

昭和43年における金融・経済の動向

〔要 旨〕

昭和43年は、年初早々に公定歩合の第2次引上げが行なわれ、「景気調整の年」として発足した。しかしその後まもなく、米国の輸入急増を中心に海外におけるわが国の輸出環境は急速に好転したため、国内経済活動が鎮静を示さぬうちに国際収支は顕著な回復を示し、43年8月に公定歩合の1厘引下げ、9月末には銀行に対する貸出増加額規制の廃止など金融引締めは緩和されるに至った。

こうした事情から、今回の景気調整策の実体経済面への影響は軽微なものにとどまり、43年の日本経済は、前年に続く民間設備投資の大幅な増加と個人消費の堅調とを主因に、3年続きの顕著な拡大を示した。

このような経済のいわば順調な推移のなかで、労働力の不足化がいっそう進行し、消費者物価が再び強い上昇に転ずるなど、長期的な意味でわが国経済にとって懸案の諸問題がより大きくクローズ・アップされたのは43年の特徴といえよう。また景気政策的な観点からみても、43年のわが国経済の足どりの中には、表面の好調な拡大発展にもかかわらずかなり不安定な要因を内蔵している。

本年の海外環境をみると、国際通貨上の諸問題がまだ根本的な解決をみるに至っていないほか、世界景気の鈍化気配、米国における輸入制限への動きの強まりなどの諸事情が見いだされ、これらが今後わが国の国際収支に及ぼす影響については必ずしも樂觀しえないものがあるだろう。また国内面でも、企業の当面のおう盛な投資活動が行き過ぎれば、将来設備過剰をもたらす可能性がないとはいえない。

こうしたなかで本行は、昨秋の引締め緩和後も都市銀行等に対して資金ポジションを重視した指導を実施するなど、警戒的な態勢をくずしていないが、以上のような景気政策上の、あるいは構造政策上の問題をかかえた44年の金融・財政政策は、従来よりもさらに緊密な連携の下に、弾力的かつきめの細かい運営がいっそう必要になってくるものといえよう。

〔目 次〕

は じ め に

1. 43年の金融動向
2. 経済実体面の動向

3. 物価の動向と労働情勢

4. 国際収支の動向

む す び

は じ め に

42年9月以降景気調整策が実施されたが、年末に至るまで国際収支に改善のきざしが現われず、加えて国際金融情勢の激動という事態も生じたため、43年早々公定歩合の再引上げによる引締め強化を余儀なくされ、昨年の日本経済は景気調整の年として充足した。しかし、その後まもなく米国の輸入急増を中心とする海外環境の予想外の好転を反映して輸出が大幅な増加を示し、これを主因に、国内経済活動がさして鎮静を示さぬまま国際収支は顕著な回復をみせ、夏ごろには国際収支黒字基調の定着がおおむね確認されるに至ったため、公定歩合の1厘引下げが行なわれた。こうした事情から、今回の景気調整策の実体経済面への

影響は軽微なものにとどまり、43年の日本経済は前年に続く民間設備投資の大幅な増加と、個人消費の堅調とを主因に、3年続きの顕著な拡大を示した。しかし、こうしたなかにあって消費者物価の騰勢は一段と強まり、労働力不足もいっそうの進行を示すなど、日本経済の内包する問題点はさらに顕著に表面化するに至っている。

以下、43年の金融、経済の動向をふり返り、その特色を明らかにしてみよう。

1. 43年の金融動向

引き締め基調を持続した金融市場

まず43年における金融市場の動向を概観してみると、財政資金は前年とは様変わり大幅の払超となったが、銀行券が引き続き多額の発行超過と

(第1表)

景 気 調 整 策 の 実 施 状 況

本 行 関 係			政 府 関 係		
実施日	措 置	概 要	実施日	措 置	概 要
42.9.1	公定歩合引上げ	商業手形割引歩合 1銭5厘→1銭6厘(輸出貿易手形は据置き)	42.9.5	財政支出繰延べ措置の基本方針を閣議決定	財政支出繰延べ見込額 中央財政 2,202億円 地方 “ 910 “ 計 3,112 “
“	全銀行に対し貸出増加額規制を実施、その他主要金融機関に対しても協力を要請				
43.1.6	公定歩合再引上げ	商業手形割引歩合 1銭6厘→1銭7厘(輸出貿易手形は据置き)	43.1.13	43年度予算政府原案、同財政投融资計画を「抑制」型のものとして決定	
43.8.7	公定歩合引下げ	商業手形割引歩合 1銭7厘→1銭6厘(輸出貿易手形は据置き)			
	銀行に対する貸出増加額規制は当面存続				
43.9.20	貸出増加額規制を10月から廃止	今後はポジションを重視した指導を行なうこととする			
43.10.23	本行総裁、当面公定歩合を変更しない旨言明				
			43.11.26	43年度国債発行予定額を減額	国債発行予定額 6,500→5,500億円

なったため、金融市場は前年ほどではないにしてもかなりの資金不足を生じた。しかも、本行は金融市場に対し前年後半に引き続き引き締め基調堅持の姿勢で臨んだため、市況は夏ごろまで総じて堅調を持続した。その後出来秋にはさすがにやや引きゆるみをみせたものの、年末月には再び繁忙を呈しつつ越年した。

年間の資金不足は、第2表のとおり5,127億円と前年を2,881億円下回ったが、それでもほぼ41年(5,590億円)に近い規模に達し、金融市場が好況期にみられる自律的な引き締め傾向を示した点には変わりはない。資金不足が前年に比べて縮小したのは、まず第1に、国際収支の顕著な改善が下期を中心とした外為会計の大幅払超(3,008億円)となって現われ、前年に比べ3,429億円に上る資金散布要因となったこと、第2に、42年9月の財政支出繰延べ措置(総額約3,100億円)に伴い、かなりの額の42年度分公共事業費等が43年4月以降にずれ込んで支払われたことなどによるものである。なお、食管会計の支払超過額は、43年度産米の生産者米価の引上げ幅(5.9%)が42年度(9.2%)に比べて小幅にとどまった一方、43年の食管会計収入に大きく影響する42年秋以降の消費者米価の引上げが大幅であったこともあって(42年10月

(第2表)

43 年 中 の 資 金 需 給

(単位・億円)

	1 ～ 6 月		7 ～ 12 月		年 間	
		前 年 同期比		前 年 同期比		前年比
銀行券発行高増減(△)	△ 1,634	127	7,938	1,196	6,304	1,323
財 政 資 金 揚 (△) 散	△ 5,406	1,735	9,342	3,140	3,936	4,875
一 般	952	2,215	△ 835	△ 1,891	117	324
(うち 租 税)	(△22,168)	(△ 3,612)	(△24,007)	(△ 4,681)	(△46,176)	(△ 8,294)
食 管	△ 3,582	△ 746	9,397	1,006	5,815	259
外 為	△ 225	△ 90	3,233	3,519	3,008	3,429
長 期 国 債	△ 2,551	357	△ 2,453	506	△ 5,004	863
そ の 他	△ 906	△ 410	△ 1,853	△ 261	△ 2,759	△ 671
本 行 信 用 増 減 (△)	4,678	△ 1,198	449	△ 1,683	5,127	△ 2,881
うち 債 券	2,676	△ 2,857	2,841	△ 1,418	5,517	△ 4,275

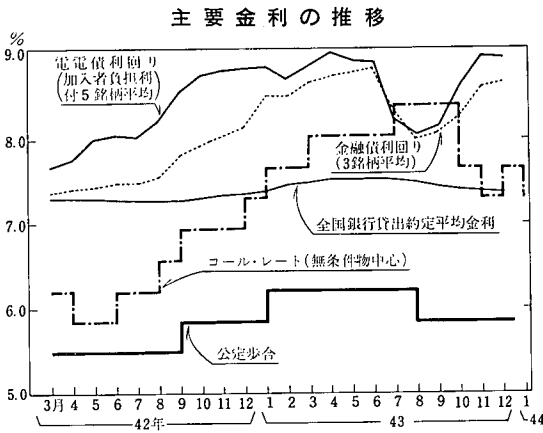
14.4%、43年10月8.0%)、前年に比べて259億円増加したにとどまったが、あいつぐ生産者米価の引上げによって、財政資金の支払が10～12月に集中する傾向がいつそう強まり、43年10～12月の財政資金支払超過幅は実に1兆1,060億円(うち食管会計6,910億円)と、従来の四半期当りの払超記録(39年10～12月の8,097億円)を一挙に約3,000億円も上回った点とはくに注目を要する。このような短期間における巨額の財政資金の支払が、金融市場の調整に及ぼしたかく乱的影響は見のがすことができない。

この間、本行は引き続き債券買入れ操作を中心に金融市場の調整を行ない、年間の買入れ額はほぼ資金不足額に見合う5,517億円に達したが、このほか、出来秋における財政資金の支払集中など一時的な金融市場緩和要因に対しては、短資業者向け政府短期証券売却操作を一段と活発化させることにより対処した。ちなみに、43年中における政府短期証券の売却回数ならびにその金額の累計は、49回、2兆3,900億円と、42年(18回、1兆200億円)に比べてともに2倍以上に上っており、この点きわめてきめの細かい調整が行なわれたことを示すものといえよう。

コール市場の変化と既発債市場の拡大

コール・レートは、以上のような資金需給の動向を映じて、まず年初の公定歩合再引上げに追随し日歩1厘上昇したのに引き続き、2月、6月にもそれぞれ日歩1厘上昇、月越物は2.5銭に、無条件物は2.3銭にそれぞれ達したが、これをピークとして8月の公定歩合引下げ以降低下に転じ、8月、10月、11月と日歩1厘ずつ下落し、12月も月中一時上昇をみたものの通月では横ばいにとどまったため、結局各条件物とも年初の水準

〔第1図〕



(月越物 2.2銭、無条件物 2.0銭)にもどって越年した。

今回の金融引締め実施前、コール・レートの水準は月越物で1.8銭であったので、この水準から今回の引締め期間中のピークである43年6月までに結局7厘の上昇をみたわけであるが、第3表にみるとおり、この上昇幅は前回引締め期には1.3銭、前々回引締め期には3.0銭と、いずれも今回の上昇幅をはるかに上回っており、またピーク時におけるレート(月越物)の水準も、前回3.6銭、前々回5.6銭と今回より相当高めとなっている。したがって、今回の引締め期におけるコール市場のひっ迫の度合いは、前回、前々回に比べてかなりマイルドであったといえることができるが、これは、本行の金融市場に対する政策態度の変化と同時に、コール資金の出し手、取り手の行動の変化、既発債市場の拡大発展に伴うコール市場と既発債市場との間の補完・代替関係の進展といった、もろもろの事情がからみ合って生じたものと考えられる。

まず取り手である都市銀行の態度をみると、前回の引締め期においてコール・レートの上昇に伴う収益の圧迫が著しかっただけに、コスト意識がこのところ一段と強まってきている取り手側において、引締め期の当初から無理なコール・マネーの取入れは避けたいという意識が強かったのは当然と考えられるが、これに加えて、本行が窓口指導

(第3表)

コール・レートの動き

(日歩・銭)

	引締め前の ボトム(A)	引締め期間中 のピーク(B)	上 昇 幅 (B)－(A)
月 越 物			
今 回	1.8	2.5	0.7
前 回	2.3	3.6	1.3
前 々 回	2.6	5.6	3.0
無 条 件 物			
今 回	1.6	2.3	0.7
前 回	2.0	3.1	1.1
前 々 回	2.5	3.8	1.3

にあたって一貫して資金ポジションを重視する態度で臨み、これが都市銀行のコール・マネー取入れ態度をいっそう慎重にさせた点はいなめない。すなわち、42年8月の貸出限度額(本行の銀行に対する貸出についての限度額)算定方式の改訂にあたっては、銀行の資金ポジションの動向が限度額の増減を左右する要因としていっそう重視され、また42年9月の貸出増加額規制(銀行の一般企業に対する貸出の増加分についての規制)実施の際もその枠の配分にあたって、銀行の資金ポジションが重視された。この結果、都市銀行にとって、限界的な資金調達方法としてコールの取入れと手持ちの有価証券売却とを考える場合、かりに両者のコストがそれ自体としては同じであっても、貸出増加額規制や貸出限度額制度に関する取扱いが有利になることを勘案すれば、有価証券売却のほうが好ましいという条件が生まれた。

このような都市銀行のポジション重視態度と同時に、債券保有に対する態度、とくに金融債に対する投資態度がかなりの変化を示したこともまた見のがせない。従来の引締め期には、都市銀行は長期信用銀行に対する配慮もあり、また金融債が本行のオペレーション対象債券に加えられていたこともあって、利付金融債をほとんど処分しなかったが、今回は採算重視の態度が強く打ち出され、これが長期信用銀行に対する配慮を多かれ少なかれ後退させたほか、金融債がオペレーション

対象債券からはずされたことも影響して金融債の売却意欲が強まり、債券の売却が、コール資金の取入れによる不足資金の調達に代替する結果となった。

以上のような都市銀行の態度に対して、コール資金の出し手である相互銀行、信用金庫、農林系統機関等の態度はどのように推移したであろうか。

前回の金融緩和後コール・レートは急速に低下したが、企業側の借入れ需要も減退し、このためコール市場に多額の資金を運用していた相互銀行、信用金庫、農林系統機関などの金融機関は、39年の終わりから40年にかけて深刻な資金の運用難に陥った。この時の苦い経験から、これらの金融機関では資金需要の強い金融引締め期に貸出先を開拓し、将来にわたっての融資基盤を確保しておこうとの態度を強めたことは想像にかたくない。今次引締め期のコール市場は、これら中小企業金融機関、農林系統機関などにとって、高収益を目的とした投資市場としての性格をかなり改め、支払準備金の一時的運用市場としての性格を従来より強めたものといわれているが、これは、コール・レート自体が比較的低水準に推移したことの影響もさることながら、基本的にはこれら金融機関の上記のような資金運用態度がその背景をなしているものと考えられ、また、それゆえにこそコール・ローン利息収入に多くを期待する態度も弱まり、それがコール・レートの暴騰を避けえた一つの要因となったともいえる。また、同時にこれらの金融機関が、コール・ローンに代わるやや長期的な余資の運用対象として既発債をいっそう重視するようになったのも、今回の引締め期におけるインター・バンク取引面での一つの特色とみることができよう。

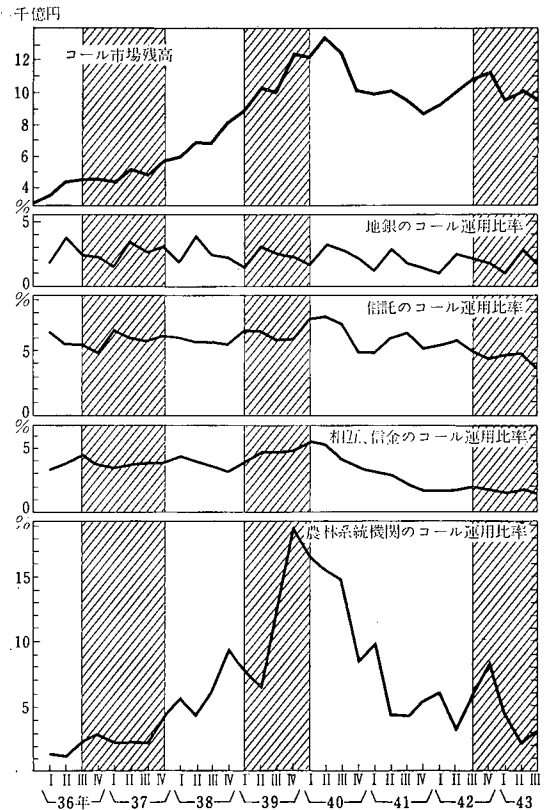
以上のように、出し手がコール市場への余資運用に消極的であったと同時に、取り手もコール市場からの資金調達に慎重であったという事情は、コール市場残高の推移に端的に示されている。第2図は、36年以來のコール市場資金残高とおもな

出し手金融機関のコール運用比率(コール・ローン残高/預貯金)の推移を示したものであるが、これによると、36年以來40年央まではほとんど一貫して増加を続けてきたコール残高は、その後農林系統機関、相互銀行、信用金庫などのコール運用比率の低下を映じて減少に転じ、今回の引締め期においても、季節的な事情を除いてみればほとんど頭打ち状態となっている。

この反面、既発債市場は第4表の既発債取引高の推移からも明らかなように、42年に引き続き43年も飛躍的な拡大を示した。コール市場の代替・補完関係に立つ金融市場としての既発債市場の発展の要因はすでに指摘したとおりであるが、既発債市場それ自体のなかにこのような市場の拡大を促した最も重要な原因があったことを忘れてはな

〔第2図〕

コール市場残高と金融機関コール運用比率の推移(注)



- (注) 1. コール運用比率 = $\frac{\text{コール・ローン残高}}{\text{預貯金(信託元本を含む)}}$
 2. 農林系統機関は農協預金に対する比率。

らない。これは42～43年の既発債市場では、金融引締め下としては従来に比べてより市場原理に即した金利形成が行なわれ、かつそれが公社債相場場(公社債相場取引きは41年2月再開)を通じて一般に周知されたことにほかならない。ちなみに、既発債利回りにつき今回の引締め直前の水準から引締め期間中のピークまでの上昇幅をみると、残存期間2～3年物の利付金融債で年利1.2%、発行直後の利付電電債で年利0.51%に上って

(第4表)

既発債取引高の推移(売買額合計)

(単位・億円)

	取引所取引	店頭取引	合計
33年	103	404	507
35〃	159	3,261	3,420
37〃	254	11,194	11,448
39〃	288	12,010	12,297
40〃	375	18,547	18,921
41〃	979	23,647	24,626
42〃	1,029	32,036	33,065
43〃	1,178	46,003	47,181
43年1～3月	946	37,116	38,062
4～6〃	1,115	46,190	47,305
7～9〃	1,396	46,885	48,281
10～12〃	1,255	53,821	55,076

(注) 43年1～3月以降は年率換算。

資料：東京証券取引所「東証統計月報」、東京証券業協会「証券業報」、公社債引受協会「公社債月報」。

(第5表)

既発債利回りの動き

(年利・%)

	引締め直前 (A)	ピーク時 (B)	(B)―(A)
残存期間2～3年物 利付金融債(実勢)			
今 回	7.9	9.1	1.2
前 回	8.7	8.9	0.2
前々回	8.4	11.5	3.1
発行直後利付電電 債(相場場)			
今 回	8.65	9.16	0.51
前 回	9.40	9.63	0.23
前々回	10.52	14.74	4.22

(注) 月末中心レート。

いるが、コール・レートが異常高を示した前々回はともかく、前回引締め期の場合にはコール・レートの上昇幅が今回よりもはるかに大幅であったにもかかわらず、既発債利回りの上昇幅(引締め直前からピークまで)は上記と同じ利付金融債で0.2%、利付電電債で0.23%と今回よりもはるかに小幅で、コール・レートとの間の裁定関係は今回のほうがいっそう円滑に行なわれたことが容易に想像されよう。

この関係をさらに詳しくみるために、コール・レートと既発債利回りとの関係を弾性値で示したのが第6表で、とくに、今回都市銀行の売却の対象となった金融債利回りのコール・レート変動に対する弾性値上昇が目だっている点に注目すべきであろう。

(第6表)

既発債利回り変動の月越物コール・レート変動に対する弾性値

	38年1月～ 41年9月間	41年10月～ 43年8月間
利付金融債	0.26	0.55
利付電電債	0.29	0.40

(注) 計測期間を41年9月で分けたのは、そのところが今回の金利上昇期にはいる前の金利の相対的安定期とみられるため。

なお、既発債利回りは43年6月ごろをピークに下落に転じたが、公定歩合が引き下げられた8月には底をうって上昇に転じ、年末近くにはほとんどピーク時の水準までもどすに至った。この間、コール・レートは10月から下落に転じているので、秋口以降の既発債利回りの動きは、コール・レートとの乖離を深めるかっこうとなっているが、年央の既発債利回りの下落は、むしろ市場関係者の先走った金融緩和期待に基づく面が大きく、いわば人气的な動きを反映した一つのアヤとも考えられる。したがって、貸出増加額規制撤廃後も都市銀行などに対する本行のポジション指導が続けられ、また公定歩合再引下げ期待も薄れた状況のもとでは、既発債利回りが上記のような推移を示したのは当然であったように思われる(前掲第1図参照)。

起債市場と株式市場の動向

以上のような既発債市場の拡大にもかかわらず、起債市場は年初からほとんど一貫して低迷を続け、一般公社債の起債額(国債、金融債を除く純増ベース)は4,338億円と前年(6,922億円)を37.3%方下回り、また金融債の純増額も5,766億円と前年比8.3%減にとどまった。このように起債が不振に推移したことには、43年1～3月が36年に急増した公社債投信の償還期に当たったことも響いているが、金融引締め期に起債規模がある程度縮小するのは当然ともいえよう。ただこの場合注目すべきは、既発債の利回りが前述のように市場原理に即してかなり弾力的な変動を示しているのと比較して、起債条件は相当硬直的で、起債条件の弾力化を中心とした起債市場の整備はさしたる進展をみせなかった点である。

もっとも、43年2月から4月にかけて、32年以来久々に公社債発行条件の改訂が行なわれ、応募者利回りは各債券とも0.1%前後の上昇をみている。これは既発債市場の動向に対応して、新規債

の発行条件を弾力的に改訂するという慣行確立への第一歩を印したという限りにおいては、重要な意義を有したものとといえる。しかし、これも一回限りに終わり、その後の既発債利回りの上昇から応募者利回りとは既発債利回りとの間の乖離は、起債条件改訂前よりもむしろ拡大するありさまとなった。

このような起債条件の硬直性のため、金利機能を通じて発行会社側の起債意欲を抑制することができず、起債市場における需給の調整は、43年4月以降9月まで、従来同様関係者間の話し合いによる起債調整という人為的な方法に依存せざるをえなかったし、また起債調整が行なわれなくなった10月以降についても、起債市場における需給の不均衡が続いている。昨秋来証券業界を中心に公社債発行条件の弾力化が検討されつつあるが、こうした意味から、これを実現することは当面の重要な課題と考えられる。

次に株式市場の動向をみると、42年中おおむね不振を続けてきた株価は、42年12月11日を底に

(第7表)

起 債 お よ び 増 資 状 況

		公 社 債				金 融 債	長 期 国 債	増 資 (上場会社分) (有 限 公 司 債)
		事 業 債	政 保 債	地 方 債	計			
金 額 (純単 増位 べ・ 1億 ス円)	40 年	2,054	2,254	393	4,701	5,661	—	1,188
	41 "	2,150	3,167	449	5,766	5,703	8,000	1,939
	42 "	2,753	3,638	530	6,922	6,287	6,450	2,049
	43 "	1,578	2,283	477	4,338	5,766	5,850	3,121
	43年1～3月	— 379	643	146	409	1,083	1,200	883
	4～6 "	437	464	94	995	1,128	1,900	806
	7～9 "	622	550	128	1,300	1,575	1,250	836
	10～12 "	898	626	111	1,635	1,980	1,500	597
前 年 同 期 比 (単 位 ・ %)	40 年	53.8	71.2	28.2	58.9	37.9	—	— 77.6
	41 "	4.7	40.5	14.2	22.7	0.7	—	63.3
	42 "	28.0	14.9	18.0	20.0	10.2	— 19.4	5.7
	43 "	— 42.7	— 37.2	— 10.0	— 37.3	— 8.3	— 9.3	52.3
	43年1～3月	—	— 42.4	10.6	— 74.8	— 31.4	60.0	100.7
	4～6 "	— 38.4	— 48.0	— 23.6	— 42.3	— 32.2	— 13.6	144.2
	7～9 "	— 23.5	— 26.7	— 12.9	— 24.0	12.1	— 10.7	41.7
	10～12 "	5.2	— 29.0	— 13.3	— 12.2	20.7	— 28.6	— 13.4

(注) 長期国債は新規国債のみ(既往国債の借換え分を含まず、運用部引受け分を含む)。

(東証第1部修正平均1,250円)、以後は一本調子の上昇に転じ、その後各種の信用取引規制が実施されたにもかかわらず、10月には36年の高値を更新する新高値(1,851円)を記録した。その後は、さすがに高値警戒観の台頭かたがた先行きの経済運営に対する当局の慎重な態度が伝えられて相場は反落したものの、修正平均株価1,700円前後で一高一低をくり返しつつ越年した。このような株式市場の活況を通じて、39年以来のいわゆる凍結株式の整理が大きく進展し、凍結株式保有機関の一つであった日本証券保有組合は本年初(1月11日)予定どおり解散の運びとなった。同組合の株式放出総額は2,411億円に上ったが、このうち41～42年の放出分は464億円にすぎず、大部分(1,945億円)が43年に放出された。この点からも43年の株式市場が活況を呈したことがうかがわれる。なお本組合の利益を基礎として資本市場振興財団が設立され、資本市場育成のため、調査広報活動や取引所の機械化助成などを行なうこととなった。また日本共同証券(株)の保有株放出も、43年中1,122億円の巨額に達し(42年中168億円、41年中138億円)、保有株式は簿価で、ピーク時に比べ47%の減少となっている。

株式市況の回復につれて増資の規模もかなりの拡大を示し、全国の上場会社の43年中所有増資総額は3,121億円と、42年の2,049億円、41年の1,939億円を大きく上回り、39年以前の水準には及ばないにせよ、増資ストップが実施された40年以降では最高の増資額となった。

企業の借入れ依存度は大幅に増大

以上で、おおむね43年中のおもな金融・資本市場の動向

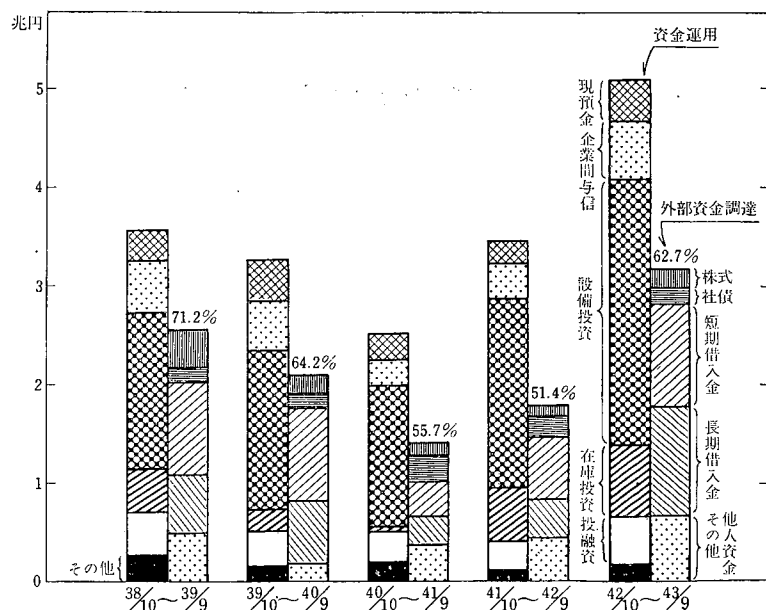
を概観したが、次にその背後にある企業金融の動きを概観してみよう。

第3図は42年10月から昨年9月までの1年間、すなわち、引締め開始(42年9月)から公定歩合引下げ(43年8月)までにおおむね対応する期間における、企業の資金需要の内容と外部資金の調達状況を本行「主要企業経営分析」対象企業について示したものである。これによると大企業の資金需要は、前年に引き続き設備投資の大幅な増大、企業間与信、在庫投資の膨張に加え、現預金の積み増しもあり、前年比+47.7%という大幅な増加を示した。しかしこのうち、在庫投資は前年に比べるとかなり伸び率が鈍化し、また、企業間与信、現預金積み増しなどのウエイトはもともとさして大きくないので、結局、大企業の資金需要増加の大部分は設備投資の増加によるものとなっている。ちなみに、第3図に示された対象企業の資金需要増加のうち設備投資の増加寄与率は47.3%に上っている。

これに対する資金調達状況をみると、増資、社

〔第3図〕

主要企業の資金運用とその調達



(注) 1. 図表中の計数は外部資金調達比率。
2. 企業間与信は、与信額から受信額を差し引いたネット。
資料：本行「主要企業経営分析」。

(第8表)

主要企業の自己金融力の推移

(単位・億円)

	減価償却 (A)	内部留保 引当金(B)	自己資金 (A+B)	設備投資 (C)	$\frac{(A+B)}{(C)}$
					%
38年度上期	3,549	1,483	5,032	6,284	80.1
下々	4,068	1,197	5,265	7,457	70.6
39 上々	4,731	1,332	6,063	8,178	74.1
下々	4,745	1,097	5,842	8,406	69.5
40 上々	4,847	1,012	5,859	8,257	70.9
下々	4,905	837	5,742	7,205	79.7
41 上々	5,122	2,110	7,232	7,194	100.5
下々	5,408	2,219	7,627	8,609	88.6
42 上々	5,813	3,313	9,126	10,514	86.8
下々	6,672	2,450	9,122	12,788	71.3
43 上々	6,465	3,410	9,875	14,101	70.0

資料：本行「主要企業経営分析」。

債および金融機関借入金など外部資金調達ウェイトが前年同期に引き続いてかなり上昇し、外部資金調達比率はまだ40年以前の水準には達していないものの、41年以來はじめて60%を上回った。この結果、企業の自己資金調達比率は今次引締め期間中かなり低下した(40年10月～41年9月44.3%、42年10月～43年9月37.3%)。なお、設備投資についての自己金融力(自己資金/設備投資)の推移を、本行「主要企業経営分析」対象企業についてみると第8表のとおりで、41年度上期には設備投資の全額を自己資金でまかなってなお余りある状況にあったが、その後漸次低下傾向を示し、42年度下期には71.3%、43年度上期は70.0%と、最近5～6年を通じて最低に近い水準にまで落ち込んでいる。

次に、このように増大した外部資金調達の内容をみると、社債の発行は前述のように前年同期を下回り、増資は前年同期に比べればかなりの増加をみたものの、そのウェイトは小さく、結局外部資金調達の増加の大部分は借入金の増加(増加額の前年同期比+109.4%)によってまかなわれた。このため、借入れ依存度(借入金/資金調達総額)は前年同期の29.7%から一挙に42.2%にまで上昇し、とくに長期借入金に対する依存度の上昇が目

だっている。

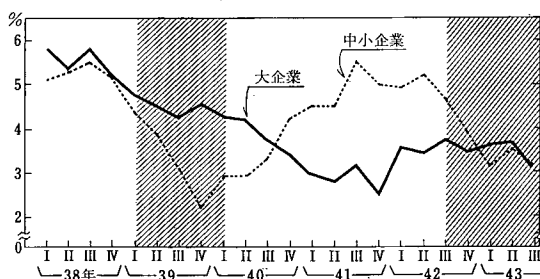
では、42年9月の金融引締め開始以降のきびしい貸出増加額規制実施下において、いかにしてこのように大幅な金融機関借入れの増加が可能となったのであろうか。

これについては、まず第1に、都市銀行、上位地方銀行など本行の貸出増加額規制対象金融機関の貸出はかなりきびしく抑制されたにもかかわらず、規制外金融機関である信託銀行(信託勘定)、生命保険、農林系統機関などの貸出

が大幅に増加し、規制対象金融機関の貸出減少をカバーしたことがあげられる。第9表にみるとおり、42年10月以降昨年9月まで1か年間の規制対象金融機関の貸出増加額は前年同期を16%方下回っており、貸出抑制の度合いは前回引締め時よりむしろ大きいといえるが、規制外金融機関の貸出増加額が前年同期を大きく上回り(+22.1%)、大幅減少を示した前回引締め期とは様変わり動きとなったため、金融機関全体の貸出増加額はわずかながら前年を上回ることになった。このような規制対象外金融機関の貸出増加は、①41年ごろまでは大企業の資金需要の停滞から資金運用難に陥っていた信託銀行(信託勘定)、生命保険が積極的

〔第4図〕

企業規模別貸出残高増加率の推移



(注) 全金融機関、四半期月末平均の対前期比。含み貸出、季節変動調整済み。

(第9表)

金融機関貸出増加額の推移

(単位・億円、カッコ内は前年同期比・%)

	総計	(注1) 本行貸出増加 額規制対象金 融機関	うち 都市銀行	対象外金融機関
(今 回)				
42年7～9月	17,643 (17.0)	9,152 (5.2)	4,701 (- 3.3)	8,491 (33.0)
10～12月	18,388 (10.1)	8,177 (- 8.6)	4,448 (- 8.4)	10,211 (31.8)
43年1～3月	10,583 (- 0.4)	5,291 (- 17.0)	3,041 (- 13.8)	5,291 (24.6)
4～6月	8,319 (7.3)	3,962 (- 16.7)	2,081 (- 17.0)	4,357 (45.4)
7～9月	15,941 (- 9.7)	7,135 (- 24.1)	3,667 (- 22.0)	8,806 (6.9)
42年10～ 43年9月	53,231 (+ 1.0)	24,565 (- 16.0)	13,237 (- 15.1)	28,665 (+ 22.1)
43年10～ 12月	(注2) — (+ 23.8)	11,584 (+ 41.7)	5,865 (+ 28.0)	(注2) — (+ 8.5)
(前 回)				
39年1～3月	6,872 (- 13.7)	4,108 (- 3.4)	2,458 (- 4.9)	2,764 (- 25.5)
4～6月	5,636 (- 19.9)	3,714 (- 11.5)	2,457 (- 5.3)	1,922 (- 32.4)
7～9月	10,136 (- 17.4)	5,729 (- 8.8)	3,724 (- 2.4)	4,407 (- 26.5)
10～12月	11,997 (- 10.2)	6,872 (- 10.3)	4,400 (- 8.2)	5,125 (- 10.2)
39年中	34,641 (- 14.8)	20,423 (- 8.8)	13,139 (- 5.5)	14,218 (- 22.1)

(注1) 全国銀行銀行勘定、信託勘定、相互、信金、農中(系統外)、共済連(系統外)、商中、生保の合計。含み貸出調整済み。

(注2) 43年10～12月については計数判明分のみを前年同期に対して比較した。

な貸出態度に転じたこと、②前述のようにコール・レートが比較的低水準に推移したこともあって、相互銀行、信用金庫、農林系統機関などが、長期的な観点から、営業基盤の拡充強化を目ざして積極的な融資方針を採ったこと、などによるものである。

第2に、中小企業の設備投資は大企業にきまがけて盛り上がりを示しただけに、42年の終わりごろからはばつばつ鎮静期入りの様相を呈し、これを主因に中小企業の資金需要が相対的に低下し、大企業向けの貸出を増加させる一因となったこともあげられる(第4図)。

第3には、外資による資金調達が増加した中

かなり計上されていると思われることである。民間企業が直接取り入れる外資の大宗をなす民間インパクト・ローンの流入額は、42年10月から43年9月までの1年間に355百万ドル、円貨換算1,278億円(前年は121百万ドルの流出)に上り、都市銀行のほぼ1か月分の貸出増加額に匹敵する資金が企業の手元に流入したことになる。これはあとに述べるように、わが国経済の対外信用が高まっている状況の下で、先行き金融の逼迫を見越して大企業が42年の秋口以降積極的に外資の取入れに乗り出したためにほかならない。

以上のように今次引締め期間中の企業金融は、設備投資の増大を背景とした借入れ依存度の上昇によって特徴づけられるが、これは事後的にみた企業側の資金需給を示すものであって、必ずしも企業金

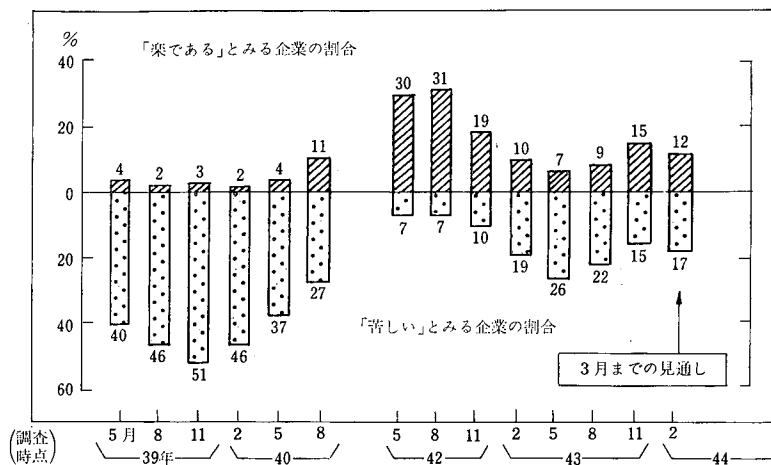
融の繁閑の度合いを示すものではない。

そこで、本行の短期経済観測によって企業の資金繰りに関する判断をみると、第5図のように、42年9月の引締め開始以降資金繰りが苦しいとする企業の割合は、大企業、中小企業とも増加に転じたものの、その割合は前回の引締め期と比べればかなり低く、企業金融は、今回の引締め期間中、総体としてそれほど逼迫しなかったとみることができよう。その後、昨年夏の公定歩合引下げを境として、8月、11月と調査時点を追うごとに「楽である」とみる企業の割合が増加しているが、ただ、11月時点の調査で注目されるのは、調査時点における企業の本年3月までの見通しが、

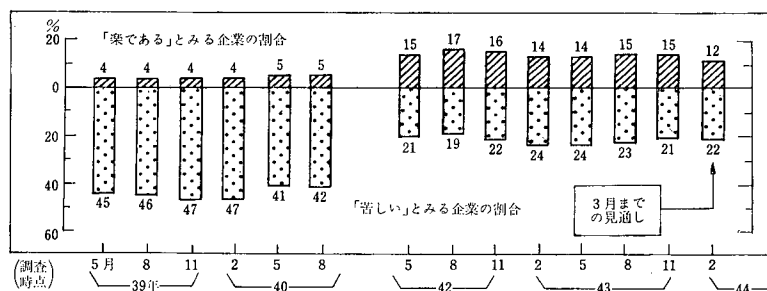
〔第5図〕

企業の資金繰り判断(回答会社構成比)

1. 大企業



2. 中小企業



一貫して緩和方向に向かわず、大企業、中小企業とも若干なりとも「苦しい」とみるものの割合が増加している点である。これは既発債市場の項でも述べたように、公定歩合引下げ前後にみられた企業側の過大な金融緩和期待が、日がたつにつれて薄らぎつつあることの現われとみられる。その背景には、昨年9月末の貸出増加額規制廃止後も、都市銀行などに対して資金ポジションを重視した指導が継続され、これに伴って、とくに都市銀行では貸出についてかなり抑制的な態度を続けていること、引締め期間中積極的な融資態度で臨んできた信託銀行(信託勘定)や生命保険、農林系統機関では、むしろここにきて余資の減少などから貸出を押えぎみにする向きもみられるに至っていることなどの諸事情が見いだされる。

最後に、公定歩合引下げ後企業金融に関連した重要な変化の一つとして、貸出金利の低下を指摘できる。今回の引締め期間中における貸出約定平均金利(全国銀行)の上げ幅(ピークまで0.067銭)は前回(同0.088銭)、前々回(0.100銭)に比べて小幅にとどまったが(43年6月号「昭和42年度金融経済情勢の回顧」参照)、昨年8月の公定歩合引下げ直後における下げ幅はかなり急速で、たとえば、公定歩合引下げ直後2か月間における下げ幅は0.024銭と、公定歩合の引下げが月末近くに行なわれた前々回(0.015銭)はともかく、前回の第1次公定歩合引下げ時の0.006銭を大きく上回った。これは、当時銀行が本格的な金融緩和を見越して貸出先確保にかなりの意欲を示し、一方企業

側でも、緩和ムードに乗じて早急な利下げを要請する向きも少なくなかったことなどの事情を物語っている(第10表)。しかしながら、公定歩合引下げ後も銀行に対し貸出面を重視したポジション指導が実施され、公定歩合の再引下げ期待もおおむね払拭されるに及んで、貸出約定平均金利の下げ足は急速に鈍ってきている。ちなみに、公定歩合の下落幅1厘当りの貸出約定平均金利の下落幅(各金融緩和期最後の公定歩合引下げ後4か月めまでの下落幅で算定)をみると、第10表のとおり、前回は若干上回っているとはいえおおむね前々回に近く、公定歩合引下げ直後にみられたような較差はうかがわれない。このようにみえてくると、貸出金利の動きに現われた限りでは銀行側の融資態度も、企業の資金繰り感と同様一時急速な引きゆ

(第10表)

全国銀行貸出約定平均金利の下落状況

(1) 第1次公定歩合引下げ直後の下落幅

(単位・銭、カッコ内は都銀)

公定歩合引下げの年月	引下げの当月の下落幅	引下げの翌月の下落幅
37年10月(引下げ幅1厘)	0(0)	0.015(0.021)
40年1月(〃)	0.003(0.003)	0.003(0.005)
43年8月(〃)	0.009(0.014)	0.015(0.021)

(2) 金融緩和期における公定歩合1厘当りの下落幅

金 融 緩 和 期	公定歩合1厘当りの下落幅
37年10月～38年8月(引下げ幅4厘)	0.037(0.048)
40年1月～40年10月(〃 3厘)	0.030(0.039)
43年8月～43年11月(〃 1厘)	0.038(0.053)

るみを示したものの、その後は緩和傾向が足踏みしていることを示しているようである。

(第11表)

引締め開始前および解除前の主要経済指標

(引締め開始前および解除前(引締め月および解除月を含まず)3ヵ月の各指標の平均)

	今 回 (引締め42/9) (解除43/8)		前 回 (引締め39/3) (解除40/1)		前々回 (引締め36/7) (解除37/10)		前々々回 (引締め32/3) (解除33/6)	
	引締め前	解除前	引締め前	解除前	引締め前	解除前	引締め前	解除前
鉱工業生産(前年同月比・%)	19.1	18.6	21.8	11.3	19.4	5.2	22.6	— 4.7
〃 出荷(〃)	18.3	16.7	18.8	10.8	19.7	4.3	20.8	— 1.2
〃 製品在庫(〃)	6.7	22.5	6.5	17.6	18.2	36.0	— 5.5	52.8
鉱工業製品在庫率指数(40年基準)	82.4	87.8	89.8	95.1	79.1	102.6	67.7	103.7
輸入素原材料在庫率指数	95.5	96.2	126.8	104.5	146.1	144.6	(注1) 109.8	(注1) 153.8
一般資本財出荷(前年同月比・%)	29.6	28.4	18.2	15.3	30.8	0.5	(注2) 51.0	(注2) — 6.3
輸出(IMFベース、前年同月比・%)	6.8	25.6	16.4	30.7	4.7	21.7	(注3) 11.8	(注3) 0.4
輸入(〃)	25.0	11.7	37.5	2.1	30.7	— 12.5	(注3) 47.5	(注3) — 38.1
貿易収支じり(季節調整済み・百万ドル)	85	212	△ 45	98	△ 48	48	△ 112	△ 2
基礎収支じり(貿易収支季節調整済み・百万ドル)	△ 94	118	(注4) 93 39/1～3月	12	△ 70	46	—	—
工業製品卸売物価指数(40年基準)	102.7	103.0	100.4	99.9	101.4	98.3	109.1	100.2
銀行券平残(前年同月比・%)	16.4	16.4	18.1	14.5	22.9	14.6	14.3	3.1
全国百貨店売上高(前年同月比・%)	14.9	16.2	17.0	11.4	25.3	16.7	24.5	8.0

(注1) 35年基準指数による。
(注2) 35年基準指数資本財(輸送機械を含む)。
(注3) IMFベース統計未作成のため通関統計による。
(注4) 四半期別統計による。

2. 経済実体面の動向

43年の実体経済は前年に引き続いて高いテンポの拡大基調をたどり、引締め緩和の年としてはきわめて異例な姿を示した。金融引締めの緩和にあたって、政策判断の基礎となるべき各種の経済指標の水準(緩和前3ヵ月の平均)をみると、鉱工業生産は前年比+18.6%、設備投資の動向を反映する一般資本財の出荷は前年比+28.4%、個人消費の動きをある程度推察しうる全国百貨店売上高は+16.2%と、いずれもきわめて高い伸び率を示し、しかも引締め開始前の伸び率と比べていずれもほとんど衰えをみせていない(第11表)。前回、前々回にはこれらの経済指標の伸び率が総じて大幅に鈍化したのに比べると、きわめて対照的な動きを示している。ただこうしたなかにあって、国際収

支が輸出の急増を主因に著しい好転を示したため、42年9月国際収支の均衡回復をおもなねらいとして実施された今回の金融引締め政策は昨年8月以降緩和されるに至ったが、上記のような国内経済の動向にもかんがみ、依然警戒的な政策態度が続けられている。

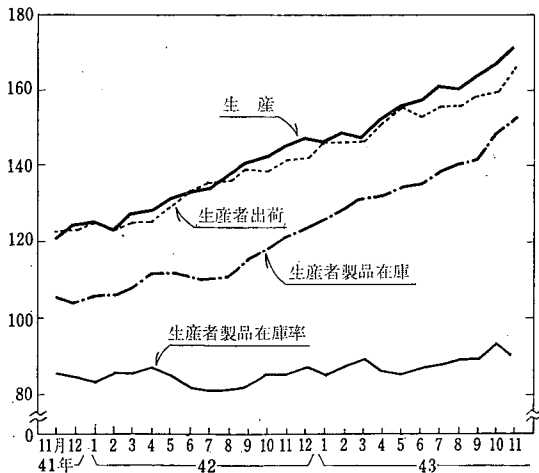
生産、出荷は高いテンポの増勢を持続

まず、鉱工業生産、出荷の動向を通産省調べの指数によってみると、年間平均の対前年比増加率は、生産で+17.7%、出荷で+16.3%と、それぞれ42年の伸び率(生産+19.4%、出荷+17.5%)にはやや及ばないとはいえ、かなり高いテンポの増加を示した。年間の推移をみると第6図のとおりで、年初公定歩合の再引上げ直後、内外のきびしい情勢に対処した産業界全般における先行き警戒観の台頭、とくに流通段階における在庫調整の進展などを反映して、生産、出荷の伸び率はやや鈍化した。その後は輸出の急増が生産、出荷の伸びをささえる大きな要因となり(第12表)、またこれに伴う国際収支の好転が、ビジネス・マインドを再び強化させたこともあって、4～6月以降の経済活動は再び急速な高まりを示し、その後生産はほとんど一貫して高い伸びを続けている。

ただこうしたなかにあってやや注目される点

〔第6図〕

鉱工業生産、出荷、在庫、在庫率の推移



(注) 昭和40年基準、季節調整済み指数。

は、年央まで生産とほぼ同じテンポの伸びを示してきた出荷が、6～7月を境にしばらく生産の伸びを下回るに至り、このため、昨年後半にはいり生産者製品在庫の増勢がかなり強まってきたことである。

こうした製品在庫の増勢は、昨年10～11月以降にみられた鉄鋼、繊維等の主力商品の市況軟化とともに、いわゆる「景気のかげり」現象として巷間問題となったが、在庫増加の内容ならびにその後の出荷の動きをし細にみると、①9月以降の出荷の伸びは生産の伸びとほぼ一致するに至っていること、②在庫増加品目の中には出荷の伸びの著しいものが多く、とくに、従来極端な在庫不足傾向を示していた量産機械類等については、なんとか適正在庫水準にまで回復しようとするメーカー側の意欲も強く、これらはいわゆる前向きの在庫とみられること、③反面、出荷不振に基づいて在庫が増加しているとみられるものは、トラック等一部の限られた品目にすぎず、さらに、こうした性格の在庫増加品目がその後拡大する傾向は認められないこと、④従来の景気後退期においては生産財に著しい在庫増加が見られたが、今回の在庫増加は主として投資財、消費財が中心となっていること、などからみて、こうした在庫増加を、近い将来における景況鈍化のきざしという意味での「景気のかげり」として大きく取り上げることは妥当でないように思われる。また製品在庫率指数

(第12表)

輸出増の出荷増に対する寄与度

(前年同期比、単位・%)

		総 出 荷	輸出向け	国内向け
41	年	13.6(100.0)	1.8(13.2)	11.8(86.8)
42	〃	17.5(100.0)	0.5(3.1)	17.0(96.9)
43	〃	16.3(100.0)	2.0(12.2)	14.3(87.8)
43年1～3月		3.8(100.0)	0.6(16.9)	3.2(83.1)
4～6〃		5.3(100.0)	1.1(21.4)	4.2(78.6)
7～9〃		2.3(100.0)	0 (0.6)	2.3(99.4)
10～12〃		3.4(100.0)	0.5(13.4)	2.9(86.6)

資料：通産省調べ「鉱工業出荷内訳表」。

(昭和40年平均＝100)の水準でみても、12月末現在で94.9と前年同月(87.6)を多少上回っているとはいえ、それほど高い水準とはみられない。

結局、43年後半の製品需給は、今次景気上昇初期(42年前半)にみられたような著しく引き締まった状態からは脱しており、ごく部分的にはトラックや、暖冬による一部繊維製品、家電製品等ゆるみがちなものも散見されるが、なお需要超過ぎみのものも少なくなく(機械類や建設資材の一部など)、大勢としてはいくぶん引き締まりぎみの基調を維持しているものと思われる。

43年の生産、出荷の水準を大きく引き上げた要因がなんであったかを財別の動向によって概観してみると、第13表のとおり前年に比べて生産財、非耐久消費財の伸びが鈍り、反面一般資本財と耐久消費財の伸び率が大きく上回っている。こうした傾向は、すでに42年においてもかなりうかがわれたところであるが、これは、景気の成熟とともに企業の生産、出荷活動をささえる要因が、生産財等を対象とする企業の在庫投資から一般資本財を対象とする設備投資へと移行しつつあること、ならびに41年以降における耐久消費財需要の息の長い増勢が、今回の景気上昇を持続性のあるもの

(第13表)

生産、出荷の財別増加率と増加寄与率

(前年比、単位・%、カッコ内は増加寄与率)

	生 産			出 荷		
	41年	42年	43年	41年	42年	43年
一般資本財	11.1 (10.9)	29.6 (19.4)	29.9 (22.7)	9.8 (8.3)	28.0 (17.9)	27.9 (20.6)
資本財輸送機	12.5 (6.8)	28.0 (10.3)	15.7 (6.6)	19.9 (10.1)	19.3 (8.4)	21.3 (9.6)
建設資材	13.4 (9.3)	17.8 (8.5)	17.3 (9.3)	13.9 (8.6)	15.6 (7.5)	17.6 (9.4)
耐久消費財	20.7 (14.7)	30.7 (15.8)	30.9 (17.0)	18.7 (12.1)	28.3 (14.9)	29.8 (16.8)
非耐久消費財	10.0 (16.8)	7.0 (7.8)	7.3 (9.5)	11.2 (20.8)	8.1 (11.5)	6.4 (10.3)
生産財	14.1 (41.5)	18.2 (38.2)	15.3 (34.9)	14.2 (40.2)	18.0 (39.8)	13.6 (33.3)
鉱工業	13.2 (100.0)	19.4 (100.0)	17.7 (100.0)	13.7 (100.0)	17.5 (100.0)	16.3 (100.0)

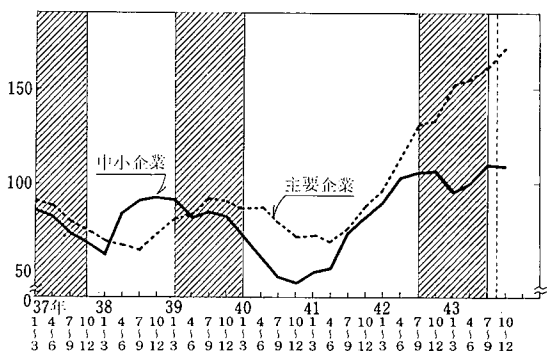
としたことを示している。

増勢続く設備投資

このたび発表された政府経済見通しによると、43年度の設備投資は、42年度に急増(+32.9%)を示したあとも前年度比+22.1%という高い伸びを示すものと予想され、また現に各種の設備投資計画アンケート調査の結果や、設備投資の動きをよく反映する一般資本財出荷のこれまでの動向などからみても、おそらく上記の線を達成ないしはこれを上回る伸びを示すこととなる公算が大きい。このような41年初来3年続きの大規模な設備投資の拡大は、岩戸景気の際の設備投資の盛り上がり(34年度+29.9%、35年度+45.5%、36年度+31.0%)には若干及ばないとはいえ、これにかなり匹敵するものといつてよい。

〔第7図〕

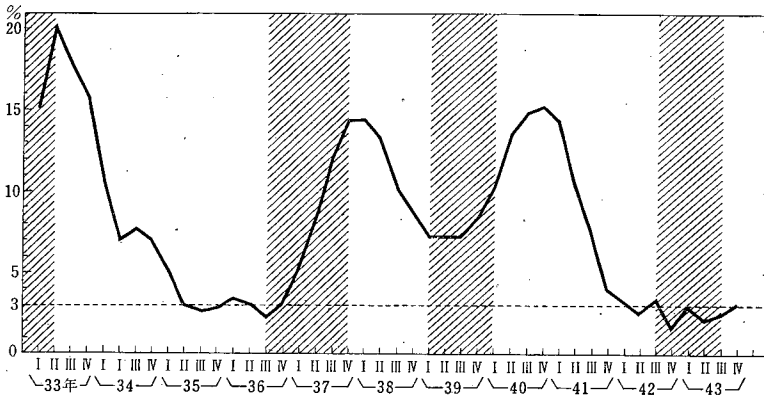
設備投資の推移



今回の設備投資がこのような盛り上がりを示すに至った経緯をみると、周知のとおり、わが国経済は39年末から40年にかけて投資沈滞期にはいったが、この間にあっても個人消費、住宅投資、財政支出などのいわば第一次的な最終需要は、個人可処分所得の増大、個人資産蓄積の進展、公共投資の増大などを背景に着実な増加を続けた。このような投資の沈滞と最終需要漸増の結果、一時相当な規模にまで拡大した需給ギャップ(供給超過の幅)は漸次縮小し、41年初めごろからかなりの業種で供給能力の不足が徐々に表面化するに至り、これが今回の設備投資上昇の発端となった。

〔第8図〕

需給ギャップ率の推移



(注) 43年は一部推計。

(第14表)

消費財出荷の増減率および増減寄与率

(単位・%)

		36～37年	38～39年	42～43年
四半期平均増減(△)率	消費財	2.4	2.6	2.8
	耐久消費財	3.4	4.2	5.6
	電気機械	2.2	4.0	6.6
	輸送〳	△ 4.0	7.3	6.2
	精密〳	5.1	3.2	1.9
	その他	4.6	5.0	3.8
	非耐久消費財	2.2	2.2	2.6
	化学	2.5	△ 0.7	2.7
	繊維	2.1	3.3	0.1
	食料品・たばこ	2.4	2.4	1.1
増減(△)寄与率	消費財	100.0	100.0	100.0
	耐久消費財	12.8	42.2	63.6
	電気機械	9.2	13.1	31.9
	輸送〳	△ 12.9	16.3	22.0
	精密〳	7.8	4.2	2.1
	その他	8.7	8.6	7.6
	非耐久消費財	87.2	57.8	36.4
	化学	13.6	△ 2.5	5.6
	繊維	7.5	8.9	0.3
	食料品・たばこ	50.1	37.8	16.0
	その他	16.0	13.6	14.5

(注) 42～43年の計数は、43年10～11月の平均を41年10～12月の平均と比較して算出したもの。

ちなみに、需給ギャップ率(生産能力ー生産実績/生産能力)の推移をふり返ってみると、40年後半15～16%に達した需給ギャップ率がその後急速に縮小し、42年はじめから現在に至るまで3%前後というきわめて低い水準で推移している(第8図、なお需給ギャップについての詳細は、43年12月号「最近における民間設備投資堅調の背景と問題点」参照)。

しかし、このように発端から急速な盛り上がりを見せた今回の設備投資が、大規模かつきわめて息の長いものとなっている理由については、以上のような需給面の要因のみでは説明しきれないものがあり、すでに一般に論じつくされているように次の諸要因が指摘されよう。

まず第1に、今回の景気上昇期にあっては、乗用車、カラーテレビ、クーラーなどの新しい高額の耐久消費財が普及本格化の初期段階にきしかかってきたこともあって、消費需要の増加分が設備集約度の高い耐久消費財産業に集中したと考えられること(第14表)、換言すれば、消費の設備投資誘発率が一段と上昇したのではないかと推定されることである。こうした消費需要の増大が、直接自動車、電機などの消費直結産業の設備拡張をもたらし、これがひいては、石油化学、石油精製、鉄鋼などの基礎資材部門の設備投資を相当程度誘発したことは想像にかたくないところであろう。

第2は、企業のコスト引下げ、競争力強化のための努力が、設備の大型化、省力化などの形をとって急速に進められてきたことである。量産によるコスト引下げ効果の追及が、たとえば鉄鋼における3千トン高炉、石油化学の分野におけるエチレン30万トン設備など、従来よりもいっそう大規模なプラントの建設を誘発していることは周知のとおりであるが、これらの設備は単に規模が大き

いだけでなく、工期も2～3年と長期にわたるものが多いため、これが今回の設備投資の足どりを相当根強いものにさせたとみられる。またこれと並んで、頃来の人手不足、賃金高を背景に労働代替投資が各分野において盛り上がりを見せていることも見のがせない。もちろん、このほか設備投資動向を左右するものとして資金調達の問題と企業収益の問題がからんでいる点は見のがせないが、基本的にはやはり以上の諸事情にみられるように、設備投資自体のなかにその盛り上がりを促す必然性が内蔵されているものとみてよかろう。

このように最近の設備投資は、41年以来の設備投資の大きな盛り上がりの過程の一部としてとらえられるが、43年度の設備投資の特徴点としては次の諸点が指摘できる。

(第15表)

第15表は、本行「主要企業短期経済観測」対象企業の設備投資の実績と計画(調査時点43年11月)とを掲げたものであるが、これによると、42年度の設備投資に主導的な役割を果たしたといわれている鉄鋼、自動車、化学、石油精製の比重が、43年度には自動車、鉄鋼の伸び率鈍化を主因に低下し、これらに代わって非製造業、とくに電力の台頭が目だってきたほか、製造業については、増加寄与度が各業種にまんべんなく分散する傾向を示してきたことが指摘される。これは設備投資が、消費などの第一次的な需要に強く主導された段階から、景気の成熟とともに漸次他業種へ波及してきたことを示すものとして注目されるが、今後こうした業種間のバランスが、お

おむね現在の姿のままで推移するか、あるいは、たとえば電力、石油化学など少数の業種が主導する型へと変容していくかは、投資財需要の型を大きく左右し、今後の産業間の景況較差を占ううえで重要なポイントになるものと思われる。

第2は、42年の金融引締め開始後、頭打ちから減少に転じていた中小企業製造業の設備投資が、金融緩和期待の強まった43年4～6月から再び増勢を示し、最近も高水準に推移していることである(前掲第7図参照)。中小企業製造業の設備投資は30年代後半以降についてみるかぎり、かなりサイクリカルな傾向が強いが、このような43年中の動きには特殊なものがあり、中小企業製造業の設

業 種 別 設 備 投 資 (工事ベース)

(単位:億円、カッコ内は前年度比増減(△)率・%)

業 種	42 年 度 実 績		43 年 度 計 画	
		寄 与 率	(11 月 調 査)	寄 与 率
全 産 業	25,990(38.6)	100.0	31,625(21.7)	100.0
製 造 業	16,686(57.8)	85.2	20,760(24.4)	72.3
織 維	1,149(62.5)	6.4	1,407(22.5)	4.6
(綿)	365(57.3)	1.9	478(31.0)	2.0
(化 合 織)	712(69.1)	4.2	835(17.3)	2.2
鉄 鋼	4,147(67.8)	24.4	5,181(24.9)	18.3
(普 通 鋼)	3,913(68.2)	23.1	4,825(23.3)	16.2
非 鉄	726(25.4)	2.1	948(30.6)	3.9
一 般 機 械	561(80.2)	3.4	821(46.3)	4.6
電 気 機 械	1,238(82.5)	8.1	1,603(29.5)	6.5
造 船	762(73.2)	4.7	968(27.0)	3.7
自 動 車	2,236(82.1)	14.7	2,366(5.8)	2.3
化 学	2,518(31.1)	7.5	3,057(21.4)	9.6
(無 機)	642(41.1)	2.7	810(26.2)	3.0
(有 機)	1,439(21.8)	2.9	1,695(17.8)	4.5
石 油	1,020(75.6)	6.4	1,395(36.8)	6.7
パ ル プ ・ 紙	568(25.4)	1.7	685(20.6)	2.1
窯 業	560(50.4)	2.6	823(47.0)	4.7
食 料 品	592(10.7)	0.7	718(21.3)	2.2
石 炭 鉱 業	302(△ 1.3) △	0.1	290(△ 4.0) △	0.2
卸 売 ・ 小 売	833(57.3)	3.6	989(18.7)	2.8
私 鉄	1,164(16.1)	2.3	1,271(9.2)	1.9
海 運	1,315(7.4)	1.3	1,457(10.8)	2.5
電 力	3,951(7.0)	3.7	4,722(19.5)	13.7
建 設 ・ 不 動 産	458(15.3)	0.8	485(5.9)	0.5

資料: 本行「主要企業短期経済観測」(調査対象企業は536社)。

備投資は、民間設備投資中に占めるウェイトとしてはさほど大きくないとはいえ、大企業の設備投資に対して先行性をもっているだけに、これが今後どう動くか十分注目する必要がある。

以上みてきたように、42～43年の設備投資は総体としてみれば、この間引締め政策が実施されたにもかかわらずほぼ一本調子の増勢をたどってきたが、しかしこれをもって今回の引締めが、設備投資に対して全く影響を及ぼさなかったとの見方は必ずしも当を得たものではない。中小企業製造業の設備投資が、引締め開始後増勢鈍化から減少へ向かったことはすでに指摘したとおりであるが、大企業についても、43年初の公定歩合再引上げ前後から投資態度がいくぶん慎重化した。これは当時実施された各種の設備投資アンケート調査結果において、43年度下期の設備投資が前期比相当の減少を示すと見込まれていたことや、当時の経営者の発言などからある程度うかがうことができ、また、1～3月の機械受注(海運を除く民需)が前期比-17.0%というかなりの減少を記録したことも現われている。ただ、国際収支の急速な好転が、早くも4～6月以降産業界に金融緩和期待感を生ぜしめ、1～3月の設備投資態度の変化が具体的に工事テンポの鈍化に結びつくまでに至らず、また、機械受注についてもそれまで受注残が累増していた関係から、一時的な受注減が機械の出荷減を招くことなく終わり、このため、大企業の設備投資は表面ほとんど引締めの影響を受けないような結果となったわけである。

穏やかな動きを示した在庫投資

このような設備投資の動きに対して、民間在庫投資面では43年1～3月を中心に、軽微ではあったが引締めの影響

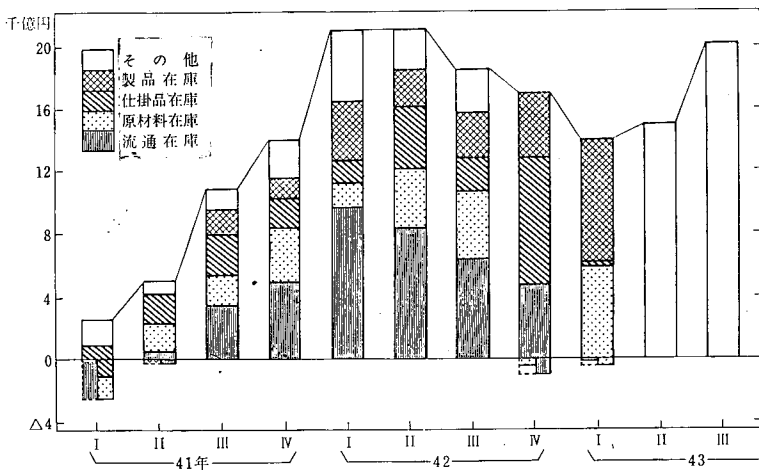
が現われた。

今回の景気上昇期における在庫投資の動きをふり返ってみると、GNPベースの在庫投資額は40年7～9月に570億円とボトムに達したあと、総需要の拡大につれて増加を示し、42年1～3月には2兆1,087億円という未曾有の高水準に達した。その後42年4～6月以降はさすがに減少傾向を示し、ボトムの43年1～3月(1兆4,012億円)まで4四半期連続の減少となったが、ピークからの減少テンポは四半期率-7.5%と、前回(同-24.0%)、前々回(同-36.5%)に比べてはるかにゆるやかなものであった(第9図)。

このように今回の在庫投資については、①すでに引締め前から減少に転じていたこと、②それにもかかわらず、ピークからボトムまでの減少の度合いが過去の引締め期に比べて軽微にとどまったこと、の2点がその特徴として指摘できるが、このような動きを生じたのは主として引締め前、生産能力の不足により、生産者の在庫積み増し意欲にもかかわらず製品在庫投資が伸び悩んだため、換言すれば、一部に意図せざる在庫減少が生じたためと考えられる。したがって、意図的な行動としての在庫調整が生じたのはむしろ前回、前

〔第9図〕

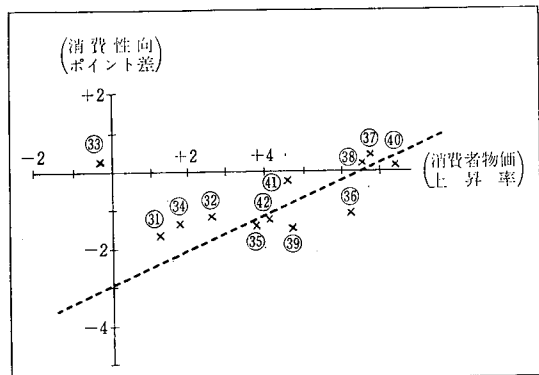
形態別在庫投資額の推移



- (注) 1. 点線で囲んだ部分は在庫の減少を示す。
2. 43年4～6月以降は形態別の在庫投資額未詳。

〔第12図〕

消費性向と消費者物価との関係(31～42年度)



(注) 1. 人口5万人以上都市勤労者世帯家計調査ベース。
2. ○内の数字は年度を示す。

者物価上昇の影響である。消費者物価の上昇は実質可処分所得を引き下げ、消費水準に変化がなければ消費性向を引き上げることになるばかりでなく、貯蓄に対する不信感をも醸成することによって消費を刺激するなど、種々の経路を通じて消費性向に影響を与えるものと考えられ、第12図にみられるように両者の相関度はかなり高い。

農家の消費性向は、農家家計調査の遅れから43年の動向はなお明らかではないが、42年の農家所得が生産者米価の大幅引上げもあって急増を示し、これが43年の消費態度に大きな影響を及ぼすものとみられることなどから、勤労者世帯同様上昇が予想される。

3. 物価の動向と労働情勢

卸売物価は落着きぎみに推移

43年の卸売物価は、鉄鋼、繊維、非鉄、石油等のいわゆる市況商品が、一高一低はあったものの、総じて供給力の増大を反映して落ち着いた動きを示したため、米、酒類、たばこ等についていわば制度的な値上げが大幅であったにもかかわらず、総じて落着きぎみとなり、年間平均の上昇率は0.8%と、42年の上昇率(1.9%)に比べて半分以下にとどまった。しかも43年については、42年からのいわゆるゲタ(前年末の水準と前年平均水準との差)が1.1%にも上っていたため、43年自体の

動きとしてはむしろ-0.3%とわずかながら下落を示したことになる。

年間の推移をみると、年初1～2月は非鉄、木材等が42年後半に続いてかなりの騰勢を持続したため全体では小幅の上昇をみたが、その後は、これらの商品が海外市況の下落(銅)などから反落に転じ、また鉄鋼、繊維等の主力商品が、ユーザーや流通段階の在庫調整の影響を受けて下落を続けたため、総平均指数は年初来7月までに0.8%の下落となった。その後、8月以降は金融緩和による先行き期待感から主力商品が反騰に転じたうえ、米価の引上げなどもあって上昇(8～12月間+1.0%)を示した。もっとも、この騰勢もさして強いものではなく、11月以降は鉄鋼、繊維等の市況軟化もあって大勢保合いのうちに推移している。

(第16表)

卸売物価の推移

(単位・%)

	前年比上昇率		
	41年平均	42年平均	43年平均
食料品	3.6	1.7	5.2
繊維品	1.3	5.9	0.9
鉄鋼	1.1	2.4	— 6.8
非鉄	23.2	— 11.0	1.2
金属製品	0.7	3.4	0.6
機械器具	0.4	0.5	0.2
石油・石炭	— 1.8	— 0.9	0.7
木材・同製品	8.0	11.8	6.4
窯業製品	2.1	3.7	1.8
化学製品	— 2.9	— 1.4	— 2.0
紙・パルプ	1.5	1.8	— 1.1
雑品目	2.4	3.0	0.9
工業製品	1.7	1.2	0.3
うち大企業性	1.0	0.1	— 0.6
中小企業性	3.9	4.2	2.5
非工業製品	5.7	4.4	3.4
総平均	2.4	1.9	0.8
ゲタ	0.5	1.0	1.1
当年分	1.9	0.9	— 0.3

(注) 本行調べ。40年=100。年平均指数による。

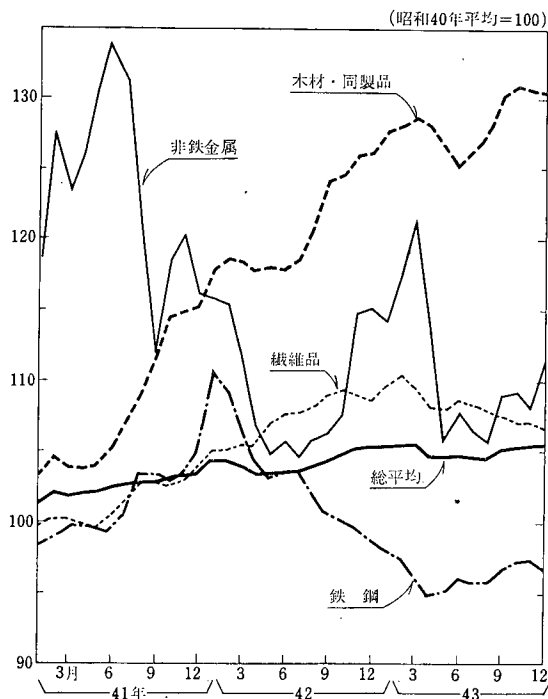
43年の卸売物価の特徴としては、まず第1に、非工業製品が42年(+4.4%)ほどではないにせよ、引き続きかなりの値上がり(+3.4%)を示していることがあげられる。これについては、とくに42年10月の米代金の大幅値上げが響いているほか、豚肉等その他の食料品の値上がり、木材(原木)の続騰などによるもので、卸売物価全体の上昇に対する非工業製品の寄与率は75%にも達している。とくに、このうち米による寄与率はほぼその半ばに当たる36%ときわめて高い点が注目されよう。

第2は、工業製品については前年に引き続き中小企業性製品の上昇(+2.5%)が目だっている点である。これは木製品、衣類、加工食品や酒類等の値上りを反映したものであるが、基本的には、中小企業の賃金コスト上昇が根強く影響しているものと思われる。

第3は食料品の著しい値上がりである。ただ43年の食料品の値上がりはやや特殊で、すでに指摘した米のほか、酒、たばこという、価格決定につ

〔第13図〕

卸売物価指数の推移



いて制度的な要因が強い3品目の寄与率が、食料品の値上がり全体の73%を占めている点は見のがしえないところといえよう。

このように値上がりの目だったものもあったとはいえ、43年の卸売物価は大企業性工業製品の下落(-0.6%)から総体として落ち着いた動きを示したが、これをやや長い目で、景気調整策発動以降の動きとしてとらえると、前々回までの景気調整期にみられたような下落が生じなかったことは注意を要する点であるといえよう。これには今回の景気調整自体が軽微であったことも少なからず影響しているが、基本的にはさきにも述べたように、米価など制度的要因による物価上昇の影響が強まっているうえ、卸売物価全体としても下方硬直性が強まっているという事実にとくに留意すべきであろう。

顕著な消費者物価の上昇

43年の消費者物価(東京、以下同じ)は、年間平均で+5.6%と大幅な上昇を示した。41年(+4.8%)、42年(+4.1%)に騰勢がやや鈍化していたのが、ここに来て再び36~40年の上昇テンポにもどった形となっている。

このように43年の消費者物価が再び大幅な上昇を示したのは、42年後半の米代金や各種公共料金(都電、都バス、診療報酬等)の上昇によるところが大きい。第17表にみるとおり、43年の上昇率のうち前年からのいわゆるゲタは3%に上っており、43年自体の上昇分は2.6%と、ほぼ前年(2.7%)並みとなっているのはこうした事情に基づくものである。

43年の消費者物価上昇の内容を費目別にみると、まず第1に米代金の上昇の影響が目だっている。消費者米価は42年10月に14.4%、43年10月に8.0%の引上げが行なわれたが、これを主因に、米・麦は43年中12.3%の上昇となった。また消費者米価の上昇を直接の契機として、外食費の引上げや加工食品の値上げなどが行なわれたケースも多い。この意味から、いまかりに外食費の上昇をすべて米代金引上げの影響とみると、米代金引上

げの影響は、米・麦の上昇と外食費の上昇を合わせて、消費者物価全体の上昇に20.6%の寄与をしたことになる。42年と43年の消費者物価上昇率の差は1.5%ポイントに上っているが、米・麦と外食費とを除いてこの両年の消費者物価上昇率の差を算定してみると0.7%ポイント程度となり、米代金の上昇が43年の消費者物価騰勢の強まりの半ばをささえたといっても過言ではない。

第2に、工業製品が、上昇幅としては農林畜産製品やサービスには及ばないものの、42年に比べて騰勢が相当強まった点は注目を要する。これについては、とくに43年にはいってから、たばこ(ピース5月+25%)、酒類(ビール5～9月間+7.0%、一級酒4～6月間+10.5%)、新聞(11月+13.8%)など制度的色彩の強い値上げがあい

(第17表)

消費者物価上昇率および同寄与率
(特殊分類—東京)

(単位: %)

	上 昇 率			上 昇 寄 与 率		
	41年	42年	43年	41年	42年	43年
商 品	3.4	4.1	5.8	44.2	63.2	64.9
・ 農 水 畜 産	2.9	7.2	7.7	11.0	32.6	26.6
(米 ・ 麦)	7.0	3.8	12.3	7.3	4.9	11.5
(生 鮮 品)	1.3	8.5	6.1	3.7	27.7	15.1
工 業 製 品	3.6	2.8	4.8	33.2	30.6	38.1
(食 料 品)	2.5	3.1	5.9	9.5	13.7	18.9
うち 大 企 業	0.7	1.1	2.1	0.9	1.6	2.2
中小企業	3.4	4.2	7.6	8.6	12.1	16.7
(織 維)	4.6	2.9	4.6	9.1	6.6	7.9
(耐 久 財)	0.3	1.0	1.1	0.2	0.6	0.5
(そ の 他)	4.8	2.8	4.4	14.4	9.7	11.0
うち 大 企 業	5.1	0.6	4.0	8.4	1.1	5.4
中小企業	4.5	5.5	5.0	6.0	8.6	5.6
サ ー ビ ス	7.5	4.0	5.3	55.8	36.8	35.1
民営家賃地代	13.2	5.7	1.2	9.1	5.0	0.8
公 共 料 金	5.2	1.9	3.6	14.4	6.2	8.7
対個人サービス	8.0	5.3	6.9	32.3	25.6	25.6
(外 食 を 除 く)	9.7	5.5	5.7	18.4	21.4	16.5
(外 食)	2.0	4.1	12.3	13.7	4.2	9.1
総 合	4.8	4.1	5.6	100.0	100.0	100.0
うち 前年からのゲタ	1.8	1.4	3.0			

ついで行なわれたことがかなり響いているものと思われ、前記の米代金をも含めて、このような公共性格の強い品目の価格上昇については、今後いっそうの政策的配慮が必要と思われる。

第3に、42年中1.9%の上昇にとどまっていた公共料金が、43年には再び+3.6%と騰勢を強めたことが指摘される。これは、都電(42年10月+33.3%)、都バス(42年10月初のり運賃+50%)、診療報酬(42年12月約+7.7%)、入浴料(43年2月+14.3%)、国鉄定期運賃(43年4月増収率+34.3%)などの値上げが42年秋から43年春にかけて集中し、その影響が43年中の平均でみた物価上昇率に反映したことによるものである。

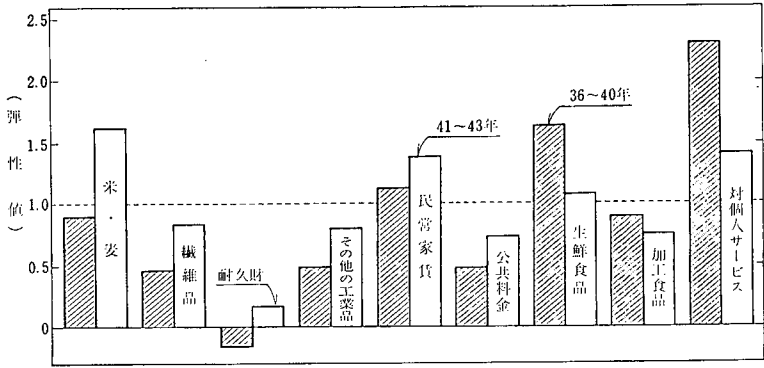
以上あげた三つの要因は、いわば通常の市場機能を通じた価格形成によらない物価上昇要因とみることができるが、これら要因の物価上昇全体に対する寄与率が33%にも上っている点は、最近の物価問題の特色を示すものといえよう。

もちろん、これまで消費者物価の上昇に大きく寄与してきた対個人サービス(外食を除く)や生鮮食料品の値上がりも、従来に引き続きかなり著しいものがあるが、やや長い目でみると、それらの物価上昇に対する役割がひとところに比べ多少とも変化しつつある点は見のがせない。

30年代後半以降の消費者物価上昇については、物価全体の下方硬直性という基盤の上に、対個人サービス、家賃・間代、生鮮食料品等の相対価格の上昇が重なり合ったものという視角から説明することができる。いまこの関係を明らかにするために、36年以降毎年の、特殊分類別上昇率の総合指数上昇率に対する比率(弾性値)をみると(第14図)、30年代の後半のほうが、40年代にはいってからよりも物価騰貴の不均等性が顕著で、とくに対個人サービスや生鮮食品の相対価格上昇が目だっていた反面、耐久消費財はむしろマイナスの弾性値を示していた。しかし、40年代にはいと、対個人サービスの総合指数上昇率に対する弾性値が下落した一方、公共料金や各種工業製品の弾性値が上昇する傾向を示し、相対価格の変動の度合

〔第14図〕

消費者物価の相対的变化(特殊分類—東京)



(注) 弾性値 = $\frac{\text{特殊分類の騰落率}}{\text{総平均上昇率}}$

いは米・麦等の特殊なものを除けば小さくなってきている。もとより、ここ2〜3年の動きをもって、相対価格の変動が基本的に弱まったとみることは早計であろうが、少なくとも、最近米価のような制度的な要因や各種の競争制限的慣行が、従来よりもいっそう物価上昇要因としての比重を増しているとみられる点はいなめないところであり、今後の物価政策の方向を決するうえでこの点の見きわめが必要と思われる。

労働力不足は一段と進行

労働力需給は、今回の引締め下にあってもほとんど引きゆるみを示さぬままに推移し、43年秋口以降はいっそうひっ迫の度を加えつつある。すなわち、新規学卒者以外の一般労働力需給についてみると、新規求人は43年前半には多少落着きを示したものの、反面、新規求職も一高一低はあったとはいえ総じて頭打ちぎみに推移したため、求職倍率(有効求職/有効求人)は42年半ば以降0.9前後というひっ迫した状態を続けてきた。しかも、この間大勢としてはきわめて徐々ながら低下傾向をたどり、昨年11月の求職倍率は0.82と従来の記録(43年1月0.84)を更新するに至っている。また、新規学卒者に対する43年春の求人倍率も4.4倍とかつてない高さを示した。

このように労働力の不足が激化しているのは、企業のおう盛な生産活動がその基本的な背景であ

ることはもちろんであるが、供給面でも、①農林業から工業への労働力移動のテンポが鈍化していること、②また、かかる労働者数の面のみならず、1人当りの労働時間についてもすでに限界に近い状況にあり、増加の余地に乏しいこと、などを指摘しなければならない。

このような労働力需給のひっ迫を映じて、43年中の賃金上昇率は14.2%と41年(10.8

%)、42年(12.1%)を大きく上回り、28年(15.3%)以来の高い伸びとなった。

最近の3年続きの経済拡大の実情からみれば、労働力不足が経済成長を制約している度合いは、これまでのところ決して大きいとはいいいがたいが、少なくとも、企業経営上労働力不足と賃金の上昇が圧迫要因としての比重を高めていることは、将来の経済発展を考えるうえでの重要な問題と思われる(第18表)。

(第18表)

「人手不足」と「人件費増加」を経営上のあい路とした企業の比率

(単位・%)		
	人 手 不 足	人 件 費 増 加
38 年	26	24
39 〃	31	25
40 〃	13	30
41 〃	19	31
42 〃	32	29
43 〃	33	28

資料：本行「中小企業短期経済観測」(各年8月時点判断)。

4. 国際収支の動向

顕著な改善を示した国際収支

43年の国際収支は、貿易収支と長期資本収支とを中心に42年とは様変わりの1,102百万ドルの大幅黒字を記録し、前年に対する改善幅は実に1,673

(第19表)

国際収支の動き

(単位・百万ドル)

	43年(A)	42年(B)	(A)-(B)
経常収支	1,048	△ 192	1,240
貿易収支	2,531	1,158	1,373
輸出	12,754 (+ 24.7%)	10,228 (+ 6.1%)	2,526
輸入	10,223 (+ 12.7%)	9,070 (+ 23.1%)	1,153
貿易外収支	△ 1,306	△ 1,172	△ 134
移転収支	△ 177	△ 178	1
長期資本収支	△ 245	△ 812	567
基礎的収支	803	△ 1,004	1,807
短期資本収支(注1)	202	507	△ 305
誤差脱漏	97	△ 74	171
総合収支	1,102	△ 571	1,673
金融勘定(注2)	1,102	△ 571	1,673
外貨準備増減	886	△ 69	955
その他	216	△ 502	718
外貨準備高	2,891	2,005	886

(注1) 金融勘定に属するものを除く。

(注2) 金融勘定の△は、純資産の減少。

百万ドルに達した。この結果、外貨準備は年間886百万ドルの増加をみ、年末の外貨準備高は2,891百万ドルに達したほか、外国為替銀行のポジションなどその他の金融勘定も216百万ドルの改善(42年は502百万ドルの悪化)を示した。

国際収支の内容を項目別にみると、貿易収支が輸出の著増(前年比+24.7%)と輸入の伸び率鈍化(前年比+12.7%)を反映して2,531百万ドルという大幅な黒字を記録し、長期資本収支もあとに述べるように、インパクト・ローンや外債発行代り金の大幅流入、非居住者による証券投資の盛行などから大きく赤字幅を縮小したため、貿易外収支が、

特許料、利子・配当などの支払増高を反映して引き続き赤字幅を拡大したにもかかわらず、基礎的収支は803百万ドルの黒字となり、前年に対する改善幅は1,807百万ドルに上った。この間、短期資本収支は、輸入の伸び悩みに伴う外国からの短期輸入信用(BCユーザンス)の受入れ減少を主因に黒字幅を縮小した。

従来の引締め期間との比較

今回の引締め期間中、国内の経済活動がさして鈍化を示さず、高いテンポの拡大を続けたことはすでにみたとおりであるが、それにもかかわらず以上のように国際収支が43年初来大幅な改善を示したことは、今回の景気調整過程における大きな特色であったといえる。そこで、次にこうした国際収支の改善がいかなる事情に基づくものであるかについて若干検討してみよう。

まず、引締め期間中(引締め開始後1年間)における基礎的収支の改善額を、前回、前々回の引締め期と対比してみると、第20表のとおり、前々回504百万ドル、前回418百万ドルに対して、今回は597百万ドルとなっており、細かくいえば今回の改善幅が最も大きいものの、それほど顕著な開きは認められない。しかしその内容をみると、今

(第20表)

引締め過程における国際収支の改善状況

(単位・百万ドル)

		貿易収支	貿易外移転収支	長期資本収支	資産	負債	基礎的収支
前々回	36年7～9月	△ 173	△ 105	△ 21	△ 87	66	△ 299
	37年7～9月	211	△ 75	69	△ 68	137	205
	改善額	384	30	90	19	71	504
	改善寄与率	76.2	6.0	17.8	3.7	14.1	100.0
前回	39年1～3月	△ 308	△ 234	73	△ 75	148	△ 469
	40年1～3月	187	△ 221	△ 17	△ 78	61	△ 51
	改善額	495	13	△ 90	△ 3	△ 87	418
	改善寄与率	118.4	3.1	△ 21.5	△ 0.7	△ 20.8	100.0
今回	42年7～9月	450	△ 313	△ 223	△ 255	32	△ 86
	43年7～9月	845	△ 341	7	△ 252	259	511
	改善額	395	△ 28	230	3	227	597
	改善寄与率	66.2	△ 4.7	38.5	0.5	38.0	100.0

(注) 季節性を除去するため、引締め後1年間の改善幅を比較した。

回の場合は、①貿易収支のみならず長期資本収支がかなりの改善を示し、基礎的収支改善に対する長期資本収支の寄与率が39%にも上っていること(前回-22%、前々回18%)、②引締め開始当時における基礎的収支の赤字幅が前2回に比べて小さく、このため引締め期間中の改善幅が前回、前々回と大差なくても、引締め開始から1年経過後の基礎的収支黒字幅は今回のほうがはるかに大きいこと(引締め開始時における基礎的収支赤字の対GNP比率は、今回の1.0%に対し、前回1.5%、前々回2.8%)、などの特色がある。

そこで、今回の引締め期における長期資本収支改善の内容をみると、第21表のとおり直接投資、延払い信用以外の各項目とも改善を示しているが、なかでもインパクト・ローンの導入を中心に、年明け後長期借入が大幅な流入超過を示したこと、外国からの証券投資が43年4～6月からかなりの増勢を示したことなど、負債の大幅増加が目だっている。こうした長期資本収支の好転は、わが国経済の対外信用が年々高まっていた状況の下で、金融引締めに際会した大企業

(第22表)

が、先行きの資金繰り逼迫などを懸念して積極的に外資取入れに走ったことを反映したものとみられる。

このように、今回は長期資本収支がかなりの改善(赤字幅の縮小)を示したとはいえ、やはり貿易収支の好転が基礎的収支好転の基本的な要因となったことに変わりはない。そこで貿易収支改善の内容をみると第22表のとおり、今回は43年1～3月以降輸出が著増を示した反面、輸入の増勢はかなり鈍化したとはいえ減勢を示すまでには至らなかったため、引締め後1年間における貿易収支改善に対する寄

与率は輸出177%、輸入-77%と、輸出の寄与度がきわだって高い。これに対し前々回は、輸出増と同時に輸入が相当の減少を示したため、貿易収支改善に対する寄与率は輸出60%、輸入40%、また前は輸入がほぼ横ばいとなったため、寄与率は

(第21表)

長期資本収支の改善状況

(単位・百万ドル、カッコ内は累積変化額)

	合計	直接投資	延払い信用	借入	証券投資	外債
42年						
7～9月	△ 223	△ 18	△ 157	△ 22	28	△ 5
10～12月	△ 224	△ 52	△ 102	△ 71	4	7
	(△ 1)	(△ 34)	(△ 55)	(△ 49)	(△ 24)	(12)
43年						
1～3月	△ 110	△ 22	△ 166	△ 74	△ 5	28
	(113)	(4)	(9)	(96)	(33)	(33)
4～6月	△ 19	△ 15	△ 139	60	34	43
	(204)	(3)	(18)	(82)	(6)	(48)
7～9月	7	△ 8	△ 145	77	95	28
	(230)	(10)	(12)	(99)	(67)	(33)
10～12月	△ 123	△ 102	△ 156	30	102	22
	(100)	(84)	(1)	(52)	(74)	(27)
43年中	△ 245	△ 147	△ 606	241	226	121
同前年比	567	△ 69	△ 93	434	160	133

貿易収支の改善状況

(IMFベース、季節調整済み、単位・百万ドル)

	輸出	輸入	収支 じり	累 積 改善額	改 善 寄 与 率 (%)					
					今 回		前 回		前 々 回	
					輸 出	輸 入	輸 出	輸 入	輸 出	輸 入
42年										
7～9月	2,588	2,331	257							
	(2.7)	(5.2)								
10～12月	2,616	2,476	140	117	24	- 124	82	18	71	29
	(1.1)	(6.2)								
43年										
1～3月	2,836	2,422	414	157	158	- 58	83	17	49	51
	(8.4)	(2.2)								
4～6月	3,144	2,443	701	444	125	- 25	101	- 1	55	45
	(10.9)	(0.8)								
7～9月	3,220	2,605	615	358	177	- 77	104	- 4	60	40
	(2.4)	(6.6)								
10～12月	3,465	2,727	738	481	182	- 82				
	(7.6)	(4.7)								
43年中	12,753	10,223	2,531		前 年 比					
	前年比	前年比		前年比	184	- 84				
	(24.7)	(12.7)		1,373						

(注) 1. カッコ内は前期比伸び率。

2. 前回、前々回の改善寄与率は、引締め開始時点以降第4四半期までの計数による。

輸出104%、輸入-4%程度と、今回のそれとはかなり異なった姿を示している。

輸出好転の要因

それでは、今回の引締め期、とくに43年にはいつてからの輸出の好転はいかなる要因によるものであろうか。

まず長期的にみて、わが国の輸出競争力が生産能力、生産コスト、輸出構造の世界輸入需要への適応といった面でしだいに向上を示し、この結果、世界輸出に占めるわが国のシェアが逐年拡大してきたことは周知のとおりである。

(第23表)

世界貿易の伸びと世界の輸出に占める日本のシェア

(単位・%)

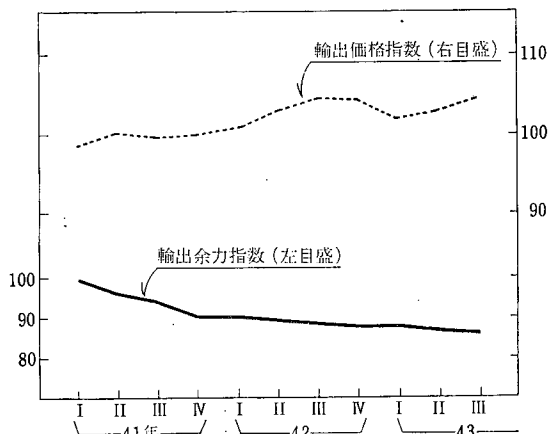
世界貿易の伸び			世界貿易の伸び		
		シェア			シェア
34年	6.1	3.4	39年	11.9	4.4
35〃	11.4	3.6	40〃	9.1	5.1
36〃	3.4	3.6	41〃	9.4	5.4
37〃	6.7	3.9	42〃	4.5	5.5
38〃	7.8	4.0	43年 1～9月	10.3	6.0

しかもわが国の国際競争力が、輸出構造の世界輸入需要への適応といった要因に大きくささえられているとすれば、43年のように世界貿易の伸びが著しい時にその効果がより発揮されやすいものとも考えられよう。ただ、43年の輸出の急増をこれだけで説明することが困難であることはもちろんである。

いうまでもなく、通常の景気調整過程において輸出が増加を示すのは、海外環境に変化がないかぎり金融引締めによって企業の投資活動が鎮静し、生産余力の増大、物価の下落という形で輸出圧力が強まることによるものである。しかし今回の引締め過程では、すでにみたように、こうした調整効果の浸透の度合いはかなり軽微なものにとどまっており、輸出余力、輸出価格の動きからは輸出圧力の強まりを読みとることはできない(第15図)。もっとも、42年秋から43年年初にかけて

〔第15図〕

輸出価格と輸出余力の推移



- (注) 1. 輸出価格指数は昭和40年=100、FOB価格。
2. 輸出余力指数=製造業生産能力指数(昭和40年=100)。
資料:大蔵省「外国貿易概況」、通産省「生産動態統計」等。

内需の先行きに対する不安感から企業の一部には輸出契約を急ぐ態度も見られ、この意味では当時輸出圧力が強まったともいえようが、そうした心理的な意味での輸出圧力の増大も、先行き不安感の後退とともに一時的なものにとどまったようである。

このようにみると、43年の輸出の持続的な増加については、もとより国際競争力の強化が一つの要因になっていることはいぬめないが、基本的には海外環境の好転によるところが大きいとみるべきであろう。43年1～9月の世界貿易の伸びは前年比+10.3%に達しているが、このように世界貿易の伸び率が10%をこえたのは、最近10年間のうちでわずか3回にすぎず、この点43年のわが国の輸出環境がかなり恵まれたものであったことが理解できよう(第23表)。わが国の輸出を仕向け先別にみると、43年はとくに主力の米国向けの好伸が目だっているが(第24表および第16図)、これは、43年(1～12月間)における米国の輸入が前年比+23%という急増を示したことを反映したものとみられる。こうした対米輸出の急増により、わが国の輸出総額に占める対米輸出のウエイトは、43年中31.5%と42年の28.8%、41年の30.4%を上回

(第24表)

わが国の輸出増加の地域別寄与率

(単位・%)

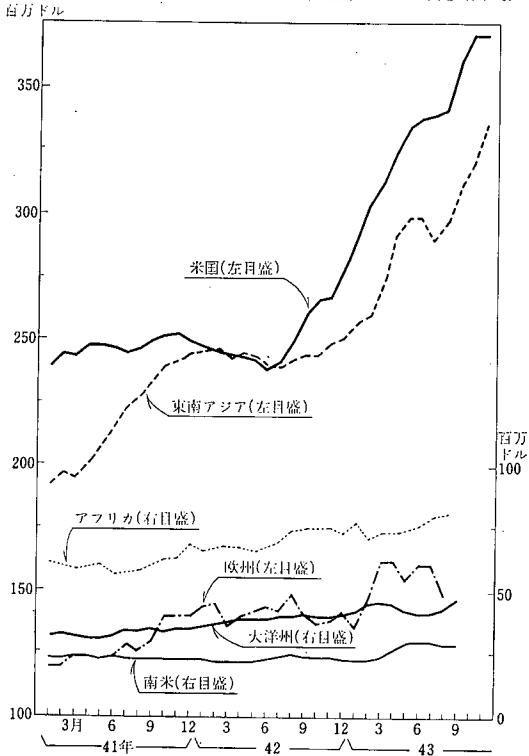
	米 国		東南アジア		その他	
	伸び率	寄与率	伸び率	寄与率	伸び率	寄与率
42 年	1.4	6.5	11.4	45.3	7.7	48.2
43 年	35.8	42.5	23.3	26.9	17.3	30.6
43年						
1～3月	27.1	51.6	8.6	16.7	10.8	31.7
4～6月	38.5	45.4	23.3	27.0	15.9	27.6
7～9月	36.4	45.0	22.7	24.5	16.8	30.5
10～12月	39.5	35.7	35.4	32.4	24.0	31.9

(注) 伸び率は前年同期比、寄与率は前年同期比伸び率に対する寄与を示す。

〔第16図〕

市場別輸出の推移

(単位・百万ドル、季節調整後3～6ヵ月移動平均)



り、わが国輸出の対米依存傾向が強まったことは注目される。

増勢鈍化を示した輸入

前述したように今回の引締め期間中の輸入は、前回、前々回にみられたような減少を示すことな

く漸増を続けたが、43年にはいつてからの増勢はさすがにかなり鈍化を示した。わが国の輸入増加率の鉱工業生産増加率に対する弾性値は30年代後半以降平均して1.2であり、両者の伸びはほぼ等しいか、あるいは輸入の伸びがやや上回るのが常態となっていたが、43年は鉱工業生産の伸び17.7%に対して輸入の伸びは12.7%と、弾性値はわずか0.7にとどまった。さきにみたように、輸出の好伸はいずれかといえば景気調整による輸出圧力の増大よりも、海外環境の好転といういわば他律的な要因による面が大きいとみられるのに対し、こうした輸入の伸び悩みは、ある程度景気調整の効果を反映したものといえる。

ところで輸入増勢鈍化の要因をみると、まず第

(第25表)

43年1～10月の輸入増加状況

(単位・%)

	前年比 増加率	同増加 寄与率	(参考) 42年中 構成比
食料および他の 直接消費財	3.8 (6.7)	6.0 (6.3)	18.5
工業用原料	11.4 (26.5)	68.3 (80.4)	70.5
素原材料	13.7 (20.4)	62.7 (49.6)	53.7
製品原料	1.2 (61.2)	1.4 (29.3)	14.2
鉄鋼	-37.5 (177.3)	-10.2 (11.0)	3.2
資本財	28.9 (29.4)	20.6 (10.6)	8.5
非耐久消費財	41.1 (32.3)	2.3 (0.9)	0.7
繊維製品	43.9 (56.3)	1.1 (0.5)	0.3
耐久消費財	19.3 (18.7)	2.1 (1.1)	1.3
乗用車	13.2 (- 4.5)	0.3 (- 0.1)	0.3
がん具・楽器	25.1 (41.7)	1.0 (0.8)	0.5
総額	11.8 (22.5)	100.0 (100.0)	100.0

(注) カッコ内は前年年間実績。
資料：大蔵省「通関統計」。

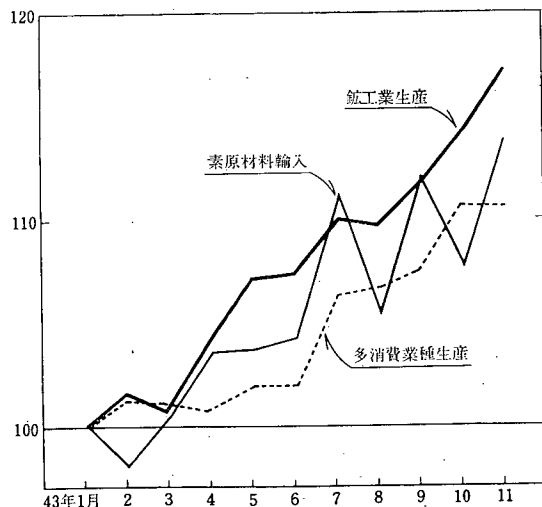
1に製品原材料輸入の落着きによるところが大きい(第25表)。42年には鉄鋼業界の能力の不足から鉄鉄の輸入が急増し、また緊急輸入的な形で鋼材の輸入さえ行なわれたため、これを主因に製品原材料の輸入は実に前年比61%という高い伸びを示したが、43年はあいつぐ新設高炉の稼働により鉄鉄輸入が大きく減少し、この結果、製品原材料の輸入は微増にとどまっている。

第2は素原材料輸入の落着きである。これは生産財に対するユーザー側の在庫調整の影響などから、輸入原材料多消費業種(鉄鋼、非鉄地金、石油、ゴム、紡績など)の生産の伸びが、他業種に比べて相対的に鈍化したことを反映したものである。もっとも、このような動きは7～9月以降はおおむね解消し、43年後半からは鉱工業生産の伸びとほぼ同じテンポで素原材料輸入が増加している(第17図)。

〔第17図〕

生産と原材料輸入との関係

(季節調整済み、43年1月=100)



第3は、米の豊作などから食料輸入の伸びがかなり鈍化したことがあげられる。

上記のような輸入落着き要因があった反面、機械類を中心とする資本財はおう盛な設備投資を反映して、前年に引き続き高い伸びを示したほか、

消費財もおウエイトは微々たるものであるとはいえ、自由化の影響などもあって伸び率を高めている点は見のがせない。

このようにみると、43年の輸入の伸びが国内生産活動の伸びを下回ったのは、ある程度景気調整の影響による面があるとはいえ、42年における製品原材料輸入急増の反動など多分に一時的な要因によるところも無視できない。43年半ば以降は在庫調整の一巡を背景に素原材料の輸入がほとんど生産活動と同じテンポの増勢にもどっていることを考慮すると、今後の輸入の動向については注意を要するものがあるように思われる。

む す び

以上、43年における金融・経済活動、物価と労働、国際収支などの動きを概観してきたが、国際通貨・金融情勢が激動をくり返した状況のもとで、わが国は国際収支の急速な改善に成功し、41年以降3年にわたる高いテンポの経済拡大を続けつつ、44年を迎えるに至った。

しかしながら、こうした高いテンポの経済拡大過程のなかで、労働力の不足がいつそう進行し、消費者物価の騰勢が再び強まるなど、長期的な意味で、わが国経済にとって懸案の諸問題が一段とクローズ・アップされたことは43年の特色であり、このため、政策当局としては構造政策をも含めて、これらの問題と基本的に取り組む必要がいつそう強くなっている。政府が、さきに決定した「44年度経済運営の基本的態度」のなかで、「物価の安定と、均衡のとれた持続的な経済成長基盤の整備を図るものとする」とうたっているのは、かかる情勢に対処する政府の姿勢を反映したものにほかならない。

また、このような構造的な問題だけでなく、景気政策的な観点からみても、最近の日本経済の足どりの中には、表面の好調な拡大発展にもかかわらずいくつものかなり不安定な要因を内蔵している。とくに当面のおう盛な企業の投資活動は、海外環境いかにによっては再び国際収支を圧迫する

ことになる可能性がある反面、やや長い目でみて、将来設備過剰を醸成する素地となる可能性もなくはない。さらに海外環境についてみても、一昨年来激動をくり返した国際通貨問題がいまだになんらの根本的解決をみぬままに推移しているほか、わが国の景況に大きな影響力をもつ米国景気の鈍化、米国における輸入制限に対する関心の高まりが見いだされるなど、むしろ不安定さを増している点は注目を要しよう。

こうした中で本行は、昨年の国際収支の大幅な好転にもかかわらず、公定歩合の引下げ幅を1厘にとどめ、都市銀行等に対して資金ポジションを重視した指導を実施するなど引き続き警戒的な態度で臨んでいるが、以上のような景気情勢や構造問題に直面する44年においては、金融・財政政策は従来よりもいっそう緊密な相互連携の下に、いかなる情勢の変化にも機敏に対処しうよう、弾力的かつきめの細かい運営が必要と考えられる。