

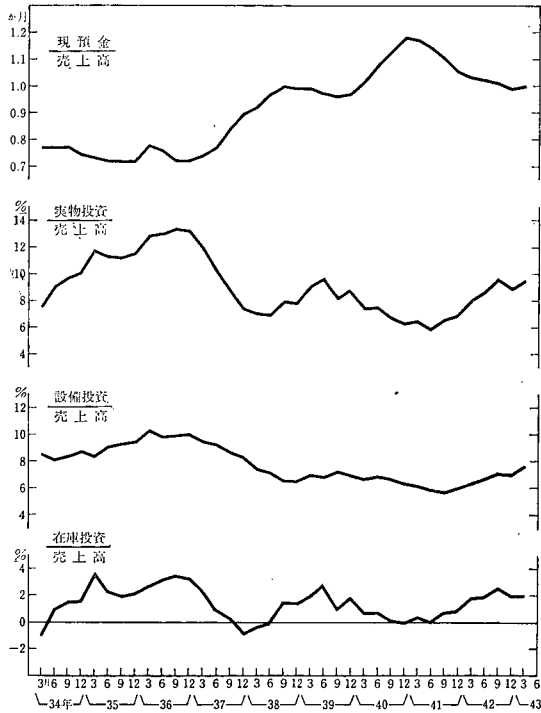
1. 昭和43年6月号「昭和42年度金融経済情勢の回顧」のうち、第8図「実物投資水準と現預金水準」(17ページ)および第12図「引締め開始期前後の企業倒産動向」(23ページ)を、それぞれ次図と差し替えてください。

(第12図)

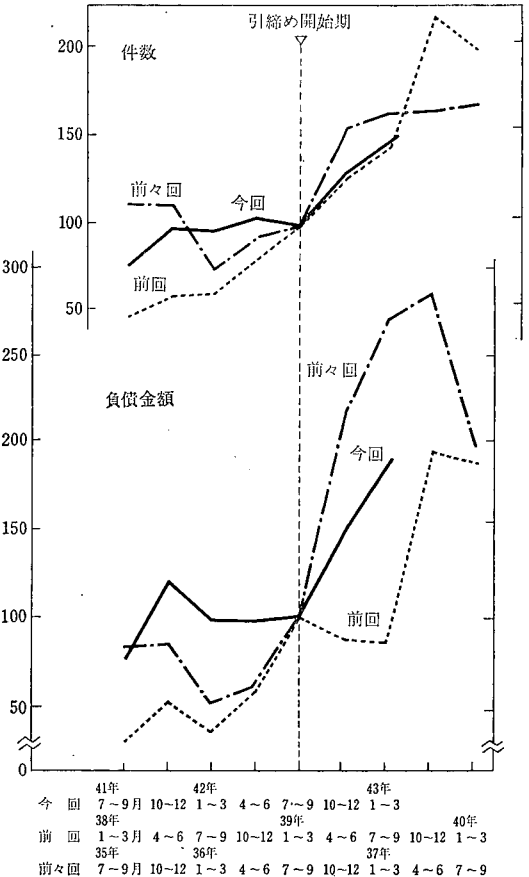
引締め開始期前後の企業倒産動向
(各引締め開始期を100とした推移)

(第8図)

実物投資水準と現預金水準



(注) 「主要企業短期経済観測」(季節調整済み)



2. 同第11表「都市銀行、長期信用銀行の債券投資状況」(12ページ)の「(注)」に次の項を追加ください。

「債券保有増」には非公募債が含まれる。なお、「債券保有増」中の公社債には政府保証のないものも含まれる。

昭和42年度金融経済情勢の回顧

〔要 旨〕

昭和42年度上期に経済は顕著な拡大を続け、これに伴って国際収支は大幅の悪化を示すに至ったため、42年9月に金融、財政両面から景気調整措置が実施され、さらにその後国際金融情勢の激動もあり、本年1月には金融引締めが強化された。かかる景気調整措置の影響はいち早く金融面に現われたが、年明け後経済実体面にもしだいに浸透しはじめ、国際収支も改善傾向をたどるに至っている。

このような今次景気調整過程をふり返ると次の諸点が注目される。

- (1) 今回は長期国債の発行下ならびに公社債流通市場の本格的育成過程における初めての引締めであったが、金融、財政両政策の適切なポリシー・ミックスの必要が一般に理解され、今後の政策運営にとっても貴重な教訓を残した。また公社債流通市場における需給の実勢に対応して、国債を含む各債券につき起債額の調整ならびに起債条件の改訂が行なわれたことは、健全な公社債市場発達への第一歩として高く評価されるとともに、金利政策を中心とする金融政策の円滑な遂行を図るうえにおいて、重要な意義をもつものといえよう。
- (2) これまでのところ、企業金融の引き締まりの度合いは従前に比べゆるやかなようにみられ、資金繰り上の配慮から企業が設備投資計画を大きく変更するといった事例は、過去の引締め期に比べ比較的に少ないよううかがわれる。これは、引締め前における手元流動性の高水準、企業の自己金融力の増大、本行の貸出増加額規制対象外金融機関の資金運用態度の変化ならびに融資力の増加などの諸事情によって、企業金融に対する引締めの影響がそれだけ緩和されたためとみられる。しかし今後引締め政策の持続に伴い、企業金融は引き締まりの度合いをしだいに強め、売れ行き鈍化などの予想とあいまって、企業の設備投資態度に対し抑制的影響を漸次強めて行くものと思われる。
- (3) これまで景気循環の回を経るたびに、個人消費に対する引締めの影響はしだいに軽度のものとなる傾向がある程度みられるが、今回も都市、農村を通ずる所得の増大を背景に、個人消費の堅調はなお持続するものと思われる。
- (4) 年初来の経済拡大テンポの鈍化は、流通在庫を中心とする在庫調整がその主因とみられるが、かかる在庫調整の先行きは、今後の最終需要の動向に大きく左右される点について注意する必要がある。
- (5) 国内の景気調整がいまださほど進行しないうちに、貿易収支は急速な回復を示すに至った。これが対米輸出の急増を主因とするものである点については、前回の引締め期と事情が似ている。しかし、今回は国際通貨不安の存在という点で海外環境は従来と著しく相違している。対米輸出の伸長が米国国際収支の大幅赤字持続を背景にしているかぎり、今後米国における景気抑制策の強化ないしは同国による直接的輸入制限などによって対米輸出が伸び悩み、あるいは国際通貨不安の激化により、わが国の国際収支がもろもろの悪影響をこうむる可能性のあることを十分考慮しておく必要がある。

〔目 次〕

は し が き

- I 経済拡大過程とその背景
 (上期中の金融経済情勢)
 (経済拡大をささえた要因)
 (貿易収支は悪化基調)
- II 景気調整過程の進行
1. 金融面の動向
 (金融市場の引き締めより続く)

(公社債市場は一段と軟化)
 (金融機関の融資態度に抑制色強まる)

2. 経済実体面の動向
 (引締め効果は漸次浸透)
 (商品市況に軟化傾向広がる)
 (企業倒産と企業収益状況)
 (国際収支は改善傾向)

む す び — 最近の景況とその問題点

は し が き

昭和42年度経済は内外ともに問題の多い年であった。まず、国際経済情勢をみると、年央までは欧米諸国の景気停滞から世界経済の拡大テンポは著しく鈍化した。その後、米国の景気が再び上昇に向かい、欧州諸国の不況もようやく底入れ気配がうかがわれるなど、世界経済は明るさを取りもどしつつあったが、11月に行なわれた英国のポンド平価切下げを契機として波乱含みとなり、その後米国によるドル防衛強化方針の表明、国際通貨不安に基づく金市場の動揺など、わが国をめぐる国際環境はめまぐるしい変化を示した。一方、国内経済の動きをみると、わが国経済は民間設備投資と個人消費の増大を中心に前年度に続いて急速な拡大を示したが、これに伴い国際収支の悪化傾向が強まったため、昨年9月に

(第1表)

は、公定歩合引上げ、都市銀行等に対する貸出増加額規制の実施など金融引締め措置が実施されたほか、公共事業費を中心とする財政支出の繰延べ措置も決定され、金融、財政両面から総需要の抑制が図られることになった。さらに本年1月には、上述のようにわが国をとりまく国際環境がき

びしさを加えてきたことも考慮し、景気調整を促進するため公定歩合の再引上げが実施された。

以下、本稿では42年度を①経済が拡大し続け、景気調整策が採られるに至った上期と、②景気調整策の効果が徐々に金融経済両面に現われはじめた下期、とに区分し、主として下期に重点をおいて金融経済情勢の推移とその特色とを回顧することとしたい(なお、42年中の動向については、2月号「昭和42年における金融・経済の動向」を参照されたい)。

I 経済拡大過程とその背景

(上期中の金融経済情勢)

(1) 最初に上期中の金融市場の動向を概観してみよう。銀行券は41年央ごろから42年度上期を通じてほぼ一貫して増勢を強めた。このため、上期中の

42 年 度 の 資 金 需 給

(単位・億円、△印は揚要因)

	上期中	前年同期	下期中	前年同期	年度間	前年同期
銀行券発行高増加	923	463	3,695	3,172	4,618	3,635
財政資金揚(△)散	△ 2,469	△ 440	1,717	△ 1,781	△ 752	△ 2,220
うち 一般	361	3,340	123	△ 1,124	484	2,218
食 管	832	312	4,403	2,302	5,235	2,615
外 為	△ 309	△ 444	△ 346	48	△ 655	△ 397
長期国債	△ 3,353	3,648	△ 2,463	△ 3,007	△ 5,816	△ 6,656
そ の 他	△ 1,114	△ 682	△ 1,306	△ 163	△ 2,420	△ 846
本行信用増加	4,506	1,585	3,284	5,116	7,790	6,701

銀行券増発額は923億円と前年同期比倍増となり、期中平均発行高の前年同期比増加率も+16.3%(41年度平均+14.8%)に達した。これは、個人消費が賃金所得の増大等を背景に堅調を続け、また一般商取引も経済活動の拡大により増勢を持続したことなどによるものであった。

一方、財政資金の対民間収支は上期中2,469億円の揚超(前年同期440億円の揚超)を示した。こうした財政資金の大幅揚超の要因としては、企業収益の好調を映じた法人税収の著増を中心に租税収入が好伸したこと、郵便貯金、保険料の受入れが好調を続けたこと、さらに公共事業関係費の支払が暫定予算の影響で停滞きみであったことなどがあげられる。この結果、期中資金不足額は4,506億円と前年同期比約3倍に著増した。これに対し

本行は、国債、政保債を対象とする債券買入れ操作を中心として不足資金を供給したほか、短資業者に対する短期証券売買操作を通じきめ細かく市場資金の調節を行ない、年度初来市場の引き締まり実勢を尊重する態度をとった。

このような資金需給状況と本行の与信態度を映じ、コール市場は堅調裡に推移し、コール・レートも、4月に季節的に一時低下(各条件物とも1厘下落)を示したものの、その後は6月、8月に各条件物ともそれぞれ1厘上昇し、さらに9月の公定歩合引上げ後1厘上昇した。

(2) このようなコール市場の引き締まり傾向と平行して、公社債市況もしだいに軟化傾向を強めた。すなわちすでに42年2月ごろから、都市銀行は資金ポジションの悪化をカバーするため債券売

(第2表)

上 場 公 社 債 利 回 り

			長期国債	政 保 債	地 方 債	金 融 債	一 般 事 業 債			電 力 債	加 入 者 負 担 利 付 電 電 債
			(第 1 回 債)	(鉄道債)	(東 京 都 債)	(3 銘柄 平均)	A 格 債 (6 銘柄平均)	発 行 時 格 B 格 (現在発行のものは A 格 8 銘柄 平均)	B 格 債 (1 銘柄)	(6 銘柄平均)	(最近発行 5 銘柄 平均)
償 還 年 月			48.2	44.6	47.11	45.9 ～45.12	46.2 ～47.11	45.9 ～47.11	47.12	45.9 ～45.12	51.3～53.3
利 回 り (%)	41年 9 月最終週末		—	7.26	7.41	7.28	7.41	7.43	7.45	7.37	7.54
	42年 3 月 ♪		6.86	7.31	7.46	7.37	7.45	7.46	7.49	7.41	7.68
	4 月 ♪		6.88	7.34	7.49	7.41	7.47	7.48	7.52	7.43	7.76
	5 月 ♪		6.88	7.36	7.49	7.44	7.51	7.51	7.58	7.47	8.02
	6 月 ♪		6.89	7.34	7.52	7.48	7.51	7.52	7.58	7.51	8.06
	7 月 ♪		6.89	7.35	7.52	7.49	7.52	7.53	7.58	7.49	8.04
	8 月 ♪		6.96	7.40	7.55	7.55	7.54	7.57	7.60	7.51	8.23
	9 月 ♪		6.97	7.52	7.73	7.80	7.68	7.72	7.72	7.67	8.58
	10月 ♪		6.97	7.54	7.79	7.93	7.74	7.77	7.77	7.73	8.76
	11月 ♪		6.98	7.56	7.85	8.03	7.81	7.83	7.83	7.78	8.82
	12月 ♪		6.98	7.55	7.90	8.16	7.85	7.88	7.87	7.84	8.83
	43年 1 月 ♪		7.02	7.62	8.24	8.50	8.05	8.10	8.08	8.08	8.86
	2 月 ♪		7.02	7.66	8.25	8.51	8.06	8.11	8.09	8.10	8.71
	3 月 ♪		7.03	7.70	8.26	8.66	8.08	8.13	8.10	8.13	8.87
発 行 条 件	発 行 時	応募者利回り・% (発 行 価 格・円)	6.795 (98.60)	7.053 (99.75)	7.354 (99.75)	7.300 (100.00)	7.408 (99.50)	7.573 (98.75)	7.573 (98.75)	7.408 (99.50)	7.200 (100.00)
	現 在	応募者利回り・% (発 行 価 格・円)	6.902 (98.10)	7.139 (99.35)	7.441 (99.35)	7.300 (100.00)	7.518 (99.00)	7.628 (98.50)	7.684 (98.25)	7.518 (99.00)	7.200 (100.00)

(注) 東京証券取引所上場銘柄。

却に積極的となり、一方買手金融機関筋には、先安期待による買控え傾向がみられたが、さらに、8月以降本行の都市銀行に対する資金ポジション指導が強化され、9月に公定歩合の引上げが実施されるに及んで、都市銀行の債券売却意欲は一段と強まり、公社債市況は下げ足を速めることとなった。

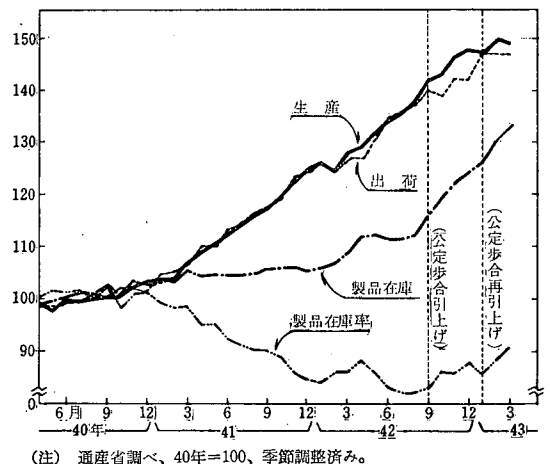
(3) この間、企業の借入れ需要は投資活動の活発化とともに増大を続けた。まず、大企業についてみると42年春ごろから鉄鋼、電機等の好況業種を中心に所要運転資金を借り増す動きが広まり、41年中を通じて停滞していた設備資金需要も、42年にはいってようやく増加基調へと転じた。また、中堅・中小企業の借入れ需要は大企業よりも早く、41年半ばから盛り上がりを見せてきたが、42年度にはいっても引き続き根強い動きを示した。しかし、総じていえば企業の借入れ態度には上期を通じてゆとりが見いだされたが、これはおもに企業の手元流動性が高かったためで、本行調べ「主要企業短期経済観測」によっても、売上高に対する現預金比率は7～9月期1.01ヵ月分と、前回の引締め時点のそれ(0.99ヵ月分)を上回っており、さらに流動性の高い有価証券の保有が増加していることを考慮に入れると、かなりの高水準であったといえる。また、金融機関の融資方針が全般に積極的であったことも、企業の借入れ容易感が根強かった一因となっている。たとえば、長期信用銀行、信託銀行、生命保険など長期金融機関では、41年中の需資がとくに伸び悩み、資金運用に苦しんだ事情もあって、上期中はなお融資先を開拓しようとする態度がうかがわれ、相互銀行、信用金庫などの中小企業金融機関も、融資基盤を拡大しようとする立場から積極的な融資方針を持続していた。こうした金融機関側の融資態度もあって、企業としては比較的容易に所要資金の調達を行なうことができたものと思われる。

以上のごとく、9月の景気調整措置実施以前に、金融市場や公社債市場ではすでに自律的な資金需給の引き締め傾向がみられたが、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りにはさしたる影響を与えていなかった。

(4) 実体経済面の動きに目を転ずると、鉱工業生産は年初やや伸び率の鈍化を示したものの、春以降再び増勢を強めた(季節調整済みの四半期の対前期比増加率をみると、1～3月期+3.1%と増加のあと、4～6月期+4.3%、7～9月期+5.2%)。鉱工業出荷も生産とほぼ同様の増勢を示し(4～6月期+3.7%、7～9月期+5.5%)、これに伴って製品在庫率指数(40年=100)は9月末83.0と3月に比し3.1ポイントの低下をみせ、製品需給は一部を除き総じて依然引き締め傾向を続けた。

(第1図)

生産・出荷・在庫の動向



この間の商品市況の推移をみると、繊維が綿糸、スフ糸を中心に引き続き上伸歩調をたどったのははじめ、セメント、紙、基礎薬品類等も強保合いを続け、また春以降軟弱に推移していた鉄鋼も8月以降下げ止まりをみせるなど、総じて堅調を続けた。これには、商品により労働力不足による供給面の制約(繊維、鉄鋼)、フレート高の影響(石油)などの特殊要因も作用していたが、内需の根

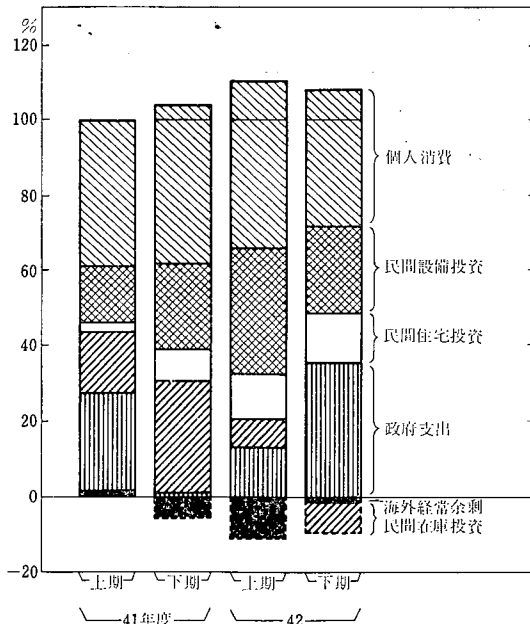
強い増勢基調が続いたことがその大きな背景となっていた。かかる商品市況の動きを映じ、6月から卸売物価は小幅ながら上昇を続けたが、8月以降は食料、繊維、木材等の値上がりを主因に騰勢をやや強めた。また、消費者物価は年初急騰した生鮮食料品が4月以降反落したため、7月までは落ち着いていたが、8月以降は後述のように反騰に転じた。

(経済拡大をささえた要因)

以上のような、上期中における経済拡大をささえた需要増加要因の各項目について、国民所得統計に基づき増加寄与率を算出してみると第2図のとおりである。これによれば、42年度上期は41年度に比べ在庫投資の増加寄与率が大きく後退しているのに対し、民間設備投資の役割の増大が目だっている。すなわち、設備投資は41年初以降増加に転じ漸次増勢を強めてきたが、42年にはいつてから顕著な増加を示した。このため国民総支出の増加

(第2図)

需要要因別国民総支出増加寄与率



(注) 1. 季節調整済み年率による。ただし、42年度下期のうち43年1～3月については経済企画庁Q.E法による。
2. 点線で囲んだ部分はマイナス要因。

に対する寄与率も、41年度下期の23.0%から42年度上期には34.1%へと大幅に上昇した。設備投資がこのような大幅な増加を示した重要な要因とみられるのは、需要の急増によって生じた生産能力の不足であった。本行調べの「主要企業短期経済観測」によってみても、自己の設備を過大とみる企業の比率から、同じく不足とみる企業の比率を差し引いた「設備過不足感インデックス」は、3月の-12%ポイントから6月の-16%ポイントへと不足感が強まったまま9月(-16%ポイント)に及んでいる(第3表)。業種別にみると、石油精製、金属、窯業の不足感が強まっており、輸送機械、一般機械、化学などでもかなり高い不足感を示している。

このような設備不足をきたしたのは、40～41年にかけての生産能力の伸びが小幅にとどまったう

(第3表)

生産設備の判断(製造業)

(構成比・%)

	42年 1～3月	4～6月	7～9月	10～ 12月	43年 1～3月	4～6月 (予想)
過剰	7	7	6	7	9	9
適正	74	70	72	72	73	76
不足	19	23	22	21	18	15
過剰一不足	△12	△16	△16	△14	△9	△6

(注) 「主要企業短期経済観測」(43年5月調査)による。43年4～6月は予測値。

(第4表)

生産能力指数と稼働率指数の推移(製造業)

	生産能力指数	稼働率指数
41年 1～3月	104.1	101.2
4～6月	105.9	104.4
7～9月	107.7	108.4
10～12月	110.2	111.9
42年 1～3月	113.6	114.3
4～6月	117.2	115.5
7～9月	122.7	115.3
10～12月	125.3	117.1
43年 1～3月	129.6	118.0

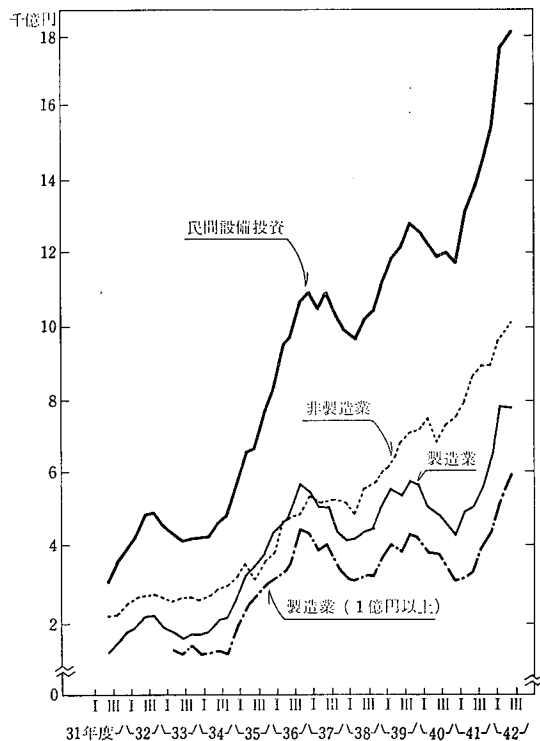
(注) 通産省調べ、昭和40年=100。

え、需要拡大のテンポが早く、稼働率の引上げによっても需要増大に対処できなかったためとみられる。また企業収益が好調であったことも、企業をして現実に設備投資の実施に踏み切らせた要因として無視できない。本行調べ「主要企業経営分析」によると、製造業の純利益は40年度下期に増益に転じてからは、41年度上期24.7%、同下期27.9%、42年度上期16.0%と大幅な増益を持続し、総資本収益率の推移をみても、40年度上期(3.54%)を底として回復に転じ、42年度上期には5.90%に達し、前回のピークである38年度下期(5.39%)をも上回るに至った。このような総資本収益率の改善は、総資本回転率の上昇と売上高利益率の上昇によってもたらされたものであるが、前回景気上昇期と対比すると、総資本回転率の上昇がより大きく総資本収益率の改善に寄与している。これは、

(第3図)

設備投資の推移(GNPベース)

(四半期別季節調整済み)



(注) 企画庁経済研究所調べ。

(第5表)

消費支出の推移

(前年同期(月)比増減率・%)

	消費支出				
	総合	全都市 全世帯	季節調整 済み前期 (月)比*	全国 農家	季節調整 済み前期 (月)比*
42年 1～3月	9.6	8.6	2.2	11.8	2.1
4～6月	11.9	10.9	3.0	14.1	6.0
7～9月	13.8	11.6	2.3	18.6	5.7
10～12月	11.6	7.1	-0.5	21.0	5.7
43年 1月	10.8	5.6	1.2	20.8	-0.9
2月	11.4	8.5	0.6	17.4	-1.5

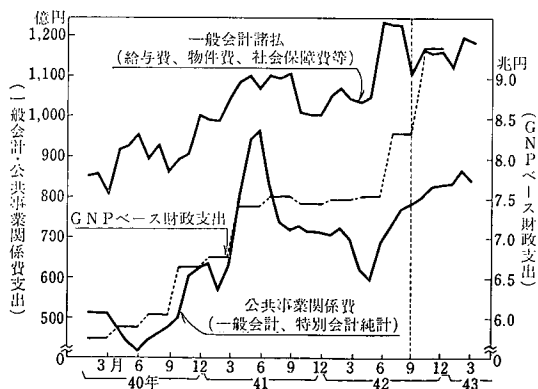
(注) 総理府調べの全都市全世帯消費支出と、農林省調べの全国農家消費支出を経企庁で都市4人世帯、農家5.93人世帯、1ヵ月30.4日の支出に換算調整したもの。総合は都市7、農家3のウェイトによる加重平均による。季節調整はいずれも本行統計局算出のセンサス局法。*は暫定。

前述したような固定資産稼働率の上昇と、39年以降の減価償却率引上げによって償却済み資産が相対的に増加したことによるものであり、一方、売上高利益率の上昇は、主として金融コスト、減価償却コストの低下によるものであった。このような生産能力不足に伴う設備投資増加のほか、①合理化、量産化により国際競争力を強化したいという強い気持がみられたこと、②労働力不足や賃金の上昇をながめ、労働節約投資に対する意欲が強まったこと、なども、今回の設備投資の根強さをささえる要因として大きな役割を果たしたと思われる。そして、設備投資がいったん増加すると加

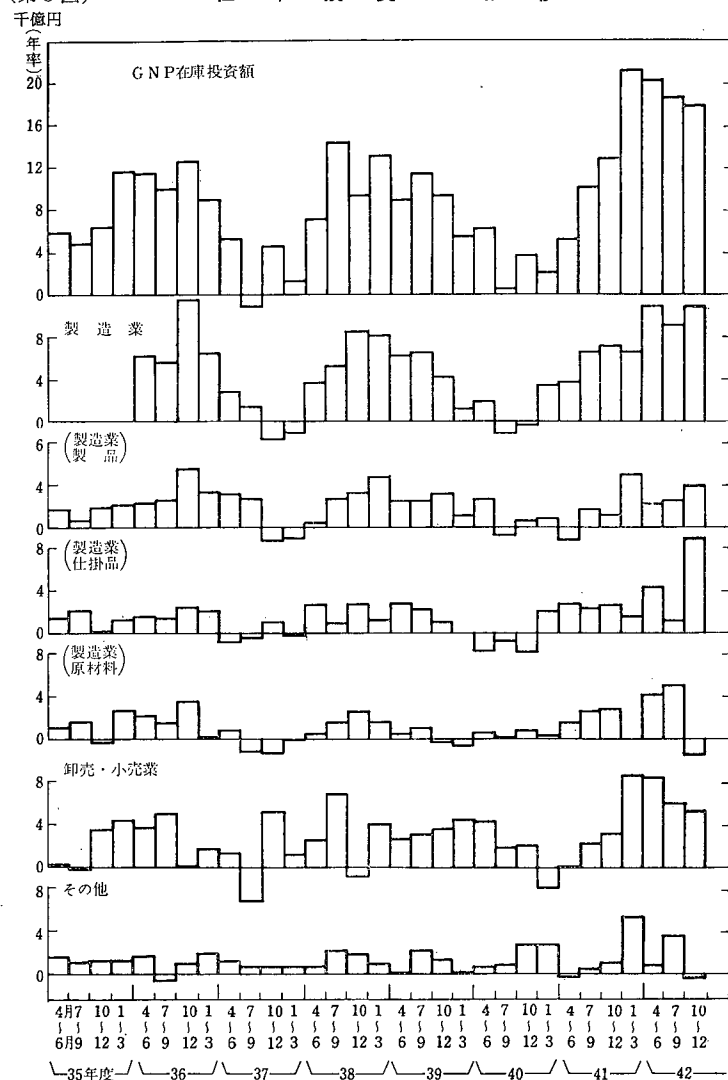
(第4図)

財政資金対民支払額の推移

(季節調整済み、3ヵ月移動平均値)



(第5図) 在庫投資の推移



速度原理が働き、投資の乗数効果を通じて需要増加をもたらし、それが需給関係の引き締まりを通じてさらに投資を促進するという累積効果がみられた。

次に、個人消費も設備投資と並んで最終需要増大をささえる大きな要因となった。第5表によれば、消費支出の前年同期比増加率は都市・農村を合わせた総合で、42年4～6月期+11.9%、7～9月期+13.8%と高水準を続けた。この間、平均消費性向は横ばいの動きを示していたので、消費

支出の増大はもっぱら可処分所得の増大によるものであった。また、家計消費支出の内容をみると、家具、什器、自動車等を中心に耐久消費財の好伸が目だっているが、これは耐久消費財出荷の伸びが大きかったのと同じである。

第3に、財政支出をみると、公共事業関係費は4～6月期には前年度の政府支出促進策の影響から旧年度分の支払いが少なかったうえ、暫定予算の関係で新年度分の支払いも停滞ぎみであったが、7月には支払いのペースは平年度並みまで回復した。しかし、その後政府が支出抑制的態度をとったことも響いて支払いテンポは再び鈍化し、上期中の公共事業関係費支払いの当初予算に対する累積進捗率は22.4%と、前年度上期中(29.9%)はもちろん、平年度上期中(37～39年度平均23.5%)をも下回るに至った。

第4に、在庫投資をみると、41年4～6月期以降増勢一途をたどり、42年1～3月期には大幅な増加を示したが、年度替わりとともに、4～6月期、7～9月期とも高水準ながら横ばいぎみに推移した。このため、国民総支出の増加に対する寄与率をみても、42年度上期は7.5%と41年度下期(30.5%)をかなり下回るに至った。42年度上期に在庫投資の需要増大効果がいくぶん鈍ったのは、1～3月期に急増した流通在庫投資が4～6月期、7～9月期には依然高水準ながら、1～3月期に比べ

るとやや減少を示したことで、メーカー製品在庫投資も4～6月期、7～9月期とも1～3月期に比べるとかなり減少したことによるものである。とくに、ここで注目されることは引締め開始前にメーカー製品在庫が微増にとどまったことである。これは前回の不況の経験から、メーカーは今景気回復ないし上昇の初期には、製品在庫積み増しにきわめて慎重な態度をとっており、42年度にはいってはいじめて積極的な積み増しを意図したが、その段階では製品需要に対する供給能力の不足から、在庫の積み増しがすでに困難になっていたという事情によるものと思われる。

(貿易収支は悪化基調)

貿易収支は上期中を通じて漸次悪化傾向を強めた。すなわち、輸入が原材料を中心に著しい増勢を示した(前年同期比増加率4～6月期+25.1%、7～9月期+23.0%)一方、輸出は国内における輸出圧力の減退、欧米諸国の景気停滞とこれに伴う西欧との輸出競争の激化(たとえば米国鉄鋼市場における西ドイツとの競争)などの事情から伸び悩んだため(前年同期比増加率4～6月期+8.1%、7～9月期+7.0%)、貿易収支は黒字幅の縮小を余儀なくされ、41年10～12月期に月平均174百万ドルを示していた貿易収支黒字額(季節調整済み)は、42年4～6月期には月平均101百万ド

(第6表) 貿易収支の推移

(季節調整済み月平均、単位・百万ドル)

	輸 出	輸 入	貿易収支 じ り
41 年 1～3月	778	564	214
4～6月	778	591	187
7～9月	807	629	178
10～12月	848	674	174
42 年 1～3月	831	688	143
4～6月	840	739	101
7～9月	863	777	86
10～12月	872	826	46
43 年 1～3月	945	807	138

(注) 「国際収支統計」による。

ル、7～9月期には月平均86百万ドルにまで減少するに至った。

このように貿易収支が悪化を示したほか、貿易外収支と長期資本収支も相当な赤字を続けたため、短期資本収支がB Cユーザンスの増加を主因に流入超となったにもかかわらず、上期中の総合収支は190百万ドルの赤字となった。もっとも、外貨準備高は為銀勘定の負債増加により上期中55百万ドルの減少にとどまった(上期末外貨準備高は2,022百万ドル)。

II 景気調整過程の進行

1. 金融面の動向

(金融市場の引き締め継続)

以上のごとく、42年度上期中のわが国経済は、設備投資の顕著な増加、消費の堅調を背景に拡大を続けたが、一方国際収支の悪化傾向が強まったため、9月1日、本行は公定歩合の1厘引上げ、都市銀行等に対する貸出増加額規制を実施し、これと並行して政府も公共事業費を中心とする財政支出の繰延べを決定し、金融、財政両面から総需要の抑制が図られることになった(金融、財政両面からの景気抑制措置の実施状況については、2月号「昭和42年における金融・経済の動向」第1表参照)。

前述のように、すでに景気抑制措置実施以前から、金融面においては金融市場の引き締め、公社債市況の軟化の動きがみられたが、公定歩合引上げを契機として、こうした引き締め傾向は一段と強まった。最初に金融市場の動向についてみると、引締め後も銀行券の増勢がかなり長期間にわたって持続したことが注目される。すなわち銀行券平均発行残高の対前年比増加率は、10～12月期には+17.2%と引締め前を上回り、1～3月期にも+16.6%と引き続き高水準を続け、ただ、わずか年度末前後からいくぶん鈍化傾向が認められ

はじめた。引締め措置を実施しても、銀行券の伸びが急速には鈍化しないという傾向が、景気調整の回を経るたびに強まってきているが、今回においては引締め後も産業活動が衰えをみせず、雇用、賃金の増勢が続き、また豊作にささえられて、農業所得の伸び率も31年度以来の最高となるなど、都市、農村を通じて所得増加が大きく、これにささえられて個人消費が堅調であったことが、銀行券の増勢を根強くさせた要因と思われる。このため下期中の銀行券増発額は3,695億円と、前年同期(3,172億円)を16%上回った。

以上のような銀行券の増勢は、金融市場の引き締まりを強める方向に作用したが、他方財政の対民間収支面では、引締め後年末にかけて国内産米の買入れ数量の増加および生産者米価の引上げにより、食管会計の大幅払超(10～12月期5,994億円の払超、前年同期3,572億円の払超)が生じた(ちなみに、年度間の米代金支払額は12,839億円—前年度9,533億円—に上り、その大半は12月までに支払われた)。このため、土期中にみられた財政面からの資金需給引き締まりは中断された形となった。また年明け後2月までは租税、郵便局、保険などの受入れが好調で財政資金の揚勢が再び強まったものの(1～2月は前年同期比+13%の揚超増)、3月にはいりこれまで出遅れていた公共事業関係費などの年度末支払いが集中することになって、結局下期を通ずると前年同期(揚超1,781億円)とは様変わりの1,717億円の払超となった。

以上のような金融市場の状況に対処して、本行は10、11月に短資業者に対し政府短期証券を売却し、12月の資金繁忙時にこれを買いもどすという操作をきめ細かく行なうことによって、資金余剰期の資金需給を調整し、1～3月の資金不足期には債券買入れ操作を中心に資金供給を行なった。この結果、本行貸出は10～12月1,356億円の減少、1～3月655億円の増加をみたが、資金需給調整

上における本行貸出の比重は、従来の引締め期に比べいくぶん低下したようにもみられる。

この間、コール市場は通期引き締め基調にあり、コール・レートも騰勢が続けた。すなわち、9月の公定歩合引上げに伴い各条件物とも1厘の上昇を示したコール・レートは、12月の資金繁忙期を迎えて1厘上昇し、さらに年明け早々公定歩合再引上げに伴い、また2月には期末繁忙期を控えてそれぞれ1厘上昇し、月越物レートは2.4銭と40年春以来の高水準となり、引締め実施後4厘高、年度初めに比べて6厘高となった。もっとも、前回引締め時における引締め後7ヵ月目(39年9月)のコール・レートが、月越物で3.6銭となり引締め後の上昇幅が9厘に達したのに比べると、今回は上昇幅が比較的小幅であり、とくに引締め直後に急騰をみなかった点に特色が認められる。これは、上述したような資金需給の季節的事情によるところが大きいが、本行の市場資金調整態度もその一因となっているものと思われる。

(公社債市場は一段と軟化)

(1) わが国においては、債券取引の主体の大部分は金融機関であり、したがって、公社債市況が金融市場の動きに比較的敏感に反応を示すことが特色であり、42年初来軟化を示していた公社債流通市場は、本行が引締め態度を明らかにした8月以降下期中を通じて軟化の度合いを一段と強めた。このようにして既発債市況の軟化が続いたのに伴い、公社債の既発債利回りと新規発行分の応募者利回りとの格差はしだいに拡大し、また、かかる傾向は各銘柄に漸次波及した。すなわち、既発債利回りの低下が最も早くから生じた金融債についてみると、42年3月末には両者の乖離幅が年率0.17%であったものが、9月末に0.6%、12月末には0.96%となり、さらに年度末には、それまでに発行条件改定により応募者利回りが引き上げられていたにもかかわらず1.36%へと大幅に拡大した。ま

た電力債、A格事業債では昨年1、2月ごろから、またB格事業債でも昨年7、8月ごろから新発債応募者利回りが既発債利回りを下回るに至った。

さらに、一般公社債の市況が軟化したのちも、大証券筋の買いさえもあって価格軟化が避けられてきた国債市況についても、まず昨年8月に第4回、第5回債が発行価格を60銭下回る98円となり、さらに本年1月公定歩合再引上げ後、第4回、第5回債が97円90銭、第6回債が97円85銭の新安値をつけるに至り、新発債応募者利回りとの開きは0.19～0.21%となった。

このように公社債市況が軟化を続けるなかにおいて、下期中の取引量は第7表にみられるごとく、利付金融債の売買を中心に一段と増加した。こうした動きの背景には、①売手側の大宗である都市銀行において、資金ポジションの悪化が目だちはじめ、さらに42年8月の本行貸出限度額算定方式の改訂もあって、貸出増加や新発債券引受けの負担を保有債券の売却によってカバーしようとする意欲が一段と強まったこと、②買手側たる農林系統金融機関、中小企業金融機関等は、前回引締め時に余資を主としてコール市場に放出した結果(第8表)、緩和期にその運用に苦しんだ経験をもっており、しかも、とくに農林系統機関では秋口以降前述のように多額の資金流入をみたため、上記の金融機関には、公社債市場相場が適当な利回り水準に達すれば既発債を購入しておこうとする意向が強かったこと、など売手側、買手側

(第7表)

売 買 高 の 内 訳

	取引所	店 頭	国債 地方債 政保債 電力債 一般利付金融債 電電債 その他非公募									
			債	債	債	債	債	債	債	債	債	計
41年度上期	25,242	1,314,399	0.4	8.7	6.2	8.4	6.9	36.2	19.8	13.4	100	
下期	26,548	1,436,967	2.2	8.6	6.1	8.8	4.9	37.8	14.8	16.7	100	
42年度上期	25,581	1,535,942	5.0	6.0	4.5	8.0	4.6	41.2	19.1	11.6	100	
下期	24,575	1,748,607	5.1	4.7	3.4	7.7	4.9	48.8	13.9	11.5	100	

(注) 1. 売りと買いの合計。 2. 「公社債月報」による。

(第8表)

コール市場平残推移

(単位・億円)

	合 計	地 銀	相互・ 信 金	農中・ 信 連	信 託
42年 1～ 3月	9,882 (- 4.1)	872 (-20.8)	1,527 (-36.5)	1,986 (- 9.4)	2,778 (+26.9)
4～ 6〃	10,160 (- 2.9)	1,837 (- 2.0)	1,323 (-32.5)	1,275 (- 1.2)	2,896 (+ 9.4)
7～ 9〃	8,864 (- 9.3)	1,272 (+ 0.8)	1,226 (-27.6)	1,562 (+20.2)	2,838 (- 3.3)
10～12〃	11,232 (+19.8)	1,850 (+61.3)	1,203 (-10.6)	3,218 (+85.8)	2,616 (- 2.6)
43年 1～ 3〃	10,671 (+ 8.0)	1,228 (+40.8)	1,539 (+ 0.8)	2,300 (+15.8)	2,611 (- 6.0)
39年 1～ 3月	9,187 (+44.2)	928 (- 5.2)	1,820 (+ 8.1)	1,396 (+91.8)	2,381 (+24.8)
4～ 6〃	9,865 (+48.8)	1,442 (- 5.0)	2,099 (+30.9)	1,029 (+109.4)	2,547 (+34.3)
7～ 9〃	9,957 (+48.2)	1,376 (+29.7)	2,306 (+48.2)	1,444 (+79.5)	2,366 (+18.9)
10～12〃	11,296 (+48.8)	1,304 (+17.6)	2,518 (+74.3)	3,195 (+140.8)	2,248 (+17.7)
40年 1～ 3〃	12,739 (+38.7)	1,154 (+24.3)	3,019 (+65.8)	3,572 (+155.9)	2,975 (+25.0)

(注) カッコ内は前年同期比。

双方の要因が働いていた。また都市銀行の売却銘柄がとくに利付金融債に集中した点については、利付金融債以外の銘柄、たとえば国債、政保債は本行買オペレーションの対象となっており、地方債、事業債については取引関係、縁故関係からそれぞれ売却しにくいという事情があったためとみられる。

新発債応募者利回りと既発債利回りとの乖離が強まるにつれて、発行市場では新規発行債券消化状況の悪化が目だちはじめた。新発債の消化難は、42年度にはいるとともにまず公募地方債から

目だちはじめたが、5月ごろには電力債、A格事業債へ、さらに8月ごろにはB格事業債へと波及し、年度下期にはこれら各銘柄の消化状況はいずれも一段と悪化し、証券会社による高利回り既発債との抱き合わせ販売などの動きも

みられるに至った。また長期国債についても、一般公募分の消化状況がしだいに悪化し、8月以降毎月売れ残りが生ずるようになり、売れ残り比率は月を追って上昇を示した。このような消化状況に対処して、起債量の圧縮ならびに起債条件の改訂が行なわれたことが、下期中の発行市場における大きな特色の一つであった。すなわち、まず事業債については、42年11月以降関係者間において起債量の圧縮が行なわれ、また政府は12月に至り、7月に決定した国債発行の減額に加え、さらにそれ以後の市中消化額を可能なかぎり圧縮していく方針を打ち出し、結局年度間における国債市中消化額は、当初計画7,800億円から5,900億円へ、1,900億円減額されることとなった。また、これとともに政保債も同じく5,100億円から4,118億円へ削減された。さらに、既発金融債の利回りが低下するにつれ、とくに秋口以降利付金融債売却に伴う資本損失が増高しはじめたため、都市銀行を中心に利付金融債引受けを渋る動きが一段と強まった。こうした情勢から、長期信用銀行3行では本年にはいり、自主的に利付金融債純増額を

(第9表)

42年度の起債(純増ベース)および増資の推移

(単位・億円)

		上期中		下期中		年度間	
		前	年	前	年	前	年
起債 (純増ベース)	国債	3,400	— 8.1%	2,500	— 26.3%	5,900	— 12.6%
	政保債	1,641	9.0	1,524	— 27.7	3,165	— 12.4
	地方債	270	15.4	273	10.5	544	13.3
	事業債	1,521	64.9	475	— 25.7	1,996	3.6
	小計	6,833	7.4	4,772	— 25.5	11,605	— 9.1
	金融債	3,069	9.8	2,723	— 12.7	5,793	— 2.0
	うち利付	2,038	0.5	1,829	— 19.5	3,866	— 10.1
	割引	1,032	34.7	894	5.8	1,926	19.6
	合計	9,902	8.2	7,495	— 21.3	17,398	— 6.9
	増資	786	— 28.5	1,341	126.9	2,127	25.8
増資	2部	133	72.7	230	59.7	363	64.3
	合計	919	— 21.9	1,571	113.5	2,490	30.2

(注) 国債は、新規長期国債の市中消化分のみ。

前年比3割方圧縮するに至った。以上のような起債の圧縮に加えて、36年のbond・オープン発足時における大量起債の償還が、43年1～3月に到来するという特殊要因もあって、下期中の起債総額は純増ベースで7,495億円と前年同期を2割以上下回ることとなった(第9表)。

次に公社債発行条件改訂の動きをみると、公定歩合再引上げ後の起債環境にかんがみ、国債、政保債、金融債については43年2月以降、地方債、事業債については43年4月以降、応募者利回りがおよそ0.1%上昇するように発行条件が改訂された。

既発債利回り和新発債応募者利回りとの格差からみて、この程度のさや寄せでは、新発債消化地合いの改善には必ずしも十分であったとはいえない(第10表)。しかし景気抑制政策の実施中、新規発行公社債の応募者利回りを引き上げたのは昭和32年以来のことであるが(32年における引上げ幅は0.3～0.5%)、当時は、公社債市場は全く名目的なものにすぎなかったし、また長期国債の発行も行なわれていないという状況の下にあった。その点今回、公社債市場の需給実勢を勘案して、国債を含め各種債券の発行条件の改訂が行なわれたことは、公社債市場育成の観点からみて、公社債発行条件の弾力化あるいは公社債流通市場と

(第10表)

公社債発行条件改訂幅

(単位・%)

	改訂後 応募者 利回り	改訂幅	市中利回りとの乖離率 (注)	32年 改訂幅
国債	6.902	0.107	48	—
政保債	7.139	0.086	15	0.26
地方債	7.441	0.087	10	0.42
電力・A格債	7.518	0.110	16	0.48
A格債	7.628	0.110	18	—
B格債	7.684	0.111	21	0.54
金融債(利付)	7.300	0.100	10	0.42

(注) 市中利回りとの乖離率 = $\frac{\text{改訂後利回り} - \text{改訂時における上場相場一旧発行条件}}{\text{改訂時における上場相場一旧発行条件}} \times 100$

発行市場との有機的連関の回復への第一歩として高く評価することができる。さらに、このように公社債市場が市場法則に基づいて機能するようになってきたことは、金利政策を中心とする金融政策の円滑な遂行を図るうえにおいて重要な意義をもつものといえよう。

(2) なお、上述の公社債市場の動きと関連して、年度間の都市銀行、長期信用銀行の債券投資状況をみると、第11表のとおりである。これによると、都市銀行、長期信用銀行が年度間に消化した(第11表)

都市銀行、長期信用銀行の債券投資状況

(単位・億円)				
	42年 4～9月	42年10～ 43年 3月	42年度間	
債券消化額				
国債	1,736	1,301	3,038	
地方債	241	259	500	
政保債	1,046	968	2,014	
事業債	871	887	1,758	
金融債	1,498	1,285	2,783	
合計	5,392	4,700	10,093	
債券保有増				
国債	△ 95	△ 63	△ 158	
地方債	416	516	932	
公社債	364	401	765	
事業債	300	251	551	
金融債	99	95	194	
合計	1,084	1,200	2,284	

(注) 債券消化額は公社債引受協会「公社債月報」、債券保有増は本行「経済統計月報」による。

(第12表)

産業資金供給の構成比

(単位・%)										
		合計	株式	事業債	貸 出					
					民間金融機関 全 国 銀 行	相互信託 相 互 信 託	その他 そ の 他	政府金融機関、融資特別会計		
今回	42年 1～6月	100	5.5	4.6	89.8	78.9	47.1	11.6	20.2	10.9
	7～12月	100	4.3	3.5	92.1	85.3	43.3	15.8	26.2	6.8
前回	38年 7～12月	100	11.4	2.6	85.9	81.0	46.1	14.5	20.4	4.8
	39年 1～6月	100	18.4	3.6	77.8	67.6	39.6	7.8	20.2	10.2
前々回	36年 1～6月	100	21.5	15.6	62.8	58.4	35.7	10.0	12.7	4.3
	7～12月	100	22.8	4.0	73.1	66.6	36.8	14.7	15.1	6.4

債券の総額は、1兆93億円に上るが、同期間の債券保有額は2,284億円の増加にとどまっている。

この差額は本行の買オペ、市場に対する売却および償還などによって生じたものと思われる。銘柄別にみると、国債の保有残高は年度間純減を示しており、年度間を通じてみれば、国債の引受けは都市銀行、長期信用銀行にとって必ずしも資金ポジション上の負担とはならなかったことがわかる。国債に次いで金融債についても、消化額と保有増との開きが大きく、金融債の売却がとくに多額であったことを示しているが、この間の事情については前述したとおりである。なお、事業債についても両者の差額がかなり開いているが、これは償還による面が大きく、売却額は必ずしも多かったわけではない。

(3) このほか、増資の動きについて一言すると、42年度における増資額(上場会社有償増資分2,490億円)は前年度比+30%となったが、前年度の水準がとくに低かったという事情もあり、増資水準そのものはさして高かったとはいえない(たとえば39年度4,436億円)。このように増資が引き続き低調であった背景としては、①39年までの高度成長期における急テンポの増資の結果、前回不況期に配当負担に苦しんだ経験があり、とくに、最近では経営責任という視点からも減配はよほどのことがなければ行なえないという空気も一部にみられ、

経営者が増資に対して慎重となっていること、②企業金融の項で述べるように、今回は企業の資金繰りになおゆとりを残していることもあって、かつて引締め際に際し一部の企業で行なわれた、いわゆる金繰り増資があまりみられないこと、など企業側の要因に加えて、③多額の凍結株の存在

が株式需給上の圧迫要因となり、増資を受け入れにくい発行環境にあること、などが指摘できる。

以上のように起債、増資がともに低調であった結果、産業資金供給に占める株式、社債合計の比重は前回、前々回の引締め時に比較して著しく低下することとなった(第12表)。反面、民間金融機関および政府金融機関を通ずる貸出の比重は、従来にその例をみない高い水準に達した。

(金融機関の融資態度に抑制色強まる)

(1) 42年9月に貸出増加額規制が実施されるとともに、貸出増加額規制の対象となった都市銀行、長期信用銀行、上位地方銀行などの貸出態度は、それぞれ程度の差はあるにしても漸次抑制色を強めていった。業態別に貸出の動きをみると(第13表の1)、都市銀行の貸出増加額が10～12月期に前年同期比-8.4%、1～3月期に同-14.2%となったほか、長期信用銀行の貸出増加額も10～12月期同-11.6%、1～3月期同-19.4%と減勢の度を強め、また10～12月期には前年同期を上回っていた地方銀行の貸出増加額も、1～3月期には-6.1%と減少に転じた。これに対して貸出規制対象外金融機関の貸出は対照的な動きを示した。すなわち、全国銀行信託勘定、生命保険などの長期金融機関や、相互銀行、信用金庫などの中小企業金融機関の貸出は引締め開始後も増勢を続け、これらを中心として、貸出規制対象外金融機関の貸出は10～12月期には前年同期比+28.5%、また1～3月期もいくぶん伸びが鈍ったとはいえ前年同期比+13.2%の増加を示した。

こうした金融機関貸出の動向を前回の引締め開始後における動向と比較した場合、まず第1に指摘される特徴は、前回においては引締め開始後貸出規制対象機関のみならず、規制対象外金融機関でも直ちに貸出の圧縮が行なわれた(第13表の2)のに対し、今回においては上記のように引締め開始後2四半期間増勢が続いたことである。これは

以下の諸事情によるものと思われる。すなわち、

①今回の場合、引締め開始前における大企業筋の借入れ需要(とくに設備資金需要)が自己金融力の拡充などもあって比較的落ち着いたため、信託銀行、生命保険などのポジションに余裕があったこと、②相互銀行、信用金庫などが、前回はコール・レートの急騰からコール市場への資金放出に資金運用の重点をおいたが、今回は長期的な観点から、営業基盤の強化拡充をめざして積極的な融資方針をとったこと、などである。

第2の特徴として指摘されるのは、中小企業に

(第13表)

貸出増加額規制対象金融機関および 規制対象外金融機関の貸出状況

1. 今回引締め時 (金融機関貸付金を除く、単位・億円)

	42年 7～9月	前年 同期比	10～12月	前年 同期比	43年 1～3月	前年 同期比
(注1) 規制対象金融機関	9,077	+ 4.0	8,251	- 8.3	5,207	-15.9
うち都市銀行	4,701	- 3.3	4,448	- 8.4	3,039	-14.2
長期信用銀行	1,322	+41.7	996	-11.6	1,014	-19.4
(注2) 規制対象外金融機関	8,477	+28.6	9,937	+28.5	4,433	+13.2
合 計	17,554	+14.6	18,188	+ 8.8	9,640	- 4.7

(注1) 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行銀行勘定および上位地方銀行。

(注2) 下位地方銀行、相互銀行、信用金庫、全国銀行信託勘定、生命保険、商工中金および農林中金(系統外貸付のみ)。

2. 前回引締め時

	39年 1～3月	前年 同期比	4～6月	前年 同期比	7～9月	前年 同期比
(注1) 規制対象金融機関	3,731	- 5.0	3,586	-10.5	4,855	-18.9
うち都市銀行	2,458	- 4.9	2,457	- 5.3	3,120	-18.2
(注2) 規制対象外金融機関	3,143	-22.2	2,045	-32.6	5,291	-15.9
合 計	6,874	-11.5	5,631	-20.0	10,146	-17.4

(注1) 都市銀行、長期信用銀行および上位地方銀行。

(注2) 下位地方銀行、信託銀行、相互銀行、信用金庫、生命保険、商工中金および農林中金(系統外貸付のみ)。

対する貸出態度が、上記のように相互、信金等中小企業金融機関のみならず、都市銀行等規制対象金融機関においても前回に比べて積極的なことである。ちなみに全国銀行貸出に占める中小企業向け貸出のシェアをみると(第14表)、前回においては残高比率でみて引締め開始6ヵ月前から6ヵ月後にかけての1年間に0.9ポイント低下し、また総貸出増加額に占める中小企業向け貸出の比率も、開始前の6ヵ月間に30.0%であったものが開始後の6ヵ月間には20.9%に低下した。一方今回においては、残高比率では1年間にむしろ0.5ポイント上昇し、増加額ベースでみても、引締め開始前の40.5%に比し開始後はさすがに32.4%に低下してはいるものの、その比率は前回は大幅に上回っており、また変化度合いも前回よりはゆるやかである。これは、都市銀行などにおいても優良中小企業との取引関係を維持発展させることが、やや長い目でみた融資基盤の拡充に資するとの判断が働いていることによるものと思われる。もっとも、今後の大企業の借入れ需要いかんによっては、全国銀行貸出の中小企業向け貸出比率がさらに低下することも考えられ、また中小企業金融機関の融資態度も、弱体企業筋

に対する警戒感などからこのところやや慎重化してはいるが、総じて、中小企業に対する金融機関の融資態度が前回引締め時に比べて積極的であることは否定できない。最近における中小企業筋の倒産のうち、直接金融引締めの影響とみられるものが、いまださほど目だっていないのは、こうした金融機関の融資態度を裏付けるものといえよう。

この間、全国銀行貸出約定

(第14表)

全国銀行の中小企業向け貸出状況

(単位・%)

		総貸出残高に占める割合	総貸出増加額に占める割合
前回	38年9月末	32.4	} 30.0
	39年3月々	32.2	
	9月々	31.5	
今回	42年3月末	32.4	} 40.5
	9月々	32.9	
	43年3月々	32.9	

(注) 資本金5,000万円以下の法人および個人向け貸出。ただし、卸・小売業およびサービス業については資本金1,000万円以下。

平均金利の動きをみると、公定歩合引上げ後年末までは、銀行側が利上げ方針を打ち出したにもかかわらず企業の借入れ態度にさしてひっ迫感がみられなかったこともあって、貸出金利の上げ足は鈍かった。しかし、公定歩合再引上げ後は引締めの長期化必至とみた企業側が、資金量確保のためには利上げもやむをえないとして、銀行側の利上げ交渉に応ずる姿勢を示し、貸出金利の上げ足はテンポを速め、42年9～12月間に1毛9系しか上昇をみなかった全国銀行貸出約定平均金利も、43年1～3月間で4毛の上昇をみた。この結果、引

(第15表)

貸出約定平均金利の推移

(△は低下、単位・日歩、銭)

	全 銀 行	都 市 銀 行	地 方 銀 行	信 託 銀 行	長期信 用銀行	全国相 互銀行
40 年 度 中	△ 0.110	△ 0.139	△ 0.081	△ 0.129	△ 0.056	△ 0.061
41 〃	△ 0.061	△ 0.064	△ 0.052	△ 0.121	△ 0.070	△ 0.071
42 〃	0.048	0.074	0.023	0.047	△ 0.022	△ 0.030
42 年 4 ～ 6 月	△ 0.008	△ 0.009	△ 0.006	△ 0.014	△ 0.011	△ 0.010
7 ～ 9 〃	0	0.004	△ 0.003	△ 0.006	△ 0.013	△ 0.016
10 ～ 12 〃	0.016	0.025	0.005	0.009	△ 0.002	△ 0.007
43 年 1 ～ 3 〃	0.040	0.054	0.027	0.058	0.004	0.003
引締め開始後 7ヵ月間の上昇・低下幅						
今回(42年9月～43年3月)	0.059	0.086	0.032	0.071	0	△ 0.011
前回(39年3月～39年9月)	0.087	0.122	0.050	0.093	△ 0.005	△ 0.001
前々回(36年7月～37年1月)	0.091	0.130	0.048	0.131	△ 0.006	△ 0.032

締め後7ヵ月間の金利上昇幅は5毛9糸となったが、前回(8毛7糸)、前々回(9毛1糸)の上げ幅には及ばなかった(第15表)。

(2) このように、金融機関の融資抑制態度が強まるにつれ、企業がいただいていた借入れ容易感の影響をひそめ、その資金調達態度にも真剣みが加わるなど、企業金融面にも引締めの影響が漸次現われるに至った。もっとも、本行調べ「主要企業短期経済観測」(本年5月時点)によると、企業の売上高に対する現預金比率は43年1～3月期においても0.99ヵ月分と、前回のボトム(39年7～9月期0.96ヵ月分)を若干ながら上回っている。しかも、前回のボトム時の水準は引締めに先だって企業が借りだめを行なったため、引締め期の水準としては比較的に高めであったこと、ならびに企業の保有する流動性の高い「当座有価証券」の売上高に対する比率が0.14ヵ月分程度に達していることなどもあわせて考えると、3月までに関するかぎり、企業の手元はこれまでの引締め期に比べなお若干のゆとりを残しているものとみられる(なお、売上高に対する現預金比率の43年4～6月期予測は0.95ヵ月分、7～9月期予測は0.93ヵ月分となっているが、実現率修正を行なうと両期とも0.98ヵ月分となり、手元流動性は今後低下傾向をたどるにしても、前回よりはなお若干高い水準を維持するものと予想される)。

これらの事情は、①通貨統計においても、預金通貨の対手形交換高回転率が、前回、前々回とも引締め後2四半期で0.1以上の上昇を示したのに対し、今回はほとんど横ばいに推移していること、②企業の資金繰りがつまてくると、買入債務の売上高比率は上昇する傾向があり同比率、

(第16表)

主要企業の現預金水準

	現預金 売上高	比率
36年 7～9月(ボトム)	0.72	ヵ月
38年 7～9々(ピーク)	1.00	
39年 1～3々(引締め)	0.99	
7～9々(ボトム)	0.96	
40年10～12々(ピーク)	1.18	
42年 4～6月	1.02	
7～9々	1.01	
10～12々	0.99	
43年 1～3々	0.99	
4～6々 *	0.95	(0.98)
7～9々 *	0.93	(0.98)

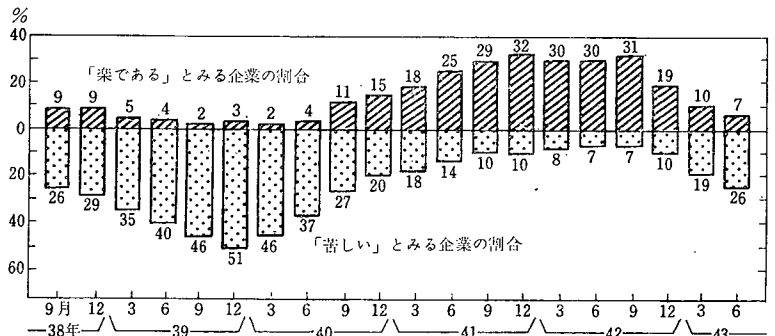
(注) 1. 「主要企業短期経済観測」(季節調整済み)による。
2. *印は予測値、カッコ内は実現率による修正値。

は42年4～6月期の2.13ヵ月分をボトムとして上昇に転じているものの、43年1～3月期においても2.29ヵ月分と、前回引締め期における同一局面の水準(2.34ヵ月分)を下回っていることなどによっても裏付けられる。ちなみに、「主要企業短期経済観測」(本年5月時点調査)によると、企業の資金繰り感は42年8月時点(引締め前)の調査に比べ、「苦しい」とする企業がふえてはいるものの、前回引締め期の同一局面に比べれば非常に少ない(第6図)。

以上は本行調べ「主要企業短期経済観測」の対象となっている大企業の状況について述べたわけであるが、中小企業についても業種、個々の企業

(第6図)

資金繰りの判断(全産業)



(注) 43年4～6月期は予測値。

により差異はあるにしても、総体としては主要企業とほぼ同じような状況にあるように思われる。たとえば、本行調べ「中小企業短期経済観測」によれば、売上高に対する現預金比率は、43年1～3月期にも1.55ヵ月分と、主要企業(0.99ヵ月分)よりも高い水準にあるし、また資金繰り判断をみても、引締め後“苦しい”とするものが増加してはいるものの、前回引締め期の同一局面に比べればさほど多くはない。もちろん本行調査の対象となっている中小企業数が限られていること、また比較的に優良な中小企業が多いことなどから、この観測の結果だけからは中小企業全体を推測するわけにはいかない。しかし、大観してみると、従来の引締め期には中小企業の資金繰りが急激に引き締めりに向かう場合が多かったのに対し、今回は後述のように、これまでのところ、大企業が中小企業に対するしわ寄せをできるだけ回避しようとする意向が比較的に強いようにみられることとか、企業間信用も従来に比べるとあまり増大していないようにうかがわれることなどからみて、中小企業の資金繰りもそれほどひっ迫した状況には立ち至っていないようである。

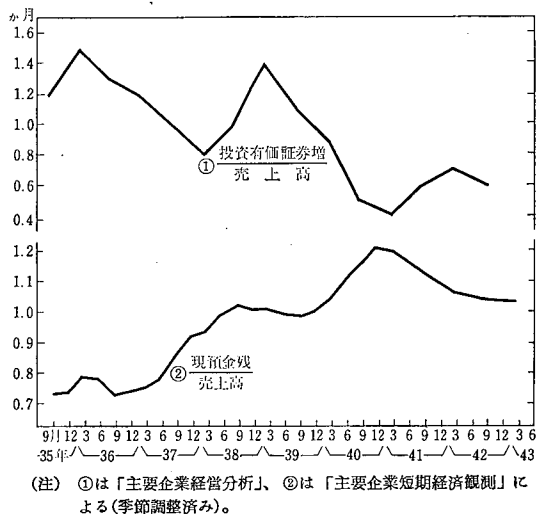
(3) このように、企業金融が前回、前々回の引締め期ほどひっ迫していない理由については、「主要企業短期経済観測」などの結果からみて大企業については次の諸事情が指摘される。

第1は、企業の金融投資および実物投資(設備投資、在庫投資)の水準が売上高比でみると、従来の引締め時に比べ比較的に低かったことである。まず金融投資についてみると、金融投資のなかでも高いウェイトを占めている投資有価証券(関係会社の株式保有などが中心)増加分の対売上高比率が、今回景気上昇期には低水準にとどまっており、引締め後もほぼ同じような状況が続いているとみられるが、このように有価証券投資が控えめに押えられてきたことが、現預金比率を高い

水準に維持させた一つの要因と思われる(ちなみに、これまでの売上高に対する投資有価証券増加分の比率と現預金比率とを対比してみると、第7図のように一方が上がれば他方が下がるという関係を示している)。

(第7図)

投資有価証券と流動性



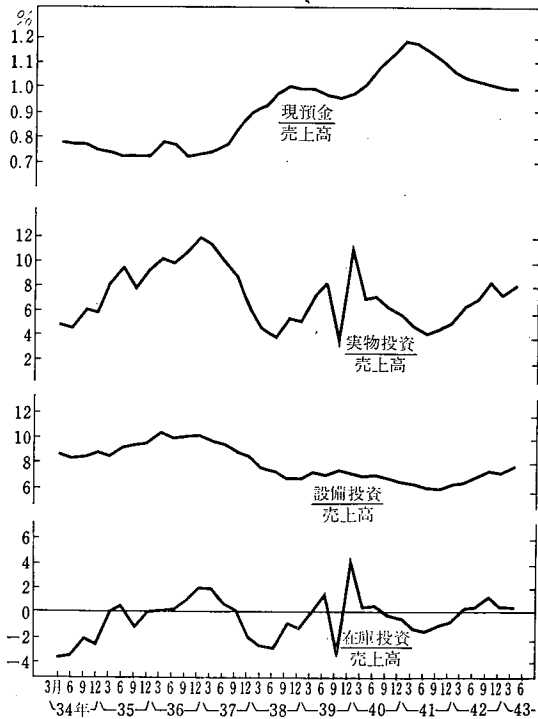
以上のように、有価証券投資が今回比較的低めにとどまったのは、中小金融機関の貸出態度積極化を映じて、中小企業が親企業等を通ずることなく、自力で資金を調達しうる余地が比較的に大きくなったことのほか、企業倒産に伴う不良債権の増加に悩まされた前回不況期の経験に基づいて、企業の関係会社に対する投資態度が慎重化したことも響いているように思われる。

次に実物投資についてみると、第8図にみられるように、売上高に対する実物投資の比率は過去2年間に相当上昇してきたものの、絶対水準としては前々回の引締め期に比べるとかなりの低水準にとどまっており、これが現預金比率をそれほど落ち込ませなかった一つの要因になったとみられる(ちなみに、これまでの景気循環過程を顧みると、第8図のように、実物投資比率が上昇に転ずるとそれと前後して現預金比率が低下に向かい、

逆に実物投資比率がピークに達すれば、それと前後して現預金比率が上昇に向かうという関係があったようである。これは収益性、流動性等を含めて、企業がその資産価値を最大にしようと努力することや、資金調達の難易度の変化などの結果と考えられる(注1)。

第2は、企業の自己金融力が上昇してきたことである。企業の資金調達に占める内部資金(期中(第8図))

実物投資水準と現預金水準



(注) 「主要企業短期経済観測」(季節調整済み)による。

に生じた内部留保および引当金の増分と減価償却費の合計)のウェイトをみると、42年度上期には36.8%と、前々回、前回の同一局面における比率(36年度上期21.8%、38年度下期24.2%)に比べかなり高くなっており、引締め後その比率は若干低下したとみられるが、それでもなお前回、前々回の同一局面を上回る水準にあると思われる。このため、外部資金の調達が漸次困難となっても、その影響がそれだけ弱められ、現預金比率を高め維持する要因として働いた。

なお、このように内部資金比率が高いのは、①売上高、減価償却費等の水準との相対関係において、実物投資規模が前回、前々回ほどには大きくならなかったこと、②金融投資もあまり大幅に行なわれなかったこと、③企業が利益処分の際して従来よりも内部留保に充てる部分を多くしたこと、などによるものとみられる(注2)。

また自己金融力が高い場合、売上高に対する現預金比率が同一でも借入金に対する現預金比率が高くなり、その限りでは企業金融にゆとりが生ずることも見のがせない。

第3は、前述のごとく貸出規制対象外金融機関の積極的な融資態度により、企業の資金需要が満たされやすい環境にあったことである。

(4) 以上のごとく、企業金融は漸次引き締めつつあるものの、それほどひっ迫するといった段階にまでは立ち至らなかったため、企業間信用の拡

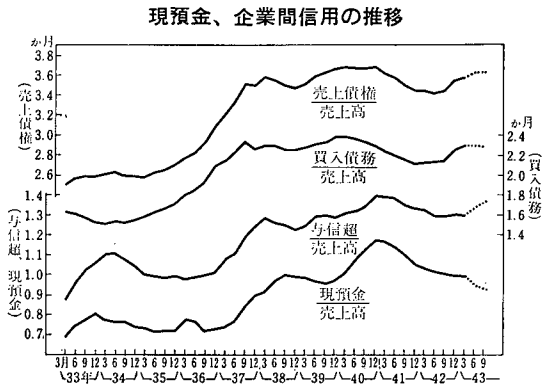
(注1) 景気回復初期には、意図せざる在庫の流動化という事態が持続している一方、企業は実物投資の期待収益率がまだ低いので、その資金を実物投資に投入するよりも有利な投資機会が到来するまでの間、さしあたり流動性の高い現預金のかたちで運用しようとし、このため現預金比率は上昇する。その後景気が上昇するにつれて、企業の資産保有選好は漸次現預金から実物投資へとシフトし、実物投資の期待収益率が高水準に達する金融引締め直前ごろには、このような実物投資の増大の反面、資金調達は相対的に窮屈化するので、現預金比率は低水準に落ち込まざるをえなくなる。

(注2) 関連指標の動き

	36年度上期	38年度下期	42年度上期
実物投資/売上高	13.9 %	8.5 %	8.3 %
減価償却費/実物投資	27.5	47.7	42.6
金融資産への運用等/売上高	2.6	5.6	1.9
内部留保・引当金/純利益	39.0	25.8	49.7
減価償却費/有形固定資産	4.7	5.0	5.4

大によって金繰りをつけるといった動きもまださほど目だってきていない。たとえば、引締め後にも、企業の買入債務比率がさして上昇していない点については、すでに前述したとおりであるが、これには大企業筋が優良下請企業を確保するため、これまでのところこれらの企業に対する支払条件の悪化を極力回避し、企業間信用の拡大を比較的關係の薄い先にものみ限定したことが、ある程度影響しているように思われる。もっとも、今後企業金融の引き締まりが強まるとともに、企業間信用も漸次拡大をみるものと思われる。

(第9図)



2. 経済実体面の動向

(引締めの効果は漸次浸透)

(1) 景気調整政策の影響は、金融面においてはコール市場の堅調、公社債市場の軟化などといったかたちで、いち早く現われてきたが、経済実体面への浸透は鈍く、経済活動は年末ごろまで引締め前とはほぼ同じ程度の拡大基調を持続した。しかし、年明け後引締めは経済実体面にも漸次浸透し、生産、出荷の増勢鈍化、メーカー製品在庫の増加、商品市況の軟調などの動きがみられ、貿易収支面においても輸出の伸長、輸入の落ち着きによって黒字幅が拡大を続けた。

(2) まず、鉱工業生産の動きからみると42年10～12月期は前期比+5.2%(季節調整済み)と、

7～9月期並みのテンポで増加を続けたが、年明け後は増勢が鈍り、43年1～3月期には前期比+1.9%の増加にとどまった。しかし、フレの大きい船舶、鉄道車両、食料品の3品目を除いた指数によってみると、10～12月期+5.4%のあと、1～3月期は+3.7%となることや、また、4月には全体としての生産指数自体もやや大きく増加している点などをあわせ考慮すると、年初来生産の増勢が鈍化していることは事実としても、その鈍化の程度は前記の計数ほど大きかったとは思われない。また、鉱工業出荷は10～12月期には前期比+2.5%(季節調整済み)とやや伸びが落ちたあと、1～3月期には前期比+4.1%の増加を示した。しかし、生産と同様船舶、鉄道車両、食料品を除いた指数によると、10～12月期の前期比+4.4%に対して1～3月期は+4.1%となり、出荷の増勢は高水準ながらやや鈍化したことがうかがわれる。

以上の結果、42年度の鉱工業生産の前年度比増加率は+18.7%と、41年度の+17.1%をさらに上回る大幅の増加を示し、一方、出荷は同じく+16.9%(前年度同+16.7%)の増加となった。財別には生産、出荷ともに資本財、耐久消費財の増加が中心となっている。

この間、鉱工業製品在庫は10～12月期の前期比+7.2%(季節調整済み)のあと1～3月期も前期比+6.6%と増勢を続けた。これに伴って製品在庫率も上昇傾向をたどり、43年3月には90.3%と前年同期の86.1%に比べるとかなりの上昇をみるに至った。

(3) これまでの引締め期においては、引締め後まず流通在庫および原材料在庫の調整が始まり、これが主因となって出荷の伸びが鈍化し、製品在庫が急増、しかるのちにはじめて生産活動を抑えようとする気運が高まるというのが普通の過程であった。今回においても、こうしたメカニズムは

ほぼ従来と同じように作用してきたようにうかがわれる。すなわち、流通在庫は昨年春ごろから年末までかなり大幅の増加を続け、法人企業統計ベースにおける流通在庫率は42年9月にすでに60.5%に達した。この水準は前回、前々回引締め時点の流通在庫率(前回56.5%、前々回57.4%)を上回っており、流通在庫調整進行の素地は引締め前に形成されていたとみられる。年明け前後から実際に進行しはじめたとみられる流通在庫の調整過程を、十分に実証するだけの資料にはまだ乏しいが、販売業者在庫指数はすでに11月から伸びが鈍り、12月前月比-0.5%、1月同-1.9%と2ヵ月続いて減少しており、かかる流通在庫調整による中間需要減退が、年初来の景況変化の主因となっているとみてまず誤りはないものと思われる。一方、原材料在庫投資についても、引締め実施後企業は極力手控えようとする態度を強めてきているものの、原材料在庫率の水準自体がかなり低く、しかもこれまで比較的に安定的に推移している点からみて、生産の伸びに大きな変化が生じないかぎり、原材料在庫投資調整の総需要に対する影響はさほど大きいとは思われない。こうした中間需要の減退により、製品在庫率が漸増傾向にあることは前述のとおりであるが、現時点までに關するかぎり、製品在庫率の高さは従来の引締め期に比べてなお比較的に低く、企業の在庫感をみても、同じく従来の引締め時に比べて過剰感が少ないようである(第17表)。これは、綿糸、資本財機械等一部の業種では、昨年央ごろまで能力不足のために正常水準以下に製品在庫を圧縮していた結果、その後の在庫増加を正常水準への復帰であると感じていることも一因とみられるが、基本的には、最終需要の伸びが依然として堅調であることが製品在庫の圧迫感を軽減しているものと思われる。したがって、製品在庫の増加が、これまで企業の生産態度に抑制的影響を与えてきた度合いは、總体的に

(第17表)

製品在庫水準の判断

(構成比・%)

	過大	やや多	適正	やや少なめ	不足
42年3月	3	19	56	17	5
6月	2	18	65	11	4
9月	1	19	61	15	4
12月	2	18	63	12	5
43年3月	1	25	61	9	4
(予測)6月	1	17	72	7	3

(注) 「主要企業短期経済観測」による。

43年6月は予測値。

みれば、それほど大きなものではなかったようにみられる。

(4) 次に、最終需要の各項目の動きについてごく簡単に述べておこう。まず、設備投資であるが、実際の設備投資動向と比較的に関連の深い一般資本財出荷の前期比増加率(季節調整済み)をみると、42年7～9月期+7.6%、10～12月期+8.0%と大幅の伸びを示してきたあと、1～3月期は+5.2%と増勢はやや鈍化をみせている。また、先行指標である機械受注動向をみると、10～12月期が前期比+11.9%(海運を除く民需、季節調整済み)と増加したあと、1～3月期は同-17.0%と減少し、増勢にやや頭打ち傾向が認められはじめた。もっとも、4～6月期の受注見通しでは同+23.5%と再び増加する予想であり、景気下降期には実現率が低くなる点を考慮しても、機械受注が一本調子で下降していくような状況ではないようである。各種の投資計画によっても(第18表)、42年度下期の設備投資は大幅の増加を示しており、43年度上期についても引き続き高水準の増勢を示している。こうした状況からみて、引締め後においても設備投資は個人消費と並んで、総需要拡大の中心となってきたといえよう。

個人消費も、豊作と生産者米価引上げによる農業所得の増大、企業収益の好調を映じた賃金所得の上昇など都市、農村を通ずる可処分所得の大幅

(第18表)

設備投資アンケート調査

(42年2月時点、前期比、前年度比伸び率・%)

	42年度		43年度		42	43
	上期	下期	上期	下期	年度	年度
本 行(全産業 512社)	20.3	13.5	12.1	-4.5	38.9	16.4
(製造業 351社)	28.8	18.1	13.5	-8.2	58.2	17.8
開 銀(全産業 1,449社)	15.9	17.7	16.0	-2.6	35.5	23.9
(製造業 1,191社)	23.8	26.6	13.9	-3.2	55.9	25.2
通産省(全産業 1,839社)	—	22.9	20.6	-3.2	44.8	30.9

(注) 設備投資額の計上方法は次のとおり。
本 行……有形固定資産計上ベース。
開 銀……支払ベース(手形支払を含む)。
通産省……現金支払ベース。

な伸びにささえられて堅調が続けている。ちなみに、全国百貨店売上げは前年同期比42年10～12月期+16.0%、43年1～3月期+19.5%と増勢基調にあり、消費動向と密接に関連している銀行券の伸びも、43年1～3月期には42年10～12月期に比べやや鈍化を示してはいるものの、依然かなりの高水準を持続している。

この間における財政支出の動向をみると、生産活動に関連の深い公共事業関係費の対民間支払いについては、財政支出繰延べ措置の影響もあって、秋口以降しだいに支払ペースが落ち、2月までの支払進捗率は54.2%と前年度の60.8%はもとより、37～39年度平均の57.7%をも下回っていた。しかし、3月に至りこれまでの出遅れ分が一括支払われたため、進捗率は一挙に73.7%と37～39年度平均(73.0%)を上回るに至った。このように、2月までの財政支出の抑制傾向は、3月の大幅支払いによりかなり攪乱されたといえよう。

(商品市況に軟化傾向広がる)

(1) 商品市況は引締め後もしばらく堅調な動きを続け、従来の引締め時とはかなり様相を異にしていた。これにはフレートの上昇(石油)や米国産銅ストライキの影響(銅)といった特殊要因も響いているが、基本的には、国内の需給がタイトであったことがその主要な背景であったといえよう。し

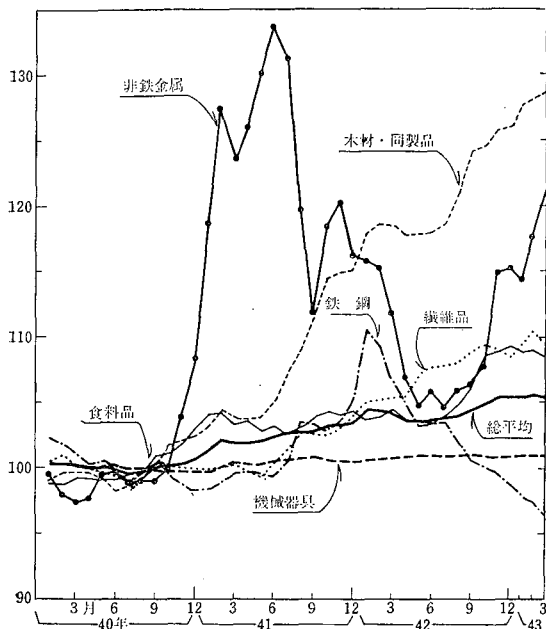
かし、年末近くになるにつれようやく弱含みを示す商品が目だちはじめ、さらに更年後商品市況は一段と軟化気配を濃化するに至った。とくに3月にはいって鉄鋼が下げ足を早めたのをはじめ、繊維、非鉄、化学、紙等が軒並み軟化を示したほか、これまで騰勢を続けてきた木材もやや頭打ち気配がみられるようになった。

このように商品市況が軟調を示している要因をみると、海外情勢の激動などに伴う市場人気の後退もさることながら、基本的には現実の需給地合いがしだいに引きゆるんできたことがあげられよう。すなわち、需要面においては、資金繰り面からの圧迫に加えて倒産増加などによる不安感も高まり、流通段階での仕入れ態度が慎重化し、企業の原材料在庫手当ても一段と消極的となるなど、中間需要の減退が目だつようになった。一方供給面では、鉄鋼、化学、石油等の業種では、新增設備の稼働率が上昇するにつれて供給圧力がしだいに強まり、売込み競争が激化したほか、これまで供給不足ぎみだった綿糸でも、3交替制の実施、全自動精紡機の増加などにより漸次増産体制が軌道に乗ってきた。さらに、今後新設備が完成する企業、業界では、先行きの供給圧力増加についてかなり警戒感を強めるようになってきた。こうした事情を背景に需給地合いは引きゆるみ、商品市況は軟化の度を強めたとみられる。

(2) かかる事情を映じて、卸売物価は引締め後も上昇を続けたが、本年3月に至りようやく10ヵ月ぶりに反落するに至った。品目別の動きをみると、年末までは米価引上げ、米国産銅スト、中東動乱によるスエズ運河閉鎖などの特殊要因も加わって、食料品、非鉄金属、石油・石炭製品の騰貴が著しかったほか、繊維品、木材・同製品が労働力需給の逼迫、資源不足などを映じて値上がりしたのが目だったが、反面鉄鋼は、年度初来からの低下傾向を持続した。しかし、年明け後は化学、

鉄鋼がこれまでの低下傾向を持続したほか、食料
(第10図)

卸売物価の推移



(注) 本行調べ、40年基準指数による。

(第19表)

卸売物価動向

(対前期比騰落率・%)

			42年 1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	10～ 12月	43年 1～ 3月
総	平	均	1.0	-0.6	0.4	1.2	0.3
食	料	品	-0.3	-0.3	1.4	3.8	-0.2
繊	維	品	1.9	1.5	1.4	0.7	0.7
鉄	鋼		4.9	-4.8	-1.5	-2.5	-2.2
非	鉄	金	-3.5	-7.4	-0.1	6.6	4.5
金	属	製	1.2	0.1	0.3	0.3	0.1
機	械	器	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.1
石	油	・	-0.2	-1.1	0.8	3.3	0.6
木	材	・	3.0	-0.3	2.8	3.5	2.0
窯	業	製	1.3	0.8	0.3	0.6	0.3
化	学	品	-0.3	-0.4	-0.3	-0.5	-0.3
紙	・	パ	0.3	0.4	-0.1	-0.4	-0.5
雑	品	目	2.4	1.1	0.0	0.1	0.4
工	業	製	0.7	-0.5	0.2	0.4	0.2
うち	大	企	0.7	-1.0	-0.2	±0	±0
中	小	企	0.9	0.5	1.2	1.2	0.5
非	工	業	1.9	-1.1	1.5	4.1	0.8

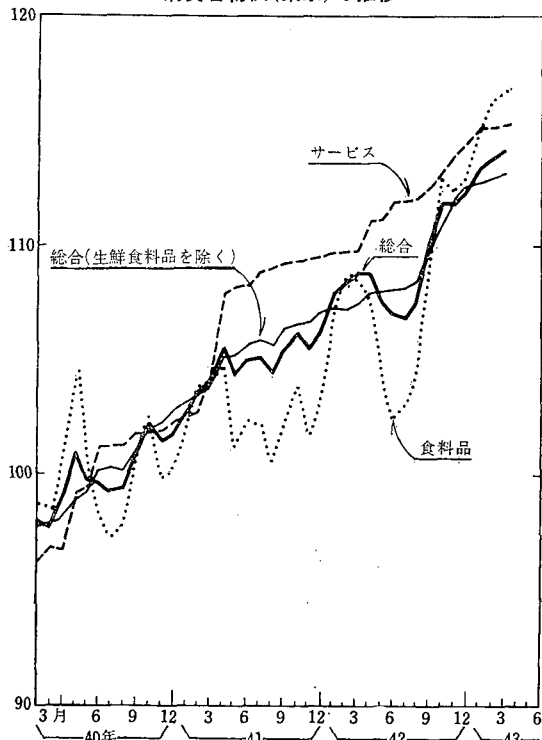
(注) 本行調べ、40年基準指数による。

品が低落に転じ、前期大幅な上昇を示した石炭・
石油がフレート安からその騰勢が鈍化した。

なお、42年度平均の卸売物価指数は、前年度比
+1.5%の上昇(41年度平均+2.7%)を示した。こ
れは非工業製品が食料、木材(素材)等を中心
に+4.9%の上昇を示したことによるところが大き
く、一方工業製品は、鉄鋼、非鉄の大幅下落もあ
って前年度比+0.7%の上昇にとどまった。

(3) 次に消費者物価(東京)の動きをみると、前述
のように42年7月までは落ち着いた動きをみせて
いたが、8月以降生鮮魚介、肉類、野菜等食料品
が急騰し、これに消費者米価、診療代の引上げな
どが加わり、来年末まではほぼ一貫して上昇を続け
た。このように消費者物価は年度前半と後半とで
はその動向に大きな相違があるが、42年度平均と
しては前年度比+4.1%の上昇にとどまり、消費者
物価の騰勢が本格化した36年度以降では最も小幅
(第11図)

消費者物価(東京)の推移



(注) 本行調べ、40年基準指数による。

の上昇率となった。これはサービス料金の騰勢鈍化が大きく響いたためで、サービス料金を除く総合では+4.3%の上昇となり前年度(+3.3%)を上回った。

(企業倒産と企業収益状況)

(1) 引締め後の企業倒産動向をみると、東京商工興信所調べによる倒産件数は10～12月期には前年同期比+33.6%、負債金額同+23.8%とかなりの高水準となったが、更年後はさらに増勢を強め、1～3月期には件数で+53.2%、負債金額+91.1%に達した。国税庁調べの全法人数に対する倒産比率をみても、42年10月から43年3月までの6か月間で0.66%となり、前回引締め時(39年4～9月)の0.24%、前々回引締め時(36年10月～37年3月)の0.15%を大幅に上回っている。

(第20表)

最近における企業倒産の推移

	件数		負債総額		1件当り平均負債金額
	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比	
42年 1～3月	1,837	+36.2%	1,077	+20.3%	59
4～6月	1,963	+28.5%	1,071	+9.4%	55
7～9月	1,912	+31.5%	1,090	+34.9%	57
10～12月	2,480	+33.6%	1,618	+23.8%	65
43年 1～3月	2,815	+53.2%	2,057	+91.1%	73
42年 10月	790	+36.7%	528	+13.1%	67
11月	954	+51.4%	592	+24.3%	62
12月	736	+13.6%	498	+36.7%	68
43年 1月	705	+51.0%	568	+82.7%	81
2月	914	+24.5%	611	+45.5%	67
3月	1,196	+88.1%	878	+154.1%	73

(注) 東京商工興信所調べ。

更年後の企業倒産の特色としては、
イ、まず大口倒産の増加が目だつようになったことである。たとえば1件当り平均負債金額をみると、昨年7～9月期の57百万円から10～12月期65百万円、1～3月期73百万円と期を追って増加している。また、負債金額1億円以上の企

業倒産件数をみても、昨年7～9月期の263件から10～12月期353件、本年1～3月期461件と急増している。

ロ、また、業種別にみてもこれまで倒産多発業種であった建設工事請負、繊維製造のほか、更年後は鉄鋼、非鉄、金属(製造、販売)、機械器具販売、繊維販売、飲食料品製造などにも多くみられるようになった。

ハ、地域別にみても、大阪、兵庫、福岡など西日本工業地帯および東京を除く関東周辺工業地帯のほか、これまで比較的落ち着いた愛知、中国、四国などにおいても倒産が目だつようになった。

などがあげられる。

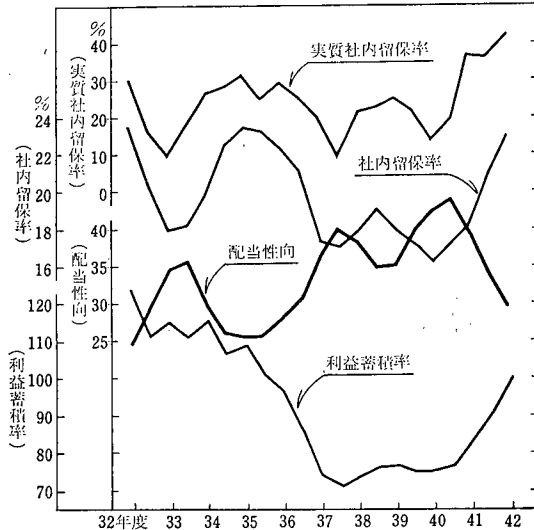
これらの企業倒産の原因としては、放漫経営に基づくものが最も目だつが、その背後の事情をみると、労働力の不足化、需要内容の変化など企業経営環境の激変に対して、経営能力、技術水準、資本力などの関係から適応できなかったということと密接な関係をもっている場合が多いように思われる。ただ、ここにきて倒産の増加がやや目だってきたのは、金融機関、商社の仕方が慎重化し、取引先選別態度がきびしくなってきたことも影響しているものとみられる。

今後の企業倒産の動向については、産業再編成の進展、労働力不足、海外企業との競争激化など、企業経営をめぐる環境上の変化がどのような影響を及ぼすかということも考慮する必要がある、予断を許さないものがあるが、金融機関が優良中小企業に対しては積極的な融資態度をとっていること、親企業も下請育成強化の観点から、過去に比べると支払条件の悪化などのしわ寄せをできるだけ避けようとする意向を示していることなど、優良中小企業の経営にとっては従来の引締め期に比べ、摩擦現象の発生を緩和する要因のあることも指摘されよう。

次に、企業利益の蓄積状況を示す指標として実質社内留保率の動きをみると、40年度上期をボトム(13.8%)に41年度上期から急激な上昇を示し、42年度上期には43.3%と前回、前々回の引締め前よりもかなり高い水準に達している(第13図)。これからみれば、今回の引締め開始前に蓄積された利益の残高はかなり高いものと思われる。ここで、今かりに払込資本金に対する利益剰余金、引当金、前4期特別有税償却の合計額を、利益蓄積の度合いを示す指標として試算してみると、引締め実施前の42年度上期(製造業)は100.1%と、前回(38年度下期)の76.5%、前々回(36年度上期)の97.3%を上回っており、利益蓄積水準は、少なくとも前回の引締め期よりはやや高い状況にあるといえる。

(第13図)

利益蓄積関連指標の動き
(製造業)



- (注) 1. 実質社内留保率 = $\frac{\text{社内留保} + \text{引当金増し} + \text{特別有税償却}}{\text{未処分利益} + \text{引当金増し} + \text{特別有税償却}}$
 2. 社内留保率 = $\frac{\text{社内留保}}{\text{未処分利益}}$
 3. 配当性向 = $\frac{\text{配当金}}{\text{未処分利益}}$
 4. 利益蓄積率 = $\frac{\text{利益剰余金} + \text{引当金} + \text{前4期特別有税償却}}{\text{払込資本金}}$

以上のような利益の蓄積状況、収益状況の両面からみれば、今後景気調整がさらに進展して

いった場合、収益面での企業の抵抗力は前回に比べ若干強い面があるとみることができよう。

(国際収支は改善傾向)

(1) 国際収支は、引締め後昨年末まで引締め前よりもむしろ悪化を示した。すなわち、10~12月期についてみると、輸入は高いテンポの増勢を続け、季節調整後前期比増加率は+6.2%と7~9月期の同+5.1%を上回り、前年同期比でも2割以上と7~9月期とはほぼ同水準の高い伸びを示した。このように輸入が引き続き高水準を示したのは次の要因によるものと思われる。第1は生産活動が相変わらず活発であったため、原材料の輸入が多額に上ったことによる。とくに原材料のなかでもくず鉄、銑鉄等の増加が顕著であったが、これは、昨年前半鉄鋼需要の急増に伴う供給能力の不足から、これら品目についての輸入契約が多額に行なわれ、供給能力が増加した10~12月期にもかなりの入着をみたものである。第2は機械輸入の増加による。たとえば、自動車用プレス機械、汎用旋盤等国内供給力の不足によりやむなく輸入機械に切り替えたものや、国内技術との格差から優

(第22表)

42年度の国際収支動向

(単位: 百万ドル)

	42年 4~6月	7~9月	10~12月	43年 1~3月	42年度 度計	前年度 度比
経常収支	△173	137	19	△298	△315	△1,309
貿易収支	170	450	386	120	1,126	929
輸出	2,495	2,673	2,836	2,569	10,573	780
輸入	2,325	2,223	2,450	2,449	9,447	1,709
貿易外収支	△293	△286	△328	△357	△1,264	△363
移転収支	△50	△27	△39	△61	△177	△17
長期資本収支	△182	△223	△224	△97	△726	△110
基礎的収支	△355	△86	△205	△395	△1,041	△1,199
(貿易収支のみ季節調整済基礎的収支)	(△222)	(△278)	(△451)	(△101)		
短期資本収支	186	77	113	104	480	424
誤差脱漏	△37	25	5	44	26	182
総合収支	△206	16	97	△247	△535	△593
外貨準備高	2,074	2,022	2,005	1,963	1,963	△114

(注) 「国際収支統計」による。

秀な海外製品(電子計算機等の事務用機械)に依存したものもみられた。第3は、消費内容の高級化を反映して、消費財とくに衣料品等の繊維製品や玩具、楽器等の輸入が増加したことである。ただ、これらの輸入は絶対額としては少額であったため、輸入増加に占める寄与率はあまり大きくなかった。

一方、輸出についてみると、季節調整後前期比増加率は10～12月期+1.1%の増加にとどまり、7～9月期(同+2.7%)を下回ったほか、前年同期比でも+2.6%(7～9月期同+7.0%)と著しく不振であった。このため、10～12月期の貿易収支黒字幅(季節調整済み)は月平均46百万ドルと、7～9月期の月平均86百万ドルをさらに下回った。また、この間貿易外収支、長期資本も大幅の赤字を続け、貿易収支のみを季節調整した基礎的収支の赤字は、7～9月期中の計278百万ドルに対して10～12月期中計451百万ドルの巨額に上った。

(2) しかし、年明け後1～3月期における貿易収支黒字幅(季節調整済み)は月平均138百万ドルと、10～12月期に比して大幅の好転を示し、国際収支はようやく改善傾向をたどるに至った。このような貿易収支の好転に対する輸出入の改善寄与率をみると、輸出の80.3%に対し輸入は19.7%となっており、輸出の伸長による改善度合いが、輸入の着着きによるそれよりもはるかに大きかったことがわかる。すなわち、1～3月期における輸出の前期比増加率(季節調整済み)は+8.4%と10～12月期(同+1.1%)を大きく上回り、前年同期比でも+15.5%(10～12月期+2.6%)の増加となった。

このように輸出が持直したのは、一つには引締めの浸透に伴い国内の輸出余力が漸増したことが響いているとみられるが、とくに大きな影響を及ぼしたのは海外環境の好転である。1～3月期の輸出増加(10～12月期比、季節調整済み)に対する地域別寄与率をみると、米国向けが53.0%と過

半を占めており、東南アジアの15.7%がこれに次いでいる。このように、昨秋まで低調をきわめた対米輸出が好伸をみせたのは ①米国景気の急速な上昇、②同国における鉄鋼ストを見越した鋼材備蓄輸入、③米国の輸入課徴金賦課を懸念してのわが国からの積み急ぎ、などの要因が重なったことによる。事実、米国の総輸入は前年同期比増加率でみると、1～3月期+17.1%と10～12月期(+7.9%)を大幅に上回っている。この間、わが国の対米輸出は前年同期比増加率で1～3月期+27.1%と、10～12月期(+5.3%)に比べ急上昇したが、わが国の米国に対する輸出弾性値は、本年1～3月は1.6弱とそれほど高くはなっていない。また、10～12月期に対して1～3月中どのような商品が輸出増加に寄与したかをみると、自動車、テレビ、テープ・レコーダー等を中心とする一般機械が42.4%と最も大きく、金属(24.0%)がこれに次いでいる。

次に輸入の動向についてみると、季節調整後前期比増加率は1～3月期に-2.2%(10～12月期

(第23表)

商 品 別 輸 出 動 向

(単位・百万ドル、季節調整済み)

	42年 4～6月	7～9月	10～12月	43年 1～3月
食 料 品	92 (- 4.9)	95 (+ 3.0)	93 (- 1.6)	115 (+23.5)
繊 維 製 品	435 (+ 3.0)	417 (- 4.3)	426 (+ 2.3)	415 (- 2.7)
化 学 製 品	173 (+ 5.4)	179 (+ 3.4)	168 (- 6.0)	158 (- 6.2)
金 属 製 品	427 (- 2.5)	441 (+ 3.3)	475 (+ 7.7)	527 (+11.0)
機 械 機 器	1,081 (+ 3.7)	1,134 (+ 4.9)	1,129 (- 0.4)	1,243 (+10.1)
船 舶 を 除 く	830 (- 0.1)	869 (+ 4.7)	884 (+ 1.7)	976 (+10.4)
そ の 他	365 (- 6.6)	395 (+ 8.2)	371 (- 6.1)	421 (+13.5)
合 計	2,573 (+ 0.8)	2,661 (+ 3.4)	2,662 (0)	2,879 (+ 8.2)

(注) 1. 「通関統計」による。

2. カッコ内は前期比増減率。

+6.2%)と減勢を示し、前年同期比でも +18.1% (10~12月期 +22.6%)と落ち着きをみせている。品目別には、くず鉄および銑鉄が国内の銑鉄供給能力の増大に伴って急減したのをはじめ、鉱物性燃料、化学製品が前期に比べ減少している。

以上のごとく貿易収支の改善が著しく、加えて、資本取引面でも先行きの資金調達面の不安から、企業による外資導入の動きが一段と活発化したため、長期資本収支の赤字幅は相当な縮小を示した。また、貿易外収支も海上運賃が更年後目だって低下してきたため、運賃収支の赤字幅拡大はこここのところやや一服ぎみとなっている。

(第24表)

商 品 別 輸 入 動 向

(単位・百万ドル、季節調整済み)

	42年 4～6月	7～9月	10～12月	43年 1～3月
食 料 品	443 (- 1.6)	450 (+ 1.6)	459 (+ 1.9)	456 (- 0.7)
原 燃 料	1,633 (+ 4.1)	1,714 (+ 4.9)	1,832 (+ 6.9)	1,762 (- 3.8)
織 維 原 料	232 (+ 1.1)	229 (- 1.2)	205 (- 10.2)	210 (+ 2.2)
金 属 原 料	387 (+ 4.0)	414 (+ 6.9)	429 (+ 3.7)	412 (- 3.9)
そ の 他 原 料	486 (+ 1.1)	500 (+ 2.9)	531 (+ 6.2)	536 (+ 0.8)
鉱 物 性 燃 料	532 (+ 7.0)	565 (+ 6.2)	648 (+ 14.7)	617 (- 4.8)
化 学 製 品	151 (+ 8.3)	158 (+ 4.9)	164 (+ 3.8)	159 (- 3.2)
機 械 機 器	266 (+ 9.6)	261 (- 1.8)	296 (+ 13.4)	324 (+ 9.4)
そ の 他	346 (+ 5.2)	363 (+ 4.8)	429 (+ 18.2)	393 (+ 8.2)
計	2,826 (+ 4.4)	2,966 (+ 4.9)	3,196 (+ 7.8)	3,074 (- 3.8)

(注) 1. 「通関統計」による。
2. カッコ内は前期比増減率。

このような事情から、貿易収支のみを季節調整した基礎的収支の赤字は1～3月中計101百万ドルにとどまり、10～12月期比350百万ドルの大幅改善を示した。この基礎的収支の改善に対する寄与率を各項目についてみると、貿易収支(78.3%)、

長期資本収支(36.3%)がそれぞれ改善要因として作用したのに対し、貿易外収支(-8.3%)、移転収支(-6.3%)がそれぞれ悪化要因となっている。

ただ、このような1～3月期における国際収支の改善傾向が、このままのテンポで今後も持続するかどうかについてはなお不確定な要素が残されている。その一つは1～3月期の輸出が米国景気の急上昇を重要な背景としており、さらに鉄鋼ストライキに備えての備蓄買い、輸入課徴金懸念の積み急ぎなどの特殊要因も含まれていることである。もっとも鉄鋼備蓄買いによる鉄鋼輸出の好伸は、従来の事例からみるとなお数か月間は続くと思われるが、いずれ剥落する性格のものであり、米国の景気自体についても金融、財政両面からの抑制措置によって、その上昇速度に変化が生ずる公算も強く、また国際収支対策として、米国により直接的な輸入制限措置がとられる可能性もある。さらに国際金融情勢が目まぐるしい変転を遂げている今日、わが国の輸出環境はなお流動的であるとみられ、輸出の先行きについても必ずしも楽観を許さない状況にある。一方、輸入についても、1～3月期は在庫調整などによる輸入原材料の落ち着きによる面が大きいが、その先行きは今後の国内生産の動向いかににかかっているといえよう。最終需要がなお根強い増勢を示しているだけに、今後の景気調整の成り行きいかんでは、原材料の輸入が再びかなりの増勢に転ずる懸念も全くなかったとはいえないと思われる。

むすび—最近の景況とその問題点

以上、景気調整措置の影響の浸透状況を中心に42年度経済を回顧してきたが、最近に至り、年初来続いていた金融経済諸指標の変化にやや一服の感じが見いだされる。

まず金融面においては、公定歩合再引上げ後急上昇した全国銀行貸出約定平均金利の上げ足が鈍

りはじめ、公社債市況もこのところ小康状態を保っている。さらに全国銀行預金が4～5月にかけて比較的好調であったことからみて、企業の手元も4月から5月にかけて、一段と引き締まりつつあるというほどの状況にはないようである。また経済実体面においても、4月の生産、出荷はかなりの伸びを示しており、商品市況も鉄鋼、繊維を中心に4月後半以降反発商状を続け、卸売物価も5月にはいつてから横ばいぎみに推移している。

このような動きの背後にある総需要の動向をみると、まず設備投資は引き続き根強い増勢を示しており、先行きについても4月の機械受注がかなり大幅の増加となったことにもうかがえるように、今後増勢は若干鈍るにしても、自律的に一本調子の減勢をたどるような地合いにはないと考えられる。また、企業収益の好調と労働力需給の逼迫を背景に、賃金の大幅上昇が持続しており、昨年末賞与の大幅増加に続いて、今春のベース・アップ率は昨年を上回っている。こうした所得の増大を背景に個人消費は当分堅調を続けるものとみられる。加えて輸出の急激な立ち直りがかなりの需要増加要因となっていることも見のがせない。

一方在庫投資の動きに目を転ずると、昨年暮れごろから流通在庫投資の圧縮がまず始まり、これを中心とする中間需要の減退によって製品在庫率が漸次上昇するというプロセスが、過去の引締め期と同様に進行しつつあるが、最終需要の伸びが以上のように堅調を続けている場合には、在庫調整過程はいつまでも続くものではなく、流通在庫調整が比較的早く一巡してしまう可能性のあることに十分注意すべきであろう。

企業の先行きに対する見方と現実の資金繰りとは、今後の設備投資ならびに在庫調整の進め方に対してきわめて大きな影響力をもつものとみられるが、この点、昨年末から本年初にかけて急速に

強まった企業の警戒観がこのところやや変化しているのではないかとみられる節もあり、前述した手元資金繰りの実状とあわせ考慮すると、景気調整過程が自律的に進行していくような状況に立ち至っているとはまだいえないものと考えられる。

以上のように、国内における景気調整過程がいまださほど進行をみないうちに、貿易収支はかなり急速に回復を示すに至っている。貿易収支の改善がほとんど輸出の伸長によるものであり、しかもその輸出伸長の過半が、対米輸出の急増に基づく点については、前回の引締め後と事情がよく似ているということができよう。しかし、今回は次の点において前回と基本的に違っていることを見のがしてはならない。すなわち、昨秋の英ポンド切下げ以降あいついだ国際通貨情勢の動揺によって、米国といえども、国際収支の大幅赤字をこれ以上持続させることができなくなり、国際収支動向に対処して、国内の景気抑制を図らざるをえなくなっているという点である。これまでの引締め期においては、米国の輸入が増加し、わが国の対米輸出が急増することは、わが国にとって国際収支の改善というプラス面のみから評価できた。しかし、今回においては、かかる輸出の増加はわが国の国際収支にとってさしあたりプラスとなる反面、国際経済金融面ではドル不安がいっそう激化し、米国の景気抑制政策が一段と強化され、あるいは輸入についての各種の直接規制措置が実施される可能性も強まることを意味している。またこれまでの対米輸出の急増には、本年8月以降に予想される米国鉄鋼ストライキに備えた同国からの備蓄輸入も影響しており、秋口以降の対米輸出からはかかる特殊要因が剥落する可能性があることにも十分注意する必要があるであろう。以上のような内外情勢を考慮すると、国内の景気調整を一段と促進させることが当面の課題といえよう。