

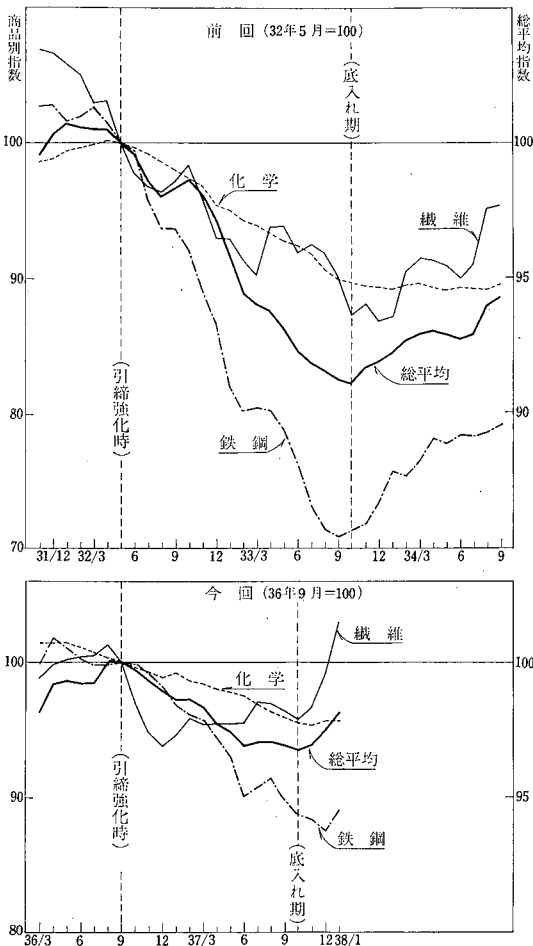
## 商品市況の立ち直りについて

最近の商品市況をみると、昨年11月ごろから繊維、鉄鋼をはじめ石油、紙、化学品の一部などに小戻しなしい反発商状がみられる。もっとも1月下旬から2月前半にかけて、繊維、鉄鋼には小幅の訂正安も現われたが、これも上げ過ぎに伴う一時のあやにとどまり、大勢はむしろ、市況底固め傾向が広がりつつあるものとみられる(詳細別項)。

本行卸売物価でみても、37年10月をボトムとして38年1月までの3ヵ月間に1.4%の上昇となつ

(第1図)

卸売物価の推移比較



(注) 本行、戦前基準指数による。

ており、前回景気調整期、33年10月をボトムとして、あと3ヵ月間に1.0%上昇したのに比べ、反騰の幅はむしろ大きい。また市況底入れの時点でも、前回に比し引締め後から数えて、4ヵ月早く底を入れている。

これは、景気の現段階ならびに先行きを判断する上で注目されるところである。そこで以下商品市況立ち直りの傾向がどのような性格をもつのかを、前回の景気回復初期における商品市況の反騰と比較しながら検討してみよう。

### 今回は繊維、食料中心の反騰

まず卸売物価反騰の内容を第1表によってみると、33年11月から34年1月までの3ヵ月間には鉄鋼、非鉄、金属製品などが反騰の中心であり、繊維は大勢底入れ圏内にあったとはいえ、この期間にはほぼ横ばいであった。これに対し、今回の中心は食料と繊維である点に大きな相違が目立つ。今回、食料の上昇が目立つのは、米価の引上げ、輸入粗糖、大豆の騰勢なども響いてはいるが、その主因は、最近における需要の急増に対して供給側の適応が遅れていること、人件費その他コスト面の圧迫が強まっていることなど、消費者物価の根強い上昇に現われている事情と同じものにあるといえる。この点、卸売物価を景気指標としてみ

(第1表)

卸売物価の騰落率

(単位・%)

	前 回	今 回
	33/11~34/1	37/11~38/1
総 平 均	+ 1.0	+ 1.4
食 料 品	- 1.2	+ 3.6
繊 維 品	- 0.1	+ 7.6
鉄 鋼	+ 6.1	+ 0.3
非 鉄	+ 7.5	- 0.9
金 属	+ 9.0	- 0.3
機 械	- 0.6	- 0.7
石油・石炭	+ 1.0	+ 2.1
木 材	+ 0.7	- 1.2
窯 業	- 0.7	- 0.4
化 学	- 0.5	- 0.1
紙・パルプ	+ 2.1	+ 0.7

(注) 本行「卸売物価戦前基準指数」による。

る場合、注意を要するところといえよう。前回ではこの間に食料はむしろ下落しているので、仮に食料を除いた指数でみると、前回の+1.5%に対し今回は+1.0%と卸売物価の上昇は、今回の方がむしろ小幅である。

さらに食料、繊維を除いたものでみると、今回は卸売物価はむしろ微落(-0.2%、前回+1.7%)となり、繊維の急騰が今回大きく響いていることが知られる。これには生糸市況の急騰が続いていること、人絹では昨夏から長期的観点に立った設備の思い切った廃棄が進められ、その過程で供給不足から市況反発を招いたことなど、前回にはみられなかった特殊要因が伏在している。しかしそれだけではない。綿、毛でも、化合繊との競合に脅やかされながらも、市況の大勢は明らかに上向きに転じている。繊維は、前回の引締め時においても、景気全体より先んじて31年末ころには市況もピークを打ち、製品滞貨がふえはじめたが、今回はその傾向が一段と強く、早く調整過程にはいつて昨年前半には市況面でも底入れ圏内に近づいていたとみられる。むしろ高率操短を背景とするものだけに、必ずしも本格的なものとはいえないにしても、需給の実勢は徐々に改善が進み、金融緩和その他を契機として反発に転ずる素地は33年秋ころよりは濃かったとみてよい。その反面、投資財部門に深くつながっている鉄鋼は、今回景気調整への順応が最も遅れ(前回と著しく異なる)、市況持ち直しもなお遅れぎみといえる。その辺に、卸売物価全体としては今回の方が反騰幅が大きいようにみえながら、景況全体の急速な回復につながるとはみられない事情がある。

#### 市況対策一操短など一の強化

次に市況底入れの要因として、市況対策の影響が前回と比較した場合著しい特色としてあげられる。すなわち、前回は流通段階の在庫調整が大幅に行なわれた金属と繊維などがまず自律的に減産を余儀なくされ、その影響が順次他業種にも波及していった。しかし業界がいつせいに操短体制を固め、あるいは在庫買上げ措置などを講ずるほど

の協調体制はあまりなかった。繊維で、流通段階における在庫買上げ凍結(買上げ機関である輸出振興組合の設立)の実施などに踏み切ったのは32年秋以降のことであり、鉄鋼で公販制度が発足したのは、33年夏であった。

これに対して、今回は多くの業界において前回の協調体制がそのまま存続(繊維業界の各種市況対策、鉄鋼の公販制度、電気銅の買上げ機関など)していたため、引締め後いち早く景気調整に対する対応策が強化された。それに加え、行政操短等の形式でカルテル的生産調整の補強などが各業種について強力に進められた。昨秋以降、石油業法を根拠として石油の生産調整、標準価格制の実施が行なわれたことも、それに加えられよう。こうした市況対策が早目に打ち出されたことは、一面において今回の調整過程において、メーカーの生産調整を遅らせた一因となり、いま市況立ち直り期に至ってもなお製品在庫の形で負担を残している。しかし、他面では、長期にわたる高率操短続行と一部金融的棚上げ措置を背に、ともかく市況の底入れをもたらし要因としてかなり大きな力をもったことは事実である。

#### 今回は、なお需要台頭の裏付けを欠く

前回、今回ともほぼ同じ秋口(卸売物価のボトムはともに10月)に底入れを迎えることとなったが、前回は鉄鋼、非鉄はじめ多くの品目で季節需要の台頭がみられ、それが市況底入れに響いた。これに対して今回は、燃料(石油、石炭)、塩ビ(農業用フィルム)などごく一部の品目にそれがみられるにとどまった。第2表のとおり、前回は引締めと同時に生産が減勢に転じたため、33年4~6月ころには在庫調整はほぼ一巡し、33年上期のいわゆるナベ底景気のうちに景気の底固めを終えて需要期を迎えた。このため、秋場需要が台頭してくると、それを契機として在庫投資も活発化した。しかし今回は事情が大きく違っており、製品在庫は増勢こそ鈍っているが、その水準はほぼ33年1~3月並みの高さにある。市場の状況はなお著しい買手市場であり、季節需要が若干頭を出し

(第2表)

鉱工業生産・出荷の前回対比

(引締め時=100)

		前		回		今		回	
		年/月・水準・騰落率				年/月・水準・騰落率			
生産	ピーク	32/5	100.0	△8.4%		37/1	105.9	△0.7%	
	ボトム	33/4	91.6			37/4※	105.2		
	物価底入れ時	33/10	98.5			37/10	103.3		
	物価底入れ2か月後	33/12	100.6			37/12	102.8		
	同、6か月後	34/4	109.4						
出荷	ピーク	32/5	100.0	△6.2%		37/4	107.4	△3.2%	
	ボトム	33/6	93.8			37/6※	104.0		
	物価底入れ時	33/10	101.6			37/10	103.2		
	物価底入れ2か月後	33/12	102.8			37/12	106.4		
	同、6か月後	34/4	111.0						
メーカー製品在庫	引締め1年前	31/5	81.3	+64.7%		35/9	84.4 (99.3)	+48.7%	
	ピーク	33/2	133.9 (132.2)			37/2※	125.5 (123.7)		
	物価底入れ時	33/10	128.8 (123.3)			37/10	136.6 (134.7)		
	物価底入れ2か月後	33/12	129.0 (118.8)			37/12	139.2 (133.1)		
	同、6か月後	34/4	123.2 (108.0)						

(注) 通産省、季節調整済み指数(前回は30年基準、今回は35年基準)。今回は生産、出荷ともボトムをつけたか否か不明のため(※印)、物価底入れ前にボトムを示した前回と同時期を計上、メーカー製品在庫のピークについても同様。製品在庫のカッコ内は在庫率指数(35年=100、31/5月は新指数と不連続のため省略)。

でも、在庫補充は容易に起こる地合いにない、コストの上昇、採算悪化などからいっても、ユーザーの在庫保有態度は依然きびしいようである。

この点に、現在の市況持ち直しが前回とかなり様相を異にする事情があると思われる。また、いま一つ見のがしてならないのは、最終需要なканずく輸出の動向であろう。前回は市況底入れ期と前後して、米国景気の急速な立ち直りと、これに伴う輸出の急増をみた。これが在庫投資を刺激するなど、市場人気を明るくし、直接間接市況に大きく響いている。これに対し、今回は金融引締め強化時がたまたま米国景況のピークに当たり、その後の米国景気は停滞傾向をみせている。したがって輸出も最近では米国向けの頭打ちを中心に高水準ながら横ばい傾向にあり、その面からはさして市況を押しあげる力とはなっていないことを見のがしてはならない。

海外市況の持ち直し

今回の市況持ち直しには、最近における海外原

材料市況の騰勢がかなり影響している。第3表のとおり前回は全般にスエズ動乱の反動による国際市況の下落が続き、国内市況底入れ後、輸入原材料価格は、くず鉄(米国景気立ち直り)、原油は反騰にはいったが、繊維関係ではむしろ軟調に推移した。このように海外市況は国内市況に対してはむしろ下落原因となった。これに対し、今回は、原綿、原毛、粗糖などの騰勢が目立つほか、海運市況の上昇もあってほとんどの品目が上昇をみせている。もっとも2月ころには、原毛、食料を別として、海外市況の騰勢はかなり落ち着いているが、国内市況の底入れ要因としてかなり響いたことは確かであろう。

(第3表)

輸入物価の推移

(32年=100、単位・%)

		前		回		今		回	
		32/5~33/10		33/11~34/1		36/9~37/10		37/11~38/1	
原綿	—	6.9	—	3.0	—	6.3	+	2.6	
原毛	—	43.0	—	5.1	—	0.6	+	10.5	
鉄鋼石	—	36.9		0	—	1.5		0	
鉄くず	—	35.1	+	6.5	—	5.9		0	
原料炭	—	33.1	—	2.4	—	8.0	+	1.4	
銅地金	—	7.1	+	1.1	—	6.0	+	0.7	
原油	—	12.5	+	1.8	+	1.1	—	1.1	
木材	—	21.3	+	2.9	+	10.1	+	1.4	
粗糖	—	26.4	+	0.1	—	12.7	+	23.7	
大豆	—	18.3	+	2.0	+	5.4	+	6.3	

(注) 本行「輸入物価」による。前回、今回とも左欄は引締め時から卸売物価のボトム時まで、右欄は卸売物価のボトム時から2か月間(今回の最近時まで)

今回の市況立ち直りの過程をみると、高率操短の続行を根幹として需給バランスが徐々ながら改善に向かい、その過程で経済内部から自律的に市

況立ち直りの動きが生まれてきた点は、前回と同じである。しかし、以上の検討から明らかなように33年秋～34年初とはかなり違ったものが見受けられ、当時のように、底入れ商状がそのまま本格的な市況回復につながるものとはいいい切れない点を多く含んでいる。市況底入れといっても、それに実需の増加が続かぬ限り持続的な回復は望めない。1月から2月にかけてみられた繊維、鉄鋼の小反落も、こうした事情を物語るものといえよう。市況対策は市況の多少の回復があっても緩和されるような情勢にはないが、製品在庫の高水準や供給力の過剰化など、圧力はなお強い。在庫の凍結といっても、たとえば鉄鋼で品いたみ(さびの発生)が問題化しているように、金融面の緩和はあるにせよ、保管能力、品質などの面から買上げ措置をなお強めていくことに限界があることも確かであろう。一方、これまで騰勢をみせてきた海外原料品市況の動きをみても、さきにもふれたようにすでに砂糖など一部を除いては落ち着き気配を深めている。

もとより、こうした反面では、一部の業種でひとところに比べれば多少は需給事情好転のきざしがみえはじめているし、またユーザーの原材料在庫はすでに早く底入れをみており、回復に転ずる地合いはかなり整っている。製品在庫も増勢はこのところ鈍化してきているなど市況面の明るい動きも見のがせない。一高一低の過程のうちに、市況が底固めから漸次強含み傾向を強めていく公算は大きいと思われる。しかし、ここ3か月の反発商状が今後も続き、そのまま一貫した上昇を続けていくような地合いではないことも確かであろう。

## 金融動向

### ◇金融市場は引き続き平穩

1月の金融市場は、年初来銀行券の還流が好調であったため、財政資金がほぼ前年並みの揚超となったにもかかわらず、引き続き平穩裡に推移した。この間、銀行預金の増加を映じて、準備預金が月中142億円の積み増しとなったが、本行貸出はなお529億円の収縮(前年は258億円の収縮)を示した。

コール市場は、銀行券の順調な還流によってお

### 資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

		37年11月	12月	38年1月
本 行 勘 定	銀行券	312 (152)	3,629 (2,835)	△ 2,923 (△ 2,156)
	財政	773 (449)	2,580 (1,481)	△ 2,331 (△ 2,365)
	本行貸出	△ 462 (583)	5 (1,747)	△ 529 (△ 258)
	本行保有手形売買	200 (125)	0 (45)	0 (0)
	債券売買	△ 485 (△ 491)	995 (0)	△ 0 (0)
全 国 銀 行 勘 定	貸出および 有価証券	3,346 (2,243)	3,348 (2,805)	2,538 (490)
	預金および 債券発行	3,620 (2,139)	5,521 (2,660)	△ 201 (△ 1,774)
	その他	△ 129 (△ 88)	△ 685 (△ 774)	1,406 (1,035)
	ポジション	145 (△ 192)	1,488 (△ 919)	△ 1,333 (△ 1,229)
	本行借入	△ 565 (554)	△ 157 (1,671)	△ 492 (△ 370)
勘 定	市場資金純受入れ	5 (11)	△ 960 (△ 580)	1,484 (1,091)
	手元現金	4 (29)	566 (5)	△ 483 (△ 15)
	準備預金制度 預け金	△ 419 (344)	△ 195 (166)	142 (△ 493)

- (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」は負債の減少、ポジションは悪化を示す。  
2. 38年1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)。