

変化がうかがわれる。一部機械部門の生産減少や中小土建筋の工事量減少などを映じ、実需減少による出荷の減退を主因とした在庫増の動きがみられはじめたことがそれである。このような動きがもし広がっていけば、そこから実需の累積的な下降と新しい調整が出てくる可能性は十分あるといえる。そのテンポと幅いかによっては、製品在庫の動向に及ぼす影響もかなりのものとなることも考えられよう。そこで次に、資本財の生産、在庫状況をみてみよう。

資本財(注)の在庫水準は、今回も前回同様かなり上昇しており、総在庫の増加に対する寄与率でみてもほぼ前回と同程度になっているが、生産財や耐久消費財の寄与率に比べればはるかに低い(第3図)。その背後にある生産、出荷の動きをみると、第4図に明らかなお前回回は引締め強化後生産、出荷は急速に減少したが、今回は企業の旺盛な設備投資意欲を映じ生産、出荷とも一高一低のうちになお増勢を改めておらず、在庫も生産財以上に強気の在庫という色彩が濃い。しかも、本年にはいってからは堅調な出荷にささえられて、在庫はむしろやや減少ぎみにすらなっている。今後については、設備投資の漸減からこれまでのような生産、出荷の増勢が続くとはみられないが、一方では機械メーカーがなお高水準の受注残(経済企画庁調べによる4月の船舶を除く受注残は、販売額に対して11.2ヵ月分)をもっていることからみて、当面大幅な減産に転ずるとも考えられない。製品在庫も、資本財の多くが注文生産である事情から、急増するとはみられない。

(注) 資本財在庫の動きには、最近ウェイトの増している自動車の影響が考えられるが、輸送用機械(その過半は自動車)を除いても大勢は変わらない。

このような事情から、資本財関連生産財の出荷も、当面急減する可能性は少ないとみてよいであろう。したがって、さきに述べた一部の生産財部門における変動も、若干の生産縮小によって比較的容易に解消し、一時的には需給が均衡する可能性もあるものと思われる。しかし、このような高水準な需要に見合った均衡は、国際収支の観点

だけからみても長続きするとは思われない。最近の国際収支改善は、生産水準の先行き低下を織り込んだ輸入の圧縮や、国内での需給不均衡に基づく輸出圧力の増加によるところが大きいからである。国際収支改善のためには、おそらく早晩より低い水準での均衡が要請されることになるだろう。しかし、そのような過程を経るか否かにかかわらず、先行きいずれは設備投資が目立って減るとすれば、資本財、生産財を通じて、これまでの製品在庫に加えて出荷減退による製品在庫の上乗せが生じ、量的な面からも、在庫性格の変化という質的な面からも企業に対する在庫圧力が急激に強まる恐れが大きい。企業としては今後の景気調整進展に備え、すみやかに生産の削減によって在庫の荷を軽くしておくことが必要であろう。

最近の企業収益動向

景気調整の影響は、このところ企業収益面にもしだいに現われはじめてきたようである。もちろん、機械業界や消費関連業界などはなおかなり業績の好調が続いているため、総じてみれば業績の低下はまだ緩慢である。しかし個々にみれば、す

前回ボトム時以降の決算状況

(東証第1部上場会社、金融を除く)

	前期比率		売上高 利益率	払込 資本金 利益率	配当性向 (配当金 利益)
	増	減			
	売上高	純利益			
32年9月期	%	%	%	%	%
33〃3〃	-7.9	-16.5	3.20	28.3	40.4
9〃	-2.2	-8.7	3.00	23.6	46.0
34〃3〃	6.1	20.7	3.55	25.6	42.1
9〃	15.6	19.5	3.64	29.6	35.9
35〃3〃	17.6	21.4	3.69	32.9	32.2
9〃	10.8	14.9	3.86	32.9	33.0
36〃3〃	12.2	13.0	3.85	32.8	33.5
9〃	12.1	6.7	3.67	30.1	37.1
37〃3〃	6.9	8.9	3.73	28.1	40.0

(注) 日経紙、各証券会社の調査による。若干区々なためは中間平均値を採用。

でに実体悪を露呈しはじめて
いる業種もかなり多い。

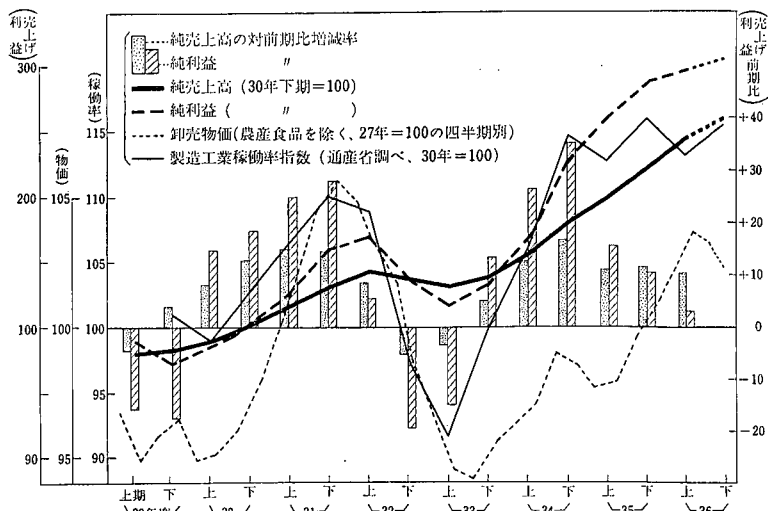
以下、3月期決算の分析を
中心に企業の収益面に現われ
た幾つかの動きをながめてみ
よう。

(1) 前表にみられるよう
に、3月期決算における売上
高の前期比伸び率は、すでに
前期までの伸び幅に比べてほ
ぼ半減しているが、純益の伸
び率はむしろ若干好転してお
り、景気調整にはいって最近
の決算としては前回調整時
(32年9月期)におけるそれよ

りも好調であった。しかし、こうした純益の伸び
のうちには、目先き増資を控えて(配当率は前期
の11.1%から11.3%へ上昇)内部留保をかなり吐き
出して好決算の粉飾を行なったものが多かったよ
うであり、償却、引当金などの増減を勘案した実
質純益は、5%台の伸びと売上げ同様前期(実質
純益の伸び率は9%近い)を大幅に下回ったもの
とみられている。こうした事情は、その後発表を
みつつある4、5月の決算についてもいっそう強
まっている。たとえば綿紡10社の5月期決算案に
よると、総売上高はかろうじて昨年10月期並みの
水準を維持しているものの、純益金は前期比36%
の大幅減少が見込まれている。しかも大半の企業
が、内部留保吐き出しや手持ち有価証券、不動産
などの売却で計上益を粉飾しており、実質収益は
前期比60~70%の大幅減少(3社はスフなどの赤
字も加わって実質赤)となっている模様である。

ここで、今回と前回との景気調整下において同
時期にあたる36年度下期と32年度上期との決算状
況を比較し、それぞれの特色を指摘してみよう。
次図にみられるとおり、前回は、32年度上期に急
速な低下をみるまで売上げ、純益とも前期比一貫
して伸び続けた。しかし今回は、33年度下期以降
34年度下期までの動きは前回同様急速に伸びた

売上げ・収益と物価などの足どり (全産業)



(注) 本行主要企業経営分析から。36年度下期は決算状況から推計。

が、上昇期の後半、つまり35年度上期以降は伸び
率鈍化が目立っており、景気上昇期といっても前
半と後半とではかなり異なった動きがみられたこ
とは注目される。この結果、売上高利益率(32年
度上期4.01%、36年度下期3.73%)、資本金利益
率(32年度上期38.5%、36年度下期28.1%)でみる
と、36年度下期は32年度上期の水準を下回るよう
な状態となっている。

こうした決算状況の相違をもたらした経済環境
を、まず、操業度と物価の水準についてみよう。
次のとおり稼働率は今回のほうが高く、また物価
も大ざっぱな比較ではあるが、製品価格と輸入物
価、素材価格のシェーレでは、今回のほうが恵ま
れている。

	32年度 上期	36年度 下期	比 較
通産省、稼働率(各期末 の平均)	81.6	85.4	- 4.7%
本行、卸売物価(農産食品 を除く)	104.0	102.8	- 1.2
〃 輸入物価	100.3	84.7	-15.5
企画庁、製品物価	101.4	93.7	- 7.6
〃 素材物価	102.3	89.1	-13.0

それにもかかわらず収益力の水準が前回は下回

っているのはなぜであろうか。今回の好況期を33年度下期～35年度上期と35年度下期～36年度上期の前後2期に分けてみれば、下表のとおり、今回の前半は、操業度の上昇、労働生産性の上昇などの点では前回好況期と同じ足どりをみせ、さらに輸入物価の下落もあって、前回同様なしこれを上回る著しい収益の上昇をみた。ところが今回の後半にはいると、操業度はなおかなり高いもので、しかも卸売物価の再上昇がみられているにもかかわらず、収益の伸びはかなり鈍化している。

前回と今回好況期(調整期入り前)の比較

	前 回 (30/上 →31 /下)	今 回 (33/下 →36 /上)	う ち 33/35/下 →35 /上	35/下 →36 /上
上 昇 期 間	4 期 間	6 期 間	4 期 間	2 期 間
純 益 指 数(本行企 業分析)	+ 117.7	+ 147.3	+ 123.6	+ 10.6
純売上高 (〃)	+ 61.1	+ 69.8	+ 52.1	+ 11.6
売上高純利益率(〃)	+ 43.4	+ 35.3	+ 46.9	- 7.9
本行卸売物価(食品を 除く)	+ 9.1	+ 7.9	+ 2.5	+ 5.2
〃 輸 入 〃	+ 2.9	- 1.7	- 3.2	+ 1.5
期中平均稼働率(通産省 製造業)	77.7	81.4	79.6	85.3
名 目 賃 金(労働省 製造業)	+ 15.8	+ 23.3	+ 9.9	+ 12.1
労働生産性(〃)	+ 31.0	+ 35.9	+ 30.6	+ 4.1

前回上昇期と今回上昇期との
コスト推移の比較(製造工業)

		資 本 コスト 指 数	(製品単位当り、 30年度上期=100) 減価償却コスト	金 融 配 当 コスト	一般経費 コスト (同 左)	賃金コスト 指数 (30年 =100)
前 回	30年度上期	100.0	100.0	100.0	100.0	99.8
	下〃	95.2	101.3	88.4	96.6	103.4
	31 〃 上〃	89.6	100.3	77.2	93.2	101.2
	下〃	86.2	95.7	71.2	98.3	99.3
今 回	34 〃 上〃	102.7	113.8	92.8	100.0	112.1
	下〃	101.2	115.7	88.9	96.6	111.8
	35 〃 上〃	98.2	107.4	88.4	99.4	109.3
	下〃	98.5	107.2	88.9	100.6	109.9
	36 〃 上〃	108.4	123.9	92.6	109.1	115.2
	下〃					

(注) 1. 本行「主要企業経営分析」により算定。

資本費コスト = $\frac{\text{減価償却費} + \text{金融費用} + \text{配当}}{\text{企画庁製品価格指数 (売上高+製品在庫増) でデフレートした}}$

一般経費コスト = $\frac{\text{一般管理販売費} - (\text{事務員給料} + \text{減価償却費} + \text{租税公課})}{\text{資本費コストの分母と同じ}}$

2. 賃金コスト = $\frac{\text{労働省調べの名目賃金指数} \times \text{常用雇用指数}}{\text{通産省調べの生産指数 (季節調整したものとの比較)}}$

これには、輸入物価が値上がり転じたため、卸売物価とのシェーレが前半より若干縮小したことも響いているが、最大の要因は労働生産性の上昇率を上回る賃金の大幅上昇にあり(35年度上期→36年度上期名目賃金+12.1%、労働生産性+4.1%)、同時にあまりにも急速な設備投資や販売競争の激化などによる資本コストや諸経費コストが上昇に転じていることが強く作用しているように思われる。

こうした動きは36年度下期の決算においてもむしろ強まっている。すなわち名目賃金の上昇率は引き続き生産性の向上を上回るテンポで伸びており(36年10月～3月の前期比上昇率、名目賃金+9.4%、2月までの労働生産性+7.6%)総資本の回転率も低下(大蔵省法人企業統計速報によれば、36年4～9月1.25回、同年10月～37年3月1.17回)していることから推して、人件費、資本費用などのコストは一段と上昇したものと思われる。もちろん製品市況の軟化も見のがせないが、この面からの収益悪化要因はむしろ前回のほうが大きく(卸売物価下落率32年3月→32年9月-2.6%、36年9月→37年3月-2.1%)、今回の収益低下の背景にはコスト面からの問題が前回より根深く働いていることが注目される。

(2) 次に業種別にみた決算状況では、業種別の格差が拡大してきており、さらに同一業種の間にあっても企業間の格差が広がっていることが注目される。業種別にみた場合、次表にみるとおり、大略三つのグループに分類できよう。まず第1は、産業構造や生活様式などの変化を背景とする成長産業、レジャー産業のグループである。機械、医薬品、百貨店、食品の一部など(消費関連)や土木、セメント、通信機など(官公需関連)がこれであるが、今なお好況の余波が強く、これらは概して高収益を継続している。しかし、その間にあっても企業間に受注、売行きの面などを通じて格差が出ていることは注目されよう。たとえば、自動車(とくに2、3輪車)、造船・精密機械の一部(時計、工業計器など)などについて、明暗の傾

向が明らかとなってきた。なおそれらの中で窯業(とくにセメント)は今期業績の上昇をみているが、これはもとより最近の官公需の盛況によるところが大きい。しかし同時に昨年前半までの生産過剰傾向に対し、早めに生産調整を行ない、市況の立直りをみたことが背景となっていることも見のがしてはならぬ動きといえよう。

次に、産業構造の変化などから一般に慢性的に業況が悪化した産業として、繊維、紙・パルプ、石炭、海運などがあげられよう。これらのグループが景気調整の動きのもとにあって収益にいつその圧迫を受けたことはいうまでもない。しかし、こうした業種の間にあっても、たとえば繊維の中で技術革新に成功した合成繊維などは比較的好調であり、さらに合成繊維のうちでも独自の技術や販路の開拓に努めた企業とそうでないものと

の間には業績面に相当の格差がみられる。化繊7社の3月期決算は、売上高、純益ともに総体としては伸び率の低下がみられたものの、その中でアクリル系や人絹、スフなどへの依存度が高い企業(大幅赤字)を除けば、まだかなり伸びているなど業種間の収益は区々である。

第3には、いわゆる成長業種に属しながら、設備拡張があまりにも急速で、このところ生産過剰ぎみとなっているグループである。鉄鋼・化学・石油精製などがあげられるが、これらでは、収益の伸びが鈍化し、ないしは減益傾向が強まりはじめている。鉄鋼の例をみても、ここ2～3年来の設備投資が長期需要見通しを大幅に上回る急テンポで進められたため、最近では設備過剰の問題が大きく表面化し、資本費コストの増大に加えて製品市況の軟化、製品在庫の累増も著しく、採算はとみに悪化の傾向をたどっている。今期は平炉、単圧以下のメーカーには減益会社が多い。石油精製についても設備拡張による競争激化が、収益悪化(過去2期連続して減益)をもたらしている。

(3) 以上のように、最近の決算状況には景気調整の浸透に伴い収益の低下、業種間ないし企業間格差の拡大など種々の問題が現われはじめているが、今後もその傾向は強まるものと思われる。し

主要業種別決算状況

			前期比増益率 (%)			前期比増収 (売上高) 率 (%)		
			36年		37年	36年		37年
			3月期	9月期	3月期	3月期	9月期	3月期
鉱	業		30.1	-28.8	138.6	13.6	- 8.0	13.3
うち	石炭		58.8	-46.5	245.1	22.4	- 8.5	13.8
建設	業		34.2	15.2	9.6	20.5	14.3	13.2
製造	業		10.5	7.4	6.1	11.7	10.8	7.8
うち	一般機械		31.9	27.0	12.1	19.9	22.0	8.6
	電気	〃	14.4	13.7	11.4	16.6	13.5	11.9
	輸送	〃	8.5	6.9	10.1	14.6	10.4	10.2
	精密	〃	22.6	12.7	15.9	13.6	15.0	10.4
	窯業		4.9	- 5.9	15.0	4.1	13.0	11.7
	食品		10.1	5.9	5.8	6.7	8.8	7.6
	繊維		- 1.5	6.6	- 1.9	12.7	10.4	2.8
	紙・パルプ		6.7	0.3	-13.0	9.3	12.0	- 0.5
	石油・石炭		14.2	-55.9	-16.1	15.8	- 1.9	13.1
	非鉄		2.7	6.8	- 6.5	6.4	9.6	0.2
	鉄鋼		13.6	17.7	2.7	9.0	13.2	6.4
	化学		4.5	2.3	10.7	9.6	7.7	9.8
商社			15.1	12.6	5.8	14.8	15.0	5.5
電力			13.6	1.1	18.3	13.4	3.9	12.6
運輸・通信			8.2	5.9	12.2	5.1	18.2	- 2.8
うち海運			3.0	6.8	-39.2	3.6	23.7	-11.9
全業種			12.0	6.6	8.7	12.8	12.2	6.7

(注) 山一証券調査による。

純益金中の社内留保率 (全産業)

	社内 留保率	社外分配率			
		税金	配当金	役員 賞与	
30年度上期	20.6	79.4	40.4	37.6	1.4
下	24.8	75.2	39.2	34.7	1.3
31 上	28.8	71.2	40.1	29.9	1.2
下	30.4	69.6	40.5	28.0	1.1
32 上	28.7	71.3	40.7	29.6	1.0
下	19.9	80.1	41.5	37.4	1.2
34 上	23.0	77.0	40.9	35.0	1.1
下	32.0	68.0	38.3	28.8	0.9
35 上	30.8	69.2	39.2	29.2	0.8
下	29.4	70.6	40.1	29.7	0.8
36 上	26.8	73.2	39.0	33.4	0.8

(注) 本行「主要企業経営分析」から。36年度下期の配当性向は40%台に上昇しているため、社内留保比率は一段の低下が見込まれる。

かしこの場合、次の点に考慮を払う必要がある。第1に、最近ウェイトの高くなった機械工業(鉱工業生産全体に占める機械工業のウェイトは、30年18.4%、33年28.1%、35年36.7%、36年40.0%)が、なお総じてかなりの受注残を擁しているため、こうした面が全体としての収益低下を抑えるバッファーとなる可能性があることである。第2に、過去3年余に及んだ好況期の内部蓄積を食いつぶし、ないしは手持ち有価証券や不動産処分などによって乗り切る余地がある程度あることである。

今後の決算状況は、もとより今後の景気調整のテンポと度合いいかんによるが、以上指摘した点からみて、全体としての企業収益の急速な低下が生ずるとはまだみられないし、また企業の収益力が直ちに不況抵抗力の著しい弱化を意味するとはいえない。しかし、そうしたバッファーにもおのずから限界があることは明らかである。問題は、しだいに調整過程に即応して、どの程度コストや採算の建て直しが真剣に行なわれるかに移っていくものと思われる。このところ非能率部門の整理縮小や配置転換(繊維、非鉄、石炭など)、労働時間の短縮や新規雇用の見合わせ(鉄鋼、機械、紙・パルプ)などの動き、あるいは設備投資における新規工事の着工、継続工事の完工を繰り延べようとする動きが散見されはじめているが、企業採算の建て直しという点からみて、成行きが注目される。

ただ前回は、前にみたように製品価格の下落が収益悪化の最大要因であったため、市況の建て直しによって収益の回復をはかりえた面が大きかったが、今回は同時にコスト面の圧迫が強いだけに、企業採算建て直しのためにはより大きな努力が必要となろう。

金 融 動 向

◇金融市場はおおむね平穩裡に推移

5月の金融市場は、銀行券が比較的順調な還流(還収超467億円)をみたうえ、財政資金の揚超額(587億円)も小幅であったためおおむね平穩裡に推移、前月に引き続き本行が政保債売戻し(額面194億円、売戻し額190億円)を行なったにもかかわらず本行貸出は360億円の増加にとどまった。

資 金 需 給 表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

		37年5月	4月	3月
本 行 勘 定	銀 行 券	△ 467 (△ 379)	115 (△ 317)	221 (△ 58)
	財 政	△ 587 (△ 982)	1,827 (△ 1,553)	△ 901 (△ 1,151)
	本 行 貸 出	360 (△ 684)	△ 108 (△ 1,199)	139 (△ 1,018)
	本行保有手形売買	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	債 券 売 買	△ 190 (0)	△ 1,174 (0)	680 (0)
全 国	貸出および有価証券	1,798 (△ 1,634)	1,884 (△ 830)	1,147 (△ 2,625)
	預金および債券発行	1,399 (△ 1,215)	195 (△ 886)	3,405 (△ 3,740)
	そ の 他	58 (△ 140)	407 (△ 111)	△ 362 (△ 471)
銀 行 勘 定	ポ ジ シ ョ ン	△ 341 (△ 279)	△ 1,282 (△ 55)	1,896 (△ 644)
	本 行 借 入	334 (△ 693)	0 (△ 1,169)	71 (△ 940)
	市場資金純受入れ	91 (△ 97)	845 (△ 738)	△ 1,209 (△ 1,142)
	手 元 現 金	△ 80 (△ 184)	△ 431 (△ 423)	582 (△ 329)
	準備預金制度預け金	164 (△ 133)	△ 6 (△ 63)	176 (△ 113)

(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5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)