

## 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繁忙裡に推移した。

これを本行勘定からみると、財政資金の対民間収支戻は、公共事業費や年末手当の支払を中心に、1,110億円の大幅支払超過となったが、一方銀行券は年末現金需要の増大を映じて1,871億円の増発と、財政の支払を大きく上回った結果、本行貸出は月中947億円増加し、年末残高3,379億円をもって越年した。なお月中における本行信用の膨脹は本行保有手形の買戻し(22億円)があったものの、準備預金の積増しが125億円で達したため、差引844億円であった。

この間、月初来ピークまでの銀行券の増発は3,249億円に達し、本行貸出の増加は2,159億円に及んだため、コール市場も通月繁忙裡に推移し、レートも上旬中の数日を除き月中2銭3厘(無条件物中心)と申合せ限度いっぱいまで推移した。なかんずく、29、30日の両日は出し手筋のいっせい回収から東西両市場合わせて市場残高は一挙に316億円の減少を示し、超繁忙を呈した。一方政府は引き続き支払超過に国庫余裕金も底をつき、12月25日(100億円)、30日(50億円)の両日には昭和23年以来11年ぶりに大蔵省証券を発行(市中応募3億円を除き本行引受)して注目された。

この間全国銀行の資金需給をみると、預金、貸出とも大幅な増加を示したが、需給バランスとしては結局預金超過となった。しかし農中などの市場資金の引揚げが大きかったことと、準備預金制度に基づく積増しを行なったことなどから本行借入は963億円の増加となった。

新年にはいつてからの金融市場は、銀行券がき

わめて順調な還流を示し緩和裡に推移している。このため14日までに本行貸出は2,197億円の減少を示し、コール・レートも軟化、申合せ限度を下回る2銭1厘(無条件・中心、東京)も現われた。

資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

区 分		34年12月	11月	10月
本 行 勘 定	銀行券	1,871 (1,777)	309 (188)	260 (96)
	財政	1,110 (1,199)	1,118 (1,109)	1,243 (1,148)
	本行貸出	947 (519)	△ 957 (△ 848)	△ 787 (△ 949)
	本行保有手形売却	22	68	△ 85
	民間預り金 (準備預金制度関係預り金)	△ 125 (△ 125)	62 (60)	△ 57 (△ 53)
全 国 銀 行 勘 定	貸出および証券投資	2,341 (2,005)	1,540 (1,152)	608 (200)
	預金および債券発行	2,864 (2,281)	1,727 (1,850)	296 (271)
	預貸金差額 過(+)不足(-)	+523 (+276)	+187 (+698)	-312 (+71)
	手元現金	160 (304)	120 (△ 55)	△ 184 (△ 167)
	市場資金純受入	△ 804 (△ 352)	590 (201)	949 (763)
	本行借入	963 (458)	△ 919 (△ 805)	△ 786 (△ 974)

(注) △印……「銀行券」は還収超、「財政」は揚超、「本行保有手形売却」および「民間預り金」は増加、その他は減少を示す。

12月の全国銀行勘定は暫定計数。

市場資金純受入=(マネー)+(本行以外からの借入)-(ローン)

ここで34年中の資金需給(本行勘定)をふり返ってみると、財政の対民間収支戻は、外為会計の払超を中心に2,208億円の大幅な支払超過となったが、一方所得、消費ならびに取引の増大を映じて銀行券が1,384億円と大幅増加を示したため、現金需給はさほどゆるまず、本行貸出は415億円の減少にとどまった。

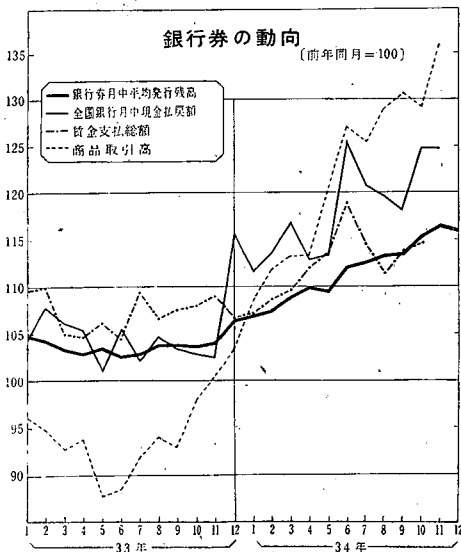
年間資金需給表 (単位・億円)

区 分	34 年	(33 年)
銀 行 券	1,384	( 539)
財 政 資 金	2,208	( 2,424)
本 行 貸 出	△ 415	(△ 1,726)
そ の 他	△ 409	(△ 159)

## 2. 通 貨

### (1) 銀行券——発行基調引続き強し。

12月の銀行券は、前月末急増のあとを受けて月初3日間は大幅の還流をみたが、その後は民間賞与や供米代金の支払進捗、さらに月央から下旬にかけて公務員の年末手当や決済資金需要の増嵩を反映して大幅の増発に転じた。すなわち、これをボトム(3日)からピーク(30日)までの発行超過額でみると3,820億円と前年(3,338億円)、前前年(2,945億円)を大きく上回った(ピーク残高1兆1,672億円)。このため、31日には1,378億円の還流(前年1,206億円)をみたものの、月末発行残高は1兆294億円(前年8,910億円)と1兆円の大台乗せのまま越年、月中平均発行残高も9,400億円と前年を1,292億円上回った。



- (注) 1. 貸金支払総額は全産業常用労働者の賃金指数と雇用指数の積。  
2. 商品取引高=鉱工業出荷指数×卸売物価指数

もっとも前年同月に対する伸び率についてみると、12月の月末発行残高、および月中平均発行残高はそれぞれ15.5%、15.9%の増加にとどまり、前月までの勢い(月末残高10月16.8%、11月18.1%増、平均残高10月15.3%、11月16.3%増)に比べやや増勢テンポが鈍ったようにもみえる(グラフ参照)。この点については必ずしも的確な事情は明らかでないが、企業の金繰りの緩和を映じて中小企業や個人業主などで現金決済が盛んとなり、これにつれて秋冬物の仕入れ決済が昨年よりかなり早目に行なわれたことも一因をなしている。その上比較の対象となる33年12月は景気回復に伴って銀行券の発行水準がようやく高まりはじめた時期であった(グラフ参照)ことも響いているといえよう。こうした点を考慮すると、当月銀行券の前年同月比伸び率が若干鈍ったとしても、そのことから直ちに銀行券そのものの増勢が鈍化したとみることは早計にすぎよう。今銀行券の伸び率を、33年10~12月以降四半期ごとにくくってみると、每期ほぼ3%ずつコンスタントに上昇を続けており、これは10~12月についても同様で、これまでのところ銀行券の基調に大きな変化が生じつつあるものとは思われない。

銀行券平残前年同期比伸び率

区 分	33 年	34 年
1 ~ 3 月	+ 4.1 %	+ 7.7 %
4 ~ 6 月	+ 2.9	+ 10.5
7 ~ 9 月	+ 3.4	+ 13.1
10 ~ 12 月	+ 4.8	+ 15.9

次に、年末から年明け後にかけての銀行券の還流状況を見ると、上記増発額に対する還収率は1月13日までに94.3%と例年(前年87.7%、前前年91.4%)を上回る好調を示している。こうした動きが、銀行券の発行基調の変化を意味するものかどうかは、月央後増発に転じてからの推移をいまい少しながめてみなければなんともいえないが、おそらくは、月央後における大幅増発、月初の大幅還流という、かねてからの振幅率拡大傾向が次第

年末年初の銀行券増発・還収状況

(単位・億円)

区 分	34~	33~	32~	31~
	35年 (3日)	34年 (4日)	33年 (4日)	32年 (5日)
12月ボトム時 (A)	7,852	6,778	6,497	6,030
12月ピーク時 (B)	11,672	10,116	9,442	8,633
増発額 (B-A)	3,820	3,338	2,945	2,603
増発率 $\left(\frac{B-A}{A}\right)$	48.6% (13日)	49.2% (14日)	45.3% (14日)	43.1% (12日)
1月ボトム時 (C)	8,071	7,189	6,751	6,459
還収額 (B-C)	3,601	2,928	2,691	2,174
還収率 $\left(\frac{B-C}{B-A}\right)$	94.3%	87.7%	91.4%	83.5%
$\left(\frac{C}{B}\right)$	69.1%	71.0%	71.5%	74.8%

に強まっていることの現われであろう。

(2) 預金通貨——預金通貨残高増大続く。

11月の全国金融機関通貨性預金残高は月中780億円の著増を示した。もっともこれを前年同月(1,286億円増)に比べると増加額は少なかったようにみえるが、前年同月末日が日曜日だったため9月決算法人の法人税納付や商手の月末落ち込みがいずれも12月にズレ込んでいた点を勘案すると実質的にはかなりの増加を意味することに注意しなければならない。これに対して11月の預金通貨流通高は、たとえば全国銀行の一般当座預金の月中払戻額(ただし月末預金操作に伴う影響を除いてみるため、前月末切手手形保有額を一応差し引いて計算)が月中5.8%の減少を、また、全国手形交換金額が月中7.8%の減少をみたことからもうかがわれるように、若干減少気味であったと思われる。以上からみて、当月の預金通貨回転率はやや低下したものと考えられる。

12月にはいって、別項にみるように、全国銀行貸出は大幅に増大し、実勢預金も2,739億円の著増をみた。したがって、貯蓄性預金の伸長を見込んでも、12月は11月に引続き通貨性預金残高はかなりの増加をみたものと考えられる(前年は実勢預金2,163億円増、うち通貨性預金は1,283億円増)。12月は、決済関係を中心として預金通貨流通高が大きくふくらむ時期であり、預金通貨残高が一時的に増大することはある程度避けがたい。

しかし、次に述べるように、預金通貨回転率は長期的にみれば一貫して高まっており、これは景気上昇を反映する当然の動きであるが、もしここ一両月にみられるような回転率の低下が今後も続けば、企業が強気の支出態度を続けている現状ではかなりの問題であろう。焦点は年明け後決済資金などの順調な還流によって、銀行貸出が適度に収縮するかどうかにあると思われる。

ここで、企業の通貨事情が最近どのような状況にあるかをみるため、預金通貨残高に対する商品取引高の比率の推移をみてみよう(次表(A))。ここにとった商品流通高には第3次産業が含まれておらず、また取引高のすべてが預金通貨で決済されるとは限らないなど、こうした比率でみることは、もとより問題があるが、預金通貨の回転率をみる適当な方法がない現状では、一つの方法として許されよう。次表にみるとおり、この比率は33年10~12月をボトムとして高まり、昨年7~9月以降さらに一段と高くなっている。この間注目されるのは、昨年4~6月には決算資金貸出を中心としてかなりの通貨供給が行なわれたため、上記比率はさして高まらなかったのに対し、7~9月以降は、商品取引高が引続きかなりのテンポでふえたにもかかわらず銀行貸出はともかくも押えられ気味に推移したため、比率が一段と高まった点であろう。ところで、現在の高さに相当する時点を前回の景気上昇過程に求めるとすれば、ほぼ31年年央から年末にかけての段階に対応するものといえよう。もとより当時と現在とを機械的に比較することには問題がある。当時は取引高が急増しつつあった反面、景気の急上昇を反映して預金通貨の流出が大きく、銀行貸出によって必ずしも十分これが補てんされず、企業の金繰りはかなりの繁忙を呈していた。これに比べれば、現在はまだそこまで企業の金繰りが引き締まっているとは考えられない。しかしながら、ともかくも前回の場合には、その後約半年ないし9ヵ月を経てこの比率も景気自体もピークを打っていることは、今後の動向を判断する上に注目すべき一つのポイント

であろう。

### 預金通貨動向

(A)のボトム、すなわち  
33年10~12月=100

区 分		1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
(A) 商品取引高 預金通貨残高	31年	111.2	114.6	114.4	118.4
	32年	119.4	124.3	123.9	115.8
	33年	109.2	105.1	100.3	100.0
	34年	105.3	107.5	111.8	( <sup>10~11月</sup> ) 114.8
(B) 預金通貨残高	31年	70.0	74.9	79.6	82.6
	32年	85.7	86.7	83.9	86.6
	33年	87.5	91.4	94.8	100.0
	34年	101.2	107.9	110.0	( <sup>10~11月</sup> ) 114.8
(C) 商品取引高	31年	77.8	85.7	91.0	97.7
	32年	102.2	107.8	103.9	100.1
	33年	95.5	96.1	95.0	100.0
	34年	106.4	106.0	123.0	( <sup>10~11月</sup> ) 131.7

(注) (B)=全国金融機関要求払預金残高(季節変動調整済)。

(C)=製造工業出荷指数×卸売物価指数。前者は季節変動調整済、後者は食料品を除去したもの。

### 3. 財 政——大幅散超続く。

12月の財政収支は、支出面で災害復旧のための公共事業費支出、恩給の繰上げ支払をはじめ諸支払が大幅に進捗したが、反面9月決算法人税収入の著増と郵貯の受入増大をみたので総収支尻では1,110億円とはほぼ前年並みの払超となった(前年同月比89億円の払超減、ただし前年における運用部の市中への金融債売戻し145億円を調整すれば実勢234億円の払超減)。

### 財 政 収 支

(単位・億円)

区 分	34年10月	11月	12月	33年12月	32年12月
(A) 純一般財政	178	392	940	668	891
うち 租 税	(△753)	(△760)	(△1,499)	(△1,174)	(△1,149)
(B) 食 管	872	555	36	299	241
(C) 一般財政(A+B)	1,050	947	976	967	1,132
(D) 外 為	193	171	134	232	184
総 財 政(C+D)	1,243	1,118	1,110	1,199	1,316

(注) △印は揚超。

当月の主要科目の動きについてみれば、まず租税収入の著しい上伸が目立った。税収総額は前年

同月を28%上回ったが、その主因は業績好調を映じた9月決算法人税の著しい伸長(大法人の申告税額は前期比22.6%増、前年同期比43.3%増、国税庁調べ)であり、物品税、酒税などの収入も引き続き好調を示した。

支払面では、前月まで支払低調をたどった公共事業費が、当月にはいり災害関係を中心に月中支払300億円に及んだほか、1月分文官・軍人恩給約250億円が繰り上げて支払われ、また義務教育費、地方道路譲与税などの支払増大も目立った。資金運用部は国民金融公庫、電源開発、開銀・輸銀に対する融資および地方貸付の進捗もあって月中356億円の払超と前年同月比135億円の払超増となった(前述の金融債売戻しを調整すればほぼ前年並み)。

食管会計は、国内産米の買入れが例年と異なって前月までに著しく進んだあとでもあり、当月にはいって米買入代金が大幅に減少したため月中払超額は36億円(前年同月払超298億円)と著減した。また外為会計は、輸出の好調、インパクト・ローンの流入増加にもかかわらず、輸入決済の増大と為銀の外貨買持増加により、収支尻では134億円の払超(前年同月払超232億円、前月払超171億円)にとどまった。

ここで34年中の対民間収支をふり返ってみると、次表のとおり総収支尻では2,208億円の大幅散超となった(前年2,423億円の散超)。ちなみにこの散超をまかなった財源の80%は本行の信用供与に依存しており、その額は、1,782億円(短期証券引受738億円、外貨買入674億円、運用部の長期国債売戻し370億円)に上っている。なお残余の財源としては本行からの経常収入196億円(納付金、法人税など)、補助貸発行138億円、政府当座預金の減少90億円などがあげられる。

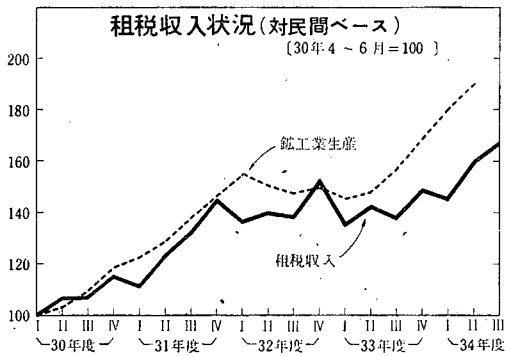
この間における収支の目立った点をあげれば、

(1) 外為会計は、前年に引き続き国際収支の好調を映じて1,737億円の大幅散超となった(年間財政散超の約79%)。

(2) 食管会計の収支尻は、逐年受超減少傾向を

たどってきており、本年は153億円の払超に転じた。これは大豊作を映じて国内産米買入量の増加、特に時期別格差加算の対象となる早期納入米買入れの著しい進捗と、輸入米、主食麦の需要減退、生産地の受配辞退増加などに起因する。

(3) 税金については、下掲グラフにみられるとおり、景気上昇カーブに若干遅れながら、下半期以降法人税、物品税などの著しい上伸がみられ、税金総額は年間1兆1,194億円と前年比988億円(9.7%)の著増となった。



年間対民間収支 (単位・億円)

区分	34年中		33年中	
		10~12月		10~12月
純一般財政	318	1,510	585	1,353
うち租税	(△11,194)	(△3,012)	(△10,206)	(△2,483)
食管外為	153	1,463	△190	1,410
	1,737	498	2,028	694
総財政	2,208	3,471	2,423	3,457

(注) △印は揚超。

#### 4. 市中金融——引続き根強い資金需要。

12月の銀行貸出は、都市銀行貸出の根強い増勢を中心に2,070億円と引続き大幅な増大となった(前年同月1,697億円増)。大勢としてみて、銀行の貸出態度に最近抑制気構えが失われているとはいえないが、根強い企業要資に対して銀行は結局相当程度に貸し応じており、その結果、秋口以降貸出は一段と増勢を強めるとともに、別項に述べるように、ひところ押えられ気味であった預金

通貨の供給が11月、12月とふえはじめていることは年末決済の集中など季節的要因があるとはいえ注目を要する点である。ちなみに、全国銀行貸出の増加が月中2,000億円を上回ったのは、31年12月(2,243億円増)以来である。

12月の動きを銀行業態別にみると、その間にはかなりの差異が認められる。すなわち、貸出増勢の中心は都市銀行であり、その増加額は前年の43%増に及んだ(月中1,141億円増、前年同月794億円増)。これに対して、地方銀行では前年をわずかに上回る水準にとどまり(月中718億円増、前年同月686億円増)、また長期信用銀行の貸出増加は前年の実績に達しなかった(月中157億円増、前年同月159億円増)。地銀の増勢が前年同月との対比において落ち着いているのは、景気回復期にあたる前年12月には地方銀行の主取引先である中小企業への貸出がすでに顕著な増加傾向にあった(都市銀行の主取引先である大企業の要資はなお停滞気味であった)という事情がかなり響いており、当月の地銀貸出の水準自体は決して低水準ではない。ただ地銀の場合、準備預金制度の発動や最近における金融引締めによる直接的な影響を受ける面が大きく、一部では貸出抑制を本格化しようとする気運が強まっている。

次に銀行貸出の内容についてみると、増加の中心は、前月同様大企業に対する決算資金および増加運転資金(都市銀行のこの種貸出増は前年同月比3~5割程度の増加と推測される)であるが、この間、貿易関係の貸出が大きく伸びていることは最近の特色として注目すべきである。次に中小企業向け貸出の動向であるが、4~6月ごろのような増勢テンポ(前年比2倍半に及ぶ)こそみられなくなり、漸次先細り傾向を示してはいるが、なおかなりの増加を続けている。この点は、前回の景気上昇過程において比較的早く中小企業向け貸出が選別の対象となったのに比べて、やや特徴的な動きといえよう。

さて、以上述べたように企業の要資は活発な投資を反映して、大企業・中小企業、商社・メーカ

一を通じて引続き堅調に推移しており、当面、季節的に資金需要の低調な1、2月においても銀行貸出は増勢をたどる気配がある。特に今後、金融が一段と引き締まることは不可避とみられるだけに、企業に一時的に資金の余裕が生じた場合にも銀行借入の返済をしぶる傾向が強まっており、また1～3月に予定される増資代り金も借入返済に充てようとする動きは少ないとみられる。こうした点からみて、企業の要資を押し景気の過度な上昇を調整する上において、銀行の果たすべき役割は、年明け後一段と重要となってきたものといえよう。

### 全国銀行主要勘定増減

(単位・億円)

区 分	34年				11月	10月
	12月	都銀	地銀	長銀		
実勢預金	2,739 (2,163)	1,713 (1,347)	1,061 ( 911)	- 57 ( -72)	1,571 (1,741)	145 ( 108)
債券発行高	125 ( 119)	— ( —)	— ( —)	125 (119)	156 ( 109)	151 ( 162)
借 用 金	765 ( 396)	633 ( 334)	37 ( 6)	61 ( 28)	-615 (-678)	-347 (-540)
うち 本行借入	963 ( 458)	876 ( 405)	18 ( 7)	39 ( 18)	-919 (-808)	-786 (-974)
マ ネ ー	-517 (-434)	-564 (-597)	- 33 ( 23)	23 ( 95)	586 ( 359)	616 ( 302)
貸 出	2,070 (1,697)	1,141 ( 794)	718 ( 686)	157 ( 159)	1,338 (1,014)	425 ( 114)
有価証券	270 ( 308)	155 ( 155)	76 ( 138)	18 ( 8)	202 ( 138)	183 ( 85)
ロ ー ン	- 90 (-143)	- 11 (- 55)	97 (- 63)	- 24 (-13)	299 ( 288)	106 (- 24)

(注) 12月は暫定計数、カッコ内は前年同月。

## 5. 資本市場

### (1) 株式市場——株価急落、棒上げ相場に転機到来の感。

12月の株式市場は、前月の高値もみ合い商状から、一転して急落歩調をたどった。その足どりは月初公定歩合引上げによる急落に始まり、その後の大手投信の買いさきえも一時的反発にとどまり、月央以降再び大幅な急落場面を示現した。これは、公定歩合引上げ、大証券筋の手持株増加に対する大蔵省の警戒などを契機として、市場の行

き過ぎた人気化に対する反省と、先行き景気動向に対する微妙な警戒気運が表面化し、広く一般の売気を誘ったためであり、中旬末以降ダウ式平均株価も900台を深く割り、21日には854.45まで落ち込んだ。もっとも、年明け後の市場は、再びかなりの戻り歩調をたどっているが、従来のような大きな上昇力はみられず、2年来の棒上げ相場もここに一応の転機を迎えた感が深い。

昨年中の増資は、株価上昇(年間上昇率30.9%)と景気伸長に伴い、年央以降急増をみたが、当初予定された増資額の大半が新年にずれ込んだ(35年1～3月間増資予定額1,280億円)ため、年間増資額は1,756億円と前年(1,728億円)並みにとどまった。

この間、投資信託は終始顕著な増勢をたどり、年末の残存元本は3,000億円をこえるに至った(3,300億円、年間純増1,203億円)。なお懸案の投信分離問題は、委託、販売各部門をそれぞれ別会社とし、本年4月から発足することにより一応の解決をみることとなった。

### 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 高 配 率 (東京) 百万株	日証 金 残 高 億 円
	旧株価	新株価	東証 225種 %	うち 有 配 率 %		
12月1日	973.65	183.03	3.95	4.09	172	245
15日	936.11	175.97	4.12	4.27	45	239
21日	854.45	160.62	4.50	4.66	84	217
28日	874.88	164.46	4.40	4.55	40	215
(33年12月27日)	(666.54)	( —)	(4.79)	(5.09)	( 59)	( 176)
35年1月4日	869.34	163.42	4.43	4.59	20	208
(34年1月5日)	(671.28)	(126.19)	(4.79)	(5.06)	( 48)	( 177)
12日	914.83	171.97	4.21	4.37	79	198

### (2) 超債市場——発行条件改訂問題表面化。

12月の起債額は233.5億円と引続き増勢を示した(12月以降3月までの間、毎月12.5億円の投信特別組入れ分を含む)。しかしその消化は依然不振であり、16～17億円前後の売れ残りを生じた模様である。一方金融債は商中債の運用部引受増(年末および災害関係35億円)を中心に発行額399.8億円と前月比51億円の著増となったが、市

中純増額は165億円とほぼ前月並みにとどまった。

この間、公定歩合引上げを契機に、金利の実勢に即応する発行条件の改訂を要請する声が強まり、これをめぐって論議が活発化したが、結局今回は条件改訂を見送り、今後の経済動向を見定めた上で再検討されることとなった。こうした問題のため、1月の起債額の決定は遅れたが、ようやく前月より大幅圧縮された210億円（前月比23.5億円減）の線に落ち着いた。

昨年年初来3月までの間、順調な拡大傾向をた

どった起債市場が4月以降伸び悩みに転じたについては、金融情勢を映じて金融機関の消化力が低下したことの他、低利回りの政保債が急増して事業債の起債を圧迫したことなどが響いている。これに対処して、起債額を調整し消化との均衡を図ろうとする行き方が採られたにもかかわらず、売れ残らないし値引販売が次第に常態化するに至った。発行条件改訂は今回は見送られたが、改訂見越しから当面買控えなどの影響も現われており、先行きの金融引締めりともからんで早晩この問題の再燃は避けられないとの見方が強い。

### 起 債 状 況

(単位・億円)

区 分	事業債	地方債	政保債	計	金融債			合 計
					金 融 債	利 付	割 引	
3 1 年	922	114	352	1,388	2,105	1,468	637	3,494
3 2 年	893	147	333	1,373	2,313	1,417	896	3,687
3 3 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
3 4 年	1,792	211	485	2,488	3,539	1,203	2,336	6,027
( 1～6 月)	874	108	196	1,178	1,554	565	989	2,732
( 7～12 月)	918	103	289	1,310	1,985	638	1,347	3,295

### 6. 貿易・外国為替——引続き順調ながら輸入は増勢。

12月の貿易動向を通関統計によってみると、まず輸出は総額394百万ドルと前月に比べ35%方の増加を示し、戦後の最高となった。主要商品別には生糸、セメントを除き軒並み増加となっており、特に機械類、がん具、合板、金属製品などの伸びが目立っている。これには年末の船積集中という季節的事情も大きく加わっているが、前年同月を3割方上回っており、基調としては引続き根強い拡大を示している。一方輸入も372百万ドルと前月に比べ27%増加し、前年同月比4割余の高水準となった。商品別には季節的入着期にあたっ

ている食糧・飲料（前月比37.6%増）、繊維原料（同47.2%増）などの増加が特に著しいが、その他でも動植物性原材料（大豆、生ゴム、木材など）をはじめとして機械など軒並み増加をみている。

一方、信用状面においても輸入の増勢は顕著であり、10月11月の高水準に次いで12月も石油、機械、繊維原料を中心に294百万ドル（前月229百万ドル）に達した。このため輸出も米国向けを中心に順調（294百万ドル、前月256百万ドル）を示したにもかかわらず信用状面における輸出入の黒字幅（0.2百万ドル）はほとんど失われるに至った。12月は季節的事情に支配される点が大いからこれをもって直ちに結論を導き出すのは早計にすぎるとしても今後の輸入動向については十分

注目の要があろう。

12月の外国為替収支は貿易戻りの好調に加え、軍関係受取の増加、インパクト・ローンの流入増もあって引続き黒字基調を持続している模様であり、外貨準備高も月中31百万ドルを増加、年末残高も1,322百万ドルと13億ドル台乗せを示現した。

なお為替市場の動きをみると、12月初めに輸入決済が集中したため、インターバンク・レート（米ドル）は1ヵ月半ぶりで底値を離れ、年明け後も輸入決済の増嵩を映じて、強調を続けている。

34年（1～11月）の為替収支の動向をふり返してみると収支戻りは表面455百万ドル、実質でも345百万ドルとかなりの受超となった。このうち貿易収支（実質）は前年同期に比べかなりの減少をみたものの前年に引続きなお172百万ドルの黒字となっている。このように2年間続けて貿易収支が黒字基調を維持したことは異例のことである。輸出面においては米国向け輸出がきわめて好調であったこと、輸入面において輸入価格が低水準であったことの2点が大きく寄与している事実

#### 為替収支状況

（単位・百万ドル）

区 分	33年	34年	前年比 増減額
受 取	3,162.2	3,649.4	487.2
輸 出	2,463.7	2,854.2	390.5
貿 易 外	698.5	794.8	96.3
うち 特 需	426.6	425.0	- 1.6
支 払	2,715.8	3,194.2	478.4
輸 入	2,247.1	2,571.7	324.6
（実 質 輸 入）	(2,222.8)	(2,682.1)	( 459.3)
貿 易 外	468.7	622.2	153.5
差 引 収 支 戻	446.4	455.1	8.7
貿 易	216.6	282.5	65.9
〃（実 質）	( 240.9)	(, 172.1)	(- 68.8)
貿 易 外	229.8	172.6	- 57.2
支払繰延残高増減	- 24.3	110.4	134.7
実 質 収 支 戻	470.7	344.5	-126.2

（注）各1～11月間。

を見のがすことができない。

これは米国の輸入が完成品を中心として高水準を維持していること、特に昨年は米国経済の立直りの影響を映じた点が大きく響いている。また輸出環境の好転により輸出物価が上昇傾向を示したのに対し輸入物価が国際原料品市況や海運市況の低迷を映じ低水準を維持し、交易条件が引続き好転をみたことも34年中の黒字の大きな原因であった。以上のようにみえてくると現在の黒字基調については、海外経済環境がわが国に有利に働いているためにもたらされている面も少なくないことがわかる。

#### 貿易収支の推移

（単位・百万ドル）

区 分	輸 出	実質輸入	収 支 戻
29年中	1,532	2,081	- 549
30 〃	1,954	1,988	- 34
31 〃	2,402	2,626	- 224
32 〃	2,781	3,447	- 666
33 〃	2,728	2,447	+ 281
34 〃（1～11月）	2,854	2,682	+ 172

（注）為替統計による。

区 分	総 輸 出 増加額(A)	対 米 輸 出 増加額(B)	B A
29年中	百万ドル 354	百万ドル 50	% 14
30 〃	381	173	45
31 〃	490	94	19
32 〃	357	53	15
33 〃	19	84	442
34 〃（1～11月）	489	312	64

（注）通関統計による。

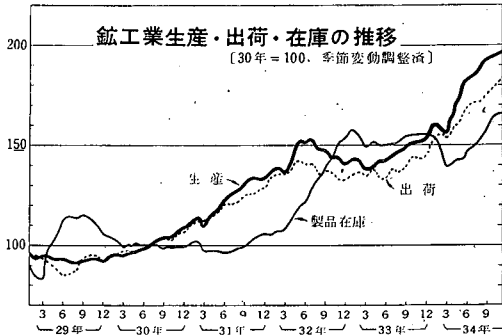
#### 7. 生産・在庫——生産、荷動きの活況続く。

34年生産は神武景気を上回る伸び。

11月の鉱工業生産指数（30年＝100、季節調整済、以下各指数とも同じ）は198.0と前月を2.2%上回り、前年同月に比べ31.6%増の高水準を示した。前年同月を3割もこえる伸び率は31～32年当時の景気高進期にもみられなかったことである。



このように生産活動は活況を続けているが、これは拡大基調が依然根強いことに加え、10月の台風減産後の回復が急テンポで行なわれたためとみられる。11月の生産を業種別に前月と比較すると、石炭がストのため減産、鉄鋼、皮革も減少をみたが、その他の業種は軒並み増産となり、特に台風被害の大きかった繊維（5.1%増）、化学（7.8%増）および窯業（3.8%増）の大幅な増産が目立っている。この間設備投資ならびに災害需要の増大を反映して資本財、建設資財など投資財の増産傾向が強まっているが、耐久消費財については高水準ながらひとところに比べ伸び率は鈍化している。



(注) 通産省資料による。

次に出荷の状況を見ると、11月の鉱工業出荷指数は前月比3.1%増と著しい伸びを示している。これは輸出の好調と国内需要の旺盛にさきえられていることはいうまでもない。特に当月は9、10月にやや伸び悩みをみせた消費財の増加が目立ち、なかでも耐久消費財は蔵出し期にはいった電気冷蔵庫などを中心に前月比15.8%増の著伸を示した。また生産財出荷の好調（前月比4.2%増）が注目されるが、これは根強い生産拡大から在庫需要が引き続き増加していることに加え、前月台風被害で減少した各種原糸、織物、有機薬品などの出荷が回復をみたためである。投資財出荷も前月著伸のあと増加率こそ落ちてはいるが基調は引続き強い。特に資本財の出荷ベースは重電機、産業機械を中心に4～6月は前期比5.3%増、7～9月

13.5%増、10～11月14.0%増と累増を示しており、設備投資需要の増勢がうかがわれる。

一方在庫事情をみると、年度初来一貫して増加してきた生産者製品在庫の増勢が11月にはいったやや鈍化し、また販売業者在庫が減少に転じたのが注目される。生産者製品在庫の増勢鈍化（鉱工業、前月比0.7%増）は出荷好調を反映した石炭、非鉄、ゴムおよび耐久消費財の在庫減少が主因である。もっとも、その反面資本財はじめ鉄鋼、石油・石炭製品など依然増勢を持続している業種も多い。このうち資本財は農業用機械、鉱山機械など出荷待ちの在庫増加が中心であるが、鉄鋼の一部、皮革、紙・パルプなどの部門ではそれが市況圧迫ないし生産抑制（紙・パルプ、皮革）要因として働いていることも見のがせない。また販売業者在庫（10月）の減少（前月比2.0%減）は石炭が電力および一般産業界の引取り好調から、繊維が機屋の手当買い増大からそれぞれ大幅に減少したため、この間鉄鋼製品については需給緩和を反映して問屋在庫の増勢が目立っている。一方原材料在庫は製品原材料を中心に10月に比べ1.8%増加したが、消費の増大から在庫率は依然低下傾向にある。特に輸入素原材料在庫率は101.5（30年＝100）と減勢が引続き顕著（前月比1.2%減、前年同月比26.4%減）で、今後生産上昇が続く限り輸入増加は避けがたい形勢にある。

以上のように最近の在庫事情はかなり複雑な要因を内包しており生産拡大から部分的には需給緩和現象も生じているが、輸出の好調、投資需要の増大を背景に総体としての需給規模は基調堅調裡に拡大傾向をたどりつつあるものとみられる。

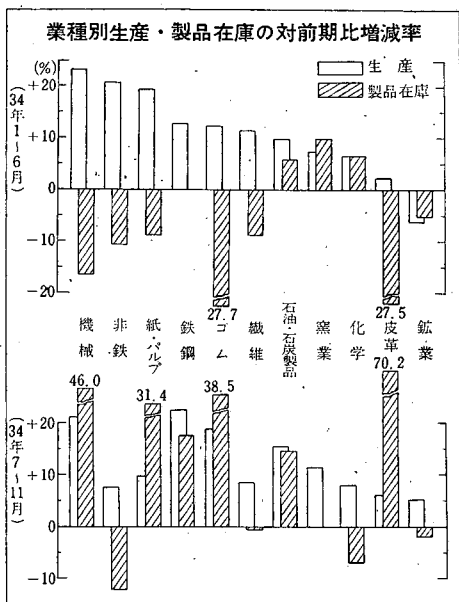
ひるがえって、34年中（1～11月平均、以下同じ）の生産動向をみると、鉱工業総合では前年比23.4%の大幅増加となった。これは著しい拡大を示した28年（22.1%増）および31年（22.4%増）をも上回るものである。業種別にみると特に機械（41.6%増）、鉄鋼（30.3%増）、非鉄（30.5%増）の生産拡大が顕著で、なかでも電気機械は重電機、家庭用機器を中心に前年を73%も上回る大幅

な伸びを示した。この間4～6月の生産上昇率は年率4割にも及ぶものであったが、下期の生産水準はさらにこれを上回り、上期（33年下期比11.6%増）に対して15%の上昇となっている。また下図にみるように、上期の生産増、製品在庫減に対し下期には生産の増大とともに在庫も増加に転じているのも見落せないところである。もっとも下期の在庫増加は上期に在庫減少の著しかった部門の在庫増が主因となっていることからみて、結局取引規模拡大に伴う在庫保有の正常化への過程であったとみてよいようである。この場合、景気後

退下で高水準を続けた設備投資、とりわけ重要基礎部門を中心とする近代化投資の能力化が34年にはいってかなり進捗し、これが需要の急速な拡大にもかかわらず、在庫保有の回復を可能とし物価の相対的安定をささえる上で主要な役割を演じたことの評価も忘れられてならないだろう。

以上のような供給側の動きに対し、需要側でも下半期以降明らかに景気上昇を反映した変化がみられる。在庫投資の増勢は昨年4～6月ごろまで特に顕著であったとみられるが、この間においても最終需要は堅調を続け、特に輸出増大、消費の高度化を反映して生産財ならびに消費財（なかでも耐久消費財）生産の増大が全体の生産上昇に大きく寄与した（下表参照）。しかし需要の拡大が広範化するに伴い設備投資が次第に増勢に転じ、特に7～9月以降投資財の生産上昇に占める比重が急速に高まった。このように下半期以降景気情勢は設備投資の増大によって生産拡大が推進されるという本格的な景気上昇型に移行したことが明らかになる。

公定歩合引上げを契機に企業の先行き態度には多少なりとも慎重味が加わっているようにもみられるが、しかし上述したような景気局面の現状や根強い需給規模拡大の動きからみて、最近の一部商品需給における緩和傾向も景気上昇期の一時的アヤにとどまる可能性が決して少なくない。今後の設備投資動向が注目されるゆえんであろう。



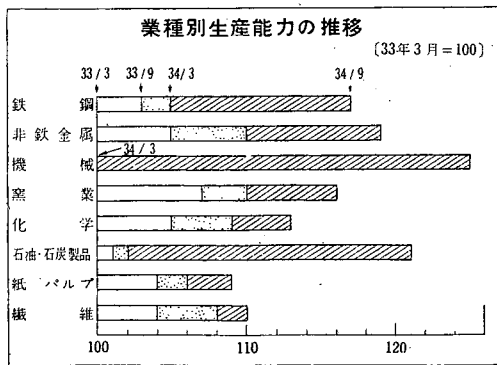
(注) 通産省資料による。生産は期中平均、製品在庫は期末比較。季節調整済。

財別生産上昇寄与率

区分	34/1～3	4～6	7～9	10～11
最終需要財	41.7%	55.6%	56.7%	58.8%
投資財	22.5%	21.2%	24.4%	33.1%
耐久消費財	24.2%	20.1%	18.1%	16.3%
非耐久消費財	5.0%	14.3%	14.2%	9.4%
生産財	58.3%	44.4%	43.3%	41.2%

(注) 通産省資料による。

業種別生産能力の推移



(注) 通産省生産能力指数による。機械工業については34年3月分より指数改訂が行なわれているので、34年度上期の能力増加(34年3月=100)のみを示してある。

8. 商況・物価——堅調のうちにもやや落ち着き模様。

12月の商品市況は繊維、鉄鋼などの主要商品が

弱含み商状を呈したため、全般的には堅調な地合のうちにもやや落ち着き模様となった。年明け後についても、繊維が下げ止まり気配に転じたほかは、格別の変化なく12月とほぼ同様な推移を示している。

繊維は8月以降の物価の騰勢を主導してきたが、それだけに11月後半来次第にシリアン傾向を強めたのが注目された。しかしこれには、予想外の急騰から一部に高値警戒人気のでていたところへ、操短緩和、公定歩合の引上げさらには原綿、原毛の自由化問題など一連の弱材料が集中し、市場人氣が急速に冷やされたことが大きく響いている。年末には各品目にわたり小幅反発を示しその後もほぼ横ばいに推移していることからみても需給の実勢が格別大きくくずれたわけではない点には注意を要しよう。また鉄鋼については、メーカーの強気な生産態度から軽量材を中心に需給実勢の引きゆるみが目立っていたところへ、一部弱小問屋筋が年末を控え資金繰りの悪化から換金投げ売りにでたことが市況軟化の主因となった。そのほかの商品では生ゴムが海外安や輸入増から急落を演じたのを除けば、非鉄（特に銅、アルミ）、燃料（石油、石炭）、化学製品など好況の浸透とともに需要は予想外に強く、相場は引続き堅実な足どりをたどっている。

一方歳末小売市況をみると、月央ごろまでは出足はあまりふるわなかったが、年末接近とともに寒気到来も加わって尻上りの好調を示し、都内百貨店の売上げ高も月中では前年に比べ約15%の増加となった。年末の売れ行きについては、豊作や賞与支給の増加からかなり強気の見方をする向きが多かっただけに、実績は期待をやや下回った感もある。しかし比較的高級品が売れていること、都市および郡部を通じて平均して売上げが伸びていることなどは、好況の末端段階への波及を示すものであろう。

このような商品市況の動きを反映して、12月の本行卸売物価指数は総平均で-0.2%（食料品を除くと-0.1%）と月間指数としては半年ぶりの反

落となった。その主因は繊維の大幅な下落（-1.7%）にあるが、鉄鋼（-0.6%）、建築材料（-0.3%）も軟調に推移した。そのほかでは非鉄（+1.1%）、燃料（+0.5%）、化学製品（+0.6%）、雑品（+0.8%）などいずれもかなりの統騰を示した。

34年中の物価の動きを下表によってふり返ってみると、まず卸売物価は総平均で4.2%（食料品を除くと5.1%）の上昇をみた。これは神武景気といわれた31年中の上昇率（+8.6%）に比し約2分の1にあたり、また消費景気といわれた28年（+5.2%）をもやや下回るものである。昨年における景気の上昇テンポはきわめて急速であったが、その割には物価へのハネ返りが少なく、経済はおおむね順調な拡大を続けたとみてよい。これには、①供給力に総じてかなりの余裕があり、需要増大も大部分は生産増加に吸収されたこと②輸入原材料価格が比較的落ち着いていた上に、賃金上昇が労働生産性の向上によりカバーされコスト面よりの物価上昇圧力も弱かったことなどがその主因となっている。

また①小売物価は前年比はほぼ横ばい、消費者物価は+1.3%といずれも比較的平穩に推移し、国

34年中における物価指数の動き

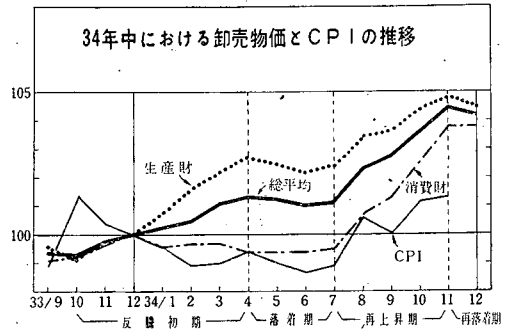
区 分	34年年間	参 考	
		33年年間	31年年間
卸 売 物 価			
総 平 均	+ 4.2%	- 5.3%	+ 8.6%
食料を除く	+ 5.1	- 6.3	+ 10.7
鉄 鋼	+ 7.1	- 14.5	+ 35.6
繊 維	+ 11.0	- 6.6	+ 2.9
生 産 財	+ 4.5	- 6.8	+ 13.0
消 費 財	+ 3.8	- 3.2	+ 3.1
C P I	+ 1.3	+ 2.9	+ 2.6
小 売 物 価	同水準	+ 0.6	+ 1.7
輸 出	+ 9.2*	- 3.2	+ 3.9
輸 入	+ 2.4*	- 10.1	+ 5.2

(注) 統計局調べ。 \*印のみ1~11月。

民生活の安定を持続することができた。②輸出物価は年間約9%の大幅な騰貴(27年以降最大の上昇率)を示し、このため輸入物価の上昇(+2.4%)にもかかわらず交易条件は前年に引続き約6%方の著しい好転をみたが、これが34年における国際収支の受超に大きく寄与したことはいうまでもない。

以上のように昨年の物価情勢は総じて基調的には上昇を示しながらも、その間交易条件は好転するなどさして波乱なく推移したが、その間には必ずしも樂觀を許さない動きもみられたことは見のがせない。すなわち右掲グラフにも明らかなように、景気回復初期における反騰段階を経て4月以降は比較的落ち着いていた卸売物価が、8月以来再び急上昇(8~11月間の上昇率は3.2%)を示したことである。8月以来の上昇には繊維ストや台風などたぶんに一時的、特殊的な要因も働いていたとみられるが、これらを契機に物価が基調的にも一段と上げ歩調を強めたことは否めない。この

間注目すべきことは、物価騰勢の範囲が生産財から消費財へと漸次広範化し、CPI、小売物価も前半の軟調に対し、後半の堅調が目立った。年明け後も、ガス料金の引上げに次いで電気、輸送費(地下鉄料金、通運料)などの値上げの動きもみられる。また輸出の好調な一面、国際比価については最近の価格上昇に伴い漸次悪化を示す商品が多くなっていることにも注意を向けねばならない。



(注) 本行および総理府調べ。33年12月を基準とする。