

昭和40年度経済金融情勢の回顧

〔要 旨〕

1. 昭和40年度のわが国経済は、金融引締め政策緩和後においてかえって景気が低迷し、一部証券会社の業態悪化から戦後はじめて本行特別融資の実施をみるなど、根の深い不況を経験した。こうした不況を打開するため、国債発行による有効需要の拡大が図られ、ようやく景気はゆるやかな回復に向かうに至った。この間消費者物価が不況下にもかかわらず大幅な高騰を示し、また国際収支のパターンが輸出の好調と資本収支の大幅赤字化から先進国のそれに転換したことなども、昨年度経済において注目すべき事柄であった。
- 2 昭和40年度はこれまで順調な発展過程をたどってきたわが国経済がはじめて上記のような諸困難に直面したという意味において忘れ難い年であったが、それが今後のわが国経済に対して有する意義は次の諸点にある。その第1は、昨年のかきしい体験から今後の経済、金融政策の運営に関して貴重な示唆を与えられたことである。すなわち、今次の景気調整過程においては3期連続の減益決算、数多くの企業倒産、証券界の業態悪化など、従来みられなかったような不況現象が表面化した。これらの過去における設備投資等の行過ぎ、これに基づく企業収益力のすう勢的低下を基本的な背景としていたことは否定出来ない。また景気低迷下における消費者物価の著騰も労働力需給のひっ迫を根因としている。以上のような観点に立った場合、今後持続的な経済成長を可能にするため経済の体質や環境をどのように整えてゆくかということが当面最大の課題であるといえよう。このため金融面において何よりも急務と考えられることは、今後資金調達面から民間投資活動が自律的に調整されようよう金利の自由化と公社債市場の育成を促進することであろう。

40年度経済が有する第2の意義は、財政政策がはじめて景気政策として登場し、これを大きなさえとして景気が回復の軌道に乗るに至ったことである。ただフィスカル・ポリシーとしての財政政策は不況対策だけではなく、反対に景気行過ぎ防止にも用いられるべきものであるから、今後経済金融情勢の動向に応じてその弾力的な運用が図られることが望ましい。これを達成するための金融面での有力な手掛りの一つとなるのは、国債発行が市場法則に即して行なわれることでありこれが円滑に実行されるならば、国民経済的にみて妥当な水準に国債発行額と財政規模が決定されることも比較的容易となろう。前述の金利の自由化と公社債市場の育成はかかる観点からも重要な課題といえよう。

〔目 次〕

は し が き

1. 金融緩和下における景気の低迷とその背景
 - (1) 上半期の経済金融情勢

(2) 景気低迷の背景

- 総需要の動向
- 民間投資活動停滞の原因

- (3) 証券市場の低迷と証券会社の業態悪化
- 2. 景気の回復と資金の流れの変化
 - (1) ゆるやかな景気回復過程とその契機
 - (2) 金融緩和の持続と資金の流れの変化
金融情勢の推移と企業金融の動向
資金の流れの変化と資金偏在の改善

- 金融調整手段の多様化
 - 3. 不況下における消費者物価の高騰と国際収支パターンの変化
 - (1) 消費者物価の高騰
 - (2) 国際収支パターンの変化
- む す び

は し が き

昨年度中にわが国経済の歩んだ道はまことに多難であった。すなわち39年末以降の相つぐ金融緩和措置にもかかわらず景況は低迷を続け、このような不況からの脱却のために国債発行という戦後はじめての需要喚起策がとられるに至った。

以下本稿では、40年度を①上半期—秋口までの金融緩和の進展にもかかわらず景況が低迷を続けた時期、②下半期—景気が停滞からゆるやかな回復に向かった時期に区分して、その間の経済金融情勢の推移と特色を回顧し、③次いで年度間を通じとくに目立った国際収支構造のパターン変化の問題と、不況下における消費者物価高騰の問題について検討を加えることとしたい。

1. 金融緩和下における景気の低迷とその背景

(1) 上半期の経済金融情勢

38年末に始まった金融引締め政策は、39年末における準備預金制度の準備率の引下げに続き、40年1月および4月の公定歩合引下げによって、ほぼ全面的に解除された。しかしその後も景気回復のきざしがみられなかったのみならず、5月には一部証券会社の業績不振が表面化したことを契機として、一般投資家の間に運用預り有価証券の払戻し等について不安の発生が懸念されるに至り、経済界の不安人気がかえって高まっていった。こうした事態に対処し、本行は、5月下旬日本銀行

法第25条に基づく特別融資を実施するとともに、6月から7月にかけて、公定歩合の引下げ、市中銀行に対する貸出増加額規制の廃止、準備預金制度の準備率の引下げなど、一連の金融緩和政策を推し進めた。またこれらとほぼ時を同じくして、財政面からも財政投融资計画の拡大、財政支出の促進など、諸般の景気対策が決定をみるに至った。

こうした動きを映じて、夏以降経済界の悲観人気が次第に影をひそめ、商品市況、株式市況等にはかなりの明るさがみられ始めてくるとともに、金融市場においてコール・レートが大幅に低下するなど金融緩和の影響が経済の各方面に急速に浸透していったが、生産、出荷等実体面の経済活動は、上半期中なおはかばかしい回復をみないままに推移した。

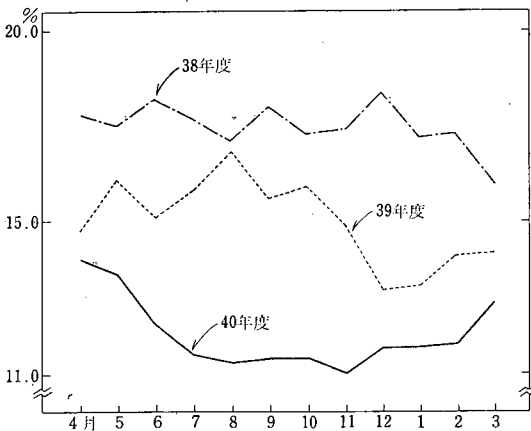
まず最初に、金融面における金融緩和の浸透状況を見ると、金融市場においては銀行券が落ち着いた動きを示した反面、財政資金は後述の支出抑制措置の影響から、対民間収支の払超額が前年同期のほぼ半分にとどまり、資金需給緩和要因として作用する余地が少なかった。しかしこの間、本行が金融緩和方針の下に弾力的な市場調節を行なったため、金融市場は大幅な引きゆるみを示した。

すなわち銀行券は、39年の秋口以降増勢鈍化傾向が目立ち始めていたが、金融引締め解除後伸び率がいっそう低下し(銀行券平均発行残高の前年同期比増加率39年10～12月、14.5%、40年1～3

月13.9%、4～6月13.3%、7～9月11.4%)、この結果上期中の銀行券増発額はわずかに108億円(前年同期613億円)にとどまった(第1図参照)。これは後述のような経済活動の不振を映じた一般商取引の停滞と、雇用、賃金の伸び悩みによる個人消費の低調に基因するものであったが、前回、前々回の調整過程において金融引締め解除後、銀行券の増勢が急速に強まったのに比べて、今回の動きはきわめて異例であり、不況の深刻さを物語るものであった。

(第1図)

銀行券月中平均発行高の前年比増加率の推移



一方財政資金の動きをみると、年度初より景況の低迷を映じて税収は著しく不振であったが、郵便貯金、保険収入の引揚げがかさんだほか、支出面で財政支出の一割留保措置が採られたため公共事業費を中心に支払が進捗せず、結局期中における対民間収支戻は679億円の払超(前年同期払超1,343億円)にとどまった。

以上のように財政資金の払超幅が小幅にとどまったものの、銀行券が期中を通じて落ち着いた動きを示し、さらに準備預金制度の準備率引下げによって金融機関の本行預け金も減少を示したため、債券売買等を含む本行信用は期中342億円の減少を示し、前年(304億円増加)とは様変わり

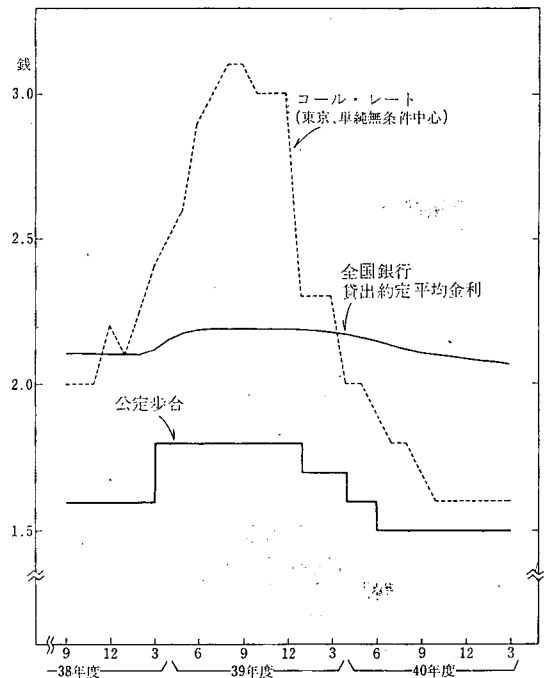
状況となった。このような現金需給バランスの緩和に加えて、この間本行が金融緩和方針の下で弾力的な市場調整を行なったこと、さらに証券市場対策として供与された本行資金の一部がコール市場に還流したことなどにより、金融市場は急速に緩和傾向に向かい、コール・レートは上期中に日歩6厘の大幅低下をみるに至った(第2図参照)。

こうしたコール・レートの低落に伴い、出し手

(第2図)

各種金利の推移

(単位・日歩 銭)



金融機関は採算的に不味となったコール放出を手控え、その一部を有価証券投資等に振り向けたため、コール資金市場残高(3市場合計)は期中831億円の大幅減少(前年同期980億円増)を示すに至ったが、反面このような動きは起債規模の拡大や既発債レート的大幅低下をもたらし、金融市場の緩和感をいっそう拍車することとなった。

この間、全国銀行の期中貸出増加額は10,687億円と前年実績(10,313億円)をわずかながら上回る

にとどまった。これは主として、企業の資金需要が収益力の低下や、経済活動の低迷、先行き見通し難などから鎮静を続けたことによるものである。このほか銀行側の貸出態度が、6月ごろまでは企業倒産の増加からなお慎重な態度を続け、なにかんずく都市銀行の場合には、金融引締め過程で資金ポジションが急速に悪化し収益の悪化を招いたため、資金ポジション改善意欲が先行したという事情も貸出伸悩みの一因として見のがせない。もっともこのような銀行の貸出態度も金融緩和がいつそうの進展をみた7月ごろから漸次積極化の度合を強め、優良中小企業を中心とする新規取引先の開拓が推し進められていった。また年初来ゆるやかな低下傾向をたどってきた銀行貸出金利もこのころより下げ足を速めた。

このように金融緩和の影響が逐次浸透していったにもかかわらず、鉱工業生産は、39年10～12月期2.2%増、40年1～3月期横ばいのあと、4月以降も4～6月期0.7%減、7～9月期1.1%増(いずれも季節調整済み計数の対前期比)とほとんど横ばいのまま推移した。これは金融引締め解除後の動きとしてはきわめて異例であった。また製

品在庫は、業種によって区々ながら出荷の伸び悩みから総じて横ばい傾向を続けた。一方商品市況は、年度初来軟弱な地合いを続けたが、7月にはいり、政府の景気対策の発表や減産計画の本格化から先高期待が生じたため、主力商品の鉄鋼、繊維は底入れから反発に転じ、その他の商品もこのころを境としておおむね回復傾向をたどった。もっとも鉄鋼、繊維は秋口に至り実需の伸び悩みから中間需要が鎮静化に向かったため、小反落商状となった。このように商品市況の大勢は夏以降徐々に地合の改善を示したが、これは主として生産調整等供給面の抑制措置をささえとするものであった。

(2) 景気低迷の背景

総需要の動向

以上概観したように上半期中の景況は金融緩和下においても順調な回復過程にはいるに至らなかったが、このような経済活動の停滞をもたらした理由をまず需要動向の面からみてみよう。金融引締めの解除された4月以降の総需要の動きでまず指摘されることは、輸出が引続き好調であった反面、その他の需要項目、すなわち財政支出、個人

(第1表)

財政資金対民間支払額の推移

(単位・億円)

	対 民 間 支 払 額					う ち 公 共 事 業 関 係 費						
	39年度	40年度	前年度比	40年度 (季調済み)	前期・ 月比	39年度	40年度	前年度比	40年度 (季調済み)	前期・ 月比	進捗率	(カッコ 内前年)
4～6月	19,696	21,834	+ 10.9	21,466	+ 0.9	1,422	1,415	- 0.5	1,391	- 9.4	5.3	(6.7)
7～9月	17,289	20,035	+ 15.9	23,143	+ 7.8	1,152	1,053	- 8.6	1,444	+ 3.8	13.3	(16.5)
10～12月	25,976	28,526	+ 9.8	23,289	+ 0.6	1,964	2,466	+ 25.6	1,731	+ 19.9	31.2	(28.4)
1～3月	18,710	22,270	+ 19.0	25,236	+ 8.4	1,540	1,746	+ 13.4	1,710	- 1.2	22.1	(22.2)
年度計	81,671	92,665	+ 13.5	93,134	—	6,078	6,680	+ 9.9	6,276	—	72.0	(73.9)
10月	6,671	7,886	+ 18.2	7,780	+ 0.7	443	369	- 16.7	449	- 8.6	4.7	(6.4)
11月	8,177	8,862	+ 8.4	7,939	+ 2.1	379	442	+ 16.6	566	+ 26.1	5.6	(5.5)
12月	11,128	11,778	+ 5.8	7,570	- 4.6	1,142	1,655	+ 44.9	716	+ 26.5	21.0	(16.5)
1月	3,232	3,734	+ 15.5	8,391	+ 10.8	118	125	+ 5.9	493	- 31.1	1.6	(1.7)
2月	4,125	5,020	+ 21.7	8,351	- 0.5	285	330	+ 15.8	587	+ 19.1	4.2	(4.1)
3月	11,353	13,516	+ 19.1	8,494	+ 1.7	1,137	1,291	+ 13.5	630	+ 7.3	16.3	(16.4)

消費、民間投資のすべてが不振を続けたことであった。

すなわち、第一に財政支出は4～6月期に異例の停滞を示したことが総需要の動向に少なからぬ影響を及ぼした。これは40年度一般会計予算の伸びが過去の景気回復期に比して比較的小幅にとどまった(前年度当初予算比12.4%増、33年度15.3%増、38年度17.4%増)ほか、新年度にはいつから景気の低迷によって法人税を中心に税収の伸び悩みが予想されるに至ったため、政府が公共事業費を中心に予算の一割留保措置を実施したことによるものである。従来、39年の金融引締め下においても財政の対民間支払額(季節調整済み)は4半期ごとに平均5～6%づつ増加を示したが、今回の場合、以上の措置がとられた結果、4～6月期の支払額は前期に比べてほぼ横ばいとなった。なかんずく公共事業費は前期比約1割の減少を示した(第1表参照)。その後、6月および7月の経済政策会議で、一割留保措置の撤回、公共事業費等財政支払の促進、財政投融资の増額などが相ついで決定され、さらに歳入欠陥は国債発行によって補てんされることが明らかにされ、7～9月期以降の財政支払は逐次回復を示していった。しかし支払繰り延べ措置の影響は予想外に大きく、この遅れを短期間に取り戻すことは手続的にも相当困難であった。

次に個人消費支出が予想外に不振に推移したことも今回の特色の一つであった。これは生産の停滞によって39年秋口以降雇用が伸び悩んだほか、賃金も時間外収入やボーナスの減少を主因としてその伸びがかなり低下したこと、一方家計支出面においては、耐久消費財、衣料品などの需要一巡と先行きに対する不安感などから消費性向が低下したこと、さらに消費者物価の騰勢が続いたため、実質所得の増勢が著しく鈍化したこと、などの事情を背景とするものである。従来個人消費は

不況下においても比較的安定した伸びを示し、財政支出とともに景気の下ささえ要因として作用するのが通例であっただけに、今回の異例の停滞は無視し得ないものであった。

以上のような、財政、個人消費の不振に加えて民間投資需要も不振を続けた。まず設備投資は39年の金融引締め過程でも上昇を続けたのち、39年10～12月以降減少に転じ、40年度上期中停滞傾向を続けた。また在庫投資は39年後半から40年初にかけて原材料在庫の調整が行なわれたが、その後積み増しの動きはうかがわれず、流通在庫についても、投資態度は慎重で前向きの積み増しが積極化する気配はみられなかった。

民間投資活動停滞の原因

以上のような民間投資活動の沈滞は循環的要因とやや長期的な要因の双方によるものと考えられるが、前者についてまず指摘されることは、景気循環の局面からみた場合、40年度上期が底の局面にあたっていたことである。すなわち39年度においては、金融引締め下にもかかわらず経済実体面では根強い経済活動が続き、これが調整過程にはいったのは引締めの末期に至ってからであった。通常ならば民間投資の調整は引締め期間中におおむね一巡し、金融の緩和とともに在庫投資の復活から景気は新たな上昇過程にはいるのであるが、今回の場合、引締め解除のころになって設備投資はようやく減勢に転じ、製品在庫はそれからもお高水準を続けたのである。

まず在庫投資についてみると、従来の景気調整過程においては、ディーラーの生産財在庫の圧縮に伴いメーカーの製品在庫が急増するため、生産活動が金融引締め開始後比較的短期間のうちに抑制され、これがメーカーの原材料在庫の減少、さらには生産財生産のいっそうの抑制を招くという過程をたどっている。したがって金融引締めが解除されるころには一般にメーカーの減産による製

品在庫の調整は大幅に進捗しており、この結果、金融緩和に伴って流通在庫投資や、メーカーの原材料在庫投資が活発化し、これとともに生産財生産が比較的速いテンポで拡大し始めるという形をとっている。

しかるに今回の引締め期においては、コスト圧力の増大に伴う損益分岐点の上昇、高水準の企業流動性、輸出、設備投資等最終需要の堅調を背景に根強い経済の拡大が続いた。しかしこのような形による生産の増大には所詮限界があり、メーカーは製品在庫の増大と製品価格の下落から、生産調整に踏み切らざるを得ないこととなった。かくして金融引締め末期の39年末近くに至って、ようやく生産調整が一般化し始めるに至ったのである。したがって、上述のような原材料在庫投資ならびに流通在庫投資の圧縮、これに伴う生産財生産の抑制といった通常であれば金融引締め期間中に完了すべき調整過程が今回はさほど進捗せず、金融緩和期にはいつてからはじめて進行し始めることとなった。

次に設備投資の動向をみると、従来は金融引締め開始後はほぼ1四半期において減勢に転ずるのが通例であった。しかるに今回は引締めにはいつて後も根強い増勢が続き、減勢に向かったのは引締め末期のことであった。このように設備投資の盛行が続いた背景としては、次の諸点が指摘されよう。まず第一は、金融引締めに先行した景気上昇期が38年中の1年間という短期間に終わり、設備投資がようやく本格化しはじめた時点で引締めが実施されたために、多くの工事計画が金融引締め下の39年に実行されたことである。第二には、企業自体の設備投資動機が引締め下においてもなお根強かったことがあげられよう。これは、39年4月の本格的な開放体制への移行に伴い、国際競争力保持のため是が非でも投資を強行せざるを得ない業種のあったこと、賃金の大幅な上昇から労働

節約的投資の必要性が高まっていたこと、また一部ではあるが、オリンピックを目途としてサービス部門等で新規投資が進められたこと等の事情によるものであった。第三にこれを可能ならしめた背景として在庫投資の場合と同様、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したことも見のがせない。

このように引締め期間中に投資の増勢が続くといういわばサイクルのずれが生じた結果、今度は反対に金融緩和期にはいつても、従来のように短期間に上昇に転じがたい状況の下におかれることとなった。

企業の投資活動停滞の背景として第二に指摘されることは、行き過ぎた拡大によって企業の体質が悪化し、その不況抵抗力が著しく脆弱化していたことである。すなわち過去において外部負債に依存して行なわれた巨額の設備投資は、重電機、家庭用電機汎用モーターなど一部業界においてかなりの過剰設備をもたらし、また多くの企業において償却費、金利負担等資本費の著増を招いた。投資増大に伴う急速な需要拡大はまた若年層を中心とする労働力需給のひっ迫を生み、賃金は年々大幅な増加を示した。昭和30年代前年においては、賃金の上昇は労働生産性の上昇幅を常に下回っていたため、賃金コストは低下傾向をたどり、総コストも同様の動きを示した。しかし36年以降賃金は騰勢を強め、労働生産性とほぼ同程度の上昇を示したので、賃金コストは横ばい傾向に転じた。この結果資本コストの上昇が総コストの動向に大きく響くに至り、企業のコスト圧力は増大した。さらに企業間信用の膨張などによる総資本回転率の低下や非効率の投融資の増大も加わって、企業の収益力は趨勢的に低下するのを免れなかった。かくして40年度上期の企業収益は3期連続の減益決算となり、しかも減益幅は逐次拡大して、過去の下況時を下回る低水準に落ち込んだ。こう

した企業収益力の低下^(注)は自己資本比率の減少といった財務構成の悪化とも相まってその経営基盤の脆弱化を招き、ひいては投資活動の停滞をもたらすこととなった。

以上のような企業体質の脆弱化が企業マインドに深刻な影響を及ぼしたのは当然であるが、さらに今回の景気調整の大きな特色である企業倒産の増大(特に40年3月の山陽特殊鋼の破たん)と一部証券会社の経営不振の表面化が、企業の不安感を増大させ、投資意欲を萎縮させたことも看過し得ない。これらの現象はいうまでもなく前記の企業収益力の低下を背景とするものであり、やや長期的な要因がこうした形においても企業の投資活動に影響を及ぼした点は留意を要しよう。

(3) 証券市場の低迷と証券会社の業態悪化

上期中における景況の推移とその背景は以上のとおりであるが、この間における最も特徴的な出来事は一部証券会社の業績不振の表面化と、これに伴う本行特別融資の実施であった。

38年中央不振を続けてきた株式市場に対しては、すでに39年以降共同証券による買いささえ(39年1月設立、39年3月以降株式買入れを実施)、「増資調整懇談会」の申し合せによる増資の全面的抑制措置(40年2月より実施)のほか、証券保有組合による過剰株式の棚上げ(40年1月設立、同月より買入れ実施)等の対策が逐次実施され、株式需給の改善と、市場機能の回復が図られてきた。このような異例ともいふべき種々の対策が講ぜられていたにもかかわらず、40年度にはいつてからの市況は企業収益の悪化と経済活動の停滞を映じていっそう不振の度を強め、東証平均株価は3月に1,200の大台を割り込んだあと、5月末には1,100の大台をも下回るに至った。

このような市況の低迷に伴い、証券会社の経営

内容は急速に悪化し、5月下旬には山一証券の業績不振が表面化するに至ったが、その経営再建計画の発表を契機として運用預り有価証券の解約等が急増し、信用不安の発生が懸念されるような状態となった。元来運用預りの有価証券は証券会社が顧客から無担保で預かり、銀行借入の担保として利用していたものである。この制度は国民貯蓄の一形態として広く一般大衆に利用されていたため、かりに一部の証券会社が顧客の返還要求が生じた際銀行借入を返済し得ず、したがってまたこれら有価証券を返還できない場合には、一般の不安感が増大し、証券界、金融界に混乱が生ずるおそれがあった。このため本行は信用秩序の維持安定を図る趣旨から、日本銀行法第25条に基づき山一証券に対し主取引銀行3行が運用預り有価証券の払戻し等に必要な資金を融通するための所要資金を上記3行に融資する措置をとった(その後大井証券に対しても同様の措置を実施)。本措置が経営困難に陥った個別証券会社や、その取引銀行を救済する趣旨のものでなかったことはいうまでもない。

かかる証券会社の業態悪化は、直接には市況の長期低迷による証券取引の不振、手持り有価証券の累増等の理由によるものであるが、これをもたらしした基本的な背景としては、過去の高度成長期において外部負債に依存して安易に業容を拡大した結果、一般経費ならびに金融費用の増大を招いたことが指摘されよう。したがって証券会社の業績悪化は一般企業の場合とほぼ同様の要因に基づくものであり、過去の高度成長の反動が企業収益力の低下をもたらしした最も典型的なケースといえよう。本行が戦後はじめて特別融資に踏み切らざるを得なかったことは、こうした事態の深刻さを物語るものであった。

(注) この点に関しては調査月報41年4月号「最近における企業収益力の動向について」参照。

2. 景気の回復と資金の流れの変化

(1) ゆるやかな景気回復過程とその契機

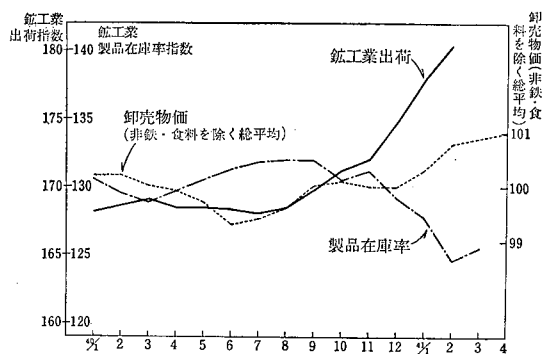
以上のように上半期中、生産、出荷など実体面の経済活動は金融の緩和にもかかわらず、低迷を続けたが、その後下半期にはいって在庫投資の下げ止まりと財政支払の本格化を主因として徐々に出荷面に回復のきざしがみられ始め、これを映じて年明け後には生産活動も着実に立ち直りを示すに至った。

すなわち、まず鉱工業出荷は昨年7、8月ごろを底として、それ以降、輸送機械などを中心に増勢に転じた(季節調整後出荷指数の対前期比、40年4～6月-0.2%、7～9月横ばい、10～12月+2.2%、41年1～3月+4.9%)。また、こうした出荷の回復から製品在庫率は年明け後目立った低下を示した。すでに昨年央ごろから汎用機械、民生用電機、紙などでは、在庫調整が進捗し始めていたが、これに加え年明け後から新たに鉄鋼、輸送機械などでも調整が進むに至った(第3図参照)。

以上のような情勢を背景に、商品市況は繊維(とくに綿糸、スフ糸)などごく一部を除いて下期中着実に地合の好転をみた。また本行卸売物価も昨年7月をボトムとしてジリ高傾向をたどった

(第3図)

出荷、在庫、価格指標の推移



(注)「鉱工業出荷」「製品在庫率」は通産省調べ、季節変動調整、3か月移動平均値。

が、年度末ごろには生産調整緩和の動きなどを映じて横ばいに転じた。こうした卸売物価の上昇には米価の引上げや、とくに最近では海外高を映じた非鉄の異常高が影響していることは否めないが、これらを除いて試算してみても本年3月の指数は昨年7月のボトム比1.5%の上昇(非鉄、食料を含めると3.4%上昇)となっている。

鉱工業生産もこのような需給バランスの好転を映じて、年明け後かなりの上昇傾向を示すに至った(季節調整後生産指数の対前期比、40年4～6月-0.7%、7～9月+1.1%、10～12月+0.5%、41年1～3月+4.5%)。

かかる市況の改善は、基本的には生産抑制の持続に負うところが大きいのが後半に至って官公需、輸出が増加を示したほか、これらを背景に一部民需に動意がみられるなど、需要が持ち直すに至ったことも見のがすことはできない。これは金融緩和の進展に加えて、財政面の政策効果がようやく浸透しはじめてきたからであった。

生産調整は金融引締めが企業段階に本格的に浸透し始めた39年末ごろから多くの業界でその動きが表面化し、時を追って強化されたが、その形態は、自主調整によるもの(機械、洋紙、合繊、セメント)、行政指導によるもの(石油、鉄鋼、塩ビ)、不況カルテルの結成によるもの(綿・スフ糸、板紙、特殊鋼)など様々であった。

39年まで、コスト圧力による損益分岐点の上昇を主因に強い増産意欲を示してきた企業が、このように生産抑制の方向に足並みをそろえたのは、前述のように製品在庫圧力の著しい増大、製品価格の大幅な下落懸念などからであるが、それととに各業界でコスト調整に努力が傾注され、それに伴うコスト圧力の軽減が生産抑制を容易にした面も見のがせない。すなわちこの時期における主要大企業のコスト動向をみると、償却費用は設備投資の抑制から、また金融費用は借入金利の低下な

どからそれぞれ減少傾向を示しているほか、一般管理販売費も広告費の削減、機構の簡素化など、各種の合理化努力によって圧縮をみるに至っている。もちろん売上げの伸び悩みから、収益は依然低迷を脱していないが、企業のコスト調整努力がそれなりに効果をあげていることは注目を要する。

一方、最終需要は秋から年末にかけて徐々に立ち直りの気配がうかがわれ、年明け後かなりの増勢を示すに至ったが、かかる需要回復の柱は主として財政需要と輸出の好調であり、民間の投資活動は従来の循環に比べて回復力が弱かった。これは前述のような企業の経営基盤の脆弱化などのやや長期的な要因が影響したことによるものである。

設備投資は、機械出荷や先行指標である機械受注の動きからみて、秋以降下げ止まりとなり、年度末近くに至り徐々に回復に向かうきざしもみられるに至ったが、その反発力はきわめて弱いものであった。また在庫投資は原材料在庫などが秋口より部分的に回復に向かい、年明け後その傾向は次第にはっきりとしてきたが、在庫率を高めるまでには至らなかった。もっとも、その背景の一つには、自由化や在庫管理技術の発達によって在庫投資の変動幅が小さくなるすう勢にあることも見のがせない。

一方、個人消費もテレビや乗用車に対する需要が昨秋以降持ち直し始めた。さらに更年後は消費項目の全般にわたっていく分回復がみられ、百貨店売上げもかなりの伸長を示すに至っている。しかし下期においては、景気浮揚力としての力はさして強いものではなかった。

これに対し、輸出は10～12月において、米国の鉄鋼在庫調整の影響もあって伸び悩んだものの、年明け後は著しい増加を示した。また、財政支出はそれ自体が直接需要増加に大きく寄与したのみ

ならず、心理的にも民間経済活動の回復にかなりの影響を及ぼした。前述のように6月および7月の経済政策会議において公共事業費等財政支払の促進、財政投融资計画の増額などが決定されたが、その効果は年末に至ってようやく現実の支出面に顕現するに至った。すなわち、公共事業関係費の支払進捗状況をみると(第1表参照)、40年9月末現在においては18.6%と前年同期の23.2%をかなり下回っていたが、12月末には49.8%へ上昇(前年同期51.6%)し、本年3月末には72.0%(前年同期73.9%)に達した。こうした40年末以降における公共事業関係費の支出増は関連業界の生産活動の活発化を招き、年明け後の輸出の持ち直しと相まって、一部業界に対する需要をかなり引き上げた。ちなみに出荷指数(3ヵ月移動平均値)のボトムである昨年7月から年度末までの回復支持要因を財別に検討してみると(第2表参照)、輸送機械を中心とした資本財(内容的には大型トラック、鉄道車両、土木建設機械、通信機械等公共需要関連が中心)の上昇が目立ち、一方主要製品価格の上昇も鉄鋼、木材、窯業等土木建設関連資材の値上がりにささえられた面がきわめて強い。これらは、官公需関連需要の拡大や、それに対する期待が景気回復に大きな役割を果たしたことを物語

(第2表)

鉱工業出荷回復の支持要因(財別動向)

	ボトム(40年7月)から41年2月までの回復率	同財別 寄与率	出荷総合 増加率の 押上げ率
鉱工業総合	+ 7.4 %	100 %	+ 7.4 %
うち一般資本財	+ 6.0	8.7	+ 0.6
資本財輸送機械	+ 27.6	37.3	+ 2.8
建設資材	+ 4.0	4.2	+ 0.3
(投資財計)	(—)	(50.2)	(+ 3.7)
耐久消費財	- 0.4	- 0.3	- 0
非耐久消費財	+ 7.1	21.9	+ 1.6
(消費財計)	(—)	(21.6)	(+ 1.6)
生産財	+ 4.8	28.2	+ 2.1

(注) 季節調整済み3ヵ月移動平均値による。

っている。

上述のような景況の回復と企業のコスト調整努力を映じて、41年3月期決算は、昨年9月期まで3期減益を続けた後をうけてようやく増収増益となった。しかしながら売上高、計上利益ともいづれも微増にとどまり、過去の景気回復初期の決算に比して、その増加率はかなり小幅となっている。

(2) 金融緩和の持続と資金の流れの変化

秋口以降における景気局面の推移と特徴は大体以上のごとくであったが、この過程を金融面からみると、金融緩和が一段と進展し、金融機関の貸出態度も積極さを加えていった反面、企業の資金需要はなお停滞の域を脱しなかった。この間企業金融面では手持現預金水準がかなりの上昇を示し、また金融市場面においては、財政資金需要の増大と民間資金需要の停滞を背景として資金の流れの上に大きな変化を生じたほか、余資運用に悩む中小金融機関などの貸出、有価証券投資の活発化、都市銀行による多額の有価証券売却などによって資金偏在現象が若干ながら改善の方向に向った。

金融情勢の推移と企業金融の動向

まず金融市場の推移を現金需給バランスの面からみてみよう。銀行券は、10月ごろまで前期に引き続き停滞した動きを示したが、上述のような実体経済面の回復歩調を映じて11～12月ごろより漸次増勢を強めたため、期中 2,471 億円の増発(前年同期 1,861 億円増)となった(銀行券平均発行残高の前年同期比増加率、10～12月 11.4%、1～3月 12.6%)。また財政資金は、前述のように政府の支出促進措置により11月以降公共事業費などの支払が増大していったが、反面、年明け後は国債の発行(1～3月市中消化分 1,100 億円)が新たに引揚要因として加わったこともあって、期中の対民間収支尻の散超額は前年同期を下回るに至った

(本年 1,853 億円、前年 2,722 億円)。

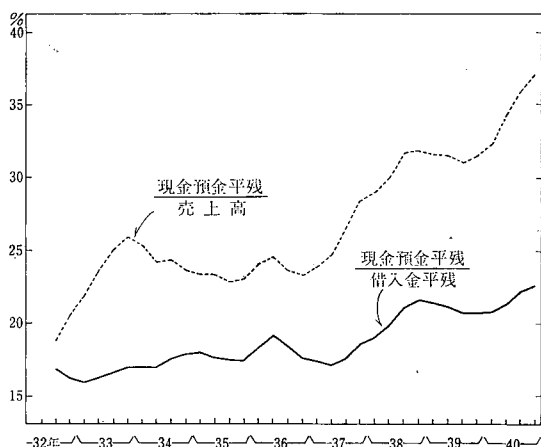
銀行券、財政資金が以上のような動きを示したため、金融市場の資金不足額は約 1,460 億円に上ったが、本行は引き続き金融緩和の方針の下に短資業者向貸出などの弾力的運用を行ない、とくに年明け後は債券の無条件オペレーション、政府短期証券の短資業者向け売戻し条件付売却などの新たな政策手段を活用して(この点後述)、金融市場の円滑な調節に努めた。このため金融市場は、期中を通じおおむね緩和基調を持続し、前期中大幅低下をみたコール・レートは10月にはいってさらに1厘低下したあと、年度末までおおむね同様の低い水準を続けた。

この間銀行の貸出態度はさらに積極化し、これを映じて市中貸出金利も10月には昭和22年臨時金利調整法施行以来の最低水準にまで低下したが、その後も逐月低下を続けた。しかし企業の資金需要は、大勢として引き続き着きぎみに推移したため、市中貸出は伸び悩みの状態を続けた(全国銀行の下期貸出増加額 13,085 億円、前年同期 12,322 億円)が、同時に企業保有現預金は著しい増加を示すに至った。すなわち企業の保有現預金の対売上高、対借入金比率は上期中も上昇傾向をたどったが、下期にはいって上昇テンポを早め、年度末ごろにはほぼ38年の金融緩和期の水準に達した(第4図参照)。周知のごとく38年の金融緩和期においても企業の現預金水準は異常な高まりをみせたが、これは都市銀行の積極的な貸進みを中心とする豊富な資金供給と、先行き金融ひっ迫を予想した大企業の借急ぎ、借溜めによるものであった。これに対し今回の場合は、企業側にこうした積極的な積増しの態度はうかがわれず、いずれかといえば資金繰り緩和の結果として手元現預金が増加したことが特徴的である。すなわち昨年来の企業流動性の増大は、企業の実体投資面での資金需要が上述のような設備、在庫投資の動向を映じ

で低水準にとどまった一方、このような企業投資の水準に比較して減価償却、内部留保などの企業内部資金が相対的に高まったため、企業の資金繰りが急速に緩和してきたことの反映に外ならない。同時に今回の場合には、中小企業の手持現預金水準も、大企業ほどではないにしても潤沢化の傾向をたどっていることがうかがわれる。もっとも、下半期の資本金10百万円以上の企業の取引停止処分件数は、前年をかなり下回っているのに対し、資本金10百万円未満のそれはなお前年並みの水準を持続していることなどからみると、中小企業の一部には、なお手元にゆとりの乏しいものが存在していることは否めない。

(第4図)

主要企業の保有現預金水準の推移



(注) 本行統計局「主要企業の短期経済観測」による。季節調整済み。

以上のような動きに関連して特に注目を要するのは、収益力低下のおりから金利負担に敏感であるのに預金取崩しによる積極的な借入返済を行なわなかった企業側の動機である。これについては秋口までは主として企業倒産の増大などによる信用不安感から、とりあえず流動性の温存を図ったことがあげられ、また秋口以降の場合は巨額の国債発行や景気回復に伴う民間資金需要の台頭から、先行き金融緩和が長期にわたっては持続しな

いであろうとの見通しを企業が抱き、これに備えて現預金をクッションとして保有しようとしたものとみられる。

なお、この間企業間信用の決済条件は金融緩和を背景に漸次収善をみたが、そのテンポはおそく、数年前に比べればなおかなり悪い。企業規模別にみると大企業の好転が目立つが、支払条件を改善する場合、手形サイトの短縮よりも現金比率の引上げを選ぶ傾向がみられた。これは一般に、前者よりも後者のほうがより弾力的に実施しうるため、そこにはこれを手持現預金と同様、資金繰りのクッションとして使おうという意図がうかがわれる。これに対し、相手方の中小企業側は、現金比率引上げにしばしば付随する値引き要請に応じたくないという理由のほか、先行きに備えた割引枠温存の観点からむしろ手形による決済を好む傾向がみられ、これなども条件改善をはばむ一因となった。

資金の流れの変化と資金偏在の改善

この間広義の金融市場においては、企業の資金需要が前述のような投資の低調、内部資金の増大といった事情から鎮静を続けた反面、政府部門の資金需要が、国債、政保債、地方債の大幅増加(同部門における投資超過の拡大)とともに増大し、これに伴って金融市場における資金の流れ方にも大きな変化がみられた。すなわちまず第1にマネー・サプライの供給面において、財政資金を通ずる通貨供給、なかんずく国債、政保債などの金融機関引受増による財政支出の増大という形での通貨供給のウェイトが高まっていった。これは換言すれば上記のような政府部門での投資超過を背景とする財政支払いの相対的増大によって企業の内部資金が増加し、それだけ民間金融機関に対する企業の借入需要が減少したことを意味するものであった(第3表参照)。

かかる資金の流れの変化は当然金融機関の預貸

金や有価証券投資の動きに影響を及ぼし、期中を通じ金融機関全体の貸出は伸び悩んだ反面、有価証券投資は増加する形となり、また預金は財政支払の増大、企業保有現預金水準の上昇、個人貯蓄性向の高水準持続などによりなお好調を続けた。

第2の変化は、公社債取引が漸次活発化し、これを背景として公社債流通市場の整備が進められたことであった。すなわちコール・レートなど短期金利水準の低下によって、従来しばしば逆さやにすら陥っていた長短金利の関係は次第に正常化していったが、これにつれてこれまでコール市場に多額の資金を運用していた中小金融機関や、農中系統機関などが新規発行ならびに既発の公社債の買入に積極的に向かうようになった。この傾向は上期に若干みられ始め、下期にはいって本格化した。一方都市銀行も下期を中心に多額の売却を行なった(年度中 2,715 億円、内下期 2,045 億円)。これは既発債利回りの低下によって採算的にも売却が可能となったことのほか、41年度以降の国債の大量引受けに備えて、資金ポジションの肩をすかしておこうという配慮に基づくものであったが、いずれにせよ、従来主としてコール市場を通じて行われてきた金融機関相互間の資金取引が、今回の金融緩和を契機として公社債売買の

形をも取るに至ったことは注目すべき現象であった。

かかる動きに加えて、国債発行という新たな局面を迎え、国債の円滑な市中消化を図るためにも流通市場の育成が不可欠の条件であったため、公社債流通市場整備の機運がようやく熟するに至った。すなわち、昨年8月から事業債の店頭気配が発表されるようになったのに続いて、12月から政保債、金融債も気配交換銘柄に加えられ、さらに本年2月からは証券取引所において公社債の取引が久方ぶりに再開されるに至った。目下のところ取引の規模は小さく、またそのうちに占める実商内のウェイトも低い。が、ともかくこのようにして取引所取引が再開されたことにより、金融正常化を図る上で多年の懸案の一つであった公社債流通市場の育成はここに具体的な第一歩を踏み出したわけである。

第3に、以上のような資金の流れの変化、特に公社債売買の活発化に伴い、いわゆる資金偏在現象も若干改善の方向に向かった。すなわち、33年以降一貫して悪化傾向を続けてきた都市銀行の資金ポジション(39年度中5,392億円悪化、40年度上期1,097億円悪化、40年9月末外部負債残高25,417億円)は下期中久方ぶりに2,043億円の改善をみた

(第3表)

マ ネ ー ・ サ プ ラ イ の 供 給 要 因

(単位・億円)

	供 給 要 因								通 貨		
	財政資金 受払(△)超	国 債 政 保 債	そ の 他 証 券	都銀貸出	そ の 他 貸 出	貯 蓄 性 預 金	そ の 他		現金通貨	預金通貨	計
36年度	△ 4,909	547	4,708	10,838	12,006	△15,989	△ 2,348		1,627	3,226	4,853
37 "	2,034	759	3,668	11,502	22,366	△21,139	△ 3,207		1,802	14,181	15,983
38 "	614	1,003	3,570	13,666	24,339	△24,113	△ 6,025		1,666	11,388	13,054
39 "	4,395	1,230	1,009	13,034	19,044	△21,244	△ 6,431		2,354	8,683	11,037
" 上期	1,518	657	2,050	6,182	8,406	△12,013	△ 4,608		765	1,427	2,192
" 下期	2,877	573	△ 1,041	6,852	10,638	△ 9,231	△ 1,823		1,589	7,256	8,845
40 "	2,661	2,934	3,577	11,915	25,947	△25,057	△ 5,147		2,656	14,174	16,830
" 上期	743	960	947	5,849	10,610	△11,973	△ 2,353		663	4,120	4,783
" 下期	1,918	1,974	2,630	6,066	15,337	△13,084	△ 2,794		1,993	10,054	12,047

反面、地方銀行、相互銀行、信用金庫などの余資はそれぞれ減少を示した(第4表参照)。これは、都市銀行の有価証券保有額が上述のような公社債の大量売却もあって微増にとどまった一方、その他金融機関の有価証券保有額が著増したことによる点がかかなり響いているが、このほか都市銀行の貸出増加率が前年を下回る低水準にとどまった反面、余資運用難に悩むその他金融機関の貸出増加率は前年を大幅に上回ったこと、都市銀行の預金が大企業の流動性温存態度と、その他金融機関の貸出代り金の流入によって好伸を示したことなどの要因も見のがせない。

以上に述べたような資金の流れの変化に伴い、公社債取引の活発化、資金偏正の是正など金融正常化の観点からみて好ましいいくつかの現象が現れたが、これらは著しい金融緩和を背景として生じたものであるだけに、今後こうした傾向が持続するか否かについてはなお予断を許さない。しかし今回の景気調整の経験から生まれた都市銀行の資金ポジション重視の態度とこれに基づく多額の公社債売却は、従来全くみられなかったもので

あり、今後におけるそのビヘイビアーについて、ある程度の示唆を与えるものといえよう。

金融調整手段の多様化

以上のような情勢の変化を背景に、本行は国債発行下の金融情勢に対処して金融調整の円滑化を図り、あわせて政策手段の多様化を図る見地から、1月以降短資業者に対し政府短期証券の買戻し条件付売却を開始するとともに、2月よりは市場相場を基準とする債券の無条件買入れを実施した。

周知のごとく、本行は37年以降新しい金融調整方式の下に、貸出限度額制度と理論価格による売戻し条件付債券買入れの弾力的運用によって金融調節を行なってきたが、かかる売戻し条件付債券買入れ操作は、昨年にはいり公定歩合やコール・レートの水準がかかなり低下したため、その運営が困難となるに至った。本行は短資業者向け貸出など貸出政策の弾力的な運用によりこれに対処し、昨年8月以降売戻し条件付債券買入れを行なわなかったが、本年2月に至り債券の無条件買入れを開始した。これは原則として相対取引である

(第4表)

各金融機関の預貸金増減およびポジションの動向

(単位：億円、カッコ内前年同期)

	全国銀行			都市銀行			地方銀行			相互銀行			信用金庫		
	上期	下期	年度中	上期	下期	年度中	上期	下期	年度中	上期	下期	年度中	上期	下期	年度中
貸出	10,687	13,086	23,774	5,648	6,066	11,714	3,043	4,591	7,635	1,790	2,338	4,129	1,341	2,966	4,307
前年比	(10,313)	(12,321)	(22,634)	(5,588)	(6,851)	(12,439)	(2,874)	(3,316)	(6,191)	(955)	(1,425)	(2,380)	(1,395)	(1,659)	(3,054)
(%)	103.6	106.2	105.0	101.1	88.5	94.2	105.9	138.4	123.3	187.3	164.1	173.4	96.1	178.7	141.0
有価証券	5,334	4,316	9,651	2,750	1,884	4,635	1,249	1,405	2,654	462	369	796	808	630	1,439
	(4,957)	(2,982)	(7,940)	(3,434)	(1,874)	(5,308)	(1,002)	(694)	(1,697)	(141)	(205)	(347)	(74)	(207)	(281)
実質預金	11,571	17,429	29,000	6,587	11,020	17,608	4,161	5,568	9,730	1,861	2,319	4,180	1,784	2,907	4,692
前年比	(7,940)	(12,707)	(20,647)	(3,408)	(7,911)	(11,320)	(3,942)	(4,216)	(8,159)	(1,427)	(2,036)	(3,464)	(1,867)	(2,660)	(4,528)
(%)	145.7	137.2	140.5	193.3	139.3	155.5	105.5	132.1	119.3	130.4	113.9	120.7	95.5	109.3	103.6
表面ポジション	2	1,720	1,723	△1,098	2,044	946	838	△554	283	△218	△472	△690	△116	△678	△794
(△は悪化)	(△4,416)	(△851)	(△5,268)	(△4,846)	(△545)	(△5,392)	(519)	(△189)	(330)	(415)	(339)	(754)	(711)	(691)	(1,403)

(注) 1. 都・地銀の計数については、河内の40/3末残、朝日の39/3末残をそれぞれ住友、第一の残高に加えて算出した増減額。

2. 全国銀行、都銀、地銀については 実質預金＝「預金」－「切手手形」。表面ポジション＝「コールローン」－「借入金・コールマネー」。

3. 相互銀行については 貸出＝「融資量」－「金融機関貸付金」。実質預金＝「預金・掛金」－「切手手形」。表面ポジション＝「コールローン・金融機関貸付金」－「借入金・コールマネー」。

4. 信用金庫は全信連を含むが、両者間の重複勘定を除去して算出。金融機関貸付金の取扱については相互銀行に同じ。

点においては従前と変わらないが、買入相場が理論価格から市場価格へ切り換えられたこと、貸出の変形ともいべき売戻し条件付買入れ方式から無条件買入れ方式に切り換えられたこと、一部の証券会社が取引の相手方に加えられたことなどの諸点において本格的な公開市場操作に向って一歩前進したものであった。

もっとも欧米諸国においては、公開市場操作は主として政府短期証券のオペレーションによって行なわれており、わが国においても漸次この方向に移行してゆくことが望ましいのはいうまでもない。本行が1月より実施した短資業者に対する政府短期証券の売戻し条件付売却は、かかる方向を指向しつつ、貸出に代る短期の金融調節手段として採られたものであった。たゞコール・レートはすでにかなり低下しているものの、政府短期証券金利の方がこれよりなお若干低いため、これに対する調整措置として本行は売却証券を適当な期間後買戻すことによって実質利回りがおおむね市場金利となるように調整した。

以上の2つの新しい政策手段の採用は、本行の金融調節力が一段と強化されたことを意味するが、同時に政府短期証券などの売買が市場の実勢に基づいて行なわれることとなったのは、金融市場における金利の資金需給調節機能の拡大を意味し、金融正常化の観点からみても無視できない意義をもつものといえよう。

3. 不況下における消費者物価の高騰と国際収支パターンの変化

40年度経済は以上のような推移をたどったが、この間やや特異な動きを示したのは国際収支と消費者物価の動きであった。すなわち、消費者物価は不況下にもかかわらず前年度を上回る高騰を示し、国民生活を圧迫した。一方、国際収支は輸出の目覚ましい伸張にもかかわらず、資本収支の大

幅赤字によって外貨準備高の増加が僅少にとどまり、従来の経常収支赤字、資本収支黒字というパターンから経常収支黒字、資本収支赤字といういわゆる先進国型のパターンに移行した。また、内外金利差の縮小によって、貿易金融につき円資金を利用する方が有利となったため、いわゆる円シフト問題を生ずるに至った。

わが国経済の成長を制約する条件として特に問題となるのは、国際収支と労働力需給であるが、消費者物価の動向が労働力需給により大きく左右されることはいうまでもない。こうした観点から以下40年度中における消費者物価の高騰と国際収支パターンの変化につきみることにする。

(1) 消費者物価の高騰

40年度の全都市消費者物価は+7.4%と不況下にもかかわらず、大幅な高騰を示した(39年度+4.8%)(第5表参照)。周知のように、ここ数年卸売物価が安定しているにもかかわらず、消費者物価は高騰を続けているが、その基本的背景としては、①高度成長下で所得、消費水準が急速に高まり、消費内容も変化したにもかかわらず、この時期の設備投資が特に大企業の資本財、生産財部門に集中したため、農産物も含めた消費財およびサービス部門では供給側の適応が遅れ、部分的な供給不足ないし需要超過が生じたこと、②この間労働力需給が急速に引締まりに転じたため、大企業、中小企業間の賃金格差縮小という形で中小企業賃金が急速に上昇し、労働生産性上昇のテンポを大幅に上回ったが、上述のような需給情勢を背景に、消費財、サービス部門の中小企業ではかかる賃金コストの上昇を容易に価格に転嫁しえたこと、③また中小企業間の価格協定がさらに価格上昇を拍車したこと、等の諸点が指摘されよう。40年度の消費者物価高騰の背景にもこのような事情が働いていることはいうまでもない。

しかし40年度の高騰の内容を検討してみると、

消費者米価の引上げ、公共料金の一年据置き措置の解除、野菜など生鮮食品の暴騰(前年度暴落による農家の作付意欲の減退と異常乾燥、低温など気象条件の悪化による大幅減収が主因)など、どちらかといえば一時的な要因によるところも大きく、これらの影響を除いてみると、消費者物価の騰勢は前年に引き続き比較的落着いた動きを示した(農水畜産物、公共料金を除いた場合、37年度+6.0%、38年度+7.0%、39年度+5.1%、40年度+5.9%)。

これは景気調整の浸透によって、一方で消費需要が鎮静化し需要圧力が弱まったほか、他方で労働力需給の引きゆるみや規模別賃金の上昇率格差の一巡に伴い、中小企業の賃金の上昇率が低下したことなどのためである。ただ、40年度は前年度よりいくぶん高いが、これは大企業製品(家庭用電機、砂糖、灯油など)はすでに39年中に大きく

(第5表)

全都市消費者物価の動向とその騰落要因

		騰 落 率(%)				寄 与 率(%)			
		37年 度	38年 度	39年 度	40年 度	37年 度	38年 度	39年 度	40年 度
総	合	6.7	6.6	4.8	7.4	100	100	100	100
農 水 畜 産 物		9.7	7.2	4.8	11.9	38	29	28	44
{うち うるち米 生 鮮 食 品		4.6	8.6	6.3	12.9	7	18	14	18
		16.7	6.4	6.6	10.4	26	11	16	16
大企業性製品		-0.1	1.3	-1.3	1.3	-0	2	-3	2
{耐久消費財		-1.0	-1.3	-1.7	-0.1	-0	-1	-1	0
{加工食品		-0.4	7.5	-4.7	-1.6	-0	3	-2	-1
{そ の 他		0.4	-0.1	0.5	3.4	0	-0	1	2
中小企業性製品		5.9	5.9	4.7	4.8	33	34	36	23
{繊維製品		4.3	4.8	3.3	3.4	6	7	6	4
{加工食品		7.5	7.1	6.3	5.2	19	19	23	12
{そ の 他		5.0	4.7	3.3	5.3	8	8	7	7
サ ー ビ ス		7.5	9.4	7.2	8.6	29	36	39	31
{家賃地代		5.8	11.9	12.4	11.6	2	5	7	4
{公共料金		3.6	2.0	1.9	4.6	5	3	4	6
{対個人サービス		11.3	14.4	9.7	10.5	22	28	28	21
総合(除く農水畜産物・公共料金)		6.0	7.0	5.1	5.9	57	67	69	83

値下りし、メーカーが生産調整などに踏み切ったため、40年の夏ごろには早くも下げ止まりないし若干の回復に転じたこと、公共料金の据置解除に伴って値上りムードが強まり、対個人サービスなどにおいて便乗的な値上げが行なわれたことなどによるものとみられる。以上のように消費者物価は39年度以降一時的要因を除けば騰勢をいくぶん弱めて来ているものの、なお、年々かなりの上昇率を示しており、特に40年度は深刻な不況下にあっただけにその高騰は注目をひいた。前述のようにその基本的背景は労働力需給のひっ迫にある。昨年の不況を契機として労働力需給はひとところに比べやや引きゆるみの状況を呈しているが、長期的にみた場合には若年労働力の供給の減少から労働力需給の基調は再びひっ迫の方向に向うことになる。したがって、農業を含む消費財・サービスなどの供給部門や流通部門において、近代化、合理化を進め、生産性の向上と供給能力の拡大を図り、かつ価格協定などについても、この際再検討を加え、適正な競争条件の導入を図ってゆくことが緊要な課題といえよう。これとともに今後金融政策運営上、労働力需給の面で過度のひっ迫がもたらされないよう、総需要の拡大を適正な速度に調整してゆくことも肝要といえよう。

(2) 国際収支パターンの変化

前述のように40年度の国際収支は経常収支黒字、資本収支赤字というわが国経済にとっては画期的なパターンの変化を生ずるに至ったが、以下これをもたらしした貿易収支と長短期資本の動きについてみてみよう(第6表参照)。

まず輸出は、85.6億ドル、前年度比22%増と引き続き好調な伸びを示し(39年度26%増)、国内需要不振のなかにあつて、景気の下ささえ、ないし回復要因としての役割を果たした。このような高い輸出の伸びが実現しえた第一の理由としては、海外環境の好転、なかんずく米国景気が引き続き好

(第6表)

国際収支の推移

(単位・百万ドル)

		38年度	39年度	40 年 度		
				上期	下期	年度間
経常収支	受 取	6,492	8,131	4,797	5,000	9,797
	輸 出	5,567	7,036	4,235	4,330	8,565
	貿 易 外	925	1,095	562	670	1,232
	支 払	7,314	8,081	4,363	4,623	8,986
	輸 入	5,980	6,501	3,460	3,636	7,096
	貿 易 外	1,334	1,580	903	987	1,890
	經常収支尻	△ 822	50	434	377	811
	貿易収支尻	△ 413	535	775	694	1,469
	貿易外収支尻	△ 409	△ 485	△ 341	△ 317	△ 658
	資本収支					
資本収支	長期資本収支尻	474	323	100	203	303
	受 取	788	730	209	171	380
	支 払	314	407	309	374	683
	短期資本収支尻	397	166	363	15	378
	資本収支尻	871	157	463	218	681
誤 差 脱 漏		△ 96	△ 173	△ 55	△ 19	△ 74
総 合 収 支 尻		△ 47	△ 34	△ 84	△ 140	△ 56
年度末外貨準備高		1,996	2,053	1,969	2,109	2,109

(注) 39年度以降IMFゴールド・トランシュ・ポジションを算入。

況であったことがあげられる。この点は米国向け輸出が年度間3割強の著伸を示し、総増加額の3分の2を占めるに至ったことからもうかがわれ、その結果として対米貿易は6年ぶりに出超となった。またその他地域では中国向け輸出が倍増した反面、東南ア向けおよび大洋州向け輸出は伸び悩みを示した。

その第2は、機械、鉄鋼、化学などいわゆる重化学工業製品の輸出が大幅に伸長したことである。これは昭和30年代に一段と進展をみせたわが国産業の重化学工業化が世界市場における需要構成の変化にマッチしたこと、これら商品の価格、品質面での国際競争力が強化されたことが主因であり、さらに過剰設備の圧力と国内景況の沈滞の影響も加わって輸出圧力が高まったためである。

この結果、重化学工業製品の総輸出に占める比率は62.4%に上昇(39年度58.8%)、また鉄鋼の輸出額は繊維を上回り、機械に次いで第2位を占めるに至った。

これに対し輸入は年度間70.9億ドル(伸び率9%、39年度9%)と、前年度同様落ち着いた動きを示した。輸入増加の主因は上期は大豆、米、飼料など、下期は石油、木材、原毛などであったが、総じて国内生産活動の停滞を映じて原材料の伸びが小幅にとどまったほか、設備投資の鎮静により、機械輸入が通期低調に終始した。

このような輸出の著伸と輸入の落ち着いた動きによって、貿易収支は黒字14.7億ドルと前年度に比べ黒字幅はほぼ3倍に拡大した。このため經常収支は、この間貿易外収支の赤字幅が貿易量の増大に伴う貨物運賃、手数料等の支払い増加を主因に拡大(6.6億ドル、前年度4.8億ドル)したにもかかわらず、8.1億ドルとこれまでの最高の黒字を出現するに至った(前年度0.5億ドルの黒字)。

上記のごとく經常収支が好調であった反面、資本収支は、長期資本収支が35年度以来の黒字基調から3億ドルの大幅赤字に転化し、前年度の黒字3.2億ドルに比べて6.2億ドルの悪化を示した。また短期資本も前年度6年ぶりに赤字に転換(1.4億ドル)したあと、本年度も赤字3.8億ドルと赤字幅を一段と拡大した。この結果資本収支尻は7年ぶりに6.8億ドルの大幅赤字に転化(前年度黒字1.8億ドル)した。

このような資本収支の大幅赤字の原因として指摘されるのは次の諸点である。

第1は、米国のドル防衛措置の強化(昨年2月金利平衡税法のバンク・ローンへの適用範囲の拡大、对外投资与信についてのガイドラインの設定などを実施)によって、米国民間金融機関の対日与信が減少したことである。

第2は、輸出の増大と輸入の落ち着きを映じて、

為銀買持輸出手形が増加した反面、輸入ユーザンスの増勢が鈍化したことである。

第3は、米国およびヨーロッパの金融、資本市場がひっ迫ぎみに推移したうえ、11月以降は米国公定歩合引上げの影響でますますこの傾向が強まり、各種海外金利が上昇したが、一方国内では金利水準が低下傾向をたどったため、内外金利差が縮小した。さらにこの間国内の資金需要も沈滞していたため、企業の外資取入れ態度が消極化したことである。

第4は、前半に一時的ではあったが、山陽特殊鋼の倒産や一部証券会社の経営不振の表面化に伴い、海外の対日投資家に日本経済に対する不信感がみられたことである。

なお、海外金利と国内金利との関係については、12月の米国公定歩合の引上げ以来、輸入ユーザンス金利が40年度末までに4回にわたって引上げられ、輸入買手の割引金利を上回るに至り、ユーザンスから円金融へのシフトが問題とされるような事態になった。このような情勢下、本行は輸入金融と一般金融とを区別して取扱う必要がなくなったので、11月以降輸入貿易手形制度の取扱いを停止する措置をとった。

以上のような国際収支パターンの変化は、国内景気の低迷と海外経済、就中米国経済の好況という両者の景気局面の相違によってもたらされた度合もかなり大きく、その意味において偶然的ないし一時的現象という面を持っていることはいうまでもない。しかしながら同時にわが国産業の国際競争力向上、金利水準のすう勢的な低下傾向などを考慮すると、これを純然たる一時的現象とみなすことも妥当ではない。わが国の国際収支が長期的には、経常収支黒字、資本収支赤字という先進国のパターンに移行すべきことは異論のないところであり、また実際問題として、ここしばらくはドル防衛策の影響などから資本収支は赤字傾向を

続けることは不可避とみられるので、当面の経常収支黒字基調をいかにして安定化させてゆくかということは今後の重要な課題といえよう。

む す び

40年度のわが国経済の歩みは以上に概観したとおりであるが、これが今後のわが国経済に対して有する意義は主として次の2点に求められよう。すなわちその第1は、一部業界を中心とした過去における設備投資の行過ぎの裏目が深刻な不況に現われたことであり、その第二は、新しく財政政策が景気政策として登場し、国債発行による有効需要の拡大が図られ、不況からの脱却が容易となったことである。

まず第1の点についていえば、昨年度中における景気停滞が過去の高度成長の調整過程という面を持っていたことは否定できないであろう。コスト圧力の増大などから、企業の収益力がすう勢的に低下し、従来の景気調整期にみられなかった3期連続の大幅減益決算を記録したほか、多くの企業倒産の発生をみた。また証券界では、一部証券会社が高度成長期における過度の業容拡大から業態の悪化をきたし、戦後初めて本行特別融資が実施されるに至った。これらは今次の不況が従来の景気過程よりも、はるかにきびしいものであったことを端的に物語っている。しかもこの間消費者物価は前年度を上回る上昇率を示したが、その背景には高度成長期における著しい需要の拡大から生じた労働力需給のひっ迫と、資本財、生産財部門への設備投資集中に伴う消費財、サービス部門での供給力不足という事情が存している。

こうした観点に立った場合、今後わが国経済を、いかにして安定成長の路線に乗せてゆくか、換言すれば、持続的な経済成長を可能にするため経済の体質や環境をどのように整えてゆくかという問題が、景気回復が軌道に乗り始めた現時点に

において真剣に取り組まれねばならない最大の課題であるといえよう。

以上のような点よりみて何よりもまず必要なことは、民間投資活動の自律的調整を図るために、金利の自由化や、公社債市場の整備など金融正常化をいっそう推進することである。

過去の高度成長期において重化学工業部門などで設備投資の行過ぎを生じたのは、大規模かつ急速な技術革新の実現、企業の旺盛な業容拡大意欲、シェア拡大競争など複雑な事情を背景とするものであったが、このほか、経済内部の自律的な歯止めの作用が有効に機能し得なかったことによる面も少なくない。ことに過去の設備投資は主として企業外部の資金、とくに金融機関からの借入に依存して行なわれたが、投資の行き過ぎを生ずる前に、資金の需給面からそれを適度に抑制する力が大きく機能し得なかった。その要因としては、まず金利が必ずしも資金の需給に応じて自由に形成されるといった環境にはなく、その弾力的な変動がはばまれてきたという事情から、本来持つべき資金需給を調整する力に乏しかったことが指摘されよう。このことは同時に公社債市場の発展をはばむ要因でもあった。前述のように40年度中公社債流通市場が再開され、本行の債券売買も、市場の実勢金利を基準として行なわれることとなったが、今後も市場メカニズムを生かす方向へ絶えざる改善を図っていくことが肝要であろう。

次に40年度において、財政政策として運用され、財政面から有効需要の刺激を図るため国債の発行をみるに至ったことは、長きにわたって均衡財政方式が堅持されてきたわが国経済にとって、画期的なことであった。今後財政政策はいわゆるフィスカル・ポリシーの観点から運営されること

になろうが、40年度のように民間投資が異例に沈滞している際に財政面からこれを補完して積極的に有効需要の拡大を図り、あわせて著しい立ち遅れを示している社会資本の充実を図ることはきわめて適切な措置ということができよう。

いうまでもなくフィスカル・ポリシーとは、民間需要を補整するという観点から経済が過熱ぎみの時は抑制方向に、またそれが停滞ぎみの時は下さきあめというように両方向に運営されるべきものであり、常に情勢の変化に機敏に対応し得ることが必要である。財政政策の弾力的運用を図るには、種々困難があることは否定できないが、できる限りそうした方向に進むことが望ましく、それには市場法則に即して国債を発行することがこれを達成するための有力な手掛りの一つとなろう。すなわち、国債が民間債と同じ資格において市場で発行され、同時に流通市場で成立した利回りがその時々不起債条件に反映してこそ、国民経済的にみて妥当な水準に国債発行額と財政規模が決定されることが比較的容易になろう。前述した金利の自由化と公社債市場の育成は、こうした財政資金の自律的な調整を図る上からも不可欠の要件といえよう。

40年度のがわが国経済はまことに多難な道を歩んだが、これをもたらしした過去への反省を生かしつつ、新しく景気政策として登場した財政政策と金融政策の協同により、経済の安定的発展を図ってゆくことが今後の政策課題であろう。これとともに経済界においても財務構成の是正、コストの調整など自主的な合理化努力を重ね、各業界にそれぞれ内在する課題に即して企業体質の改善を図り、安定成長のための基盤を築き上げてゆくことが望まれる。