

引締め前後における 経済・金融諸指標の動き

— 前回、前々回との対比 —

〔要 旨〕

昭和30年以降において、今次の景気調整は、昭和32年、36年、39年に次いで4回目にあたる。過去の経験からみても、景気のいかなる局面で、どのような引締め政策がとられたかによって、その後の調整過程の様相は、それぞれ異なっている。したがって、過去において調整策が実施された前後における経済、金融面の特色をさぐり、今次引締め前後の諸事情と比較検討しておくことは今後の政策運営にとっても参考になると思われる。

かかる観点から、今回の特色とみられる点を要約すればほぼ次のとおりとなる。

- (1) 国際収支の均衡回復を目的として景気調整が実施され、その際金融引締め政策がおもな手段として使用されている点は、これまでのところ従来とほぼ同様である。ただ国債発行下という新しい条件のもとにおいて、財政・金融両政策の適切なポリシー・ミックスの維持がとくに肝要となっており、43年度予算の編成方針いかによっては、過去の景気調整過程にみられなかった新しい事例が作られることになる。
- (2) 企業の手元流動性の高水準、資金調達における自己資金比率の増大、金融機関と企業との力関係の変化、金融機関相互間における融資シェアの変化等、金融引締め効果の浸透テンポに関連する諸条件について従来と若干の変化が生じている。引締め後の全国銀行貸出約定金利の上昇テンポが従来よりもやや緩慢なのはその一つの現われともみられる。
- (3) 原材料在庫、流通在庫を中心とする在庫調整は、従来とほぼ同様なかたちで進展し、総需要の伸び率抑制に大きな役割を果たすと思われる。ただ最終需要の規模との相対関係でみると、在庫調整の影響は従来よりは若干軽度にとどまる可能性が大きいと思われる。
- (4) 今回の設備投資はかなり根強い性格をもっており、景気調整局面においても大幅な減勢に転ずる可能性は比較的小さいように思われる。
- (5) 個人消費需要は前々回と同様、引締め後もなおしばらくの期間高い伸びを続けるのではないかとみられる。
- (6) 労働力需給のひっ迫は、長期的にはさらに強まるものとみられ、賃金水準はもとより、生産、設備投資、物価等の動向に対して、これまであまりみられなかったような影響を及ぼす可能性もある。
- (7) ポンドの切下げ、これを契機とする国際的な高金利傾向など、引締め実施前には考慮されていなかった新しい国際環境の悪化要因が生じているが、かかる変化は過去2回の引締め期には生じなかったことがらであり、国際収支の先行きについてこの点がいかなる作用を及ぼすかきわめて注目されるところである。

〔目 次〕

I. は し が き

II. 実体経済面の諸指標

1. 鉱工業生産
2. 国際収支
3. 需要面の動向
4. 物価および労働力需給

III. 金融面の諸指標

1. マネー・サプライ
2. 金融市場
3. 金融機関の貸出と貸出金利
4. 公社債市場
5. 企業金融

IV. む す び

I. は し が き

本年9月、公定歩合の1厘引上げならびに都市銀行等に対する貸出増加額規制の実施と、財政支出3,100億円の繰延べを二つの柱とする景気調整策が発動されてからすでに3ヵ月が経過し、その効果は徐々にではあるが、経済各面に浸透しはじめている。わが国経済の当面の課題がかかる調整過程を一段と進捗させ、国際収支の改善を図る点にあることはいうまでもない。これに関連し、過去における景気調整過程ならびにその直前の景気上昇局面における経済・金融の特色をさぐり、今次引締め実施前後の諸事情と比較検討することは、今後の政策運営にとって重要な参考の一つとなろう。

顧みると、昭和30年以降において、今次の景気調整は、昭和32年、36年、39年に次いで4回目にあたる。これら4回の景気調整はいずれも、景気の上昇過程において国際収支の悪化が生じ、これに対処して引締め政策がとられたために生じたもので、引締め政策の実施が、景気上昇から下降への反転の契機となっている。この間景気の成熟段階において、ある程度その上昇テンポが鈍化するかのようには思われたケースもあったが、それはいわゆる景気の自律反転をもたらすものではなかった。これらの点が、今回をも含めて、過去の景気調整過程に共通する第1の特色である。

第2の特色は、景気の上昇局面においても、また下降への転換に際しても、総じて在庫投資が他の需要要因に先行して変動し、しかもその演ずる役割がきわめて大きかったことである。景気の下降反転の際に、在庫投資が先行的に変化するのには、在庫投資が金融引締めに対して最も敏感に反応するためと思われる。また短期の景気循環において在庫変動が主役を演ずることは、諸外国において通常みられるところではあるが、わが国の場合需要全体に占める在庫投資の比重が相対的に大きいだけに、上昇下降いずれの場合にもその影響は大きいものとなった。もっとも、後述のように最近になるほど、かかる傾向が相対的に漸次弱まりつつあることは注目を要する。

第3の特色は、これまでの調整過程において金融引締めが、景気調整手段として大きな比重を占めていたことである。これまで企業の投資活動の行き過ぎが、景気の過熱、国際収支の悪化をもたらした主因であり、しかも企業の金融機関借入れ依存度が高いという状況のもとにおいては、これはある程度必然的なことであつたともいえる。もちろん金融引締めと並行して、財政面からの抑制措置が実施されたことはあつたが、その役割は概して副次的なものにとどまっていた。その点今回は当初から、金融引締めと並んで財政支出の繰延べが大幅に行なわれ、いわゆるポリシー・ミックスが初めて発動されたが、43年度予算の編成に

もかかる抑制方針が貫かれれば、過去の景気調整過程にみられなかった新しい特色となろう。

以上2、3の点について考えてみたが、今回の景気調整過程もその基本的性格においては、従来ときほど大きく異なるものとはならないであろう。ただ当然のことではあるが、景気のいかなる局面で、どのような引締め政策がとられたかによって、その後の調整過程の様相が、それぞれ異なることは過去の経験からも明らかである。かつて昭和41年度の「経済白書」は、40年の不況について「在庫調整を始発点とする短期循環的性格と、昭和35～36年のブームに対する反動という中期的な性格、あるいは経済の成長過程で起きた労働力過剰から労働力不足への転換といった構造的な変化に対する不調整」が重なった複合的性格であると述べた。もしこの指摘が正しいとするならば、その後の景気上昇局面についても、短期循環的な性格のほかに、中期循環的あるいは構造的な特殊性が見いだせるはずである。

このような観点から、以下経済実体面、金融面の諸指標について、今回と36年、39年の過去2回の景気調整過程の同一局面との対比を試みることにしたい。

II. 実体経済面の諸指標

1. 鉱工業生産

① 各回の引締め前の鉱工業生産の動きは、第1表のとおりである。四半期別の対前期比増加率を見ると、前々回と今回とは、おおむね毎期+4～5%前後で推移しているが、前回は景気回復後引締めまでの期間が比較的短かったこともあって、引締め前の増加テンポはかなり急激となっている。なお引締め実施期の前年同期比増加率を見ると、前々回+20.5%、前回+21.9%、今回+19.4%となっており、今回はいくぶん低めといえることができる。

一方引締め後をみると、前々回は増加率が急テンポで低下し、引締め後4四半期目には前期比マイナスとなったが、反面引締めが解除されるとともに、回復もまた急であった。36年度の景気調整が「比較的軽微にすんだ」(38年度経済白書)という認識が生まれたゆえんである。これに対して、前回においては引締め後においても生産の高い伸びは約3四半期間も続いたが、その後しだいに伸び率が低下し、再三にわたる金融緩和措置にもかかわらず40年から41年まで停滞を続けた。

(第1表)

鉱工業生産の推移

(対前期比増減率・%、カッコ内は前年同期比増減率・%)

	今 回	前 回	前々回
引締め前4四半期	4.6(14.0)	2.5(1.4)	4.5(23.8)
〃 3 〃	5.6(19.3)	4.8(6.0)	4.6(21.6)
〃 2 〃	4.1(19.9)	6.4(13.5)	4.7(19.3)
〃 1 〃	4.5(20.2)	5.2(19.8)	4.5(19.5)
引締め実施期	3.8(19.4)	4.0(21.9)	5.3(20.5)
引締め後1四半期		2.7(19.5)	3.0(18.8)
〃 2 〃		2.7(15.6)	2.3(15.8)
〃 3 〃		2.1(12.4)	0.5(11.6)
〃 4 〃		* 0.8(8.8)	-0.8(5.2)
〃 5 〃		-0.4(5.0)	* -0.8(1.2)
〃 6 〃		1.0(3.5)	2.5(1.4)
〃 7 〃		0 (1.5)	4.8(6.0)

(注) 引締め実施期は 今 回 42年7～9月期
前 回 39年1～3月期
前々回 36年7～9月期
* は引締め緩和期 前 回 40年1～3月期
前々回 37年10～12月期

以下各表図とも同じ。

② いま産業連関表を利用して、引締め前と引締め後4四半期間の生産の増加に対する各需要要因別の寄与分を試算してみよう(第1図)。これによると前々回の循環においては上昇期には設備投資の増加が最も大きく寄与しており、これに次いで消費が大きく、在庫投資の役割は比較的小さい。反面引締め後になると、在庫投資は5.9%生産を引き下げる要因となり、設備投資も生産を増加させる要因としては働いたものの、その増加寄

与率は引締め前の +8.9% から +1.2% へと大幅に低下した。この間個人消費の伸長と輸出の伸びどが、生産を下ささえるうで大きな役割を果たした。

これに比べると、前回の景気上昇期には、在庫投資の寄与分が前々回の2倍以上となっていることと、輸出の寄与分が上昇していることが特色であり、設備投資と消費の寄与分は前々回より低下している。前回引締め後の動きをみると、前々回同様在庫投資の減少が大きく、生産を5.1%引き下げる要因となっている。また、政府固定資本もマイナス要因となっているが、これは39年度の前半に公共事業費等の支払いが進捗し、本図の対象となっている39年10～12月期の支払額がやや低めであったことによるものである。前回の景気調整期においてこうしたマイナス要因を相殺して生産を下ささえた主役は、輸出の著しい伸長であったが、設備投資の寄与分もまた前々回に比べると目だって高まっている。この間にあって、消費増加による生産上昇分は前々回の半分以下にとどまっ

ている。最後に今回の景気上昇期においては設備投資の寄与分が大きく、この点は前々回と類似しているが、同時に在庫投資、個人消費、輸出もそれぞれかなり大きな比重を占めており、主要な需要要因がいわば比較的に均等した影響を生産に対して与えている。

なおこの図で注目されるのは、政府固定資本形成による寄与分が、今回は -0.3% と生産の伸びを押えたかたちになっていることである。これは41年度上期に不況対策として、財政支出の促進が行なわれたのに対し、42年度初には暫定予算の関係から投資支出がおくれたという事情によるものである。

2. 国 際 収 支

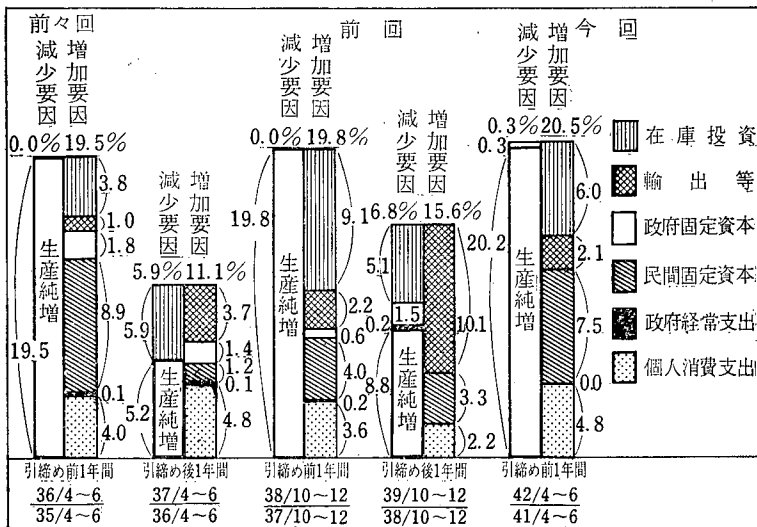
① 前述のように、今回の景気調整政策は、従来と同じく国際収支の悪化を契機として発動されたが、景気調整政策発動前における基礎収支じりの悪化テンポや悪化の度合いは、前回、前々回のそれと比較してとくに大きな差は認められない(第2図)。しかし、今回においては貿易収支じりが引

締め実施期において2億ドル強の黒字を残しているにもかかわらず、それ以外の要因によって基礎収支じりが大きく悪化していることが特徴となっている。

すなわち第2表に示したように、貿易外収支は過去3回とも一貫して赤字を示しているが、その幅は漸次拡大傾向にあり、さらに今回においては、スエズ運河閉鎖に伴うフレート上昇の要因もあって、運賃支払が引締め後も増加することが予想され、これに伴う貿易外収支じり悪化は、年

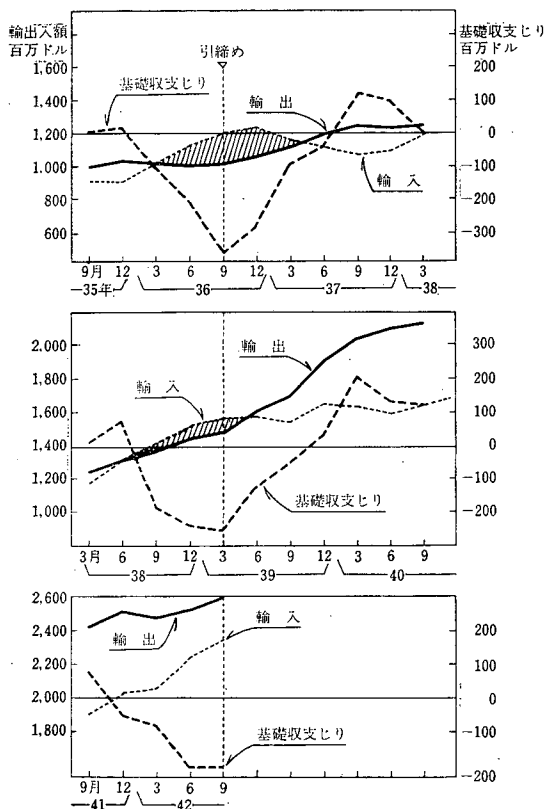
〔第1図〕

鉱工業生産増加率に対する需要要因別寄与分



〔第2図〕

国際収支の推移 (IMF統計ベース)



(注) 季節調整済み。

(第2表)

引締め前後4四半期間における貿易外・長期資本収支

(単位・百万ドル)

		貿易外・ 長期資本 収支じり	貿易外		長期 資本	貿易 収支じり
			貿易外	長期 資本		
前々回	35年10月～ 36年9月 計	△ 348	△ 282	△ 66		326
	36年10月～ 37年9月 計	△ 323	△ 451	128		80
前回	38年4月～ 39年3月 計	△ 200	△ 659	459	△ 357	
	39年4月～ 40年3月 計	△ 742	△ 759	17	871	
今回	41年10月～ 42年9月 計	△ 1,954	△ 1,053	△ 901		1,533

(注) △ は赤字。

度間1～2億ドル程度に上るものとみられている。長期資本についてみると、前々回は引締め前

の小幅の流出超から引締め後若干の流入超となり、前回にはインパクト・ローンの多額の導入もあって、引締め前かなりの流入超を示し、引締め後も小幅ながら流入超となった。今回は、引締め前において延払い輸出の増加、インパクト・ローンの返済超過を映じて、すでに大幅の流出増加となっており、今後ともこの赤字幅が縮小することはまず期待できない。

ところで引締め後における国際収支の改善過程をみると、前々回、前回ともに基礎収支じりの好転はきわめて著しく、引締め後3～4四半期目には均衡をとりもどしている。第2図からもわかるように、これには貿易収支の急速な改善が主因となっている。今回においても同様の過程を進むことが期待されるが、前述のように貿易外および長期資本収支の赤字幅が大きく、しかも今後さらにそれが拡大するものと予想されるだけに、基礎収支均衡達成には、貿易収支面で従来以上の努力を要するものと思われる。

② 以上国際収支の動向を概観したが、このうち最も重要な輸出入の動きについてやや詳しくみてみよう。まず引締め前における輸出の動きをみると、3回のうち前回の伸びが最も高く、今回は引締め期に近づくにつれて増加率は急激に低下している。いま引締め期における輸出額の前年同期比増加率をみると、前々回が+3.0%、前回は+16.4%に対して、今回は+7.0%となっている。同じく引締め期における世界輸入の前年同期比増加率をみると、前々回は+3.4%、前回は+15.8%、今回は約+6%となっており、上述のわが国輸出増加率とほぼ同じ伸び率となっている。これは引締め前におけるわが国の世界貿易に対する輸出弾性値が大体1前後で、この点は今回も従来と大差なかったことを示している。

引締め以降の動きをみると、前々回には引締め後3～4四半期目ころから、また前回には引締め

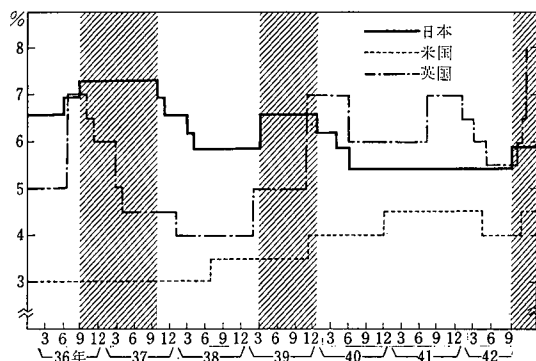
1 四半期ほど前から、輸出は世界の輸入の伸びを上回って急増し、とくに対米国輸出の著増が目だった(第3図)。これは、後述するように引締め後国内の輸出圧力が急に高まったことによる面も大きい、同時に海外環境に恵まれていたことも見落とすわけにはいかない。すなわち、前々回には引締め前から米国景気が回復期にはいったし、前回においては米国景気が長期繁栄の過程にあって、世界貿易は概して好調な伸びを示していた。

今回においても、米国の景気は回復基調をたどり、不況に悩んでいた西欧経済もようやく最悪期を脱しつつあり、輸出環境は引締め前に比べて一応好転するものとみられる。今後の世界貿易の予測はきわめてむずかしいが、ポンド切下げ前のOECD推定に基づいて来年の伸びを一応8%程度とみると、前々回引締め後の1年間の前年同期比

伸び率+5.0%、前回引締め後の同+11.8%(ともに世界輸入の伸び率)のほぼ中間に位することとなる。しかし今回のポンド切下げと、それに伴う世界的な高金利の傾向によって(第4図)、海外主要国の景気回復テンポがポンド切下げ以前の想定よりはかなり制約されることが懸念され、さらに、近い将来実現が予想される後進国への特惠供与による影響を考慮すると、今後輸出増加テンポについては必ずしも楽観を許さないものがある。

〔第4図〕

日・米・英3国の公定歩合推移

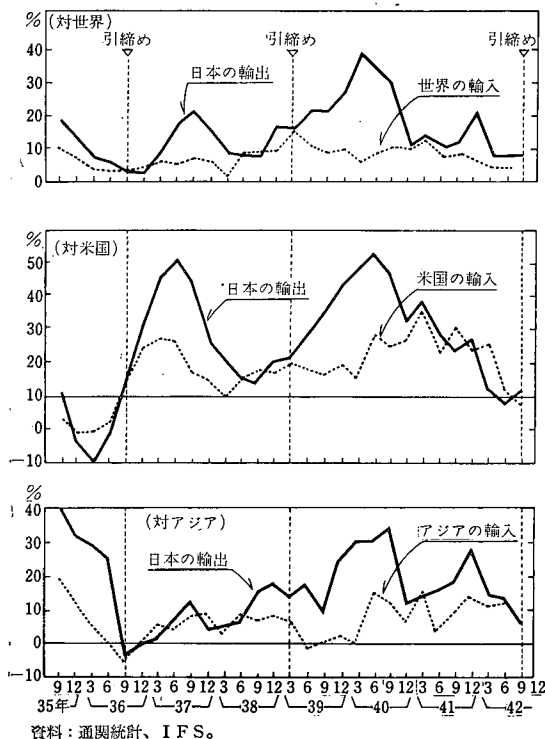


海外要因とともに、輸出増加率を左右するのは国内の輸出圧力である。いま製造業設備稼働率の変化率と輸出増加率とを対比してみると、第5図のように稼働率の変化率が低下する方向にある場合には輸出増加率が上昇し、逆に稼働率の変化率が上昇する方向にある場合には、輸出増加率が停滞する傾向がある。従来、引締め後においては設備能力の増大と国内需要の減退とが同時に生じ、その結果として稼働率が急テンポで低下したが、その場合企業としては、かりに価格面である程度不利であっても輸出によって稼働率を引き上げるほうを選ぶ場合が多く、輸出価格は低下し輸出圧力は急激に高まっている。こうした事情を今回にあてはめてみると、国内需要がおう盛な現時点では、稼働率低下のテンポが緩慢となることも予想され、輸出価格がなおかなり高いこととあわせ

〔第3図〕

わが国の輸出と海外環境

(対前年同期比増減率)



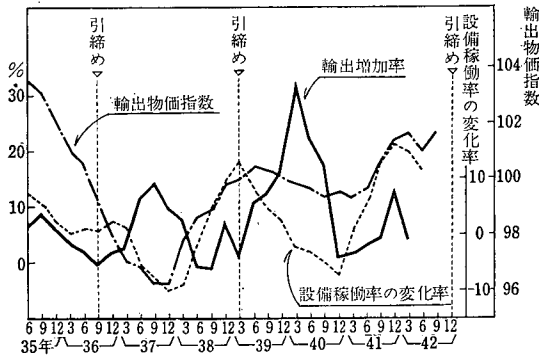
資料：通関統計、IFS。

考えると、当面の輸出圧力は、従来の引締め期に比べていくぶん弱いという推測もなりたつと思う。

なお、品目別に輸出増加寄与率の動向をみると(第3表)、機械機器は、引締め前後を通じてほぼ一貫して最も高い寄与率を維持している。これに対して鉄鋼は、引締め前には寄与率が低下し、引締め後には急上昇を示して、機械と合計すると5割以上の寄与率を形成している。今回もこの点はほぼ同様の動きを示すものと思われる。加えて今回は、前々回の上昇期と同じく繊維品の不振が目だっている。前々回においては東南アジア地域の需要

[第5図]

輸出増加率と設備稼働率の変化



(第3表)

引締め前後における品目別輸出増加額および増加寄与率

(単位・百万ドル、%)

	35年7～9月		36年7～9月		38年1～3月		39年1～3月		41年7～9月	
	36年7～9月		37年7～9月		39年1～3月		40年1～3月		42年7～9月	
	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率
合 計	30.9	100.0	230.6	100.0	184.3	100.0	513.7	100.0	214.5	100.0
食 料 品	9.4	30.4	5.4	2.3	11.7	6.3	0.4	0.1	4.6	2.1
繊維・同製品	-25.1	-81.2	40.5	17.6	21.7	11.8	54.3	10.6	-29.3	-13.7
化学製品	-0.5	-1.6	19.8	8.6	13.2	7.2	38.5	7.5	13.0	6.1
非鉄金属	0.4	1.3	3.3	1.4	9.9	5.4	7.1	1.4	2.9	1.4
金属・同製品	-17.4	-56.3	67.8	29.4	9.1	4.9	137.4	26.7	-0.9	-0.4
機械機器 (船舶を除く)	49.2	159.2	62.7	27.2	57.4	31.1	131.3	25.6	132.5	61.8
船 舶	-1.2	-3.9	3.9	1.7	35.6	19.3	105.7	20.6	63.9	29.8
そ の 他	15.8	51.1	27.4	11.9	25.4	13.8	40.0	7.8	27.7	12.9

資料：通関統計。

減退による面があったが、今回においては、後進諸国との競争力低下および国内の供給能力不足という、より構造的な面に根ざしたものである。

③ 次に輸入の動きをみてみよう。数量ベースの輸入と鉱工業生産指数の対前期比増減率(季節調整済み)推移をみると(第6図)、前2回の循環においては輸入が生産に先行して変動し、しかもその変動幅は生産のそれよりもかなり大きかった。このように、従来輸入の変動が生産の変動よりも不安定であったのは、主として引締め前に原材料在庫の積み増しが行なわれ、引締め後にその調整が行なわれたためである。これに対して今回の上昇期においては、生産と輸入はほぼパラレルに動いており、輸入の生産に対する弾性値は、ほぼ1強で推移している。これは企業の在庫管理技術の改善、輸入価格ならびに原材料輸入先の安定化などの要因に基づくものと思われるが、反面今後生産の増勢が鈍化するような事態が生じても、輸入の減少は生産の減少程度にとどまり、従来のように大きく落ち込むことはないものと思われる。

品目別の輸入動向をみると第4表のとおりであって、引締め前の輸入増加のほぼ半分が、原燃料

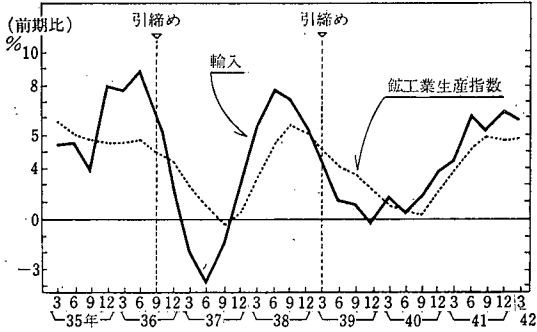
の増加で占められていることは

は各回とも変わっていない。

前々回においては、繊維原料、金属原料および機械類の伸び率が高かったのに対して、前回においては原燃料の増加もさることながら、小麦、砂糖などの価格急騰の影響で食料品の輸入増加が大きくひびいており、機械類の輸入は微減となっている。これに対して今回は原燃料では繊維原料の伸びが低い反面、鉱物性燃料の輸入が大幅に増加して

〔第6図〕

輸 入 関 連 指 標



いることが特徴である。また、前々回と同じく国内機械メーカーの受注残が累増して、納期が延びていることを映じて、機械輸入が増加しているが、輸入増加に対する寄与率は前々回を下回っている。

なお今回の輸入動向に関連して、鉄鋼原料(とくにくず鉄、銑鉄)と食品以外の各種消費財(非耐久および耐久消費財)の輸入増加が話題となっている。まず、くず鉄、銑鉄の輸入は、毎回引締め前後に急増と急減をくり返しているが、今回においても42年7～9月期のくず鉄、鉄鋼(大半は銑鉄)の輸入額は189百万ドルと前年同期(65百万ド

(第4表)

引締め前後における品目別輸入増加額および増加寄与率

(単位・百万ドル、%)

	35年7～9月		36年7～9月		38年1～3月		39年1～3月		41年7～9月	
	36年7～9月		37年7～9月		39年1～3月		40年1～3月		42年7～9月	
	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率	増加額	寄与率
合 計	374.4	100.0	-170.7	100.0	510.7	100.0	-16.5	100.0	495.9	100.0
食 料 品	25.8	6.9	9.1	5.3	145.4	28.5	-25.7	155.8	6.7	1.4
原 燃 料	212.9	56.9	-160.7	94.1	252.4	49.4	26.6	-161.2	253.1	51.0
纖維原料	50.4	13.5	-50.3	29.5	25.8	5.1	-12.0	72.7	-0.9	-0.2
金属原料	93.0	24.8	-122.7	71.9	90.0	17.6	6.2	-37.6	103.8	20.9
その他原料品	25.7	6.9	7.4	4.3	77.7	15.2	-6.5	39.4	46.8	9.4
鉱物性燃料	43.7	11.7	5.1	3.0	59.0	11.6	38.9	-235.8	101.4	20.4
化学製品	21.9	5.8	-14.2	8.3	36.4	7.1	-9.2	55.8	33.1	6.7
機械機器	54.5	14.6	36.4	-21.3	-3.4	-0.7	-14.2	86.1	55.6	11.2
その他	59.3	15.8	-41.3	24.2	79.9	15.6	6.0	-36.4	147.4	29.7

資料：通関統計。

ル)の3倍に近い増加となっている。なお、前々回36年7～9月期は輸入額162百万ドル、前年同期比2.1倍、前回39年1～3月期は同98百万ドル、2.4倍となっている(なお、引締め1年後の輸入額をみると、前々回37年7～9月期は46百万ドル、前年同期比72%減、前回40年1～3月期は80百万ドル、同18%減となっている)。

また、非耐久消費財および耐久消費財については統計上の制約から、前々回、前回の同一局面との対比ができないが、たとえば42年1～9月間の輸入額(167百万ドル)の前年同期比増加率は+25.5%であって、自由化の関係から急増した38年(前年比+59.7%)、39年(同+37.0%)ほどの増勢ではない。

3. 需要面の動向

(1) 在庫投資

① 従来引締め政策に対して、需要面でまず反応を示したのは在庫投資であった。これを在庫形態別にみると(第5表)、前々回、前回とも、まず引締め開始とほとんど同時に流通在庫の調整が始まり、原材料在庫の調整がこれに続いた。流通在庫と原材料在庫との調整が比較的早く行なわれるの

は、企業が売上げなり、生産なりとのかね合いで仕入れを手控えることによって、意図的に在庫を減らすことが容易だからであるが、どの程度まで調整を行なうかは、調整前の在庫水準の高さ、企業の先行きに対する見通しおよび資金繰りの条件によってきまってくる。

第5表と第7図とを対比しながら、この両在庫の動きをみてみよう。まず原材料在庫では、前々回においては在庫

って問題はあるが、一応今回の減少額が最も大きくなる可能性が高いという見方も成り立つと思う。この減少中の相当部分は他の企業への需要減となるわけであるが、いま同じ期間における売上高増加額と、この両在庫投資の減少額とを対比してみると、前々回では減少額が売上高増加額の1.5倍に上っていたのが、前回は8.9%、今回は7.1%へと低下している。このような主要企業の両在庫投資の動向からみると、引締めめの直接的なショックによる在庫調整の影響は、今回は従前よりもやや軽いと予想されよう。

② 引締め期における製品在庫投資の動きは、これら両在庫投資とやや性格を異にしている。すなわち、引締め後の製品在庫投資の増大とその結果としての製品在庫率の上昇は、主として需要の減退に生産調整が追いつかないために生ずるいわゆる意図せざる在庫投資によるものである。前々回においても、また前回においても、設備が増大し、損益分岐点操業度が高まったこともあって、企業は大幅の生産調整を好まず、その結果生ずる滞貨は流通部門による肩代わり、手元流動性の圧縮、金融機関からの借入れ増などによってしのぎを切った。前々回においては、そうして持ちこたえている間に引締めが解除され、マネー・サプライの大幅供与によって企業の資金繰りが緩和する一方、景気が急上昇してきたために、企業としても在庫の過重感が薄らぎ、製品在庫率はさして低下しないままで前回引締め期を迎えることとなった。

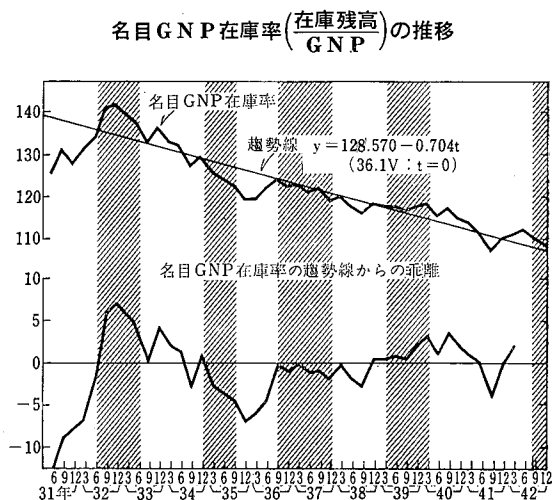
ところが前回においては、引締め後約1年間製品在庫率が上昇した点は、前々回と同様であったが、40年にはいって引締めが解除されたにもかかわらず、前々回と異なって需要は回復せず、結局多くの業種が生産調整に踏み切らざるをえないこととなった。前回の生産増加率が、引締め後数期間を経てから低迷したのは、こうした理由に基づ

くものである。こうした引締め解除後の需要動向の差異は、後述するように主として設備投資の動きの差異によるものと思われる。今回においては、41年の景気上昇期間に製品在庫の調整が大幅に進んだため、引締め前の製品在庫在庫率は前回よりも著しく低く、ほぼ前々回と同じ水準となっている。しかし従来の推移からもわかるように、今後の製品在庫の動きは、企業のビヘイビアいかんによって左右されるため、現在の在庫率の水準からだけでは予測はかなり困難といえよう。

(注) ちなみに、製品在庫に対する過不足感のディフュージョン・インデックス(過大—不足、本行「主要企業短期経済観測」により作成)をみると(第7図中の製品在庫率参照)、今回の場合、引締め1四半期前における1期先および2期先の予測では不足とみるもののほうが多いが、前回、前々回においても、引締め1四半期前の予測では同じ傾向を示しており、景気転換点では予測と実績とが大幅に食い違うことが製品在庫の特色ともいえよう。

③ 以上が製造業および商業における各在庫ごとの動向であるが、さらに、製造業、商業以外の在庫を合算した全体としてのGNP在庫率の推移は第8図のとおりである。これからも明らかなように、国民経済総体としての在庫率がすう勢的な低下傾向にあるばかりでなく、すう勢線からの乖離

〔第8図〕



(第6表)

引締め前後における在庫投資比率
とGNP増加に対する増加寄与率

		在庫投資比率	GNPに対する 増加寄与率
引締め 前4四 半期間	前々回	5.5%	15.5%
	前回	4.4	26.7
	今回	3.8	8.1
引締め 後4四 半期間	前々回	3.1	-59.4
	前回	3.1	-22.9

幅も循環の回を経るたびに漸次縮小する方向をたどっている。同様の事情は、引締め前後の在庫投資比率の推移にも認められるところである(第6表)。これは長期的な傾向として、他の最終需要増加との相対的關係において、在庫投資変動のGNP増減に対する影響が漸次低下する方向にあることを示しているものと思われる。

(2) 設備投資

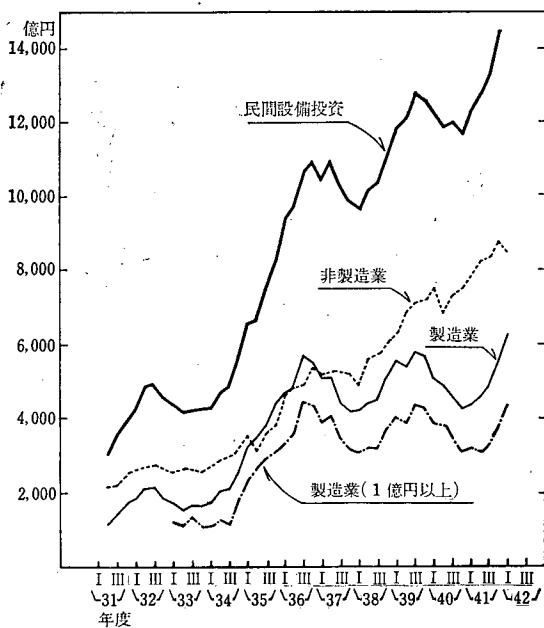
① 第9図に示したように、今回をも含めて、景気上昇期における民間設備投資盛り上がりの中心となっていたのは、総じて製造業大企業の設備投資である。これを業種別にみると、前々回においてはほとんど全業種にわたって急増しているが、なかでも鉄鋼、電気機械、一般機械等の投資財関連部門が大きなウェイトを占めていた。これは30年代の前半が急激に重化学工業化の進んだ時期であり、いわゆる「投資が投資を呼ぶ」メカニズムも働いて、投資財関連業種の設備投資が増加したためである。しかし、36年度を頂点とする資本財中心の設備投資の増加があまりに大きかっただけに、前々回引締め後には、設備投資の長期停滞を懸念する向きも少なくなかった(たとえば38年度経済白書)。そして実際これら資本財関連業種の設備投資は、以後数年間にわたって減少傾向が続けている(第10図の1)。

ところが38年度以降になると、これに代わって自動車、石油化学、石油精製、合繊等比較的消

〔第9図〕

設備投資の推移(GNPベース)

(四半期別季節調整済み)



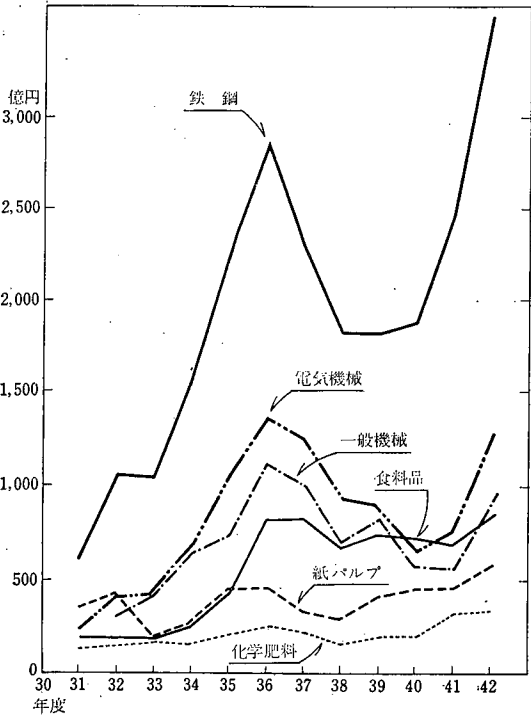
(注) 経済企画庁経済研究所調べ。

費との関連性の高い、いわゆる成長業種の設備投資が急激に増加しはじめた。この設備投資の盛り上がり、前々回の在庫調整を比較的軽く終わらせる主因となったことは前述のとおりである。これに対して今回の設備投資盛り上がりは、ほぼ全業種にわたっている。これは、36年以来投資が手控えられていた投資財関連部門で、設備過剰がほぼ解消したこともあって、鉄鋼、機械等が数年ぶりに大幅の投資に踏み切ったことが第1の要因であり、さらに前回の投資盛り上がりの中核となっていた自動車、石油化学、石油精製等成長性の高い業種が一段と投資を伸ばしていることが第2の要因である(第10図の2)。さらに、紙パルプ、セメント、化学肥料、食料品等これまでも比較的短期の設備投資循環を描いてきた業種においても、需要増加に対応する能力拡充と労働力不足に対応する合理化の両面の要因から、かなりの増加を示しているのが第3の要因である。

また、非製造業の設備投資も著しく増加している(第10図の3)。まず大宗を占める電力業設備投資は、36年度まで鉄鋼、化学等電力多消費型産業からの需要急増に対処するため、急激に増加したのちしばらく伸び悩んだが、供給余力が漸次減少するにつれて、40年度以降再び増勢を強めている。これに加えて船腹拡充計画に沿って、39年度以降水運業の設備投資が、また大都市周辺の交通力増強計画を背景に41年度以降鉄道業の設備投資が、それぞれ著増を示している。こうした非製造業の設備投資は、その性格上今後とも長期間にわ

〔第10図の1〕

製造業設備投資の動き



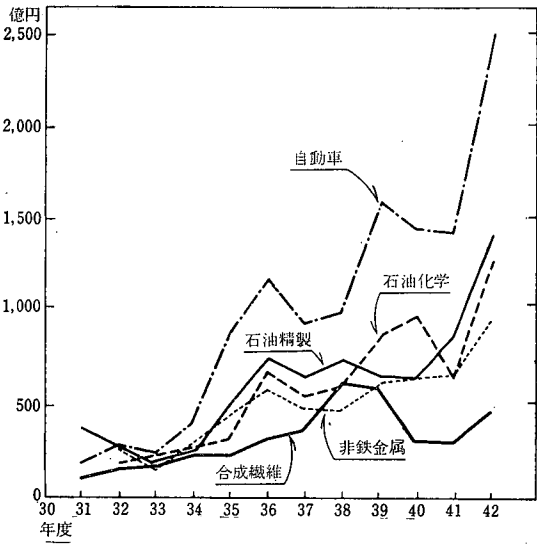
(注) 日本開発銀行調べ。
42年度は計画(以下同じ)。

製造業設備投資のウェイト(GNPベース)

	製 造 業	(うち大企業)
36 年 度 実 績	50.0%	(39.5)%
39 年 度 実 績	44.5	(33.1)
42 年 度 (推計)	43.2	(31.9)

〔第10図の2〕

製造業設備投資の動き



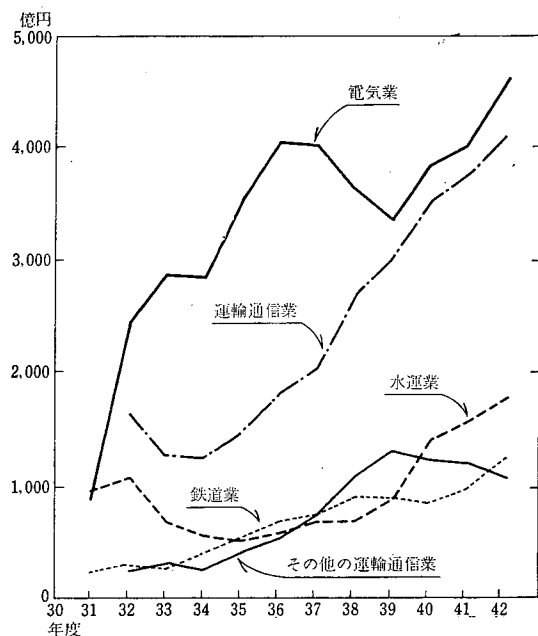
たって増勢を続けるものと思われる。非製造業設備投資のすう勢的増加の結果、引締めの影響を比較的受けやすい製造業設備投資の全体に占める比重は、次のように漸次低下する傾向にある。

② 設備投資の業種別動向は以上のとおりであるが、つぎにマクロ的な投資環境という面から、当面の設備投資動向を検討してみよう。第11図に示したごとく、これまでの景気循環の過程では、設備投資と企業収益とは非常に高い相関関係で動いているように思われる。これは企業経営をめぐるさまざまな経済環境が、いわば集中的に企業収益のうえに反映されていることを示すものであって、企業としても、収益動向に応じて先行きに対するビヘイビア(設備投資に対する態度を含め)を、かなりの程度まで変えているとみて大きな誤りはないであろう。

そこで今後の企業収益の見通しであるが、まず問題となるのは商況の動きである。企業収益に与える価格変動の影響はきわめて大きい、今回の上昇期における工業製品価格の上昇幅は、前々回、前回よりもかなり大きく(後述)、また引締め

〔第10図の3〕

非製造業の設備投資の動き



実施後においても、労働力不足など供給側の要因も働いて、比較的商況は底堅い動きを示している。

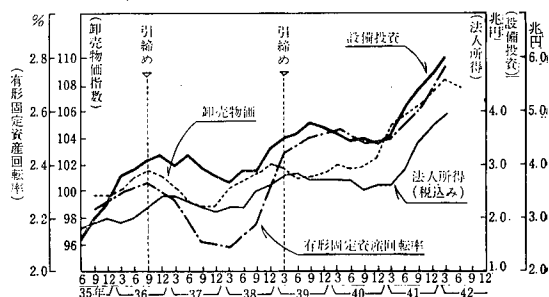
当面の企業収益にとってプラスとなっている第2の要因は、37年度ごろから久しく収益の圧迫要因となっていた資本コストが、目だって低下していることである。内訳別には金融コストの低下も少なくないが、減価償却コストの低減がとくに大きく、主要企業でみると、41年度下期は36年度上期以来の最低の水準となっている。償却率はむしろ上昇しており、償却コストの低下は、償却済み資産の増加と合わせて、有形固定資産回転率が急上昇(第11図)していることに基づいている。

第3の要因は、企業合理化努力が、今回の景気上昇期においてもかなりの効果を現わしたことである。すなわち、引締め前4四半期間における製造工業の生産性上昇率をみると、今回は+16.8%と前回(+18.4%)をやや下回るものの、前々回(+10.6%)よりはかなり高い。また賃金コストをみても同期間において今回は1.5%低下してお

り、前回の5.2%減には及ばないが、前々回(0.9%減)を上回っている。このように今回の生産性上昇、賃金コストの低下は、前回よりやや劣るとはいえ、企業収益向上に大きく寄与していることは否定できない。

〔第11図〕

設備投資と投資環境



(注) 設備投資、法人所得はGNPベース季節調整済み年率。有形固定資産回転率は本行「主要企業経営分析」による。

もっとも、在庫調整を中心とする景気後退の度合いが、これまで述べたような予想を上回る規模のものとなるならば、以上の諸要因がいずれも逆転して企業収益の悪化を招き、さらには現在の設備投資計画を大きく変更させるような事態が生ずることも考えられる。しかし、現時点でみるかぎりでは、企業の設備投資をめぐる環境は前々回、前回よりも比較的恵まれているし、また、企業の自信もいまだ弱まっていないように思われる。この点は企業金融面からみてもまた同じである。

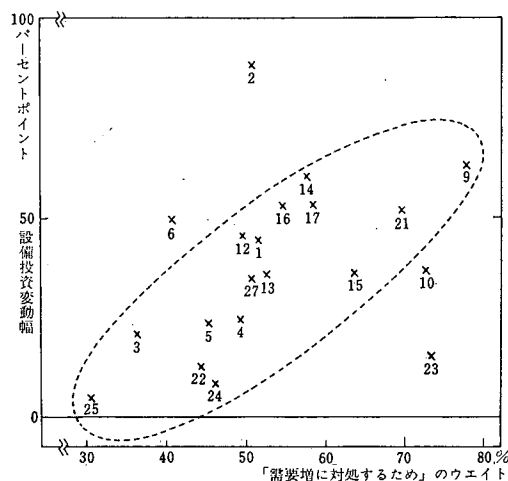
③ 最後に、中小企業金融公庫の調査から、企業の設備投資理由をみると、36年度には「生産能力の拡充」が49.5%と非常に多く、「合理化投資」は25.5%にとどまっていたが、38年度では「生産能力の拡充」が43.6%へと低下し、反面「合理化投資」のウエイトは34.8%へ高まっている。40年度のような投資の沈滞期に「合理化投資」のウエイトが高まるのは当然としても、42年度においては「生産能力の拡充」のウエイトがさらに41.2%に減少し、「合理化投資」は38.9%に高まってい

る点が注目される。

もとより、この二つの目的は必ずしもはっきり区別できる性質のものではない。なぜならば、生産能力が拡大される場合はそれだけ量産効果が上がるし、合理化投資も能力の拡大を伴うのが通常だからである。ただ、「合理化投資」と「生産能力拡大投資」とを比較した場合、前者が比較的長期的な需要見通しに基づいており、長期的なスケジュールに従って行なわれる面が大きいのに反し、後者は、比較的近い将来の需要に応ずることを目的とする面が大きいと考えられる。もしかかる区別が妥当であるとすれば、金融引締めが行なわれ、短期的需要見通しに変化が生ずれば、「生産能力拡大」のための投資計画は影響を受けやすいことになる(これは、35～37年間の変動幅についてのデータ、第12図からもある程度実証ができ

〔第12図〕

設備投資理由と設備投資の変動幅



- | | | |
|-----------|------------|------------|
| 1. 製造業 | 10. 窯業 | 19. 鉱業 |
| 2. 食料品 | 11. (セメント) | 20. (石炭) |
| 3. 繊維品 | 12. 鉄鋼 | 21. 建設業 |
| 4. (合繊) | 13. 非鉄金属 | 22. 運輸通信 |
| 5. パルプ・紙 | 14. 一般機械 | 23. (鉄道) |
| 6. 化学 | 15. 電気機械 | 24. (道路運送) |
| 7. (化学肥料) | 16. 輸送機械 | 25. (水運) |
| 8. (石油化学) | 17. (自動車) | 26. 電気 |
| 9. 石油精製 | 18. 非製造業 | 27. 合計 |

(注) 1. 設備投資変動幅は、開銀調べの36年度対前年度伸び率マイナス37年度対前年度伸び率。
2. 横軸は同じく開銀調べの設備投資の第一理由中に占める「需要増に対処するため」の割合(主要工事件数中、36年8月調べ)。

る)。今回についてもこうした傾向が認められるとすれば、今回の設備投資は従来に比して短期的な需要変動の影響を受けにくいものが多いといえることができる。

(3) 個人消費支出

① 前回、前々回の景気調整過程においては、引締め前の個人消費支出の動きは第13図①②に示したように各回ともほぼ類似し、引締めの影響も比較的軽く済んでいる。ただ前々回には、引締め後になって、消費の伸び率が名目、実質いずれのベースでみても、引締め前よりかなり高まって景気を下ささえている点が、引締め後伸び率が低下した前回と異なっている。

引締め後の消費支出動向のこうした差異は、可処分所得の動きと消費性向とによって説明することができる。まず引締め前1年間における可処分所得の伸び率をみると、前々回においては四半期ごとの平均増加率が4.5%に上っていたのに対して、前回は3.0%と増加幅にかなりの差が認められる。一般に消費支出には習性的要素が強く、可処分所得の変動は通常1～3四半期程度のタイム・ラグをもって消費支出に影響を与えるものとみられている^(注)。したがって、前々回と前回との引締め前の可処分所得の伸びの差が、その後の消費支出の伸びの差の一つの要因となっているものと思われる。

(注) たとえば、経済企画庁経済研究所「短期パイロットモデル」。

次に消費性向の動きをみると、前々回においては、消費性向が引締め前はかなり低下しているのに対して、前回においては高水準のままで推移していることが目だっている。消費性向は、可処分所得の伸びと支出の必要性とに応じて、結果的に変動することが多いが、前々回においては、引締め前に可処分所得の伸び率が高かったうえ、消費者物価が安定していたため、消費性向が下がり、

家計貯蓄の伸びは著しかった。ところが、引締め後になって可処分所得の伸びが鈍化し、公共料金など支出を減らしにくい費目の消費者物価が上昇しはじめたために、消費性向を急激に高めることによって、しばらく消費支出を高めに維持したのである。これに対して前回においては、引締め前の消費者物価上昇幅が大きく、消費性向も高いままで推移していたため、引締め後においては可処分所得の伸び悩みが、そのまま消費支出の伸びの上に反映したものとみられる。

今回の場合、第13図に示されている時点までに関するかぎり、可処分所得の増加率は比較的緩慢であったが、その後賃金の上昇、豊作による農村所得の増加によって、可処分所得増加率はかなり上昇しているものと思われる。また、引締め前は消費者物価が比較的落ち着いていて消費性向が低い点および引締め後に消費者物価の上昇が予想さ

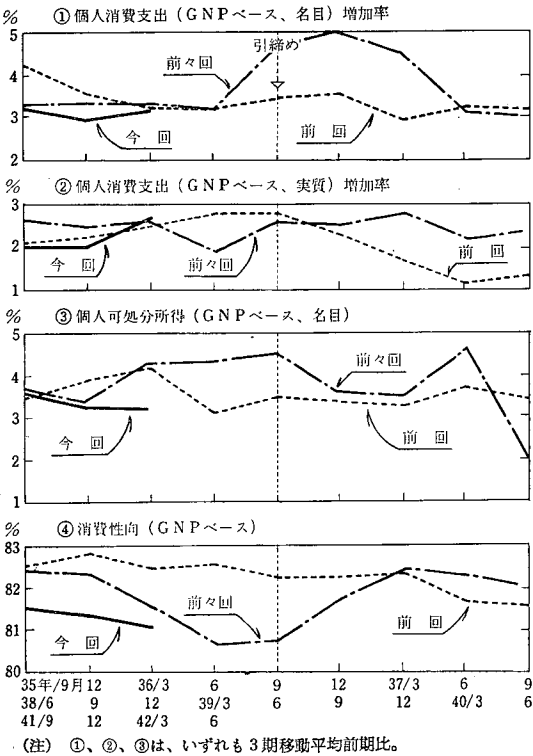
れる点は、前々回に類似している。

② また今後の消費支出動向をみる場合、前回引締め後目だって伸び悩んだ耐久消費財需要が、今回は前々回の引締め後と同様にきわめて堅調な伸びを続けていることに注目する必要がある(第7表)。

39年から40年にかけて耐久消費財需要が停滞したのは、白黒テレビ、冷蔵庫、洗濯機等比較的値がかさばらない耐久消費財の普及がほぼ限界に達したためである。しかし所得の絶対水準が上昇するにつれて、乗用車、カラー・テレビ、クーラー等、新しい製品に対する需要が急増し、また従来からの耐久消費財の買い替えないし2台目需要が台頭しはじめた。最近における自動車工業および電気機械工業の高い生産の伸びとおう盛な設備投資意欲が、こうした消費動向にささえられていることはいうまでもない。

〔第13図〕

個人消費の動向



(第7表)

耐久消費財需要の推移

	家具什器費	耐久消費財 生産者出荷
36年度	23.2	18.8
37〃	14.3	17.0
38〃	15.6	12.6
39〃	1.7	9.2
40〃	9.9	△6.0
41〃	10.4	14.6
42年1～3月	19.7	18.2
4～6月	36.4	28.1
7～9月	19.1	20.4

(注) 家具什器費は「家計調査」都市全世帯。

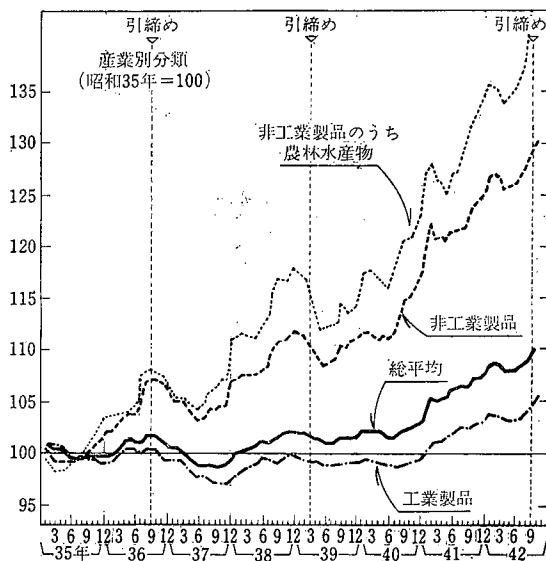
4. 物価および労働力需給

(1) 卸売物価

第14図に示したように、卸売物価は引締め実施期と緩和期とを転換点として、下降と上昇をくり返している。いまボトムからピークまでの各上昇期間と、その後の下降期間におけるそれぞれの変化率を示すと第15図のとおりであって、上昇期間

〔第14図〕

卸売物価の動向

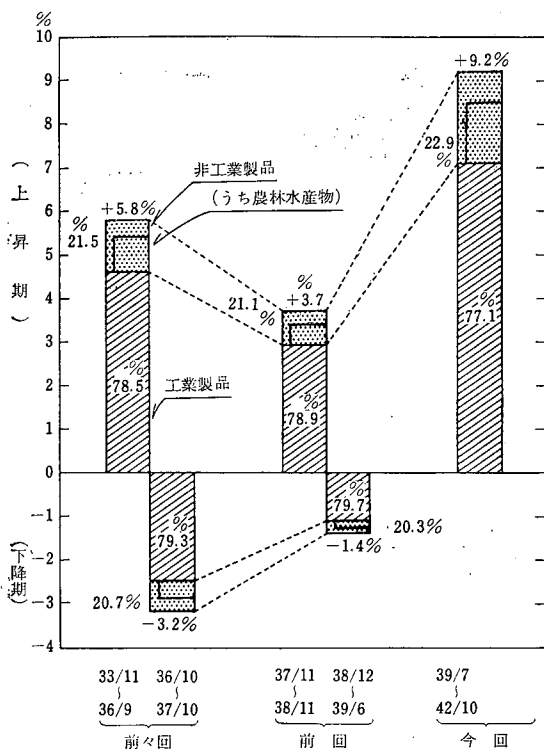


における上昇率は今回が最も大幅であり、前々回がこれに次いでいる。もっとも、前回の上昇幅が小幅であったのは、前回の上昇期が短期間であったためであり、上昇期間における月間の平均上昇率では、前々回+0.16%、前回+0.26%、今回+0.22%となり、前回は最も急カーブで上昇している。

これを特殊分類別にみると、今回は木材、非鉄、食料等非工業製品の上昇幅がとくに大きく、上昇寄与率も前々回、前回よりもやや大きくなっている。しかし工業製品の上昇率も顕著であり、今回の上昇率(+5.7%)は、前々回(+4.9%)、前回(+2.9%)を上回り、とくに引締め前1年間の上昇率は、今回(+1.5%)が最も高い(前回+1.0%、前々回+0.7%)。さらに、この上昇分のうちの程度を引締め期にもどしたかをみると、前々回69%、前回38%であり、この限りでは、いわゆる物価の下方硬直性が強まっているようにうかがわれる。

〔第15図〕

卸売物価の変動率



(注) 各循環期におけるピークとボトムとの間の変動率。+-の符号付きの枠外計数は期中上昇(下落)幅。他の計数は上昇(下落)寄与率。

(2) 消費者物価

① 消費者物価は、35年度以降41年度まで年度間平均上昇率 +6.4%と高水準の上昇を続け、この間引締めに基因する循環的な動きは直接的にはほとんど認められなかった。いま、引締め期を境として前後の動きをみると、第16図のとおりである。

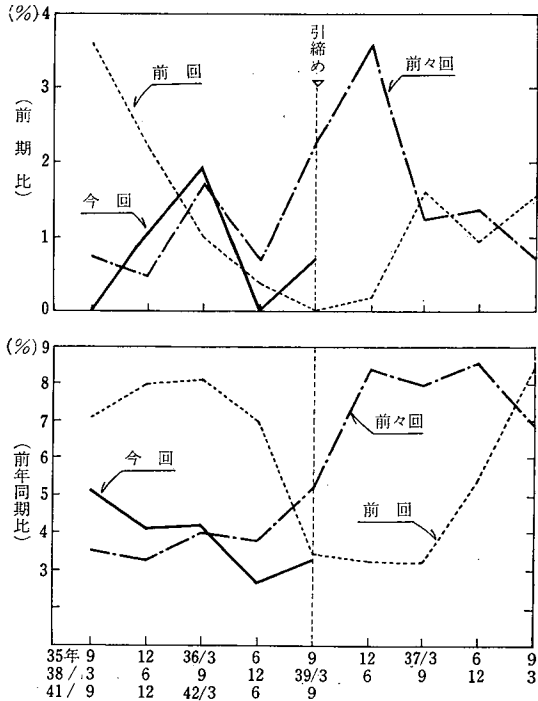
引締め前の動き方としては、前々回(引締め前1年間+3.8%)と今回(同+2.8%)とが、比較的稳定した推移をたどっている点が共通している。しかし、前々回では引締め後になって、急騰しているが、これは、①生鮮食品、公共料金の上昇のほか、②中小企業賃金が労働力需給の引き締まりを映じて、引締め後も急テンポの上昇を続けたこと、などによるものと思われる。これに対して、前回においては引締め前に食料品、住宅費等を中心に大幅上昇(引締め前1年間+7.1%)した反面、引締め後にそれまでの急騰に対する反省から、公共料金の1年間据置きが実施されたこともあつ

て、比較的落ち着きぎみに推移した。

今後の消費者物価の動きについては、①すでに米価の大幅引上げが実施されたのをはじめ、一連の公共料金引き上げが予定されていること、②季節的にも生鮮食品の上昇が予想されること、③労働力需給が従来よりもひっ迫の度を強め、中小企業などにおける賃金上昇のコストへの圧力も考慮に入れなければならないこと、などの上昇要因が重なっており、前回よりは前々回に類似した動きを示すおそれなしとしない。

〔第16図〕

消費者物価(全都市)の推移



② ここ数年間の消費者物価変動の背景としては、種々の要因をあげることができるが、このうち自然的な条件に左右される度合いが大きい生鮮食品の変動を一応別にすると、消費者物価変動の基本的な要因と考えられるのは、中小企業賃金ならびに消費財卸売価格動向である。そこで、消費者物価(季節商品・米を除く)の四半期別対前期比

増減率を被説明変数とし、全産業賃金、中小企業賃金と全産業賃金との格差、卸売物価(消費財)のそれぞれの四半期別対前期比増減率を説明変数とする回帰式を計測してみると、(注)に示するような結果を得た。この推計結果から、引締め前後において上記の各要因がどの程度消費者物価を変動させたかについてみると(第17図)、次のようにいうことができる。

すなわち、多少強弱の差はあるが、まず、賃金の上昇が過去3回いずれの引締め時においても消費者物価のおもな上昇要因となっており、これ自体で、物価を毎四半期+1~1.5%前後押し上げる力として働いた。

次に、中小企業と大企業の賃金格差の縮小は、引締め後若干のタイム・ラグを置いて生ずるが、前々回引締め後においてとくにその傾向が目立ち、物価を大きく引き上げる要因となった。しかしその後この要因の影響度合いは漸次低下している。

第3に消費財卸売物価の動向についてみると、前々回、前回とも引締め後には消費者物価を引き下げる方向に作用するが、その後の回復期には、むしろ消費者物価引上げの重要な要因となっている。今回においても、40年中には消費財卸売物価上昇の影響が大きかったが、その後41年中は比較的影響度は低く、おおむね毎四半期0.2~0.3%程度の引上げ要因となっている。本図には示されていないが、最近消費財卸売物価の騰勢が目立っているので、消費者物価に対する影響度も高まっているものと推測される。

(注)

$$\hat{P}_c = -0.3663 + 0.4930 \hat{W} + 0.2019 \frac{\hat{W}_s}{\hat{W}} + 0.4798 \hat{P}_{wc}$$

(0.0654) (0.0445) (0.0618)

$\bar{R} = 0.8815 \quad S = 0.2658$

\hat{P}_c : 消費者物価(人口5万人以上の都市、季節商品・米を除く)を1対2対1の比重で3期加重移動平均した値の対前期比増減率。

\hat{W} : 全産業賃金指数(季節調整済み)3期加重移動平均値の対前期比増減率。

$\frac{\hat{W}_s}{\hat{W}}$: [小規模事業(5~29人)の賃金指数 + 全産

業(30人以上の事業所)賃金指数(いずれも季節調整済み、3期加重移動平均値)の対前期比増減率。

\hat{P}_{wc} : 消費財卸売物価3期加重移動平均値の対前期比増減率。

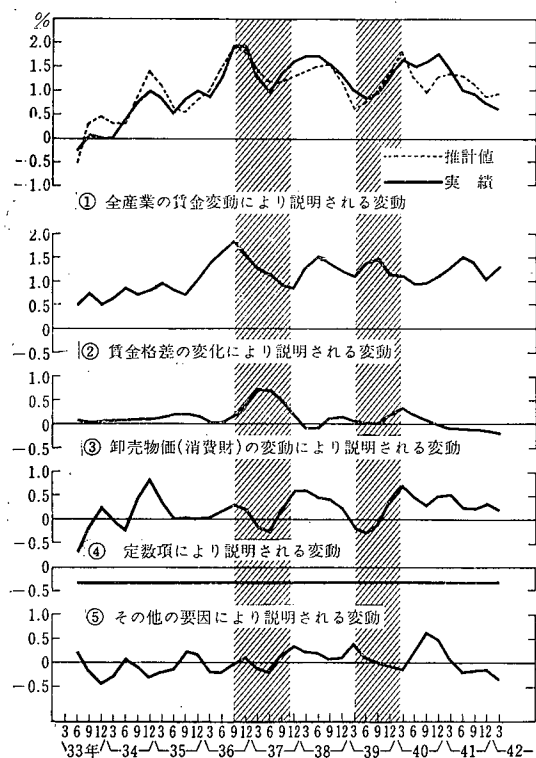
\bar{R} : 自由度調整済み相関係数。

S: 標準誤差。

この計測結果をみると、3つの説明変数の標準誤差(カッコ内に表示)は各パラメーターの大きさに比し十分に小さいので、ここに取り上げた変数はいずれも変動要因として統計的に有意である。また、相関係数(\bar{R})が0.88であることは、消費者物価変動率の動きの約8割が説明できることを意味し、相関度はかなり高いといえる。

〔第17図〕

消費者物価の変動要因分析(季節商品・米を除く)



(3) 労働力需給

① 第18図は新規求人数と新規求職者数の増減状況を示したものであるが、景気循環を経るたびに労働力需給がしだいにひっ迫の度合いを強めていることが明らかである。有効求人数と有効求職者数との比率である求職倍率を、各引締め実施期について比較してみると、前々回1.35倍、前回1.29

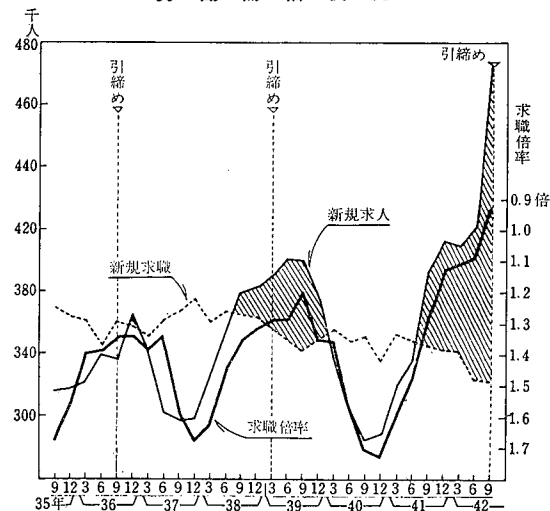
倍に対して、今回は、これまでの月別の最低水準である1.1倍を6月に初めて下回ったあとも引き続き低下し、7～9月期には0.93倍となっている。こうした状況を映じて求人充足率も12.4%(7～9月)と前々回、前回に比べるときわめて低い水準となっている(第8表)。

求人と求職とに分けてその動きをみると、求人は景気の好不況に応じて、大幅の循環的な波を描いているが、循環のたびにボトムからピークまでの求人の増加数がしだいに増加する傾向にある(引締め前4四半期間の新規求人増加数をみると、前々回20千人、前回64千人、今回81千人)。一方新規求職者については、第18図に示したように、ほぼすう勢的に低下傾向にあり、不況期においてもほとんど目だった増加を示していない。これは前回引締め後失業増加率が、前々回をかなり下回っていることからわかるように(第8表)、企業が先行きの労働力不足を懸念して、不況期にも労働力の温存をはかり、所定外労働時間の短縮によって調整を図っていることが一因となっている。

この間、製造業常用雇用者の増加率は、36～37

〔第18図〕

労働需給状況



(注) 求職倍率 = $\frac{\text{有効求職(新規求職者数+前月からの繰越求職者数)}}{\text{有効求人(新規求人数+前月からの繰越求人数)}}$

年ごろ以降一貫して低下傾向をたどり、景気上昇期における雇用増加率は循環のたびに目だって低下していたが、42年にはいつてからは久しぶりにやや増勢を強めている(第8表)。業種別にみると、すでに41年初から他業種にさきがけて増加を続けている自動車が相変わらず伸びているほか、40年から41年にかけて雇用減が比較的大きかった電気機械、一般機械が、ここへきてかなり大幅に採用人員をふやしている。

(第8表)

労働力需給状況

(季節調整済み、単位・%)

		失 増 加 率	業 充 足 率	常 用 雇 用 増 加 率	所 定 外 労 働 時 間
前々回	35/ III	7.2	28.2	2.9	△ 1.2
	IV	4.9	26.8	2.7	0.3
	36/ I	1.1	24.0	3.1	△ 2.6
	II	△ 1.5	23.6	2.6	0.2
	III	6.2	23.1	2.3	△ 0.8
	IV	7.5	22.5	2.3	△ 1.3
	37/ I	7.9	22.6	2.3	△ 5.6
	II	9.9	20.7	2.3	△ 4.8
	III	12.4	22.6	1.6	△ 5.5
	IV	6.4	22.7	1.3	△ 3.6
前回	38/ I	△ 1.8	20.3	1.1	1.1
	II	3.4	18.9	1.7	3.5
	III	1.4	17.7	1.2	2.1
	IV	2.0	16.4	1.2	△ 0.3
	39/ I	△ 1.6	16.5	1.3	2.2
	II	3.0	15.9	0.9	△ 2.4
	III	△ 4.0	15.2	0.9	△ 0.1
	IV	4.6	15.4	0.5	△ 2.5
	40/ I	4.9	16.8	0.2	△ 4.8
	II	△ 2.7	18.8	0.2	△ 3.5
今回	41/ III	△ 3.4	15.8	0.5	4.3
	IV	0.4	14.4	0.4	2.2
	42/ I	△ 0.9	14.3	0.9	0.1
	II	0.7	13.7	1.1	2.3
	III	△ 6.6	12.4	1.0	△ 1.1

資料：労働省調べ「職業安定統計」、「失業保険統計」。

(注) 1. 失業数は離職票受付件数。

2. 求人充足率＝ $\frac{\text{就業者数}}{\text{有効求人}}$

3. 求人充足率以外は、前期比増加率。

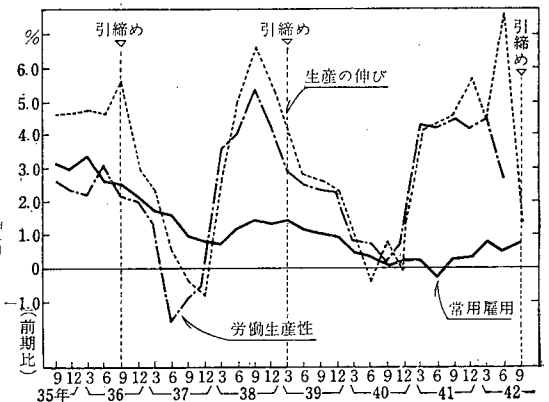
② 今後生産年齢人口の伸び率の低下とその労働力化率の低下の双方の要因から、労働力人口増加率はかなり低下するものとみられている。さらに30年代後半に、非農林業雇用者の増加に大きく寄与した農業既就業者からの労働力流出が、漸減傾向にあるという要因が加わって、第二次、第三次産業への労働力供給の伸びについては、多くを期待することができない状況である。

一方製造工業の雇用についてみると、前述のように最近企業は人員増加を極力抑制するという態度でのぞみ、その結果生産増加に対する雇用弾性値の大幅の下落をもたらすこととなった(第19図)。すなわち、34～35年までの製造業雇用弾性値はほぼ0.5をこえていたが、その後年を追って低下し、40年から41年にかけては0.1前後というきわめて低い水準に落ちている。わが国の場合、なお合理化投資の余地が多く、生産性の高い業種ないし企業の生産比重増大も考えられるので、諸外国に比べると雇用弾性値がなお低水準で推移する可能性も多いが、最近両3年の弾性値はやや低すぎるとも思われる(注)。したがって、当面雇用弾性値が上昇きみとなれば、それだけ製造工業の労働力需要は、最近3～4年間よりは強まるもの

〔第19図〕

生産と雇用の増加率対比

(前期比増加率)



(注) いずれも製造工業。

労働生産性は日本生産性本部調べ。

と予想され、加えて第三次産業からの根強い需要増があり、需給両面の要因から労働力需給はいっそうひっ迫するものと思われる。

(注) たとえば Kaldor の1953年～1963年の10年間に
おける OECD 12 か国についての計測によると、
雇用弾性値は 0.5前後となっている。

回帰式 製造工業生産成長率(X)に対する雇用の
増加率(E)

$$E = -1.028 + 0.516X \quad R^2 = 0.844 \\ (0.070)$$

“Causes of the Slow Rate of Economic
Growth of the United Kingdom” 66年11月。

Ⅲ. 金融面の諸指標

1. マネー・サプライ

① 前々回、前回とも、引締め前マネー・サプライは急激に増大している(第20図)。好況期におけるマネー・サプライ増大の需要側の要因は、いうまでもなく個人消費の活況(もっぱら現金通貨需要)および企業の資金需要増大(主として預金通貨需要となるが、中小企業筋には取引決済用としての現金通貨需要も少なくない)に求められる。前々回と前回とを対比してみると、前々回においては、個人消費支出の増加が著しかったため、現金通貨の急増がとくに目だったのに対して、前回には、前々回引締め解除後から引締め開始に至るまでの38年中に、マネー・サプライが預金通貨を主体として前年を30%以上も上回る異常な増加を示したことが特徴となっている。これは引締め時に圧縮された企業流動性の回復に加えて、38年前半に早くも景気の先行きに懸念がもたれはじめたため、企業が今後に予想される金融引締めに備えて金融緩和期のうちに手元を厚くする動き(いわゆる借急ぎ、借溜め)が高まったことによるところが大きい。

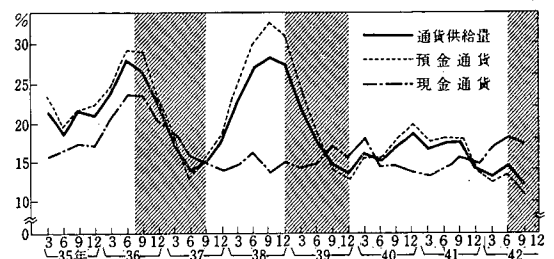
このようなマネー・サプライの急増は、主として全国銀行をはじめとする金融機関の大企業向け融資によって供給されている(第20図)。前回の引締め解除後においては、これまでの金融緩和期と

異なってマネー・サプライの増勢はそれほど著しいものではなかった。すなわち引締め解除後40年の後半にかけて、企業の手元流動性回復もあって、預金通貨はやや増加をみたもののその後は目だって伸び悩み、今回の引締め期に至っている。その間における増加の内訳をみると、現金通貨は個人消費の堅調を映じて、じりじりと増勢を強めてきており、預金通貨の不振がマネー・サプライ伸び悩みの主因となっている。好況期に預金通貨の前年比増加率が、現金通貨のそれを大幅に下回ったのは、これまでにみられなかったことである。これは①企業の自己資金調達比率が著しく上昇して、資金繰りについての自信を強めたこと、②金融機関側の貸出態度が積極化し、企業としてはいつでも融資を受けられるという安心感をもったことの二つの要因から、企業(とくに大企業)が流動性の積み増しを極力抑制する態度をとったためと思われる。また今回大企業のなかには、手元流動性の形成として、預金よりも、市場性をもつ短期有価証券を選好する傾向もみられた。これは結局資金繰りが余裕含みのため、流動性よりも資金効率をより重視する傾向が生じた結果であるが、これがまた預金通貨需要を低める一つの理由になったと思われる。

〔第20図〕

マネー・サプライの推移

(或高の前年同期比増加率)



② ここで、今般改訂されたマネー・サプライ統計によって、最近に至るまでの通貨供給の特色をみてみよう。

(注) 新マネー・サプライ統計の特色は、①「マネー・サプライ」と「マネタリー・サーベイ」における対象金融機関を整理調整し、両者を一致させて同ベースで分析しうるようにしたこと。②定期性預金が準通貨としての性格を強めているおりから、これを通貨サイドに移したこと。③経済部門別内訳を新たに設けたこと、の3点にある。

まずマネー・サプライ総額では、年初から9月に至るまで預金通貨の伸び悩みを主因に引き続き増勢は鈍いようにかがわれる。これを信用供与先別にみると、各期とも政府向け信用は前年を下回っているが、これは対象金融機関(本行を含む)の保有国債が、資金運用部の国債買入れによって減少したことによるところが大きい。民間向け信用供与は、金融機関貸出の増加を主因に4～6月には前年比5割増と増勢を強めたが、7～9月には引締め開始による貸出の鈍化に伴って同+9.1%にとどまった。資金形態別にみると、金融機関貸出は1～3月前年同期比+30.6%、4～6月同

+65.1%と著増しているが、貸出増加額規制が響いて7～9月には+7.2%にとどまり、金融機関(本行を含む)保有有価証券は、国債の手持ち減少を主因に7～9月にはかなり減少しており、政府向け信用供与の減少と照応している。

2. 金 融 市 場

① 引締め前に、財政資金の揚勢が強まるとともに銀行券増発額がふえ、金融市場の資金不足額が増加することは周知のとおりである。第21図に示したように従来においてもまた今回においても、金融市場がひっ迫の方向にあることは同様である。もっとも銀行券の増発額は、当然経済規模の拡大とともに引締めの回を重ねるごとに増加しているが、財政資金対民間収支の動きと内容は、各回でかなり異なっている(第10表)。

すなわち、引締め前1年間の財政資金の動向をみると、前々回においては、好況期が長かったう

え35年度には当初予算で減税が行なわれなかった関係もあって、所得税、法人税を中心に税収の伸びはきわめて好調(引締め前1年間の税収は、前年同期比+31.3%)で、食糧、外為が払超であったにもかかわらず、全体としては756億円の揚超となった。

前回には、①歳入の伸びが同じく好調ながら、前々回に比べると、所得税、法人税ともにやや増加率が低く、引締め前1年間の税収は、前年比+12.3%の増加にとどまり、②さらに38年度予算には36年度の2,600億円をこえる剰余金が組み入れられていて、当初からかなりの散超要因を含

(第9表)

マネー・サプライの推移

(単位: 億円)

		42年1～3月		42年4～6月		42年7～9月	
		増減(Δ)	前年同期	増減(Δ)	前年同期	増減(Δ)	前年同期
現	金	Δ3,007	Δ3,217	1,585	1,322	Δ712	Δ757
預	金	Δ379	994	Δ510	Δ1,245	2,337	3,784
計		Δ3,386	Δ2,223	1,075	77	1,625	3,027
定	期	5,469	5,153	6,900	6,598	9,697	8,441
合	計	2,083	2,930	7,975	6,675	11,322	11,468
部 (信用 門供与 先別)	政府向け信用	Δ4,620	Δ3,588	2,306	3,840	594	1,079
	地方公共団体向け信用	397	1,071	Δ122	Δ413	156	14
	民間向け信用	7,400	7,449	6,910	4,613	14,578	13,359
	その他	Δ1,094	Δ2,002	Δ1,119	Δ1,635	Δ4,006	Δ2,984
	(対外資産)	Δ1,057	Δ24	Δ739	182	30	881
資 金 形 態 別	財政資金対民間収支	Δ6,520	Δ5,153	Δ621	1,365	Δ1,848	Δ1,804
	金融機関貸出	8,683	6,647	6,578	3,984	14,914	13,915
	金融機関保有有価証券	Δ82	2,803	4,112	3,876	143	1,418
	(長期国債)	(Δ106)	(920)	(1,111)	(1,788)	(Δ1,267)	(1,312)
	民間保有金融債	Δ1,543	538	Δ1,754	Δ1,169	Δ1,124	Δ1,068
	その他	1,545	Δ1,905	Δ340	Δ1,381	Δ763	Δ993

資料: 本行調べ「マネー・サプライおよび関連指標」。

んでいたうえ、③自然増収から補正予算に組み入れられた額が前々回よりも多く、それだけ揚超要因が少なくなったこと、などの事情から一般財政が払超となり、さらに食管、外為も前々回同様払超であったため、全体としても1,364億円に上る払超となった。

今回においては、引締め前1年間の税収の伸び率は、前年比+13.5%と前回を上回るものの、前々回よりかなり低い。一方歳出面では、42年度前半は、暫定予算の関係もあって支払進捗が遅れたという要因もあり、引締め前1年間をとると、一般財政はほぼトントンとなった。また外為会計は、これまでと異なって引締め前から揚超に転じたが、食管会計が、生産者米価の値上げもあって大幅の払超となったため、一般、食管、外為を合計した場合には払超となるものの、一方で巨額の新規長期国債の発行が行なわれた結果、全体としての対民間収支は結局4,498億円という大幅の揚超となっている。

次に引締め後の動きをみると、引締め後銀行券の増勢が鈍化したことは前々回、前回とも変わらないが、引締め前における前々回揚超、前回払超という財政資金の動向の相違は、引締め後になってむしろ拡大する傾向を示した。

すなわち前々回においては、引締め後においても賃金上昇を映じて所得税が好伸し、また法人税

も比較的好調であったため、税収は引締め後1年間にわたっても前年比+21.9%と大幅に伸びた。その反面、景気対策上公共事業費、財政投融资等の繰り延べが行なわれ、その他一般歳出の予算執行も抑制ぎみであったので、一般財政が引き続き揚超となった。これに国際収支の赤字を映じた外為の揚超が加わったため、結局対民間収支全体としても巨額の揚超となったのである。

これに対して、前回においてはまず租税収入が景気調整の影響から法人税を中心に予想以上に伸び悩み、一方、歳出はオリンピックの関係もあって公共事業費を中心に支払いが進んだため、一般財政が引締め期としては異例の大幅払超となった。さらに生産者米価値上げによって食管が払超となり、外為会計も国際収支の回復テンポが速かったために、揚超額が前々回よりは小額にとどまった。

次にこのような資金需要に対応する本行信用供与の動きをみると、前々回には、引締め前後を通じて資金不足全額を貸出で供与している。とくに引締め後には、前述したように財政揚超額が大きかったために、年間7千億円をこえる貸出増加をみた。本行貸出残高が銀行券発行高を上回るに至ったのもこの時期である。

37年10月、本行は金融調節のため爾後債券売買をいっそう弾力的に行なう旨決定したが、かかる

(第10表) 引 締 め 前 後 4 四 半 期 間 の 資 金 需 給 (単位・億円)

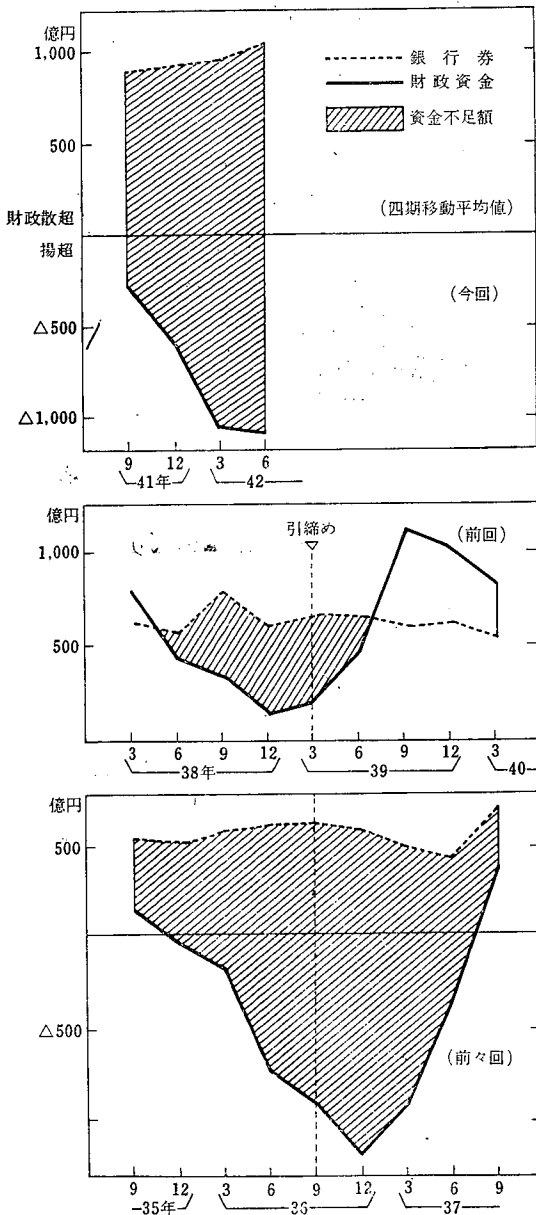
		銀行券	財 政 資 金					本 行 信 用				その他
			計	一 般	食 管	外 為	新規長期国債	計	貸 出	債 券 売 買	その他	
引 締 め 前	35/7～36/ 6	2,367	△ 756	△ 2,629	164	1,809	—	3,384	3,383	1	—	△ 261
	38/1～38/12	3,115	1,364	516	117	731	—	2,872	△ 1,295	4,167	—	△ 1,121
	41/7～42/ 6	3,691	△ 4,498	17	2,615	△ 376	△ 5,754	9,005	1,329	7,209	467	△ 816
引 締 め 後	36/7～37/ 6	1,949	△ 3,627	△ 1,648	△ 21	△ 1,958	—	7,110	7,110	0	—	△ 1,534
	39/1～39/12	2,415	4,528	3,350	1,496	△ 318	—	△ 959	△ 453	△ 506	—	△ 1,154

(注) △ は、財政……揚超、貸出……回収、債券売買……売却を示す。
資料：本行調べ「資金需給実績」。

新金融調節方式の下、前回引締め前には、資金不足額以上の買オペが行なわれ、貸出はかなり回収をみた。また引締め後には、財政散超に対応して抑制ぎみに売オペを実施したため、都市銀行の貸出限度余裕はしだいに圧縮され、その資金繰りにかなり強い圧力となったことは否定できない。

〔第21図〕

金融市場の資金過不足額推移



② コール市場の動向をみると、まず前々回においては36年7月の公定歩合引上げを契機として市況はひっ迫の度を強め、コール・レートは36年末をピークとしてかなり大幅に上昇した(第22図)。出し手の中心は信託銀行および相互・信金等中小金融機関であり、一方取り手側では都市銀行のほか証券会社のマネー取入れが目だった。37年秋の引締め解除とともにコール・レートは低落したが、市場の出来高は引締め期から一貫して増加基調を続けた。

前回においても、引締め開始とともにそれまで強含みぎみにあったコール・レートは一段と騰勢を強め、市場出来高も増加の一途をたどった。出し手側で目だったのは信託銀行、相互・信金のほか農中等農林系統機関(第11表)で、これに対し取り手側ではもっぱら都銀がおう盛な取入れ態度を続け、取り手中の都銀の比率は漸次上昇を示した。前回の引締め解除後、市場出来高はなお半年ほど増加を続けたが、コール・レートは直ちに下落に転じ、以後40年、41年と2年にわたり戦後最低の水準で安定的に推移した。

その後市場の出来高は、本年初来都市銀行の取入れを中心に再び増加基調に転じ、コール・レートも漸次強含みぎみとなった。なお出し手側では

(第11表)

コールの出し手別構成

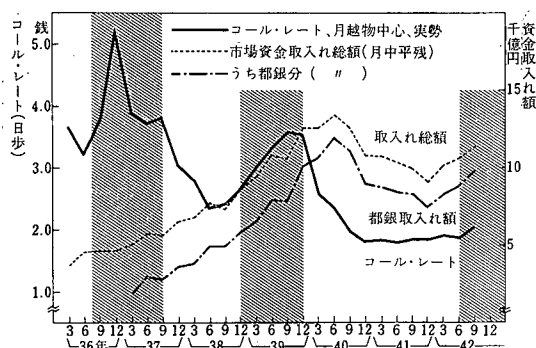
(出し手総額に占める比率・%)

	地方 銀行	信託 銀行	相互 銀行・ 信金 用金庫	農林系 系統機 関	保険 会社
(引締め) ↓ 昭和36年12月	17.7	26.3	21.2	6.1	4.5
(緩和) ↓ 38年3月	13.6	30.9	26.8	11.6	3.9
(引締め) ↓ 39年3月	8.1	27.2	20.3	23.7	4.9
(緩和) ↓ 39年12月	11.5	18.7	21.3	31.4	5.1
↓ 40年12月	15.8	20.8	21.9	20.6	5.6
(引締め) 42年9月	18.3	24.4	14.9	16.8	8.5

信託銀行が目だっており、このほか①従来の引締め期においては大きなウェイトを占めていた相互銀行、信用金庫等中小金融機関の放出額が今回はそれほど目だたないこと、②保険会社のウェイトがしだいに増大してきていること、などの点が最近の特色である。①は、相互銀行、信用金庫等がこれまでのところでは余資をローン放出に向けるよりは貸出を優先する方針をとっていることを裏書きするものとみられる。

〔第22図〕

コール市場の推移



3. 金融機関の貸出と貸出金利

(1) 貸 出

① マネー・サプライの項でも触れたように、引締め前後においては前々回、前回ともに金融機関貸出は急増と急減をくり返している。いま産業資金供給増減の面から、引締め前後における貸出の動きをみると、まず前々回においては、引締め前1年間の全国銀行貸出増加額の前年比増加率は+45.1%に上り、この間における産業資金供給増加総額の4割弱を占めていた。全国銀行以外の民間金融機関の貸出増勢も著しかったが、増加額の前年比増加率は38.7%と全国銀行より低かった。これに対し引締め後となると、本行の貸出増加額規制の影響により全国銀行貸出増加額は、前年同期比11.5%の減少となり、産業資金供給全体の伸び悩み(前年同期比+4.5%)の主因となっている。

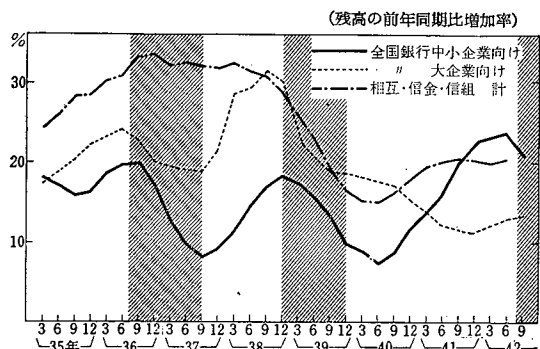
反面、第23図に示したごとく相互銀行、信用金庫をはじめとする全国銀行以外の民間金融機関の貸出は、引締め期にも著増(引締め後1年間の増加額は前年比+26.7%)しており、また政府系金融機関の融資も引締め後急増をみている。

前回における引締め前の貸出の増勢は、前々回よりも一段と急激であった。すなわち引締め前1年間の全金融機関貸出増加額の前年比増加率は+51.9%と前々回(+37.8%)をかなり上回り、とくに全国銀行貸出の増加率は+79.2%に達して、産業資金供給増加総額の8割以上を占めるに至った。その他民間金融機関貸出も著増(+31.8%)したが、政府系金融機関の伸び悩みは前々回と同様であった。全国銀行貸出急増の中心をなしていたのは、第23図からも明らかなように大企業向け融資であり、業態別にはとくに都市銀行の貸出急増が目だっている。

しかし、前回においては引締め後の反落も大きかった。すなわち引締め後1年間の全国銀行貸出増加額は、前年比-29.2%と大幅に減少した。産業資金供給増加額全体も前回はかなり減少したが、全国銀行の減少額は全体の減少幅を上回っている。さらに前回においては、全国銀行以外の民間金融機関の貸出増加額も前年比-5.9%と減少に転じたことが、前々回と異なっている。これは相互銀行、信用金庫がコール・レートの急騰から

〔第23図〕

金融機関の企業規模別貸出



コール市場への資金放出に資金運用の重点をおき、このため貸出の増勢が目だって鈍化したことによるものである。

今回においては、引締め前1年間の全金融機関貸出増加額の前年比増加率は+29.0%と、前々回、前回より増加率は低くなっている。全国銀行は同44.1%で前々回をやや下回る程度であるが、今回においては都市銀行の伸びは比較的低い。またそれ以外の民間金融機関も同+18.8%と前々回、前回のいずれよりも増加率は低い。ただこの間にあって政府系金融機関だけが、従来と異なって増加額がふえているのが目だっている。なお今回の景気上昇期におけるもう一つの特色は、全国銀行の中小企業向け融資の伸びが、前々回、前回よりもかなり高いことである。これは夏ごろまで大企業需資が比較的落ち着いていた事情もあって、各行とも優良中小企業層への融資伸長に力をいれた結果と思われる。

③ 次に、引締め前における各金融機関の業態別貸出増加額シェアをみると(第12表)、まず都市銀行のシェアが、引締めの回を追って低下していることが目だつ。また前回シェア上昇が著しかった地方銀行も今回は減少し、結局全国銀行としては前々回のシェア48%に対して、今回は38%と著減している。これに対して政府金融機関お

よび農林系統金融機関はそのシェアを大幅に高めている。

また引締め開始直前における各金融機関のポジションの動向と、ポジションのプラスまたはマイナスの規模の総資産に対する比率を、各回について比較すると(第13表)、都市銀行が巨額のマネー・ポジションにある点と、相互銀行、信用金庫等の中小金融機関および農林系統機関がローン・ポジションを維持している点は各回とも共通しているが、とくに今回においては、長期信用銀行、信託銀行信託勘定、生・損保という長期資金の供給機関が比較的多くの余資を有していることが注

(第12表)

貸出増加における各種金融機関のシェア

(単位・%)

		前々回	前回	今回
		36年 1～6月	38年 7～12月	42年 1～6月
都	銀	29.7	26.4	19.6
長	銀	6.8	4.7	7.6
地	銀	11.5	17.6	10.4
信	託 勘 定	6.6	5.6	6.4
相	互・信 金	13.1	15.4	11.6
農	林 系 統	5.2	4.0	6.4
保	險 会 社	3.9	2.9	3.0
政	府金融機関	15.8	13.5	25.1
そ	の 他	7.4	9.9	9.9
計		100.0	100.0	100.0

資料：金融機関主要資力および投資一覧。

(第13表)

引締め開始直前における各金融機関のポジションとその総資産量対比

(単位・億円)

		36年6月末			38年12月末			42年8月末		
		ポ ジ シ ョ ン (A)	総資産 (B)	(A)／(B) %	ポ ジ シ ョ ン (A)	総資産 (B)	(A)／(B) %	ポ ジ シ ョ ン (A)	総資産 (B)	(A)／(B) %
都	銀	△ 10,307	88,553	△ 11.6	△ 18,815	144,161	△ 13.1	△ 26,978	211,634	△ 12.7
地	銀	889	36,525	2.4	1,171	63,613	1.8	1,196	102,001	1.2
長	銀	△ 128	12,924	1.0	△ 138	20,608	△ 0.7	412	39,274	1.0
信	託	△ 193	4,528	△ 4.3	△ 72	7,541	△ 0.9	153	14,662	1.0
信	託 勘 定*	186	20,385	0.9	107	30,285	0.4	1,212	43,364	2.8
相	互・信 金・全信連	1,325	26,787	4.9	2,073	55,205	3.8	3,664	99,526	3.7
農	中・信 農 連	186	3,697	1.9	3,787	20,082	18.8	2,597	38,418	6.8
生	保・損 保	119	10,211	1.2	194	17,274	1.1	(7月末) 756	34,838	2.2

*投資信託勘定を含まず。

目される。長期信用銀行については、金融債発行額を増額することが引受け金融機関の反対にあって難航しているため、原資の面で今後の融資はある程度制約されると思われるが、信託銀行信託勘定、生・損保資金の場合には、原資の伸びが好調であるだけに、今後の融資動向が注目されることである。以上述べた業態別融資シェアの変化および引締め直前の余資保有状況の変化が、引締め過程にどのような影響を及ぼすかが、今後の一つの問題点であろう。

なお、今回の引締め政策発動後の状況について一言すると、貸出増加額規制の対象金融機関では、急速に貸出態度を改めつつあり、大多数の銀行では営業店に対する貸出統制を実施ないし厳格化し、とりあえず非主力大企業に対する付合い融資、経営内容不芳の中小企業に対する貸出等を中心に貸出圧縮に努めは始めている。

一方企業の借入れ態度をみると、これまできわめて積極的であった銀行筋の企業に対する態度が8～9月を境に変化し、資金調達先行き見通しが変わりつつあるため、企業の一部には借入れ実行を引き延ばそうとしていた従来の態度を改めて、早めに手当てしておこうとする動きが目だちは始めている。しかし総じてみれば、企業の資金繰り感、借入れ態度にはいまのところまだ差し迫ったものはうかがわれない。

(2) 貸 出 金 利

全国銀行貸出約定平均金利の動きをみると、今回の特色は①金融緩和期が長期間にわたったため、金利の低下幅もこれまでになく大きかったこと(第14表)、②大企業に対する短期貸出金利(規制内金利)の引下げにとどまらず、期間1年以上の長期貸出および中小企業向けの小口貸出(1件百万円以下)についても金利低下が著しかったこと(第24図)、の2点にある。企業活動の活発化にもかかわらず企業の資金需要は本年春ごろまでさ

したる盛り上がりを示さず、このため金融機関相互間の競争も従来以上に激しかったことが金利低下の基本的な背景となっているが、前述したように、大企業の長期資金需要がとくに低調であったことと、これに伴い各金融機関がいずれも中小企業融資を積極化したことが、③のような特色をもたらしたと思われる。ちなみに、今回の金利低下期間(40年1月～42年8月)における相互銀行の約定平均金利下げ幅は1厘5毛9糸と、地方銀行のそれ(1厘5毛2糸)をわずかながら上回り、両者の金利格差はこれまでの最小となった。

次に前回、前々回における引締め後の上昇傾向をみると、すう勢的に低下している長期金利以外はいずれも直ちに上昇に転じ、おおむね6ヵ月で上昇テンポが一服している。今回につき引締め後の金利上昇傾向をみると、9月中の全国銀行貸出約定平均金利(総貸出)は3糸(うち都市銀行7糸)、10月は8糸(うち都市銀行1毛2糸)と、引締め開始1ヵ月・2ヵ月目の上昇幅としてはそれぞれ過去の最小にとどまった。現在までのところでは企業の借入れ態度にいままだ差し迫ったものがうかがわれず、銀行側としても従来までの融資態度を改めるに若干の時日を要する状況にあるとみられる(第14表)

公定歩合の変化と全国銀行貸出約定平均金利の推移

上 昇 期 間				下 降 期 間			
公 定 歩 合 引上げ	上 昇 上 昇 幅	上 昇 期 間	上 昇 幅	公 定 歩 合 引下げ	下 降 下 降 幅	下 降 期 間	下 降 幅
年月 34/12	厘 1	ヵ月 8	銭 0.043 (0.043)	年月 35/ 8	厘 1	ヵ月 11	銭 0.094 (0.047)
36/ 7 / 9	1 1	15	0.100 (0.050)	37/10 /11	1 1	17	0.157 (0.039)
				38/ 3 / 4	1 1		
39/ 3	2	10	0.088 (0.044)	40/ 1 / 4 / 6	1 1 1	32	0.195 (0.065)

(注) カッコ内は公定歩合1厘の上下に対する平均上下幅。

め、引締め当初の貸出金利の上昇テンポは従来よりもやや緩慢な足どりをたどるものと思われる。

4. 公社債市場

① 起債市場からみよう。まず一般事業債の発行状況であるが、前々回引締め前には、電力債を中心として発行額が記録的水準に達した。すなわち引締め前1年間の事業債発行額(純増ベース、以下同じ)は3,701億円に上り、前年同期間の2倍以上に激増した。この増加分中の約6割は当時発足した公社債投資信託によって消化されたものであり、金融機関では信託銀行および中小金融機関の消化額増加がやや目だった程度であった。このよ

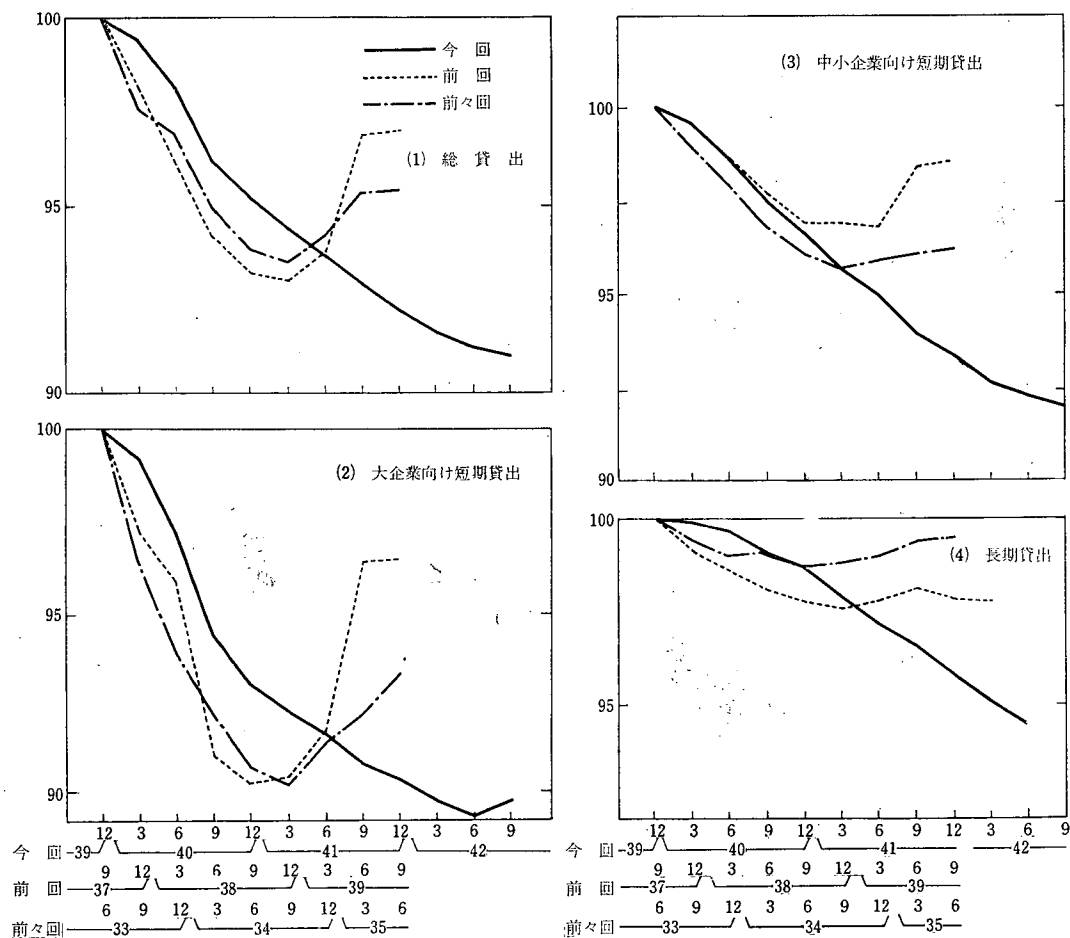
うな事業債発行額の大幅増加の結果、前々回引締め前1年間における産業資金供給中事業債による割合は10.2%へと上昇した。しかし引締め後には、公社債投資信託の消化額が急減したうえ、信託銀行のほか、農林系統金融機関の消化額も漸減し、結局引締め後1年間の発行額は1,283億円にとどまり、産業資金供給中の事業債による比重も3.9%へ低下した。

その後も事業債発行額の増加テンポはきわめて緩慢で、前回引締め前1年間の事業債発行額は1,469億円と前々回に及ばず、産業資金供給に占める比重も2.9%にすぎなかった。引締め後発行

〔第24図〕

全国銀行貸出約定平均金利の推移

(引締め緩和時を100とした指数)



額は若干の減少をみたが、産業資金供給に占める比重は3.0%とさして変わらなかった。引締め緩和後は41年にかけて発行額は順調に増勢をたどったが、これは主として農林系統および中小金融機関の消化が増加したことによるものである。このため今回においては、引締め前1年間の発行額は1,986億円とかなり高水準で、産業資金供給に占める事業債の比重も4.0%に上っている。もっともその前年同期間(40/7~41/6)に比べると発行額はやや下回っているが、これは金融緩和の伸展に加えて、企業の起債意欲が比較的低調であったことが主因となっている。もっともごく最近に至って企業の資金需要が高まり、金融機関の貸出態度も変化するにつれて再び起債希望は急増しはじめている。

次に金融債は、景気循環とは比較的關係なく年を追って増加しているが、最近に至って引受金融機関、とくに都市銀行の中で増額引受けに難色を示すものが多く、増加テンポはやや鈍化している。

一方政府保証債および地方債の発行額も、同じく年を追って増加している。このため第15表に示したようにこれら公共債の全発行額に占める比重

(第15表)

公 社 債 発 行 状 況 (純増ベース)

(単位・億円、カッコ内は構成比・%)

	事業債	地方債	政保債	金融債	国債	計
35/7~36/6	3,701 (54.3)	219 (3.2)	537 (7.9)	2,354 (34.6)	—	6,811 (100.0)
36/7~37/6	1,283 (29.5)	199 (4.6)	626 (14.4)	2,234 (51.5)	—	4,342 (100.0)
38/1~12	1,470 (21.9)	284 (4.2)	1,116 (16.6)	3,852 (57.3)	—	6,722 (100.0)
39/1~12	1,351 (18.1)	315 (4.2)	1,339 (7.9)	4,479 (59.8)	—	7,484 (100.0)
41/7~42/6	1,986 (15.8)	495 (3.9)	3,774 (30.1)	6,291 (50.1)	(国債を除く) 12,546 (100.0)	
	(10.2)	(2.6)	(19.5)	(32.4)	(国債を含む) 6,850 (35.3)	19,396 (100.0)

は、循環の回を経るたびに上昇しており、さらに新規長期国債を加えると最近発行額の57.4%が公共債によって占められている。

② こうした発行市場の拡大にもまして、今回の特色は既発債流通市場が拡大したことにある。取引主体別には債券引受け負担が急増した銀行からの売却がかなりの部分を占めており、これを農林系統機関や一部中小企業金融機関等が買い入れるという形が多かった。この主因は、コール・レートが低下して、債券利回りを下回る状況が持続したためであり、この結果、流通市場における既発債債券の実勢利回り発行市場における応募者利回りの乖離という事態がほとんど解消するに至った。

しかし42年にはいって、都市銀行筋では預金の不振と貸出の漸増からポジション悪化に悩み、金融債中心に保有債券の売却意欲が強まる一方、買い手側では先安期待もあって買い渋る動きをみせ、既発債市況は春ごろから軟化し、さらに金融市場の引き締めまり気配が濃化した8月以降大幅に下落するに至った。このため既発債債券の実勢利回り発行市場における応募者利回りとの間には、再びかなりの開きが生じ、発行市場においても消化の難航が目だちはじめている。このように既発債市場取引の拡大とそこにおける価格形成が、長期資金需給の繁閑を示す指標の一つとなり、新規発行額の調整に一つのめどを与えていることは、今回の大きな特色ということができよう。

5. 企 業 金 融

(I) 企業の流動性

企業金融に対する引締めの影響力を比較する場合、企業の流動性水準、企業間信用の大きさ(以上引締めに対する緩衝条件)、外部資金に対する依存度(引締めにより影響される度合いの強さ)等の点が最も問題となる。そこで主要企業(短期経済観測対象企業)についてまず流動性水準をみると、現預金対売上高比率は42年6月末で1.013か

月分、9月末で1.008ヵ月分と前々回の引締め直前(36年6月、0.77ヵ月分)はもとより、借急ぎによってかなり水準の高かった前回の引締め直前(38年12月末、0.989ヵ月分)をも上回っている。

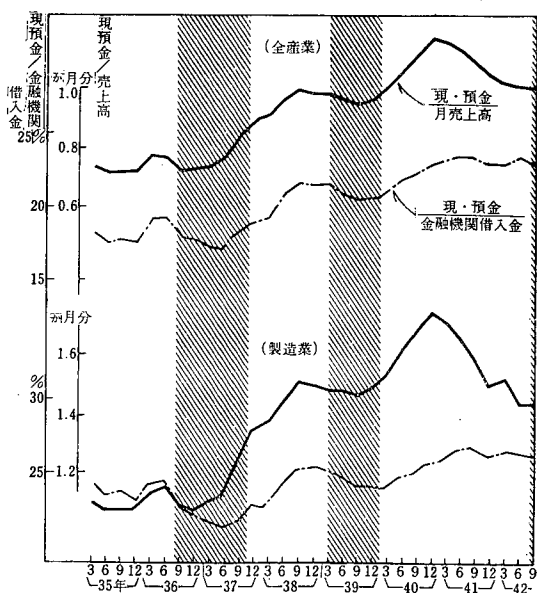
また最近大企業では資金の一時的運用のために短期の有価証券(そのうち一部は売戻し条件付)を保有している例が多いので、現預金に当座有価証券残高を加えた比率でみると、今回1.14ヵ月分、前回1.10ヵ月分、前々回0.87ヵ月分となる。前回および前々回における「当座有価証券」は現在のように高い流動性を持っていたとは認められないので、有価証券をも含めた今回の企業の流動性水準は前回、前々回より明らかに高いものと判断されよう。

(2) 企業間信用

次に主要企業の企業間信用比率の推移をみよう(第26図)。まず前々回引締め前(36年6月末)には、売上債権残高対月売上高比率(以下売上債権比率と記す)が2.83ヵ月分、買入債務残高対月売上高比率(以下買入債務比率と記す)は1.85ヵ月分であ

〔第25図〕

主要企業の手元流動性



ったが、引締め後資金繰りの急速な繁忙化に対処するため、企業は企業間信用を拡大し、このため引締め後1年間に売上債権比率は0.49ヵ月分、買入債務比率は0.38ヵ月分それぞれ急激に上昇した。

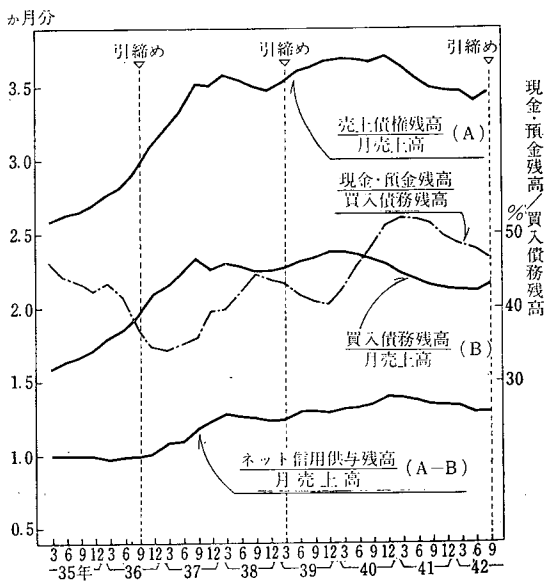
こうした企業間信用の拡大は、引締めの影響をそれだけ遅らせる機能を果たしたものと思われる。

もちろん企業間信用の拡大は無限に生じうるものではなく、結局現預金対買入債務比率がある水準まで低下すれば、それ以上は拡大しえなくなることはいうまでもない。すなわち、投資増加が企業間信用の拡大をささえとして行なわれていく場合、企業間決済所要通貨の総量は節約されるが、この間にも賃金、租税等の支払いが進むため、現金リークは持続する。このため買入債務は預金の状況と無関係に拡大していくことはできない(現預金対買入債務比率は、36年6月41.3%、37年6月34.4%)。前々回の場合には、企業がこうしてもちたえている間に国際収支が均衡をとりもどし、引締めが緩和され、緩和後にマネー・サプライが急増し、現預金対買入債務比率は38年6月に

〔第26図〕

主要企業の企業間信用比率

(季節調整済み)



は42.4%と、引締め前の水準に回復した。

その後企業間信用は、前回景気上昇期にやや低下したものの、高水準のままで前回の景気引締めに迎えることとなった。すなわち前回の引締め前(38年12月末)の売上債権比率は3.47ヵ月分、買入債務比率は2.25ヵ月分と前々回よりはかなり高い水準であった。

前回においても、引締め後企業間信用は上昇に転じたものの、引締め前の水準がすでにかなり高かったこともあって引締め後1年間の上昇幅は、売上債権比率で0.15ヵ月分、買入債務比率で0.13ヵ月分と前々回よりはるかに小幅にとどまった。前回引締め緩和後、今回の景気上昇期にかけては徐々に企業間信用の縮小が進んだ。すなわちピーク時(40年3月)から今回引締め前までに売上債権比率で0.30ヵ月分、買入債務比率で0.26ヵ月分減少し、この結果今回引締め前の水準は、それぞれ3.39ヵ月分および2.12ヵ月分と前回引締め前よりはやや低い水準となっている。もっとも第26図からもわかるように、今回引締め前の水準はとくに低いとはいえず、したがってこの面からだけいえば企業間信用拡大によって、引締めに対処できる余地は前々回ほど大きくはない。ただ前述のごとく今後企業がどの程度まで企業間信用を拡大できるかどうかは、もっぱらマネー・サプライの調節いかににかかっている面が少なくないといえよう。ちなみに、引締め前の現預金対買入債務比率は今回が最も高くなっている(47.9%、前回44.0%、前々回41.3%)。

(3) 主要企業の外部資金依存度

主要企業の実物投資(設備投資、在庫投資)の外部資金に対する比率をみると、42年度上期では67.1%と、前回(38年度下期は108.8%)はもとより前々回(36年度上期79.2%)に比べてもかなり低い。したがって企業投資が外部資金調達に難易によって影響をうける度合いは、心理的要因も含め

でそれだけ小さくなっているといえよう。

(注) なお、外部資金調達の実物投資に対する比率は次式のように二つの要因に分解して考えることができる。第16表はこのような分解に基づいたものである。

$$\frac{\text{外部資金}}{\text{実物投資}} = \frac{\text{資金不足額}}{\text{実物投資}} + \frac{\text{金融資産への運用等}}{\text{実物投資}}$$

$$= \left(1 - \frac{\text{内部資金}}{\text{実物投資}} \right)$$

(第16表)

主要企業の外部資金比率とその要因分解
実物投資

(単位・%)

	外 部 資 金	うち	資 金	金融資産
	実 投 資	借 入 金	不 足 額	への運用
	実 投 資	実 投 資	実 投 資	実 投 資
(今 回)				
41年度下期	50.8	40.4	29.7	21.2
42年度上期 (推計)	67.1	51.8	37.1	30.0
(前 回)				
38年度下期	108.8	83.0	43.5	65.3
(前々回)				
36年度上期	79.2	46.5	60.6	18.6

資料：本行「主要企業経営分析」全産業(512社)による。ただし、42年度上期は「主要企業短期経済観測」をもとに推計

ところで、このように比率が低下している第1の要因は、実物投資の規模に対する内部資金の比率が相当高いことである(第17表)。こうした状態は、売上規模の割に企業自体の設備、在庫投資が低めであること、しかも設備投資のうち減価償却資金によってまかなわれうる比率がなお比較的高いこと、売上高に対する内部留保の比率が比較的高まっていること、などによって可能となっている。ただ最近の投資規模の拡大により実物投資に対する内部資金比率がやや低下傾向にあることはいうまでもない。

(第17表)

内部資金比率の要因分解
実物投資

(単位・%)

	42年度上期 (推計)	38 年 度 下 期	36 年 度 上 期
内部資金/実物投資	62.9	56.5	39.4
実物投資/売上高	7.8	8.5	13.9
内部留保/売上高	1.4	1.1	1.7
減価償却/実物投資	44.2	54.6	35.9

(注) ただし、 $\frac{\text{内部資金}}{\text{実物投資}} = \left(\frac{\text{内部留保}}{\text{売上高}} + \frac{\text{実物投資}}{\text{売上高}} \right) \times \frac{\text{減価償却}}{\text{実物投資}}$

外部資金依存度比率低下の第2の要因として、36年度に比べた場合は別であるが、38年度当時に比較して実物投資規模の割に金融資産がふえていない点が指摘できる。実物投資の増大に対してどの程度金融資産がふえるかは一概に決まったものではなく、たとえば38年度下期には現預金保有増、企業間与信(ネット)、関係会社に対する貸付・投資等の増加がかなりの規模に達し、これが外部資金調達対実物投資比率を高める大きな要因として働いた。これに対し41年度下期の状況を見ると、現預金のふえ方は、景気回復初期に保有現預金がきわめて高水準に達していたうえ、企業がいつでも金融機関から資金を調達できるという安心感もあって、極力現預金の増加を控える態度をとってきたことなどから少額にとどまり、企業間与信増も中小企業をも含めた企業金融の引きゆるみなどを映じて小さかった。また関係会社に対する投資・貸付等も、金融緩慢のほか企業が不況の経験から慎重な態度をとったこともあって、少額にとどまった。推計によると42年度上期にもほぼ同様の状態が続いたと思われる。

(第18表)

各種金融資産期中増加状況

(対売上高比率・%)

	41年度下期	38年度下期	36年度上期
現 預 金	0.52(0.51)	1.93	0.17
有 価 証 券	0.76	1.61	1.41
長 期 貸 付	0.02	0.83	0.41
企業間与信(ネット)	0.83(0.79)	2.00	1.29

(注) カッコ内は42年度上期推計。有価証券、長期貸付については資料の制約で推計できない。

IV. む す び

以上過去2回の景気調整過程との対比において、今回の景気上昇期の特色を求めてきたが、これを要約すればほぼ次のとおりとなる。すなわち、

① 国際収支の均衡回復を目的として景気調整政

策が実施され、その際金融引締め政策が主な手段として使用されている点は、これまでのところ従来とほぼ同様である。ただ国債発行下という新しい条件のもとにおいて、財政・金融両政策の適切なポリシー・ミックスの維持がとくに肝要となっており、43年度予算の編成方針いかんによっては、過去の景気調整過程にみられなかった新しい事例が作られることになる。

② 企業の資金調達における自己資金比率の増大、金融機関と企業との力関係の変化、金融機関相互間における融資シェアの変化など、金融引締め効果の浸透に関連する諸条件について従来と若干の変化が生じている。

③ 原材料在庫、流通在庫を中心とする在庫調整は、従来とほぼ同様なテンポで進展して、総需要の伸び率抑制に大きな役割を果たすと思われる。ただ最終需要の規模との相対関係でみると、在庫調整の影響は従来よりは若干軽度にとどまる可能性が大きいと思われる。

④ 今回の設備投資はかなり根強い性格をもっており、景気調整局面においても大幅な減勢に転ずる可能性は比較的小さいように思われる。

⑤ 個人消費需要は、前々回と同様引締め後もなおかなりの期間高い伸びを続けるものと考えられる。

⑥ 労働力需給のひっ迫は、長期的にはさらに強まるものとみられ、賃金水準はもとより、生産、設備投資、物価等の動向に対して、これまであまりみられなかったような影響を及ぼすおそれもある。

⑦ ポンドの切下げ、これを契機とする国際的な高金利傾向など、引締め実施前には考慮されていなかった新しい国際環境の悪化要因が生じているが、かかる変化は過去2回の引締め期には生じなかったことがらであり、国際収支の先行きについてこの点がいかなる作用を及ぼすかきわめて注目されるところである。