

昭和43年度金融経済情勢の回顧

〔要 旨〕

昭和43年度のわが国経済の動向をふり返ると、年度初来の国際収支の急速な改善を背景に43年8月以降金融引締め政策が緩和されたが、その後も民間設備投資と個人消費を中心に経済活動が引き続き高いテンポの拡大を示すなかで、国際収支は大幅な黒字基調を持續するという順調な推移をたどった。こうした43年度の経済動向のなかで、次の諸点が注目される。

まず第1に、銀行券が貸金支払の増加、消費の堅調持續を背景に年度中ほぼ一貫して根強い増勢を示したほか、預金通貨も42年秋以降の金融引締め下において相当な増勢を持續し、43年度にはいってからもしばらくは増勢に衰えを示さなかったが、ようやく年央から夏場にかけてかなりの鈍化を示すに至った。もっとも引締め緩和に伴い、銀行貸出の増加などから預金通貨は昨年末ごろ以降再び増勢を強めている。こうした銀行券や預金通貨の動向は実体経済との関連で注意を要する事項であることはいうまでもないが、また一昨年秋以降の預金通貨の根強い増勢をさえた銀行外の金融機関貸出の増加、政府部門・海外部門などからの通貨供給ルートの拡大などの諸点についても、やや長い目でみた今後の金融政策運営上十分留意する必要がある。

第2に、企業金融は、引締め期間中従来の同一局面に比べ引き締まりの度合いはさほど強くなかったが、反面引締め緩和後、企業の資金繰り感はずしもさほど引きゆるみを示さなかったことが注目される。これは経済活動が根強い拡大を続け、設備資金を中心に借入れ需要が増大傾向をたどった一方、都市銀行が比較的慎重な貸出態度をくずさず、また社債、長期貸出などによる長期資金の供給が原資面での制約もあって需要を十分に満たしえなかったことなどによるものである。

第3に、既発債市況は公定歩合引下げ前後における一時的な反騰はあったものの概して軟調に推移し、一方発行市場では、かかる情勢のもと昨春と今春の2回にわたる発行条件の改訂が実施されるなど正常化へ向かって一歩前進がみられたが、これらは発行者の起債意欲を十分抑制しうるほどのものではなく、起債調整が引き続き実施された。

第4に、実体経済面では、43年末ごろからいくつかのいわゆる景気の「かげり」現象が生じた。これらは暖冬異変の影響のほか自動車など一部産業における部分的な需要の増勢鈍化に根ざすものであったが、いずれも局部的かつ一時的な現象にとどまり、他部門に波及するには至らず、景気は全体として上昇を続け、本年6月で44ヵ月に及ぶ戦後最長の景気上昇期間を記録するに至った。

第5に、消費者物価が根強い上昇を持續し、43年度も前年度比+4.9%の上昇を示した。これには消費者米価の引上げのほか各種公共料金の引上げが相当響いているが、同時に高度成長に伴う労働力需給のいっそうの引き締まりを背景とした賃金の大幅上昇の影響も無視しえない。こうした賃金の根強い上昇は、企業収益にとって潜在的な圧迫要因となりつつあり、消費者物価上昇の国民生活に及ぼす影響とともに、今後これらの点について十分注意していく必要がある。

第6に、このところ国際収支の天井が従来より著しく高まったという楽観論もかなりみられるが、やや長い目でみればわが国の国際収支の先行きには問題がないわけではなく、海外経済・金融環境の変化の可能性という点を別としても、今後わが国の産業が今までのように2前後という世界貿易に対する高い輸出弾性値を維持していくためには、政策面でも個別企業の運営という面でもかなりの努力を要する点を銘記する必要がある。

以上要するに、これまで高度成長と国際収支の黒字の併存という状態を続けてきたが、一方労働力需給の引き締まり、消費者物価の根強い上昇など、今後経済の持続的成長を制約するおそれのある経済、社会的摩擦要因が増大しつつあることも見のがすことができない。さらに、国際通貨問題の未解決や世界的な高金利の持續などの諸事情が、今後のわが国をめぐる国際環境にどのような影響を及ぼすかも十分注視する必要がある。かかる内外情勢を考慮すると、引き続き慎重な態度で政策を運営することが肝要と考えられる。

〔目 次〕

1. 金融面の動向

- (1) 金融市場は後半引きゆるみ
- (2) 預金通貨供給の状況
- (3) 企業金融の動向
- (4) 公社債市況の軟化とその背景
- (5) 活況を呈した株式市況
- (6) 財政の景気調整機能について

2. 経済実体面の動向

- (1) 鉱工業生産は根強い増加
(生産増加をささえた要因)
(最終需要の動向)
- (2) いわゆる「かげり」現象の発生
(製品在庫率の上昇)
(商品市況の低迷)
(機械受注の鈍化)

(農家消費の鈍化気配)

3. 労働力需給のひっ迫と物価・企業収益の問題
点

- (1) 労働力需給は引き締め傾向を持続
- (2) 物価の動向
(卸売物価は総じて落着きぎみ)
(消費者物価の騰勢目だつ)
(賃金上昇の物価に及ぼす影響)
- (3) 将来に問題をほらむ企業収益

4. 国際収支の動向

- (1) 国際収支は大幅黒字基調を持続
(貿易収支の黒字幅拡大)
- (2) 成長制約要因としての国際収支の天井

5. む す び

1. 金融面の動向

(第1表)

43年度中の資金需給

(単位・億円)

(1) 金融市場は後半引きゆるみ

43年度中の金融市場を概観すると、上期中は前年度下期に続き引き締め基調で推移したが、下期にはしだいに引きゆるみ傾向を示した。

すなわち、まず上期中の銀行券は、878億円の発行超と前年同期の発行超幅(923億円)を下回ったが、下期中の発行超額は4,428億円と前年同期(3,695億円)を大きく上回り、結局年度間の発行超額は、5,306億円と前年度(4,618億円)を688億円上回る増加となり(第1表)、年度間平均発行残高の前年比増加率も、+16.3%と前年度(+16.6%、

	上期中		下期中		年度中	
	前年 同 期	前年 同 期	前年 同 期	前年 同 期	前年 同 期	前年 同 期
銀行券発行超・還収超(△)(1)	878	923	4,428	3,695	5,306	4,618
財政資金受超(△)・払超(2)	△ 790	△ 2,469	4,266	1,717	3,478	△ 752
同上(外為会計を除く)	△ 2,231	△ 2,160	1,274	2,063	△ 956	△ 97
うち純一般財政	117	361	△ 1,881	123	△ 1,763	484
食 管 会 計	496	832	4,980	4,403	5,477	5,235
新規長期国債	△ 2,844	△ 3,355	△ 1,825	△ 2,463	△ 4,670	△ 5,816
外 為 会 計	1,441	△ 309	2,992	△ 346	4,434	△ 655
その他受超(△)・払超(3)	△ 961	△ 1,114	△ 1,301	△ 1,306	△ 2,264	△ 2,420
資金不足(△)または余剰 (2)+(3)-(1)	△ 2,629	△ 4,506	△ 1,463	△ 3,284	△ 4,092	△ 7,790
本行信用増減(△)	2,629	4,506	1,463	3,284	4,092	7,790
うち貸出増減(△)	1,621	△ 670	△ 1,790	△ 701	△ 169	△ 1,371
債 券 売 (△) 買	2,416	4,859	1,682	3,991	4,098	8,850
短期証券売(△)買	△ 1,500	0	1,500	0	0	0
外貨手形売(△)買	92	317	71	△ 6	163	311

(注) 上期中の短期証券売却1,500億円(※印)は、9月に食管会計および外為会計の払超を主因とする資金余剰(1,860億円)に対処して短資業者向けに実施されたもので、下期の季節的な資金不足期である12月に買いもどされた。

41年度は+14.8%)に続き高い伸び率を示した。

財政資金は、第1表に示すとおり、上期中には、国際収支の顕著な改善を反映して外為会計が前年同期とは様変わり的大幅払超となったことを主因に、全体で790億円の受超にとどまった(前年同期2,469億円の受超)。下期にはいると前年に比べて財政資金の払超基調はいっそう強まり、外為会計が2,992億円の大幅払超となったうえに、食糧会計の払超額も前年同期をかなり上回ったため、受入面で租税収入が好調であったにもかかわらず、全体で4,266億円の大幅払超となった(前年同期1,717億円の払超)。

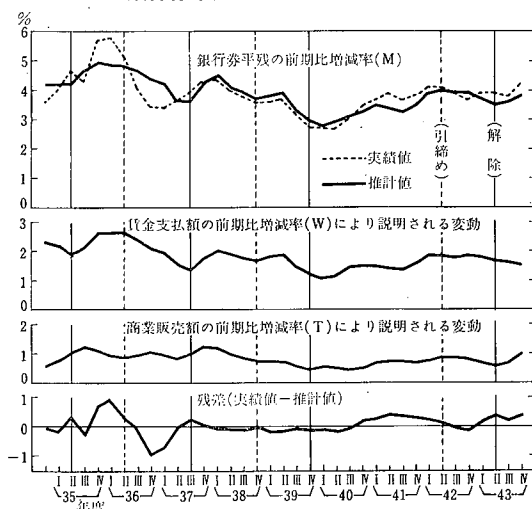
以上のように、財政資金対民間収支が受超幅の縮小ないし払超幅の拡大を示したことを主因として、金融市場における資金不足額は上期中2,629億円、下期中1,463億円と、ともに前年をかなり下回った。これに対して本行は、主として債券買入れおよび政府短期証券売買などによって市場調整を行ない、結局年度間における債券買入れ額は資金不足額とはほぼ同額に達した。この間、金融市場は夏ごろまで引き締まり基調で推移したが、公定歩合引下げ後、出来秋にかけて漸次引きゆるみ、年末および年度末に季節的な繁忙を呈したものの、本年4、5月には、季節的な資金余剰期にあたるころから再び引きゆるみをみせている。こうした動きを反映して、コール・レートは、43年6月に月越物が2.5銭の高水準となったあと、8月の公定歩合引下げに追随して1厘の低下を示し、さらにその後季節的要因による変動をくり返しながらも概して低下ぎみに推移した(後掲第10図—1参照)。

43年度における金融市場の推移の特色として、まず第1に指摘されるのは、銀行券が賃金支払の増加、消費支出の堅調などにささえられて根強い増勢を持続したことである。銀行券平残の伸び率を左右する要因としては、賃金、消費動向、各種

の商取引、物価など種々のものが考えられるが(第1図(注)2参照)、第1図は、いくつかの回帰分析のなかで比較的説明力の高い賃金支払額と商業販売額とを説明変数とする分析結果を示したものである。43年度中の銀行券平残の動き(四半期季節調整済み平均残高の対前期比)をみると、年度初から秋口にかけて増勢がゆるやかな鈍化を示し

〔第1図〕

銀行券平残の変動要因の影響度



(注) 1. 回帰方程式の計測結果

$$M = 0.43373W + 0.22062T + 1.29600$$

$$(0.08757) \quad (0.08235) \quad R(\text{相関係数}) = 0.802 \quad S(\text{標準誤差}) = 0.41(\%)$$

計測期間 35年1～3月 ～ 43年10～12月

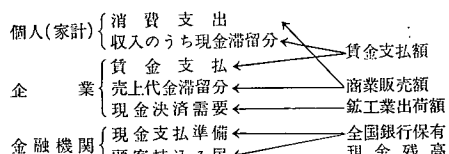
M: 銀行券月中平残(季節調整済み)の四半期平均の前期比増減率(%)

W: 賃金支払額指数(賃金指数×雇用指数、いずれも全産業、季節調整済み)の四半期平均の前期比増減率(%)

T: 商業販売額指数(小売業、百貨店を含む、季節調整済み)の四半期平均の前期比増減率(%)

ただし、いずれも前期比増減率(%)の3期加重移動平均値(ウェイト1, 2, 1)。なお、44年1～3月は便宜上2期加重移動平均値(ウェイト1, 2)を上記計測式にあてはめて延長した。

2. 現金通貨残高(9割5分弱は銀行券)の保有シェアを推計すると、個人(個人企業を除き病院学校など非営利法人を含む)約6割、企業(個人企業を含む)約2割、金融機関約2割となるが、これを参考に銀行券の変動要因を考えるとおおむね次のようになる。



上記の計測式は、これらの変動要因を説明変数とする回帰方程式のなかで、比較的説明力が高いとみられるものを示した。

たあと、再び年度末に向かって伸び率が高まるという形を描いているが、上述の計測結果からみると、これは年度初の賃上げの一時的効果が徐々に一巡し、また、消費支出の伸び率鈍化もあって年度前半の商業販売額の伸び率もゆるやかな鈍化を示したあと、年度末にかけて再び商業販売額の伸びが高まったことを反映したものとみられる。

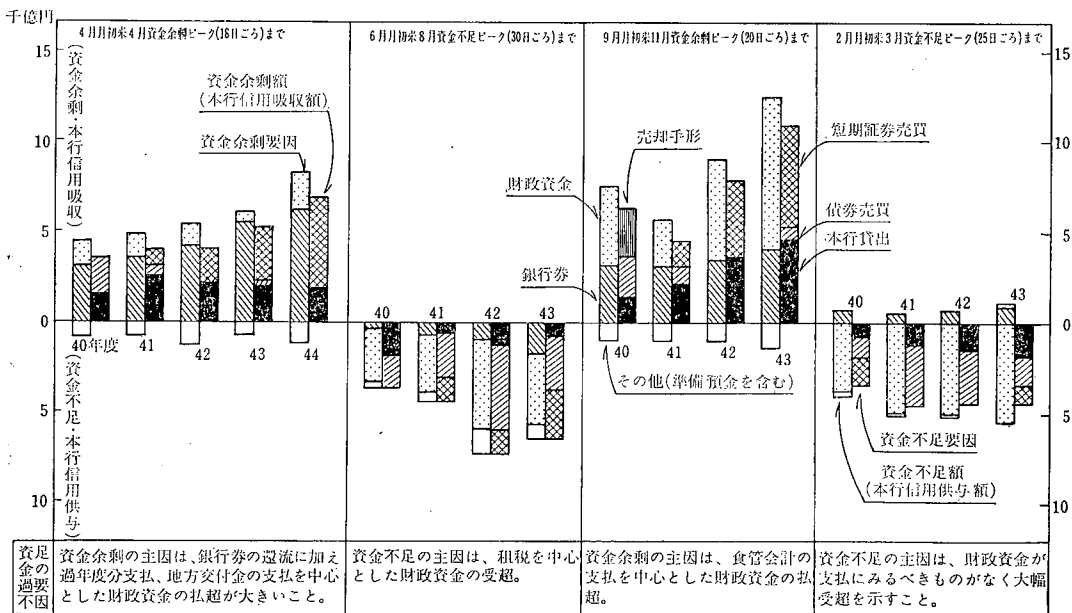
第2に、経済規模の拡大に伴い銀行券の発行・還収超の季節的なフレが大きくなっていることに加え、財政資金の受超・払超幅の季節的波動が拡大する傾向が強まっているため、金融市場の資金過不足幅が大きくなってきたことが注目される。このことは第2図から明かであるが、たとえば43年4月の資金余剰ピーク時には、財政資金の払超増(過年度分支払に加え地方交付税交付金の支払が増加)と銀行券の還収超増を主因に、約5,100億円、40年同期比約5割増の資金余剰を生じた(なお、本年4月にはさらにそれが拡大し、40年同期比約倍増の約7,000億円弱の資金余剰となった)。また43年9～11月の資金余剰ピーク時には、食管

支払の増加を主因に、1兆1,000億円弱、40年同期比約倍増の資金余剰を生じた。これらに対して本行は、短資業者向け政府短期証券売却(43年4月ピーク時3,000億円、本年4月ピーク時5,100億円、43年9～11月ピーク時5,800億円)を実施したほか、本行貸出の回収(それぞれ1,795億円、1,723億円、4,533億円)をもって対処したが、今後ともこのような金融市場における資金過不足のフレはいっそう大幅になっていくと予想されるので、金融市場調整のための手段を多様化していくことも必要となろう。

43年度を中心とした金融市場の動向のなかで注目される第3の特色は、43年8月までの今回の引締め期間においては、コール・レートが前回や前々回ほど急騰を示さず、したがって、また引締め解除後にも前回や前々回のような急落がみられなかったことである。たとえば月越物についてみると、今回の引締め期間中のピークは43年6～7月の2.5銭、引締め実施前のボトムからの上昇幅は0.7銭にとどまった(前回はピーク3.6銭、ボトム

〔第2図〕

金融市場における資金過不足幅の拡大



(注) 上図に掲げたものの以外に、年末年初には銀行券の発行と還収に伴う資金過不足のピークがある(主として本行貸出の増減によって調節)。

からの上昇幅は1.3銭、前々回はそれぞれ5.6銭、3.0銭)。その背景には、本行の金融市場に対する政策態度が変化したこともあるが、とくにコール資金の出し手と取り手の行動が従来の引締め期と異なってきたことが大きく響いているとみられる。すなわち、コール資金の取り手の大宗をなす都市銀行についてみると、前回の引締め期において、コール・レートの急上昇によって収益面に大きな圧迫をこうむっただけに、ポジション意識がこれまでよりは強まっていたものと思われる。また40年代にはいつから有価証券引受け額が顕著な増加傾向をたどってきたのに対し、長期的な経営方針としてできるだけ保有額を圧縮しようとする動きが強まっていた。さらに今回の引締め期においては、本行は銀行に対する貸出増加額規制の枠配分にあたって新たに銀行の資金ポジションの動向を反映させることとし、また貸出限度額(本行の銀行に対する貸出についての限度額)算定にあたって銀行の資金ポジションの動向をいっそう重視することとした。こうした諸事情を反映して今回の引締め期には、限界的な資金調達方法として都市銀行はコールの取入れよりはむしろ有価証券売却を選ぶという姿勢を強め、都市銀行のコール取入れ需要は前回や前々回に比べ比較的低調に推移した。この結果、都市銀行の資金ポジションは今回の引締め期間中若干悪化したものの、前回や前々回に比べ悪化の程度はきわめて小幅にとどまった。

一方、コールの出し手金融機関としては、40年以降の金融緩和時に深刻な余資運用難に陥った苦い経験にかんがみ、借入れ需要のおう盛な金融引締め期にむしろ貸出を積極化して優良貸出先を確保しようとする動きを強めた。そしてやや長い目でみた余資運用の対象として既発債購入を重視し、コール放出については、従来の高収益を期待した態度を弱め、支払準備金の一時的運用と考え

る傾向をこれまでより強めた。これは、コール・レートが従来に比べ比較的低水準に推移したためでもあるが、同時にコール・レートが従来のように暴騰しなかった背景の一つになったといえよう。

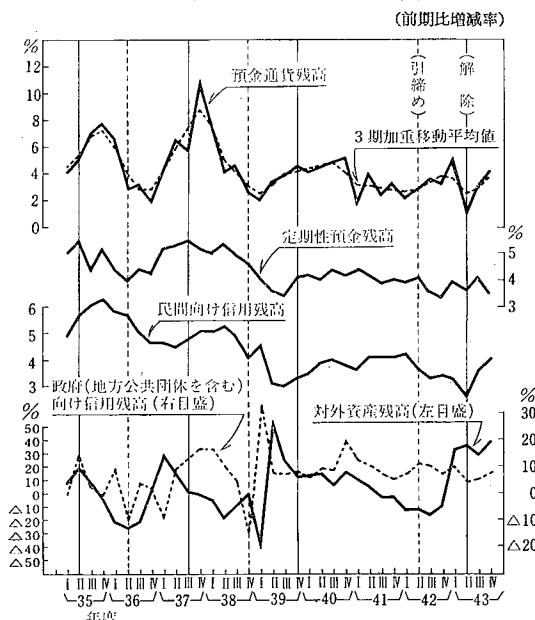
なお今回の場合、コール市場残高(平残、季節調整済み)は、前回、前々回の引締め期と異なり、引締め実施のあと若干ながら減少するという特徴的な動きを示したが、これも、上記のような出し手、取り手の行動の変化によって、コール市場が支払準備金の一時的運用ないし調達の場合としての性格を従来より強め、既発債取引がむしろ活発化したことなどを反映したものといえよう。 *

(2) 預金通貨供給の状況

次に預金通貨供給の状況を見ると(第3図)、42年秋の金融引締め実施後43年4～6月期まで各四半期末の預金通貨残高(季節調整済み)の前期比増加率は引締め実施前よりもむしろ若干高まったが、43年7～9月期にはさすがに預金通貨の増勢

〔第3図〕

預金通貨および同関連指標の推移



- (注) 1. 季節調整済み四半期末残高の前期比増減(△)率。ただし預金通貨の3期移動平均値は増減率の3期加重移動平均値(ウェイト1、2、1、なお44年1～3月はウェイト1、2の2期移動平均値)。
2. いずれもマネーサプライ統計(含み調整済み)による。

はかなりの鈍化を示した。しかし、金融引締め解除後再び増勢は徐々に強まっている。この結果、預金通貨は、43年度中1兆4,183億円の増加、年度末残高の前年比伸び率は+13.9%と前年度(+12.3%)を若干上回った。

引締め実施後43年4～6月期まで預金通貨の伸び率がむしろ高まった要因としては、貸出増加額規制対象外金融機関(全国銀行信託勘定、生命保険、農協系統金融機関等)が、コール市場の項で述べたような事情から貸出を積極化し、これが結局はマネーサプライ統計の対象金融機関(預金通貨創出銀行)である全国銀行等の預金となって預金通貨の増勢を高めたこと、国際収支の急速な改善を背景に外為会計の対民間収支が大幅な払超を続け、これを通ずる預金通貨の供給が増加したこと(これは対外資産残高<外貨準備高と対外短期資産(純)残高の合計>の増加テンポが大きく高まったことから明かにうかがえる)、などを指摘することができよう。

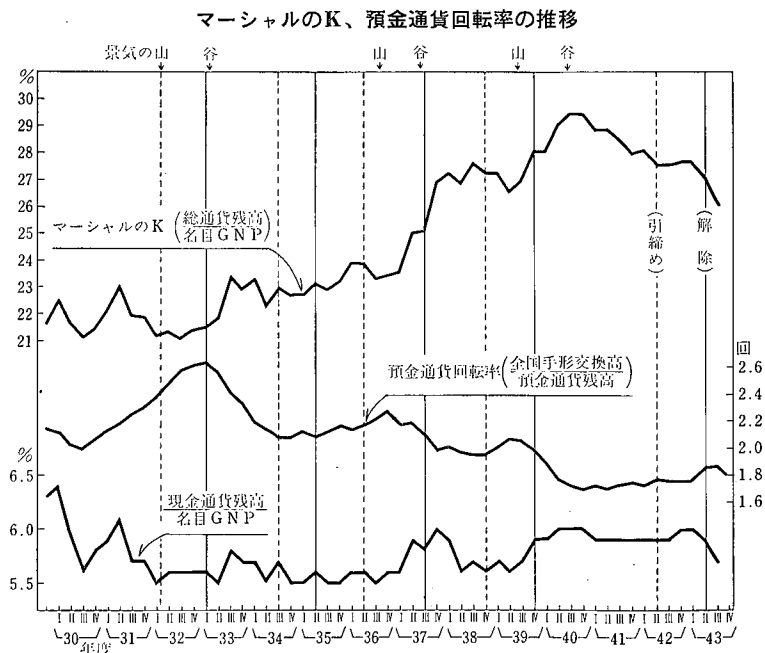
また43年秋口にいったん伸び率の鈍化をみた預金通貨が引締め解除後年度末にかけて再び増勢を強めているのは、国際収支の大幅黒字を反映して外為会計が大幅な払超を持続していることに加え、貸出増加額規制撤廃に伴い民間向け信用残高も増勢を高めたことが大きく響いている。なお政府(地方公共団体を含む)向け信用残高が、公共部門の資金不足幅の拡大傾向を背景に引き続き高い伸びを示していることも、通貨供給要因の一つとして見のがせない。

以上のように43年度中の預

金通貨供給の増大には、貸出増加額規制の対象外金融機関である全国銀行信託勘定、生命保険などの貸出増大、外為会計の大幅払超、政府向け信用の増大などが大きく響いているが、これはやや長い目でみて、今後における預金通貨供給の適正な調整を図るうえにおいて注目を要するところであろう。

なお以上のような預金通貨の動向に関連して、マーシャルのK(総通貨/GNP)の推移をみると(第4図)、引締め期間中を通じてGNPも高い増勢を持続したため、マーシャルのKも42年7～9月期以降おおむね横ばいに推移していたが、すでに述べたように43年7～9月期に預金通貨の増勢が大幅に鈍化したため、マーシャルのKも低下をみた。10～12月期には、前記のとおり預金通貨の増勢は再び高まったが、GNPが前期比+8.6%と異例の高い伸びを示したため、マーシャルのKは引き続き低下した。ただ本年1～3月期には、

〔第4図〕



- (注) 1. 総通貨残高、現金通貨残高は、マネーサプライ・ベース(含み調整済み)。
 2. GNPは国民所得統計(ただし43年10～12月は経企庁QE法)による。いずれも季節調整済み四半期計数(月次系列のあるものは季節調整済み月次系列の四半期平均)。

預金通貨が再びかなりの伸びを示しているため、預金通貨回転率(全国手形交換高/預金通貨残高、マーシャルのKと逆相関)はやや低下している(第4図)。したがってこれからみるかぎり、マーシャルのKも最近ではやや上昇きみとなっているとみられる。

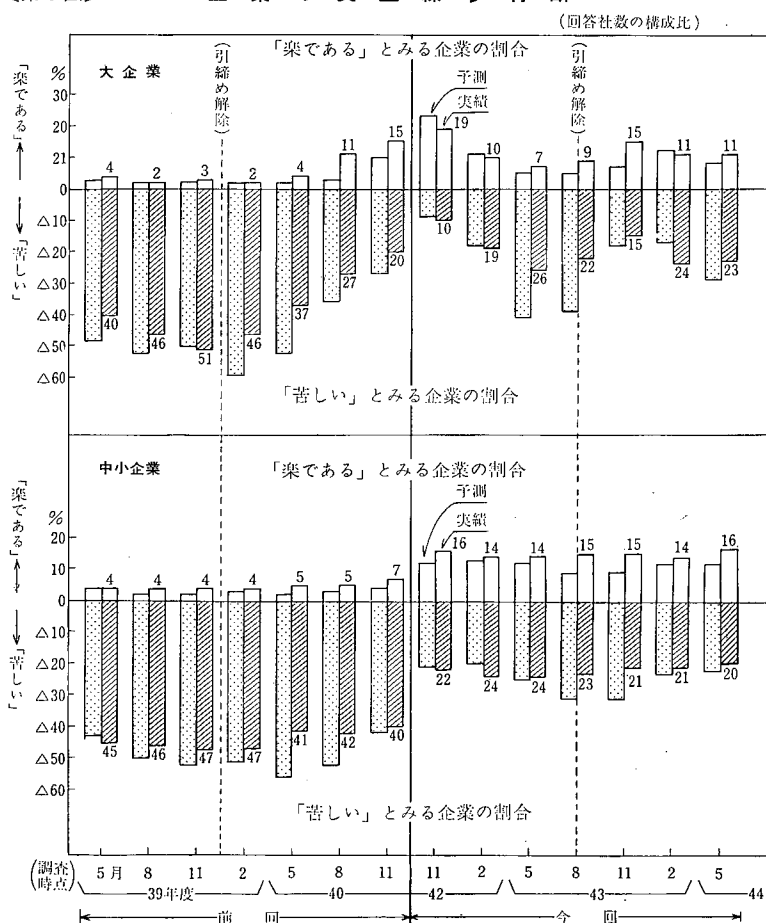
(3) 企業金融の動向

次に企業金融の動向をみよう。まず企業の資金繰り判断の推移を本行の短期経済観測によってみると(第5図)、大企業、中小企業とも、42年8月の引締め開始後資金繰りが「苦しい」とする企業の割合は増加したものの、その割合は大企業については引締め解除直前の43年5月期でも26%にとどまり、前回の同局面である39年11月期に51%に

達していたのに比べ約2分の1程度にすぎなかった。中小企業についても同様に、43年5月時点で「苦しい」とする企業の割合は24%と39年11月時点(47%)の半ば程度にとどまっている。一方「楽である」とする企業の割合は、大企業、中小企業とも前回の同局面のそれをかなり上回っており、今回の引締め期間における企業の資金繰りは従来ほどにはひっ迫化しなかったと判断される。また企業の手元流動性の動向をみても(第6図)、現預金対売上高比率は、今回の引締め期間中低下したけれども、その低下幅は小幅にとどまっている。もっとも、今回の引締め解除時点の水準は前回のそれより低くなっているが、これには、次のような事情があることを見のがしてはならない。すな

〔第5図〕

企業 の 資 金 繰 り 判 断

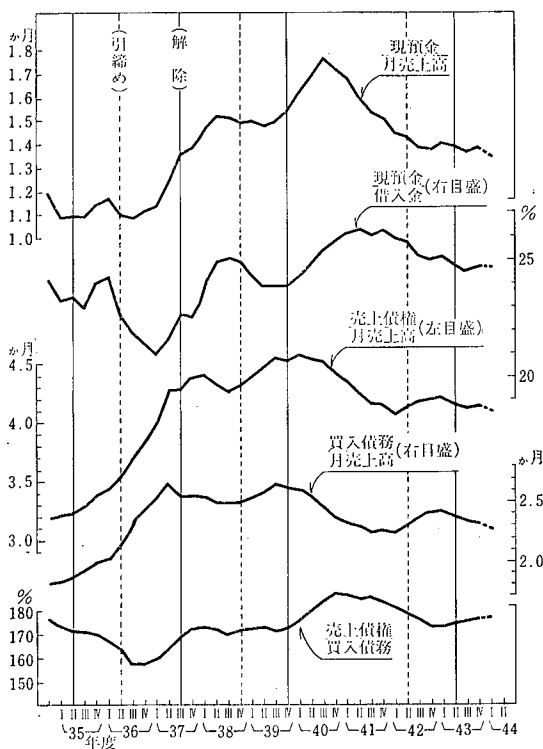


わち現預金対売上高比率は、現預金対借入金比率(企業の現預金の取りくずしあるいは積み増しの動きを示す指標)、借入依存度(借入金対総資本比率)、総資本回転率(売上高対総資本比率)の三つの規定要因に分解されるが(第6図(注)参照)、借入依存度は前回の引締め解除時点と今回の引締め解除時点ではほとんど変化はない。ところが今回の引締め解除時点の総資本回転率は前回解除時点よりも著しく改善(上昇)しており、一方現預金対借入金比率は第6図にみるように今回の解除時点のほうが高い。前者は現預金対売上高比率の低下要因、後者は上昇要因として作用するが、前者の影響が後者のそれを上回ったため、今回の引締め解

除時点の現預金対売上高比率は前回のそれよりも若干低下しているわけである。したがって、企業の手元流動性の実勢の動きは、現預金対売上高比率よりもむしろ現預金対借入金比率の動向にこそよく示されているとみるべきであるが、第6図から明らかなように、現預金対借入金比率は、今回の引締め開始時点の水準がかなり高かったうえに、引締め期間中の現預金取りくずしも比較的

〔第6図〕

大企業（製造業）の流動性と企業間信用



(注) 1. 本行「主要企業短期経済観測」による(すべて季節調整済み、予測値については実現率で修正済み)。

2. 現預金の要因別分解式

$$\frac{\text{現預金}}{\text{売上高}} = \frac{\text{現預金}}{\text{借入金}} \times \frac{\text{借入金}}{\text{総資本}} + \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

$$\left(\frac{\text{現預金対借入金比率}}{\text{借入金依存度}} \right) \left(\frac{\text{借入金依存度}}{\text{総資本回転率}} \right)$$

なお、総資本および借入金にはそれぞれ受取手形割引残高を含む。

3. 「主要企業短期経済観測」ではストック・ベースである借入金依存度および総資本回転率を把握しえないので、参考までに「主要企業経営分析」(製造業)により前回および今回の引締め解除期における両者の比率を示すと次のとおりである。

	前回(39年度下期)	今回(43年度上期)
借入金依存度	39.3%	39.3%
総資本回転率	0.389回	0.434回

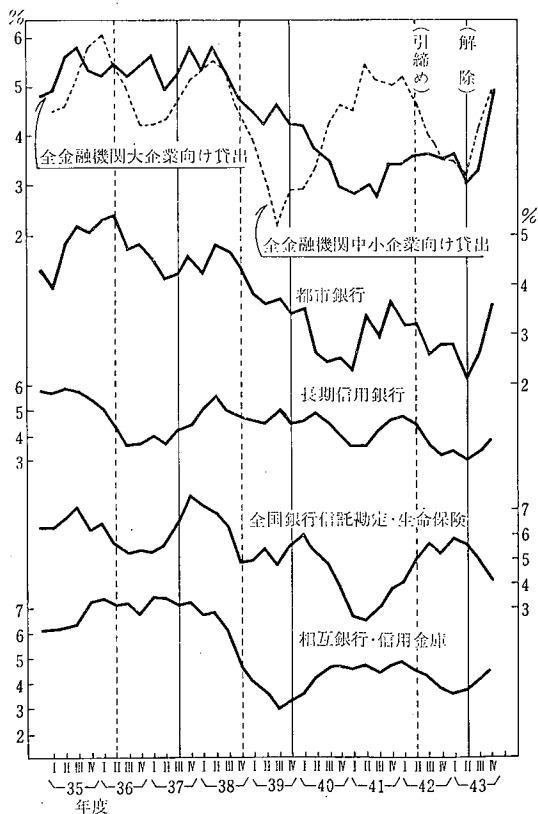
小幅であったため、解除時点の水準も前回のそれよりも高い状態となっている。

このように、今回の引締め期間中企業の資金繰りがさほどひっ迫を示さず、また手元流動性にもなおゆとりを残していたことについては次のようないくつかの原因が考えられる。

まず第1に、企業の資金調達ルートが多様化したことである。第7図に示すとおり、貸出増加額規制対象金融機関である都市銀行および長期信用銀行の貸出は、貸出増加額規制のもとで増勢がかなり鈍化した反面、対象外金融機関の貸出は全国銀行信託勘定、生命保険など著増をみた。このため全金融機関の大企業向け貸出の増勢は、前回のような鈍化傾向を示さず、引締め実施前よりもむ

〔第7図〕

金融機関貸出の推移



(注) 1. 季節調整済み 四半期平均残高の前期比増加率(含み貸出調整済み)。

2. 金融機関貸付金を除く。

しろ高い増勢を持続した。また中小企業向け貸出の増勢も引締め期間中に鈍化したものの、その程度は前回ほど顕著ではなかった。このため両者を合わせた全金融機関貸出増加額の前年比伸び率は、今回は + 0.9 % と前回 (- 10.0 %) と異なっており、僅少ながら増加した。また42年秋口以降、大企業がインパクト・ローン借入れや外債発行によって積極的に外資の取入れに乗り出したことも資金調達ルートが多様化への動きといえよう。

第2に、政府部門(地方公共団体を含む)を通ずる企業部門への通貨供給も、すでに指摘したとおり、引き続きかなり高い増勢を持続したほか、企業の売上げのうちただちに現金化する輸出の割合(輸出/売上高)が増大し、また輸出関係借入れも増加した。これらが企業金融にゆとりをもたらし方向に大きく作用した。

なお、企業間信用は今回の引締め期間中も若干拡大したが、そのテンポは従来よりもゆるやかであり(第6図)、また売上債権対買入債務比率の低下からうかがえるように、今回の場合は与信超過幅の拡大が少なくすんだため、企業の資金繰りに対して大きな圧迫感を与えるに至らなかったことにも注目する必要がある。

次に43年8月の公定歩合引下げ後最近までの企業の資金繰り判断の推移や手元流動性の動向をみると(前掲第5図、第6図)、公定歩合引下げ後の8月および11月時点における大企業の資金繰り判断では、「楽である」とする企業の割合が高まった一方「苦しい」とみる企業の割合が減少し、緩和感はかなり強まった。これは公定歩合引下げを契機として全般に先行きの金融緩和に対する期待感が強まり、また実際に都市銀行などの融資態度が末端営業店舗を中心に一時かなり積極化する気配を示したことを反映したものと思われる。ところが2月時点の資金繰り判断をみると、再びこうした動きが逆転し、相対的には金融引き締め感が強

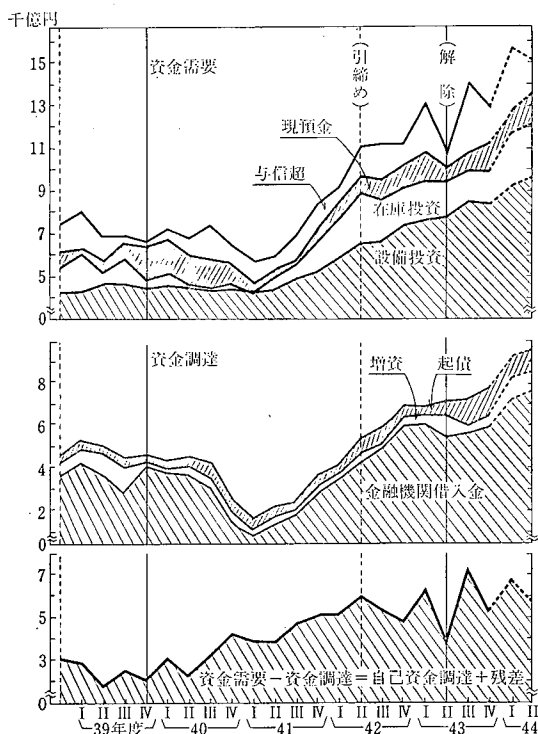
まった。こうした動きは従来の金融緩和期にはみられなかったことであるが、その背景としてはおおむね次のような諸事情を指摘することができる。

すなわち43年9月の貸出増加額規制廃止後も、本行が都市銀行等に対し資金ポジションを重視した指導を継続したため、都市銀行や長期信用銀行の抑制的な融資態度が続き、さらに引締め期間中高い増勢を続けた全国銀行信託勘定や生命保険の貸出の伸びも、余資の減少を背景に急激に鈍化した。これらの事情から企業の過大な金融緩和期待感が是正され、上記のように資金繰り判断の変化が生じ、また年末にかけて一部で手元流動性を取りくずす動きすらみられた。

もっとも本年5月時点の大企業の資金繰り判断をみると、2月時点で予測していたほどには引き

〔第8図〕

大企業(全産業)の資金需要と資金調達



- (注) 1. 本行「主要企業短期経済観測」対象企業の設備投資期中増加額(季節調整済み)。
2. 点線は予測値(実現率で修正済み)。

締まり感は強いものとはならず、また企業の手元流動性も、44年1～3月期には小幅上昇をみせている。こうした動きの背景としては、都市銀行の抑制的な融資態度が3月半ばごろから若干弾力化し貸出の増勢が高まったことが指摘される。しかし、それにしても前回緩和後の同局面と比べれば、大企業の資金繰り判断において「苦しい」とする企業の割合がなお多く、相対的には引き締まり感が強いことは見のがせないところである。

以上のように公定歩合引下げ後の企業金融は、従来の緩和期と違って一本調子で緩和方向に向かわずかなり微妙な動きを示しているが、今後の企業金融の動向を予測する場合、考慮しておかねばならぬ点はおおよそ以下のとおりである。

その第1は、従来の金融緩和期と違って企業の借入れ需要が高水準を続けると思われることである。すなわち第8図のとおり、大企業の資金需要の中心をなす設備資金需要は、44年4～6月期には、1～3月期の未充足分もあってかなり増勢を強める見込みであり、さらに生産の拡大に伴う増加運転資金需要が加わり、資金需要総額としてもかなり増加するものと見込まれている。

第2に、資金調達面では自己資金、増資、起債ともさしたる増加が見込めないため、金融機関借

(第2表)

引締め解除後の全国銀行貸出約定平均金利の低下状況

(単位・日歩・銭、カッコ内は寄与率・%)

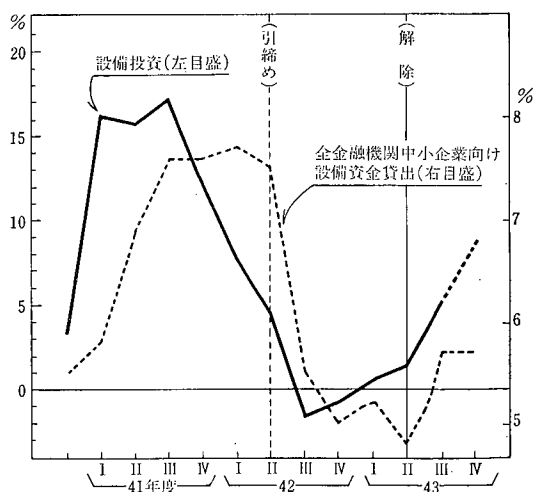
	前 回 (40年1～ 6月)	今 回 (43年10～ 44年3月)
全 国 銀 行 貸 出 約 定 平 均 金 利 の 低 下 幅	△ 0.031 (100)	△ 0.020 (100)
うち規制内(1年未満、1件 百万円超)金利の低下 による分	△ 0.027 (87)	△ 0.016 (81)
うち規制外長期(1年以上) 金利の低下による分	△ 0.001 (4)	△ 0.001 (7)
うち規制外小口(1年未満、 1件百万円以下)金利 の低下による分	△ 0.003 (9)	△ 0.003 (12)

入金の比重がかなり増大するものとみられることである。しかも、このうち長期資金の調達に関しては、長期信用銀行の貸出は増勢を回復しているものの、すでにみたように全国銀行信託勘定、生命保険の貸出については今後多くを期待できないうえ、海外金利の高騰から長期外資の取入れについても漸次先細りとなるものと思われる。このようにみえてくると、とくに長期資金の需給引き締まりは今後とも改まらない可能性がかなりあるものといえよう。ただこの点に関連して、このような長期資金の需給引き締まりないし引き締まりの持続見込みを背景に、機械産業の一部などで回収条件悪化を見越して厚めの資金手当てを図ろうとする向きがあり、これが表面上全体としての需資を膨張させている面があることには十分留意する必要があるだろう。

この間における中小企業金融の動きをみると、公定歩合引下げ後徐々ながら緩和傾向を強めている。このことは、前掲第5図の資金繰り判断からもうかがえるところであるが、同じく本行の「中

〔第9図〕

中小企業の設備投資と金融機関貸出



- (注) 1. 設備投資は、「中小企業短期経済観測」対象企業の設備投資(季節調整済み)期中増加額3期移動平均値の前期比増減率。
2. 金融機関中小企業向け設備資金貸出は、季節調整済み四半期平均残高の前期比増減率。
3. 設備投資の点線は予測(実現率で修正済み)。

小企業短期経済観測」によって手元流動性の推移をみても、引締め期間中も高水準で推移したあと、本年1～3月期にはかなりの上昇を示した。例年1～3月期には流動性が上昇するという季節性があるが、本年の場合はこうした季節性をこえて上昇しているようである。こうした中小企業金融緩和の背景としては、中小企業の資金需要がこれまで比較的落ち着いていたうえ、第7図にみるような各種金融機関、なかんずく相互銀行、信用金庫などの貸出の増勢の高まりがあげられる。ちなみに、昨年夏の公定歩合引下げ後の全国銀行貸出約定平均金利の低下状況を前回のそれと比較すると(第2表)、公定歩合の引下げ幅は今回は1厘と前回(3厘)よりも小幅であるのに、中小企業向け貸出金利(規制外小口貸出金利)の低下幅は前回と同じ3条となっており、全体の貸出約定平均金利の低下に対する寄与率も前回よりかなり大きい。このことから、金融機関が優良中小企業に対する融資基盤の拡大を企図して積極的な融資態度を維持しており、中小企業金融を緩和させる方向に働いていることがうかがえる。なお、中小企業の借入れ需要は第9図のとおり設備投資の増勢の回復を反映してこのところ盛り上がりを示しており、これに伴って全金融機関の中小企業向け設備資金貸出も増勢を回復している。

(4) 公社債市況の軟化とその背景

公社債市況は、42年度に続いて43年度も当初軟調に推移したが、公定歩合の1厘引下げ前後、金融の先行き緩和期待観が強まったため、一時急騰を示した。しかし金融緩和に対する過度の期待が是正されるにつれて、早くも年末ごろには急騰前の水準に反落し、その後年度末まで大勢として軟弱な地合いを続けている。この結果、年度末の相場水準は年度初のを下回っており、また応募者利回りと既発債利回りとの乖離も、年度末には年度初よりもいっそう拡大することとなった(後掲第10図)。

(第3表) 43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	
			前年同期比増減(△)額		前年同期比増減(△)額		前年度比増減(△)額	
起債 (純増ベース)	国債	債	2,900	△ 500	1,860	△ 640	4,760	△ 1,140
	政保債	債	1,015	△ 627	1,040	△ 484	2,054	△ 1,111
	地方債	債	220	△ 50	252	△ 22	472	△ 72
	事業債	債	1,058	△ 463	1,755	1,280	2,813	817
	小計		5,193	△ 1,640	4,906	135	10,099	△ 1,505
	金融債	債	2,703	△ 366	3,489	766	6,192	400
	うち利付割引		2,039	1	2,377	548	4,415	549
			664	△ 367	1,112	218	1,777	△ 149
合計			7,896	△ 2,006	8,395	900	16,292	△ 1,106
増資	1部		1,540	755	1,293	△ 50	2,833	705
	2部		101	△ 33	201	△ 28	302	△ 61
	合計		1,641	722	1,494	△ 78	3,136	644

(注) 1. 国債は、新規長期国債の市中消化分のみ。
2. 43年度事業債起債の自主調整……42年度下期に平準化繰延べ方式実施の後、43年度上期は2,280億円(発行ベース)を総枠とする銘柄ごとの割当て方式をとり、下期は再び平準化繰延べ方式によった。なお、起債(純増ベース)希望達成率(公社債引受協会調べ)は次のとおり。

	年度当初希望額(A)	発行実績(B)	達成率(B/A)
42年度	2,412億円	1,996億円	82.8%
43 〃	4,578	2,813	61.5
上期	2,105	1,058	50.3
下期	2,473	1,755	71.0

3. 金融債の発行自主調整は、原則として42年の一定期間の純増額を基準として43年1～3月以降4半期ごとに一定率の削減を実施。
4. 44年度事業債起債(純増ベース)希望額、増資希望額は次のとおり。

	44年度希望額	前年度当初希望額比	前年度実績比
起債	5,561億円	+21.5%	+97.7%
増資	5,000	+66.7	+59.4

次に起債(純増ベース)状況を見ると、第3表に示すとおり、年度間で1兆6,292億円と前年度比1,106億円減少した。これには、国債、政保債がかなり減額されたことも響いてはいるが、より大きな要因として、まず第1に、既発債市況の軟化など起債環境の悪化をながめて起債関係者間で事業債発行の自主調整(第3表(注)参照)が行なわれ、発行額が年度当初発行希望額の6割余にとどめられたこと、第2に、市況軟化の著しい利付金融債については、都市銀行側が引受け量削減の動きを示し、既発債の市況軟化も大きかったことなどから、長期信用銀行3行が年度間を通じて発行量の自主調整を実施したことを指摘することができよう。

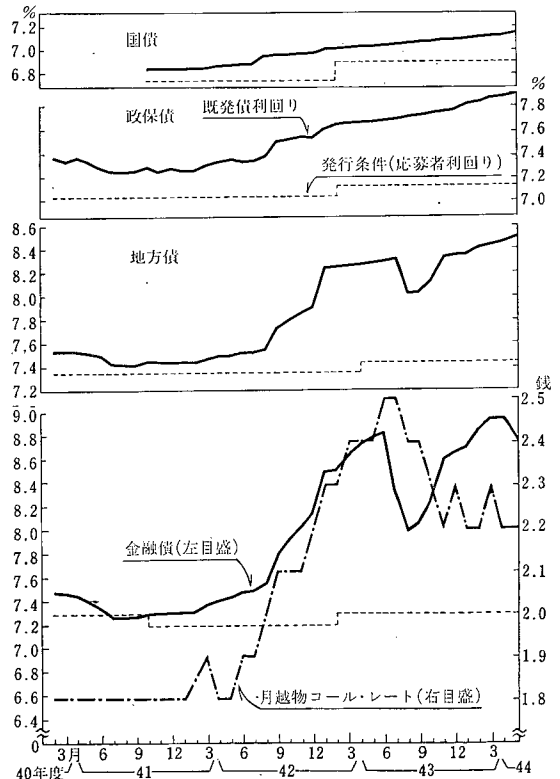
このように昨秋来再び既発債市況が軟調が続いている背景には、後述のようにもともと引受け量が多いうえに、貸出増加額規制撤廃後も本行の資金ポジションを重視した指導が続いた関係もあって、一時売り控えに転じていた都市銀行の債券売

却意欲が再び強まった一方、主要な買い手であった農協系統金融機関が、原資の伸び悩みや市況見通し難などもあって買い控え気運を強めたことによるところが大きい。

いま都市銀行の売却に関連して、43年度中の都市銀行および長期信用銀行の債券投資状況を見ると(第4表)、年度中の債券消化総額(発行時買入れ額)に比べ、ネット債券保有増が3分の1程度にとどまっていることがわかる。この差額は本行の買オペレーション、対市中売却および償還によって生じたものである。このうち国債および政保債(本行オペ対象銘柄)についての差額は、主として本行の買オペレーションによって生じたものとみられる。一方金融債(本行オペ対象外銘柄)につ

〔第10図—1〕

既発債利回りと発行条件の推移(1)



(第4表)

都市銀行、長期信用銀行の債券投資状況

(単位・億円)

	上 期 中	下 期 中	43 年 度
債券消化額			
国債	1,516	933	2,450
地方債	228	236	464
政保債	798	762	1,560
事業債	764	871	1,636
金融債	1,441	1,515	2,956
合 計	4,748	4,318	9,066
債券保有増			
国債	495	498	993
地方債	362	428	790
公社・公団・公庫債	361	647	1,008
事業債	200	258	457
金融債	△ 135	△ 171	△ 305
合 計	1,283	1,660	2,943

- (注) 1. 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。
 2. 「債券保有増」のなかには非公算債が含まれる。また、公社・公団・公庫債には政府保証のないものも含まれる。このため地方債では「債券保有増」が「債券消化額」を上回っている。

(注) 東証上場銘柄。金融債は3銘柄、加入者負担利付電電債は最近発行5銘柄、A格事業債は6銘柄、A'格事業債は8銘柄(42年5月までは7銘柄)のそれぞれ単純算術平均値。B格事業債は42年5月までは2銘柄の単純算術平均値、それ以降は1銘柄。

いては、ネット保有額は純減 (第5表)

となっており、消化額との差額は全銘柄のなかで最も大きいことが注目される。これは償還による分もあるが、主として都市銀行の対市中売却によって生じたものとみることができよう。

この間公社債の発行条件は、43年2月には国債、政保債、利付金融債について、また4月には地方債、事業債について、それぞれ改訂が実施されたあと、本年3月、事業債について再び一律50銭の条

公社債発行条件(応募者利回り)の改訂幅

(単位: %)

	第1次改訂(43年2月、4月)			第2次改訂(44年3月)		
	改訂後 応募者 利回り	改訂幅	改訂前の応募 者利回りと市 場利回りの 乖離幅	改訂後 応募者 利回り	改訂幅	改訂前の応募 者利回りと市 場利回りの 乖離幅
国債	6.902	0.107	0.227(47)	—	—	0.226(—)
政保債	7.139	0.086	0.568(15)	—	—	0.731(—)
地方債	7.441	0.087	0.912(10)	—	—	0.983(—)
A格事業債	7.518	0.110	0.660(17)	7.628	0.110	0.906(12)
A'格	7.628	0.110	0.604(18)	7.740	0.112	0.807(14)
B格	7.684	0.111	0.531(21)	7.796	0.112	0.741(15)
金融債(利付)	7.300	0.100	1.299(8)	—	—	1.587(—)

(注) 1. カッコ内は、改訂前における市場利回りと発行条件の乖離幅に対する条件改訂による

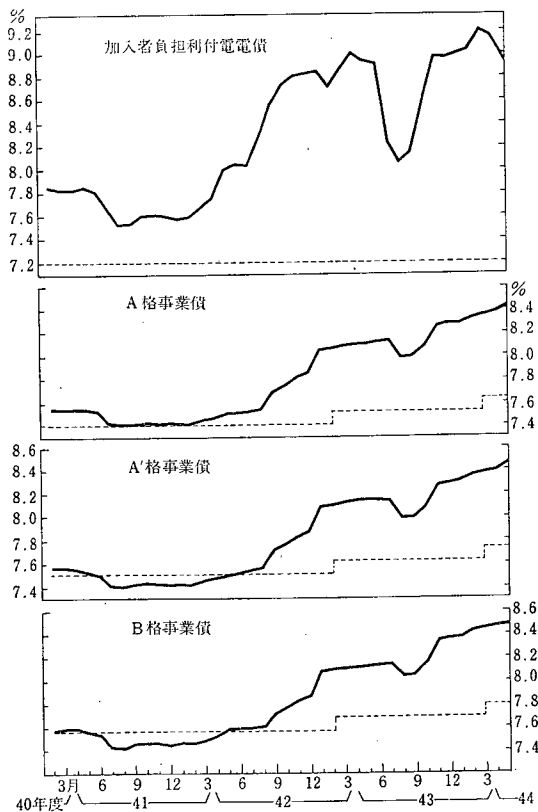
埋め率 $\left(\frac{\text{改訂幅}}{\text{改訂時における市場利回り} - \text{旧発行条件}} \right)$ 。

2. 第1次の改訂時期は、国債、政保債、金融債については43年2月、地方債、事業債については43年4月。

3. 乖離幅は、改訂直前月の月末における代表的銘柄の市場利回りによって算出した。

〔第10図—2〕

既発債利回りと発行条件の推移(2)



(注) 〔第10図—1〕の(注)参照。

件改訂が行なわれた(第10図)。こうした発行条件の改訂は、公社債流通市場の動向に応じて発行条件を弾力的に調整するという慣行の確立に向かって、一步前進したものと評価しうる。しかし、第5表に示すとおり、43年2月および4月の条件改訂については改訂前の応募者利回りと既発債利回りの乖離幅に比べ改訂幅はかなり小幅にとどまった。また本年3月の条件改訂については、43年2月および4月の条件改訂前よりも既発債利回りの乖離幅は拡大していたにもかかわらず、長期金利体系全般の改訂に波及することが懸念されたため、事業債のみの小幅条件改訂にとどめられることとなった。ちなみに44年3月の改訂では、応募者利回りと既発債利回りの乖離幅を12~15%縮小したにすぎない(第5表)。こうした事情から、2次にわたる発行条件の改訂が、そのみによって起債希望会社の発行意欲を抑制するといった金利の資金需給調整機能を発揮する状態をもたらすわけにはいかなかった関係もあり、起債調整あるいはこれに類する手段によって起債量を抑制せざるをえなかったことは前述のとおりである。

ここで全金融機関と都市銀行の公社債保有比率(公社債/資金量)を試算してみると第6表のとおりで、43年度にとくに金融機関による公社債保有が相対的に減少したわけではない。43年末の全金融機関の公社債保有比率は、起債調整が行なわれていたにもかかわらず、本行オペ調整後(償還差引き後の公社債消化累計額/資金量)で17.7%、本行オペ調整前の表面で14.0%と前年末とほぼ同じ水準を持続しており、ほぼ同局面とみられる39年末をかなり上回っている。とくに引受けシェアの大きい都市銀行の公社債保有比率(本行オペ調整前の表面比率)についてみると、本行の買オペも相対的に多額であったほか、前述のように金融債を中心に大量の市中売却を実施したにもかかわらず、43年末の水準は前年末を若干下回った程度で、39年末の水準をかなり上回っている。このように金融機関の公社債保有比率が高水準を維持し、都市銀行のそれもさしたる低下をみせなかったにもかかわらず、既発債市況の軟化を招いたことは、今回のような起債調整で公社債市場の需給

(第6表)

全金融機関の公社債保有比率

(単位・%)

	全金融機関		都市銀行
	オペ調整後	オペ調整前	オペ調整前
35 年 末	13.9	12.3	13.5
36 "	14.0	12.3	14.8
37 "	13.5	11.8	14.8
38 "	13.0	9.8	11.3
39 "	13.1	10.5	13.3
40 "	14.0	12.9	15.5
41 "	16.2	14.7	15.4
42 "	17.7	14.3	15.0
43 "	17.7	14.0	14.5

(注) 1. 公社債保有比率 = $\frac{\text{公社債保有額}}{\text{資金量}}$

資 金 量……資金循環勘定における市中金融部門の当座性預金、短期性預金、貯蓄性預金、信託、保険、金融債の合計額(都市銀行は預金)。
 公社債保有額……資金循環勘定における市中金融部門の政府短期証券を除く債券額(投資信託保有分を除く)を合計した額。

2. オペ調整後は本行の対市中売買を調整した実勢。

バランスを調整することにはやはりある程度の限界があったことを示すものといえよう。

公社債市場の整備育成は、金融正常化の一環として、当面の最も重要な課題の一つであるが、それには、市場の実勢に合わせて発行条件を弾力的に変更することにより、金利機能を通ずる需給の調整を行なうとともに、消化層の多様化を図り、金融機関とくに都市銀行に偏した消化構造を是正して無理のない消化を図っていくことが不可欠の要件であるといえよう。本行は、昨年12月、公社債市場育成の見地から従来の公社債引受け金融を拡充した公社債流通金融措置を実施した。今後、市場関係者間において発行条件の弾力化、消化能

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の上昇

計 測 期 間	38年1月～ 41年1月	41年2月～ 44年5月
利 付 金 融 債	0.294	0.579
加 入 者 負 担 利 付 電 債	0.290	0.474

(注) 1. 利付金融債の38年1月～41年1月は実勢利回り、41年2月～44年5月は上場3銘柄平均利回り。

加入者負担利付電債はいずれの計測期間についても最新発行5銘柄平均利回り。

2. 計測結果

 y_1 : 利付金融債利回り y_2 : 加入者負担利付電債利回り x : 月越物コール・レート

38年1月～41年1月

 $\log y_1 = 0.29396 \log x + 0.63137$
(0.01871) $\bar{R} = 0.934 \quad S = 0.01119$ $\log y_2 = 0.57896 \log x + 0.39313$
(0.04849) $\bar{R} = 0.885 \quad S = 0.01584$

41年2月～44年5月

 $\log y_1 = 0.29025 \log x + 0.65577$
(0.02282) $\bar{R} = 0.904 \quad S = 0.01365$ $\log y_2 = 0.47411 \log x + 0.50402$
(0.05433) $\bar{R} = 0.811 \quad S = 0.01775$

3. 計測期間を上記のように分割したのは、両期間ともそれぞれ金融引締め期間を含むことのはか、公社債の市場取引再開(41年2月)、新規長期国債の発行開始(41年1月)、本行の無条件オペの開始(41年2月、この際利付金融債が原則として本行買オペの対象から除外されることとなった)など、公社債の発行、流通市場の現体制が41年2月前後には確立をみたことなどによる。

の高値を更新する新高値(1,851)を記録した。その後高値警戒観の台頭から年末ごろまでシリ安基調をたどったが、年明け後は再び上昇に転じ、5月まで高値更新を続けた。

このように株式市況が活況を呈した背景としては、企業業績の好調持続、海外からの株式投資の急増、凍結株の放出進展に伴う株式過剰感の払拭、株式投信の元本減少幅の著減などがあげられるが、とくにごく最近の株式市況にみられる特色は、一部の値がさ株急騰にささえられて平均株価の上昇が生じていることである。すなわち東証第1部旧修正平均株価指数(225銘柄による)は、最近におけるボトム(42年12月(1,250)から本年5月末(2,002)までに752上昇したが、このうち、いわゆる値がさ株23銘柄の寄与度は480、上昇寄与

率は64%に達している(第8表)。これは、この間の株価上昇が一部銘柄に対する海外からの株式投資と、くろうと筋の動きとに大きくささえられたことを示すものといえよう。もっとも値がさ株の値動き幅は大きいから、その平均株価に対する影響度も大きくなることは当然ともいえるが、35年から36年にかけての株価上昇がほとんど全銘柄に広く分散していたのと比べて対照的である。

海外からの株式投資状況についてやや詳しくみると、43年度中の市場経由株式取得認可額(大蔵省調べ)は597百万ドルと前年度(126百万ドル)比約5倍の巨額に達しており、また本年4月のそれは133百万ドルと月間ベースとしてはこれまでの最高を記録した。非居住者による株式の買入れ超過額が増加しているのは、最近、海外においてわ

(第8表) 株価(東証第1部旧修正平均)の上昇・下落に対する各銘柄の寄与度

(カッコ内は寄与率・%)

昭和43～44年			昭和35～36年		
株価(225銘柄)の上昇幅		ボトム→ピーク (42.11.12) (44. 5.31) 1,250 → 2,002 752(100.0)	株価(225銘柄)の上昇、下落(Δ)幅	ボトム→ピーク (35. 6. 2) (36. 7.18) 967 → 1,829 862(100.0)	ピーク→ボトム (36. 7.18) (36.12.19) 1,829 → 1,258 Δ 571(100.0)
値がさ株	300円以上の23銘柄による分	480(63.9)	400円以上の30銘柄による分	303(35.1)	Δ 136(23.7)
	500円以上の7銘柄による分	272(36.1)	500円以上の15銘柄による分	178(20.7)	Δ 70(12.3)
	300円以上500円未満の16銘柄による分	209(27.8)	400円以上500円未満の15銘柄による分	125(14.4)	Δ 65(11.4)
中低位株	300円未満の202銘柄による分	272(36.1)	400円未満の195銘柄による分	559(64.9)	Δ 436(76.3)

- (注) 1. ① 株価による値がさ株、中低位株の区分については、いずれもピーク時における各銘柄の株価を基準とし、43～44年は300円以上のものを、35～36年は400円以上のものを値がさ株とし、それ未満のものを中低位株とみなした。
② 上記のとおり、43～44年と35～36年で値がさ株区分の基準が異なるのは、主として修正平均株価と単純平均株価との関係を示す修正倍率(修正平均株価＝単純平均株価×修正倍率)が大きくなっていることに対応するもの。
③ 額面500円、100円、20円株の銘柄は中低位株に含めた。
2. 寄与度の計算方法
- 比較時点の
対象銘柄×
株価合計

修正倍率
225

比較時点の
対象銘柄×
株価合計

修正倍率
225

の差
- ① 寄与率＝
比較時点と基準時点の旧修正平均株価の差
- ② 寄与度＝旧修正平均株価の上昇(下落)幅×寄与率

が国優良企業の成長力が注目を集めていることなどによるものとされているが、基本的には、日本経済に対する国際的信認の向上が大きく響いているものということができよう。ただこうした海外からの株式投資は、先行きの国際金融経済情勢の動向いかんによっては売却超過に転ずる可能性を内包していることについても十分注意しておく必要がある。

なお日本共同証券(株)および日本証券保有組合の凍結株式の放出は、43年度中3,290億円の巨額に達し(42年度516億円)、この結果、凍結株式の残存額は大幅に減少し、日本証券保有組合は、その使命を達成して本年1月解散した。

このように株式市況が活況を呈しているのに伴い、増資規模もかなり拡大し、上場会社の43年度中有償増資額は(前掲第3表)、3,136億円と前年度(2,492億円)を26%方上回った。なお、44年度の増資希望額は約5,000億円と見込まれているが、これは従来のピークである36年度実績(6,230億円)に次ぐ巨額なものである。

(6) 財政の景気調整機能について

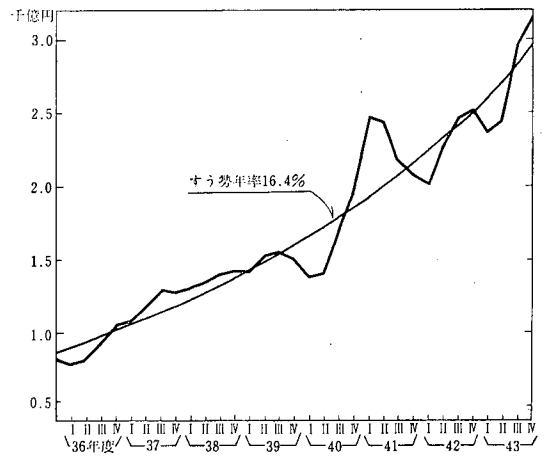
従来の景気調整期においては、金融面からの引締め措置と並行して財政面でも支出繰延べなどの措置が幾度か採られたが、とくに42年9月からの景気調整に際しては、金融、財政両面におけるポリシー・ミックスの必要性が強調され、公共事業関係費を中心とした支出繰延べが実施された。

その後における推移をふり返ってみると(第12図)、公共事業費対民間支払は42年度下期もかなりの伸びを示し、公共事業費増加のすう勢線を下回ってようやく効果を示しはじめたとみられるのは、43年4～6月期になってからであった。

このように、財政支出面から景気調整措置を実施してもそれが実際に効果を示すまでには半年から1年近いタイム・ラグがある要因としては、①意思決定から支出までのタイム・ラグがかなりあ

〔第12図〕

公共事業関係費対民間支払の推移



(注) MCDスパンが5ヵ月のため季節調整済み5ヵ月移動平均値を利用、トレンドは $X = 868.17(1 + 0.0387)^t$ (年率: 16.4%)。

ること、②支出主体に3千数百の地方公共団体を含むため、支出の弾力的操作を実施しにくい面があること、③所期の効果を確保するため支出繰延べ額を増加させようとしても、財政支出の硬直性が高まっているためそれが困難であること、などの諸点を指摘することができる。

したがって、今後は所期の政策効果の発現までのタイム・ラグを短縮する方向でこれらの諸点について改善を図ることが重要であるが、同時に今後はこのような支出面での景気調整機能の拡充と並んで収入面での景気調整機能を活用していくことも検討しておくべき点であろう。いま収入面、支出面の有効需要に与える効果を試算してみても、第9表のとおりで、収入面からの景気調整効果にもかなりのものを期待しうることがうかがえる。

そこで収入面からの景気調整措置のなかで中心的地位を占める法人税についてみると、第10表のとおりで、法人所得の対GNP弾性値が景気上昇期には上昇するという傾向を示しているにもかかわらず、法人税収の対GNP弾性値はそれに応じた上昇を示しているとはいいがたい。この結果、実効税率(法人税収/法人所得)は、38年度をピー

(第9表) 財政支出および税収の有効需要に与える効果(試算)

(単位・億円)

	財 政 支 出		税 収	
	政府消費	政府投資	法 人 税	個 人 税
(財政支出および 税収の増減額)	(- 1,000億円)	(- 1,000億円)	(+ 1,000億円)	(+ 1,000億円)
GNP	- 2,440	- 2,280	- 1,650	- 1,300
うち個人消費支出	- 910	- 810	- 440	- 960
民間設備投資	- 100	- 100	- 890	- 60
民間在庫投資	- 350	- 370	- 370	- 190
輸 出	- 10	- 10	- 30	- 10
輸 入	- 130	- 180	- 250	- 80

(注) 1. 経済審議会計量委員会新中期マクロ・モデルの乗数を使用。
2. 個人税は主として所得税。

(第10表) 法人税収のGNP弾性値と実効税率

	対GNP弾性値		法人税収の 対法人所得 弾 性 値	実効税率 (%)
	法人税収	法人所得		
昭和33年度	—	—	1.48	30.7
34 〃	2.12	0.97	2.19	34.8
35 〃	2.36	3.23	0.73	31.1
36 〃	1.22	0.79	1.54	32.7
37 〃	1.23	0.53	2.33	33.8
38 〃	0.73	0.22	3.29	36.2
39 〃	0.78	0.97	0.80	34.2
40 〃	—	—	0.24	34.2
41 〃	1.13	1.45	0.77	31.3
42 〃	1.45	2.03	0.71	29.2
43 〃	1.18	1.35	0.87	28.4

(注) 1. 税収は各会計年度の収納額、GNPおよび法人所得はGNP統計の暦年計数による。
2. 弾性値の算出にあたっては増・減税を調整。
3. 実効税率=法人税収/法人所得。

クとしてその後漸次低下する傾向を示しており、43年度については28.4%と、不況であった40年度(34.2%)をかなり下回っていることが注目される。これは、一つには40年度および41年度に景気刺激の見地から法人税率の軽減措置が行なわれたためであり、二つには、好況時の常として、税法上損金扱いとされる償却費、引当金などを多額に計上する傾向が強まり、実質的法人所得の増加が課税所得の同率の増加をもたらさないためである。とくに近年減価償却の大幅な増加が目だって

いるが、これは39年度に実施された耐用年数短縮が響いているほか、企業収益の好調持続を背景に有税償却も増加したからである。これらの諸事情が企業の手元流動性を高めるとともに、期待利潤率を高める方向に作用し、民間設備投資の盛り上がりを促進した面があったことはいなみがたい。42年度から発足した、公定

歩合の上下にスライドして法人税延納利子税率を上下させる制度は予定どおり実施されたものの、同時に整備された合理化機械等の特別償却の停止については、種々の事情から実施が見送られた。

近年、社会資本の立運れが問題視され、その是正の必要が強調されているおりから、公共支出の削減によって景気調整を図ろうとすることには限界があると考えられるので、今後は収入面からの景気調整機能をあわせ活用することも検討に値する問題の一つとなろう。

2. 経済実体面の動向

(1) 鉱工業生産は根強い増加

鉱工業生産の年度間の推移(第13図)をみると、43年初めに一時伸び悩んだ生産は、43年4～6月に前期比+5.4%とかなり大幅な増加を示し、7～9月(同+4.0%)、10～12月(同+4.6%)も引き続いて高水準の伸びを示した。もっとも、年明け後1～3月には+0.7%と伸び悩みを示したが、年度平均では+17.2%と、41年度(+17.1%)、42年度(+18.7%)に続き3年連続の大幅増加となった。

(生産増加をささえた要因)

この間43年度の鉱工業出荷は、+15.9%と生産の伸び(+17.2%)に比べるとそれを若干下回るものの、高水準の増加を示した(第11表参照)。

その内訳をみると、輸出向け分および国内向け分のうち資本財および耐久消費財がとくに高い伸びを示している。ちなみに、生産増加に対する需要要因別寄与率を、40年産業連関表により試算すると(第12表)、43年4～6月から10～12月までをならして見て、生産増加の28%が個人消費の増加による分、32%が投資(国内総固定資本形成)の増

(第12表)

需要要因別生産増加寄与率

(単位・%)

		41年度	42年度	43年度
鉱工業生産増加率		17.1	18.7	17.2
要 因 別 寄 与 率	個人消費	27.7	28.9	27.5
	政府経常支出	2.3	1.6	0.3
	国内総固定資本形成	29.4	48.6	32.4
	在庫投資	23.4	11.8	13.5
	輸出	17.2	9.1	26.3
	計	100.0	100.0	100.0

(注) 国民所得統計(旧推計ベース)および昭和40年産業連関表による。
なお、43年度は43年4～6月から10～12月(経済企画庁QE法推計)までの季節調整済み年率計数により算出。

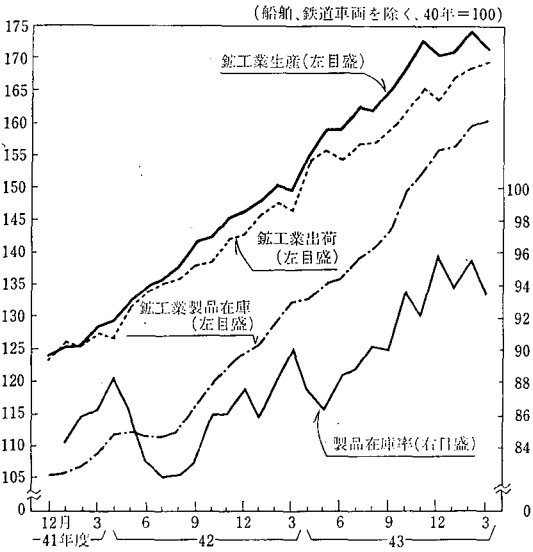
加による分、26%が輸出の増加による分であったとみられ、以上の3者が生産増加寄与率の大半を占めていたことがわかる。これを42年度と比べてみると、43年度はとくに輸出増加の寄与する割合が高まったことが特色である。

(最終需要の動向)

そこでこれら3項目の最終需要の動向をやや詳しくみると、まず個人消費は、前期比4～6月+4.1%、7～9月+4.2%と年度央まで堅調な足どりを続けたあと、10～12月(企画庁QE法による推計)は+3.4%とわずかながら伸び悩みぎみとなった。全国百貨店売上高の動きをみても、10～12月は+1.2%と不振を示しているが、年明け後の百貨店売上高は本年1～3月+3.7%と再び上昇テンポをいくぶん高めており、他方いま一つの重要な消費関連指標である銀行券平残が年明け後高水準の伸びを続けていることからみて、昨年末にかけての個人消費の鈍化は、暖冬などの影響を映じた一時的な動きにとどまったものとみられる。これは、この間の都市全世帯の家計消費支出が、被服費、光熱費などを主体として伸び悩んでいる点からもある程度裏づけることができよう。

次に民間企業の設備投資は、4～6月前期比+7.5%と著伸したあと7～9月(同+1.9%)は若

〔第13図〕 鉱工業生産・出荷の動向



(第11表)

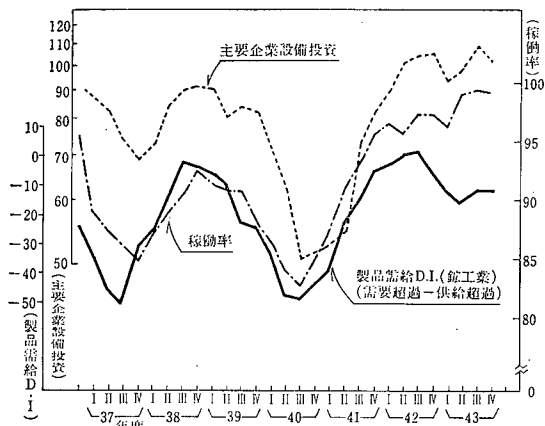
鉱工業出荷内訳

	ウェイト	前年度比上年率(%)		
		41年度	42年度	43年度
鉱工業出荷	10,000.0	16.7	17.0	15.9
国内向け出荷	9,091.8	17.2	18.0	14.7
資本財	1,635.6	16.5	30.7	21.6
建設資材	792.3	18.2	16.6	15.9
耐久消費財	767.4	24.4	29.7	28.7
非耐久消費財	2,392.3	13.2	6.1	7.5
生産財	3,504.2	18.7	17.6	11.8
輸出向け出荷	908.2	12.6	7.5	27.1
資本財	231.8	18.3	9.6	26.6
建設資材	49.9	-2.5	4.8	16.6
耐久消費財	118.1	14.1	35.6	35.0
非耐久消費財	143.3	0.2	11.7	5.2
生産財	365.1	8.1	1.3	33.8

(注) 通産省調べ。

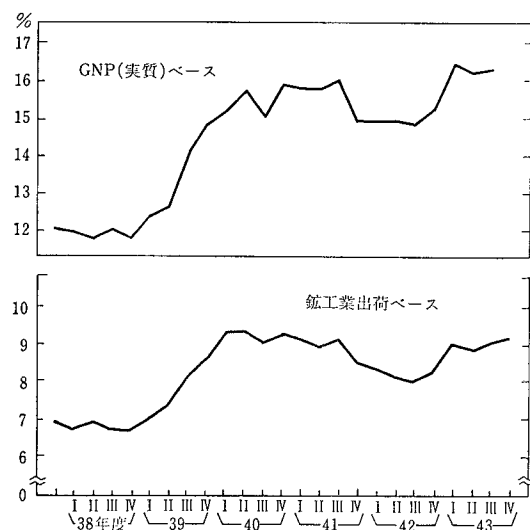
干伸び悩みを示したが、10～12月には+4.1%（企画庁QE法による推計）と再び増勢を回復、年明け後の1～3月も設備投資動向と関連の深い一般資本財の動きから推してなおかなりの増勢を示しているものと思われる。このような設備投資の根

製品需給と設備投資



- (注) 1. 主要企業設備投資は、36年10～12月=100。
2. 稼働率は、通産省調べによる稼働率をトレンド修正したもの、過去のピークを100としたもの。
3. 製品需給D.I.は、需要超過とみる企業の割合（全社中に占める構成比）から供給超過とみる企業の割合を引いたもの。
資料：本行「主要企業短期経済観測」。

輸出比率の推移



- (注1) 43年11月の通産省調査によると、輸出需要を生産計画、設備計画に組み込むようになった時期を35年以降とする企業が全体の7割を占め、とくに38～40年以降とするものが多い。

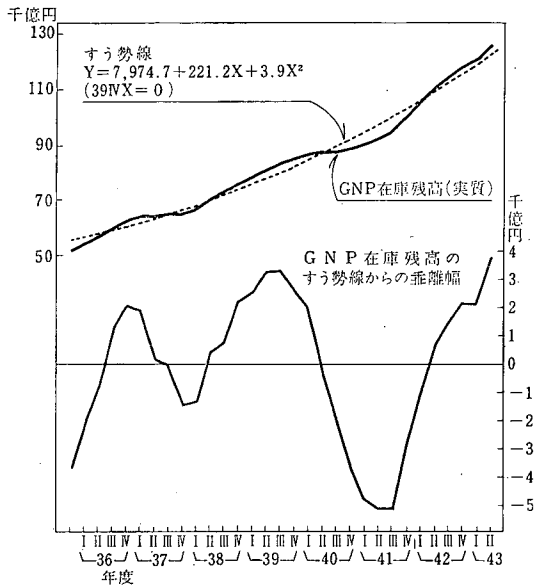
強い増加の背景としては、①需給関係が引き続き引き締まりぎみで企業の設備拡張意欲が強いこと（第14図参照）、②資本自由化や労働力需給の引き締まりを背景に企業の合理化・省力化投資の意欲が強いこと、③設備規模の大型化に伴い工事期間が長期化し継続工事のウェイトが増加していること、④企業収益が好調であること、などの事情をあげることができよう。

輸出はほぼ一貫して四半期平均+6%前後の高い伸びを続けた。出荷全体に占める輸出の比率（数量ベース）の推移をみると（第15図）、39年ごろを境に一段高となっているが、そうしたなかであって43年度の輸出比率が出荷ベースで9%に達したことは、一般に輸出比率が不況時に高く好況時に低まることを考慮すれば、好況時としては相当高い水準ということができる。これは企業がしだいに輸出を不況時における限界的なものとしてでなく、あらかじめ生産計画に組み込まれたものとして考えるようになったこと（注1）を示すものと思われるが、他面、かりに輸出が前年度比横ばいにとどまったとしても、43年度の鉱工業出荷は+13.6%となおかなり高い伸びを示す計算になるので、43年度中の生産活動をささえた主因はやはり内需にあることは明らかである。

以上のように消費、設備投資、輸出の各最終需要は根強い増加基調をたどったが、この間の在庫投資について付言しておく、在庫投資は流通段階の在庫調整を主因に43年1～3月に大きく伸び悩んだあと、4～6月から再び増加に転じた。

このような在庫投資の増加は、製品在庫の大幅な増加に流通在庫、原材料在庫の増加が加わったものとみられるが、ただこのうち製品在庫投資および流通在庫投資については、前向きの意図した在庫増加ばかりでなく、一部に冷暖夏冬による特

〔第16図〕 在庫残高の推移



定の消費財の売れ残りや、メーカーの過大な強気観による生産増加を原因とする在庫増加もみられないではない。

なお、実質GNP在庫率(実質在庫残高/実質GNP)の動きをみても、41年7～9月にボトム(1.34)に達したあと上向きに転じ、43年10～12月には1.43にまで上昇、また在庫残高のすう勢値と実績値との乖離幅も拡大を続けて、39年当時とはほぼ同程度の高水準に達している(第16図参照)。

(2) いわゆる「かげり」現

象の発生

以上のような生産の増大過程において、昨秋ごろから需給動向には微妙な変化が生じた。いわゆる景気の「かげり」と呼ばれた諸現象がこれである。

(製品在庫率の上昇)

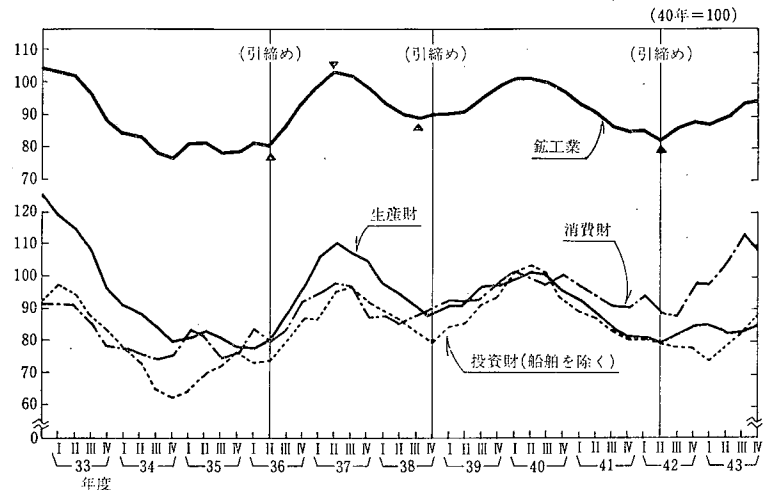
まず第1に指摘されたのは一部品目の製品在庫の累増である。夏場以降生産が月率2%を上回る高い伸びを続けた

のに対して出荷の伸びがこれを若干下回ったため製品在庫は43年末にかけて増加し、これに伴って製品在庫率指数は、年度初めの43年4月には87.4であったものが秋口からはじりじりと上昇に転じ、12月には95.9と41年3月以来3年ぶりの高水準に達した。このような43年秋口以降の製品在庫率の上昇テンポには、第17図のとおり過去の景気下降期に近いものがみられ、このためあとに述べる商品市況の軟化と並んで、いくつかの「かげり」現象のなかで最も注目を集めてきた。

しかし、かかる製品在庫率上昇の内容に立ち入ってみると、まず出荷の伸びは、夏場から年末にかけて生産の伸びを若干下回ったとはいえ伸び率そのものはかなり高く、基調として増勢が衰えたとはみられないこと、また製品在庫率上昇が主として消費財について生じており、投資財、生産財の在庫率水準はかなり低いことなどの点で、金融引締めによる出荷の減退を直接の契機として、ほとんどすべての財にわたって製品在庫率上昇のみられた過去の不況期とはかなり性格を異にする面がみられた。また製品在庫増加の個々の内容をも、冷夏、暖冬の影響により出荷が一時的に鈍ったもの(卓上扇風機、電気冷蔵庫等の夏物家

〔第17図〕

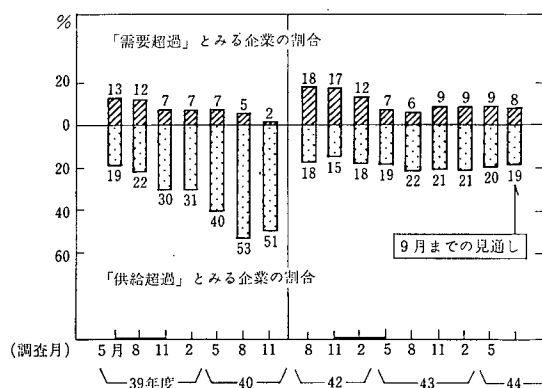
特殊分類別製品在庫率の推移(四半期平均)



電製品、石油ストーブ、電気こたつ等冬物家電製品、灯油等)、先行き供給過剰懸念による流通在庫投資の減少など中間需要の減退に基づくもの(鉄鋼、綿糸等)、売れ行きが好調で前向きの在庫積み増しとみられるもの(エアコンディショナー、小型量産機械等)が少なからず含まれている。このうち前2者は売れ行き不振に伴う滞貨という性格をもっていたが、「かげり」が最も喧伝された昨年末から本年はじめにかけても、メーカー側はこれらの一時的要因による在庫増をさほど問題とせず、本行の「主要企業短期経済観測」による企業の業況判断などをみても、供給過剰感の拡大が全くみられないことが明らかである(第18図)。

〔第18図〕

製品供給の状況(鉱工業)



結局、秋口から年末にかけて製品在庫増加がみられたもののうち最終需要の増勢の基調的な鈍化によるとみられるものは、43年7月の自動車取得税実施以降売れ行き不振の目だったトラックおよび一部の乗用車等ごく一部にとどまったと思われる、これらについては昨年末ごろから部分的に生産調整も行なわれたが、生産調整の程度はたとえば自動車工業全体としてみれば軽微なものであった。したがってこうした個別業種の実生産調整が他業種に波及するような現象はほとんどみられず、年度末から4月にかけて暖冬異変の影響が払拭さ

れ、トラック等の生産調整も一巡するにつれて、生産は再びかなり強調を示し、在庫率の上昇も一服ぎみとなったので、製品在庫の増勢について唱えられた「かげり」重視論はほとんど影をひそめることとなった。

なおここ2～3年の四半期別の生産の推移をみると、例年1～3月は10～12月に比べてとくに機械工業などを中心に生産の伸びが鈍化するという傾向がみられる。本年1～3月についても同様の動き(生産前期比、10～12月+4.6%、1～3月+0.7%)がみられ、一部で「かげり」現象として重視されたのであるが、本行の「主要企業短期経済観測」などによっても、暖冬による影響を受けた一部の品目などを除けば当時の生産者の生産意欲は10～12月と変わらぬおう盛さを示しており、その後4月の生産急増(前月比+6.0%)などをみても、1～3月の生産鈍化はなんらかの特殊な事情によるところが大きいのではないかと考えられる。この点については近年における生産の季節性の急速な変化のため、季節調整が十分行なわれがたいという事情のあることが一部で指摘されているが、検討を要する問題と思われる。

(商品市況の低迷)

「かげり」現象として第2に指摘されたのは、主力商品を中心とする商品市況の軟化である。すなわち43年初めから、流通段階の在庫調整などを背景に軟弱な地合いを続けた商品市況は、夏場にはいるとともに輸出をはじめとする最終需要の好伸や金融緩和に伴う秋口以降の需要盛り上がり期待から徐々に底堅さを加えていったが、その後昨年暮れから本年初めにかけて鉄鋼、繊維、石油等主力商品を中心に市況は再び軟化を示した。この時期に市況軟化の目だった商品につき需要動向をみると、大勢としてこれら商品の二次製品製造段階での消費を含めた最終需要は根強い増加を続けているのに対して、たとえば金属製品工業や機

(第13表)

鉄鋼、繊維の中間需要動向(43年中)

1. 最終需要家段階の原材料消費・在庫

(期中平均の前年同期比・%)

		原材料消費		原材料在庫		原材料在庫率	
		1～6月	7～12月	1～6月	7～12月	12月	前年同月
鉄	金属製品工業						
	鉄構物等用						
	普通鋼	18.0	14.1	9.7	21.2	1.05	1.58
	機械工業						
	普通鋼鋼材	16.7	9.9	10.9	12.6	0.72	0.90
鋼	特殊鋼鋼材	21.3	25.1	35.1	1.3	1.02	1.32
	造船業						
	鉄	16.7	15.0	31.1	55.8	1.38	2.88
	鋼材	12.8	4.4	37.4	36.3	0.60	0.98
	鋼						
繊維	織物						
	綿糸	3.3	3.2	2.1	4.9	0.27	0.28
	生毛	6.4	8.5	8.6	5.8	0.34	0.36

2. 販売業者在庫

(期中平均の前年同期比・%)

	1～6月	7～12月
普通鋼鋼材	52.9	15.6
綿糸	62.7	22.0
毛糸	11.5	14.6
人絹糸	23.5	19.3
スフ糸	1.4	9.3

械工業における普通鋼鋼材在庫、織物工業の糸在庫などにみられるように、流通段階やユーザー段階の在庫に減少ないし伸び悩みが目だったものが多い(第13表参照)。したがって、これらの商品の市況軟化は主として、新鋭高炉の稼働開始見越しなどによる供給過剰懸念(鉄鋼)や、暖冬による秋冬物衣料の売れ行き不振に伴う信用不安(繊維)などから、中間段階の仮需がやや減退したことを映じたものと考えられる。他方メーカー側は、堅調な最終需要をながめて強気の生産を続けたため、弱気化した流通段階のマインドとの間にギャップが生じたことが市況軟化をさらに拍車したということができよう。

しかし、本年3月以降鉄鋼相場はかなりの反発場面を呈しており、5月後半に至りやや高値修正

の動きがみられるものの、基調としては引き続きしっかりした値動きを示している。これは前述のように問屋段階での在庫水準が低下していたところへ、メーカーが欧州向けをはじめとする輸出成約好調を背景として店売り分の出荷削減を続けたため、一部品目に品薄が生じたという事情を映じたもので、ユーザーの鋼材消費そのものにはさして変化が生じたわけではない。

(機械受注の鈍化)

「かげり」現象として第3に指摘されたのは機械受注の鈍化である。すなわち、設備投資の先行指標である機械受注(海運を除く民需)の動きをみると、43年4～6月+14.7%、7～9月+11.9%と大幅な伸びを続けたあと、10～12月+3.0%、44年1～3月-4.3%と伸び率は大幅に鈍化するに至っている。もちろん、機械工業の受注残高は本年3月現在月販売額の9.0ヵ月とかなり高水準であるため、機械受注が鈍化しても、機械の引渡しは当面高水準を続けるものと思われるし、また設備投資のいま一つの先行指標である建設工事受注(民間産業)が、10～12月+10.6%のあと1～3月も+8.2%と高い伸びを続けていること、最近行なわれた各種の44年度設備投資計画調査が、そろって2割前後の高い伸び率を示していること(第14表)などからみて、最近の機械受注鈍化のテンポをそのまま反映するような形で当面設備投資の伸び率が鈍化していくとはまず考えられない。

ただ、第15表により業種別の設備投資動向をみると、41～42年度の設備投資をリードした鉄鋼、自動車、化学、電気機械、石油精製、化繊などの業種のうち、43～44年度にかけては自動車、化繊などの伸び悩みが目だつ反面、電力の投資水準がしだいに高まるといった、いわば設備投資主導業種の部分的交替がみられる。最近の機械受注動向を受注先業種別にみると、1～3月の受注鈍化の中心となっているのは、自動車、機械、石油精製、

窯業、紙・パルプ、電力、鉄鋼などの業種であり、反面化学、繊維などからの受注は増加を示しているが、最近の動きをならしてみると、電力、機械、化学などからの受注は大勢として引き続きかなりの上昇基調を示しているのに対して、自動

(第14表) 各種の44年度設備投資計画調査
(前年度比・%)

調査機関	調査時点 (44年)	調査ベース	全産業		製造業	
			43年度	44年度	43年度	44年度
本行 (統計局)	5月	工事ベース 現金支払ベース	22.7 26.8	18.5 22.0	24.1 30.9	19.5 23.6
日本開発 銀行	2月	手形を含む 支払ベース	28.9	18.4	34.0	19.5
日本長期 信用銀行	2月	工事ベース 支払ベース	23.8 28.8	18.7 22.1	25.3 34.4	20.9 24.3
日本興業 銀行	3月	工事ベース 支払ベース	— 31.7	21.3 23.1	— 37.7	21.6 24.9
通産省	2月	工事ベース 支払ベース	30.1 34.9	21.3 25.3	— —	— —

(第15表) 業種別設備投資動向(工事ベース)
(単位・億円)

業種	社数	42年度	前年度比 (%)	43年度	前年度比 (%)	44年度	前年度比 (%)
		25,954	38.6	31,841	22.7	37,720	18.5
全産業	530						
製造業	358	16,674	85.2	20,691	24.1	24,722	19.5
繊維	43	1,149	62.5	1,356	18.0	1,460	7.7
うち化学	8	712	69.1	796	11.8	897	12.7
鉄鋼	29	4,147	67.8	5,152	24.2	6,208	20.5
非鉄	20	726	25.4	1,014	39.7	1,358	33.9
一般機械	32	561	80.2	732	30.5	1,089	48.8
電気機械	26	1,238	82.5	1,690	36.5	2,151	27.3
造船	8	800	73.2	996	24.5	1,236	24.1
自動車	17	2,224	82.1	2,375	6.8	2,389	0.6
化学	71	2,518	31.1	3,107	23.4	3,863	24.3
石油	9	1,020	75.6	1,357	33.0	1,672	23.2
パルプ・紙	17	568	25.4	706	24.3	792	12.2
窯業	21	560	50.4	749	33.7	988	31.9
電力	9	3,951	7.0	4,797	21.4	5,947	24.0
卸・小売	53	833	57.3	1,159	39.1	1,064	-8.2

資料：本行「主要企業短期経済観測」。

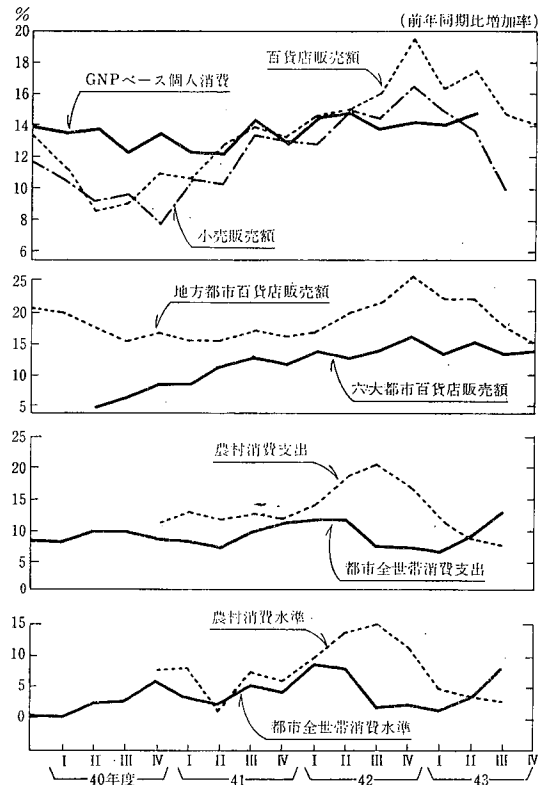
車、鉄鋼、石油精製、繊維などの業種については、受注水準は2〜3四半期にわたって頭打ち傾向を示すなど、業種によってかなりの差異がみられるに至っている。なかでも自動車業界からの受注は、43年度は前年度比-19.3%(42年度+53.5%)とかなり大幅な減少を示しており、上記設備投資計画調査結果に示された変化とあわせ注目されるころといえよう。

(農家消費の鈍化気配)

第4のかげりとして指摘されたのは、昨年末にかけての全国百貨店売上げの伸び悩みである。この点については、すでに述べたように主として暖冬による一時的な影響を映じたとみられる面が強いが、この間、農村地区の消費動向には微妙な変化の気配がうかがわれる。すなわち百貨店売上高を地域別にみると、第19図のとおり六大都市百貨店の売上高が前年比14%増前後の水準で比較的安定的な伸びを示しているのに対し、最近における地方都市百貨店の伸び悩みが目だっており、家計消費支出の動きをみても都市世帯に比べ農家の消費支出の増勢鈍化が顕著である。こうした農家消費の増勢鈍化については、農家収入の約半分を占める農業収入の伸びが前年の伸び率を大幅に下回ったため農外収入の増加にもかかわらず農家の可処分所得が伸び悩んだこと(43年4月〜44年1月、前年同期比+7.7%、42年度+18.3%)が少なからず響いているようである。かかる農業収入の増加率低下は、①生産者米価の引上げ幅が低めにとどめられたこと(+5.9%、前年+9.2%)、②みかん、蕎麦価格の値下がりなどにより米以外の農産物による収入が伸び悩んだこと、によるものと思われる。

もっとも、このような農家の消費動向における変化が現われはじめたのは昨年秋以降のことにとどまらず、また統計の遅れから本年にはいつてからの農家家計支出の動向も明らかではないし、一部には上記と反対の結論を導くような資料も公表され

〔第19図〕 消費関連指標の動向



ている(たとえば企画庁「消費者動向予測調査」)ので、農村消費の鈍化が今後も持続するものかどうかまだ結論を下しうる段階ではないが、政府の米価値上げ抑制方針との関連もあり今後十分に注視することが必要であろう。

以上に掲げた四つのかげり現象のうち製品在庫の増加、商品市況の軟化などは主として当面の製品需給の判断にかかわるものであり、一方機械受注の鈍化、農家消費の増勢鈍化気配などはより直截に最終需要の先行きを占う一つのかざとなるものといえよう。このうち前者については一時的、局所的な性格が強く、一応このような意味での「かげり」はほとんど薄れたとみることができ。一方、後者については、すでに述べたとおり機械受注の鈍化が当面そのまま設備投資の鈍化につながるとはみられず、また個人消費についても農家消費の動向はともかく、大勢をささえる雇用

者所得の伸びが依然大幅な上昇を示している点からみて、当面現在の増勢に大きな変化が生ずると思われない。

3. 労働力需給のひっ迫と物価・企業収益の問題点

(1) 労働力需給は引き締まり傾向を持続

生産規模の拡大に伴い、労働力需給は引き続き引き締まり傾向を続け、新規学卒者を除く一般の新規求職者数に対する新規求人の比率(求人倍率)は4～6月1.08倍、7～9月1.12倍、10～12月1.17倍と期を追うにつれて上昇を示した。もっとも、昨年末から本年初にかけて新規求人の増勢はやや鈍化(製造業季節調整後前期比、43年10～12月+3.2%、44年1～3月-0.9%)しているが、他方新規求職者の減少傾向が一段と強まっているため(43年10～12月+0.4%、44年1～3月-4.0%)、一般労働力需給の引き締まり傾向は改まらず、44年1～3月の求人倍率は1.21と引き続き上昇を続けた。また本年の新規学卒者に対する求人倍率(3月末現在)も、中卒者4.9倍、高卒者5.7倍と、43年(中卒者4.5倍、高卒者4.4倍)に比べてさらに水準を高めている。

このような労働力需給の引き締まり傾向は、当然ながら実体経済の各面に直接、間接の影響を与えており、たとえば人手不足は現実に生産活動のネックとして企業家に強く意識されつつあるが(第16表)、このほか前年度比+15.3%(43年度、

(第16表)

企業経営上のあい路(生産部門)

(回答社数に占める比率・%)

	44年 4～9月	43年 4～9月	42年 4～9月	41年 4～9月
人手不足	66	56	28	4
過当競争	41	40	52	69
設備不足	17	11	14	2
金融難、金融費用増大	16	33	14	27

資料：経済企画庁「企業経営の見通し調査」。

製造業)にも及ぶ賃金の上昇を通じて、物価、企業収益に及ぼしている影響も無視しえない。

(2) 物 価 の 動 向

まず最初に、43年度中の卸売物価および消費者物価の動きを簡単にふり返ってみよう。

(卸売物価は総じて落ち着きぎみ)

卸売物価は、前述のような年度後半における商品市況の落ち着きを映じて、鉄鋼、繊維、石油、化学、紙・パルプ等いわゆる市況商品を中心に総じて落ち着きぎみに推移し、43年度平均では+0.6%と、39年度(前年度比横ばい)以来の低い上昇率にとどまった(第17表)。このうち、非工業製品は、食料、木材等の上昇にもかかわらず、繭、綿花、原油等の値下がりから+2.1%と42年度(+4.9%)、41年度(+4.9%)の半分以下の伸び率にとどまっており、一方工業製品も、中小企業性製品が人件

(第17表)

卸 売 物 価 の 推 移

(前年度比・%)

	41年度 平 均	42年度 平 均	43年度 平 均
総 平 均	2.7	1.5	0.6
食 料 品	2.4	2.9	5.2
繊 維 品	2.7	5.7	-0.9
鉄 鋼	4.4	-3.0	-4.4
非 鉄 金 属	13.7	-8.6	-0.5
金 属 製 品	2.2	2.4	0.7
機 械 器 具	0.7	0.4	0.1
石 油・石 炭	-2.6	0.8	-1.3
木 材・同 製 品	10.5	10.3	5.2
窯 業 製 品	3.1	3.1	1.8
化 学 品	-2.5	-1.4	-2.2
紙 ・ パ ル プ	2.9	0.7	-0.9
雑 品 目	2.8	2.6	0.9
工 業 製 品	2.2	0.7	0.3
うち大 企 業 性	1.4	-0.6	-0.4
中小 企 業 性	4.6	3.8	2.2
非 工 業 製 品	4.9	4.9	2.1
うち農 林 水 産	6.7	7.2	4.2
鉱 業	2.8	4.4	0.1
そ の 他	2.2	-2.9	-3.7
前年度からのゲタ	1.4	1.0	0.9

費高などを映じて続騰したものの、大企業性製品が引き続き低落したため+0.3%の上昇にとどまった。もっとも、総じてみれば卸売物価はこのように落ち着いた動きを示したものの、本年3月にはいり鉄鋼が前記のようにかなりの騰勢を示したほか、銅が海外高を映じて上伸したこともあって、年度末に至り再び強含みに転じている。

(消費者物価の騰勢目だつ)

43年度平均の全国消費者物価指数は、前年度比+4.9%の上昇を示し、41年度(+4.7%)、42年度(+4.2%)をかなり上回った(第18表)。特殊分類別にみると、農林水産物が野菜、くだものの供給増加などから+5.1%と前年度(+7.1%)をやや下回る伸びにとどまったものの、工業製品(+4.2%、前年度+2.8%)、サービス(+5.6%、前年度+4.4%)とも前年度をかなり上回り、この結果、季節商品を除いた実勢では+5.6%の高い上昇を示した。

このような消費者物価の動きのうち、43年度の特徴として次の3点が指摘される。

第1は、国鉄定期運賃、公立学校授業料の引上げなどを中心に、公共料金が+3.5%(消費者物価上昇寄与率+9%)と42年度(+1.6%、上昇寄与率+5%)を大幅に上回る上昇を示したことである。このほか消費者米価も+8.0%(43年10月)と前年度(42年10月+14.4%)に引き続いて大幅に引き上げられたため、これにたばこを加えたいわゆる公共性の料金およびその影響を受けることが多いとみられる関連品目(外食、酒類、私立学校授業料など)を合わせると、前年度比上昇率は、+6.5%、消費者物価上昇に対する寄与率は実に51%に達することになる(42年度+3.6%、上昇寄与率+33%)。

第2は、中小企業製品ならびにサービスが引き続き高い伸びを示したことである。第18表のように「その他工業製品」については+5.1%と前年

(第18表) 消費者物価(全国)の推移

(前年度比・%)

	41年度 平均	42年度 平均	43年度 平均
総 合 (季節商品を除く)	4.7 (4.7)	4.2 (3.9)	4.9 (5.6)
商 品	3.6	4.1	4.6
農 水 畜 産 物	4.8	7.1	5.1
うち 米	5.3	7.2	10.7
野 菜	7.3	7.9	-10.0
く だ も の	2.4	0.8	-4.0
工 業 製 品	3.0	2.8	4.2
うち 食 料 品	2.4	3.5	4.5
(大企業製品)	0.8	2.6	2.2
(中小企業製品)	3.3	3.9	5.7
織 維	3.2	3.0	4.5
耐 久 財	0.3	0.5	-0.5
そ の 他	3.9	2.4	4.9
(大企業製品)	3.3	0.5	4.8
(中小企業製品)	5.0	5.2	5.1
サ ー ビ ス	7.1	4.4	5.6
民 営 家 賃	10.9	6.5	5.1
公 共 料 金	6.2	1.6	3.5
対個人サービス	7.3	6.4	7.4
公共性・同関連品目	3.7	3.6	6.5
前年度からのゲタ	2.9	2.2	3.2

度並みの上昇となったものの、食料関係の中小企業工業製品は+5.7%とここ2、3年見られなかった高い上昇率を示している。また対個人サービス価格の上昇も、+7.4%と前年度の伸び(+6.4%)をかなり上回った。

第3は、すでに述べたように野菜、くだものが比較的落ち着いた動きを示したことである。これは、暖冬の影響もあって、みかん、キャベツなどかなりの豊作となったことを反映したものといえよう。なお、このような野菜、くだものの落着きは主として年度後半に集中してみられ、これに伴って全体として消費者物価も騰勢を弱めた。この結果、44年度へのいわゆるゲタ(43年度平均水準と43年度末の水準との差)は+2.2%と、43年度(+3.2%)を下回る水準にとどまっている。

(賃金上昇の物価に及ぼす影響)

やや長い目で賃金上昇が物価に及ぼす影響をみるため、消費者物価および卸売物価について回帰式(注2)を計測し、賃金上昇の物価上昇に対する寄与率を試算してみると第19表のとおりであり、

(注2) (1) 消費者物価関連項目の計測式

$$P_{cf} = 0.276 Pa_1 + 0.705 W - 1.547 D_M + 2.347 D_H - 1.186$$

(0.089) (0.133) (0.340) (1.177) (0.854)

$$P_{cm} = 0.769 P_{wm} + 0.294 (W + 0.617 dw) - 0.203 l + 0.807$$

(0.202) (0.056) (0.174) (1.112)

$$P_{CS1} = 0.507 W + 0.844 dw + 3.269$$

(0.122) (0.169) (0.933)

$$Pa_1 = 0.908 Pa_2 + 8.592 D_H + 9.916 D_V - 1.113$$

(0.252) (2.858) (2.842) (2.015)

(定義式……パラメーターは消費者物価指数のウェイト)

$$P_C = 0.325 P_{cf} + 0.285 P_{cm} + 0.188 P_{CS1} + 0.070 P_{ca} + 0.132 P_{CS2}$$

P_C : CPI 総 合 P_{cf} : CPI 食料品価格(米を除く) P_{cm} : CPI 工業製品価格(食料品を除く)

P_{CS1} : CPI 民間サービス料金 P_{ca} : CPI 消費者米価 P_{CS2} : CPI 公共サービス料金 Pa_1 : 農

産物生産者価格(米を除く) Pa_2 : 生産者米価 P_{wm} : 卸売物価工業製品 W : 製造業平均賃

金 dw : 規模別賃金格差(30~99人/500人以上) D_M : 輸入自由化ダミー D_H : ホツグ・サ

イクル・ダミー D_V : 野菜豊凶ダミー l : 製造業労働生産性(変数はいずれも前年比変化率)

(2) 卸売物価(工業製品)関数の計測式

$$P_{wm} = 0.228 P_m + 0.334 ULC + 0.638 C_p + 4.797 D_{suez} - 0.943$$

(0.189) (0.142) (2.121) (0.617)

P_{wm} : 卸売物価工業製品 P_m : 輸入物価(砂糖、銅を除く) ULC : 単位当り労働力コスト(製

造業平均賃金/製造業労働生産性) C_p : 製造業稼働率 D_{suez} : スエズ動乱ダミー

(変数はいずれも前年比変化率)

重相関係数
(自由度調整済み)

標準誤差

0.905

1.12

0.821

0.81

0.886

1.24

0.692

3.29

重相関係数
(自由度調整済み)

標準誤差

0.856

1.22

(第19表)

物価の変動とその要因

(単位・%)

		32～35年	36～43年
消費者物価	年平均上昇率 (要因別寄与度)	1.9	5.7
	米価	0.2	1.2
	公共サービス料金	0.3	0.5
	賃金	1.4	4.4
	(平均賃金)	(1.3)	(4.0)
	(規模別賃金格差)	(0.1)	(0.4)
	製造業労働生産性	-0.3	-0.4
	その他	0.3	0
卸売物価(工業製品)	年平均上昇率 (要因別寄与度)	-1.0	0.3
	輸入物価	-0.8	0
	賃金	1.2	3.7
	製造業労働生産性	-1.6	-2.8
	製品需給	0.4	0
	その他	-0.2	-0.6

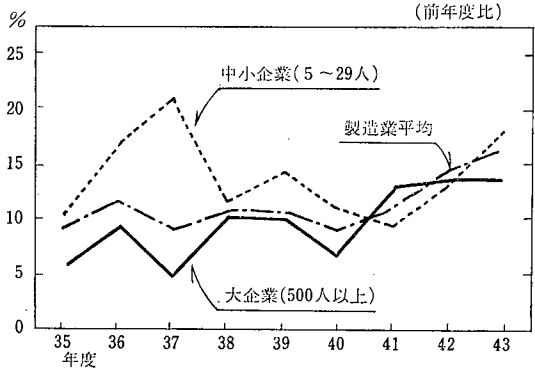
(注) 本行統計局の計測による。なお賃金については製造業平均賃金をとったが、消費財関連企業の規模は平均以下とみられるので、消費者物価の計測にあたっては、これを調整する意味で、平均賃金のほか、規模別賃金格差を説明変数として加えた。

36～43年における消費者物価の上昇(平均+5.7%)のうち、賃金上昇の寄与分が+4.4%に達している。一方、卸売物価については、36～43年(平均+0.3%)において賃金の高騰は+3.7%の上昇要因として働いているものの、大部分は労働生産性上昇の影響で相殺される計算になる。

もちろんこれは一応の試算にすぎないし、他方消費者物価の上昇が賃金の上昇に及ぼすフィード・バック作用も無視できないが、長期的にみて賃金の上昇が多かれ少なかれ物価、とくに消費者物価に影響を及ぼしていることは事実であり、今後も最近のような高いテンポの賃金上昇が続けばその影響は看過しえぬものとなろう。この間とくに注目されるのは、40～41年度にかけて比較的落ち着いた動きを示してきた中小企業の賃金が、43年にはいるとともに再び賃金の総平均を上回る大幅な騰勢を示していることである(第20図)。対個人サービスをも含めた産業の中小企業関係の製品

〔第20図〕

中小企業賃金の動向



が消費者物価に占めるウェイトは4割以上に達するが、これらの中小企業においては、元来生産性向上の余地が乏しいだけに、このような賃金上昇が続けば、コスト上昇分の価格への転嫁はある程度必至とみられ、その意味でも前述した最近の中小企業製品や対個人サービス価格の上昇テンポの高まりは注意を要するものがあると思われる。

(3) 将来に問題ををらむ企業収益

43年度下期の東証第1部上場会社決算(金融、年1回決算会社などを除く345社<第20表参照>)は前期比+8.7%の増収、+11.0%の増益(税引利

(第20表)

東証上場会社の決算動向

(単位・%)

		1部		2部		1.2部合計	
		43年 9月	44年 3月	43年 9月	44年 3月	43年 9月	44年 3月
集計対象社数		345社		186社		531社	
増収率	増収率	6.1	8.7	6.1	8.5	6.1	8.7
	税引利益	8.8	11.0	8.0	24.5	8.7	11.7
	経常利益	4.0	13.1	4.3	16.7	4.0	13.3
増益率	営業利益	3.3	10.2	2.6	12.3	3.2	10.3
	売上高税引利益率	1.90	1.94	2.55	2.93	1.92	1.98
資本金利益率		18.62	20.01	30.56	36.78	19.01	20.56
平均配当率		10.46	10.70	10.18	10.80	10.46	10.70
配当性向		56.20	53.45	33.29	29.37	54.99	52.04

(注) 1. 集計対象は金融、年1回決算会社、決算期変更または合併・分離などで増減収率が算出できない会社を除いたもの。
2. 和光証券調べ。

益)となり、岩戸景気当時と肩を並べる7期連続の増益を示した。業種別の動向をみると、期末にかけての鋼材市況の上伸を映じた鉄鋼の回復をはじめ、総じて前期に不振の目だった市況産業が予想を上回る好調を示したほか、重電機、工作機械、産業機械などの設備投資関連業種、弱電機を中心とした耐久消費財関連業種が好収益を示している。

このように企業収益はこのところきわめて好調に推移しており、44年度上期もなお引き続き増益基調を持続するとの見方も多い。しかし最近の決算内容をやや詳しくみると、賃金コストが収益圧迫要因として表面化しつつあり、それにつれて収益基調はむしろ長期的には徐々に悪化する傾向を示している。

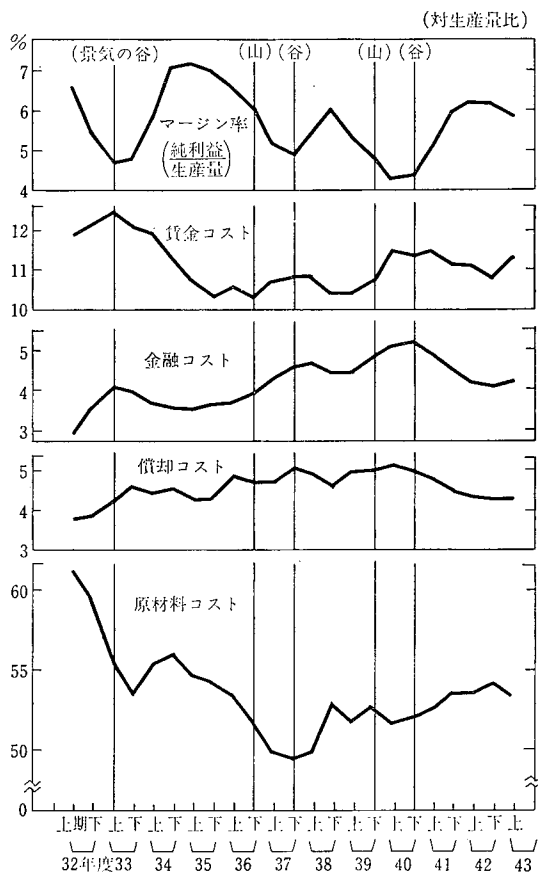
すなわち本行「主要企業経営分析」によりやや長い目で諸コストの動向をみると(第21図)、まず資本コストは金融コスト、減価償却コストのいずれについても41年度上期以降かなりのテンポで低下し、今回の上昇過程における収益改善の大きな要因となった。もっとも、最近では稼働率がほぼ上限に達し、他方で設備投資が大幅な増加を続けていることから上昇する気配をみせており、今後は上昇きみで推移する公算が大きい。次に、原材料コストはここ数期上昇きみとなっているが、価格変動を除いた単位当たり原材料消費率でみると、すう勢としては近年弱含みの横ばい程度で推移しており、この面からコストが押し上げられる可能性は比較的少ないように思われる。

これに対し賃金コストは、前々回の景気上昇期に大幅な低下を示したが、その後は低下幅が縮小し、とくに今回景気上昇期にはごくわずかの低下しか示さずむしろ43年度上期には若干の上昇を示すに至っており、最近における諸コスト動向のなかで最も注目すべき動きを示している。とくに最近では賃金が一段と上昇テンポを強めているため、

これを労働装備率の引上げなどによる生産性の上昇によって吸収しきれなくなりつつあり、結局大半の業種において賃金コストの上昇傾向を招く結果となっている。このほか、人件費圧力の吸収を意図した設備投資の推進に伴い、資本費の面でも負担が強まるといった事情が生じており、人件費の増大が直接、間接に収益を圧迫する要因になっている点は、今後の企業収益を左右する問題としてきわめて重要であろう(なお、かかる最近の企業収益動向については、次号掲載予定の「企業収益力の現状と今後の問題点」を参照されたい)。

〔第21図〕

主要コストおよびマージン率の推移



- (注) 1. コストは $\frac{\text{費用}}{\text{生産量}}$ をパーセント表示したもの。
2. 生産量は、売上高(在庫変動を調整)を卸売物価でデフレートしたもの。

4. 国際収支の動向

(1) 国際収支は大幅黒字基調を持続

43年度の国際収支は総合で1,627百万ドルと記録的な黒字を示し、大幅な赤字(535百万ドル)を示した42年度とは様変わりの好転を示した(第21表)。こうした大幅黒字をささえた最大の要因は、第1に輸出の好調と輸入の落ち着きを映じて貿易収支が3,025百万ドル(42年度1,124百万ドル)もの黒字を示したことであり、第2にインパクト・ローンの導入、証券投資受入れ、外債発行など外資の大幅な流入超に伴い、長期資本収支の赤字が90百万ドル(42年度同741百万ドル)と比較的小幅にとどまったことである。このように国際収支が黒字基調を持続したため、外貨準備高は年度初め(4月1,894百万ドル)をボトムとして逐月増大を

(第21表)

国際収支の推移

(単位・百万ドル)

	42年度	43年度	43年度の 対前年度 比増減
経常収支	△ 313	1,530	1,843
貿易収支	1,124	3,025	1,901
輸出(注1)	10,573 (8.0)	13,468 (27.4)	2,895
輸入(注1)	9,449 (22.1)	10,443 (10.5)	994
貿易外収支	△ 1,261	△ 1,327	△ 66
移転収支	△ 176	△ 168	8
長期資本収支	△ 741	△ 90	651
本邦資本	△ 938	△ 1,153	△ 215
外国資本	197	1,063	866
基礎的収支	△ 1,054	1,440	2,494
短期資本収支(注2)	491	77	△ 414
誤差脱漏	28	110	82
総合収支	△ 535	1,627	2,162
金融勘定(注3)	△ 535	1,627	2,162
外貨準備増減	△ 114	1,250	1,364
その他	△ 421	377	798

(注1) 輸出入のカッコ内は対前年度比増加率(%)。

(注2) 金融勘定に属するものを除く。

(注3) 金融勘定の△印は純資産の減少。

続け、年度末には3,213百万ドルと、30億ドルの
大台を上回るに至った。

(貿易収支の黒字幅拡大)

貿易収支の動向をみると、まず42年中を通じて伸び悩みを示した輸出は、43年にはいるとともに米国の急速な景気上昇に加え同国におけるストライキを見越した鋼材備蓄買などの特殊要因もあって顕著な増勢に転じ、年度間では実に+27%(42年度+8%)と39年度(+29%)以来の高い伸びを示した。品目別(通関ベース)にみると(第22表)、鉄鋼(+35%)、合繊織物(+33%)、機械(テレビ、自動車、テープ・レコーダー、重電機械等+32%)等の増加が目立ち、これらの品目の増加寄与率は約7割に達した。一方、地域別には米国向け(+35%)の増加が目立ち、輸出全体の増加に対する寄与率は38%に達した。

一方、輸入は年度間を通じて落ち着いた動きを示し、年度間の伸び率は+11%と、42年度(+22%)の約半分にとどまったばかりか、鉱工業生産の伸び(+17%)を大きく下回った。この結果、生産に対する輸入の弾性値は0.65と39年度(0.50)以来の低い水準を示したが、輸入の内訳をみると第23表のとおり、資本財および消費財が国内のおう盛な設備投資および個人消費需要を映じて比較的に高い伸び率を示したほかは、食料、素原材料、製品原材料などいずれもかなり伸び率が鈍化しており、43年度中の輸入全体の伸びを低めにとどめる要因になっている。試みに42年度から43年度にかけての輸入の増勢鈍化(通関ベース、+20.4→+10.2%)に対する項目別の寄与率を試算してみると、10.2ポイントの低下幅のうち、41%は素原材料、46%は製品原材料(うち26%は鉄鋼)に起因しており、この両者だけで伸び率低下の87%が説明されることになる。

このうち、製品原材料の輸入が伸び悩んだのは、42年度に国内需要が急増し、部分的に国内生

(第22表) 輸 出 の 動 向(通 関 ベ ー ス)

(単位・百万ドル)

品 目 別	43年度 中	前年度比		地 域 別	43年度 中	前年度比	
		増減(Δ) 額	増減(Δ) 率(%)			増減(Δ) 額	増減(Δ) 率(%)
総 額	13,717	2,943	27	総 額	13,717	2,943	27
食 料 品	431	38	10	先 進 地 域	7,084	1,565	28
魚 介 類	263	4	2	米 国	4,311	1,129	35
織 維 品	2,082	376	22	カ ナ ダ	380	98	35
綿 織 物	244	7	3	豪 州	425	51	14
合 織 織 物	421	105	33	E E C	706	112	19
化 学 製 品	856	176	26	西 ドイツ	305	78	34
化学肥料	184	16	10	フ ラ ンス	99	15	18
非金属鉱物	343	46	15	E F T A	762	59	8
陶 磁 器	121	23	23	英 国	362	68	23
金 属 品	2,467	599	32	発展途上地域	6,006	1,275	27
鉄 鋼	1,808	472	35	東 南 ア ジ ア	3,865	878	29
機 械	6,042	1,457	32	琉 球	270	△ 1	0
重 電 機 械	124	41	49	韓 国	626	190	44
テ レ ビ	288	123	75	台 湾	518	169	48
受 像 機	455	114	33	香 港	514	168	49
ラ ジ オ 受 信 機	304	99	48	南ベトナム	246	94	62
レ コ ー ダ ー	797	320	67	タ イ	383	48	14
自 動 車	196	60	44	フィリピン	442	63	17
二 輪 自 動 車	1,120	92	9	イ ン ド	168	16	11
船 舶	388	70	22	ネ シ ア	132	△ 12	△ 8
科学光学	1,238	270	28	イ ン ド	588	187	47
機 器	1,496	252	20	中 近 東	788	166	27
一 般 機 械	815	120	17	中 南 米	706	6	1
そ の 他	99	24	32	ア フ リ カ			
雑 貨				共 産 圏	622	100	19
合 板							
重化学工業品	9,366	2,233	31				
軽 工 業 品	3,705	635	21				

(第23表)

特殊分類別輸入動向(通関ベース)

(単位・百万ドル)

	42年度		43年度	前年度 比(%)
	42年度	前年度 比(%)	43年度	前年度 比(%)
輸 入 総 額	12,061	20.4	13,290	10.2
食料および他の 直接消費財	2,172	4.1	2,267	4.4
工業用原料	8,494	23.5	9,357	10.2
素 原 材 料	6,476	19.1	7,209	11.3
製 品 原 料	2,018	40.0	2,148	6.5
(うち鉄鋼)	(360)	(93.5)	(248)	(-31.2)
資 本 財	1,080	33.8	1,291	19.6
非耐久消費財	92	47.7	114	24.5
耐 久 消 費 財	163	20.8	183	12.1

資料：大蔵省「通関統計」。

産能力の不足が生じたことから、いわば緊急輸入的な形で鉄鉄、非鉄地金等の製品・半製品の輸入が行なわれたのに対して、43年度には国内生産能力が漸次高まってきたため、こうした半製品の輸入が急速に減少したことを反映したものである。他方、素原材料輸入の落着きは、主として輸入素原材料消費の伸び悩みによるものであり、鉄鋼、石油、非鉄地金、紡績、ゴム、皮革等輸入原材料多消費業種の生産が42年度の+19.0%から43年度+13.4%へとかなりの伸び率鈍化を示したこと(その主因は、これらの品目について流通段階やユーザー段階で在庫調整が行なわれ、これら品目に対する需要が伸び悩んだことにある)によるものと考えられる。ちなみに、素原材料輸入の鈍化に対する要因別の寄与度をよく大

まかに推計してみると、第24表のとおり、消費鈍化による分が圧倒的に大きく、輸入素原材料在庫投資の変動および輸入価格変動の影響は相対的にわずかなものとどまっている。

長期資本収支は、40年ごろを境に大幅な赤字基調に転じ、40年度以降3年連続して500百万ドルをかなり上回る流出超を続けてきたが、43年度は90百万ドルの小幅流出超にとどまった。この主因は民間インパクト・ローン(流入550百万ドル、ネット437百万ドル)、市場経由による本邦株式取得などの証券投資(流入604百万ドル、ネット344百

(第24表)

素原材料輸入純化の要因別寄与

(単位・%)

	42年度	43年度	純化幅	寄与率
素原材料輸入増加率	17.2	10.5	-6.7	-100
うち消費増加による分	18.9	10.3	-8.6	-128
在庫変動	〃	-0.5	1.2	25
価格変動	〃	-1.2	-1.0	3

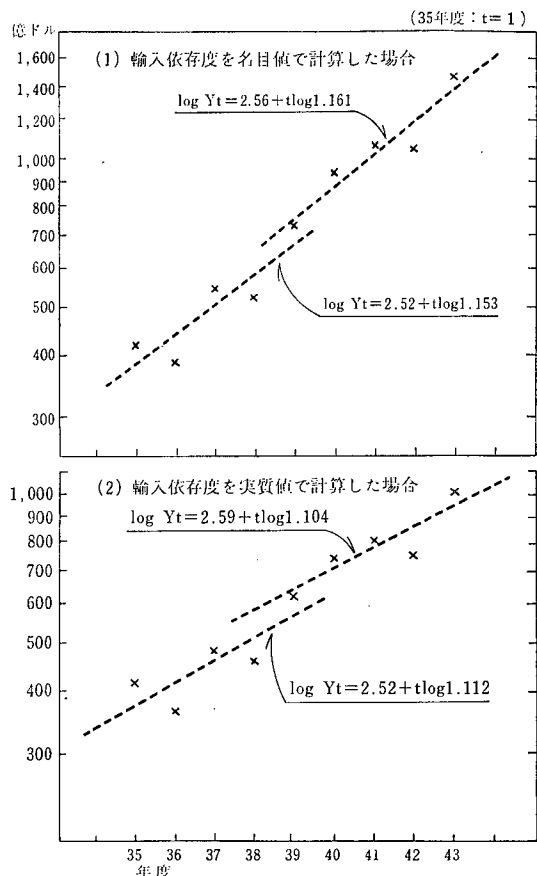
万ドル)の記録的增加に加え、外債発行の好調(発行219百万ドル、ネット152百万ドル)もあって、外資が1,063百万ドルの大幅流入超を示したことに由来するものである。

(2) 成長制約要因としての国際収支の天井

上記のように国内経済の高度成長にもかかわらず、大幅な国際収支の黒字が持続したため、一部にはこれを契機に国際収支の天井の高さに関する従来の考え方を再検討しようとする気運も生じている。いまこの点に関連して、輸出などによるわが国の外貨獲得能力をGNP輸入依存度(名目値)で除したものを、「国際収支の均衡を保ちうる範囲内で達成できる極大可能GNP」として国際収支の天井の高さを試算してみると第22図の(1)のとおりであり、30年代後半の極大可能GNPのすう勢成長率+15.3%に対し、40年代以降は+16.1%と少なくとも表面的にはいくぶん天井が高まったといえることができる。このような天井の上昇は輸出の好調と名目値での輸入依存度の低下によるものにほかならない。ただ国際収支の天井をみる場合重要なのは名目値でなく実質値であり、いま輸入依存度を実質値に直して「極大可能GNP実質値」を算出してみると、第22図の(2)のとおり40年代にはいつてからの可能成長率は+10.4%と30年代の後半(+11.2%)に比べてむしろ若干の低下を示すことになる。これは輸入物価が近年も比較的安定的に推移している反面、GNPデフレーターが年率4%前後のかなり急速な上昇を示してきたことを主因に、名目値での輸入依存度が低下を続け

〔第22図〕

国際収支均衡の範囲内で達成できる極大可能GNP



(注) 国際収支均衡を保ちうる範囲内で達成できる極大可能GNP
 $=$ 輸出+貿易外収支+移転収支+長期資本収支(本邦資本のみ)
 輸入依存度
 として算出。なお本邦資本のみとしたのは、外資の変動が内外金融情勢のほか、外資取入れ規制態度によって大きく影響されるため。

ていたのに対し、実質ベースでの輸入依存度は、年による一高一低(たとえば43年度には前年度より若干低下)を別にして平均すれば、むしろ上昇傾向をたどってきたことによるものである(第25表)。もちろん、かかる国際収支の天井に関する推計はきわめて簡単な前提に立って試算したものであり、資本収支の見方、とくに長期外資の取扱い方などについても種々の見方が成り立ちうるので、このような簡単な計算のみに基づいて国際収支の天井が高まったかどうかを性急に論ずることには問題があろうが、少なくとも今後の推移を考

(第25表)

輸入依存度の推移

(単位・%)

	通 関 ベ ー ス		国際収支ベース	
	名 目	実 質	名 目	実 質
35年度	10.5	10.6	8.6	8.8
36	11.2	11.9	8.9	9.5
37	9.6	10.9	7.7	8.8
38	10.6	12.1	8.7	9.9
39	10.0	12.0	8.0	9.5
40	9.7	12.3	7.5	9.5
41	9.8	12.9	7.6	9.9
42	10.1	13.7	7.9	10.8
43	9.4	13.6	7.3	10.7

(注) 1. 国際収支ベースの実質値の推計には、通関輸入価格指数を使用。

2. 43年度のGNPは当局推定。

えるに際しては、これまで上昇傾向をたどってきた実質ベースの輸入依存度がすでに低下方向に転じたとは判断しえず、したがって輸入物価の下落が今後も続くという前提にでも立たないかぎり、輸入依存度の低下を主因として国際収支の天井が今後高まるとみることが困難な点に注意する必要があると思われる。

このように必ずしも輸入依存度の低下に期待することができずとすれば、国際収支の天井が今後高まるかあるいは逆方向に向かうかの判断は、主としてわが国の輸出が国際競争力の強化などを背景に今後も最近のような好調を持続できるかどうかによって左右されることとなろう。

そこでまずこれまでのわが国の輸出に高成長をもたらした要因について検討してみよう。輸出を左右する諸要因をやや長期的にみた場合には循環的な動きを示す輸出ドライブの強弱の変化の及ぼす影響は相殺されるので、輸出は基本的には世界貿易の伸びとわが国の国際競争力(結果的には輸出弾性値)によって規定されると考えられる。こうした観点からまず世界貿易の動向をみると、世界の輸入(日本、共産圏を除く)の年平均伸び率は36～39年の+7.4%に対し、40～43年には+8.5%

と拡大テンポを高めており、わが国の輸出好伸の背景としてまず最初に40年以降世界貿易が順調に拡大したことをあげることができる(後掲第28表)。

他方、わが国の輸出の世界輸入に対する弾性値は、36～39年の1.6から40～43年には2.2とかなりの上昇を示した。このような弾性値の高まりは、とりもなおさずわが国の輸出競争力の強化を示すものであり、それをささえたものとしては高水準の設備投資を映じたわが国商品の品質の向上、価格競争力の強化(第26表参照)、供給能力の高まりなどを指摘することができるが、わが国の輸出競争力はこうした一定の市場構造を前提としたいわば静的な意味での競争力だけでは説明しきれない面があり、これらよりもさらに重視すべきは以上のいわば静的な競争力を背景とした輸出商品転換能力(世界の需要動向の変化に応じて輸出商品構造を適応させる能力)および輸出市場転換能力(輸出先相手地域の需要の伸びに応じて輸出市場構造を適応させる能力)ではないかと思われる。

まず輸出商品の転換能力については、需要の伸びの相対的に大きい商品を主力とする商品構造に輸出構成を適応させることのできる国ほど輸出の伸びが高いことはいうまでもない。いま各国の輸出商品転換能力を2時点間の輸出商品構成比率の

(第26表)

輸出物価、賃金コストおよび輸出額指数

(42年、35年平均=100)

	輸出物価	賃 金 (A)	労 働 生産性 (B)	賃 金 コスト (A/B)	輸出額
日 本	96	201	191	105	258
イタリア	97	184	157	117	250
西ドイツ	109	175	155	113	191
カナダ	103	135	126	107	189
フランス	109	161	134	121	166
米 国	111	125	127	99	154
英 国	113	151	116	130	135

(注) 賃金、労働生産性はいずれも製造業。

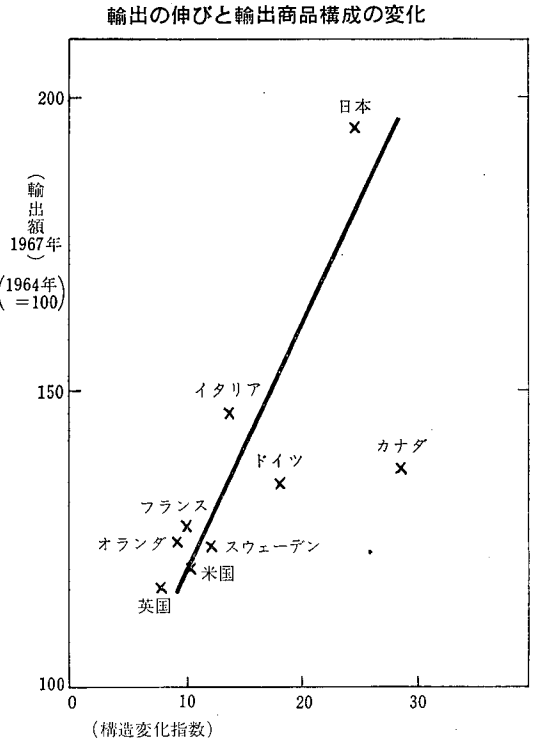
資料：ILO; Yearbook.

変化の度合いによってみると第27表のとおりで、構成変化の度合いは特殊要因のみられるカナダを除いてわが国が最も大きい。各国の輸出商品の構成変化と輸出の伸び率との間には第23図に明らかのようにかなり高い正の相関関係がみられることから推して、わが国の輸出の高い伸びが輸出商品転換能力の強化と密接な関連があることは明らかである。これは具体的には30年代前半のカメラ、鉄鋼、30年代後半の船舶、各種機械、40年代にはいつてからの自動車といったように、わが国が次々と輸出急成長商品を生み出してきたことに対応しているわけである。

一方、輸出市場転換能力は、上記のような商品構造転換のいわば結果ともいえるものであり、わが国が地域別にみた世界輸入の増加パターンに応じて輸出市場の構成を有利に変化させたことを意味する。いま、世界の輸入をわが国輸出の市場構成ウエイトで組み替えてみると、その伸び率は36～39年の+5.7%から40～43年の+9.3%へと一段と上昇幅を拡大するが、反面わが国輸出の世界輸入(組み替え後)に対する弾性値は36～39年の

2.1に対して、40～43年も2.0とほぼ2前後の安定的な推移を示していたことになる(第28表参照)。もちろんこのような地域分類は大まかであつた意

〔第23図〕



(第27表)

輸出商品構成変化の国際比較(1964～67年)

	日 本			米 国	カナダ	英 国	西ドイツ	フランス	イタリア	オランダ	スウェーデン
	1964年 (A)	1967年 (B)	変化 (B-A)								
食 料	4.8	3.6	△ 1.2	△ 2.3	△ 7.7	△ 0.1	0.4	△ 0.5	△ 1.4	△ 0.2	△ 0.1
織 維 品	21.4	16.3	△ 5.1	△ 1.6	△ 0.2	△ 2.0	0	△ 2.3	△ 3.8	△ 1.0	0.4
化 学 品	5.8	6.6	0.8	△ 0.1	0.3	0.1	0.8	1.1	△ 0.4	3.1	0.4
非金属鉱物製品	3.6	2.8	△ 0.8	0	0	3.7	△ 0.1	△ 0.1	0.6	△ 0.1	0.1
金 属 製 品	18.0	17.1	△ 0.9	△ 0.7	△ 0.7	△ 0.1	1.0	△ 1.1	0.6	0.5	1.9
機 械	20.7	25.5	4.8	2.0	2.2	0.1	6.6	2.7	3.9	0.7	2.2
輸 送 機 械	12.6	16.6	4.0	3.1	11.4	△ 0.8	△ 2.1	1.0	△ 1.1	△ 3.1	0.8
そ の 他	13.1	11.5	△ 1.6	△ 0.4	△ 5.3	△ 0.9	△ 6.7	△ 0.8	1.6	0.1	△ 5.7
構造変化指数			19.2	10.2	27.8	7.8	17.7	9.6	13.4	8.8	11.6

(注) 1. 構造変化指数とは構成変化の絶対値の合計。
2. カナダの構成変化が大きいのは、40年10月に米国とカナダとの間に自動車および同部品の無関税貿易協定が成立したのに伴い、米国の自動車メーカーがカナダに進出、同国から逆輸入しはじめたことによるもの。ちなみに、カナダの米国向け輸送機械の輸出は3年間に6.6倍に増加している。

資料：O E C D; Commodity Trade Statistics.

(第28表)

わが国の輸出と世界の輸入

	わが国の輸出 (共産圏を除く)	世界輸入 (日本、共産圏を除く)	弾性値	組替え後の世界輸入	弾性値
36～39年 平均	12.1	7.4	1.6	5.7	2.1
40～43年 平均	18.5	8.5	2.2	9.3	2.0

的なものであるから、これをもって組み替え前におけるわが国輸出弾性値上昇のすべてを説明するわけではないが、ともかくそのかなりの部分は、輸入の伸びの大きい市場に対する積極的な進出と、それを可能ならしめた輸出商品構造の転換とによって説明されるとみてよいであろう。

わが国の従来の輸出競争力をこのようにみると、今後の問題は、従来のような輸出商品構造の転換と輸出市場の転換を持続していけるかどうかという点にあらう。前記のようにわが国はここ十数年にわたって輸出急成長商品をあいついで生み出してきた。しかしながら、それらの商品の産業基盤をみると、そうした輸出急成長商品にはわが国独自の技術によるものはさほど多いとはいえず、これらはいわばわが国産業の欧米技術水準へのキャッチ・アップの過程において生じたものとみてさしつかえないであろう。こうした技術水準のキャッチ・アップ過程が一段落したとみられる現在、今後やや長い目でみるとわが国経済にかなりの技術進歩がないかぎり、従来と同様輸出主導商品をあいついで生み出していくことにはかなりの努力を要するのではないかと考えられる。また輸出市場の構造についてみても、これまでの輸出増加の中心となってきた米国向け輸出のシェアが43年度現在31%と、たとえば35年度の25%に比べて著しい上昇を示し、対米依存がやや過大になった感もあることはいなめない。

国際収支の天井について現在唱えられている各種の楽観論をみると、輸入面についての議論はと

もかく、輸出面については現在の輸出弾性値の持続を前提としている場合が少ないように思われるが、2前後というわが国のこれまでの輸出弾性値が上記のような輸出市場構造、輸出商品構造の転換に大きく依存し、今後こうした転換能力の持続にかなりの困難のある点を考慮すると、わが国産業の国際競争力がこれまでにいかに強化されたといっても、今後もかかる高い弾性値を維持し、あるいは引き上げていくためには、政策面でもまた産業界自体の問題としても多大の努力を要する点に注目する必要がある。

以上の議論は、わが国の貿易や資本取引に対して課せられている各種の制限措置を前提としたものである。もし今後長い目でみて残存輸入制限が撤廃されるとか、外国資本の流入についてだけではなく、本邦資本の対外流出についても制限が大幅に緩和されるような事態を想定した場合には、国際収支の基調に関し安易な楽観を許しうるかどうかこの面からも問題といえよう。

さらにこうしたわが国自体の事情だけではなく、世界貿易の順調な発展などこれまでわが国の輸出の伸びをささえてきた外部的事情をみても、不安定な国際通貨情勢、これと密接な関連を有するやや長い目でみた海外景気の動向など、わが国の国際収支をめぐる環境に大きな影響を与えかねないいわば不可抗力的な不安定要因が見いだされることには注意を要する。このように輸出の増加を通じ、40年代にはいつてからの国際収支の好調持続をささえる一因となった内外両面の好条件が今後も続くという保証は必ずしもないだけに、今後の政策運営にあたっては、引き続き国際収支のあらゆる変化に対応できるだけの態勢を整えておくことが肝要であると思われる。

5. む す び

以上のように43年度のわが国経済は、高度成長

と国際収支の黒字が併存するという状態が続けてきたが、この間いくつかの問題点が生じていることも見のがしてはならない。

その一つは、やや長い目でみた場合の将来の需給バランスに関する問題である。この点については種々の見解があり、一方では、このまま高水準の設備投資が続けば、それに伴う供給能力の増加を主因として、やがては供給超過幅いわゆる需給ギャップの急速な拡大が生ずるとの見方が示されている。他方では、すでに資本ストックが相当な高水準に達していることや、労働力不足などの影響を映じた長期的な資本係数の上昇傾向もあって、短期的な設備投資の変動による供給能力の増減は相対的に小幅にとどまるのに対し、需要要因としての設備投資が総需要に占めるウエイトはかなり高いため、かりに設備投資が鈍化すれば、それを主因として需給ギャップが拡大し、不況を招来するとの見方も出されている。またこれらとはやや別の視点から、自動車をはじめとする主要耐久財の需要屈折を予想し、その景気に対する影響を懸念する向きも一部にみられる。

これらは各種の不確定要因の下での予測であるだけに、こうした見方のいずれを取るべきかについては、現時点ではなお的確な判断は下しがたいが、ただ、わが国経済にとっての中期的な問題として、このような単なる需給バランスの問題だけではなく、これまでの高度成長に伴う労働力需給の一段の引き締めや消費者物価の根強い上昇など、今後の持続的な経済成長を制約するおそれのある経済・社会的摩擦要因が増大しつつあること

も見のがしてはならない。すなわち、労働力需給の引き締まりを主たる背景とする賃金の大幅上昇の持続は、企業収益に対する大きな圧迫要因となりつつあるし、また消費者物価の持続的高騰は、国民生活にとって無視できない不安定要素を形成しつつあるからである。これまでは、前記のような通常の意味における商品の需給アンバランスの発生を防止するための総需要の弾力的な調整と、これを可能ならしめるためのゆとりが国際収支にあるかどうか政策運営上の重要な問題であったが、今後は、これらの問題に加え労働力需給の引き締めや消費者物価の上昇を極力抑制するよう、個別対策と並んで総需要の拡大テンポを適切な水準に維持することが重要な課題となりつつあるといえよう。また国際収支についても、これまで黒字基調を持続してきたが、先行きについては、前記のように必ずしも安易な楽観を許す情勢にはない。国際通貨問題の未解決や世界的な高金利の持続などの諸事情が、今後のわが国をめぐる国際環境にどのような影響を及ぼすかについては十分注視する必要があるし、さらに、この点を別にしても、今後わが国の産業がこれまでのように世界貿易に対する高い輸出弾性値を維持し、あるいは引き上げていくためには、政策面でも個別企業の運営という面でもかなりの努力を要すると考えられるからである。

今後、金融政策をはじめ各般の経済政策の運営に際しては、以上のような内外の諸問題に適切に対処し、わが国経済の長期にわたる繁栄の基礎を固めていくことが肝要と考えられる。