

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

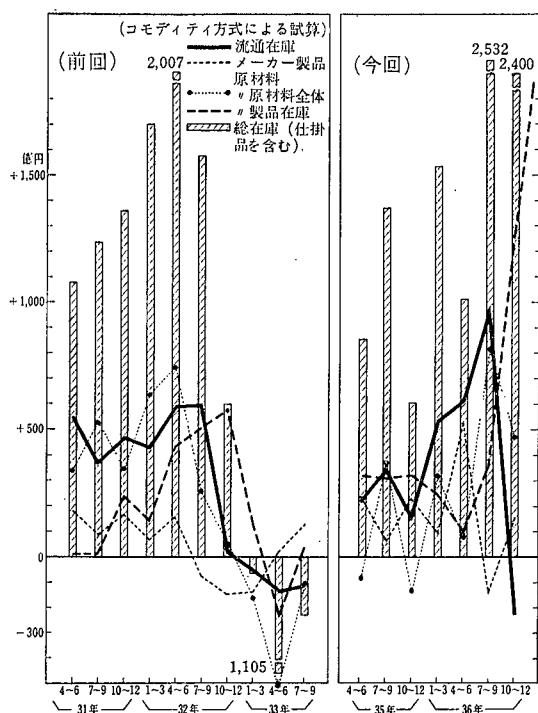
昨36年における在庫投資の動きをみると、年初から急速なテンポで増加を続けたが、9月以降金融引締めの強化により、流通段階を中心にかなり調整が進んだ。こうした流通在庫の調整は昨年末に至りようやく生産段階に対する減産圧力となっ

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なおり、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

## 在庫投資の推移



(注) 季節調整済み。通産省調べにより試算。ただし流通在庫は商業動態統計上による卸商在庫、仕掛品は大蔵省法人企業統計季報(7～9月、10～12月は速報ないし短期概測により推計)による。

いることはグラフに示されるとおりであり、それぞれの在庫についてなお詳細に検討する必要がある。

まず中間段階の在庫についてみると問屋、末端実需メーカー筋のいわゆる中間在庫の調整は前回同様の進展をみている。①とりわけ商社段階では自由化に備える意味合いもあって年初から取引量の拡大をはかり、在庫を急速にふやしていた関係から、前回の引締め直後に比べても、むしろこれをしのぐ激しいテンポで調整が進んだ。②また実需メーカー筋の原材料買控えも顕著にみられ、メーカー原材料在庫は、4～6月、7～9月と急増のあと、10～12月には圧縮に転じた。このような動きを、メーカーの側からみると生産財の製品在庫の増加となることはいうまでもない。生産財は10月以降出荷が伸び悩み、生産財メーカーの製品在庫は急増するに至り、生産財物価の反落をもたらした。

(注) 生産財出荷、在庫の動き(通産省指数の対前期比)

	36年1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
出荷	+ 6.6%	+ 4.0%	+ 3.3%	+ 1.5%
在庫	+ 2.7	- 0.5	+ 5.6	+ 17.7

本行卸売物価のうち、生産財の騰落率

36年7～9月	+1.8%	10月	-0.8%	11月	-0.9%
12月	-0.8%	37年1月	-0.8%		

こうした動きを販売業者在庫をとって、さらに詳しくみてみよう。販売業者在庫は、引締め後かなり激しい減少となった。その限りでは引締め後の調整が前回より強いように見えるが、前回は輸入素原材料の思惑買付け分が、引締め後に多量に入着し、これが主として販売業者段階における滞貨となった事情もある。こうした点を除けば、販売業者在庫の調整幅や進展度合はほぼ前回と同程度といえよう。主要商品別にながめてみても、多くの商品では、次表のとおり、中間段階における在庫調整がかなり進められたことは明らかである。もっとも、鉄鋼製品や、在庫統計に現われない機械などのように強気の生産が続いている一部のものには、引締め後もなお流通在庫の増勢がみられるが、これにはメーカー・問屋間の力関係によるメーカー在庫のシフトや、消費構造の変化(耐久消費財の消費増)などによる面が大きく、流通部門への引締め圧力のみをもってしては、必ずしもその減少を期待できぬ事情があることは見のがせない。

## 販売業者在庫指数の推移

(今回)		(前回)	
35年		31年	
9月	192.5	5月	111.1
12月	186.8	9月	122.8
36年		11月	124.6
3月	225.9	32年	
6月	239.1	3月	141.9
9月(ピーク)	257.0	5月	143.5
10月	250.6	6月(中間)	150.4
11月	244.9	7月	148.0
12月	241.2	8月	147.6
		9月	149.5
		11月(中間ボトム)	143.3
		12月	146.4
		33年	
		1月(ピーク)	151.4
		3月(ボトム)	140.6

(注) 通産省調べ、季節調整済み。

## 綿布在庫の増減対比

(単位・百梱)

		販 売 者	実 需 メーカ	メーカ ー製品	総 計
前 回 (32/5月基準)	引締め前4か月	308	206	93	608
	後4か月	-129	212	123	205
今 回 (35/9月基準)	引締め前4か月	-105	- 25	147	17
	後4か月	-227	-135	92	-269

(注) 通産省、繊維統計月報より。

## 機械メーカーの普通鋼鋼材在庫の推移

(単位・千トン)

	(32/1~3月)	(4~6月)	(7~9月)	(10~12月)	(33/1~3月)
前回	± 0	53	6	△ 3	△ 28
今回	(35/4~6月) 49	(7~9月) 38	(10~12月) - 9		

(注) 通産省、機械統計月報より。

## 洋紙などの流通在庫推移

	35年10 ~12月	36年1 ~3月	4~ 6月	7~ 9月	10~ 12月
洋 紙(ト ン)	4,800	4,114	14,230	1,467	-8,950
揮発油(百KL)	960	- 164	418	- 874	58
電気銅(ト ン)	- 182	1,118	- 631	1,347	- 432

(注) 通産省、流通統計月報より。

## 普通鋼鋼材の生産と在庫増減高の対比

(単位・千トン)

	生産増減 (A)	問屋在庫 増 減 (B)	メーカ ー製品 在庫 増減 (C)	B+C A (%)
36年1~3月	121	56	- 49	5.8
4~6月	529	27	115	26.8
7~9月	145	12	6	12.4
10~12月	482	63	235	61.8
32年1~3月	204	69	24	45.6
4~6月	80	- 15	44	36.2
7~9月	- 81	- 5	42	
10~12月	-284	4	3	

(注) 通産省、鉄鋼統計月報より。

こうした流通在庫の減少のほか、メーカーの原材料在庫も調整が進んだことはグラフにも明らかなどおりであるが、それにもかかわらず36年10~12月における総在庫の調整が小幅に止まっていることは、生産者の製品および仕掛品在庫の急増による。生産者製品在庫については前号に述べたとおりであり、引締め後一段と上昇し、その幅は前

回を上回っている。

こうした製品在庫の増加が生産の引き続き増加と上述した流通段階の在庫調整との両面による結果であることはいうまでもないが、ここで注目を要するのは最近における出荷の動向であろう。前回は引締め後直ちに出荷は減少に転じ、生産に対してメーカー製品在庫の増加が強い圧迫となり、比較的スムーズに生産は減少に転じ、またそれが流通在庫の再調整を呼び、在庫と生産の傾向的、循環的な調整を進めていった。これに対して今回は引締め強化後も、出荷は生産増加の割には低い状態で伸び悩んでいるとはいえ、ともかくもなお増加を続けている。

## 鉄工業出荷指数の足どり

(前 回)	(今 回)
32年5月 141.2(ピーク)	36年9月 248.5
6月 139.0	10月 252.0
7月 139.0	11月 257.0
8月 136.8	12月 251.5
9月 139.3	37年1月 257.3
10月 136.1	
12月 133.0	

(注) 通産省調べ、季節調整済み。

このような出荷の増加は、流通段階の在庫調整が前述のようになりに進んだとはいえ、統計に現われぬ機械などにはなお在庫増がみられ、また総在庫中に占める流通在庫のウェイトが前回より低いこと(引締め時のウェイト、前回32.4%、今回30.9%)など、出荷に対する減少要因としての力が少ないことのほか、今回は設備投資、個人消費などの最終需要が前回より根強いとみられる。したがって、出荷の増加がメーカーの強気をささえる一因となり、生産の増加によるメーカー製品在庫のいっそうの増加を招いていることも事実である。このように同じく製品在庫の増加といっても、前回のような出荷減退によるいわば受身のそれと、今回のような生産増加のうちに出荷も減少はしていない情勢下のいわば積極的なそれとでは、生産抑制圧力としての働きは相当の違いがあるといえよう。

今回の流通段階の在庫調整は、前述のようにいわば景気調整の第1段階を推進するには十分な役割りを果たしたが、前回との環境の相違や上述の諸条件の違いからそのまま自動的に第2段階への進展をひき起こす力とはなりがたい面が大きい。

なおメーカー製品在庫の増加が減産圧力となりがたい背景としては、このような事情や、前号において指摘した点のほか、次のような諸事情も合わせて指摘しなければなるまい。①技術革新、消費構造の高度化などを映じて、製品・商品の多様化がみられ、勢い保有在庫も多くならざるをえないこと、②銀行貸出の抑制にもかかわらず前項に述べたとおり、銀行以外の金融機関貸出、増資ないしこれに関連した増資つなぎ資金などによる資金供給が続けられているため、在庫持ちこたえに要する資金の供給が直接間接ある程度は行なわれていること、③企業の財務構成上からみても、たな卸資産の構成比率は在庫管理技術の向上とか、設備投資系列化投融資などを優先させる経営方針などにより、長期的すう勢的に低下を示してきているので、企業財務の上でも在庫の過大感が前回ほど強く働きがたいことなどがこれである。

このように、景気調整の進展過程において在庫投資の圧力を減殺する数多くの要因をあげうるが、これらの個別的要素は企業の経済見通しないし経営態度の強気観、これに伴うシェア拡大競争など大局的、一般的な諸要因とも互いに連関し合っていることはいうまでもない。こうした現状にかんがみ、関係方面でもさすがに生産の根強さを認識する動きも散見され、先行き生産過剰を警戒する考え方もみられはじめた。最終需要がなおかなりの根強さを保っている現状では、当面生産過剰の問題を大きく取り上げることとはできないが、需要の実勢をこえた生産の行き過ぎが長く続くようでは反動要因が強まっていくことにも十分注意する必要がある。しかし、この反動は、円滑な早めの在庫調整とは全く異質のものというべきである。

## 金融動向

### ◇金融市場は引締まりぎみ

2月の金融市場は、財政資金が引き続き大幅揚超(1,306億円)を示したうえ、銀行券も2月としてはかなりの増発(75億円)をみたため、月初における本行の市中手持政保債の買入れ(683億円)にもかかわらず、引締まりぎみに推移し、月央以降かなりの準備預金取りくずしをみたうえ、本行貸出も月中594億円の増加となった。

### 資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

		37年2月	1月	36年12月
本 行 勘 定	銀 行 券	75 ( 217)	△ 2,156 ( 708)	2,835 ( 2,450)
	財 政	△ 1,306 (△ 575)	△ 2,365 ( △ 845)	1,481 ( 1,292)
	本 行 貸 出	594 ( 832)	△ 258 ( 1,178)	1,747 ( 854)
	本行保有手形売買	0 ( 0)	0 ( 1)	45 ( 38)
	債 券 売 買	683 ( 0)	0 ( 0)	0 ( 0)
全 国	貸出および有価証券	426 ( 1,432)	490 ( 708)	2,805 ( 3,131)
	預金および債券発行	△ 58 ( 1,384)	△ 1,774 (△ 845)	2,660 ( 3,193)
	そ の 他	△ 423 (△ 237)	1,035 ( 1,178)	△ 774 (△ 552)
銀 行 勘 定	ポ ジ シ ョ ン	△ 907 (△ 285)	△ 1,229 (△ 375)	△ 919 (△ 490)
	本 行 借 入	528 ( 820)	△ 370 (△ 381)	1,671 ( 847)
	市場資金純受入れ	186 (△ 504)	1,091 ( 615)	△ 580 (△ 597)
	手 元 現 金	△ 37 (△ 15)	△ 15 (△ 138)	6 ( 163)
	準備預金制度預け金	△ 156 ( 46)	△ 493 ( 3)	166 (△ 403)

(注) 1. △印……本行勘定の「銀行券」は還収超、「財政」は揚超、「本行保有手形売買」および「債券売買」は売却、全国銀行勘定の「その他」は負債勘定の減少、ポジションは悪化を示す。

2. 37年2月の全国銀行勘定は暫定計数。

3. 市場資金純受入れ=(マネー)+(本行以外からの借入)-(ローン)。