

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资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 銀 行 勘 定	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)
	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)
定	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」は逓収超、「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)。

2月の銀行券は、旧正月資金の回帰もあって月央まで順調な還収を示したが、下旬には決済関係現金需要の増大をみたため、75億円の発行超となった。銀行券の増勢を前年比でみると、月末残高、月中平均残高とも引き続いて低下しているが、2月に銀行券が発行超過となったのは最近では34年(35億円)、36年(217億円)に次いで、3度めのことでもあり、また季節調整後の平均残高でも昨年10月、11月(ともに22億円増)に比べ12月以降かなりの増加(12月125億円、1月215億円、2月121億円各増)をみていることはやや注目されるところであろう。これには、昨秋においては引締め強化に伴うインパクトにより現金取引から手形取引への移行や銀行および企業の手元現金の圧縮がすすんだが、その後これらの要因が一巡したことが大きく響いているようである。

銀行券関連指標の動き

	前年同月比		季節調整済み		賃金所得 (前年比)	百貨店売上高 (東京前年比)
	月末発行高	平均発行高	(平均発行高)	前月比		
36年	%	%	億円	億円	%	%
4～6月	+23.8	+22.9	10,314	+604	+19.0	+22.9
7～9月	+26.0	+25.4	10,988	+674	+24.5	+21.2
10～12月	+21.1	+21.8	11,169	+181	+23.8	+18.3
10月	+22.6	+23.0	11,113	+22	+22.0	+19.6
11月	+21.0	+21.3	11,135	+22	+22.5	+20.9
12月	+19.9	+21.1	11,260	+125	+24.8	+16.4
37年 1月	+20.5	+20.7	11,475	+215		+17.7
2月	+18.7	+19.3	11,596	+121		+14.7

(注) 賃金所得は賃金×雇用。
百貨店売上高は日本百貨店協会調べ。

一方、2月の財政収支は、総収支尻としては1,306億円の大受超(前年同月受超575億円)となった。これは、運用部の市中保有金融債買入れ(150億円)などがあったものの、租税収入の増加、郵便局、国鉄の受超増、交付金の一部翌月繰越しなどのほか食管会計の揚超も重なったためである。

月中の主要な動きについてみると、まず税収は月中1,326億円と前年比228億円、20.8%の増加をみた。これは法人税、酒税その他消費税の好伸に

よるものである。なかでも法人税は、即納率の低下にもかかわらず前年比100億円、+27.8%の根強い増勢を続けている。一方、外為会計の受超は前月に続き74億円(前年払超212億円)と小幅に止まった。これには大阪府・市マルク債(1億マルク、約25百万ドル)など長期外資の流入をみたことも響いている。

財 政 収 支

(単位・億円)

	36年 12月	37年 1月	2月	36年 2月	35年 2月
(A)純一般財政	1,595	△1,887	△837	△471	△544
うち租税	(△2,283)	(△1,642)	(△1,326)	(△1,098)	(△894)
(B)食 管	76	△400	△395	△316	△201
(C)一般財政 (A+B)	1,671	△2,287	△1,232	△787	△745
(D)外 為	△191	△78	△74	212	△32
総財政(C+D)	1,481	△2,365	△1,306	△575	△777

(注) △印は揚超。

この間、コール市場は、月初本行の市中保有政保債買入れもあり、また月央までは銀行券の順調な還流と運用部の市中保有債買入れもあって比較的平穏な推移のうちに地銀、信金筋の放資が増加し、引きゆるみの傾向を示したが、月末には出手筋がいつせい回収に向かったため繁忙に転じ、レートも強保合に推移した。

◇市中金融大勢としては引締め基調を持続

全国銀行の貸出抑制は続いているが、預金がない不振であったため、資金ポジションは引き続き月中907億円の悪化をみた。この間マネー取入れの増加や、3月初めにおける政保債買入れを見越した支払準備の取りくずしもあったが、本行からの借入は、なお528億円の増加(前年同月819億円増)となった。

2月の全国銀行貸出増加額は928億円と前年同月(1,098億円)を16%方下回り、大勢としてはこれまでとほぼ同様の抑制基調が続いている。業態別にみると、地方銀行は前年をやや下回る程度の

増加にとどまっているが、都市銀行、長期信用銀行は前月に引き続きかなり前年水準を下回っている。

全国銀行貸出増加額の前年比較

	36年7 ～9月	10～ 12月	10月	11月	12月	37年 1月	2月
	%	%	%	%	%	%	%
全国銀行	+ 6.5	-15.0	-38.8	-11.8	-10.2	-49.0	-15.5
うち 都市銀行	+ 2.1	-25.5	-57.7	-19.2	-15.6	-5.2	-16.1
地方銀行	+26.0	+ 2.7	-21.1	+ 2.0	-17.5	—	- 4.8
長期 信用銀行	-12.8	-27.0	-30.4	-26.0	- 7.6	-25.9	-24.1
					-25.4		

全国銀行主要勘定増減

(単位・億円)

	37年				36年
	2月	都銀	地銀	長銀	1月
実勢預金	- 192 (1,193)	- 25 (845)	- 181 (39)	15 (176)	-1,895 (-1,107)
債券発行高	134 (190)	- 0 (- 0)	— (—)	134 (191)	121 (261)
借入金	389 (594)	317 (613)	91 (2)	- 12 (- 18)	- 137 (- 219)
うち 本行借入	528 (819)	494 (833)	45 (5)	- 5 (- 18)	- 370 (- 381)
マネー	- 126 (- 476)	- 210 (- 595)	48 (125)	- 2 (- 4)	719 (411)
貸出	928 (1,098)	494 (589)	279 (293)	129 (170)	228 (447)
有価証券	- 502 (333)	- 359 (208)	- 103 (87)	- 3 (24)	261 (260)
ローン	- 80 (- 197)	- 0 (- 59)	- 117 (- 186)	- 14 (- 32)	140 (- 42)
					2,555 (3,055)
					105 (138)
					1,444 (581)
					1,671 (847)
					- 728 (- 493)
					2,520 (2,807)
					285 (323)
					- 375 (- 162)

(注) カッコ内は前年同月。
37年2月は暫定計数。

貸出内容を見ると、大メーカーの運転資金が目立って増加している。繊維、紙・パなどの一部に在庫増加に伴う資金もあるが、鉄鋼、電機メーカーの増資繰延べに対するつなぎ資金および大手各社の生産増加に伴う所要運転資金が主である。また貿易関係資金では輸出資金が漸増傾向を続けている一方、輸入はね資金は増資つなぎ資金などの融資を受けた鉄鋼の返済が進んでいることを主因に若干ながら減少をみせた。一方設備資金は機械、電力、鉄鋼などを中心になお底堅い動きを示

しているが、ひとところに比べれば、大勢としては落ち着きをみせている。

一方企業の資金需要は相変わらず高水準を続けている。この間企業金融のひっ迫度は、業種別にあるいは企業別に区々の動きを示しており、引締めに対する順応の進んだものや、前述の産業資金供給状況でもわかるように専門金融機関の貸出増加にささえられた中小企業、あるいは増資に潤った若干の大メーカーなどは比較的くつろぎをみせているようである。反面借入要請を押えられ従来から押せ押せに繰り延べられているものは、需要度は質的にも強まっており、支払繰延べをさらに進め、あるいは小口支払にあたっては手形に切り替えるなどの工作に腐心している向きもある。こうした情勢のうちに企業の預金取りくずしは続いており、全国金融機関要求払預金の動きも12月、1月とならしてみれば大勢は増勢鈍化の傾向にある。しかし企業金融の総体的な動きとしては、前述した金繰り一服ないしややくつろぎ感のあるものがふえている模様であり、ひとところほどの金融ひっ迫感はかなり薄れているのが現状であろう。目先き3月の期末決済に対しても、手元現金の切詰め、増資つなぎ資金借入、あるいは各種専門金

預金通貨関連指標の動き

	預金通貨残高		流通高指標 (全国・前年比)		通貨回転率	
	増減額 (前年 同期)	前年比	手形 交換高	為替 交換高	手形 交換高	商品 取引高
36年 4～6月	1,394(325)	+29.2	+29.8	+24.1	2.07	1.09
7～9月	297(980)	+25.7	+31.6	+25.9	2.23	1.17
10～12月	2,739(4,256)	+19.2	+25.7	+19.9	2.34	1.14
9月	1,316(1,402)	+25.3	+30.8	+25.1	2.28	1.16
10月	- 986(40)	+21.5	+31.5	+27.5	2.36	1.17
11月	926(1,207)	+19.5	+27.0	+19.6	2.19	1.14
12月	2,799(3,009)	+17.0	+20.2	+14.4	2.48	1.13
37年1月	-2,200(-1,171)	+14.2	+35.6	+26.3	2.31	* 1.10
36年12月 37年1月 通計	599(1,838)	+15.6	+27.0	+19.2	2.39	* 1.11

(注) 1. 預金通貨残高は全国金融機関要求払預金残高。
2. 通貨回転率は全国手形交換高および商品取引高それぞれの預金通貨残高に対する比率。商品取引高は鉱工業生産者出荷指数×卸売物価と商業動態統計による卸売販売額指数とにそれぞれ基準時の金額を乗じ合成したもの。
*印はおおまかな推計。

融機関への依存などにより、たいした波乱もなく、これを取り切ることができる見込みのようである。

不渡手形(東京)発生状況

(単位・%)

	前 年 比		発 生 率	
	枚 数	金 額	枚 数	金 額
36年 4～6月	- 16.3	- 9.2	0.71 (0.94)	0.15 (0.23)
7～9月	- 9.8	+ 5.2	0.73 (0.89)	0.15 (0.20)
10～12月	+ 12.1	+ 37.2	0.79 (0.74)	0.20 (0.17)
10月	+ 10.6	+ 48.5	0.89 (1.02)	0.20 (0.18)
11月	+ 15.3	+ 48.4	0.90 (0.84)	0.23 (0.19)
12月	+ 10.4	+ 34.9	0.63 (0.57)	0.17 (0.14)
37年 1月	+ 42.1	+ 73.1	0.81 (0.70)	0.16 (0.12)
2月	+ 21.3	+ 59.1	0.79 (0.70)	0.19 (0.13)
36年 12月 37年 1月 通 計	+ 24.0	+ 50.4	0.70 (0.62)	0.16 (0.13)

(注) 発生率は不渡手形届出(東京)の手形交換(東京)に対する比率。
カッコ内は前年。

◇株価は小反落、起債市場は引き続き縮小

2月の株式市況は、月央までは国際収支の早期回復期待感を主体に仕手株中心の人気相場が続き、14日の旧ダウ修正平均株価(1,589)は、昨年12月19日のボトム比26%高を示した。証券金融会社の8銘柄についての信用取引増し担保徴収実施(2月8日)、いわゆる証券向け買いオペ見送り決定などもこの間の市況にはさして響かなかった。しかしその後は、証券金融会社の融資貸株差引残

株 式 市 況

(東京市場第1部)

	ダウ平均株価		予想平均 利 回 り		株 式 出来高	日証金 残 高
	旧株価	新株価	東証 225種 %	有配 209種 %		
37年					百万株	億円
2月 1日	1,518.04	285.39	3.71	3.79	239	349
9日	1,578.52	296.75	3.60	3.68	213	353
14日	1,589.76	298.85	3.58	3.66	206	365
21日	1,525.26	286.73	3.73	3.82	90	370
27日	1,480.28	278.27	3.91	4.00	80	358
3月 1日	1,479.83	278.19	3.95	4.05	69	360
7日	1,505.12	282.94	3.89	3.98	89	378
14日	1,454.60	273.44	3.99	4.09	77	386

高の増大、信用取組関係の悪化、年度末を控えた証券業者の金繰りひっ迫など証券界の内部要因を中心とし、これに3月決算における一部化繊株の無配転落、石油株の減配など業績悪化の嫌気もある程度加わって、整理商状に転じ、26日には約1か月ぶりに旧ダウ1,500の台割れをみせた。3月にはいったのちも小反落を続けているが、3月14日の旧ダウ(1,454)の水準は、昨年12月19日のボトムに比べれば、なお16%高となっている。

なお、日証金ははじめ3金融会社では、差引融資残高の増加に対処して、貸借取引の会員別増し担保徴収基準を改訂し、3月12日取引分から担保を10%増徴することとした。

2月中の増資額は、従来の大口増資の繰延べ措置により、前月に引き続き、当初希望額(約900億円)が大幅に調整された結果、572億円(前月573億円、前年同月538億円)に落ち着いた。

増 資 状 況

(カッコ内は前年同月)

	市場第1部 上 場 会 社		市場第2部 上 場 会 社		合 計	
	社	億円	社	億円	社	億円
35年						
4～6月	68	462	21	25	89	487
7～9月	73	929	34	62	107	992
10～12月	61	611	31	44	92	655
36年1～3月	85	1,897	37	84	122	1,981
4～6月	91	1,028	44	96	135	1,124
7～9月	122	1,562	65	172	187	1,734
10～12月	120	1,751	63	150	183	1,901
12月	23(12)	358(174)	15 (9)	28 (11)	38 (21)	386(185)
37年 1月	34(25)	550(549)	18 (8)	23 (12)	52 (33)	573(561)
2月	28(21)	537(528)	16 (6)	35 (10)	44 (27)	572(538)

(注) 市場第2部上場会社は36年9月まで非上場会社。

次に公社債、事業債の起債状況をみてみよう。政保債については運用部引受け(表面公募形式)により別わくとして2、3両月に54億円(うち2月30億円)を追加発行することとなったものの、通常起債分は銀行側の圧縮要望もあり前月比10億円の減少となった。また事業債も前月比3億円の減少(うち一般事業債2億円減)となって、別わくを除く通常起債総額は162億円と前月(175億円)よりさらに縮小した。この間金融債は、発行額633億円

(前月比5億円増)、運用部、簡保を除いた市中純増額142億円(前月比1.4億円増)と、ともに前月より微増を示した。これは割引債の消化が農林債を中心に引き続き減少の反面、利付債の消化が本行の政保債買入れなどに伴い銀行筋でやや増加した結果である。

起 債 状 況
(単位・億円)

	37年 2月	1月	(前月比)	37年 3月 見込み	36年 3月
事業債	95.0	98.0	- 3.0	97.0	853.3
{ 一般	45.0	47.0	- 2.0	47.0	578.3
電力	50.0	51.0	- 1.0	50.0	275.0
地方債	17.0	17.0	0	17.0	25.0
政保債	50.0 (80.0)	60.0	- 10.0	50.0 (74.0)	47.0
計	162.0 (192.0)	175.0	- 13.0	164.0 (188.0)	925.3
金融債	633.2	628.2	5.0	708	598.4
{ 利付	296.9	287.6	9.3	319	269.5
割引	336.3	340.6	- 4.3	389	328.9

(注) カッコ内は資金運用部の別なく引受けに伴う追加発行分を含む計数。

なお、本年初来強調に転じた証券取引所上場の加入者引受け電信電話債券の利回り推移は、2月中は中小証券筋の金繰り緩和による売り控え態度から昨年末(15%)に比べかなりの低水準(12%)を示した。しかし、3月にはいつてからは年度末控えに伴う証券筋の売り増大を主因として、再び上昇傾向をみせている(3月14日現在 13.5%)。

実体経済の動向

◇生産一高一低ながら増勢やや鈍化模様、製品在庫はさらに増加

1月の鉱工業生産(季節調整済み。以下同じ)は12月-0.9%のあとをうけ+3.8%と再びかなりの増加を示した。もっとも、ここ3年来、1月の生産は前月比では大幅の増加を示すのが通例であることから考えると伸び率の実勢はいま少し低めと

みられる。前年同月比の増加率で、これをみると1月も+19.5%(36年10月+24.1%、11月+21.5%、12月+20.9%)と引き続き低下している。このように最近の生産動向は、なお高水準のうちにもさすがに若干は増勢鈍化の傾向にあるものと思われる。業種別にみると、一般機械、化学、窯業、石油などはなお根強い増勢を示しているが、繊維、紙・パルプなどの減勢が続いているほか、これまで増勢の著しかった鉄鋼、非鉄、輸送機械、ゴムなどもこのところ減少ないし増勢頭打ち気配を示しはじめている。

一方、1月の鉱工業出荷は前月比+2.3%の増加を示したが、その伸び率は生産の増加率には及ばなかった。前年比の増加率でみても、+12.1%(36年月10月+16.5%、11月+12.9%、12月+13.0%)と増勢の鈍化がうかがわれる。窯業、石油などの業種ではなお出荷は増加をみているが、非鉄、繊維、紙・パルプなどは停滞が一段と顕著になっており、また久しく好調を続けてきた機械が、電気器具、乗用車の売れ行き減少を主因に、伸び悩みを示している。

このような生産、出荷の動きを映じて、メーカーの製品在庫は1月も前月比+4.5%(前年同月比+30.9%)の増加となった。在庫率指数も103.8に達し、引締め強化後の増勢テンポは前回は上回っている(製品在庫率指数32年5~9月+16.5%、36年9~37年1月+17.8%)。建設資材が、セメントの好調を映じて製品在庫の減少を示しているほかは軒並み増加を続けている。なかでも耐久消費財は出荷の停滞にもかかわらず、強気の生産が続いているため、在庫の急増をみている。業種別にみて在庫水準が著しく高いものは、皮革(前年同月比+78.0%、以下同じ)、電気機械(+63.3%)、一般機械(+60.6%)、紙(+44.2%)、鉄鋼(+40.2%)、繊維(+37.8%)などである。一方、1月の製造工業の製品原材料在庫は、前月比-2.1%と減少を示しその在庫率指数も前月の121.4から再び115.8に低下した。また、12月の販売業者在庫は、前月比-1.5%と引締め強化以後一貫して減少傾向を続