

か非鉄、石油、木材、紙などは総じて軟調のうちに小浮動の動きをみせている。しかし、一方セメントが依然堅調のほか、鉄鋼2次製品、銅、上質紙、化肥などは小もどしを続けており、昨秋来低迷していた薄板にもここへきて底値観が出ている。

このような動きを反映して、本行卸売物価(食料を除く)は、2月には引締め強化後はじめて前月比+0.2%と反騰した後、3月上旬には0.1%の微落を示し、小刻みな動きをみせた。一方2月の消費者物価は冬物衣料、薪炭類の下落などが響いて-0.2%と約9ヵ月ぶりに微落を示し、小売物価も燃料、食料、繊維製品を中心に-0.6%と前月来の下落を続けた。これらの動きには季節的ないし一時的な要素も多いが、卸売物価の低落がようやく波及しはじめたきざしともみられ、卸売物価の動きとともに先行きが注目される。

#### 国際収支なおさしたる改善をみず

2月の国際収支は、総合勘定で2百万ドルの赤字となった。これは、資本勘定が米国市銀借入、農産物借款などもあって47百万ドルの黒字を続けたにもかかわらず、経常勘定では49百万ドルとなおかなりの赤字をみているためである。

輸出は為替、通関あるいは信用状などの先行指標でみても漸増傾向を続けている。とくに対米輸出の伸びは大きい。綿製品などの増加はすでに一巡の気配にあり、また総じてみても米国の輸入総量に占めるシェアは増加傾向を示すまでには至っていない。東南アジア向け輸出は国により区々の動きであるが、インド、インドネシア、ビルマ向けはまだ伸び悩みの域を出ない。

一方輸入は、このところ為替、通関の面にも若干の減少傾向がみられるが、昨秋来の信用状、承認額の低下にみられるほどの減勢とはなっていない。品目別にみても、繊維原料がかなり減少しているが、反面食料、機械などはなお前年をかなり上回り、その他の原材料(鉄鋼関係、木材、原油など)はまだ高水準を続けている。なお、上記繊維原料についても、在庫減らしの一巡から、この

ところ信用状などに再び増加のきざしがみられる。

#### 銀行貸出の抑制続くも、企業金融にはさしてひっ迫感なき模様

2月の銀行券は、平均発行高でみると前年同月比+19.3%(前月+20.7%)と引き続き増勢鈍化を続けたが、その足どりはこのところいくぶん下がりしぶってきた。これは金融機関の手元圧縮や、企業における取引用現金の節約がほぼ一巡したことを反映するものといえよう。一方、財政資金は租税収入の好調を中心に大幅な揚超(1,306億円)となり、こうした情勢に対処し、本行は政府保証付債券の売戻条件付買入れ(額面700億円)を実施した。

2月の全国銀行貸出は928億円の増加となったが、増加額では前年同月を16%方下回り、貸出の抑制が続いている。一方、産業資金供給総額でみると、最近は中小企業金融機関の円滑な融資や大幅な増資資金の流入などもあって、引締め後もかなりの金額が供給されてきた(36年10~12月前年比全国銀行-15%、中小金融機関+35%、増資+119%)。こういう動きは、今後漸次小幅に向かうものとみられるが、今回の引締め後における金融情勢の一つの特徴といえよう。

企業の金繰り面からみても大勢としてはなお引締めりの状態を続けているが、ひところ懸念された3月の期末決済に対する資金手当のメドもほぼついたことなどから、目先きは一応峠をこしたとみる向きも少なくない。不渡手形の発生状況、企業倒産状況などについてみても、このところ大勢は落ち着きを続けている。

### 最近の産業資金供給と

#### 資本市場の動向について

36年中の産業資金供給状況からみた企業の外部資金調達額は、35年に引き続き大幅に拡大し、前年比+42%の4兆1,716億円(うち設備資金が前年

比+53%の2兆655億円)に達した。このうち増資と起債(事業債)の占める比重をみると、増資は22%、起債は9%と合計で全体の3割以上にのぼり、前年の構成比率(増資16%、起債5%)に比し5割方の増大を示した。この反面、民間金融機関、政府金融機関および融資特別会計を含む貸出の構成比は、69%と前年(79%)より低下した。しかもこれを時期別にみると、第1表のとおり、相当の変化がみられ、またその資金の性格にもかなりの目立った特色が認められる。

(第1表)

産業資金供給増減状況

	年 月 別	合 計	株 式	事 業 債	貸 出			
					計	民間金融機関		政府金融機関 および 融資特別会計
						小 計	うち 全 国 銀 行	
合計金額および構成比	(35 年)	(29,272)	(16.1)	(5.2)	(78.7)	(71.2)	(45.3)	(7.5)
	(36 年)	(41,716)	(22.3)	(9.2)	(68.5)	(63.0)	(36.3)	(5.5)
	1～3月	9,412	16.5	24.2	59.3	55.2	33.2	4.1
	4～6月	9,272	26.6	7.1	66.3	61.8	38.2	4.5
	(1～6月)	(18,684)	(21.5)	(15.7)	(62.8)	(58.5)	(35.7)	(4.3)
	7～9月	10,344	17.7	5.7	76.6	72.3	39.9	4.3
	10～12月	12,686	27.1	2.7	70.2	62.0	34.4	8.2
	(7～12月)	(23,030)	(22.9)	(4.0)	(73.1)	(66.7)	(36.8)	(6.4)
対前年比(前年同期比)	(36 年)	(142.5)	(196.8)	(252.4)	(124.1)	(126.1)	(114.3)	(105.1)
	1～3月	181.6	118.8	666.0	158.2	169.6	166.3	83.4
	4～6月	162.9	289.8	198.5	136.3	142.9	146.3	84.3
	(1～6月)	(171.8)	(186.1)	(435.7)	(145.9)	(154.5)	(155.2)	(83.9)
	7～9月	133.5	184.3	169.0	123.7	125.0	107.2	104.9
	10～12月	119.1	219.3	67.5	103.9	101.1	85.2	131.1
	(7～12月)	(125.2)	(205.7)	(108.6)	(112.4)	(111.5)	(94.7)	(122.0)

(注) 1. 株式は発行総額から金融、保険業の発行額を差し引いたもの。

2. 貸出の民間金融機関は全国銀行、その他(信託勘定、農林中金、商工中金、農協、信農連、信用金庫、相互銀行、生命保険、損害保険、信用組合、水産協、信漁連)の貸出残高の増減。金融機関相互の貸出、地方公共団体貸付および個人貸付を除く。

3. 政府金融機関は、開銀、輸銀、国民金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫。

4. 融資特別会計は資金運用部および余剰農産物資金融通特別会計。

すなわち、36年前半とくに1～3月期には、政府の所得増進計画、低金利政策などを背景として公社債投信の発足もあり、長期資金調達市場とくに起債市場の急膨張をもたらした。この間民間金融機関の貸出もかなりの高水準を続け、産業資金供給総額では前年を8割強上回る活況を呈した。しかしその後、国際収支の悪化を契機として金融の引締めとその強化をみるに伴い、産業資金供給

額の前年比増加率は、4～6月6割強、7～9月3割強、10～12月は2割弱と通減し、とくに36年後半は前半に比べると相当の縮小をみた。引締め強化後の金融動向をみるために36年後半における産業資金供給を資金源別にみると、貸出は前年比増加率が縮小し、起債額も大幅に下落した反面、増資はむしろ前半より増勢を示している。

まず貸出の前年比増加率をみると、金融引締めに伴い、都市銀行を主体とする全国銀行の貸出抑制(36年後半、前年比-5%)が大きく響き、総体でも前半の前年比+46%から後半には+12%へ急減している。この間相互銀行、信用金庫、信用組合などの民間専門金融機関は、中小企業向け資金の確保要請もあって比較的高水準を続け(前月号参照)、また開銀、輸銀、中小公庫、国民公庫などの政府金融機関および資金運用部などの融資特別会計の貸出は、36年前半が前年を1.5割強下回っていたのは対し、後半では2割強(7～9月+5%、10～12月+31%)の増加を示している。このように、引締め強化後は、都市銀行を中心とする銀行貸出が抑制されたのに対し、企業は民間専門機関、政府機関より資金の調達を行なったが、なお旺盛な資金需要をまかない切れず、これが資本市場を通ずる資金調達への希望となり、企業の起債、増資意欲はますます根強いものとなった。しかし起債市場は、36年前半とくに1～3月期の公社債投信の無理な起債のとがめもあって、後半には急速に狭隘化したので、企業の不足資金調達はもっぱら株式市場に向けられた。こうして増資は36年後半も盛行を続け、株式市況の低落、増資繰延べ措置を余儀なくされるに至ったが、なお前年の2倍というかなりの高水準を続けている。

以下この間における資本市場の動向について、やや詳しくながめてみよう。まず事業債のほかには政保債、地方債も含めた起債額の推移についてみると、第2表のごとく、36年の総発行額は前年より7割弱の著しい増大をみたが、その半額以上が公社債投信の強行募集の行なわれた1～3月期に集中している。起債希望は通年変わらずに大きな

ったが、公社債投信の行き過ぎに対するとがめを生じ、起債市場が実勢に復した後は再び不振となり、10～12月には月平均発行額216億円(うち事業債125億円)と36年1～3月期の2.5割(事業債では1.6割)にまで縮小した。最近では起債市場の狭隘化はさらに進み、37年2月の発行額は162億円(うち事業債95億円)と34年1月以降の最低水準に落ち込んでいる。このため36年度の当初起債希望額(6,115億円)に対する実績(2,873億円、ただしこの他に政保債の資金運用部の別わく引受計54億円がある。37年3月は予定)の達成率は48%(事業債38%)にとどまる見込みである。

(注) このように極端に低い達成率は当初希望額が年度初の公社債投信の過当設定を背景として急膨張したのに反し、実際の起債は公社債投信のとがめで急減した結果である。35年度は、これと逆に当初起債希望額が実勢に基づいて立てられたにもかかわらず、公社債投信の過剰設定による起債額急増という事情から達成率は132%(事業債144%)に及んだ。

なお最近の起債量減少のうちでも、政保債、地方債については、政府、地方公共団体の財政投融资計画の資金源確保の見地から、また事業債のうち電力債は一種の公共事業としての見方からともに優先的な配分がなされ、結局一般事業債の大幅な縮小となっている。次に、金融債(利付債、割引債計)の36年発行額は一応前年比4割の増加を示しているが、資金運用部、簡保を除く市中純増額では2,001億円と前年比195億円、9%の減少になった(うち前年比1～6月+7%、7～12月

－24%)。

この間、既発債の相対取引相場は、金融引締め  
の浸透とともにその利回りは漸次上昇を示した。  
とくに9月以降年末時には公社債投信の解約分累  
増ないし証券業者の金繰りひっ迫、買入先の吸収  
力減退などに伴い、短期資金実勢レート並みの高  
利回りを示し、一方これにつれて消化力の回復や  
利回りの再低落もみられ、これらは社債市場の一  
つの実勢レートを示す動きとして注目された。

(注) 証券取引所上場の非公募電信電話債券の利回り推移(9月ま  
では店頭売買気配)をみると、利付債で36年前半は9～11%、7  
～9月で12～13%、10～12月が14～15%と漸騰し、37年1～2  
月は一応12%程度に低下をみたものの、3月にはいってからは  
年度末控えに伴う中小証券筋の売却増を主因として再び上昇  
(3月月末13.5%)している。また、既発金融債(割引債)の相対  
取引相場の動向も、上記と同様の変化を示している模様であ  
り、最近ではかなりの高利回りのものもみられるといわれている。

次に全国証券取引所上場会社の36年中における  
有償増資額の推移(株主払込ベース)は、第2表で  
みるごとく、前年に倍する高水準を続けたが、こ  
れを時期別にみても、起債状況とは異なり36年後  
半が前半を上回る活況を呈した。これはもちろ  
ん、企業が貸出抑制によって受けた資金繰りひっ  
迫のしわを増資によりまかなおうとした結果であ  
るが、同時に金融市場の引締まりに対し株式市場  
は社債市場ほどの反応を示さないことが、これを  
可能にしたわけである。しかし最近では、さすが  
にこうした増資の競合とそれによる圧迫が株価を  
いっそう低下させる一因となった。このような増

(第2表)

### 起 債 お よ び 増 資 状 況

(単位・億円)

	事 業 債、 地 方 債、 政 保 債						金 融 債			増 資
	計	事 業 債			地方債	政保債	計	利 付	割 引	
		小 計	電 力	一 般						
(35 年)	(2,900)	(1,986)	(682)	(1,304)	(221)	(693)	(4,908)	(1,557)	(3,351)	(3,469)
(36 年)	(4,876)	(3,861)	(1,503)	(2,358)	(256)	(758)	(6,912)	(3,206)	(3,705)	(6,739)
1～ 3月	2,504	2,276	875	1,401	70	158	1,720	775	945	1,980
4～ 6月	943	667	220	447	66	210	1,544	738	806	1,124
( 1～ 6月)	(3,447)	(2,943)	(1,095)	(1,848)	(136)	(368)	(3,265)	(1,513)	(1,752)	(3,104)
7～ 9月	780	543	210	333	61	175	1,740	852	888	1,733
10～12月	648	374	198	176	58	215	1,906	841	1,065	1,900
( 7～12月)	(1,428)	( 918)	( 408)	( 510)	(120)	(390)	(3,646)	(1,693)	(1,953)	(3,634)
37年 1～ 3月	501	290	151	139	51	160	1,968	903	1,065	1,471

(注) 1. 政保債については、この他37年2、3両月に計54億円の資金運用部の別わく引受けがある。

2. 37年1～3月は3月の予定(とくに金融債は発行計画量)を含む。

資環境の悪化から、10月以降には払込に際し一部に先権株も出現し、11月からは37年1月以降の大口増資予定分について増資繰延べの調整措置をとるに至っている。すなわち、増資等調整懇談会の申合わせに沿い、37年1～3月の増資予定は1,470億円(前年実績1,980億円)となったが、当初希望はこれを約1,000億円方上回っており、同年4～6月も1,650億円(前年実績1,124億円)に圧縮される見込みながら当初はこれをさらに約300億円方上回る増資希望を示した。しかし、こうした増資調整の結果、繰延べ分に対しては増資つなぎ資金需要の台頭など、再び貸出へはね返っていることも見のがしえない点である。

以上のような産業資金供給面からみた金融市場と資本市場の推移は、36年前半においては景気の過熱を助長し、その後においては、金融引締めによる景気調整過程を一面では円滑ならしめてはいるものの、他面ではこれを阻害する方向に働いている。すなわち、中小企業金融などの貸出増加は、引締め下における無用の混乱や摩擦を回避するのに役立っていることは明らかである。しかし反面、こうした銀行以外の貸出増加や増資あるいは増資繰延べに関連した増資つなぎ資金融資が、銀行貸出の抑制に対する緩衝剤として働いていることも事実である。最近の企業金融が、銀行貸出の抑制持続にもかかわらず、ひとところに比べかなりくつろぎないし一服ぎみとなっている背景には、こうした事情も大きく影響しているものといえよう。

## 今回の景気調整下における

### 在庫投資の動向

昨36年における在庫投資の動きをみると、年初から急速なテンポで増加を続けたが、9月以降金融引締めの強化により、流通段階を中心にかなり調整が進んだ。こうした流通在庫の調整は昨年末に至りようやく生産段階に対する減産圧力となっ

て波及するかにみられたが、年明け後の生産活動は、製品在庫の急増を伴いながらもまだはつきりと減勢に向かったとはいえない情勢である。こうして景気調整は、いわばその第2段階を迎えながらも、そこで足踏みの状態を呈しているといえよう。最近行なわれた本行の主要企業短期観測(2月調査)でも、企業の先行きに対する強気態度は依然払拭されず、最終需要はなお高水準が続くとみているうえに、今後の在庫圧力も軽微なものにすぎないと楽観視しているようである。したがって同調査の結果では4～6月にかけてなお生産は根強い増加を続けるものと予想している。以下在庫投資の現状を景気調整との関連でながめ、在庫調整がどの程度進んでいるか、またなにゆえに生産の減少を誘わないかについてみることにする。

前回の神武景気当時と今回とを比較して、在庫投資の動きをみると、今回の引締め当初には、引締め時までの在庫投資が低いので、その調整もそれほど景気には影響しないものと一般にみられていた。つまり前回の32年には、引締め以前に思惑による大きな在庫投資が行なわれていたもので、引締めとともにこれが急激に減退して景気後退の主因となったのに対し、今回は、前回のような思惑投資もなく、在庫率水準も比較的低位にあったことなどから、在庫調整の余地はかなり小さいであろうとの見方が支配的であった。しかしその後明らかとなった諸指標から推計すれば、36年前半において在庫投資は予想外に急速なテンポで増大しており、前回同様設備投資とともに需要増大要因の主軸となっていたとみられる。このため引締め強化以来その圧力が在庫の面に相当程度加わったとみられるが、当局試算による総在庫でみると、次のグラフでも明らかとなっており、引締め強化後における総在庫投資は前回と異なりそれほど減少していないようである(前回、32年7～9月2,007億円、10～12月1,577億円。今回36年7～9月2,532億円、10～12月2,400億円)。

もっとも総在庫のうちで流通段階の在庫は急速に減少している反面、製品在庫が大幅に増加して