

昭和41年度金融経済情勢の回顧

昭和39年末以降、次々と金融緩和政策が打ち出されたにもかかわらず、景気はなおしばらく後退を続けてきたが、40年秋ごろを境としてようやく回復局面へと移行した。これは、金融緩和措置の効果が次第に末端へと浸透したうえ、国債発行をささえとして戦後初めて財政面からも本格的な需要喚起策が採られたためであった。その後41年にはいってから、経済はいわば一本調子の拡大傾向をたどり、その拡大テンポも、年度初めごろに一般に予想されていたところをはるかに上回って前回の景気回復・上昇局面である38年度にほぼ匹敵ないしくぶんこれを上回るものとなった。しかも年度間の推移をみると、上期の拡大はなお財政需要の増大にささえられた面が強かったが、月を追って設備投資を中心とする民間需要が活発化し、下期には景気が完全に上昇軌道に乗るとともに、他方貿易収支の先行きなどの面で若干注目を要する点も現われるようになった。

このように41年度の経済は、かなり急速な変化を遂げたが、そのなかで、次のような点がとくに注目すべき特色であったということができよう。

すなわち第1に、実体経済面では、設備投資を中心に民間投資活動が次第に活発となり、とくに下期には製造業大企業の設備投資意欲がかなりの盛り上がりを示しはじめたことである。40年度秋口ごろまで多くの企業が深刻な設備過剰感に悩まされていたのと比較すると、まことに顕著な変化であり、37年度以降4年間にわたり比較的停滞ぎみに推移してきた製造業の設備投資が久方ぶりに盛り上がりを示したことは注目されよう。

第2は、このような情勢を背景に上期においては、なお政策的に需要拡大への努力が行なわれていたのに対し、下期においては、民間需要の強い盛り上がりとともに、貿易収支、卸売物価等の面で若干注意を要する動きもみられはじめ、金融面における積極的緩和政策は漸次後退することになった。

第3は、かかる急速な景気の回復ないし上昇とともに、金融市場では銀行券、財政等の動きが次第に資金吸収要因としての性格を濃くしたが、この間企業金融は、もちろん若干の変化を示したとはいえ、総じてみればなお緩和状態のまま推移したことである。これには、公共部門の資金不足額が法人企業部門の資金不足額にきわめて接近するほどに拡大し（上期にはむしろ前者が後者を上回った）、これとともに、企業の自己金融力が強まったことによる面が大きかった。なおこのほか中小企業の場合には、大企業の借入需要の停滞に伴い、銀行等がこれらに対して積極的に貸し進んだことが、金融緩和感を強める大きな要因として働いた。このような情勢のもとで、市中貸出金利は、かつてない長期にわたって低下傾向を続けた。

第4に、このような企業金融の緩和は、とくに大企業の設備資金借入需要の停滞の面に強くあらわれ、このため、相対的に金利が高い長期信用銀行、信託勘定、生命保険等では、景気の回復・上昇局面にありながら、貸出増加額が前年度を大きく下回り、上期を中心に資金運用難的な現象さえ見受けられるに至った。

第5は、公社債流通市場取引の活発化である。すなわち、コール・レートの低水準持続、既発債利回りと新規発行債応募者利回りとの格差解消などから、債券売買は、これまでになく活況を呈したが、これによって多年の懸案であり、かつ国債政策の導入に伴い緊要の課題となるに至った公社債市場の育成に向かってかなり重要な前進がみられたとともに、金融機関相互の資金ポジションの調整にも大きな役割を果たした。

第6に、有価証券引受けの増大や、中小企業等に対する貸進みに伴う限界預貸率の上昇から、都市銀行の資金ポジションが前年度とは逆に悪化に転じたことがあげられる。このほか相互銀行、信用金庫等でも余資の減少がみられたが、反面生命保険、農協系統機関等では逆に余資が増大した。

以下、このような特色を中心に、41年度の金融経済の動きを回顧してみることにしたい。

〔目 次〕

I 経済実体面の動向	(1) 大企業における金融緩和の進行
1. 経済規模の急速な拡大	(2) 金融緩和の中小企業への波及
2. 高騰を示した卸売物価	(3) 長期信用供与機関における融資の停滞
3. 黒字基調を持続しえた国際収支	3. 公社債流通市場取引の活発化
II 金融面の動向	4. 悪化した金融機関の資金ポジション
1. 金融市場における現金需給要因の変化	む す び
2. 企業金融の大幅な緩和	

I 経済実体面の動向

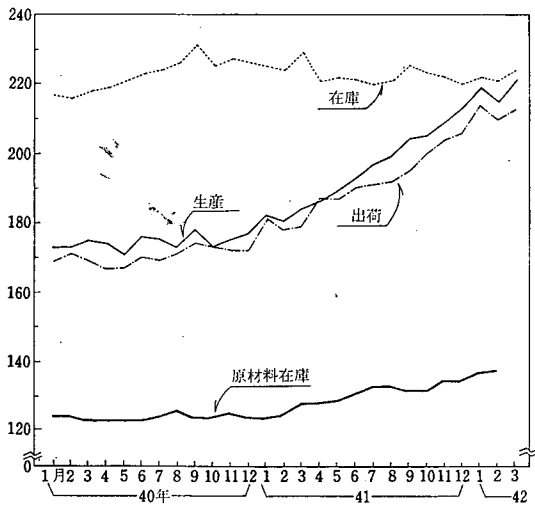
1. 経済規模の急速な拡大

(経済拡大とその支持要因)

昭和41年にはいるとともに、鉱工業生産はすでに急速な回復歩調に転じていたが、年度替わり以降こうした傾向は一段と顕著となり、最近に至るまで、四半期率4～5%の増勢が続いている(41年度の前年度比増加率15.7%、ただし3月は速報ペース)。一方、鉱工業出荷についてみても、41年初来の回復は目ざましく、やや伸び率の鈍化がみられた7～9月期を除けば、おおむねこのような生産増加に見合って著伸を示した(同15.1%)。こうした生産、出荷の動きを反映して生産者製品

(第1図)

生産、出荷、在庫水準の推移



(注) 通産省調べ、35年=100、季節変動調整済み。

在庫はむしろ減勢をたどり、製品在庫率でみると、本年度末には105.4(35年平均=100)と前年同月より実に22.3ポイントの低下をみている。ちなみにこの在庫率水準は、36年夏ごろの経済急拡大期のボトム(99.0)には及ばないものの、その後やや上昇を示した同年秋ごろの水準に匹敵している。

それでは、このような生産、出荷の急速な拡大をささえた需要要因は何であったろうか。いま、国民所得統計によって景気の底とみられる40年10～12月期から41年7～9月期までについて、要因別に回復局面における総支出増加寄与率を算出してみると、第1表のとおりであり、前回の景気回復過程における同様の局面と比べて、明らかに財

(第1表)

景気回復期における需要要因別総支出増加寄与率

(単位・%)

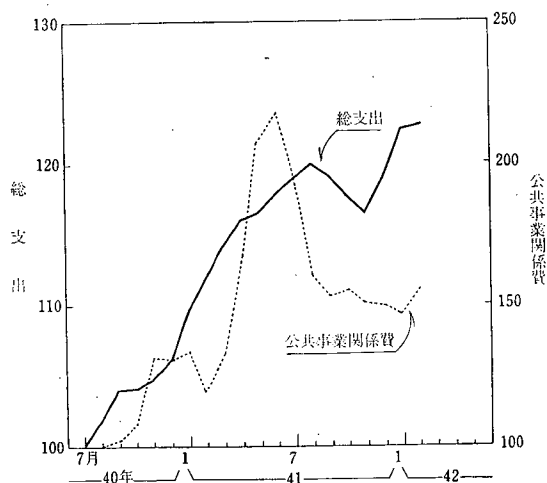
	40年10～12月 →41年7～9月	(前 回) 37年10～12月 →38年7～9月
国内民間支出	74.6	80.0
個人消費	42.8	43.2
企業設備	17.5	18.5
住宅	2.7	5.9
在庫投資	11.6	12.4
政府支出	21.3	9.3
経常	7.6	6.3
設備	17.9	6.8
在庫	△ 4.2	△ 3.8
海外経常余剰	4.1	10.7
うち輸出等	15.9	12.3
総支出	100.0	100.0
(参考)名目成長率(年率)	(17.7)	(17.9)

(注) 経済企画庁調べ、四半期別国民所得統計(季節変動調整済み)による。

政支出の果たした役割が大きかった。すなわち、38年の場合には、総支出の増加に対し民間支出が80%(うち投資支出は36.8%)の寄与を示したのに対し、今回の場合にはこれが74.6%(うち投資支出は31.8%)に低下し、代わって財政支出(寄与率21.3%、うち資本支出13.7%、前回はそれぞれ9.3%、3.0%)の役割が大きく増大した。しかもこの時期には、民間投資や個人消費の拡大のなかにも、直接、間接に財政支出の積極化に影響された回復がかなりあるとみられるので、これらを含めて考えれば、少なくとも、年度開始以来しばらくの期間については、財政投資支出積極化の果たし

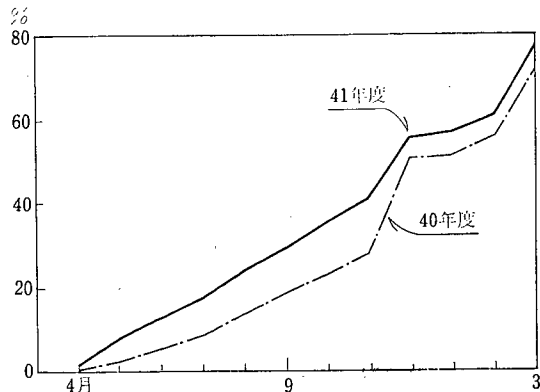
(第2図)

(1) 財政資金対民間支払の推移



(注) 40年7月=100の指数、季節変動調整済み、3期移動平均値。

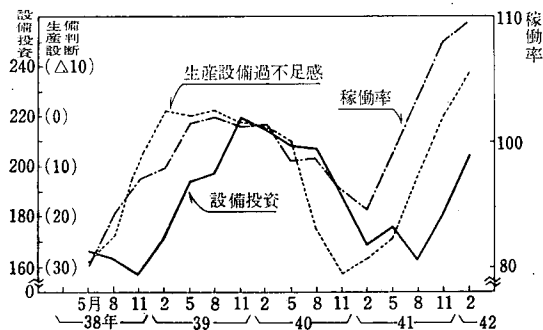
(2) 公共事業関係費対民間支払の累積進捗率



た役割が相当大きかったものと考えられる。ちなみに、この間における財政支出促進状況をみると、第2図に示したように、夏ごろまでは公共事業関係費を中心にきわめて速いテンポで支出の拡大が行なわれた。

ところで、このようにして根強い経済拡大が続くとともに、民間需要自体の上昇力も次第に強まってきた。まず投資需要についてみると、在庫投資は41年7～9月期ごろから大幅な増加に向かった。これは市況の好転などから流通在庫が増勢に転じたほか、生産規模の相次ぐ拡大に伴い、仕掛品等への投資も一段とふえたためとみられる。この間原材料在庫投資も、秋口にかけてやや伸び悩んだものの、その後再び増勢を取り戻した。また設備投資についても、中小企業では前年度の水準が異常に低く、しかも後述のように資金繰りがかなり好転したことから、比較的早くから回復がみられていたが、下期にはいると大企業(とくに製造業)でも次第に増勢を示しはじめ、その勢いは次第に強まっていった。たとえば、本行調べの主要企業短期経済観測によると、調査対象製造業企業の設備投資(季節調整済み)は41年10～12月期にはすでにかなり回復して、40年初めごろの規模に接近し(第3図参照)、企業の予測値(2月現在)では、

稼働率、生産設備過不足感と設備投資(製造業)



(注) 1. 本行調べ「主要企業短期経済観測」による。「設備投資」は32年4～6月=100、「過不足感」は自己の設備を過剰と考える企業の割合(%)から同じく不足と考える企業の割合(%)を差し引いたポイント差(△印は不足感超)。
2. 「稼働率」は通産省調べ(35年=100)。

本年1～3月には、一段と伸長して38年のピークを上回り、36年秋(これまでのピーク)並みの規模に達することが見込まれている。また、企業の投資意欲を計画ベース(2月現在)でみても、調査対象企業(製造業)の42年度設備投資計画(有形固定資産計上ベース)は、第2表のように、41年度実績見込み(40年度比6.3%増)を20.2%上回る規模に達している。業種別には、鉄鋼・石油業界のほか電機・自動車・造船等とくに重化学工業の分野で増設意欲が強い。

(第2表)

42年度設備投資計画

(単位・億円)

	41年度実績見込み		42年度計画	
		前年度比 増減(Δ)率		前年度比 増減(Δ)率
織 維	670	1.8	738	10.1
(うち合織)	(387)	(9.6)	442	(14.2)
鉄 鋼	2,452	8.3	3,059	24.8
(うち普通鋼)	(2,305)	(9.3)	(2,881)	(25.0)
非 鉄	540	17.6	627	16.1
一 般 機 械	297	28.0	348	17.2
電 気 機 械	639	11.5	890	39.3
造 船	466	1.3	632	35.6
自 動 車	1,238	17.3	1,584	27.9
化 学	1,605	Δ 4.3	1,774	10.5
石 油	605	16.6	932	54.0
紙 ・ パ ル プ	415	Δ 8.4	419	1.0
窯 業	332	Δ 10.5	294	Δ 11.4
食 料 品	330	Δ 9.8	283	Δ 14.2
そ の 他 と も 製 造 業 計	9,880	6.3	11,873	20.2
全 産 業	17,483	6.1	20,336	16.3

(注) 本行調べ、「主要企業短期経済観測」対象企業、有形固定資産計上ベース。

さらに個人消費も、前年において耐久消費財等に対して極端な買控えがみられたことの反動などから40年末ごろに回復傾向を明らかにしたあと、年度上期は伸び悩みぎみとなっていたが、下期にはいと、増勢がやや強まった。これは、景気回復とともに賃金(とくに賞与)の上昇率が高まり、とくに比較的所得階層の高い消費者層で、前年度

停滞の反動もあって耐久消費財、サービス等への支出が伸びたためとみられる。

ちなみに、このような上期、下期における需要増加構成の変化が生産面にどのような影響を与えたかを、産業連関表を基にした需要要因別生産誘発係数を用いて、おおざっぱに試算してみると、第3表に示したようになる。この計数自体、あくまで一応の目安を示すものにすぎないが、これによると、41年度上期までは輸出と並んで財政支出が生産を押し上げた面がなおかなり大きかったが、下期になると民間設備投資をはじめ、在庫投資、個人消費がいずれも生産増加寄与率を増し、財政、輸出にささえられた生産上昇というそれまでの特色は、ほぼ完全に払拭されることになった。

(第3表)

鉱工業生産に対する各需要要因の影響度試算

(単位・%)

	構 成 比			増 加 寄 与 率		
	40年度 下 期	41年度 上 期	同 下 期	40年度 下 期	41年度 上 期	同 下 期
個 人 消 費	38.5	37.3	36.4	46.1	20.5	24.5
民 間 投 資	31.0	31.6	35.1	4.2	39.3	78.4
設 備	(28.9)	(28.3)	(30.0)	(22.6)	(18.7)	(50.9)
在 庫	(2.1)	(3.3)	(5.1)	(Δ 18.4)	(20.6)	(27.5)
政 府 支 出	10.9	11.0	9.2	24.3	12.3	Δ 12.0
投 資 支 出	(9.3)	(9.3)	(7.6)	(22.8)	(8.9)	(Δ 13.3)
消 費 支 出	(1.6)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(3.4)	(1.3)
輸 出	19.6	20.1	19.3	25.4	27.8	9.1
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 1. 「構成比」は各期中の生産が各需要要因によって、どれだけずつ押し上げられたかをパーセンテージで示したもの。

「増加寄与率」は各期中の生産増加分につき、同様の方法で寄与率を算出したもの。

2. 41年度上期、下期についてはGNP実質値の実績が発表されていないため、おおざっぱな試算を試みたもので、一応の目安を示すにすぎない(39年度の産業連関表の誘発係数による)。

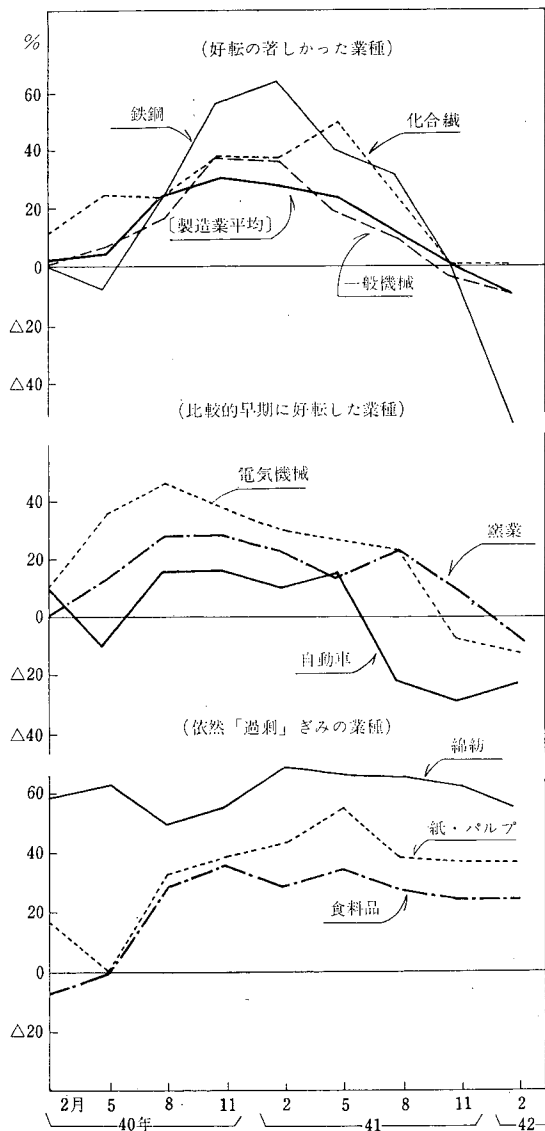
(供給過剰感の解消)

このような情勢を背景に、40年度中低下を続けてきた製造業の稼働率は、第3図にみるように急速なテンポで上昇を示し、この結果、主要業種のなかでも、粗鋼、石油、合織、一部弱電機等では、すでにいわゆる適正操業度を上回るに至った。こ

のようにして、40年度秋口まできわめて深刻であった企業の設備過剰感は急速に薄らぎ、前述のように設備投資が回復に向かったわけであるが、企業の設備過剰感解消の動きを業種別にみると、第4図のようになる。すなわち、綿紡、紙・パルプ、食料品等の軽工業では過剰感がなお根強く残っているが(綿紡、砂糖等ではいわゆる構造問題

(第4図)

業種別にみた設備過不足感の推移



が残存)、これらを除けば、いずれもすでに著しい改善をみており、とくに鉄鋼、合繊、一般機械等では改善幅が比較的大きかった。このほか窯業、自動車(とくにトラック)、電気機械等では、比較的早くすでに40年夏ごろから過剰感の圧力が軽減しはじめていることが指摘できよう。それでは、なぜこのような急激な変化がもたらされたのだろうか。

考えられる第1の要因は、いうまでもなく需要の大幅な増大である。上記調査対象製造業企業についてみると、設備過剰感の最も強かった40年10～12月期から42年1～3月期(予測)までの1年半の間に、生産(季節調整済み)は実に26%の大幅増加を示した。これはこの間に出荷が24%も伸びたことにささえられたものであり、製品需給についても、40年夏から秋にかけては過半の企業が製品過剰とみていたのに対し、本年2月にはこれが2割程度にすぎなくなった(むしろ逆に需要超過とみる企業の比率も2割弱に上昇)。このため「生産調整」を実施している企業(売行きとの関連でなんらかの形で生産を抑制している企業)の比率も、ひところ6割を上回っていたのが、本年2月にはすでに2割に低下した。このような需要拡大の要因についてはすでに述べたが、窯業、鉄鋼、自動車(トラック)等の場合には、財政支出積極化政策の展開がかなり早くから好影響を与えはじめたものとみられ、また一般機械(工作機械等)、合繊、電気機械(弱電)等では輸出の伸長が大きな要因であったとみることができよう。

第2は、ここ一兩年における製造業設備投資規模の縮小を反映して、生産能力の伸びがなお比較的小幅にとどまったとみられることである。41年度中に製造業の資本ストックがどの程度の伸びを示したかについては、もちろん確たる資料がないが、一応の試算(注1)によると、41年度の増加率は下期を中心に40年度よりはかなり大きくなったも

(注) 1. 本行調べ「主要企業短期経済観測」による各調査時点の実績値。
2. 第3図(注)1. 後段参照。

の、38、39年度よりは小さかったとみられる。通産省の生産能力指数をみても、景気の底である40年10～12月期から41年10～12月期まで1年間の増加率は7.1%と、前回景気回復・上昇期の当該期間の伸び(10.4%増)に比べて小さかった。

第3は、40年度における設備過剰感が、固定費コストの上昇とともに採算稼働率が上昇し、これが現実を生じた稼働率の物理的な低下の度合い以上に過剰感を深刻なものとしていたものであったため、売上規模の増大、単位当たり固定費の低下による収益の好転が、過剰感の一掃にとくに強く作用したとみられることである。本行調べ主要企業経営分析によって、41年度上期の製造業の財務状況をみると、次のとおり、原材料コスト(「コスト」は単位当たり費用の意、以下同じ)は、生産財価格の上昇によって上昇を示し、賃金コストも増大したものの、金融コスト、減価償却コストはともに低下を示し、この結果損益分岐点売上高比率(損益分岐点売上高/実績売上高)はひきびきに低下しえた。このように、ここ数年来常に企業を悩まし続けていた過剰投資に伴う固定費圧力が、ようやく解消の方向に転じたことは、それまでいわば実勢以上に強かった企業の設備過剰感を急速に軽減させることになったと思われる。

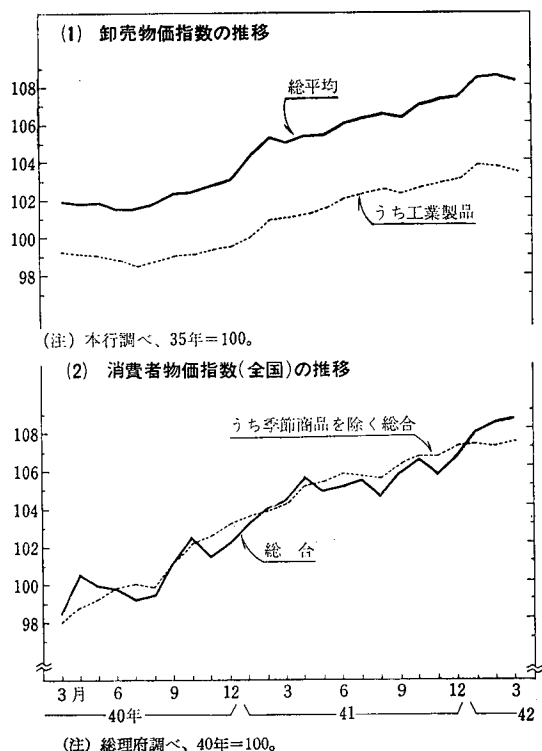
コストの推移

(* 印を除き、35年上期=100の指数)

	39年度 下期	40年度 上期	同下期	41年度 上期
原材料コスト	94.6	91.9	92.7	95.5
賃金コスト	99.6	106.1	105.3	108.1
資本コスト	122.0	126.3	127.1	123.0
うち金融コスト	131.9	138.7	142.9	137.3
減価償却コスト	113.6	116.1	114.0	111.1
損益分岐点 売上高比率(%)*	86.6	88.2	88.0	86.3

2. 高騰を示した卸売物価

41年度の卸売物価はかなり著しい上昇を示し、年度平均の前年比上昇率は4.0%と、31年度以降の記録的上昇となった。景気停滞下にあった40年度においてもほとんど軟化を示さず(40年度平均の前年比は1.4%の上昇)、その硬直化が注目されていた卸売物価は、景気がはっきりと回復から上昇へと転じ、需要の拡大によって製品需給が総じて引き締まりぎみとなった41年度においては、各月ほぼ一貫して上昇をみせることとなった(第5図参照)。これには企業が、経済が拡大基調に転じて後も生産調整の緩和、撤廃に慎重な態度をとるなど、コスト高をカバーするための製品価格の維持、引上げにかなり強い意欲を示したことによる面が(第5図)



(注1) 経済企画庁調べ「投資実績調査」をベースとして試算してみたところ、製造業の資本ストック(既償却資産を含む)の増加率は、一応次のような伸びを示したものと想像される(年度末残高比較)。

年 度	36	37	38	39	40	41
伸 び 率(%)	20.4	14.7	11.7	13.3	4.6	10.6

少なくなかった。もっとも年度後半になると、こうした企業側の意欲とは別に、需要の引き続き急テンポの拡大に伴っていくつかの商品では、生産余力が乏しくなるという事態が生じ、これが一部に先高期待による人気化の動きをも招くこととなった。

(年度中の推移)

そこで、41年度中の物価動向をもう少し詳しくあとづけてみると、物価上昇の支持要因は期を経るにつれていくぶんずつ変化を示していった。すなわち、年度当初6月ごろまでにおいては、ベトナム戦争の影響もあって海外の非鉄相場が高騰し、これが直接、間接に国内物価水準を押し上げていたこと、また公共事業関係土木工事の急増に伴い、もともと国内生産が不足ぎみであった木材の価格が上昇したこと、などが中心であり、従って非工業製品の価格上昇がとくに大きかった。次いで7～8月ごろには、財政支出や輸出を主軸に需要の拡大が続いてきた一方、企業はコスト圧力への配慮がなお強く、しばらくはこれを生産量の拡大よりも製品価格の上昇でカバーしようとの努力を続けたため、いわば人為的な需給の引き締まりが招来される商品がふえ、これが物価水準を押し上げる有力な要因となった。たとえば、この時期に鉄鋼市況がかなりの高騰をみたのは、財政関連需要の増大にもかかわらず粗鋼減産の基本態度が維持され、これが一部に思惑人気をも呼んだからであった。一方、下期にはいつてからの上昇は、こうした需要の拡大とともに、需要規模と生産設備の供給能力との差自体が次第に縮小に向かったことによる面が大きかったといえる。つまり、昨年8月ごろにはすでに多くの品種で採算価格の回復がみられ、それに伴って企業の生産抑制態度は大幅に後退したが、高操業度生産にもかかわらず価格が堅調を持続するという商品も次第に多くなっていった(鉄鋼、基礎工業薬品、セメン

ト等)。そして41年末から本年初めにかけての鉄鋼条鋼類の高騰や、2月における綿糸の急騰などは、このような一般的な需給の好転を背景に、市場における先高人氣が物価を実勢以上に押し上げた結果であるとみることができる。したがって最近では、鉄鋼の高値訂正などから、卸売物価総合としてもいくぶん弱含みとなってきている。ただこうした動きは、行き過ぎた人氣の訂正が中心であり、若干のフレは別として、卸売物価の基調自体はなお堅調を持続しているとみるべきであろう。

(物価上昇の要因別分解)

ちなみに、41年度の卸売物価の変動が四半期ごとにいかなる要因によって、どの程度さきえられてきたかを、本行統計局作成の回帰式を用いて試算してみると、第4表のようになる。これはもちろん、あくまで一応の試算にすぎないが、これによると、概していえば40年中は資金コスト、41年初めには海外価格とコスト面の要因が、卸売物価の下ざさえないし引上げに大きな役割を果たしたのに対し、41年度には、需給の引き締まり化という要因がこれに加わって、物価上昇テンポが速まったものとみることができる。

(第4表)

卸売物価変動の要因別寄与度試算

(単位・指数ポイント)

	卸売物価 指数の 変化	賃金コスト変 化による寄与		需給 要因に よる寄与	海外 物価に よる寄与	その他	
		賃金 変化	生産 性変 化				
40年 1～3月	+0.6	+0.4	+0.5	-0.1	-0.2	-0.5	+0.9
4～6月	-0.3	+0.3	+0.3	0	-0.3	0	-0.3
7～9月	+0.2	+0.5	+0.6	-0.1	0	+0.1	-0.4
10～12月	+0.8	0	+0.1	-0.1	0	0	+0.8
41年 1～3月	+2.2	+0.5	+0.8	-0.3	+0.4	+0.4	+0.9
4～6月	+0.7	+0.6	+1.1	-0.5	+0.6	-0.1	-0.4
7～9月	+0.8	0	+0.5	-0.5	+0.4	-0.1	+0.5
10～12月	+0.9	+0.3	+0.7	-0.4	+0.4	0	+0.2

(注) 卸売物価指数を工業製品、農林水産物のうちの食料品、同食料品以外、鉱業生産物およびその他に分類し、それぞれの変動(四半期別平均指数の前期比増減)に対する各要因別の影響度を算出したうえでこれを合成したもの。本行統計局作成の下記モデル—35年4～6月期から41年4～6月期を計測対象期間とする回帰方程式—による。

1. $\Delta P_i = 0.017 + 0.162\Delta W - 7.862\Delta \frac{X}{N} + 0.165\Delta P_r^M$
 $(0.070) \quad (6.426) \quad (0.064)$
 $-7.349\Delta_j - 0.455Q_1 - 0.595Q_2 - 0.185Q_3$
 $(2.415) \quad (0.207) \quad (0.213) \quad (0.226)$
 $\bar{R}=0.83 \quad S=0.37 \quad d=2.38$
 2. $\Delta P_{ff} = 1.083 + 0.533\Delta P_k + 0.913\Delta P_b$
 $(0.084) \quad (0.048)$
 $-2.553Q_1 + 0.189Q_2 + 0.664Q_3$
 $(0.731) \quad (0.759) \quad (0.755)$
 $\bar{R}=0.87 \quad S=1.29 \quad d=1.65$
 3. $\Delta P_{fo}^D = 0.286 - 37.839\Delta_j - 1.635Q_1 + 4.950Q_2 + 4.611Q_3$
 $(14.128) \quad (1.721) \quad (1.786) \quad (1.796)$
 $\bar{R}=0.70 \quad S=3.09 \quad d=1.23$
 4. $\Delta P_m = 0.807 + 0.810\Delta P_m^M - 0.125Q_1 - 1.131Q_2$
 $(0.177) \quad (0.403) \quad (0.420)$
 $-0.548Q_3$
 (0.418)
 $\bar{R}=0.74 \quad S=0.72 \quad d=1.42$
 5. $\Delta P_o = 1.284 + 0.452\Delta P_o^M - 13.717\Delta_j - 1$
 $(0.094) \quad (10.281)$
 $-1.499Q_1 - 0.193Q_2 - 0.0475Q_3$
 $(1.098) \quad (1.118) \quad (1.126)$
 $\bar{R}=0.76 \quad S=1.93 \quad d=1.59$
- (定義式)
6. $\Delta P_{fo} = 0.0249\Delta P_{fo}^F + 0.0325\Delta P_{fo}^D$
 7. $\Delta P_f = 0.0708\Delta P_{ff} + 0.0574\Delta P_{fo}$
 8. $\Delta P_s = 0.1282\Delta P_f + 0.0413\Delta P_m + 0.0357\Delta P_o$
 9. $\Delta P_w = 0.7948\Delta P_i + 0.2052\Delta P_s$

ただし、

P_w : 卸売物価指数(総平均)

P_i : 工業製品価格指数

P_s : 非工業製品価格指数

P_f : 農林水産業生産物価格指数

P_{ff} : 農林水産業生産物のうち食料品価格指数

P_{fo} : 農林水産業生産物のうち食料品を除く価格指数

P_{fo}^F : P_{fo} のうち輸入品の価格指数(外生)

P_{fo}^D : P_{fo} のうち国産品の価格指数

P_m : 鉱業生産物価格指数

P_o : P_i 、 P_f 、 P_m 以外の価格指数

W : 名目賃金指数(製造業)

$\frac{X}{N}$: $\frac{\text{生産指数(製造業)}}{\text{常用雇用指数(製造業)}} (= \text{労働生産性})$

J : 生産者製品在庫率指数(製造業)

P_r^M : 生産財輸入価格指数

P_m^M : 鉱業生産物価格指数

P_o^M : その他価格指数

P_k : 米穀卸売物価指数

P_b : 麦類物価指数

Δ : 前期比増減を示す

Q : 季節ダミー変数

\bar{R} : 自由度修正済重相関係数

S : 方程式の標準誤差

d : ダービン・ワトソン比率

(騰勢鈍化を示した消費者物価)

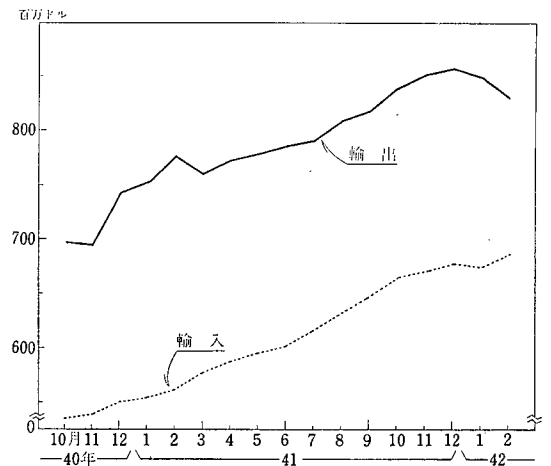
なお、消費者物価(全国)の上昇率は年度間で4.7%と依然高水準であったものの、前年度(6.3%上昇)に比べればいくぶん鈍化した(前掲第5図参照)。これは、住居費(家賃、間代)の上昇率が高まったほか、公共料金も鉄道運賃、授業料、郵便料金等を主因に前年度並みの高い上昇率を示したものの、野菜、くだもの等が豊作であったため、生鮮食品の価格が比較的落ち着いた動きを示したためである。このほか、中小企業における賃金コストの圧力も、賃金の増勢がいくぶん衰え(従業員5~29人規模企業における41年中現金給与支払額前年比8.5%増^(注2))、他方売上げは総じて順調な拡大をみたため、いくぶんやわらぎ、これも消費者物価の騰勢鈍化の一因となったとみられる。

3. 黒字基調を持続しえた国際収支

次に、41年度の国際収支動向をみると、総じてまず順調な推移を示したものである。これは、上述のような経済拡大によって輸入

(第6図)

輸 入 の 推 移



(注) 国際収支統計ベース、季節変動調整済み、3ヵ月移動平均値。

(注2) 「現金給与総額」の前年比増加率(%)

従業員 5～29 人			同 500 人以上		
37年	19.3	7.4	40年	11.9	8.9
38年	11.7	10.1	41年	8.5	12.5
39年	13.4	9.9			

がかなり増大したにもかかわらず、輸出の伸びも、ベトナム戦争の拡大の影響もあって幸い比較的順調だったからである。また、資本収支は引き続き大幅に悪化したものの、ここ数年来毎年赤字幅を拡大してきた貿易外収支が、昨年は軍関係受取の増大から前年度ほどの赤字を示さなかった事実なども見のがしえない。ただ42年にはいつてから、後述のような輸出の伸び悩みを主因に、第6図にみるように貿易収支の黒字幅がすでに縮小ぎみとなってきている点は注目されよう。

(輸出伸長の背景)

まず輸出動向をみると、昨年末ごろまでの動きを通じてみれば、おおむね四半期率4～5%程度のほぼ順調な伸びを続けてきた。これは少なくとも年度上期ごろまでは、米国経済が根強い拡大を続けたことなどから先進諸国全体としての輸入規模がまずまずの増大を示し、またアジア諸国からの輸入需要も、ベトナム戦争の拡大などを背景とした外貨準備の増大等を映じて、ほぼ一貫して堅調を持続したからであった。すなわち、主要地域

(第5表)

主要地域への輸出動向

(単位・%)

地域別	41年			42年	41年度計
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
前年比増加率					
米 国	19.5	14.5	18.4	1.2	13.5
東南アジア	12.7	21.9	32.7	24.2	23.2
うちベトナム 関連国	33.9	50.2	49.5	34.5	42.2
増加寄与率					
米 国	53.2	34.9	23.1	3.9	28.6
東南アジア	30.1	40.8	38.2	69.2	41.9
うちベトナム 関連国	48.1	56.0	37.6	70.1	48.8
構成比					
米 国	32.2	31.9	27.8	27.9	29.9 (30.0)
東南アジア	26.4	26.4	29.1	28.8	27.7 (25.7)
うちベトナム 関連国	18.7	19.4	21.5	22.1	20.4 (16.4)

(注) ベトナム関連国は、琉球、韓国、台湾、香港、南ベトナム、タイ、フィリピンの7ヵ国。カッコ内は40年度構成比。

に対する輸出の推移をみると、第5表に示したように、少なくとも年度上期ごろまでは米国向けが引き続き順調であり、とくに4～6月期の総輸出増加に占める米国向けの比率は5割以上にも達していた。しかしその後、いわゆるベトナム関連諸国(同表(注)参照)向けの輸出が大幅な伸びを示したため、輸出増加の中心は次第にこれらへと移行した。とくに42年1～3月期には、米国の景気停滞が明らかとなり、これに対する輸出がほぼ前年同期並みの水準を維持するにとどまったため、アジア、中南米向けなどの輸出は引き続き好伸したにもかかわらず、輸出全体の伸び悩みが招来されることとなった。

ちなみに品目別の動きをみると、前年度に引き続き、船舶、自動車、光学機械等の機械類および合繊織物等の伸びが好調であったほか、テレビが米国の生産力不足の影響などから、またラジオがベトナム戦争関係需要の伸長もあって、ひさびさにかんりの伸びを示したことなどがやや目立った。反面鉄鋼は、内需の増加に基づく輸出意欲の減退もあって、各地域向けとも伸び悩みを示し、むしろ前年度実績をわずかながら下回る額にとどまった。

このように、年度間を通じてみれば、輸出の伸びはまず順調であったものの、下期にはいつて国内需要の増大に伴う輸出圧力の減退が散見されはじめ、すでに41年度全体としての先進国向け輸出弾性値が目立って低下していること(先進諸国の輸入伸び率に対するわが国輸出の弾性値、41年度(推定)1.7、40年度3.1、39年度2.1)、とくに本年初来米国向け輸出に伸び悩み気配が現われてきたことなどは注目を要するところであろう。

(原燃料中心の輸入増大)

一方、輸入動向をみると鉱工業生産が前述のように比較的高い伸び率を続け、とくに鉄鋼、石油等いわゆる輸入関連産業の生産の伸びが大きかつ

たことなどから、輸出の伸びを上回って増加した。

すなわち、輸入の内訳をみると、第6表のとおり

(第6表)

41年度輸入の品目別増加率および増加寄与率

(単位・%)

	前年度比増加率	増加寄与率
食料品	11.6	11.2
原燃料	17.8	55.9
繊維原料	6.2	3.4
金属原料	26.7	17.2
その他原料品	27.4	24.6
鉱物性燃料	10.1	10.7
化学製品	21.9	5.8
機械機器	12.9	6.1
その他	49.4	20.9
鉄鋼	50.8	3.9
非鉄金属	73.7	11.1
その他	30.0	5.8
合計	19.0	100.0

(注) 通関統計による。「増加寄与率」は、41年度輸入の前年度比増加額に占める各品目の比率。

り、食料品、原燃料、機械その他の工業製品が軒並みかなりの増加を示したが、そのなかで、食料品は、前年度中国内生産の不作により輸入が著増した米が反動減を示し、また輸入価格の低下によって砂糖輸入額が減少したことなどが響いて比較的ゆるやかな増勢にとどまったのに対し、原燃料(銑鉄、非鉄地金等の製品原材料を含む)は終始高い伸びを続け、とくに、鉄鉱石、くず鉄、銑鉄、非鉄等の金属原料は、鉄鋼生産の著増や海外銅価格の急騰(鉱石、地金とも)を映じて大幅に増加した。このように41年度中の輸入増加は、主として原燃料の根強い増大によるものであり、ちなみに輸入全体の増加に対する商品類別の寄与度をみると、7割強は原燃料(銑鉄、非鉄地金等を含む)の輸入増に基づくものであった(第6表参照)。そしてこのような原燃料輸入の増加は、おおむね国内鉱工業生産の増加に見合ったものであり、時期によ

って多少のフレはあるが、年度間を通じてとくに在庫積み増しが行なわれるという動きはなかったとみられる。この結果、通産省調べの41年度末の輸入素原材料在庫率は前年度末をむしろ下回る水準にとどまっている(第7表参照)。このことは、今後の輸入動向を考えるうえで軽視しえないところと思われる。

(第7表)

原燃料輸入関連指標

	41年				42年	41年度
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
原燃料輸入	8.0	2.0	5.0	8.0	1.2	17.8
輸入素原材料費	1.6	2.4	4.8	6.9	5.2	18.8
生産財生産	4.8	5.5	5.7	4.6	5.6	18.8
鉱工業生産	3.7	4.2	5.7	4.5	4.4	15.7
輸入素原材料在庫率	69.6	71.2	68.0	66.3	66.3	66.3

(注) 季節調整済み前期比増加率(%),ただし輸入素原材料在庫率は期末の指数(35年=100)。

*印は42年3月を前月比+2.0%と仮定して計算、**印は42年2月末。

(貿易外収支赤字の減少と資本収支の大幅逆調)

このほか年度間国際収支のなかで、40年度まで年々著しい悪化を続けてきた貿易外収支の赤字幅が小幅ながら縮小をみ、また長期資本の流出超過がかなり多額に上ったことが注目されよう。このうち貿易外収支の赤字幅縮小は、軍関係受取が、ベトナム戦争の拡大に伴い、在日米軍の物資・サービスの調達が増加したことを映じて大きく増加したことによる面が大きかった。もっとも、こうした軍関係受取といういわば特殊な要因以外でも、運賃収支がわが国商船隊の拡充による輸出入貨物邦船積取比率の上昇により、また利子配当収支が対外貸借関係の改善を背景にそれぞれ赤字増大テンポの鈍化を示すなど、赤字増加を小幅化する要因がみられた。

次に、長期資本収支が前年度を大きく上回る逆

調となったのは、重工業品の輸出増加に伴って輸出延払信用の供与が増大したことを中心に対外与信が著増したことに加え、外資もかなりの流出超となったためであった。外資については、欧米における金融のひっ迫、金利の高騰から、その取入れが困難となり、あるいは取入れの魅力がなくなったこと、国内の借入需要が落ち着きが続けたことなどから、インパクト・ローン、タイド・ローン、輸入延払信用などが前年度に引き続き返済超過となり、また外債の発行も全く行なわれなかった。

なお、金融勘定をみると、年度中、外貨準備は若干減少したが、為替銀行の対外資産・負債バランスはかなりの改善をみた。為替銀行のポジション好転は、主として輸出規模の拡大に伴って保有輸出手形が増加したことによる。対外債務の面では、海外金利の割高化から昨秋ごろまでは、輸入金融の外貨金融から円金融への振替えが行なわれかなり大幅な債務減少をみていたが、その後は内外金利関係の逆転によりいわゆる円シフトの動きが止まり(その結果、輸入の増加に伴い借入れも増大)、またユーロ・ダラー等海外短資の取入れもかなりの額に上ったため、結局、年度間を通じてみれば若干の負債増となった。

Ⅱ 金融面の動向

1. 金融市場における現金

需給要因の変化

(金融市場の推移と市場調節)

以上のような経済拡大下において、41年度中の金融市場は、総じてみれば、前年度に引き続き緩和基調を持続したといえる。しかしこれを上期、下期に分けてみると、銀行券、財政等の動きが次第

に資金吸収要因としての性格を濃くしたため、下期になってこの面から需給が引き締まる要因が働いた。この間本行は、すでに景気が回復の緒についていたため、40年度のように公定歩合の引下げ、預金準備率の引下げといった積極的な刺激政策を採ることはなかったが、年度前半には市場緩和基調の維持につとめ、たとえば4～9月期の資金不足1,588億円に対しては1,707億円に上る債券買入れ操作を実施、このため本行貸出は122億円の純減をみた。かくてコール市場は上期を通じて平穩に推移し、コール・レートも低水準を持続した。後述のように債券市況が堅調を示したのも、このような短期金融市場の引きゆるみ状態を反映した面が強かったといえる。ところで41年度下期にはいと、経済の引き続き拡大を映じて銀行券の増発基調が強まったうえ、財政資金の対民間収支も、公共事業関係費を中心とした上期における支払促進の反動(前掲第2図参照)、個人所得や企業収益の好伸を反映した税収、郵便貯金の受入増などから、次第に揚勢を強めてゆくことになった。たとえば、上期、下期のそれぞれについて資金需給要因の動きを前年度と比べてみると、第8表からわかるように、下期にはいつて引き締め要因が次第に強まり、季節的な引き締め期である本年1、2月には市場は繁忙ざみとなり、コール・レートも月越物は両月下旬に各5毛、その他

(第8表)

銀行券、財政資金対民間収支の対前年度比較

(単位・億円)

	上 期 中			下 期 中		
	41年度	40年度	差 引	41年度	40年度	差 引
銀 行 券	463	109	354	3,172	2,471	701
財 政 資 金	△ 507	678	△ 1,185	△ 1,926	1,085	△ 3,779
うち一般財政	3,273	1,072	2,201	△ 1,269	870	△ 2,139
長期国債	△ 3,648	0	△ 3,648	△ 3,007	△ 1,085	△ 1,922
(除、長期国債)	(3,141)	(678)	(2,463)	(1,081)	(2,938)	(△ 1,857)
本 行 信 用	1,585	△ 342	1,927	5,116	1,462	3,454

(注) 銀行券増加、財政引揚(△)は引き締め要因→本行信用増加。

も2月下旬に1厘の上昇を示した。4月には市場が季節的に著しく緩和する時期に当たるため、レートは再び上昇前の水準に復帰したが、先行き短期資金需給が再び引き締まりに向かうという市場人気は依然尾を引いており、たとえばこれまでコール・レートときわめて近似した動きを示してきた短期買戻条件付債券売却レートは、4月にはいりコール・レートに併行して一時低下したものの、最近ではすでに3月並みの水準に戻している。なお、このような金融市場の動きに対し、本行は、下期には経済の拡大力がかなり強まり、とくに民間投資需要が大きく高まっていく気配を示しはじめたことなどから、これ以上とくに緩和をはかるのではなく、いわば中立的な態度で市場の需給基調を見守ってゆくことになった。

ちなみに、41年度財政資金対民間収支は、36年度以降5年ぶりに年度間として引揚超過を示すことになったわけであるが、これは最終的には、資金運用部等財政投融资関係における資金吸収によるところが大きかった。すなわち、一般会計では、景気の好転に伴ってかなり多額の自然増収をみたが、その過半は補正予算財源に充てられることによって支出され、さらにこれを越える分については3月の国債発行額を削減することによって調整された(41年度国債発行予定額7,300億円、削減650億円、うち市中消化分350億円)。しかし他方財投関係では、郵便貯金が当初財投計画原資として予定された額を1,000億円あまり上回る増加を示したうえ、運用面で資金回収がかなりの額に達し、また翌年度への実行のずれなどもみられたため、多額の受入れ超過を示すことになった。

(預金通貨供給の状況)

次に、41年(暦年)中の預金通貨増加状況を見ると、現金通貨増加が支払賃金、個人消費等の増大を映じて前年を17.3%上回ったのとは対照的に、むしろ前年を13.8%方下回る増加にとどまった。

金融緩和下において経済が拡大したにもかかわらず預金通貨の増加額が前年を下回ったのは異例のことであるが、これは前年の供給額が企業の流動性補てん需要を映じてかなり多額に上ったからであり、経済活動規模との関連からみれば、41年の預金通貨量自体は上期を中心に引き続きかなり潤沢であったとみることができる(ちなみに、預金通貨年間平均残高の前年比増加率としてとらえれば16.3%増と、ほぼ前年(16.6%増)並みの増加)。これは、後述のように、企業金融が大企業を中心におおむね余裕含みに推移したことからも

(第9表)

41年中の預金通貨供給、漏出状況

(38年との対比)

(単位・億円)

		1～6月中		7～12月中	
		41年	38年	41年	38年
供給	貸出	11,735 (66.5)	13,938 (83.7)	31,051 (82.2)	24,549 (92.0)
	有価証券	5,919 (33.5)	2,719 (16.3)	6,707 (17.8)	2,134 (8.0)
	うち民間債	1,071 (6.1)	1,804 (10.8)	2,059 (5.5)	1,401 (5.3)
	公共債	4,848 (27.4)	915 (5.5)	4,648 (12.3)	733 (2.7)
	預金通貨創出額(A)	17,654 (100.0)	16,657 (100.0)	37,758 (100.0)	26,683 (100.0)
漏出	現金流出	△1,897 (△10.7)	△1,102 (△6.6)	5,143 (13.6)	3,301 (12.4)
	財政引揚	3,788 (21.5)	1,568 (9.4)	△2,936 (△7.8)	△3,064 (△11.5)
	うち一般財政	579 (3.3)	293 (1.8)	2,272 (6.0)	△942 (△3.5)
	(小計)	1,891 (10.8)	466 (2.8)	2,207 (5.8)	237 (0.9)
	貯蓄性預金 への転化	13,586 (77.0)	10,784 (64.7)	16,902 (44.8)	13,199 (49.5)
	その他漏出	2,191 (12.4)	213 (1.3)	7,336 (19.4)	4,048 (15.2)
	(漏出計(B))	17,668 (100.1)	11,463 (68.8)	26,445 (70.0)	17,484 (65.5)
ネット預金通貨 増加額(A-B)		△14 (△0.1)	5,194 (31.2)	11,313 (30.0)	9,199 (34.5)

(注) 本行調べマネーサプライ統計による(ただし38年は含み貸出の影響を調整済み)。カッコ内は構成比(預金通貨創出額=100%)。「現金流出」「財政引揚」欄の△印はそれぞれ流入。

明らかであり、41年度における景気の回復、上昇は、このような金融緩和の浸透にささえられた面も強かったとみることができよう。ところで、41年における預金通貨の供給については、次の2点を特色として指摘することができると思われる。

その第1は、金融機関の、債券とくに国債、政保債等公共債券引受けと見合った形で創出された預金通貨の割合が著しく増大したことである。たとえばこれを上期、下期に分けてみると、第9表からわかるように、金融機関が新規に創出した預金通貨のうち、上期には実に34%が、また下期にも18%が有価証券引受け（うち、公共債券のみでは上期27%、下期12%）に見合ったものであった。もちろんこれには下期に貸出がふえるという季節性もあるが、前回の景気上昇期である38年の上、下期別動向と対比してみても、41年上期においては民間借入需要の停滞を背景に、公共部門向け資金供与を通じて行なわれた通貨供給の比率が著しく高いものであったことが明らかである。このような通貨供給形態の変容は企業金融に大きな影響を与えたが、この点については後に詳述する。ただそうはいっても、金融機関はこのような多額の有価証券引受け（前年比公共債4.4倍、民間債2.7倍）を行ないながら、同時に貸出についても中小企業向けを中心にその伸長をはかったのであり、このため貸出増加額も下期を中心に前年を15%方上回り、これも企業金融を緩和させる要因として働いた。

第2は、このようにして供給された預金通貨のうち、現金、貯蓄性預金等の形で漏出する部分の比率がかなり高かったことである。景気が上昇する段階で漏出比率が増大するのは通常のことであるが、ただ41年の場合、同様の景気局面にあった38年に比べてもこうした傾向がいっそう強かった（漏出率41年80%、38年67%）。その原因を第9表によってみると、現金需要の増大のほか、上期

には貯蓄性預金への転化がかなり大きかったこと、また前述のように年間を通じて一般財政が揚勢を続け、とくに下期にこの傾向が強まったことが指摘できる。このうち上期における貯蓄性預金の増大については、所得増大に伴う金融資産の蓄積のほか、企業の手元流動性が40年中にすでに高水準に回復していたところへ41年にはいっても金融機関貸出が引き続き伸長したこともあって、所要量を上回る通貨がより利回りの高い定期性預金等の形にシフトしたことが考えられるが、ただ貯蓄性預金への転化は、金融機関全体としてみれば資金はその内部にとどまるのであり、その限りで金融機関の資金ポジションを悪化させるものではなかった。しかし下期以降は現金への漏出のほか前述のとおり財政資金の対民間収支が期を追って揚勢を強めたため、この面から金融市場に次第に引き締まり気運が生じてくることになった。

2. 企業金融の大幅な緩和

(1) 大企業における金融緩和の進行

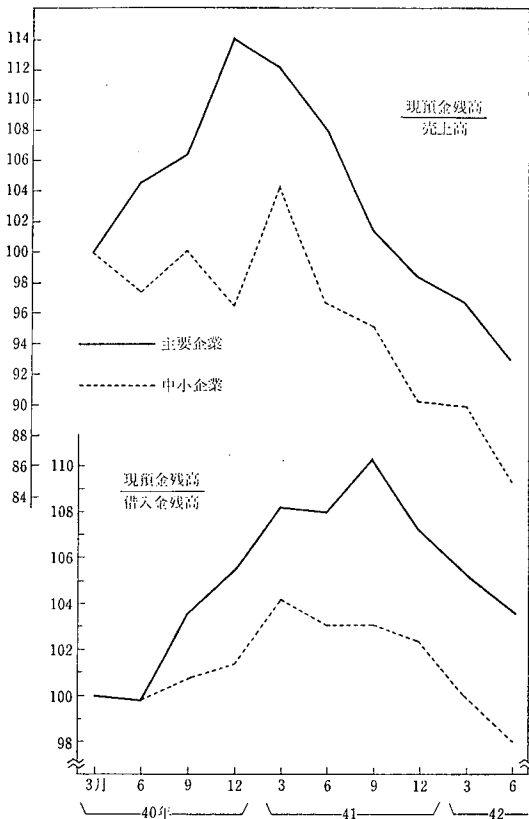
ところで41年度の企業金融の推移をみると、その特色として、前述のように経済規模がかなりの拡大を遂げたわりに、年度間を通じてさして資金繰りの引き締まり化がみられず、概して余裕含みに推移したことがあげられる。企業の設備投資態度は、39～40年度に生じた深刻な設備過剰感の影響から、当初きわめて慎重であったが、年度上期を中心に、資金繰りの引きゆるみという金融面の要因が、長期金利を含めた市中貸出金利の低下とあいまって、前述のような企業投資の回復に対して何がしか促進要因として働いたものとみることができよう。なお下期になってもこうした企業金融面の状況は大きく変化するに至らなかったが、さすがにひとところほどの緩和色は次第に薄れてきている。

(金融緩和の実情)

41年度の大企業の資金繰りが上期を中心にいか

に余裕感を持ったものであったかは、本行調べの「主要企業短期経済観測」にも明瞭にうかがわれる。すなわち、現預金水準の判断として、適正な水準より高過ぎると考える企業が上期中には3割近くに及んでいた。しかも、これを各期の3ヵ月前に行なわれた企業自身の予想と比べてみると、適正水準にまで調整されることを予測しつつ結局(第7図)

企業規模別現預金水準の推移
(40年3月=100の指数)



(注) 本行調べ「短期経済観測」による。42年3、6月は推計、季節変動未修正。

実績としては、余剰ぎみのままに維持されるといふ傾向が強かった(注3)。ただ下期にはいると「高過ぎる」とみる企業の割合は25%弱へと次第に低下をみている。

このような情勢にあったため、たとえば月間売上高に対する現預金残高の比率であらわされる企業の流動性比率は、第7図にみるように年度間を通じて低下傾向を続け、40年12月の1.18ヵ月分から本年3月末(実績見込み)には1.02ヵ月分へと低下したが、それにもかかわらず、その水準はなお38年緩和時のピーク(38年9月1.0ヵ月分)をやや上回っている。また、本年2月現在における企業の資金繰り感をみても、昨年10～12月に比べて資金繰りが引き締まったと感じている企業は全体の5%(製造業では全体の4%、卸小売業でも同8%)にすぎず、逆に一段と緩和したとみる企業がなお1割近くにも及んだ。

(企業金融緩和のメカニズム)

このような大企業金融の引きゆるみは、いうまでもなく、前述のように財政等公共部門が市中金融機関から債券発行などを通じて多額の資金調達を行ない、これをもとにして支出を大幅に増大してきたことと密接な関連を持つものであった。いいかえれば、これまでの景気回復・上昇期に比べて経済拡大に果たす公共部門需要増加の役割が増大したことが、大企業、中小企業を含め41年度における企業金融の条件を基本的に変えたものとみることができよう。この間の事情をいま次のようなマネー・フロー分析の恒等式に沿って明らかに

(注3) 同調査により「現預金水準の判断」の推移をみると次のとおり(回答会社総数を100とする構成比、全産業を対象)。

	実 績			1 期前の予想		
	多 目	適 当	少 目	多 目	適 当	少 目
41年 3月	28	64	8	10	75	15
6月	28	63	9	15	72	13
9月	27	64	9	13	78	9
12月	23	68	9	13	76	11
42年 3月	—	—	—	12	78	10

してみよう(このような条件変化はもちろん企業部門全体について生じたものであるが、中小企業では後述のように比較的早くから投資回復が進んだため、その影響がとくに顕著に現われたのは大企業であった)。

$$\begin{aligned} & \text{投資支出} - \left\{ \text{売上} - \left(\text{中間生産} + \text{賃金その他経費} \right) \right\} \\ & \text{収入} - \left(\text{物費用} + \text{他経費} \right) \\ & \text{＜粗投資＞} \qquad \qquad \qquad \text{＜粗貯蓄＞} \\ & = \text{金融負債増加} - \text{金融資産増加} \\ & \qquad \qquad \qquad \text{＜資金不足＞} \end{aligned}$$

すなわち、大企業では41年度の場合、すでに40年度中において現預金が大幅にふやされていたこと、後述のような銀行貸出態度の変化から中小企業の金融も緩和し、また製品需給も引き締まりぎみとなったことなどから売上代金の回収条件が好転したこと(注4)など、右辺における「金融資産の増加」が相対的に小幅にとどまり、これが金融負債増加(外部からの資金調達)の必要を小さくした点がまず見のがせない。しかしこのほか、企業一般についてみた場合、企業投資・個人消費・輸出・財政支出といった各需要要因間の構成変化が、左辺における投資・貯蓄の相対関係を変化させた点がとくに重要な意味を持っていたと考えられる。この点は、企業部門の売上収入を、企業部門自体の投資増加に見合うもの、企業部門外の投資・消費等に見合うもの、および中間生産物の取引(最終需要に直結しない企業部門内の取引)の三つに分解し、左辺を次のように改めてみることによって明らかとなる。

$$\begin{aligned} & \text{投資} - \left\{ \text{企業部門内} + \text{部門外の投} - \text{賃金その他} \right\} \\ & \text{支出} - \left\{ \text{の投資支出} + \text{資・消費支出} - \text{他経費} \right\} \\ & \text{粗投資} \qquad \qquad \qquad \text{粗貯蓄} \\ & = \text{資金不足} \end{aligned}$$

(中間生産物費用は消去)

つまり企業貯蓄は、企業自体の投資を含めて総需要がふくらむほどふえ、反面部門外に流出する要素費用が大きいほど減るのであり、景気の回復とともに売上高がふえ、固定費を中心に単位当たりコストが低下して企業の貯蓄が拡大したという限りにおいて、41年度の場合もこれまでの景気局面となんら相違はなかった。しかしここで注目すべきは、企業自体の投資支出の規模と企業部門外の投資・消費支出規模との間の相対的關係である。41年度の場合には、輸出が順調に伸びたほか、前述のように財政投資が金融機関からの資金調達をささえに積極的に拡大され、公共部門の投資超過(資金不足)幅は大きく拡大した。このため企業部門では、これまでの景気上昇局面とは異なって、「企業部門内の投資支出」に比べて「部門外の投資・消費支出」に見合う売上げの方が相対的により大きく伸びるといった事態が生ずることとなったが、このことは上式から明らかなように(資金不足の幅を考える場合、投資支出は消去されるのでこれを規定するのは結局「部門外の投資・消費支出」と「賃金その他経費」の差となる)、企業部門の資金不足を小幅にとどめる要因として働いた。このほか公共部門の資金不足の増大は、「賃金その他経費」の動きにも影響を与えている。すなわち、公共部門が国債や政保債の増額によって多額の資金を調達し、税金等経常収入でまかないうる以上に支出を拡大したということは、企業にとってみれば、「賃金その他経費」に含まれる法人税支出をふやすことなしに財政部門への売上げをふくらましえたことを意味している。このようにして企業の粗貯蓄が順調に増加したため、企業の自己金融力は増大し、しかも減価償却負担も従来の設備投資停滞等を背景に41年度には次第に低

(注4) なお、法人大企業の場合、法人中小企業、零細個人企業双方からの回収条件が好転したとみられるが、このほか法人中小企業の零細個人企業からの回収条件も好転し、この結果41年度の法人企業部門総体としての対個人売掛信用の増大は、売上高の大幅増加にもかかわらず、前年度並み程度にとどまったとみられる。

下を示したため^(注5)、企業の利益留保も著しく好転することができた。

ちなみに、ここ数年間における公共部門および法人企業部門における資金不足額の推移をみると、次のとおり公共部門の資金不足額が年々拡大してきた一方、法人企業部門の資金不足額は投資の落着きを映じてむしろ縮小したため、両者の不足額は40年度に至ってきわめて接近するに至った。

資金不足額の推移

(単位・十億円)

	公共部門	法人企業部門
38年度	△ 332	△ 1,960
39 〃	△ 652	△ 1,925
40 〃	△ 1,049	△ 1,163

さらに41年度上期にはいと、上記のような事情を映じて、公共部門の資金不足がついに法人企業のそれを上回るに至ったが^(注6)、ただその後企業投資が次第に回復基調を強めたため、結局年度間としては両者は40年度と同様の関係を持続したのではないと思われる。しかしそれにしても、たとえば前回の景気回復・上昇期に当たる38年度に比べると、全く様変わりの状況であった。

(外部資金依存度の低下)

このような資金の流れの変化は当然外部資金調達
の必要性を弱めることになったが、具体的に大

(第10表) 主要企業の外部資金依存度の変化とその要因

	外部資金増 実物投資	実物投資 売上高	金融投資 実物投資	内部留保 売上高	減価償却 実物投資
38年度下期	108.8	8.5	60.0	0.7	43.6
39年度下期	101.7	8.1	56.8	0.6	47.7
40年度上期	100.8	7.0	60.2	0.3	54.9
下期	92.4	5.7	64.6	0.3	66.8
41年度上期	45.0	5.4	26.0	0.6	68.9
下期	62.0	6.3	30.0	0.7	56.5
(参 考)	(依 存 度) D	(投資比率) 低下はDの 低下要因	(金融投資 比 率) 低下はDの 低下要因	(内 部 留 保 率) 低下はDの 上昇要因	(償却資金 依 存 率) 低下はDの 上昇要因

- (注) 1. 「主要企業経営分析」のデータによる。41年度下期は「短期経済観測」をもとに当局で推計。
2. 実物投資+金融投資=減価償却+内部留保+外部資金の恒等式を次のように変形したうえ各計数を算出したもの。
$$\frac{\text{外部資金}}{\text{実物投資}} = 1 + \frac{\text{金融資産} - \text{減価償却} - \text{内部留保}}{\text{実物投資} \times \text{売上高}}$$

企業について41年度の企業投資(設備投資、在庫投資)の外部資金依存度はどのように推移し、またどの程度の水準となっているであろうか。いま、本行調べ主要企業経営分析対象企業について依存度を算出し、その変化に上記各要因がそれぞれどのように作用しているかを企業経営の実情に即した形で整理してみると、第10表のようになる(41年度下期は推計)。すなわち、企業の実物投資の外部資金依存度(外部資金増/実物投資比率)は、①実物投資の売上高に対する比率(これは前述のように、かりに本統計対象外の企業を無視すれば企業投資/総需要比率によって規定される面が大きいといえる)の変化、②現預金や売掛信用等、金融資産の相対的ふえ方、③売上高のうち内部留保として企業内部に蓄積されうる部分の比率、および④実物投資のうち当該期間中の減価償却に見合った部分の比率、の四つの動きによって決まっ

(注5) 主要企業経営分析対象製造業における減価償却/粗貯蓄比率の推移。
38年度下期 84.7% 41年度上期 85.1%
39 〃 87.3% 下期(推定) 83.1%
40 〃 92.4%

(注6) 41暦年としてみてもおそらく公共部門の資金不足額は法人企業部門のそれを上回ったと推測されるが、詳細は本調査月報6月号に掲載予定の「昭和41年の資金循環」を参照。

てくるが、これは企業経営の実体に即していえば、投資の相対的規模、それが減価償却の範囲をどのくらい越えているか、内部蓄積力、金融資産増加の必要性(流動性への配慮等)などが外部資金需要を規定していることを意味していよう。そして40年度下期から41年度上期にかけては、これらが前期に引き続きいずれも外部資金依存度を引き下げる方向に強く働いたことによって、この比率は92%から45%へと急速に、しかもかつてない低率へと落ち込むこととなった。

もっとも、41年度下期の動きを推計してみると、企業投資の回復とともに、収益率の好転をあらわす内部留保/売上高比率を除けば、他の要因はすでにいずれも逆に依存度を引き上げる方向に作用しはじめており、このため、もちろん前年度までに比べればなおきわめて低いものの、62%程度に上昇をみたのではないと思われる。これには銀行の積極的貸出態度に応じて当面の必要以上に金融資産をふやしているといった事情もいくぶん響いていようが、下期以降の投資活動の活発化とともに、企業の外部資金依存度が次第に高まり始めていることは見のがすことができないと思われる。

(2) 金融緩和の中小企業への波及

以上のように、今回の景気回復上昇過程では、大企業金融が従来の同様局面に比すればはるかに緩和した状態を続けることとなったが、こうした事情は、程度の差はあれ、中小企業金融についてもうかがえる。

(金融緩和の実情)

この間の事情を本行調べ中小企業短期経済観測対象製造業についてみると、本年2月現在資金繰りが「苦しい」と訴える企業の比率は全体の22%と、もちろん大企業に比べればはるかに高いものの前回の景気上昇期(たとえば38年8月は35%)等に比べればかなり低率にとどまっている(注7)。

このような企業の感触が、現実の流動性保有水準のほか金融機関側の貸出態度、親企業等大企業の代金支払態度等にも依存していることはいうまでもないところであろう。対象企業の現預金残高/金融機関借入金残高比率が年度間を通じて低下を続けてきているのも(前掲第7図下段、実数では41年3月末46%、本年3月末予想42%)、このような企業の資金繰り感からいって、通常の景気上昇期のように中小企業金融がひっ迫化していることを必ずしも意味するものではなく、むしろ借入企業側の力がなお相対的に優位を保ち、預金拘束率が低下していることによる面も大きかったのではないと思われる。

(緩和の背景)

ところで、中小企業の金融が、従来の景気上昇期に比べてこのように比較的ゆとりを持ち続けているのには、前述大企業の場合と同様の事情もある程度働いていよう。ただ中小企業の場合、企業自体の投資回復が大企業の場合より早く始まり、そのテンポもかなり急速だった点が見のがせない。たとえば前記調査対象製造業についてみると、40年度の投資水準がきわめて低水準に落ち込

(注7) 中小企業の「資金繰り感」の推移をみると次のとおり(回答会社総数を100とする構成比、製造業を対象)。

	「楽である」	「さほど苦しくない」	「苦しい」
41年2月	7	59	34
5月	11	60	29
8月	13	62	25
11月	14	63	23
42年2月	15	63	22
(参 考)			
38年8月	8	56	35
11月	5	58	37
39年2月	5	55	40

んでいただけに、41年度中における上昇率は38年度の場合に比べてむしろ大幅であった。それにもかかわらず、資金繰りが緩和ぎみに推移しえたのは、前述のような大企業における自己金融力の増大、これを映じた金融緩和、銀行の貸出態度の変化、などが次のような形で間接的に中小企業の資金繰りを楽にさせたからだと思われる。

その第1は、都市大企業の借入需要の停滞に伴い、銀行、とくに都市銀行等が、大企業向け貸出の伸び悩みをカバーし貸出量の拡大をはかっていくために、中小企業向け、地方産業向け融資を大幅にふやさざるをえなかったことである。たとえば全国銀行の41年度上期における地域別、企業規模別貸出増加状況を見ると、後掲第16表のとおり、中小企業向け貸出増加額は前年同期の実に3倍強に達し、地域的にも関東・近畿以外のいわば後進地域向けの貸出が著増した。かくて上期中の全国銀行限界中小企業向け貸出構成比は49%にも達し(前期末残高における同構成比は30%)、また地域別の観点からみた場合、北海道・東北・北陸・中国・四国の5地域向け限界貸出構成比も20%(同13%)と著しい上昇を示すこととなった。このような銀行貸出における変化が、上期を中心に地方所在の卸小売業、サービス業等を含めて中小企業の資金繰りを大きく緩和させ、ひいては経営・投資態度にかなり大きな影響を与えたことは想像にかたくない。

第2は、相互銀行、信用金庫等いわゆる中小企業金融機関においても、貸出が前年度に引き続いてかなりの増勢を示したことである。これらの金融機関では、前述のように金融市場の緩和が続きコール・レートが42年1月下旬に至るまで戦後最低の水準を維持したため、引き続きコール・ローンに対する運用を極力圧縮して企業貸出の伸長を

はかることに努めることになった。たとえば41年度中のコール・ローン、金融機関貸付金残高の動きをみると、前年著減をみたあとであるにもかかわらず、なお相互銀行で115億円、信用金庫で273億円の減少をみている。ちなみに、このようなローン回収によってどの程度の貸出能力が付加されたかを相互銀行の41年度上期実績について試算してみると(注8)、上期には前年同期比貸出増加額の34%に当たる1,475億円の貸出能力増がこれによって生じたことになる(ただし、現実にはその一部が有価証券投資などに向けられているので実際にこれだけ貸出増加が生じたとは限らない)。これら金融機関の場合、中小製造業向けが前述のよ

(第11表)

業態別、産業別貸出増加額の推移

(単位：億円)

		製造業 向 け	卸小売 業向け	その他	計
41年	全 国 銀 行	1,341 (2,216)	1,163 (1,192)	2,272 (2,147)	5,276 (5,555)
1	相 互 銀 行	98 (29)	239 (213)	359 (195)	696 (437)
3	信 用 金 庫	160 (10)	179 (116)	430 (273)	769 (399)
月					
4	全 国 銀 行	1,466 (2,839)	1,770 (1,003)	264 (488)	3,500 (4,330)
6	相 互 銀 行	53 (103)	118 (206)	205 (245)	376 (554)
月	信 用 金 庫	251 (73)	230 (72)	103 (44)	584 (101)
7	全 国 銀 行	3,598 (3,758)	4,310 (2,178)	2,897 (2,250)	10,805 (8,186)
9	相 互 銀 行	345 (407)	500 (445)	601 (346)	1,446 (1,198)
月	信 用 金 庫	485 (295)	436 (303)	498 (642)	1,419 (44)
10	全 国 銀 行	3,948 (3,822)	3,289 (2,356)	3,922 (3,346)	11,159 (9,524)
12	相 互 銀 行	519 (413)	518 (434)	814 (618)	1,851 (1,465)
月	信 用 金 庫	750 (571)	666 (556)	748 (462)	2,164 (1,589)

(注) 当座貸越を含まない、全国銀行には信託勘定を含む。カッコ内は前年同期。

(注8) コール・ローン(ネット)減少額 $\times \frac{1}{1 - \text{債務者預金比率}}$ = 貸出能力増加額、として試算。

うな銀行の中小企業向け貸出の積極化と激しく競合したこともあって、卸小売業、サービス業等第三次産業向けの貸出も大きく伸長し(第11表参照)、これら分野における投資活動を積極化させた面も強かったようである。ただ、41年秋口ごろからは、それまでの積極的拡大方針によって資金ポジション面のゆとりがなくなり、あるいはすでに述べたように金融市場や既発債市場の先行きについて徐々に引き締まり人氣がでてきたことなどから、相互銀行を中心に貸出方針をやや抑制ぎみとする動きが広がりつつある。

(貸出金利の低下)

ちなみに、上述のような銀行における貸出態度の積極化は、金利動向にもはっきりと現われている。すなわち、本行調べによる全国銀行貸出約定平均金利の推移をみると、第12表のように、40年1月以降一貫して低下をたどっているが、とくに41年度にはいってからは、1件百万円を越える貸出の場合よりも、むしろ百万円以下の小口貸出に

(第12表)

全国銀行貸出約定平均金利規制 内外別、長短期別低下状況

(△印は低下、日歩・銭)

	規制内短期 貸出 (1年以内、 1件百万円 超)	規制外短期 貸出 (1年以内、 1件百万円 未満)	規制外長期 貸出 (1年以上)
40年			
1～3月	△0.017	△0.010	△0.002
4～6〃	△0.042	△0.021	△0.006
7～9〃	△0.058	△0.028	△0.013
10～12〃	△0.023	△0.019	△0.010
40年中	△0.140	△0.078	△0.031
41年			
1～3月	△0.017	△0.023	△0.019
4～6〃	△0.013	△0.018	△0.017
7～9〃	△0.017	△0.022	△0.016
10～12〃	△0.008	△0.016	△0.019
41年中	△0.055	△0.079	△0.071
40、41年中	(1.879) △0.195	(2.206) △0.157	(2.309) △0.102

(注) 最下段カッコ内は41年12月末金利水準。

ついて金利低下が著しかった(41年4月→同年末の低下幅、1件百万円超分3毛8条、同百万円以下分5毛6条)。これは大口貸出の金利低下がそれまでにすでになりに進んでいたことによるほか、この時期に、銀行が金利引下げを条件として、小口の貸出先に対してかなり積極的な態度で貸出伸長をはかったことを示すものであろう。なおこの間相互銀行の貸出金利も、銀行との競争という問題もあって6毛方の低下を示したと想像される(41年12月末金利水準、銀行1件百万円未満2.206銭、相互銀行2.35銭)。

(3) 長期信用供与機関における融資の停滞

以上のように、下期になって徐々に情勢の変化がみられはしたもの、総じてみれば大企業の借入需要は停滞ぎみに推移し、金融機関の大企業向

(第13表の1)

金融機関業態別貸出増減状況

(△印は減少、単位・億円)

	41年(暦年)		
	上期	下期	年間
全国銀行	7,493 (7,868)	20,384 (15,764)	27,877 (23,632)
うち大企業向け	4,817 (7,599)	10,111 (10,023)	14,928 (17,622)
中小企業向け	2,676 (269)	10,273 (5,741)	12,949 (6,010)
長期信用銀行	1,495 (1,622)	2,061 (2,013)	3,556 (3,635)
うち大企業向け	1,280 (646)	1,327 (1,787)	2,607 (2,433)
中小企業向け	215 (976)	734 (226)	949 (1,202)
全国銀行信託勘定	1,284 (2,017)	1,582 (1,946)	2,866 (3,963)
生命保険	606 (1,376)	933 (1,388)	1,539 (2,764)
損害保険	△ 106 (32)	△ 53 (20)	△ 159 (12)
相互銀行	1,072 (991)	3,297 (2,663)	4,369 (3,654)
信用金庫	1,353 (500)	3,583 (1,545)	4,936 (2,045)
計	11,702 (12,784)	29,726 (23,286)	41,428 (36,070)

け貸出は伸び悩みを続けたが、こうした傾向は、とくに設備資金関係について顕著であった。たとえば、41年(暦年)上期、下期における設備資金貸出増加状況を金融機関業態別にみると、第13表(2)に示したように、全国銀行信託勘定、生命保険、長期信用銀行等における設備資金貸出増加額は、41年(暦年)を通じ前年実績を大きく下回った。また長期信用銀行を中心とした全国銀行においても、大企業向け設備資金貸出は、銀行側の積極的な働きかけもあって下期にはようやく回復の動きがみられたものの、総じて停滞の域を脱するに至らなかった。景気上昇下において、このように設備資金貸出が伸び悩んだのは、もちろん前述のよ

(第13表の2)

金融機関業態別設備資金貸出増減状況

(△印は減少、単位・億円)

	41 年(暦年)		
	上 期	下 期	年 間
全 国 銀 行	2,393 (2,420)	4,560 (3,373)	6,953 (5,793)
うち大企業向け	1,585 (1,968)	2,686 (2,541)	4,271 (4,509)
中小企業向け	808 (452)	1,874 (832)	2,682 (1,284)
長期信用銀行	932 (1,387)	1,149 (1,447)	2,081 (2,834)
うち大企業向け	821 (1,172)	714 (1,277)	1,535 (2,449)
中小企業向け	111 (215)	435 (170)	546 (385)
全国銀行信託勘定	855 (1,603)	763 (1,370)	1,618 (2,973)
生 命 保 険	606 (1,376)	933 (1,388)	1,539 (2,764)
損 害 保 険	△ 106 (32)	△ 53 (△ 20)	△ 159 (12)
相 互 銀 行	411 (92)	583 (485)	994 (577)
信 用 金 庫	674 (254)	1,065 (612)	1,739 (866)
計	4,833 (5,777)	7,851 (7,208)	12,684 (12,985)

- (注) 1. 本第13表の(1)、(2)においては、保険会社や全国銀行の企業規模別内訳について、41年度の計数がいまだ判明しないため、やむをえず41暦年計数によった。
2. 生命保険、損害保険は貸付額をすべて設備資金とみなして計上、カッコ内は前年同期。

うに企業の自己資金による調達が多額に上り、下期に設備投資が回復に転じてのちも、支払資金の多くがこれによってまかなわれえたためであるが、とくに銀行側が金利引下げによる積極的な貸出方針をとったのに対応して企業側では運転資金の借入の場合に比べて金利コストの高い設備資金の借入を行なう必要があまりなかった。かかる事情を背景に、相対的に金利の高い長期信用供与機関の資金運用難が一段と強められたものと考えられる。

なお中小企業の場合には、前述のように銀行等がこれに対してきわめて積極的に貸進みを行ない、またそうした事情もあって中小企業では、サービス業、卸小売業等を中心に比較的早くから設備投資が回復に転じたため、全国銀行中小企業向け、相互銀行、信用金庫等の設備貸出増加額は前年実績を大きく上回った。

このような事情を反映して、運転資金貸出を含めた総貸出をみても、長期信用銀行の貸出増加額は前年実績を下回り(ただし暦年下期には前年水準を回復)、生命保険、信託勘定における貸出停滞とならんで、その他の金融機関における貸出伸長と著しい対照を示すこととなった(第13表(1)参照)。

3. 公社債流通市場取引の活発化

このほか41年度の金融面の動きのなかで注目されるのは、公社債流通市場がかなり活発な機能を果たしたことであった。たとえば40暦年中の有力証券会社数社の債券取引高をみると、利付金融債、政府短期証券等を中心に前年比7割以上の著増を示した。

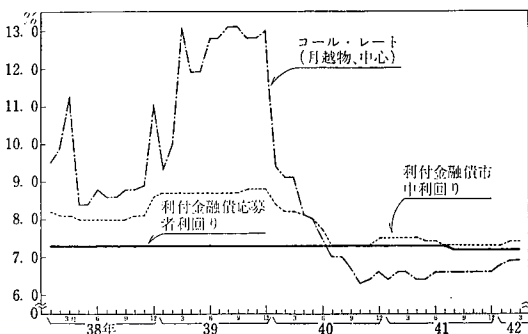
これを取引主体別にみると、国債、政保債等多額の新規発行債券の引受けを行なった銀行からの売却がかなりの部分を占めており(とくに利付金融債では総額の約半分)、これを資金運用難に悩む農林系統機関や一部中小企業金融機関等が購入

れるという形が多かった。このほか、企業金融の緩和を背景に事業法人等金融機関以外の売買も相当活発に行なわれたことが注目される。

ところでこのように、従来久しくその活発化が期待されながら沈滞を続けてきた債券流通市場の取引が、前年度下期ごろ以降次第に拡大し、41年度には金融取引のなかでかなり大きな役割を果たすに至ったのは、一口にいて、大幅な金融緩和を背景に金利水準が低下を続けたからであった。すなわちこれとともに、第1に、コール・レートが債券利回りを下回るという状況が持続することとなり、また第2に、債券利回り自体についても、流通市場における既発債券の実勢利回りと発行市場における応募者利回りとの乖離という事態がほとんど解消しえたため、既発債取引が活発に行なわれうることとなった。なお、このような情勢を背景に41年2月から東京、大阪の両証券取引所で政保債、地方債、金融債、事業債の上場取引が開始されたが(10月からは国債も上場)、この事実がまた債券取引に対する安心感を与え、いっそうの取引の拡大を促がした面も見のがせないであろう。そこでまずコール・レートと既発債券利回りととの関係を、取引の中心である月越物コール・レート(実勢)と既発利付金融債市場利回りととの関係でみると、第8図に示したように、40年央ごろから前者が後者を下回りはじめ、その後こうした状

(第8図)

利付金融債利回りとコール・レートの推移



態が持続することとなった。このため、それまでいわば所要準備としての額以上に余裕資金をコール市場に運用していた農林系統機関、中小企業金融機関等では、資金コストを上回る線をメドにより運用利回りの高い既発債の購入を積極的にふやしていこうとする動きを示した(たとえば農林関係下部機関についてみると、有価証券保有残高は41年中に農協段階で477億円(前年中42億円)、信農連段階で1,539億円(同1,163億円)の著増)。このような取引合いに対し、他方都市銀行等新規の有価証券引受け額が多い向きでは、手持ち有価証券を簿価損を生ずることなしに売却することが可能となったため、進んで売り応ずることとなった。さらに下期以降になると、後述のように銀行の資金ポジション悪化が目立ってきたため、これを防止する目的から、これらの積極的な売意欲が次第に強まっていくことになった。なお、たとえば都市銀行についてみると、41年度中の債券売却額は新規国債引受けをはるかに上回る額に達しており、このような債券市場を通ずる金融機関相互の資金ポジションの調整が、発行市場における債券消化の円滑化に対しても大きな役割を果たした点が軽視できないと思われる。

次に、既発債利回りと新規発行債券応募者利回りとの関係であるが、既発債券価格の上昇(利回り低下)がみられた結果、政保債、地方債はともか

(第14表)

既発公社債利回りと発行条件

		一般事業債		公 共 債		(参考) コール・ レート (月越物中心)
		A 格債	B 格債	地方債	政保債	
上 場 相 場	41年 2 月	7.54	7.58	7.52	7.38	6.57
	8 月	7.41	7.42	7.41	7.24	6.94
	42年 3 月	7.45	7.50	7.46	7.32	6.94
発 行 条 件 (応募者利回り)		7.41	7.57	7.35	7.05	—

- (注) 1. A格債は6銘柄平均。
2. B格債は2銘柄平均。
3. 地方債は東京都債。
4. 政保債は2銘柄平均。

く、事業債については、第14表に示したように、むしろ新発債の応募者利回りを下回る銘柄も続出するに至った。このようにして、既発債実勢価格の低水準が新発債の順調な消化を妨げるという懸念は全く解消し、むしろ企業要資の停滞から新規発行額自体が比較的少額にとどまったことから、とくに応募者利回りの高いB格事業債等では常に応募超過となり、これで満たされなかった需要が既発債市場の買いに向かうという情勢が現出するに至った。

もっとも年度間の推移としてみると、債券市況が堅調を示したのはとくに上期までであり(第14表参照)、下期以降は短期金融市場がそれまでのように緩和の度を強めるという情勢ではなくなったため、頭打ちぎみとなった。そして42年にはいつてからは、前述のように季節的事情も加わって短期金融市場が引き締まりぎみとなり、銀行筋の債券売意欲が強まる一方買手側では先安期待もあってやや買渋る動きをみせはじめたため、逆に次第に軟化気配を示すに至った。もちろん年度末までのところでは、このような既発債市況の軟化が新規発行分の消化を難航させるまでには至っていないが、相対的に利回りが低い地方債等でかなり消化の足取りが悪くなってきている点も否めない。41年度の公社債流通市場の活発化には種々の要因が作用しているが、その基本は上述のように長短金利の関係が正常化し、しかも既発債利回りの低下によって新規発行債券の応募者利回りを変更することなしに両者が接近しえたことにあったことが見のがせない。

なお、このような公社債流通市場取引の活発化と、そこにおける価格形成は、長期資金需給を調整する場として、またとくに40年度以降多額の国債発行が行なわれるようになってから以降は、その発行額の調整に重要なメドを与える指標として、その実現が重要な課題とされてきた公社債市

場の機能化への第一歩を、ともかくも達成したものであったといえる。ただ前述のように41年度の場合、これを可能としたものはあくまでも金利低下の進行であり、発行条件自体の自由化が、そう大きく進捗したわけではなかった。

今後既発債と新発債とのバランスのとれた関係が、金融情勢の変化いかににかかわらず維持されていくためには、発行条件についても自由化が進められていく必要があろう。

4. 悪化した金融機関の資金ポジション

41年度は、前述のように銀行券発行基調の堅調と、財政資金の引揚げにより6,701億円に上る大幅な資金不足を生じ、これに対して本行の債券買入れ操作額がこれをやや下回ったため、市中金融機関全体としての資金ポジションは930億円悪化した。これをおもな業態別に分けてみると、第15表に示したように、都市銀行で大幅な悪化がみられたほか、地方銀行の余資増加は前年度をかなり下回り(2月まではむしろ減少を示していた)、相互銀行、信用金庫等でも、前年度に引き続いてな

各種金融機関の41年度中における
資金ポジション変化(増減額)

(単位・億円)

	都市銀行	地方銀行	相互銀行	信用金庫
実 質 預 金	13,829 (17,608)	11,715 (9,730)	4,812 (4,181)	5,762 (4,673)
貸 出 (除、金融機関貸付)	14,580 (11,714)	10,633 (7,443)	4,599 (4,129)	5,304 (3,944)
預 貸 尻	△ 751 (5,894)	1,082 (2,287)	213 (52)	458 (729)
有 価 証 券	2,415 (4,635)	1,888 (2,654)	563 (797)	602 (1,134)
預 貸 証 尻	△ 3,166 (1,259)	△ 806 (367)	△ 350 (745)	△ 144 (405)
資金ポジション (△印は悪化)	△ 622 (946)	65 (275)	△ 197 (691)	△ 366 (2,030)
年度末余資残高 (△印は外部負債残高)	△ 23,994 (23,372)	1,230 (1,165)	408 (605)	818 (1,184)

(注) 余資=(コール・ローン+金融機関貸付金*)-(コール・マネー+借入金)

*信用金庫については全借進短期資金を含む。

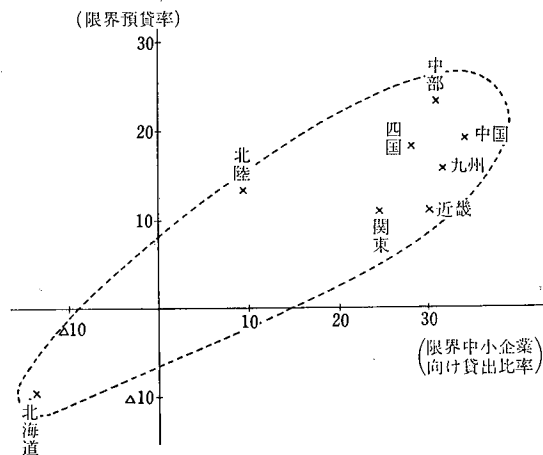
お余資残高の減少がみられた。このような銀行業務を営む金融機関における資金ポジションの悪化傾向に反し、生命保険、農林系統金融機関等ではむしろ余資の増大を示すことになった。このほか民間金融機関以外で同様に資金吸収、運用業務を行なう資金運用部でも、余資の大幅な増大が生じた。

(都市銀行におけるポジション悪化の背景)

まず都市銀行の資金ポジションの動きをみると、前年度(946億円の好転)とは様変わりになり、622億円の悪化となった。これには、まず国債消化を中心に有価証券引受け額が前年度比65%の著増をみたという事実が指摘できる。たとえば貸出・有価証券をあわせた総運用資産増に占める有価証券(引受ベース)の比率は38.3%と前年度(31.8%)より一段と高まった。ただ、このような有価証券増加の7割余は本行の債券買入操作の対象として買上げられ、ないしは他の金融機関等に売却されたため、最終的なバランスとしての有価証券負担はむしろ前年度より少額にとどまりえた。第2は、前年度の場合とは様変わりになり、貸出の増加額が預金の伸びを上回ったことである(預貸尻、41年度757億円の貸出超、前年度5,968億円の預金超)。前述のように大企業の借入需要が総じて停滞を続けた41年度においてこのようなバランスが生じたのは、貸出先構成が大きく変化したことによる面が少なくなかったと思われる。つまり都市銀行では、すでに触れたように、主取引先である大企業の通貨需要の停滞、借入れの伸び悩みに対処して、勢い地方産業、中小卸小売業等への貸出をふやしていかがるをえなかった。こうした傾向が最も強かった41年度上期における全国銀行^(注9)の規模別、地域別貸出状況についてはすでに述べたとおりであるが(前述2. (2)参照)、これを預金吸収

(第9図)

全国預貸率と中小企業向け貸出比率(地域別)



(注) 地域別、規模別貸出統計による。

1. 「限界中小企業向け貸出比率」、「限界預貸率」とも、41年度上期の水準と前年同期の水準を比較したポイント差(△は低下)をとって作図したもの。
2. なお、「東北」地方では40年度上期の限界中小企業向け貸出比率が81.3%と異常に高かった関係から、特殊の動きを示したので、本表から除外した。

との兼合いでみると、第9図に示したように、同期間についてみる限り、おおむね限界中小企業向け貸出比率(貸出増分に占める中小企業向けの比率)が高い地区ほど限界預貸率(貸出増加/預金増加の比率)が上昇するという傾向がみられた(実際の増加額については第16表参照)。通常、大企業向け貸出に比べて中小企業向けの方が貸出の預金歩留まり率が悪いという傾向があるわけではなく、したがって41年度上期の場合には、銀行のいわゆる貸しあせりもあってとくに中小卸小売業やサービス業向けの比率が高かったことがこうした結果を招いたのではないかとと思われる。すなわち、これらでは人件費比率が高いので、貸し出された資金が賃金等の形で流出する比率が高く、このことは資金が取引決済の形で他の企業に移行する場合に比して資金トレースがむずかしいとみられること、しかも地方の場合、家計に流入した資金が郵便局、

(注9) 地域別、規模別状況は統計の制約上全国銀行ベースでとらえているが、前年度と大きく変化しているのは都市銀行の貸出構成の変化によるところが大きいと考えられる。

(第16表)

41年度上期全国銀行地域別預金貸出増減状況

(単位・億円)

	預金増加	貸出増加	うち 中小企業 向け	(参考) 中小企業 向け比率
北海道	589 (+ 79.6)	349 (+ 55.1)	236 (+ 29.0)	67.6 (81.3)
東北	595 (+ 79.8)	439 (+ 132.3)	326 (+ 103.8)	74.3 (84.7)
関東	4,994 (- 9.0)	6,073 (- 0.1)	2,165 (+ 218.3)	35.6 (11.2)
うち東京	(3,389) (- 21.6)	(5,212) (- 5.2)	(1,451) (+ 206.8)	(27.8) (8.6)
北陸	538 (+ 14.5)	393 (+ 77.8)	332 (+ 100.0)	84.5 (75.1)
中部	1,393 (+ 23.3)	1,242 (+ 67.2)	802 (+ 220.8)	64.6 (33.6)
近畿	3,237 (+ 13.4)	3,211 (+ 27.5)	1,511 (+ 251.4)	47.1 (17.1)
うち大阪	(2,167) (+ 0.7)	(2,345) (+ 19.2)	(884) (+ 242.6)	(37.7) (13.1)
中国	573 (+ 132.9)	455 (+ 207.4)	309 (+ 518.0)	67.9 (33.8)
四国	380 (+ 61.7)	231 (+ 208.0)	191 (+ 365.8)	82.7 (54.7)
九州	871 (+ 55.0)	729 (+ 90.3)	548 (+ 228.1)	75.2 (43.6)
計	13,110 (+ 13.5)	13,112 (+ 24.0)	6,420 (+ 201.8)	48.9 (20.1)

(注) カッコ内は前年同期比増減率(%), (参考)欄のカッコ内は前年同期の実数。

民間中小企業金融機関に預入される比率が相対的に高いのではないかとみられること、などが都市銀行の資金尻にかなりの影響を与えたのではないかと推察される。そうであるとすれば、都市銀行における資金ポジションの大幅悪化の原因は、41年度についてみる限り、有価証券負担の増大によるだけではなく、国債発行との関連もあって大企業の金融が引きゆるみを続け、貸出の重点を極端に中小企業へと移行せざるをえなかった点にも求められるべきであろう。なお、こうした行き方が、41年度には都市銀行が有価証券を他の金融機関等に売却しうる客観情勢にあったために可能となったものであることは、いうまでもない。

(その他金融機関の状況)

製造業向け貸出比率の低下など、貸出先構成の

変化が資金ポジションにとって不利な影響をもたらしたという点は、都市銀行以外の一部金融機関にとっても、ある程度あてはまるであろう。しかし、とくに相互銀行や信用金庫等の場合には、前述のようにコール・ローン運用利回りが概して低水準を続けたため、前年度に引き続いて意識的にローンの回収をはかりこれを貸出ないし有価証券保有に振り向けたという点が見のがせない。このため、信用金庫では預貸尻(預金超過幅)が前年度に比べて一段と縮小、一方相互銀行では下期にはいり余資残高の先細り懸念から一部に貸出抑制の動きもみられ、預貸差としては前年度より好転したものの、有価証券の増加から余資が減少することになった。

ところで、各金融機関の資金ポジションの動きと関連して、41年7～12月について、金融機関以外の民間からの資金吸収(ただし金融債の消化を除く)が各業態ごとにどのように配分されたかをみると第17表のとおりであり、上述の事情を反映して前年同期に比べて、全国銀行、とくに都市銀行のシェアがかなり低下をみた一方、郵便貯金、

(第17表)

主要業態別資金吸収・貸出増加額シェア

	41年下期		40年下期		(参考) 38年下期	
	資金 吸収	貸出	資金 吸収	貸出	資金 吸収	貸出
全国銀行(銀行勘定)	43.1	57.5	48.9	52.9	46.6	59.7
うち都市銀行	(22.4)	(27.1)	(29.1)	(23.6)	(26.1)	(31.2)
地方銀行	(18.6)	(21.7)	(17.1)	(20.7)	(18.3)	(20.8)
同(信託勘定)	5.7	4.4	4.3	6.5	5.3	6.7
相互銀行	8.1	9.1	7.6	9.6	8.2	8.3
信用金庫	9.9	10.5	9.0	9.5	10.9	10.2
信用組合、労働金庫	3.0	3.2	2.9	3.5	2.8	2.9
生命保険	5.6	2.6	5.6	4.7	4.7	3.2
損害〃	1.4	0.1	0.9	0.1	1.2	0.2
農林系統機関	14.7	0.1	13.5	0.1	14.0	0.1
政府金融機関 (受入は郵便貯金)	7.7	9.2	6.7	9.7	5.6	6.2
その他とも						
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 金融機関相互の預金、貸付を除く、また金融債消化を除く。

農協預金の比率は上昇を示し、また中小企業金融機関でも多かれ少なかれ比率の上昇がみられた。この計数からみても、とくに預金吸収面の不振が資金ポジションに強く影響したのは都市銀行であったということができ、その他では資金吸収面ではとくに悪化はみられなかった。したがって中小企業金融機関の場合は、コール・ローンが貸出や有価証券に運用替えされたことに資金ポジションの悪化の主因があったとみることができ、他方融資量の伸び悩んだ保険会社、政府関係等では逆に余裕資金の増大がもたらされることとなった。ちなみに同様の比率を貸出計数についてみると、政府金融機関、生命保険会社、信託勘定等の貸出シェアは前年同期に比べていずれも低下をみている。

む す び

以上、年度間の特徴点を中心に、41年度経済を回顧してきたが、これらのなかには、金融面における公共部門の資金不足幅の拡大や、国際収支面における輸出延払信用を主因とした本邦資本の対外流出のように、今後もちろん景気局面によって相当フレることはあっても、やや長期的にみて昭和30年代の経済とはかなり質的に変化したとみられうる現象もある。しかし反面、本年度の経済が下期にかけて急速な変化を遂げたとはいえ、なお

概して順調な拡大を遂げうる環境にあったがゆえに生じたという点もいくつかあったと思われる。たとえば、金利の低水準持続を前提として公社債流通市場が拡大し、これが活発な機能を営んだ事実にしても、今後金利水準いかにかわらずこれを定着させていくには、発行条件を含めた金利のいっそうの自由化など制度的な検討を含めた努力が必要とされよう。また都市銀行等の資金ポジション悪化に関連した問題をとらえてみても、国債等公共債券引受けの負担をその他債券の市場売却によって軽減することは、今後債券価格の動向いかに次第にむずかしくなると考えられ、債券保有率の上昇に伴う運用利回りの低下を、貸出の大幅な伸長によってカバーすることも、これまでのようには許されなくなろう。

このように今後の動きを展望するとき、たとえば金融機関のあり方にはいっそうの検討を要する問題がでてこようし、また公共部門による資金調達にしても、41年度のように発行債券が無理なく消化されうる状況が持続しうるかどうか、速断を許さない。

もちろんこうしたもろもろの問題の帰趨は、最終的には今後の投資需要、国際収支、卸売物価等経済全般の動向いかにかかっている面も大きく、42年度の経済、金融の動きにはきわめて注目を要する点が多いと思われる。