前回の金融緩和時に比し、今回はなお3,000億円前後の本行借入を残し、銀行としては日銀借入の返済といういわば消極的な資産運用先を持つていること。
- (ハ) 銀行の運用資産総額に占める株式保有高は約2%で、戦前の3.7%に比すればなおかなり低い。しかし戦後の全国会社払込資本金は戦前の3割強にすぎず、現在程度の株式保有であつても、上場主要会社の株式数に占める銀行持株数の割合は1割以上に達しており、系列化目的の投資としてはすでに一応の段階に到達しているとみられること。

全国銀行株式保有状況

区 分	保有高 億円	運用資産に占める比率(%)	上場株式に占める持株比率(%)
9~11年平均	572(100%)	3.65	不明
29年3月末	334(16.8〃)	1.09	7.2
30年 "	420(21.5〃)	1.25	7.0
31年 "	667(32.6〃)	1.75	9.3
32年 "	1,067(50.6〃)	2.19	10.4
33年 "	1,236(62.7〃)	2.08	10.8
34年 "	1,458(73.9〃)	2.08	11.4

(注) 1. 保有高カッコ内は戦前基準卸売物価指数により換算した戦前比。
2. 持株比率は日興証券調べ(東証上場主要会社)。相互銀行、信用金庫を含む。

(2) 起債市場——消化状況やや不振。

4月中の起債額は、215.8億円とこれまでの最高であつた前月(215.4億円)をわずかに上回つた。しかしその内容においては、新年度財政投融资の増大により政府保証債の起債が急増(前月比29億円増)したのに対し、一般事業債は大幅の減少(前月比24億円減)をきたし、前月とはかなり違

つた動きがみられる。一方金融債の発行額は、前月期末資金需要の関係から著増した後をうけて当月は20億円方減少をみた。

このような起債額の高水準持続にみられるように、企業の起債意欲は引続き強いが、消化状況はあまり思わしくなく、結局10億円程度の売れ残りを生じた模様である。これまでの杜債消化はきわめて順調であり、このような問題を生じたのは一昨年来のことであるだけに、これまでとられてきた起債市場の拡大方針を改めて見直す機運が一部に生じている。消化意欲がやや不振であつた理由としては、利子課税復活による個人消化の不振という税制改正の影響も指摘されているが、有力消化先である銀行筋が年度変りの関係ないしコール・レートの堅調から消極気味となつたことも無視しえないところであろう。こうしたなかで応募者利回りの低い政府保証債のみは順調に消化され、そのシワが一般事業債に寄せられていることは、公募市場の姿としてかなり問題のあるところであろう。今年度の政保債の発行は前年度の2倍以上に相当する568億円を予定しているが、起債市場に対してこのような規模でのぞむ限り、その発行条件についても市場条件に即してゆくことが望ましいと言わなければならない。

4月債の消化不振のあとをうけて、5月の起債見込額は204.5億円と11.3億円圧縮された。このうち政保債の減少は3億円にとどまり、他は一般事業債である。このように起債規模の拡大に関する限り、市場にはやや弱気が台頭しているが、多

起 債 状 況 (単位・億円)

区 分	34年3月	4 月	5 月 (発行見込額)
事 業 債	172.4	150.3	142.5
{ 一 般 債	(119.4)	(95.3)	(92.5)
{ 電 力 債	(53.0)	(55.0)	(50.0)
地 方 債	24.0	17.5	17.0
政 府 保 証 債	19.0	48.0	45.0
計	215.4	215.8	204.5
金 融 債	278.9	258.6	
{ 利 付 引	(112.6)	(93.2)	
{ 割 引	(166.2)	(165.4)	

少の売れ残りが直ちに起債額の圧縮を招くといった動きには若干問題がないでもない。むしろ証券業者としては、本来の引受機能を活かして、個人層の開拓に努むべきであり、これまでと同様銀行消化に依存する安易な考え方は十分再検討の必要がある。

なお、今回発行条件を引き上げられた超一流債の売れ行きが振わなかつたことから、発行条件に格差をもたせた措置に疑問を持つ向きもあるが、むしろ問題は、格付基準なり、その適用が必ずしも実勢を反映した適切なものとは言い切れない点にあらう。しかし流通市場を欠く現在の状態のもとでは、若干の試行錯誤を伴いつつも市場による評価に近いものを発見する努力以外に道はないのではあるまいか。

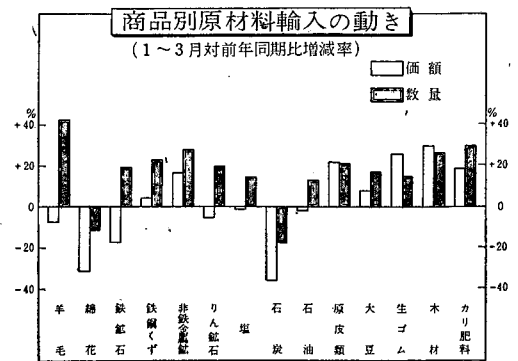
6. 貿易・外国為替——輸出入とも漸増、黒字基調つづく。

3月中の外国為替収支は受取333百万ドル、支払275百万ドル（前月受取322百万ドル、支払248百万ドル）、差引収支戻は58百万ドルの大幅な黒字となつた（前月黒字74百万ドル、外債発行代り金を除くと45百万ドル）。これは年度末という事情もあつて輸出受取が増加し貿易収支戻の改善をみたことが主因である。4月の外国為替収支も外為会計の散超額（107億円、前月147億円）から推測してみるとかなりの黒字が見込まれている。4月中の外貨準備高は35百万ドルを増加し、月末残高は1,009百万ドルに達した。

4月の貿易の動きを通関統計でみると、輸出は260百万ドルと前月に比べ6.5%減、輸入は299百万ドルと1.2%の微増となつた。もつともこれらには季節的な動きを映じた面もあり、前年同期に比べるといずれも約18%方上回っており、輸出入ともかなりの拡大傾向がうかがわれる。年初来4月までの輸出入動向を商品別にみると、前年同期と比べて繊維、金属、船舶など主要輸出品が総じて減少傾向を示しているのに対し、魚介類、生糸・絹織物などの高級繊維品、陶磁器、ミシン、光学

機械、がん具などの雑貨類が顕著な伸びを示している。これは最近の輸出が東南アジアなど後進諸国向けに低迷を続けている反面、先進諸国とくに米国に対して好調であるためだろう。30～31年の輸出上昇時には後進国に対してもかなりの伸長を示し、また繊維をはじめとじてほとんどの品目が増加傾向を示した。この間貿易構造も変化しつつあることを考慮しなければならないが、最近輸出が好調だとはいつても、輸出先市場がより限定され、主要輸出品目が不振であることは注意を要する点である。4月の輸出信用状も前月に比べて著減し（222百万ドル、前月比16%減）、季節的な事情を考慮しても1～3月平均に比べて微増程度にとどまつている。

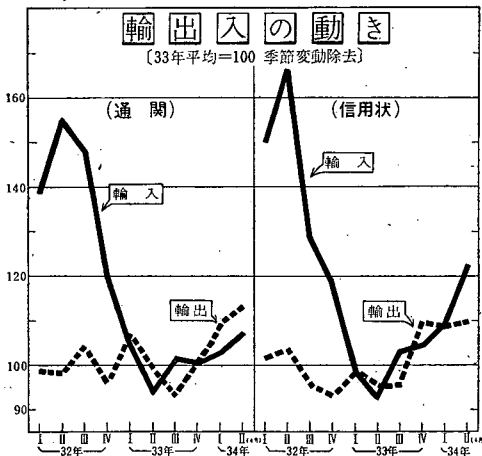
一方輸入の動向をみると、引続き信用状面でも増加傾向が目立っており、4月中の信用状開設高も204百万ドルと2億ドル台を続けている。通関統計によつて輸入動向を商品別にみると、最近機械および一部原材料の増勢が著しい。1～3月間の主要原材料の動きを昨年同期と比較してみると、下図のように綿花、石炭を除くと数量面では軒並み増加を示し、国内生産の上昇に応じてかなりの輸入数量の増大があつたことを示している。しかし、羊毛、鉄鉱石、石油などの主要品目の輸入単価が昨年と比べて低いので輸入額は輸入数量の増加ほど著しくふえるに至っていない。この点注目されるのは輸入価格の動きであるが、輸入価格指数（契約価格）は3月には反落した海運市況も



(注) 通関統計による。

低迷を続けているなど、総体として急騰することはあまり考えられない。しかしこのところ国際商品市況の底入れ気配とあいまって強調に転じている商品も多く、とくにくず鉄、羊毛、生ゴム、原皮など価格動向に敏感な商品は在庫補充かたがた積極的な買進みのみられることも注意しなければなるまい。

以上のように最近の輸出入は昨年と比べるとかなりの拡大傾向を示している。いま通関、信用状について季節調整をして四半期別に推移をみると、下掲グラフの示すように輸出は昨年秋ごろを、輸入は昨年冬ごろを転換点としてそれぞれ上昇に転じていることがわかる。輸出については世界貿易の回復、東南アジアの外貨事情の好転など明るい面もあるが、いずれにしても先行き指標である信用状面で輸入の増加テンポが輸出のそれをかなり上回っていることなどからみて、先行きには必ずしも楽観を許さないものがあると言えよう。



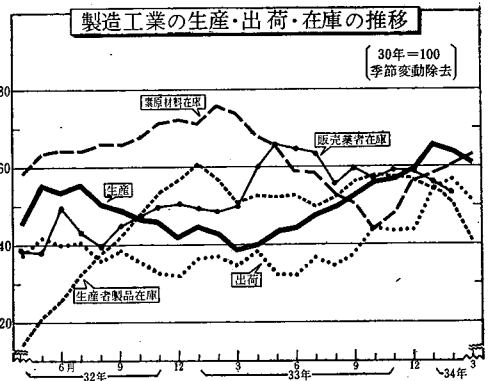
(注) 季節変動指数は連関比率法により算出
 計算期間: 信用状 29年1月~33年5月
 通関 29年1月~33年3月

7. 生産・在庫——生産活動は高水準ながら伸び悩み、製品在庫は著減。

3月の鉱工業生産指数(通産省調べ、30年=100)は前月比7.1%、前年同月比14.5%の増加となり、水準としてはこれまでの最高を記録した。しかしながら当月の増産は例年のことであり、季節調整

をすると逆に前月比3.2%の減少と前月に引続き減勢傾向を示した。もつともこれは、石炭、鉄鋼、非鉄などを中心としたストによる生産減という事情が大きく響いており、スト品種を除いてみるとほぼ前月並みとなつている。

内容別にみると、中間生産財(フェロアロイ、溶解パルプ、有機合成品)および耐久消費財の伸長が目立つており、銑鉄、家庭用電気器具、四輪自動車などについては、いずれも従来の最高の生産高を挙げた。とくに最近における中間生産財の伸びは顕著で、前月比増加率からみると最終製品のそれを大きく上回っている。これはもちろん在庫投資需要の増大により支えられているとみられるが、更年後の伸長率が逐月増加傾向にあることは注目を要しよう。



さて33年度平均の鉱工業生産指数は150.5となり、32年度平均の145.3に比べ3.6%の上昇となつた。33年度上期の平均が141.6と前年度平均をかなり下回っていたことからすれば、下期における生産の上昇がいかに急速調であつたかがわかる。このような著しい生産増加の原動力となつたものは、やはり生産財および資本財が秋口以降減勢から増勢に転じたこと、ならびに根強い消費需要に支えられ耐久消費財が一貫して伸長を続けてきたことであろう。

このような生産活動の拡大を支えているものは、いうまでもなく需要の全面的な活発化である。ここで3月の鉱工業出荷指数をみると、前月比4.0%の増加(製造工業は4.3%増)で前年同月に比べ

て13.8%の増加と引続き好調に推移している。もつとも季節調整をすると、スト産業の大幅な出荷減(石炭-22.4%、鉄-7.4%、非鉄-12.2%)を映じて前月比3.7%の減少となつているが、スト品目を除けば季節調整をしてもなお前月を上回る業種が多い。とくに中間生産財、輸送機械、電気

機械、および従来比較的伸び悩んでいた化学肥料、合成繊維などが内外需の好調に支えられかなりの伸長をみせたのが目立つた。そのほかでは消費財が当月に入つて再びかなりの伸長をみせたのに対し、生産財および資本財はストの影響もあつてやや伸び悩み模様となつている。

生産者出荷推移

(前期比増減率
※は前月比増減率)

区 分	33 年				34 年			
	1~3 月	4~6 月	7~9 月	10~12月	1~3 月	1 月※	2 月※	3 月※
鉱 工 業	- 5.7	3.9	1.7	7.6	0.4	- 10.2	6.7	4.0
資 本 財	0.4	2.2	0.3	4.3	1.0	- 1.1	9.7	0.3
建 設 資 材	- 10.6	2.6	3.0	4.6	- 5.6	- 11.9	5.2	5.5
消 費 財	- 8.6	6.6	1.8	6.5	- 6.0	- 18.7	3.1	8.2
耐 久 消 費 財	17.3	7.7	- 1.8	22.6	25.2	- 6.6	18.7	6.0
生 産 財	- 6.0	1.3	1.9	8.5	2.9	- 5.4	5.5	2.0

(注) 通産省調べ。

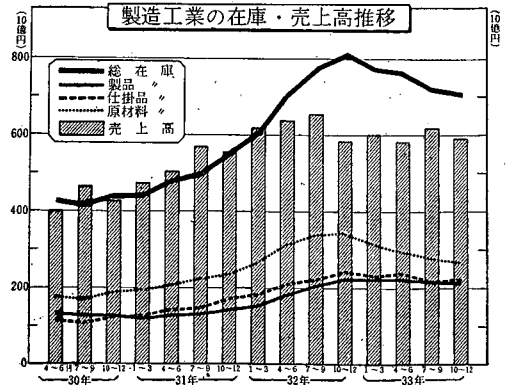
次に製造業の原材料在庫の動きについてみると、3月中の素原材料ならびに製品原材料在庫指数は季節調整をしてもいずれも横ばいなし微増を続けており、在庫水準としてみればおおむね引締め前の水準を回復した。また在庫率(季節変動除去)についてみると、素原材料は引締め時の水準をかなり上回っているが、原材料在庫の60%を占める製品原材料在庫はまだかなりの低水準にあり、今後ともこの方面の在庫投資は持続するものとみられる。

ところで大蔵省調べの法人企業統計(次図)によれば、大企業の原材料、仕掛品在庫は今回の景気後退期においても比較的減少テンポが鈍く、この点は中小企業に比べて大企業にとくに著しい。したがって不況期における在庫率(なかでも製品原材料)も比較的高かつたようにみられる。これには種々の事情があるが、最も基本的な要因は、大企業の在庫保有力が金融側の支援もあつて大きかつたという点であろう。また仕掛品在庫が増大傾向を示したのは、設備ならびに雇用面からの圧力から生産を急激に落せなかつたということもあつて、一部の業種では市況に対して影響度の高い製品在庫の保有を避けたという事情もあろう。本

格的な在庫投資需要の合頭が出遅れ気味であつたのも、このような在庫動向がその一因であろう。

次に生産者の製品在庫についてみると、3月は前月比1.8%の減少となり、季節調整をするとストの影響もあつて7.3%の著減を示している。これを製造工業について業種別にみると鉄鋼、電気機械、紙などの減少が目立っている。しかしながら耐久消費財、消費財の一部には出荷の好転に伴いメーカーが意図的に製品在庫を増加させるという動きも目立つてきている。

ところで最近における景気回復過程の経済環境



(注) 大蔵省・法人企業統計速報による。

を次表の経済諸指標を通じて前回のそれと比べると次のような特徴があげられる。

- (1) 今回の景気回復の主要因は在庫投資であり、前回は明らかに輸出（いずれも総需要に対する寄与率は約50%（経済企画庁調べ））であつた。
- (2) しかし今回は全般的な経済諸指標がプラスに働いたのに対し、前回は設備投資がかなり長期にわたつて減退を続けた。
- (3) 前回は販売業者段階の需要がメーカーに先行してまず増大したのに対し、今回は販売業者の在庫が減少を続けている間にメーカー段階の在庫がかなりのテンポで増大に転じたことである。

結局これらの事情は、生産の急激な回復テン

ポの因となり果となりつつ今回の景気回復を支えたものとみられる。問題は今後の需要動向であるが、まず在庫投資需要についてみると前述したように、すでにメーカー段階の増加率はかなり鈍化をみており、たとえ今後販売業者段階の在庫投資需要がいくぶん活発化し、メーカーの意図的な製品在庫投資がある程度行なわれるとしても、経済全般に与える影響は昨年下半年から本年初めごろに比すれば漸次弱まつていく筋合いにある。一方個人消費、財政支出などは増加するとしても急増する可能性は少ない。かくみてくると、今後の需要動向を大きく左右するものは設備投資と輸出の動きにあるとみられるが、当面さしあつて注目を要するのは輸出の動向であろう。

景気回復過程における需要分析

区 分	(総在庫)	在 庫 投 資				(設 備 投 資)	(個 人 消 費)	輸 出	財 政 (一般会 計支出)
		製 造 工 業		製 品	販 売 業 者				
		素 原 材 料	製 品 原 材 料						
33 年 1~3 月	十億円 - 183	% 0.9	% - 5.3	% - 3.7	% - 0.4	十億円 110	十億円 - 25	% 3.8	% 3.2
4~6 月	- 398	- 8.9	- 4.7	1.4	9.4	- 74	248	- 6.2	- 2.4
7~9 月	311	- 5.2	- 0.5	2.0	- 2.4	40	55	0.1	0.8
10~12 月	116	3.9	4.2	0.6	- 0.7	- 85	157	7.2	- 0.1
34 年 1~3 月		4.5	2.4	- 10.3	- 4.3			1.8	1.2
29 年 4~6 月	449	- 2.9	- 5.3	35.1	- 8.3	- 66	95	7.6	0.7
7~9 月	- 1,024	- 5.1	- 0.2	1.2	- 1.2	- 44	59	9.7	0.5
10~12 月	168	- 6.2	- 2.2	- 9.0	- 1.6	- 20	1	9.2	- 10.0
30 年 1~3 月	224	- 2.3	2.5	- 4.9	5.0	- 37	106	- 2.1	12.9
4~6 月	358	1.6	6.6	2.0	4.7	- 29	88	4.1	- 12.8
7~9 月	- 308	- 2.6	2.0	- 0.2	5.2	50	92	10.3	6.2

(注) カッコ内は国民所得統計(年率)の前期比増減額。
その他は通産省および本行調べ(前期比増減率)、いずれも季節調整済。

8. 商況・物価——当面落着き模様。

最近の商品市況をみると、ひところのような波乱商況は影をひそめ全体として底堅いうちにも一段と落着き模様を示している点が特徴的である。これは騰勢の強かつた金属関係のスト終了という特殊要因による面もあるが、基本的には商品の需給がほぼ均衡を保ちながら拡大していることの反映とみられる。

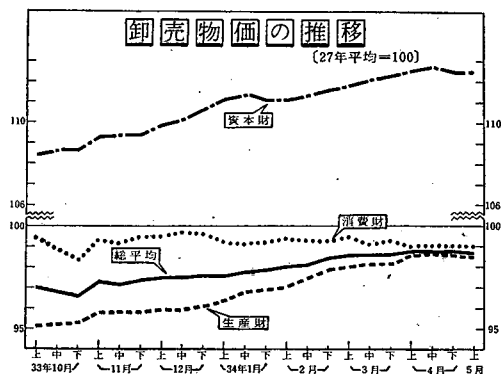
主な商品の動きをみると、繊維は市況好転につ

れ供給が増大し、これが季節的な輸出の減退とあいまつてやや弱含み商況となつている(4月中物価指数(以下同じ)前月比-0.1%)。また鉄鋼および非鉄も鋼材、地金などの1次製品についてはスト解決後の供給増加から弱含み商況もみられ、一部では早くもスト開始前の水準に戻るものも現われた。物価指数ではそれぞれ2.4%、1.0%の上昇となつているが、これは2次製品や原材料の出遅れた騰貴が響いている。

その他の商品では、生ゴム、皮革など雑品が海

外高の影響もあつて堅調、カーバイド、紙はそれぞれ生産調整の進捗(カーバイド)、季節需要の増大(紙)を主因に強含みを続けている。

このような商品市況を反映して、卸売物価指数はストの影響の出尽した4月中旬以降は保合いに推移し、月中では前月比0.2%の微騰にとどまり、5月上旬には前旬比0.1%の微落を示した。



以上のように、最近の物価動向は引続き底堅いものがあり、また商品によつては若干区々な動きもみられるが、繊維品や金属類などの主要商品を中心にみる限り、総じて上げ一服の落ち着いた足どりを示している。こうした動きについては、不需期入りという季節的な動きに加えて、景気回復の初期にみられた強い在庫投資需要が少なくとも増勢一服の段階に入つたためと考えるのは間違いないだろう。したがつて当面の物価情勢に関する限り、景気を行過ぎを懸念させるような動きはかなり少なくなつてきているようにかがわれるが、物価の先行きについてはもとより一層多面的な検討が必要であろう。

このような観点に立つて最近の景気回復期における物価動向と、これを左右してきた要因についてふり返つてみよう。次表にみるように、経済企画庁の国民所得統計に現われた総需要の動きは、昨年4～6月をボトムに7～9月にはかなり急激な上昇を示したが、10～12月に入ると上昇テンポはかなり鈍化している。これに対して物価は7～9月期にはやや下げ渋つたとはいへなお下落傾向

を続け、本格的反騰に転じたのは11月以降のことであつた。

回復段階の総需要と物価の動き

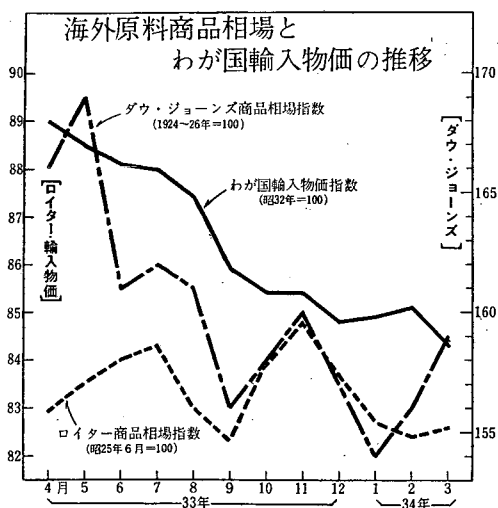
区 分	物価の騰落率	総需要の対前年比増減	製品在庫の対前期比増減率	
	月率、%	年率、億円(%)	銚工業生産者 %	販売業者 %
33年	(3～4月) -0.4			
4～6月	(5～6月) -0.8	-4,439 (-16.0)	+ 0.9	+ 9.9
7～9月	(7～10月) -0.3	+6,172 (+23.2)	+ 3.1	- 2.8
10～12月	(11～12月) +0.4	+2,580 (+ 9.2)	+ 1.5	- 0.7
34年				(1～2月)
1～3月	+0.4		-10.0	- 3.2
備 考	本行統計局調べ	経済企画庁調べ 季節変動除去	通産省調べ 季節変動除去	

需要の動きに対するこうした物価の遅れについては、もとより多くの要因が挙げられよう。第1に7～9月期には生産者、販売業者を含めて製品在庫(滞貨)が引続き増勢をたどつており、企業採算、操業度などその他の諸要因とともに、市場人気を圧迫し物価に対して実勢以上にマイナスに作用したことが挙げられる。こうした各種の事情は昨秋以降ほとんど一変した。製品滞貨は秋以降季節需要、輸出、さらには意図的在庫投資需要の増大に支えられて減勢に向かい、本年に入つてからは一層速いテンポで減少をみた。一方企業収益もようやく底入れから好転に向かい、新年度予算に対する期待とあいまつて弱気な市場人気は急速に訂正された。この期において需要の増加率がやや鈍つたにもかかわらず、物価が目立つた上昇をみせた背景については、単なる物的な需給の改善以上に、景気回復をはやした企業の強気観や市場人気が大きく作用していると考えられる。

この間年末から年初にかけて、鉄鋼や繊維にみられたような人気の行過ぎは間もなく訂正されるというような2,3の綾もみられた。しかし強気観が支配的となり現実に新規の設備投資意欲が台頭する一方、企業の採算余力も大きくなるというような状況のもとでは一般に供給側の売り腰は強まり、鉄鋼の公販価格にみるように一部の商品についてはメーカーの価格支配力が従来以上に強化さ

れてくるといつた事情が物価面の動きに影響してくる面も見のがせない。

先にみたように当面の物価動向は需給関係の安定化を背景にさしあたり落ち着きを示しており、当面物価の続騰を予想させるような要素に乏しい。ただ今後の物価を左右する要因としては、①業界の強気の景況観や一部商品にみられるメーカーの価格支配力は一層強まっている、②今後は海外市況の動向が国内物価に影響する度合いも強まってくるとみられる、などの諸事情をも考慮する必要がある。目先き不需要期にもかかわらず物価の軟化気配がそれほどみられないということはその現われとみなければなるまい。



9. 雇用・消費——雇用は基調平穩、消費は引続き底堅い動き。

雇用は季節的变化を伴いつつも基調は平穩に推移しており、賃金も漸増傾向を続けている。また消費は雇用・賃金面の順調な動きを背景に相変わらず底堅い推移を示している。

まず雇用情勢は、昨秋から年末にかけてかなりの好転をみたが、年明け後はやや停滞気味にうかがわれる。これには、後述するように季節の事情による面が大きく響いており、大勢は生産活動の強調に支えられて落ち着き模様に推移しているとみてよい。すなわち1～2月の常用雇用指数は122.4

と前期(122.7)に比しやや減退し、またこれまで目立つた回復を示してきた臨時雇用指数も98.6と前期(110.8)に比しかなりの低下を示した。しかしこれは、1、2月には例年建設業、農林業を中心に季節的な失業が多くなるという事情が響いているため、前年同期比較では常用(+3.5%、前期+3.2%)、臨時(-5.9%、前期-8.1%)の両雇用指数ともかえって好転している。また失業状況をみると、1～3月の完全失業者数は月平均77万人(前年同期65万人)に達し、ことに3月は92万人と31年3月(105万人)に次ぐ最高を記録した。しかし、企業整備に伴う離職者の発生が漸次平常に復しつつあること、新規学卒者の就職状況も優に昨年を上回る実績(3月末における中・高校卒就職率96.1%、昨年87.4%)をあげていることなどの事情を考慮してみると、完全失業者の増大も多分に季節的失業や学卒期における統計上の一時的増加に基くものと思われる。

次に賃金の動きをみるに、昨秋来、鉄鋼、機械、自動車などにおける労働時間の増加を主因に増勢が目立ち、1～2月の時間外を含めた月例給与は18,099円と前年同期を1.6%方上回った。最近の春期賃上げ闘争の結果、石炭を除き軒並み前年を上回る賃上げをみており、賃金率は引続き漸増傾向にある。

最近における雇用・賃金の動き

(カッコ内は前年同期比増減率 %)

区 分	33年 4～6月	7～9月	10～12月	34年 1～2月
常用雇用指数	121.9 (+ 3.0)	122.2 (+ 2.7)	122.7 (+ 3.2)	122.4 (+ 3.5)
臨時 "	90.8 (- 18.6)	100.5 (- 16.5)	110.8 (- 8.1)	98.6 (- 5.9)
月例給与(時間外を含む)	円 17,415 (- 0.8)	円 17,637 (+ 0.5)	円 18,014 (+ 0.9)	円 18,099 (+ 1.6)
時間外労働	時間 18.0 (- 12.6)	時間 17.6 (- 7.9)	時間 19.7 (+ 1.0)	時間 19.3 (+ 4.3)
労働(生産指数) 生産性(雇用指数)	114.5 (- 8.4)	116.9 (- 3.6)	124.9 (+ 4.7)	127.8 (+ 9.6)
鉱工業生産指数	140.0 (- 6.1)	143.4 (- 1.2)	154.0 (+ 8.0)	157.6 (+ 13.5)

(注) 1. 労働省調べによる。

2. 対象は全産業。

以上の動きからみて、雇用・賃金面にも景気回復に伴う好影響が現われていると判断されるが、雇用面への現われ方はなおかなり鈍いということは見のがせない。これは現在のところ企業は主として余剰労働力の稼働化、労働時間の延長によって生産の拡大を図りうる余地を残しているためであろう。さらにこのほか、石炭、繊維など不振産業では雇用減少傾向が続いており、また一般に大企業を中心とする生産技術の進展に伴う労働生産性の向上など雇用の上昇をはばむ要因もあるので、雇用の先行きについては必ずしも楽観を許さないものがある。

次に最近の消費の動きをみると、天候事情や季節要因によりかなりの消長を示しているが、大勢的にみてますますの伸びを続けている。1～3月の全都市全世帯の消費水準は前年同期に比し6.2%の上昇、また1～3月の全国百貨店の売上高は9.3%の増大をみており、その伸長率は昨年10～12月と変っていない。しかし小売の売れ行き状況をみると、春物衣料については、特価品の伸び悩み傾向に対し値ガサ品および高級品が案外によく売れていること、また家庭用品、その他耐久消費財の売上げが好調の反面、食料品がやや不調なことなどこれまでとやや異なつた現象がみられる。消費者の消費態度は依然慎重さを失っていないが(1～3月の都市勤労者家計の消費性向は94.8%とほぼ前年並み)、末端需要の動きからみると格安品や食料品を主体とする消費のいわゆる

「不況型」は次第に影をひそめつつあるようにかがわれる。

今次景気後退過程において、経済活動が大幅に下降した時も消費需要の伸び率は鈍化しながらも上昇を続けたが、米国、英国、西ドイツなどの諸国においても程度の差こそあれ、同じような傾向がかがわれる(次表参照)。また消費者物価は卸売物価の弱勢に比し、相対的にかなり堅調に推移した。これは物価構造上の問題もあるが、景気の下降局面においても消費需要が活発さを失わなかつた点も大きく響いているものとみられる。

主要国における個人消費需要の動向

(前年同期比 %)

区 分	国民 総生産	消費支出	卸 売 物 価	消費者 物 価	
日本	32年 1～6月	+14.4	+ 6.9	+ 6.4	+ 2.4
	7～12月	+ 8.2	+ 9.4	- 0.1	+ 3.3
	33年 1～6月	- 7.3	+ 6.2	- 6.3	+ 0.6
	7～12月	+ 4.2	+ 5.9	- 6.6	+ 1.4
米国	32年 1～6月	+ 7.5	+ 5.6	+ 3.4	+ 3.5
	7～12月	+ 5.0	+ 5.6	+ 2.5	+ 3.2
	33年 1～6月	- 2.3	+ 1.7	+ 1.9	+ 3.4
	7～12月	+ 9.3	+ 2.1	+ 0.8	+ 2.1
英国	32年 1～6月	+ 6.3	+ 3.8	+ 3.0	+ 3.0
	7～12月	+ 6.1	+ 5.8	+ 3.5	+ 4.0
	33年 1～6月	+ 4.6	+ 6.0	+ 2.0	+ 4.0
	7～12月	+ 2.3	*+ 3.7	- 0.1	+ 1.9
西ド イツ	32年 1～6月	+ 8.4	+ 4.3	+ 2.8	+ 1.4
	7～12月			+ 2.1	+ 2.8
	33年 1～6月	+ 5.9	+ 3.5	+ 1.2	+ 4.3
	7～12月			+ 0.5	+ 2.0

(注) 1. 本行統計局「海外経済統計」より作成。

2. * 7～9月平均。