

昭和39年度経済金融情勢の回顧

〔要 旨〕

1. 39年度のがが国経済は、景気調整過程に終始した。年度の前半においては、その進行のテンポは比較的ゆるやかであったが、秋口以降引締め効果は急速に経済実体面に浸透し、企業業績の低下、倒産の続出、株式市場の不振などから不況感も強まった。一方国際収支は、輸出の好調を主因に比較的早い時期から改善をみせ、貿易収支は7月から、また経常収支は8月から黒字に転じた。かかる情勢を背景に、金融引締め政策は39年12月以降徐々に緩和されるに至った。

2. 39年度の景気調整を通じてとくに注目されるのは次の諸点である。その第1は、経常収支の均衡を達成し、今後要請されている国際収支構造の転換に、一応の目途をつけ得たことである。もっとも、39年度中の輸出の大幅な伸長には、引締めに伴う輸出圧力や海外経済の好況等の一時的要因がかなり響いており、今後も国際収支の好調を維持するには多大の努力を要しよう。その第2は今回の場合、高水準の企業流動性が、金融引締めに対するクッションの役割を果たすなど、これまでにない動きを経験したことである。かかるところから金融緩和期におけるマネーサプライ調節の重要性がいっそう高まった。またいわゆる新金融調節方式が39年度に初めて引締めを用いられ、効果を取めたこともこの手段に対する認識を高める意味において、重要な経験であった。本行が今後の金融調節に関し債券売買のより機動的な運用や、窓口規制存続の方針を決定したのも、これらの事情を背景とするものにほかならない。その第3は、設備過剰感の台頭、企業収益の低下、倒産の増加など、これまでの高度成長がもたらした歪みが次第に表面化してきたことである。また多くの企業に粉飾決算、手形の乱用など経済合理性に基づく市場の秩序を乱す仕振りがうかがわれた点も見のがせない。今次の景気調整を契機として、経済界に過去の量的拡大偏向を反省し、業容よりも採算を重視する気運が生じつつあるが、これを育成し定着させてゆくことが今後の課題であろう。

目 次

は し が き	(景気調整の進行)
1. ゆるやかな調整過程の進行とその背景	(ビジネス・マインド変化の諸要因)
(秋口までの経済金融情勢)	(供給過剰感の台頭)
(調整過程の進行がゆるやかであった理由)	3. 金融引締め緩和後の情勢
(国際収支の好転)	4. む す び
2. 秋口以降における景気の上昇とその契機	

は し が き

38年初に始まる景気の上昇過程においては、大方の予想に反して、年央ごろから国際収支の基調悪化を招き、早くもその年末から金融引締め政策の本格的発動を余儀なくされた。かくして39年度は、対外面では開放経済体制への本格的移行という面期的な一歩を踏み出したものの、国内面では、景気調整の重い足取りを続けなければならなかった。この間の過程を顧みると、年度の前半における調整の歩みは、意外にゆるやかであったが、さすがに秋口以降は一段と歩を速め、幸いにして年末以降金融引締めの重しを逐次取り除くことが可能となった。しかしながら、この過程においては、過去の高度成長に根ざす困難な諸問題が次第に顕現化し、経済活動の動向はすこぶる複雑な様相を呈した。それだけに、わが国経済の今後の動向をみるにあたって示唆するところも少なくない。以下本稿においては、39年度を①秋口までの調整の進行が比較的緩慢であった時期、②それ以降景気が急速に下降した時期、③金融引締めが徐々に緩和された時期に区分して、年度中における経済金融情勢の推移と特色を回顧することとしたい。

1. ゆるやかな調整過程の進行とその背景

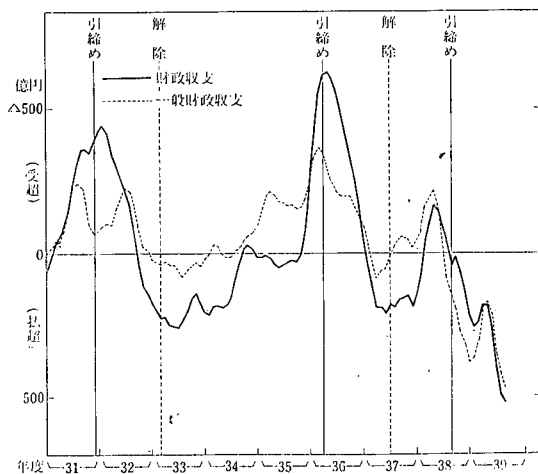
(秋口までの経済金融情勢)

(1) 39年度の上半期中においては、金融引締めの影響は総じて金融面にかなり著しく現われた反面、経済実体面にはさほど強くは及ばなかった。まず最初に金融市場の動向についてみてみよう。財政資金は上半期中1,344億円の払超と前年同期(5億円の揚超)と様変わりの姿を示した。前回、前々回の景気調整期の場合、財政資金は引締め開始時点の前後に受超のピークに達し、その後次第に揚勢を弱め、引締め末期に払超に転化するとい

うパターンを示しているが、今回の場合は従来とかなり異なった動きを示している(第1図参照)。これは、基本的には成長率の鈍化に起因するものであり、その具体的要因としては、39年度予算において前々年度剰余金の使用など、一般財政で1,750億円に上る払超要因が内包されていたこと、および39年度の税収が目一杯見積られた結果、従来相当の額に上っていた税の自然増収が著しく減少したことがあげられる。さらに38年度は自然増収をほとんど使いきる積極的補正予算が組まれたが、これに基づく支払のかなりの部分が出納整理期間である4月、5月にずれ込んだことも、一つの要因として見のがせない。

(第1図)

財政収支の推移



(注) 1. 財政収支、一般財政収支ともに受払それぞれについて季節、不規則変動を調整し、その受払差額を3ヵ月移動平均して算出。
2. グラフは月当りの収支尻を表す。

一方銀行券は39年度にはいつてからも、かなりのテンポで増勢を続けた。上半期(4~9月)中における銀行券平均発行高の前年同期比増加率および季節調整済み増加額は、それぞれ15.7%増、203億円とほぼ前年度並みの水準(17.4%増、181億円)を示している。これは個人消費が賃金水準の上昇などから堅調を続けたほか、一般の商取引も依然増勢を持続したことによるものであった。

(2) 以上のように、財政資金は払超傾向を示したものの、銀行券はかなりの増勢をたどり、さらに本行が引締め強化のために債券売買量を金融市場の資金過不足額(上半期中 304 億円不足)との対比において控え目に調整したため(売超額 1,881 億円)、金融市場は次第にひっ迫傾向をたどった。その結果本行貸出は 2,185 億円の増加となったが、これは主として都市銀行に対するものであり、その貸出限度余裕は次第に圧縮された。都市銀行は、資金ポジションの一貫した悪化傾向に加えて、このような貸出限度額の圧力を受けたため、その不足資金の調達をコール市場に求めたが、その際資金繰りの安定を図る必要から、比較的長期のもの取入れに努めた。その結果、コールレートは3月の日歩2銭4厘(東京市場、単純無条件中心レート、以下同じ)から、6月2銭9厘、9月3銭1厘と騰勢をたどり、同時に月中期日物および月越し物のウェイトが著しく増大した(月中平均残高に占める両者の割合は、3月48%、9月56%)。

(3) この間銀行は貸出抑制態度を強め、その貸出の増勢は漸次鈍化を示した。季節調整後の全国銀行貸出の前期比増加率をみると、1～3月の4.4%に対し、4～6月4.0%、7～9月3.6%と次第に低下傾向をたどっている。金融引締め政策は、具体的には以下のような面から銀行の貸出態度に大きな影響を与えたと考えられる。その第1は、3月の公定歩合引上げの心理面を含む全般的影響である。第2は、上述のような本行の債券売買と貸出限度額の運用に伴う資金繰りのひっ迫である。第3は、39年1月から開始された市中銀行の貸出増加額規制(いわゆる窓口指導)の強化である。すなわち、都市銀行の貸出増加額は1～3月、前年同期の10%減と定められたのに対し、4～6月12%減、7～9月22%減と次第に削減幅が拡大され、地方銀行などについても、これに準じた指導が行なわれた。第4は、都市銀行のみについていう

ることであるが、外部負債の累増(特にそのうちに占める日銀借入以外の借入金とコールマネーの増加)と、コールレートの高騰に伴う収益の悪化である(第1表参照)。その結果、都市銀行の39年上期の収益は、34年上期以来初めて減益を記録するに至った。

(第1表)

都市銀行の外部負債依存度等の推移

(単位・%)

	借入金 コール 平均残 高	日銀借入 以外の 借入金 コール マネー 平均残 高	借入金 マネー ・利息 預金 利息	マネー 利率 (年利)	経常 益 前期 比 増減 率
36年上期	21.9	8.8	42.7	10.864	3.6
下期	29.3	9.0	67.0	14.085	12.3
37年上期	32.2	9.7	73.0	13.955	5.2
下期	30.8	12.3	63.4	11.428	20.7
38年上期	27.9	12.9	50.0	9.212	12.8
下期	29.2	15.0	58.1	10.106	3.1
39年上期	31.1	17.0	74.1	12.568	(←) 9.9

(注) 38年下期より商法の一部改正に伴い、従来利益剰余金処分の取扱を受けた法人税が、経費処理の取扱いに改められたが、経常益の増減率は旧方式で算出。

(4) このように金融面においては、逐次金融引締め効果の浸透がみられたにもかかわらず、鉱工業生産は1～3月の3.5%増のあと、4～6月3.4%増、7～9月3.2%増(いずれも季節調整済み計数の対前期比)と、増勢鈍化のうちにも依然根強い動きを示した(前回調整期、36年7～9月5.3%増、10～12月3.0%増、37年1～3月2.3%増)。また商品市況は、総じて軟弱な地合いのうちに推移したが、7月から8月前半にかけて一時的ながら下げ渋りないし底固めの気配を強め、卸売物価は38年末より39年6月まで一貫して微落傾向をたどったものの、7月からは横ばいに転じた(前期比4～6月-0.7%、7～9月+0.1%)。このように引締めが卸売物価に及ぼした影響が、きわめて軽微にとどまった点も、前回の調整期と異なっている。

(調整過程の進行がゆるやかであった理由)

(1) 経済実体面における調整の足どりが上記のよ

うに比較的緩慢であった理由としては、第1に各種需要が堅調を続けたことが指摘される。39年度上半期中、在庫投資は減少したものの、その他の需要の伸びが大幅な生産の増加をささえた(第2表参照)。まず、景気調整過程において通常もっとも重要な役割を果たす在庫投資の動きをみると、今回の場合も39年度にはいつてから流通在庫、原材料在庫を中心に、次第に減勢をたどったが、総じてみれば、その減少の割合は、従来の調整

期に比べ小幅であった。すなわち、流通在庫投資は、引締め前からすでに過剰生産ぎみであった最終需要財を中心に、1~3月期に著増を示したが、引締めに伴い春以降かなり顕著な減少に転じた。また原材料在庫投資も減少を続けたが、ただ在庫管理技術の進歩や貿易自由化などの影響をうけて、引締め前からその在庫率水準はかなり低く、引締め後投資圧縮の余地は比較的乏しかった。

一方設備投資は秋口までゆるやかな増勢を続け、上半期中における生産の伸びをささえる要因の一つとなった。引締め後も設備投資がこのように根強い動きを示した理由としては、設備投資が上昇局面にはいつてまもなく引締めが開始されたこと、投資内容の面において労働節約等合理化を目的とする緊要度の高いものが多かったこと、などがあげられる。ただこのような設備投資の動向は大企業を中心とするものであり、中小企業の設備投資は比較的早くから鎮静に向かった(以上第2図参照)。

さらに個人消費、財政支出も増大を続けたほか、輸出は後述のように大幅な伸びを示した。第2表は上半期中の生産上昇に対して、設備投資、輸出、個人消費の3者がほぼ同程度の寄与をしたことを示している。

(2) 根強い生産をささえた第2の要因としては、企業のコスト面から、操業度維持、上昇の要請がますます強まったことが指摘される。すなわち過去の大規模な設備投資による資本費の増加や、労働力需給の引締めりに伴う人件費の増高からコスト圧力は増大傾向をたどった。当局の試算によれば、39年度上期における企

(第2表)

最終需要増減の生産上昇寄与度

(単位・%)

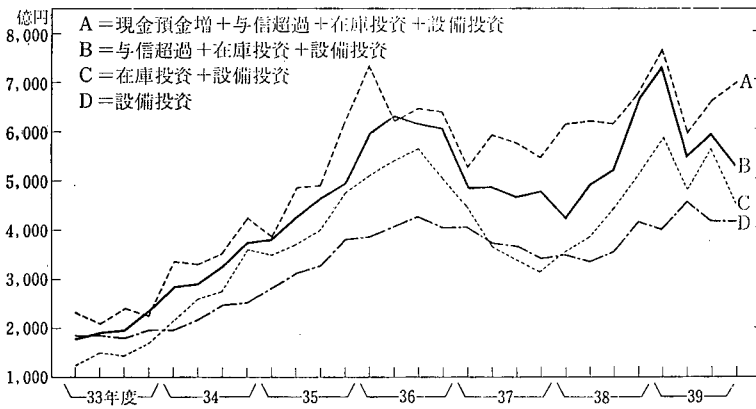
	個人消費	設備投資	在庫投資	政府支出	輸出	鉱工業生産
38年度	(20) + 3.0	(16) + 2.4	(41) + 6.2	(9) + 1.4	(14) + 2.2	(100) + 15.2
39年度 上期	(36) + 2.5	(47) + 3.2	(- 27) - 1.8	(5) + 0.3	(39) + 2.7	(100) + 6.9
下期	(-32) - 1.0	(-35) - 1.1	(-112) - 3.3	(72) + 2.2	(207) + 6.2	(100) + 3.0

- (注) 1. 季節変動調整済み数。
- 2. 35年産業連関表をもとに計算された需要別生産誘発数に基づいて推計。
- 3. 39年度下期の最終需要増減は推計値による。
- 4. デフレーターは本行卸売物価、消費者物価、大蔵省貿易価格指数などによる。
- 5. 鉱工業生産上昇率計数を寄与度に応じて各項に配分。カッコ内は寄与百分比。

(第2図)

資金需要の推移
(主要企業525社、全産業)

(季節調整済み)



(注) 本行統計局調べ「主要企業の短期経済観測」による。40年1~3月の予測値は、過去の平均実現率で修正。

業の損益分岐点操業率(利益も損失も生じない売上高が総費用に等しい時の生産量に対応する稼働率、すなわち $\frac{\text{損益分岐点生産量}}{\text{生産能力}}$)は、最近のボトムである37年度下期に比較して9.4%も上昇している。もっとも、このようなコスト面の圧迫により需要を上回る生産が行なわれがちな状況にあったにもかかわらず、当初製品在庫は著増をみず、また卸売物価も目立った下落を示さなかった。これは、主として上述のように輸出等各種需要が堅調を続けていたためであるが、最近の卸売物価の実勢が、リポートなどの増加から指数より低いとみられることなども考慮を要しよう(注1)。

(3) 第3に、引締め開始時において企業の手元現預金の水準がかなり高く、引締め後も急速には低下しなかったため、これが引締め効果を減殺するいわばクッションの役割を果たしたことをあげなければならない。こうした高水準の企業流動性は、37年後半から38年にかけて蓄積されたものであるが、その背後には先行きの経済金融動向に関する企業の予想が著しく慎重となり、予備的動機に基づく流動性選好が強まったという事情が見出される。これとともに資金供給面において銀行がきわめて積極的な貸出態度をとったことや、財政対民間収支の払超および金融機関の政保債・地方債の購入というルートを通じて、企業部門に対し従来よりも、多額の資金供給が行なわれたことも、企業流動性水準の上昇維持をもたらした一因として見のがせない。

39年度にはいつから企業流動性の水準は次第に低下傾向をたどったが、そのテンポはきわめてゆるやかであった(第3表参照)。これは金融機関貸出の抑制にもかかわらず、上記のような財政面を通ずる資金供給がいっそう大幅に増加したためとみられる。すなわち、第4表の示すように39年

(第3表)

企業流動性に関する諸指標推移

	マネーサプライ増加率 (季節含み調整済み)	預金通帳 率 (季節含み調整済み)	主要企業の手元現預金水準
			(期末期首平均現預金水準：調整済み) 四半期中支私
38年1～3月	7.9	1.91	27.5
4～6月	7.0	1.98	29.1
7～9月	6.1	1.96	30.5
10～12月	4.4	1.88	30.1
39年1～3月	3.5	1.92	29.8
4～6月	3.0	1.98	30.1
7～9月	3.1	2.03	29.2
10～12月	3.2	1.98	29.8

(注) 主要企業の手元現預金水準は大企業537社を対象とする短期経済観測による。

(第4表)

マネーサプライ増加額とその増減要因

(単位：億円)

	政保債・地方債増減(Δ)	財政資金受(Δ)払超	その他増減(Δ)要因	マネーサプライ増加額
36年	701	△3,545	11,899	9,055
37年	214	1,318	7,964	9,496
38年	1,616	1,496	13,480	16,592
39年	1,876	4,844	3,381	10,101

(注) 1. 含み貸出調整済み。

2. 政保債・地方債増減は全国銀行および本行保有増減。

中におけるマネーサプライは、10,101億円増(増加率12.9%)と前年の16,592億円増(増加率26.9%)に比してかなりの増勢鈍化を示しているが、その中において財政資金の払超(4,844億円)および金融機関による政保債・地方債の購入(1,876億円)がその増加要因としてもっとも大きなウェイトを占めている(注2)。

(国際収支の好転)

(1) このように、調整の歩みがゆるやかであったにもかかわらず、国際収支面では予想外に早く改善が進み、貿易収支は7月から、また経常収支は8月から黒字に転ずるに至った。これをもちら

(注1) 各種需要の動向、および企業の損益分岐点操業率の推移については、調査月報40年2月号所載「最近の生産、需要動向について」参照。

(注2) 最近におけるわが国の企業流動性の動きについては、調査月報40年1月号所載「わが国の企業流動性と金融政策」参照。

たものは、輸入の落ち着きよりも輸出の大幅な増大であった。38年以降の景気上昇期において、季節調整後の貿易収支の赤字が最大となったのは38年10～12月であるが、その後39年7～9月までの貿易収支改善幅のうち、約8割が輸出増、約2割が輸入減によるものであった。この点は前回の調整期において、両者がほぼ半々の割合で収支改善に寄与していたのに対して、大きな特色といえよう。

(2) 39年にはいってからも、輸入が比較的根強い動きを示したのは、引締め開始時において輸入原材料の在庫水準が低く、さらに生産が引き続き増勢をたどったためである。一方輸出の伸びが特に好調であった理由としては、①海外経済の好況、②過去の設備投資に基づく国際競争力の向上、③国内経済面における輸出圧力の増大の3点があげられる。これらはいずれも重要な要因であるが、39年夏ごろまでは世界貿易がかなりの伸びを示したことや、これに対するわが国輸出の弾性値がそれほど高いものでなかったことからみて、海外経済の好況が特に大きな影響を及ぼしたものと考えられる(注)。

なお、このように好調裡に推移してきた輸出は、8月以降信用状ベース(季節調整済み)で横ばいとなり、これを映じて9月より為替ベース(季節調整済み)でも伸び悩みとなるなど夏ごろよりやや変調を呈した。一方輸入は、鉱工業生産が根強い増勢を続けたため漸増傾向をたどった。その結果、8月まで急速に拡大してきた季節調整後の貿易収支の黒字幅は、9月以降先細りのきざしを示すに至った(この傾向は11月まで続いた)。

2. 秋口以降における景気の下降とその契機

(景気調整の進行)

(1) 金融引締め政策の効果は、このように上半期

中、経済実体面にさまで目立って現われるに至らなかった。しかし、さすがに7～9月期には、引締め効果とその後に急速な浸透をみるに至る素地が次第に形成され、秋口にはいると、これまで強気を続けてきたビジネス・マインドも、一転して不況感を高め、実体面における経済活動の鎮静をみるに至った。

その背景として指摘されるのは、秋口ごろから、企業金融が一段とひっ迫したのに加え、企業業績の悪化、倒産の続出、株式市場の不振など一連の諸現象が表面化したことである。なかんずくその直接の契機となったものは、金融のひっ迫と、9月期決算の結果であったように思われる。こうした情勢の変化から、産業界には供給過剰感が広がりはじめ、それが生産、需要の動向に強く働きかけたものとみられる。

(2) すなわち、総需要の増勢はさすがに鈍化を示しはじめた。10～12月期においても流通在庫、原材料在庫などの面で在庫投資の圧縮は続いた。もっともこれらの在庫調整は、前期中すでに大幅に

(第5表)

内・外需別鉱工業出荷の推移

(前期比増減率・%)

	鉱工業出荷	うち	
		外需	内需
38年	4.8	4.7	4.8
10～12月	(100)	(8.5)	(91.5)
39年	4.0	- 0.5	4.5
1～3月	(100)	(- 1.1)	(101.1)
4～6月	2.9	12.0	2.1
	(100)	(34.0)	(66.0)
7～9月	1.6	5.8	1.2
	(100)	(32.0)	(68.0)
10～12月	1.3	10.4	0.4
	(100)	(74.6)	(25.4)
40年	0.8	8.7	- 0
1～3月	(100)	(104.4)	(- 4.4)

(注) 1. 季節調整済み計数。

2. 「外需」分は35年の鉱工業製品輸出通関額に輸出数量指数(35年=100)を乗じて算出、「内需」分は35年の総出荷額に輸出指数(35年=100)を乗じた額から「外需」分を差引いたもの。

3. カッコ内は鉱工業出荷を100とした場合の外需及び内需の増加寄与率(%)。

(注) 引締め後における輸出の動きについては、調査月報39年10月号所載「最近における輸出好調とその背景」参照。

行なわれていたため比較的小幅にとどまった。設備投資は10～12月期にはいり、ようやく減勢を示すに至り、個人消費も停滞ぎみとなった。これに対し、輸出および財政支出は依然増勢を続け、とくに輸出は生産を下ざさえる大きな要因になったといえよう(第2表、第5表参照)。

このような需要の増勢鈍化から、メーカーの意図せざる製品在庫投資はかなり急速に増勢を強めたが、商品市況の軟化による採算の悪化とあいまってメーカーに対する圧力は一段と強まり、鉄鋼をはじめとして多くの業種において生産調整の開始ないし強化の動きがようやく具体化するに至った。かくして、10～12月期の鉱工業生産は1.6%増と、これまでの各期の3%をこえる伸びに対して大幅な鈍化を示すこととなった。

(ビジネス・マインド変化の諸要因)

(1) かかる変化をもたらしたもののうち、まず企業金融の動向をみると、夏ごろまではなお若干のゆとりを示す業種や企業がかなり見受けられたのに対し、秋口にはいるやひっ迫の度合いは総じてかなり急速に高まった。この時期における企業の手元現預金水準の低下の度合いは、必ずしも大幅ではなかったが、先行きの景気動向や資金調達の見通しが悪化し、企業の予備的動機に基づく流動性選好が強まりつつある環境の下では、その生産投資態度を慎重ならしめる上に大きな効果を及ぼした。今回の調整期においては、9～11月ごろが企業金融の最も繁忙を呈した時期と考えられる。このことは企業流動性水準の推移を示す第3表および本行統計局のビジネス・サーベイの結果(第6表)からもうかがわれるところである。

(2) 次に企業業績の悪化についてみると、本行統計局調べによれば、産業界の9月期決算は増収減益(主要産業525社で前期比、売上高6.8%増、純

(第6表)

主要企業の資金繰に対する判断

(回答社数構成比・%)

	楽である (A)	さほど苦 しくない	苦しい (B)	A-B
38年8月	9	65	26	△17
11月	9	62	29	△20
39年2月	5	60	35	△30
5月	4	56	40	△36
8月	2	52	46	△44
11月	3	46	51	△48
40年2月	2	52	46	△44

(注) 本行統計局調「主要企業の短期経済観測」による。

利益は3.4%減)となった。もっとも法人税法の改正により減価償却費が増加したため、これを除けば、減益であったかどうかは必ずしも明らかでないが、いずれにせよ売上高純利益率はかなり低下した(注)。

景気調整が行なわれる際に企業収益の低下が生ずるのは、従来にもみられた現象である。しかし、根強い経済の拡大が続いているのに、景気調整の第1期に表面計数とはいえ減益に転じたのは今回が初めてであり、いわゆる「マクロとミクロの乖離」が明確に意識される契機の一つとなった。とくにこれまで成長産業と目されてきた合繊、弱電等において、業績のかなり顕著な悪化が生じたことなどは、心理的にも少なからぬ影響を経済界に及ぼしたと思われる。また、倒産した大手企業においてかなりの期間にわたって粉飾決算が重ねられていた事実が判明したことも、一般に企業業績の実態に対する懸念を抱かせることとなった。

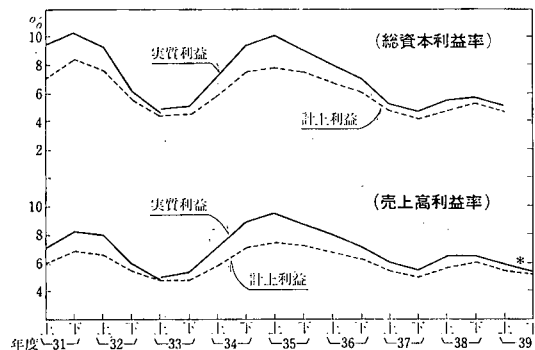
このような企業業績の悪化が、どの程度までその勢的な要因と循環的ないし一時的な要因とにそれぞれ基づいているかを、具体的に判定することはなかなか困難である。確かに前述した過去の高度成長に根ざすコスト圧力が次第に高まり、この

(注) 39年4月より法人税法が改正され、固定資産の耐用年数の短縮等の措置が実施されたため、減価償却費が従来よりもかなり増加することとなった。企業側の試算によれば、かりに税法改正がなかったとした場合の主要企業525社の純利益は、全産業では若干増益、製造業では横ばいとなる。

面から企業収益力がすう勢的に低下を続けていることは否定できない(注1)。この点は、超過償却や引当金増を調整した実質利益に基づいて算出した利益率の推移をみると、いっそう明らかとなる(第3図参照)。昭和30年代前半においては、コストのほぼ半ばを占める原材料コストが大幅下落を続け、賃金の上昇は労働生産性の上昇幅をたえず下回っていたため、この間資本コストは上昇傾向をたどったものの、総コストとしてはすう勢的に低下し、企業収益力の基礎は次第に強化されていた。このような好条件は30年代後半に至って消滅し、今後は期待し難いであろう。

(第3図)

総資本利益率および売上高利益率の推移



- (注) 1. 本行統計局「主要企業経営分析」の製造業についての計数。
32年度以前と33年度以降は完全には連続しない。
2. 39年度上期以降はサンプルがえが行なわれているが、新サンプルの増減率で旧サンプルに接続した。
3. ※印は推計。

とはいえ、最近におけるコストの増大が今後と同じテンポで進むとは、一概に断定できない。たとえば最近の減価償却コストの急増は34~36年における設備投資激増の結果であり、その後の設備投資伸び率の鈍化からすれば、やがてはかかる圧迫の漸減が予想されなくてもない。また37~38年における原材料コストの反騰も、中期的にみれば一時的現象にすぎないとみられる。さらに前記のように、景気調整第1期における売上高純利益率の水準が、従前の同じ時期に比べてかなり低位に

落ちたという点も、今次調整過程にはいつからの利益率の低下幅がとくに大幅であったわけではなく、引締め前の景気上昇期間が短かったため、ピーク時の水準が従来よりも低く、そこから利益率の低下が生じたという事情にある程度影響されよう。

かれこれ総合するに、昨今の企業業績の悪化には、一時的な要因もあるが、循環のみで説明できない要素が含まれていることは否定できず、こうした事情を背景に、採算に対する再認識が生まれ、安定的成長の要請が強まるとともに種々の面でコスト調整が図られることとなった。

(3) 10月以降における企業倒産の増加も、上記のような企業業績の悪化と深い関連を有しているが、特に中小企業の場合には、39年度の中小企業白書も指摘しているように、下記のような長期的・構造的な要因が存している。すなわち、①近年わが国においては民間設備投資に主導された経済の発展が続いたため、資本集約度が高く、大規模操業に適する重工業に対する需要の伸びが大きく、その発展がめざましかった反面、中小企業が大きなウェイトを占めている軽工業に対する需要の伸びは、相対的に低かったこと、②労働力需給の著しいひっ迫とそれに伴う賃金の高騰から、豊富低廉な労働力に依存してきた中小企業の経営基盤が、かなりの程度まで失われるに至ったこと(注2)、

(注2) 中小企業における賃金コストは、下表のとおり生産性の上昇を上回る賃金の大幅な増加から、36年度以降毎年かなりの上昇を示している。また人手不足と人件費増加が、中小企業の当面する最大の問題であることは、本行統計局の「中小企業の業況予測」の調査結果などよりみて明らかである。

(前年度比騰落率、%)

		34	35	36	37	38
大 人 目 当 り 金	大企業	+ 7.1	+ 7.4	+ 10.5	+ 7.7	+ 9.7
	中小企業	+ 7.6	+ 14.0	+ 16.1	+ 14.0	+ 10.4
物 的 生 産 性 の 勞 働 性	大企業	+ 12.3	+ 19.3	+ 10.6	+ 6.0	+ 11.0
	中小企業	+ 9.8	+ 14.7	+ 13.1	+ 7.6	+ 6.4
賃 金 コ ス ト	大企業	- 4.6	- 10.1	- 0.1	+ 1.7	- 1.1
	中小企業	- 2.0	- 0.5	+ 2.7	+ 5.9	+ 3.8

資料：本行統計局「主要企業経営分析」、「中小企業経営分析」。

(注1) コスト上昇の問題については調査月報39年4月号「企業経営におけるコスト圧力について」参照。

③このような需要構造や労働力需給の変化に対応するため、中小企業は設備投資を積極的に行なったが、資金調達力が十分でないためこの面で無理を重ね、またその規模、内容、時期等の点で慎重さを欠く面がみられたことなどである。これらの諸事情は、秋口以降において発生したいくつかの中規模企業の倒産についても、かなり共通しているが、このすう勢的要因が金融引締めを誘因として、倒産の増加をもたらしたものと考えられる。

(4) 一方、春以降一時持ち直しをみせていた株式市況は、秋口、特に10月以降、沈滞の色を一段と濃くした。これは直接的には上記の企業収益の低下、倒産の増加など経済実体面の悪化を映じたものである。しかしさらに基本的な背景としては、証券業界が過去の高度成長期において業容を過度に拡大した結果、これを維持するため営業活動や投資信託の運用の面において、種々無理を重ねた点が指摘されよう。また企業が引締め期における金繰り難などから、必ずしも収益力の裏付けのない増資を強行したことも、その一因であろう。

共同証券は、かかる市況の著しい不振に伴う市場の不安感を除去し、その正常な機能を維持するため、8月下旬以降大手証券とも連係の上活発な買い出動を再開した(注1)。本行は市中銀行の同社向け融・出資に対する特別の配慮、日証金を通ずる同社向け融資の実施(12月以降)等の措置を講じ、その活動を支援した。その結果、東証ダウ平均はかろうじて1,200台を維持しえたが、共同証券の年間株式購入額は約1,900億円の巨額に達した。また株式市場対策の一環として、9月に開催された「増資の調整に関する懇談会」(大蔵省、本行他関係団体の代表者により構成)において、40年

2月以降の増資を全面的に抑制する旨の申合せが行なわれた。さらにこのほか、年明け後過剰株式の長期棚上げを目的として証券保有組合が設立されたが、このように異例ともいべき対策が次々と講ぜられたことは、株式市況の不振の根の深さを物語るものであった。また、かかる市況の不振が経済界一般に与えた心理的影響も無視できぬものであった。

(供給過剰感の台頭)

(1) 上述のような事態をながめ、また秋口以降製品在庫圧力の増大に伴う商品需給バランスの悪化を背景に、経済界には供給過剰感が次第に広がるに至った。それは、当面の商品需給バランスの悪化が単なる循環的なものではなく、過大設備の存在を背景にやや中期的な性格を帯びているとする、いわば設備過剰感というニュアンスのものであった。

しかし設備の稼働率の推移をみると、たとえば通産省調べによる製造業平均の稼働率指数は、39年年央ころを境として下降に転じたが、その度合いは比較的軽微であり、本年にはいつからの稼働率を前回景気調整期の最悪期と比べると、なおかなり高水準にある(注2)。しかも設備過剰感が強まったのはなぜであったか。

(2) 一口に過大設備といっても業種によって事情は区々であるが、設備投資ブームの一巡を背景とする工作機械、汎用モーター、重電機や、成長品種の普及が一巡した家庭用電機(特に扇風機、冷蔵庫、洗濯機等)、過当競争によるセメントなどの業種ではたしかに過大設備が存在するようであり、その最近の稼働率は前回のボトム時を相当下回っているものが多い。

(注1) 共同証券は39年1月に設立されたが、その後3～4月の株価下落の際に、数次にわたり買い出動を行なった。この際における株式購入額は約150億円である。

(注2) 35年=100の指数で38年1～3月は90.0であるのに対し、40年1～3月は98.5。本指数には重電機、造船などが含まれず、また自動車や合機などの能力算定は過小評価の嫌疑があるが、反面石油化学、セメント、鉄鋼など概して能力が過大評価されているものもあるため、製造業平均の大勢観察にはとくに支障はないと思われる。

しかしそのような過大設備とみられる部門は、製造業全体のうちの一部にとどまり、その他の多くの業種においては稼働率も高く、商品の需給基調に中期的な変化をもたらすような過大設備があるとはみられない。それにもかかわらず、設備過剰感が広く各業界に広がっているのは、すでに述べた損益分岐点操業率の上昇から、採算が不十分なためとみられる。このような必要操業度の上昇から生産調整も小幅にとどめられ、結局需要を上回る生産が続けられがちとなり、在庫の半慢性的過剰、価格低下、受取条件の変化がなかなか改まらず、これがさらに必要操業度を高めるという悪循環が多くの業種で生じている。なおそれにもかかわらず、著しい需給アンバランスが生じないのは、一つには輸出が好調であるためと思われるが、輸出は必ずしも出血ではないにしても内需よりマージンが薄く、売上高利益率を低下させる要因となっている。現在一般化している設備過剰感は、上述のような企業経営面のデフレに根ざすものといえよう。したがってそれだけに解決策としては、コストの調整が重要であり、それによって必要操業度を低下させうる状況となれば、現在の需要と供給能力とのバランスそのものには大きな変化がないまでも、設備過剰感が解消しうる業種が少なくないであろう。

3. 金融引締め緩和後の情勢

(1) 前述のように39年末に至り国内経済活動は漸次鎮静に向かい、また夏ごろ以降一時輸出の伸び悩みと輸入の漸増からその先行きが懸念された国際収支も、12月以降輸出信用状の大幅な伸長などから、おおむね安定した軌道に乗りつつあると判断されるに至った。このため本行は12月準備預金制度の準備率を引き下げ、さらに更年後の1月には公定歩合の日歩1厘引下げを実施した。金融市場はこれら引締め措置の解除以前において、すでに自律的な緩和に向かいつつあった。これは財政

資金が11月以降、食管会計の季節的な払超、国際収支の黒字に基づく外為会計の払超、一般会計諸払の増加などから大幅の散超となった(10~12月中7,919億円、前年同期5,238億円)のに加え、個人消費の伸び悩み、荷動きの鈍化、企業流動性の水準低下などを映じて、銀行券の増勢もこのころから衰えたためである(季節調整済み月中平残増加額、10~12月平均93億円、4~9月平均203億円)。さらに共同証券が本行の市中銀行ならびに日証金を通ずる融資により、10月から12月までの間に集中して巨額の株式買入れを行なったことも、金融市場の緩和をもたらした一因として見のがせない。本行の都市銀行に対する貸出限度余裕額は、10月ごろにはかなり窮屈になっていたが、以上のような事情から11月以降大幅に裕りを取り戻し、準備率の引下げとあいまって、年末金融は異例の平穩のうちに推移した。

更年後財政資金は季節的な揚超に転じ(1~3月中5,197億円、前年同期4,735億円)、銀行券も企業の流動性が徐々に回復しはじめたことを主因に、基調的には再び増勢を強めた(1~3月平均の季節調整済み平残増加額259億円)。しかし本行が債券買入れを行なったほか、その日証金を通ずる融資により証券保有組合が証券業者および投資信託保有株式の一括肩代り(約1,700億円)を行ない、これに伴ってその資金がコール市場に放出されたこともあって、金融市場は総じて小締まり程度に推移した。一方株式市場においては、上述の証券保有組合による肩代り実施にもかかわらず、株価は年初一時持ち直したあとじり安傾向をたどり、3月8日にはダウ1,200を割るに至った。

(2) 金融引締め緩和後においても、銀行は資金ポジション改善の意欲が強く、かつ倒産の続出から債権確保の要請が強まってきた関係もあって、依然慎重な貸出態度を持続した。これに対し企業の資金需要の面においては、秋口以降表面化した、減

産、滞貨増、回収条件の悪化などに伴う資金が漸増傾向をたどったものの、生産投資活動の落ち着きを映じて要資全体としては増勢鈍化を示した。とくに1月の公定歩合引下げ後においては、企業は先行きの金利低下を見越して借控え傾向をみせ、収益状況の悪化から流動性の回復にも総じて慎重な態度を示している。このような資金需要の鎮静を端的に物語っているのが、平残ベースの銀行貸出の動向である。すなわち、第7表にみられるように、1～3月の貸出増加額は末残ベースでは全

(第7表)

貸出増加額の前年比推移

(前年同期の増加額に対する比率)

	全国銀行		都市銀行	
	末残ベース	平残ベース	末残ベース	平残ベース
39年4～6月	85.8	88.7	94.7	108.1
7～9月	81.3	75.0	81.8	84.6
10～12月	88.5	83.9	91.7	86.4
40年1～3月	99.2	(1～2月) 40.5	99.7	67.8

(注) 末残ベースは含み貸出、朝日銀行分調整済み。

国銀行、都市銀行ともに前年同期並みとなっているが、平残ベースでは都市銀行の場合前年の68%にすぎない。一方、銀行貸出金利は公定歩合引下げに伴い徐々に低下傾向をたどったが、上記のような銀行の慎重な態度に加え、金利自由化の観点から並手金利の自主規制最高限度が据え置かれた関係もあって、そのテンポは従来の金融緩和期に比しかなりゆるやかであった。このような情勢の下において3月初め山陽特殊製鋼の倒産が発生したが、同社の負債額は数百億円に上り、戦後最大の規模のものであっただけに、その経済界に及ぼした心理的影響は多大なものがあり、銀行、企業ともにその仕振りをいっそう慎重化するに至った。

(3) この間経済実体面においては、原材料、流通

在庫投資は前期に引き続いて鎮静し、設備投資は前期よりもさらに、減少したものとみられ、需要は全体としては、いっそう伸び悩み傾向を強めた。年末から年初にかけて一時底固めの様相を呈した商品市況も、1月半ば以降、繊維、鉄鋼など主力商品の軟化から頭重い商状となった。このような情勢を背景に、かなり多くの業種において生産調整が進められ、生産は横ばい模様へ転ずるに至った(1～3月の生産は前期比-0.3%、ただし3月は速報による)。かかる変化に伴いこれまで上昇を続けてきた製品在庫率もようやく頭打ちないし減少傾向を示すようになり、景気調整過程は最終段階にはいった。一方国際収支は、輸出が引き続き大幅の伸長をみたのに加え、輸入が経済活動の鎮静に加え、輸入素原材料在庫のいっそうの圧縮や米国の港湾ストライキの影響もあって前期より減少したため、黒字基調はいっそう拡大するに至った。なおわが国の輸出増加の世界貿易増大に対する弾性値は、昨年春ころの2前後から昨秋ないし本年初めには3前後へと急上昇しており、この点からみると、昨秋ごろ以降の輸出の大幅伸長は、国内面における輸出プレッシャーを主因とするものと思われる。このような情勢を背景として、本行は、昭和40年度にはいって早々(4月3日)公定歩合を更に日歩1厘引き下げた。

4. む す び

(1) 以上昭和39年度の経済金融情勢を回顧したが、この間において日本経済は9.4%の実質成長率(政府改訂見通しによる)を達成しながら、同時に輸出の大幅伸長(前年度比26%増)により、年度当初においては至難と目されていた経常収支の均衡を回復した。これは、昨年初めには予想しえなかったところであり(当初の政府の経済見通し、実質成長率7%、経常収支5億5千万ドルの赤字)、この面では今回の景気調整が予期以上の成

功を収めたことを物語るものといえよう。とくに今後資本収支の黒字に多くを期待し難く、持続的な経常収支均衡が必要となりつつあるおりから、ともかくも経常収支の均衡を達成しえたことは、かかる国際収支構造の転換に一応の目途をつけえたものとして、まことに意義深いものといえよう。

ただ、昨年来の輸出の伸長は、有利な海外環境や輸出プレッシャーなどいわば一時的要因に負うところも少なくない。今後とくに金融緩和期において、輸出努力と、国内経済の安定的発展を通じて、いかにこの好調を持続してゆくかが、重要な課題といわなければならない。

(2) このように景気調整は所期の効果を収めたとはいえ、初期においては前述のようにその足取りがゆるやかであった。これについては、今回の場合、景気上昇後比較的短期間に国際収支が悪化したことや、引締め後も当分企業流動性が高水準を続けたことなどが影響している。今回の景気調整はこの意味においていわば新しい体験であり、その調整過程にうかがわれた具体的な推移は、今後における政策運営上貴重な参考となった。

この点に関連して、とくに注意を要するのは、金融緩和時におけるマネーサプライのコントロールが、いっそう重要性を増しつつあることである。本行は4月公定歩合の再引下げに先立ち、今後における金融調節方式に関し、①債券売買は今後原則として金融市場の資金過不足額に見合っただけで行なうこととし、かつ情勢の変化に応じて機動的に行なうよう努める、②貸出限度余裕額がこれまでにおける資金需給の予期しない変化や、証券向け貸出の増加など本行貸出の構成変化から、巨額に上っている状況にかんがみ、貸出限度額を約2,000億円削減する、③窓口指導の期間を、従来の3か月から6か月に延長し、市中銀行の自主的活動の余地をより大きくした上これを存続する、の3点

を決定した。

(3) 以上と並んで今次調整過程においてみられた特に注目を要する現象は、金融引締め浸透とともに、設備過剰感の台頭、企業収益の低下、倒産の増加、株式市場の深刻な不振など、これまでの高度成長の陰にかくされてきた問題点が次第に露呈してきた点である。前述のように、設備過剰感の高まりと企業収益の低下は、高度成長期の過大投資と労働力需給ひっ迫によるコスト圧力の増大に基づく面が少なくなく、企業倒産の増加もかかる背景の下に生じた。また株式市況の不振も、その遠因は過去における証券業界の過度の業容拡大にある。このようにみると、高度成長期における量的拡大偏重の弊害が、わが国の経済にいかにか大きな歪みをつくり出したかが理解されよう。これと同時に注目すべきは、倒産した中規模企業などに見受けられた粉飾決算、企業間信用への依存に基づく決済条件の悪化、手形の乱用による不渡手形の増加など、いわば経済合理性に基づくマーケットの秩序をみだす仕振りが、多くの企業にみられた点である。しかし、倒産は、このような表面の糊塗が限界に達したことを示唆するものにほかならない。

幸い今回の景気調整を契機として、産業界、金融界には従来の量的拡大偏向に対する反省から、採算に基礎をおいた健全経営重視の気運が生じつつある。今後におけるわが国経済の安定的な発展のためには、こうした経済合理性を再確認する気運をさらに醸成し、定着させてゆくことこそ不可欠であろう。

39年度は、まことに多難な年ではあったが、開放体制に新たな一歩を進めた以上、国際間のきびしい競争に耐え抜き、また諸外国の信認に応えてゆくためにも、このような試練は決して無意義のものではあり得ず、またそうあってはならない。