

## 昭和44年における金融・経済の動向

### 〔要 旨〕

昭和44年の経済は、年初いわゆる景気の「かげり現象」がみられたものの、春以降内外需要の増大を背景に上昇のテンポを強め、国際収支も好調を続けた。しかしそうした推移のなかで、物価の急騰、労働力需給のひっ迫、金融機関貸出の著増など懸念すべき現象が現われるに至ったため、本行は9月以降公定歩合引上げなど金融引締め措置を実施したが、実体経済はその後根強い拡大をたどり、4年をこえる戦後最長の景気上昇を記録した。こうした44年の経済動向のなかで、とくに次の諸点が注目される。

1. 国内経済の拡大をささえた要因としては前年に引き続き民間設備投資のウエイトが最も大きく、次いで個人消費支出、輸出の順であるが、生産財・一般資本財産業を中心に、設備投資によって誘発された設備投資がふえてきていること、ならびに輸出増加の生産、設備投資に及ぼす影響が強まっていることがとくに注目される。この間需給関係は一段と引き締まりの度を加え、製造工業の稼働率は岩戸景気時のピークに匹敵する高水準に達している。
2. かかる需給関係のひっ迫を主因に卸売物価は2月以降朝鮮動乱時以来の連騰記録を続け、鉄鋼・非鉄金属のほか多くの品目に値上がりが増大した。この間注目されるのは、従来物価安定要因となっていた製品原材料・資本財価格の上昇傾向が強まり、耐久消費財も下げ止まりを示すに至ったことである。これには内需の増大のほか、輸出需要、海外市況の堅調、賃金その他生産コストの大幅上昇、企業の市況対応力の強まりなど多岐にわたる価格上昇要因がからみ合っているが、とくに長期にわたる好景気の持続から生産コストが上昇傾向を強め、需要のおう盛からこれを販売価格に転嫁しようとする動きがみられることは、当面最も注意を要するところである。また消費者物価も騰勢を強め、とくに卸売物価関連の工業製品の値上がりが目だっている。したがって卸売物価の上昇が持続するならば、消費者物価の上昇をさらに加速する可能性があり、これが賃上げ要求を拍車する場合には、スパイラルな物価上昇へと結びついていくおそれもある。
3. 金融引締め後の動きをみると、銀行貸出はしだいに抑制色を強め、企業金融は大企業を主に漸次引き締め傾向にあり、銀行貸出金利も過去の引締め時を上回るテンポで上昇している。しかしながら実体経済面では、従来の引締め時と異なり、原材料在庫および販売業者在庫がすでに低水準のこともあり、在庫調整の動きはほとんどみられず、また設備投資は根強い増勢を続けており、需要の堅調見通しから、企業マインドも依然強気の向きが大勢である。ただ、今後資金繰りの窮屈化はさらに進むものと思われ、また現在の設備投資には前述のごとく設備投資自体によって誘発されている面も少なくないので、今後の情勢次第では設備投資が景気の不安定要因に転化する可能性もあり、企業の慎重な態度が望まれるところである。
4. 一方国際収支は戦後最高の黒字を示現するとともに、わが国の対外短期資産・負債バランスの改善もかなり進んだ。かかる国際収支の好調は、海外のインフレの好景気、わが国の輸出競争力の増大、輸入弾力性の低下などによる貿易収支の大幅黒字を主因とするものであるが、米国景気のスロー・ダウンにみるごとく、今後海外の好景気が永続するかどうか必ずしも樂觀を許さず、また貿易外収支、資本収支の赤字は拡大傾向にあるだけに、国際収支の黒字が定着したとはなお断定しがたい。ただ、当面国際収支の黒字国として国際経済社会における責任が高まり、残存輸入制限の自由化、対外直接投資の促進などが必要な段階に立ち至っていることは疑いをいれない。また国内面においても、通貨供給ルートにおける海外部門の比重の高まり、外人株式投資の流入増、海外物価のはね返りなど、海外の影響は各方面にわたり一段と増大しており、今後の国内金融経済政策の運営にあたっては従来以上に対外面の配慮が必要となろう。

## 目 次

### はじめに

1. 44年の金融動向
2. 実体経済の拡大とその要因

### 3. 国際収支の動向

### 4. 物価動向における問題点

### むすび

### はじめに

昭和44年の経済は、年初1～3月にかけて軽度の在庫調整を主因にいわゆる「かげり現象」の発生をみたが、春ごろから再び顕著な拡大に転じた。このような経済拡大をささえた要因は、輸出の好調のほか、民間設備投資、個人消費支出等国内最終需要の増勢であるが、そうした中で物価の高騰、労働力需給のひっ迫、銀行貸出の著増、通貨供給の増大など懸念すべき諸現象の随伴が目だつに至った。本行は、こうした事態に対処して9月

(第1表)

昭和44年中に採られたおもな金融政策の概要

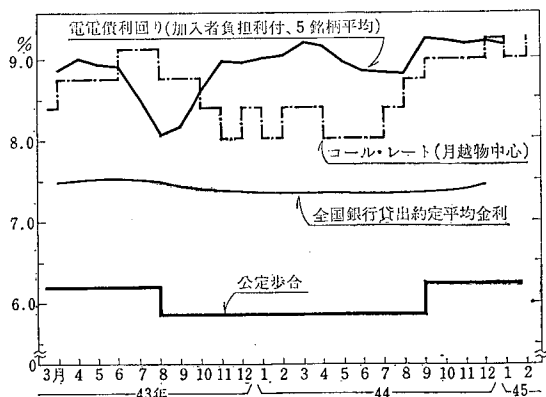
決定(実施)日	措 置	概 要
44年6月17日	国債および債券の短期買入れ実施を決定(7月30日第1回買入れを実施)。	季節的な資金過不足幅の拡大に対処し、資金不足期に金融機関から債券(国債、政保債、利付金融債)を買入れ、資金余剰期に売り戻す。
9月1日	公定歩合引上げ実施。	商業手形割引歩合 日歩1銭6厘(年5.84%)→年6.25%(年利建に移行、輸出貿易手形関係も調整引上げ)。
9月5日	準備預金制度準備率引上げ実施。	指定金融機関(銀行、長期信用銀行、外国為替銀行、相互銀行、信用金庫)の「その他の預金」についての準備率を5割引上げ。
9月13日	農林中央金庫に対し新たに準備預金制度準備率を設定(16日実施)。	定期性預金につき0.25%、その他の預金につき0.75%(ただし45年3月末までは0.5%)。
9月22日	外国為替銀行に対する売戻し条件付債券買入れ措置の実施を決定。	対外ポジションの改善を図るため外国為替銀行に対し、外為会計からスワップで供給される外貨資金調達に要する円資金を売戻し条件付債券買入れにより供給する。

に公定歩合および預金準備率の引上げを行ない、銀行に対するポジション指導を強化することとした。この間国際収支は、海外経済のインフレ的拡大の影響もあって大幅黒字を維持したが、国際収支黒字下での金融引締めは今回がはじめての経験である。

金融引締め政策の実施を契機として、金融面では都市銀行を中心に貸出抑制態度が漸次強まり、市中貸出金利もかなり大幅な上昇をみ、企業金融においても大企業を中心に引き締めまり感がしだいに広まるなど引締め効果が徐々に浸透する動きをみせた。しかし、現実の生産、設備投資の増勢は、おう盛な内外需を背景に容易に衰えをみせず、金融引締めの影響はいまだほとんど実体経済面には現われないまま45年を迎えることとなった。

以下、このように国際収支好調のもとにおいて国内均衡維持のため調整を余儀なくされるに至った44年金融・経済の動向をふり返り、その特色を明らかにしたい。

〔第1図〕 主要金利の推移



## 1. 44年の金融動向

### (1) 金融市場は引き締まりぎみに推移

#### (44年の資金需給)

44年中の資金需給実績を年前半、後半に分けて前年同期と対比してみると第2表のとおりである。まず1～6月中の財政資金収支をみると、租税収入の好調から一般財政が異例の揚超となったものの、国際収支の好調持続に伴う外為会計の払超増や43年度長期国債の発行減額から揚超自体は前年を下回った。そのうえ年初における銀行券の還流が順調であったため、1～6月中の資金不足は3,103億円とかなりに上ったものの、前年同期の不足額(4,678億円)には及ばなかった。しかし7～12月は、銀行券が大幅な発行超となったうえ、財政資金についても引き続き税収の好調から一般財政が大幅な揚超を示し、食管会計も自主流通米制度発足の影響や生産者米価据置きの関係から払超額が前年同期を1,229億円も下回ったことなどから、市場の資金不足額は5,751億円と大幅な拡大を示し、結局年間の資金不足額としても8,854億円と前年(5,127億円の不足)を大きく上回

(第2表)

#### 44 年 中 の 資 金 需 給

(単位・億円)

	1～6月	前年 同期比	7～12月	前年 同期比	年 間	前年比
銀行券発行高増減(△)	△ 2,133	△ 499	9,827	1,889	7,694	1,390
財政資金揚(△) 散	△ 4,929	477	6,699	△ 2,643	1,770	△ 2,166
一 般	△ 138	△ 1,090	△ 1,993	△ 1,158	△ 2,131	△ 2,248
(うち 租 税)	(△27,023)	(△ 4,855)	(△28,907)	(△ 4,900)	(△55,930)	(△ 9,755)
食 管	△ 3,974	△ 392	8,168	△ 1,229	4,194	△ 1,621
外 為	811	1,036	2,683	△ 550	3,494	486
長 期 国 債	△ 1,628	923	△ 2,159	294	△ 3,787	1,217
そ の 他 増 減 (△)	△ 307	599	△ 2,623	△ 770	△ 2,930	△ 171
本行信用増減(△)	3,103	△ 1,575	5,751	5,302	8,854	3,727
うち 貸 出	418	△ 1,517	3,367	4,821	3,785	3,304
債 券	1,593	△ 1,083	3,300	459	4,893	△ 624

った。なお、外為、食管会計を除く一般財政資金が年間大幅の揚超(2,131億円、前年払超117億円)となったが、これについてはとくに法人税を中心に租税収入が伸長(前年比+17.4%)するなど景気局面の進展に伴う自律的要因があったほか、保険、郵貯の受入れが好調であったことも響いている。

#### (市場動向における特色)

このような金融市場の動きのなかで、経済規模の拡大に伴い銀行券の発行・還収超や財政資金の受超・払超幅の季節的波動が拡大し、市場の資金過不足幅が大きくなってきていることが注目される。このため本行では、短期金融調節手段の多様化を図り、きめ細かい市場調整に従来以上に留意してきた。すなわち、本行は主として債券の無条件買入れ(年間買入れ額4,893億円)および貸出(年間増加額3,785億円、うち約8割は輸出関係)によって市場資金量の調節を行なうほか、市場の一時的引きゆるみ要因を吸収するにあたっては、短資業者に対する政府短期証券売却操作(資金繁忙時に買戻し)を一段と活用した。さらに、季節的な資金過不足幅の拡大に対処して新たに債券の短期

買入れ制度を設け、資金余剰期に先だつ7、8月の資金不足期に約2,400億円の債券を売戻し条件付で買い入れ、9～11月の資金余剰期にこれを全額売り戻すなどの措置を講じた。

金融市場における第2の特色は、年後半に至りコール・レートがかなりのテンポで上昇したことである。第1図にみられるように、コール・レートは2、3月の資金不足期に一時的に1厘上昇したあ

と、4、5月の緩和期にいったんもとの水準にもどったものの、7、8月にそれぞれ1厘ずつ上昇した。9月には公定歩合の引上げおよび年利建移行に伴い、月越物レートは9.0%（日歩2.46銭）に上昇し、12月にはさらに9.25%へと上昇（引締め開始前からの上昇幅1.22%）、前回引締め時のピークをわずかながら上回る水準に達した。例年供米代金の支払がかさみ金融市場がゆるむ秋口にもコール・レートの軟化がみられず、市況が一貫して堅調を持続したのは、自主流通米制度の発足により食管会計の払超幅が前年に比べてかなり縮小したことに加えて、本行が市場の実勢に即応しつつ前述のような手段を通じて市場資金の調節を図ったことが響いている。

第3に、以上のようなコール・レートの上昇もあって、コール市場残高は秋口以降顕著な増加を示した。すなわち、コール市場の規模はここ数年1兆円程度で推移していたが、11月の月中平均残高は実に1兆7千億円という記録的な高水準に達した。コール資金の出し手別にみると、こうした増加はほとんど農林中央金庫と信託銀行の放資増によるものであって、他の出し手金融機関（地方銀行、相互銀行、信用金庫等）では、優良貸出先に恵まれない一部中小金融機関を除き、とくにコール・ローンに対する選好の度合いが強まったともみられない。農林中央金庫のローン放出が著増したのは、食管制度の転換を控えて資金の固定化を避けようとの気運が下部系統機関筋に強いこと、信託銀行についてはその固有資金吸収の順調および投信の好調などを映じたものとみられる。

## (2) 不振の度を加えた公社債市況

### (債券市況)

44年中の公社債市況の推移をみると（第1図）、まず年初から2～3月の資金不足期にかけては、売り手の中心をなす都市銀行の債券売却意欲が、資金ポジションの悪化を背景として一段と強ま

り、他方買い手金融機関筋には価格の先安見越しによる買い控え傾向が強まったため、債券市況は軟化の度を加えた。3月に事業債について発行条件の改訂（発行価格の1律50銭引下げ）が行なわれたのは、こうした事態に即応したものであり、流通市場の動向に応じて発行条件を弾力的に変更するという慣行の確立のためにはそれなりの意義を認めることができる。しかし発行価格の50銭引下げは、利回りに換算してわずか0.11%の上昇をもたらしたにすぎず、大きく開いていた新発債の応募者利回りと既発債利回りとの乖離幅を縮小するにはきわめて不十分であった。その後公社債市況は6、7月ごろにかけて都市銀行の売り一巡、農林系統機関の買い需要台頭から下げ一服がみられたものの、8月には金融政策の転換予想が強まって再び軟化し、9月の公定歩合引上げ措置実施以降は一段と下げ足を速めた。このため既発債の市中利回りと新発債の応募者利回りとの乖離はしだいに拡大してきており、前回引締め期の同一局面で、

（第3表）

既発債利回りと新発債応募者利回りとの乖離状況

（単位・%）

最 近（45年1月末）						
債券種類	銘柄	応募者利回り (A)	既発債利回り (B)	乖離幅 (B-A)	乖離率 $\left(\frac{B-A}{A}\right)$	
国債	13回債	6.902	7.05	0.148	2.1	
政保債	鉄道	7.139	8.17	1.031	14.4	
地方債	東京都	7.441	9.01	1.569	21.1	
金融債	3銘柄平均	7.300	9.10	1.800	24.7	
A格事業債	6銘柄平均	7.628	8.88	1.252	16.4	

発行条件全面改訂時直前（43年1月末）						
債券種類	銘柄	応募者利回り (A)	既発債利回り (B)	乖離幅 (B-A)	乖離率 $\left(\frac{B-A}{A}\right)$	
国債	1回債	6.795	7.02	0.225	3.3	
政保債	鉄道	7.053	7.62	0.567	8.0	
地方債	東京都	7.354	8.24	0.886	12.0	
金融債	3銘柄平均	7.200	8.50	1.300	18.1	
A格事業債	6銘柄平均	7.408	8.05	0.642	8.7	

（注）既発債利回りは東証上場。

しかも債券の発行条件が全面的に改訂される直前期に当たる43年1月末当時と比較して

みても、国債のみを例外として他の債券の乖離幅はいずれも当時のそれを大きく上回っている(第3表)。

ちなみに、こうした市況軟化の背景をみるため、おもな債券の買い手側金融機関につき引締め措置実施後の債券保有状況を示したのが第4表である。これによると農林系統機関の債券保有増加額がかなり減少しているうえ、前回当時にはわずかながら増加した生命保険は今回は減少に転じており、相互銀行の増加額も

前回に及ばない。これは、①農業系統機関筋にあっては前述したような事情から資金を当面最も流動的なコール・ローンの形で運用しておこうとの気運が強いこと、②企業のおう盛な借入れ意欲を背景に金融機関側も資産運用の重点を貸出に置いていること、などの事情によるものである。

以上要するに、わが国の場合債券取引の主体の大部分が金融機関であるため、44年中は金融市場の引き締めまり化傾向と表裏して公社債流通市場も

(第4表)

金融引締め開始後の金融機関債券保有増減(△)状況

(単位・億円)

	今 回 (44年9～12月)	前 回 (42年9～12月)
信 連	647	897
共 済 連(9～11月)	20	100
生命保険(9～11月)	△ 92	40
相互銀行	288	343
信用金庫	254	230

起 債 お よ び 増 資 状 況

		公 社 債			計	金融債	長 期 国 債	増 資 (上場会 社分・ 有 債)
		事業債	地方債	政保債				
金 額 (純増・ 単位・ 億 円)	41年	2,150	449	3,167	5,766	5,703	8,000	1,939
	42 "	2,753	530	3,638	6,922	6,287	6,450	2,049
	43 "	1,578	477	2,283	4,338	5,766	5,850	3,121
	44 "	3,037	482	1,717	5,237	6,801	3,628	4,545
	44年1～3月	857	140	414	1,411	1,509	244	897
	4～6 "	823	111	477	1,411	1,596	1,300	1,261
	7～9 "	814	127	367	1,307	1,765	800	1,574
	10～12 "	544	104	458	1,107	1,933	1,284	813
前 年 同 期 比 (単位・ %)	41年	4.7	14.2	40.5	22.7	0.7	—	63.3
	42 "	28.0	18.0	14.9	20.0	10.2	—19.4	5.7
	43 "	—42.7	—10.0	—37.2	—37.3	— 8.3	— 9.3	52.3
	44 "	92.5	1.0	—24.8	20.7	18.0	—38.0	45.6
	44年1～3月	—	— 4.1	—35.6	245.0	39.3	—79.7	1.6
	4～6 "	88.3	18.1	2.8	41.8	41.5	—31.6	56.6
	7～9 "	30.9	— 0.8	—33.3	0.5	12.1	—20.0	88.3
	10～12 "	—39.4	— 6.3	—26.8	—32.3	— 2.4	—14.4	36.2

軟化の度を加えたわけである。

(発行市場の動向)

このような流通市場の動向は当然に発行市場にも大きな影響を及ぼした。すなわち、まず事業債の起債調整にあたっては10月以降しだいに抑制色が加わっており、9月債までは月間発行額は430億円程度であったが10～12月には月間390億円台に減少した。また金融債についても、都市銀行等引受け側金融機関の態度が資金ポジションの悪化傾向を背景にきびしさを加えたため、債券発行銀行では発行額の自主調整措置を採用するに至った。

しかし、このような起債調整措置の実施にもかかわらず、新発債券の売れ行きは不振をきわめており、証券会社の債券手持ち負担が増大してきている。すなわち、証券会社の手元に売れ残った債券は月々の発行額の約4分の1にも達し、証券会社ではこれをやむなく既発債として市場に売却するといった事例がほぼ恒常的に続いており、こ

うしたことが既発債市況の軟化に拍車をかける要因となっていることはいふまでもない。

### (株式市況)

株式市況は、年初来底堅い動きを示し、6月から8月にかけてやや低迷したものの、その後は上げ足を速め、大納会では史上最高値を記録した(年間の上昇幅、東証新指数 47.99、東証旧ダウ指数 644.07 と従来の最高を記録)。こうした株式市況の活況は、基本的には経済活動の根強い増勢基調を映じて企業収益が好調を続けていることによるものであるが、これに加えて44年中には外国人による対日株式投資がかなり増加し、これが市場における刺激材料となったことは従来にみられない特色であった。ちなみに44年中の外人投資家による対日株式ネット取得額(市場経由、非経営参加分)は約7億ドルと前年の3倍以上に達した。

### (3) 急増したマネー・サプライ

(マーシャルのKはやや上昇)

次に44年中の通貨供給状況を見ると、総通貨増

(第6表)

#### 通貨・準通貨の供給経路

(単位・億円、カッコ内は構成比・%)

	42 年	43 年	44 年
通 貨	16,526 ( 36.1)	17,862 ( 35.3)	31,275 ( 43.2)
現 金 通 貨	5,246 ( 11.5)	4,811 ( 9.5)	7,244 ( 10.0)
預 金 通 貨	11,280 ( 24.6)	13,051 ( 25.8)	24,031 ( 33.2)
定期性預金	29,224 ( 63.9)	32,699 ( 64.7)	41,185 ( 56.8)
合 計	45,750 ( 100.0)	50,561 ( 100.0)	72,460 ( 100.0)
対 外 信 用	△ 2,145 (△ 4.7)	4,027 ( 8.0)	8,022 ( 11.1)
国 内 信 用	60,364 ( 131.9)	58,524 ( 115.7)	78,359 ( 108.1)
公 共 部 門 向 け	9,560 ( 20.9)	9,442 ( 18.7)	6,584 ( 9.1)
民 間 向 け	50,804 ( 111.0)	49,082 ( 97.1)	71,775 ( 99.0)
そ の 他	△12,469 (△ 27.2)	△11,990 (△ 23.7)	△13,921 (△ 19.2)

資料：本行「マネー・サプライ統計」。

(第7表)

#### マーシャルのKと通貨構成

(単位・%)

	名目GNPに 対する比率			総通貨に 占める比率	
	総通貨	現金 通貨	預金 通貨	現金 通貨	預金 通貨
41年	27.5	5.6	21.9	20.5	79.5
42々	26.6	5.6	21.0	21.2	78.8
43々	25.5	5.5	20.0	21.9	78.1
43年7～9月	25.9	5.7	20.2	21.8	78.2
10～12々	25.2	5.5	19.7	22.0	78.0
44年1～3月	26.4	5.9	20.5	22.2	77.8
4～6々	25.6	5.6	20.0	22.0	78.0
7～9々	26.1	5.7	20.4	22.0	78.0

(注) 名目GNPは経済企画庁調べ。44年4～6月、7～9月は速報値。通貨残高は本行「マネー・サプライ統計」による(季節調整済み)。

加額は31,275億円と43年中の増加額を8割近くも上回った(第6表)。このため、名目国民総生産に対する総通貨流通残高の比率を示すいわゆるマーシャルのKは、第7表のように42、43年にかけて低下したあと、再び若干ながら上昇した。

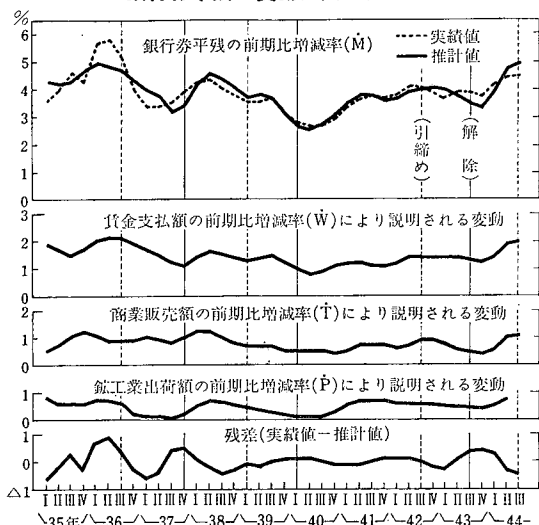
すなわち、1～3月にはGNPの伸びが鈍化した一方、総通貨供給が増勢を強めたため、マーシャルのKはやや目だった上昇を示し、4～6月にはGNPが前期比+8.6%と異例の高い伸びを示した関係から若干低下したが、7～9月には再び1～3月期に近い水準へ上昇をみている。もっとも、10～12月については、預金通貨回転率(全国手形交換高/預金通貨残高)がやや上昇しているところからみて、マーシャルのKについてもこれまでの上昇傾向が一服ぎみになっていると思われる。

#### (現金通貨)

通貨供給状況を現金通貨(銀行券のほか補助貨を含む)、預金通貨別にみると、まず現金通貨は実体経済の根強い拡大基調を映じてかなりの増勢を続けており、たとえば、銀行券月中平均発行高(季節調整済み)の対前期比増加率は、44年4～6月平均の+4.0%から7～9月には+5.2%に高まったあと10～12月も+4.0%と高水準を持続した

〔第2図〕

## 銀行券平残の変動要因の影響度



回帰方程式の計測結果

$$\hat{M} = 0.34319\hat{W} + 0.21850\hat{T} + 0.13515\hat{P} + 2.1103$$

(0.07983) (0.07105) (0.03448)

$$\bar{R}(\text{相関係数}) = 0.857 \quad S(\text{標準誤差}) = 0.35(\%)$$

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—貸金支払額指数(貸金指数×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(%)

P—鉱工業出荷額指数(鉱工業出荷指数×卸売物価指数、いずれも季節調整済み)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(ウエイト1, 2, 1)、なお最近四半期はウエイト1, 2の2期加重移動平均値。

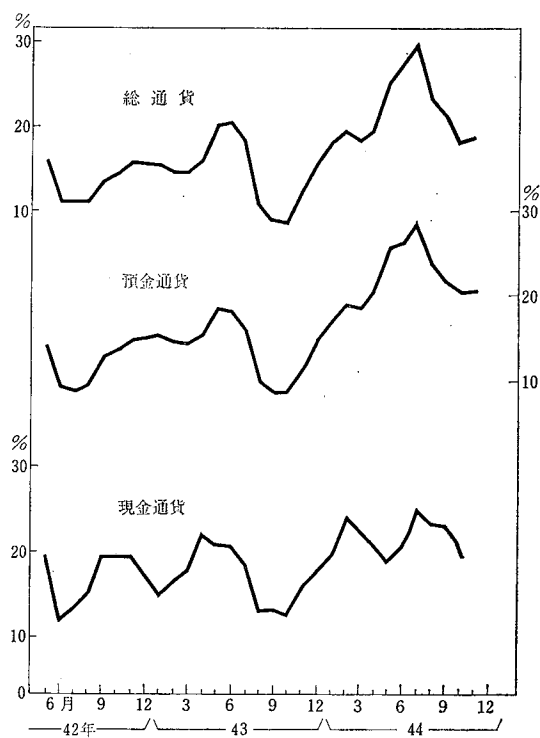
(月中平均発行高の対前年同期比増加率は4～6月+17.1%、7～9月+18.2%、10～12月+19.2%)。ちなみに、こうした銀行券の増勢を貸金支払額、商業販売額および鉱工業出荷額の増減を説明変数とした回帰方程式によって計測してみると第2図のとおりであり、44年にはいつてからの銀行券の増勢が、大幅質上げ等に伴う貸金支払額の増勢の高まり、ならびにこれに伴う家計消費の増大を映じた商業販売額の伸びなどを反映した動きであることがうかがわれる。

## (預金通貨)

しかし通貨供給増大の主因は、なんといっても預金通貨が大幅に増加したことにある。これは、通貨残高の伸び率の推移を示した第3図で、総通

〔第3図〕

## 通貨の動向



(注) 季節調整済み残高3ヵ月移動平均値の3ヵ月前比年率換算。

貨の伸びと預金通貨の伸びがほぼ並行していることから察せられよう。すなわち、預金通貨の年率換算増加率は43年秋以降増勢を強めつつあったが、44年にはいつて急速に水準を高めて、4～6月には25.5%、ピーク時点の7月には実に28.3%にも達した。このような大幅な預金通貨の増勢は36年以来のことで、これらは主として後述するような金融機関貸出の顕著な増加によってもたらされたものである。44年9月、本行が金融引締め措置を実施するに至った一つの背景は、年率3割に近い預金通貨供給増をもたらししている金融機関貸出の増勢を鈍化させることが必要と考えられたからにはほかならない。その後預金通貨の増加率は引締め政策の実施によりさすがにやや低下しているが、なお年率で2割程度の高い伸びが続いている。従来例では、通貨供給が前年比2割以上の伸びを示すような場合、GNP成長率が著しく高

くなるという関係が計測され(44年11月号参照)、この点注目されるところである。

#### (通貨供給経路における特色)

44年中の通貨供給経路の内訳をみると、①ここ数年かなりのウェイトを占めていた公共部門(政府および地方公共団体)のウェイトが減少したこと、②対外信用(外貨準備やその他の対外資産の増加を示す)が大幅に増加し、無視できないほどのウェイトを占めるに至ったこと、の2点が注目される(第6表)。①は、さきに金融市場の項で述べたように食管会計の払超減、一般財政の揚超から財政資金対民収支の払超額が小幅にとどまった(第8表)

### 金融機関貸出状況

(単位・億円、%)

		43 年	44 年				
			年 間	1～3 月	4～6 月	7～9 月	10～12 月
全 国 銀 行(銀行勘定)	貸 出 増 加 額	31,961	47,516	8,307	9,296	13,635	16,276
	前年(同期)比増減率	— 2.9	+ 46.5	+ 40.5	+ 103.9	+ 58.3	+ 22.0
	都 市 銀 行	14,657	25,061	4,999	5,140	6,770	8,149
	前年(同期)比増減率	— 4.3	+ 59.1	+ 53.9	+ 128.3	+ 70.7	+ 29.6
地 方 銀 行	貸 出 増 加 額	12,315	15,884	1,828	2,555	5,166	6,333
	前年(同期)比増減率	+ 6.7	+ 36.0	+ 21.1	+ 100.6	+ 49.9	+ 16.2
長 期 信 用 銀 行	貸 出 増 加 額	4,161	5,645	1,371	1,379	1,503	1,391
	前年(同期)比増減率	— 10.6	+ 35.7	+ 35.1	+ 52.9	+ 60.5	+ 6.4
全 国 銀 行 信 託 勘 定	貸 出 増 加 額	6,078	7,044	1,648	1,562	2,029	1,804
	前年(同期)比増減率	+ 16.7	+ 15.9	+ 9.1	+ 8.4	+ 13.0	+ 35.5
生 命 保 険	貸 出 増 加 額	4,848		1,295	1,331	1,715	
	前年(同期)比増減率	+ 68.7		+ 12.0	+ 38.2	+ 23.5	
相 互 銀 行	貸 出 増 加 額	5,045	7,344	1,157	1,161	2,238	2,787
	前年(同期)比増減率	— 5.0	+ 59.1	+ 105.6	+ 244.5	+ 45.4	+ 28.1
信 用 金 庫	貸 出 増 加 額	6,048	10,223	1,082	1,546	3,181	4,413
	前年(同期)比増減率	+ 0.8	+ 69.1	+ 32.5	+ 141.0	+ 78.4	+ 57.4
農林中央金庫(系統外)	貸 出 増 加 額	1,103	838	132	△ 345	503	548
	前年(同期)比増減率	+ 60.3	— 24.0	— 52.7	( 42)*	+ 74.7	+ 10.9
共 済 連(系統外)	貸 出 増 加 額	1,221	1,129	336	248	223	320
	前年(同期)比増減率	+ 313.3	— 7.6	— 18.3	— 27.4	— 4.2	+ 36.9

- (注) 1. 太陽銀行都銀化(43/12)、埼玉銀行都銀化(44/4)、太道相互銀行の名古屋信用金庫吸収合併(44/5、合併後中京相互銀行)、三徳信用組合の東洋信用金庫への転換(44/8)調整済み(前年比算出に際しては前年にも当該銀行の計数を計上)。  
 2. 共済連の系統外貸出は42年5月から開始。  
 3. \*印は前年同期実績額。

ことや、地方財政事情の好転を映じて地方公共団体の資金調達がさほど増加しなかったことを映じたものである。また②の点は、国際収支の大幅受超をそのまま反映したものにはほかならない。もちろん対外信用が増加したといっても、まだ民間向けと公共部門向けを合わせた国内信用の1割強程度であるが、通貨供給面で当局が直接にはコントロールしにくい分野のシェアが高まっているという事実は、注目しておく必要があろう。

#### (4) 金融機関貸出の増勢顕著

##### (銀行貸出の著増)

以上のようなマネー・サプライ増大の基本的な



背景となった金融機関貸出の動向についてみてみよう。第8表のように、全国銀行(銀行勘定)、相互銀行、信用金庫の貸出は年初来かなりの増勢を続け、結局年間では前年をそれぞれ46.5%、59.1%、69.1%も上回った。これには比較される43年の貸出が、年央までは都市銀行等に対し本行の貸出増加額規制が行なわれていたことや、43年8月の引締め解除後もポジション指導が続けられたこと、また相互銀行、信用金庫等の場合は、中小企業の借入れ需要が設備投資の一段落から比較的落ち着いたことなどの事情も考慮する必要があるだろう。しかしそれにしてもこのように大幅な貸出が行なわれたのは、後述するような企業のおう盛な借入れ需要に対し、とくに夏ごろまでの時期にかけて銀行側も積極的にこれに貸し応じたからにはかならない。このほか全国銀行信託勘定、生命保険等長期金融機関の貸出も増加したが、これらは前年すでにかなりの貸出を行なったため貸出余力が低下しており、伸び率としてはそれぞれの前年の伸びや全国銀行銀行勘定等の伸びには及ばない。この間農林中央金庫、共済連の系統外貸出は前年増加額をむしろ下回ったものとみられる。このようにいわば信用創造をうる金融機関(いわゆる商業銀行)の貸出が著増した反面、信用創造をしない、いわゆる商業銀行外金融機関の貸出がさほどでもなかった点が、44年中の貸出の第1の特色であり、これに先だつ42、43年の場合と様相を異にしている。

もっとも9月の金融引締め開始以降、都市銀行をはじめ地方銀行、長期信用銀行の貸出はそれ以

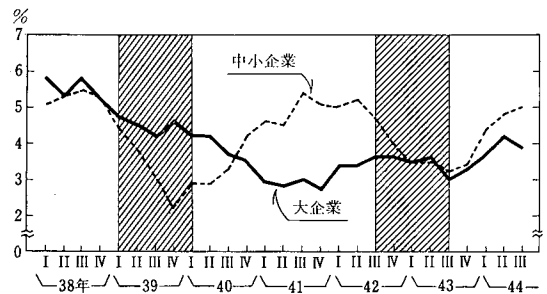
前に比べていくぶん増勢が鈍化している。これはこれらの金融機関の資金ポジションがそれまでの貸出急増に伴い悪化したことに加え、本行の資金ポジション指導の強化もあって、引締め後これら金融機関の貸出態度が徐々に抑制色を強めつつあることによるものである。

#### (高水準を続けた中小企業向け貸出)

金融機関貸出の第2の特色は、貸出先を企業規模別にみた場合、中小企業向け貸出の伸びが著しい点である。第4図に示されるように、中小企業向け貸出は43年の引締め解除後増勢を強め、44年にはいつてからは大企業向けを上回る伸びを示した。とくに7～9月には大企業向け貸出の増勢が鈍化したのに対し、むしろ引き続き伸びを高めており、従来の引締め期と比較しても顕著な対照をなしている。これは、相互銀行、信用金庫等中小企業金融機関の余資の水準が前回の引締め開始時よりも高い(注)ことから、これら金融機関が引締め開始後も引き続き積極的な貸出態度を維持しているうえ、都市銀行等にあっても、やや長い目で

〔第4図〕

企業規模別貸出残高増加率の推移



(注) 全金融機関、四半期中の月末残高平均の前期比増加率(含み貸出、季節調整済み)。

(注1) 引締め開始直前期における余資の水準

	今回(44年8月末)		前回(42年8月末)	
	余資残高 (億円)	余資比率 (%)	余資残高 (億円)	余資比率 (%)
地 方 銀 行	2,042	1.9	1,196	1.5
相 互 銀 行	1,464	3.2	669	1.8
信 用 金 庫	3,925	7.0	1,493	3.8
信 用 組 合	2,740	18.0	1,769	17.1

みた融資基盤拡充の見地から、成長性のある優良中堅・中小企業は極力確保しておこうとの意図が強いとみられる。事実、引締め開始後の都市銀行等の貸出態度をみても、資金面でのメリットの少ないいわゆるつき合い先大企業に対してはきびしさを加える一方で、中小企業に対しては新規取引先の開拓を抑制したり、貸出枠の増額要請を拒否する程度にとどめ、貸出枠を削減するといった動きはまだごく一部にとどまっている。

#### (設備資金貸出の増加)

第3の特色として、全国銀行貸出を資金使途別にみた場合に設備資金貸出の増勢が著しいことが指摘される(第9表)。

(第9表)

全国銀行貸出における引締め前  
6か月間の使途別貸出増加寄与率

(単位・%)

	今回 (44年 3～8月)	前回 (42年 3～8月)	前々回 (38年9月～ 39年2月)
設備資金貸出	28.7	21.7	19.6
運転資金貸出	71.3	78.3	80.4
計	100.0	100.0	100.0

これには、信託銀行や生命保険等設備資金供給機関の貸出余力が低下してきているため、全国銀行への設備資金依存度が高まっているという事情もあるが、基本的には企業の設備資金需要がきわめておう盛であることを映じたものである。

#### (5) 企業金融は漸次引き締めへ

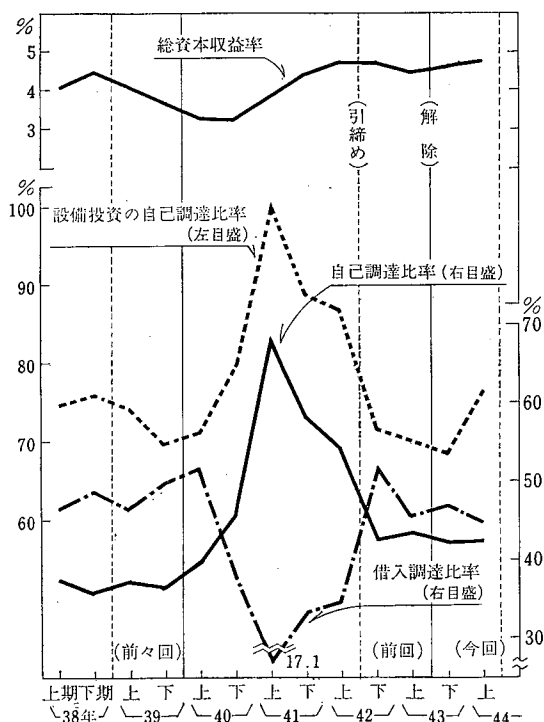
##### (前半やや余裕含みに推移)

次に企業金融の動向をみると、前述したように金融機関貸出が全体としてかなりの増加を示し、その結果通貨が民間部門に潤沢に供給されたことを背景に、企業の資金繰りは夏ごろまで総じてやや余裕含みの状態を維持していたとみられる。企業の生産、投資活動が根強い拡大を続けたため、資金需要は設備資金を中心にきわめておう盛であり、一方外部資金調達面において起債が債券市場

の不振から、またインパクト・ローン取入れや外債発行も海外金利の上昇などからそれぞれ増勢鈍化の傾向を強めたが、現実には金融機関借入れルートが多様化や増資によって企業は相当程度所要資金をまかなうことができた。そのほか企業収益が予想外に好調で、このため企業の内部資金がかなり高水準を維持したこと、輸出が活況を呈し、輸出金融の利用により売上げ代金の現金化が早められたこと、などが資金繰りの安定化要因となったことも見のがせない。ちなみに、第5図にみるように主要企業の設備資金の自己調達比率(内部留保+減価償却/設備投資)は41年度上期をピークにかなりのテンポで低下したが、44年度上期には設備代金の支払が工事の遅れなどもあり、下期に一部

〔第5図〕

主要企業(全産業)の収益力と自己金融力



- (注) 1. 設備投資の自己調達比率 =  $\frac{\text{内部留保} + \text{減価償却}}{\text{設備投資額}}$   
 2. 自己調達比率 =  $\frac{\text{内部留保} + \text{減価償却}}{\text{総資金調達額}}$   
 3. 借入調達比率 =  $\frac{\text{借入金}}{\text{総資金調達額}}$   
 資料：本行「主要企業経営分析」。

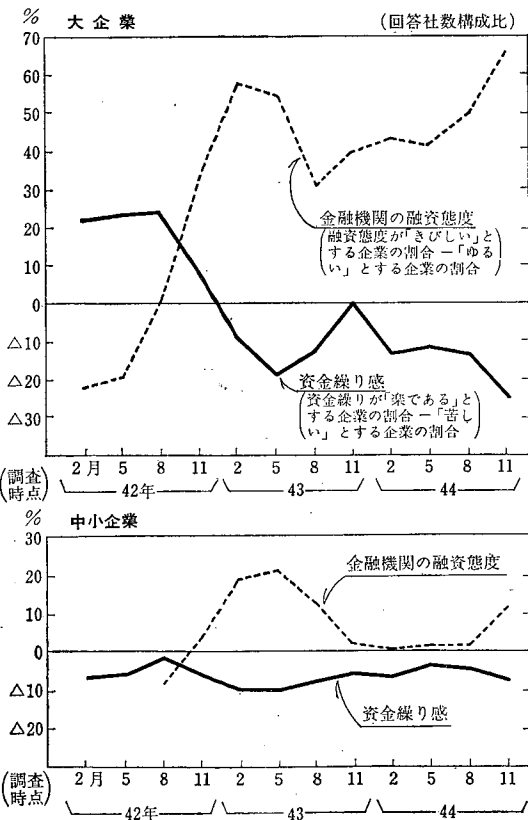
ずれ込んだという事情があるにせよ、内部留保の大幅増加を主因に再び上向きを示した。また総資金調達額に占める内部資金の割合をみても、42年度下期以降おおむね横ばいに推移しており、資金需要の増勢にもかかわらず、自己金融力が比較的高く維持されてきたことが知られる。

(引締め後の企業金融)

しかし、このような企業の資金繰り事情は金融引締めに伴い若干変化し、年末にかけ徐々に引き締めまり感が広がりをもせるに至った。まず第1に企業自身の資金繰り判断を本行の「短期経済観測」によってみると、第6図のように11月調査では資金繰りが「苦しい」とする企業の割合が「楽である」とする企業の割合を大幅に上回って増加している。

〔第6図〕

企業の資金繰り感と金融機関の融資態度



第2に、引締め後貸出金利がかなりのテンポで上昇している。全国銀行貸出約定平均金利は、引締め実施後年末までの4ヵ月間に0.247%方上昇し、公定歩合引上げ幅に対する上昇幅の割合は60.2%と、過去4回の引締め全期間中における上昇割合の最高(36年7月～37年9月、50%)を早くも上回るに至った(第10表)。第3に、一般事業会社の法人税即納率が低下(9月決算78.5%、3月決算82.0%)し、12月には事業会社の保有債券の売却もかなり目だった。

(第10表)

貸出金利の推移

(単位・%)

	44 年 1 ～ 8月中	44年 9 ～ 12月中	公定歩合引上げ幅に対する 上昇割合(注1)				
			引締め後4ヵ月 間			引締め全期間	
			今 回	前 回	前々 回	前 回	前々 回
全 国 銀 行	△0.019	0.247	60.2	18.9	42.5	33.0	44.0
都 市 銀 行	△0.019*	0.335	81.7	32.1	59.5	47.5	62.1
地 方 銀 行	△0.022*	0.157	38.3	4.9	24.5	19.5	25.5
信 託 銀 行	△0.022	0.300	73.2	12.9	46.0	43.0	53.0
長期信用銀行	△0.029	0.027	6.6	(△0.015)	0.6	(△0.022)	(△0.047)

(注1) 引締め期間および公定歩合引上げ幅  
今回 44年9月～ 公定歩合 44年9月 0.410%引上げ  
前回 42年9月～ " 42年9月 0.365%、43年  
43年7月 1月0.365%引上げ  
前々回 39年3月～ " 39年3月 0.730%引上げ  
39年12月

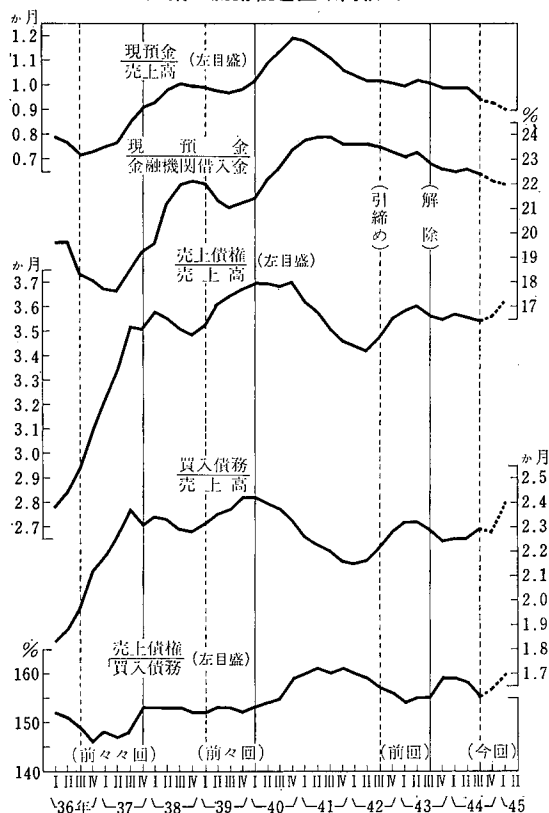
(注2) \*埼玉銀行の業態変更調整済み。

こうした企業金融の引き締めまりは、第1に第6図にも明らかなように金融機関の融資態度の変化に基づくものである。主要企業の場合、金融機関の融資態度については、44年夏ごろからきびしくなったとする企業がふえていたが、引締め後はこうした指摘の割合が急増している。上述したような貸出金利の急速な上昇も、その背景には、金利表示の年利建への移行に伴う調整という特殊な事情があったことも無視しえないが、基本的には企業、とくに大企業の借入れ需要がきわめておう盛であり、一方銀行側の融資態度は抑制色を強めつつあるといった資金の借り手、貸し手相互の関係を映じたものである。

資料：本行「主要企業・中小企業短期経済観測」。

〔第7図〕

## 企業の流動性と企業間信用



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

次に企業の手元流動性比率が低下していることがあげられる。企業の手元流動性水準は、絶対額としてはともかく、売上げ高や金融機関借入金に対する比率でみた場合、43年央以降はほぼ一貫して低下してきたが、最近では前回引締め開始時点(42年9月末)や前々回引締め開始時点(39年3月末)をさらに下回っている(第7図)。このことは資金需要を手元流動性を取りくずしてまかなう余地がそれだけ乏しくなっていることを意味しており、引締め効果の浸透を相対的に促進する条件の一つとなっているものといえよう。

## (企業金融の現状判断)

ただこれまでのところでは、以上のことから企業の資金繰りが非常にひっ迫しているとはみられ

ないようである。最近大企業相互間においては、企業間信用に変化のきざしが生じはじめているが、そのテンポは36年や39年当時よりきわめてゆるやかであり(第7図)、また支払条件の更改を図っている先でも、現実の資金繰りに窮してというよりは、取引先に余裕のあるうちにしわ寄せを図っておくほうが得策といった意図が優先している場合も少なくないようである。またとくに中小企業の場合には、前述したように金融機関貸出が従来の引締め時に比べかなり高い増勢をたどっているため、第6図にみるとおり、引締め後も資金繰り感の変化は大企業よりはるかに緩慢にうかがわれる。信用金庫など中小企業金融機関の預金の伸びが引き続ききわめて好調なもの、取引先中小企業の資金余裕を映じたものとみられよう。いずれにしても、企業金融の引き締めまりといってもなお多分に心理的なものであり、設備投資などの企業活動の高水準に伴う資金需要の増勢見通しに対し、金融機関の貸出態度が抑制的になっているところから、企業では先行きの資金調達につき警戒観をしいに強めつつあるというのが大勢とみられる。

今後の企業金融の動向を見通すにあたっては次のような点を考慮しておくことが必要であろう。すなわち、資金需要の増勢に対して、資金調達面では、企業の自己資金はなおかなり増加することが見込まれるとしても、起債および外資取入れによる調達ルートが細まり、増資にも多くを依存できないとすれば、金融機関借入れへの依存度が高まらざるをえない。しかし、全国銀行貸出が前述のとおりポジション面の制約などから増勢鈍化を示してきており、信託、生保、共済連等についても引き続き高水準の貸出を続けてはいるものの、前回引締め期に比べて余資面の制約もあり、あまり多くの増加は見込まれない情勢にある。したがって、金融機関中いまだ貸出余力を温存している

とみられるのは信用金庫などの中小企業金融機関にとどまるものとみられ、大企業の資金調達環境は今後一段ときびしさを加えていくこととなろう。これに対して企業があくまで強気な投資態度を続けるとすれば、企業間信用がしだいに膨張していくおそれも少なくない。しかし企業間信用の拡大も、結局は金融機関の貸出によってささえられざるをえないという点で、膨張にはおのずから限度があるものと考えるべきであろう。

## 2. 実体経済の拡大とその要因

以上のように金融引締めの影響は金融面に徐々に浸透する動きをみせたが、44年中についてみるとかぎり実体経済面の拡大基調には格別な変化は生じなかった。これは結局、需給関係が引締め後も総じて引き締め基調を持続したためで、とくに今回の場合輸出が世界的な需給のひっ迫を映じて高水準を続け、これが種々のかたちで国内需給の引き締めを拍車したこと、従来調整過程で大きな役割を演じた流通および原材料在庫投資がその低水準から引締め後も大きな変動を示さず、市況はむしろ強調裡に推移したこと、などが注目される。目先輸出面には米国の景気調整の影響が漸次及んでくる可能性がないわけではないが、在庫投資面での調整余地は概して乏しいとみられ、一方需給の引き締めを背景に企業の生産、投資態度も依然総じて強気にうかがわれるだけに、今後金融引締め効果の浸透を図っていくためには、かなり時間を要するものと思われる。

### (1) 生産、出荷はかなりの増勢持続

#### (生産、出荷の基調)

まず、鉱工業生産、出荷の動向をみると、年間平均の対前年比増加率は、生産+16.8%、出荷+16.7%と43年の伸び(生産+17.7%、出荷+16.3%)に近い高いテンポの増加を示した(第11表)。

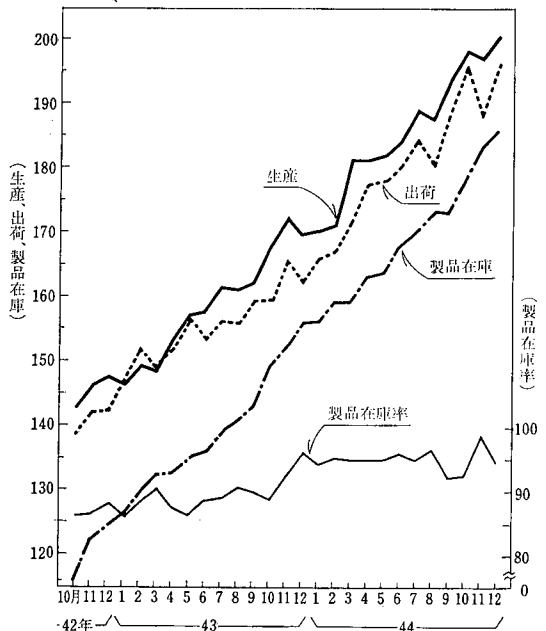
年間の推移(季節調整済み)としては、年初の小

幅停滞とその後の急伸が特徴的である。すなわち、1～3月の生産は前期比+1.1%とやや増勢が衰え、自動車、家庭電気器具を中心とした製品在庫率の高まり、鉄鋼、繊維を中心とした主力商品の市況軟化、機械受注の一時的落込みなどいわけ

〔第8図〕

鉱工業生産、出荷、製品在庫、同在庫率指数の推移

(40年=100、季節調整済み)



(第11表)

生産、出荷の財別増加率と増加寄与率

(前年比増加率、単位・%、カッコ内は増加寄与率)

	生 産			出 荷		
	42年	43年	44年	42年	43年	44年
一般資本財	29.6 (19.4)	22.7 (23.4)	22.8 (20.6)	28.0 (17.9)	27.6 (20.8)	21.3 (17.1)
資本財輸送機械	17.6 (10.3)	15.8 (6.6)	12.2 (5.5)	19.3 (8.2)	21.5 (9.6)	14.6 (6.9)
建設資材	17.8 (8.5)	17.3 (9.3)	17.1 (9.2)	15.6 (7.5)	17.6 (9.4)	16.7 (8.4)
耐久消費財	30.7 (15.8)	30.9 (17.0)	22.6 (16.4)	28.3 (15.0)	29.8 (16.8)	24.6 (16.6)
非耐久消費財	7.0 (7.8)	7.3 (9.5)	8.3 (8.7)	8.1 (11.5)	6.4 (10.3)	10.7 (13.4)
生産財	18.9 (38.2)	15.3 (34.9)	17.4 (39.4)	18.0 (39.9)	13.6 (33.3)	16.5 (37.5)
鉱工業	19.4 (100.0)	17.7 (100.0)	16.8 (100.0)	17.5 (100.0)	16.3 (100.0)	16.7 (100.0)

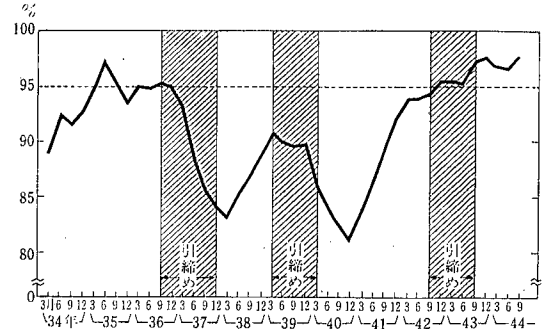
る景気の「かげり」現象の一環をなしていた。しかし、4月以降引締め開始月に至る間の生産増加率は年率にして+28.0%という高いもので、出荷も4～6月前期比+5.9%、7～9月同+3.5%と高いテンポで拡大を続けた。しかも引締め後もこうした生産、出荷の増勢に大きな変化はみられず、11月に自動車損害賠償責任保険料率引上げに伴う自動車の著減があったことからいくぶん鈍化気配を示したものの、12月には再びかなりの増加を示した。財別には、生産財が鉄鋼の輸出好調もあって一段と増産テンポを強めたのが目立ち、そのほか設備投資の盛行を映じて一般資本財、建設資材も43年に続き高い伸びを示し、カラーテレビ、乗用車を中心に耐久消費財、輸送機械も相当の増産を続けた。

#### （需給の引き締め）

次にこのように生産、出荷が根強い増加を続けた背景をなしている国内の需給関係の動きをみてみよう。いま製造業の設備稼働率をみると第9図のとおりである。これは、通産省の稼働率指数がやや長期的にみた場合、技術進歩、操業形態の変化などを十分織り込みきれず、生産能力が過小評価される傾向があるため、すう勢的に上昇傾向を示すこととなるところから、その上昇偏向を除去し実勢水準を推計したものである。これによると、稼働率は40年をボトムに急上昇を示し、最近では岩戸景気のピーク時(35年)に匹敵する高水準に達しており、多くの業種でフル操業の状態にある。また需給状況を表わすいま一つの指標である製品在庫率指数(40年=100)も、44年にはいって低下ぎみに推移し、引締めが開始された9月には91.8とかなり低水準となった。もっとも、各財にわたり極端な品薄状態にあった42年央ごろに比べると多少高めであるが、これは主として耐久消費財、建設資材の在庫率が生産能力の増加などから漸次上昇してきたことによるものであり、この間景気

〔第9図〕

#### 製造業稼働率推移



(注) 通産省稼働率指数の上昇偏向を除去し、ピーク時(32年4～6月期)を100%として算出。

(第12表)

#### 鉱工業生産の需要要因別増加寄与率

(単位・%)

	42年	43年	44年
個人消費支出	27.7	30.3	28.2
民間固定資本形成	40.3	39.7	39.1
(設備投資)	(30.6)	(30.0)	(29.3)
(住宅投資)	( 9.6)	( 9.7)	( 9.8)
政府経常支出	1.8	2.1	1.8
政府固定資本形成	4.7	7.7	7.6
在庫投資	19.3	1.8	3.0
輸出	6.2	18.4	20.2
合 計	100.0	100.0	100.0

(注) 1. 40年産業連関表を用いて算出。

2. 44年は1～9月の前年同期比増加寄与率。

動向に敏感な生産財ならびに一般資本財の在庫率は総じて低水準のまま推移し、とくに鉄鋼、非鉄や化学品などの一部では年央以降荷繰り難のものも少なくなかった。

なお、鉱工業生産の増加に対する需要要因別の寄与度を産業連関表を用いて試算してみると第12表のとおり、44年は設備投資、住宅投資の民間固定資本形成が前年に引き続き生産増加に4割近い寄与を果たし、次いで個人消費支出が3割近く寄与しているが、この間、輸出および在庫投資の寄与が前年より増加し、とくに輸出の生産増加に及ぼす役割が一段と増大していることが知られ



またビジネス・マインドの面でも強気感は変わっておらず、たとえば経済企画庁の「経営者見通し調査」において、先行き国内景気が「上昇」とみる企業および「変わらない」とみる企業の割合は44年初来9割以上の水準を維持しており、引締め後11月に行なわれた調査でも95%と高水準を続けている(第10図)。このため、当面の設備投資については一部不急設備等を繰り延べる動きはみられるものの、大勢としては資金繰り面での窮屈感にもかかわらず、既往計画をそのまま実行しようとしているようである。

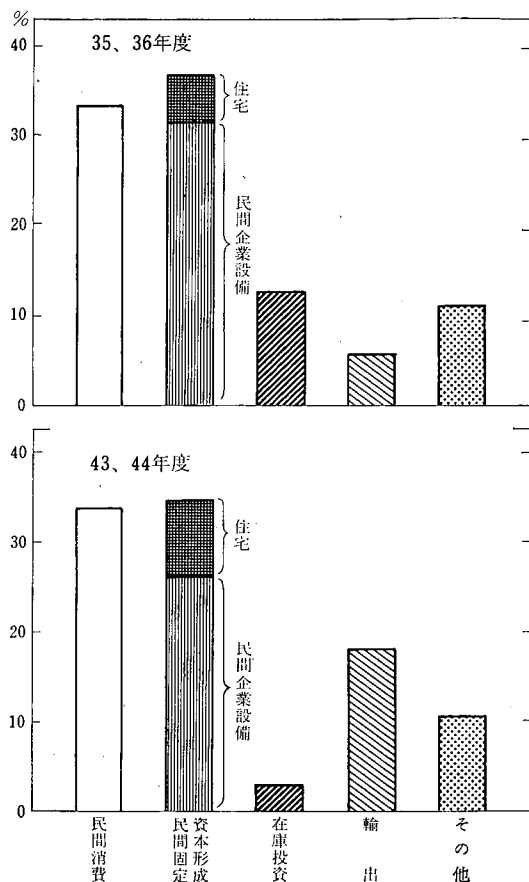
#### (設備投資の現局面)

ここで、最近の設備投資拡大の性格をやや詳しくみるため、産業連関表などを援用して設備投資が各需要要因によってどの程度誘発されたかについて大まかな計算を行ない、岩戸景気の35～36年当時と比較してみると第11図のとおりでである。同図から明らかなように、最近の設備投資動向の特色として、①民間設備投資によって誘発された設備投資の割合は42～43年度23%、43～44年度(見込み)26%と漸次高まっており、35～36年度の32%には及ばないものの、かなりの水準に達している、②最近では輸出による設備投資の誘発割合が岩戸景気当時に比べきわめて高く、「輸出によって設備投資がささえられている」面がかなり強い、③これに対して在庫投資によって誘発された設備投資の割合は大幅に低下している、などの諸点が指摘される。

このように最近になって設備投資の需要拡大効果がさらに設備投資の上積みを招くといった、いわば設備投資を中心とした拡大循環の色彩が強まっているようである。もっとも、岩戸景気の末期に当たる36年の引締め開始前後においては、設備投資は「投資が投資を呼ぶ」と形容されたように設備投資のほか、在庫投資も含めた企業投資自体への依存度を大幅に高めながら拡大を続け、また他

〔第11図〕

#### 設備投資の需要要因別誘発割合



(注)「産業連関表」により推計。

方では生産能力が相当のテンポで増大しつつあった。このため、引締めにより在庫投資がいったん落込みを示すと、これを契機として設備投資が縮小過程にはいり、他面、生産能力が相当長期にわたって増勢を続けたため設備過剰感が表面化していったと考えられる。今回の場合は、設備投資の在庫投資への依存度が大幅に後退しているため、後述するように引締めによってもさしたる在庫調整が生じないとすれば、岩戸景気の際に比べて設備投資は安定的な需要にささえられているともいえよう。しかし、設備投資が設備投資に依存する過程がそう長く続くものではないし、また、輸出への依存度が高まっているだけに、海外需要



にもし変動が生じた場合には従来以上に設備投資への影響が大きいことなど、従来より不安定要因を増している面も見のがせないところであろう。

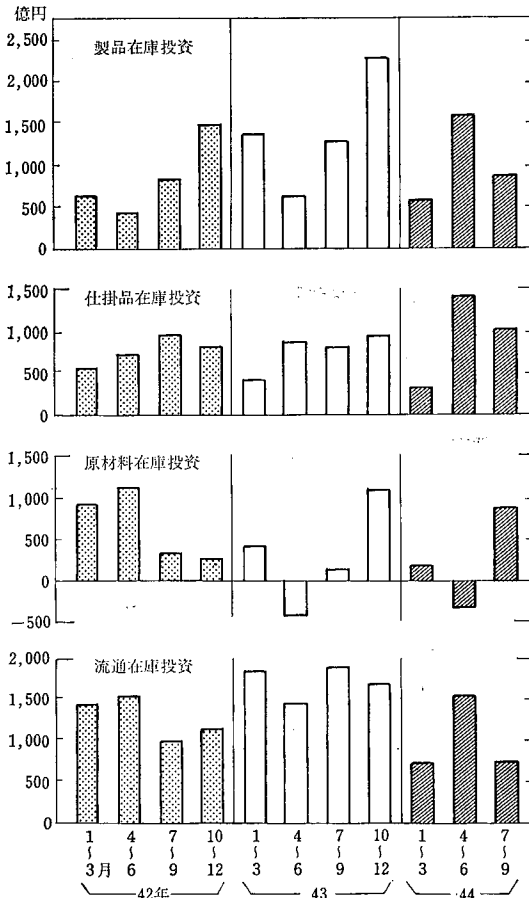
### (3) 在庫投資は年初小幅調整のあと増加

#### (在庫形態別推移)

民間在庫投資（GNPベース、季節調整済み）は、43年後半にかけての大幅増の反動もあって44年1～3月には前期比－21.0%と減少し、年初の「かげり」現象を主導する役割を演じたが、その後は最終需要の増勢持続から再び増加した。この間の形態別動向を鉱工業品のメーカーならびに流通在庫について推計してみると（第12図）、まずメーカーの製品在庫投資は43年末に取得税引上げ

〔第12図〕

鉱工業関連在庫投資の形態別動向



(注) コモディティー・フロー法により当局で推計(40年価格)。

などに伴う自動車および暖冬の影響を受けた冬物家電製品、繊維製品の増加などを映じて大幅な増加を示したが、1～3月はこれらの製品を中心に在庫調整が図られ、投資額はかなりの落込みをみせた。4～6月以降は再び水準を高めたが、製品需給が引き締まり傾向を示したこともあって投資規模は43年末に比べると低めに推移したものと思われる。一方、仕掛品在庫投資は年初生産活動の鈍化を映じて減少したが、その反動もあって春ごろから著増し、7～9月もかなりの水準を続けた。また、原材料在庫投資は、年明け後輸入原材料を中心に調整過程にはいり、6月ごろまでこうした動きを続けたあと、7～9月に再び相当の増加を示すに至った。この間、流通在庫投資は他の在庫投資と同様1～3月減少した後、7～9月に至るまで総じて落ち着いた動きを示した。

#### (金融引締めと在庫投資)

このように、在庫投資は年初小幅調整を示したあと秋口ごろまで総じて増勢基調をたどったが、金融引締め後もこうした在庫投資の動きにみるべき変化が生じたとは思われない。従来在庫投資面では、金融引締め時には企業は引締めに対応し、まず原材料在庫と流通在庫の圧縮を図り、その結果中間需要が減退して製品在庫が急増し、次の段階では製品在庫調整のために生産の抑制を余儀なくされるといったプロセスがみられた。今回の場合、そうした調整効果が明確な形で生じていないのは在庫投資をめぐる大きな特色であるが、これは一つには需給の引き締まりを映じて各段階での在庫水準が引締め前かなり低位にあったからである。製品在庫については前述したが、原材料については引締め直前期の在庫率水準が過去2年間の最低にまで落ち込んでいた業種も多い(鉄鋼、非鉄、電気機械、造船、紙・パルプ)。また流通在庫についても、資料面の制約からその正確な把握は困難であるが、本行調べ「主要企業短期経済観

測」によって商社の在庫率(棚卸資産/月売上高)をみると、7～9月期には31%と前回引締め開始時の33%を多少下回る水準に低下している。

またやや長期的にみた場合、各種の技術進歩により単位生産当り所要在庫量が減少してきたこと、輸入を含めて供給が安定的となり、また在庫管理機能の充実などによりおもわく取の取引による在庫変動が相対的に減少したことなどの結果、在庫投資が引締めの影響を受ける度合いが小さくなってきている。すなわち、GNPベース在庫率(GNPベース在庫ストック/GNP—在庫投資)の推移をみると、32年末の37.7%から43年末の28.2%へとすう勢的な低下を続けており、しかも景気変動に伴うフレも小幅化してきている。この結果、GNP増加に対する在庫投資の寄与率をみても、引締め前1年間については、岩戸景気時の22%から今回(44年7～9月)の1%へ、また引締め後1年間については、岩戸景気時の-53%から前々回の-42%、前回の+1%へと一貫して低下しており(第15表)、GNPに対する在庫投資変動の影響はすう勢的に小さくなってきている。

以上にみたような在庫投資の安定した動きが、引締め後も、商品市況が堅調を持続している大きな背景となっているが、いずれにしても今回の場合在庫投資の落込みが生産の調整を誘発し、ひいては最終需要の鈍化をもたらすといったいわば在(第15表)

GNPの増加に対する在庫投資の寄与

(単位・%)

		GNP増加額に 対する在庫投資 増減(△)寄与率	GNPに対 する在庫投 資の構成比
引一 締め 前間	35/7～9→36/7～9	21.9	6.0
	38/1～3→39/1～3	20.8	4.4
	41/7～9→42/7～9	13.5	4.1
	43/7～9→44/7～9	1.0	3.9
引一 締め 後間	36/7～9→37/7～9	△ 52.9	4.2
	39/1～3→40/1～3	△ 42.2	2.4
	42/7～9→43/7～9	1.4	3.9

庫主導型の景気調整過程をたどる可能性は少ないと考えられる。

#### (4) 高水準の個人消費と住宅投資

(個人消費動向)

44年中の個人消費の特色は、まず第1にその増勢がいっそう強まったとみられる点である。すなわちGNPベースの個人消費支出(季節調整後)は、43年10～12月から44年1～3月にかけて農村世帯の消費支出や暖冬による光熱費などの伸び悩みもあってやや伸びが鈍ったが、4～6月には前期比+5.2%と増勢を回復、7～9月も高水準の増勢を続けた。その後年末にかけても全国百貨店売上げの好伸(10～12月前年同期比+20.4%、36年10～12月以来の最高)などからみて拡大歩調をたどり、結局、44年の個人消費は好調といわれた43年をさらに上回る伸びを示した公算が大きい。

このような個人消費の高まりは、いうまでもなく賃金の大幅な上昇や収益環境の好調から雇用者所得や個人業主所得が高い伸びを示し、これを背景に消費支出態度も引き続きおう盛であったことによるものである。もっとも、個人業主所得のうち農家所得は、その約半分を占める農業収入が生産者米価の抑制(43年度+9.2%、44年度据置き)から、43年度に大幅な伸び率鈍化を示したあと、44年度上期には若干ながら減少したため、増勢が鈍化したが、他方で農外収入、とくに労賃俸給収入が大幅に増加した(「農家経済調査」、44年1～9月前年同期比+18.3%)ため、全体としての農家所得の伸び低下は比較的小幅なものにとどまったものとみられる。こうしたこともあり、農家消費の動向については年内に関するかぎり増勢に目だった変化が生ずるまでには至らなかった。

特色の第2は、消費内容が引き続き急テンポで高度化しつつあることである。消費支出を費目別にみると、ここ一兩年とくに住居費、雑費の根強い増勢が目だったが、これは電気製品や家具などの耐

(第16表)

## 個人消費関連指標の動き

(単位・%)

		42年	43年	44年	43年	44年			
					10～ 12月	1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	
個人消費 関連指標	GNPベース個人消費	+13.7	+15.4	—	+2.3	+2.1	+5.2	+5.2	
	全国百貨店売上高	+14.9	+16.7	+18.1 (1～10月)	+1.2	+3.7	+6.0	+6.5	
	小売販売額	+13.8	+13.7	+12.6 (1～10月)	+1.4	+1.6	+6.3	+4.5	
	消費財出荷指数	+10.5	+13.5	+15.7	+2.9	+4.6	+4.8	+3.6	
	銀行券平残	+16.4	+16.2	+18.0	+3.2	+4.7	+4.0	+5.2	
世帯別 動向	都市勤労者消費支出	+10.0	+9.6	+12.4 (1～10月)	+13.6	+13.1	+11.9	+12.9	
	農村消費支出	+16.5	+10.9	+12.1 (1～10月)	+7.7	+9.0	+13.1	+14.0	
個人所得 (GNPベース)	雇用者所得	+16.0	+16.8	—	+17.3	+13.9	+16.6	+17.4	
	個人業主所得	+16.6	+15.3	—	+14.5	+15.6	+15.2	+10.4	
	個人財産所得	+14.7	+15.7	—	+14.9	+15.1	+15.2	+16.0	
	個人所得合計	+16.0	+16.2	—	+16.1	+14.6	+16.0	+15.5	

(注) \* 印は前年同期比伸び率、その他は季節調整後前期比伸び率。

久消費財、雑費のうちのレジャー関係支出がとくに大幅な伸びをみせていることによるものである。この結果、道路、交通、レジャー施設などの関連産業投資の増大を含めて、個人消費が生産、投資の誘発度を高め、直接、間接景気を刺激する力は以前よりかなり高まってきているとみることができよう。

## (民間住宅投資の動き)

一方、個人消費と並んで個人部門の支出がその大宗を占める民間住宅投資も引き続き堅調な動きを示した。すなわち、民間住宅投資(GNPベース)は前年比で42年+26.2%、43年+24.6%、44年1～9月も+24.5%とはほぼ一貫して高い増勢を維持し、GNPに対する比率も1～9月で6.8%とこれまでの最高水準に達するに至っている。このように民間住宅投資が盛行をみている諸因の中には、地価、建築費等の値上がりやそれらを見越した先行取得傾向の増大から、建設業者等住宅供給業者の信用や金融機関の住宅ローンへの依存を高

めている事情があるが、このことは住宅投資が景気動向や金融情勢によって左右される面が今後ある程度強まってくことを示すものとも考えられよう。

## 3. 国際収支の動向

## (1) 国際収支は大幅な黒字を持続

(総合収支の黒字は既往最高)

44年中の国際収支は、好調であった前年(1,102百万ドルの黒字)をさらに上回る2,283百万ドルの黒字と、既往最大の黒字となった。2年続けて10億ドルをこえる前年比改善

をみたのは過去において異例のことである。このような国際収支の大幅な黒字をささえた最大の要因は、輸出が前年比+23.3%と好伸したのに対し、輸入が同+17.2%と相当高い伸びを示したものの輸出の伸びを下回ったため、貿易収支が3,752百万ドル(前年2,529百万ドル)の大幅黒字を示現したことであり、第2に長期資本収支が証券投資の大幅な流入増を主因に赤字幅(165百万ドル、前年同239百万ドル)を縮小したことである。この間、貿易外収支も運輸、投資収益の受取りの伸びが支払の伸びを上回ったことから赤字幅の拡大傾向がやや鈍化したが、一方短期資本収支は短期インパクト・ローンの返済増により黒字が前年より小幅にとどまった。

## (対外ポジションの改善進む)

金融勘定面をみると、外貨準備高は年間605百万ドル増加した(年末3,496百万ドル)が、国際収支の黒字幅はもちろん、年間増加額としては前年(886百万ドル)をもかなり下回った。これは国際

(第17表)

国 際 収 支 の 動 き

(単位・百万ドル)

	44年 (A)	43年 (B)	改善幅 (A-B)		改善寄与率 (%)	
			44 年	43 年	44 年	43 年
経 常 収 支	2,185	1,048	1,137	1,238	%	%
貿易収支	3,752	2,529	1,223	1,369	96.3	74.0
輸出	15,728 (+23.3)	12,751 (+24.6)	2,977	2,520	103.5	81.8
輸入	11,976 (+17.2)	10,222 (+12.7)	1,754	1,151		
貿易外収支	△ 1,382	△ 1,306	△ 76	△ 134	- 6.4	- 8.0
移転収支	△ 185	△ 175	△ 10	3	- 0.8	0.2
長期資本収支	△ 165	△ 239	74	573	6.2	34.2
基礎的収支	2,020	809	1,211	1,811	102.5	108.2
短期資本収支	179	209	△ 30	△ 297	- 2.5	- 17.7
誤差脱漏	84	84	0	159	0	9.5
総 合 収 支	2,283	1,102	1,181	1,673	100	100
金 融 勘 定	2,283	1,102	1,181	1,673	100	100
外貨準備増減	605	886	△ 281	955	- 23.7	57.1
その他	1,678	216	1,462	718	123.7	42.9
外 貨 準 備 高 為銀対外ポジション	3,496 694	2,891 △ 789	605 1,483	886 233		

(注) カッコ内は前年比増加率(%)。

企業段階の円シフトも若干ながら行なわれ、このほか10月以降は通貨当局の外貨証券取得による本邦資本の流出促進なども図られた。

このように国際収支の大幅黒字のもとでわが国の外貨政策は今まで経験したことのない新しい局面を迎えているが、国際経済社会におけるわが国の地位が高まり、これに伴う責任が増大しつつある現状においては、今後は輸入の自由化、対外直接投資や海外援助の促進などの措置を積極的に推進していくことが必要と思われる。

(円高を続けた外国為替市況)

このような国際収支の黒字基調を映じ、外国為替市況も

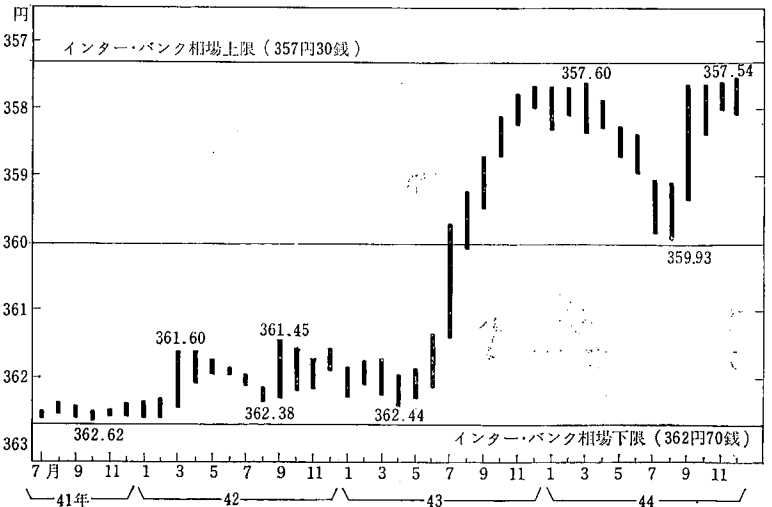
通貨情勢の現状にかんがみ、国際収支の大幅黒字を利して対外短期ポジションの改善が図られたため、外国為替銀行の対外短期ポジションは7月以降資産超に転ずるに至った。このような対外短期ポジションの改善は、海外金利の上昇から当初外国為替銀行によって自発的に円シフトの形で進められたが、9月以降は引締めの実施や国内金利の上昇によって自発的な円シフトは期待しにくい情勢となったため、新たに本行が債券買入れを行なって円資金の供給を行なう方法が講じられた。また7月から

1年余にわたり円高基調を維持している。すなわち、インター・バンク米ドル直物相場は、43年7月

〔第13図〕

インター・バンク米ドル相場の推移

(直物相場・中心)



に3年5ヵ月ぶりに円高相場に転じたあと、引き続き円高基調に推移し、7、8月には一時やや堅調を回復したものの、再び軟化し、12月末にかけては357円54銭の最安値を示現した(第13図)。なお、このような円高相場の長期持続のもとで、造船等輸出比重の高い業界では為替差損問題が生じていることが注目され、今後円為替の導入や円建取引が輸出取引において新たな課題になるものとみられる。

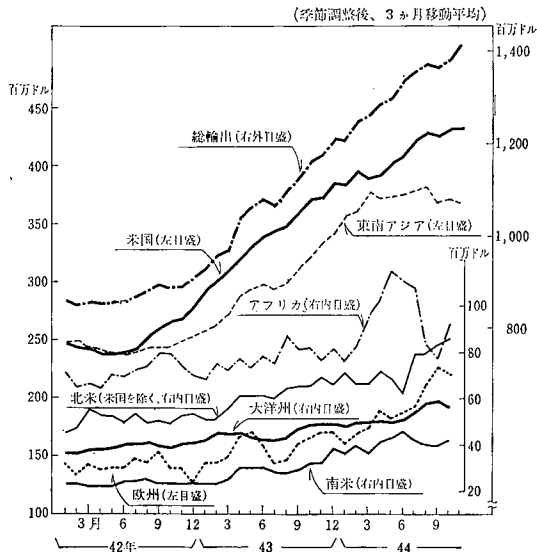
## (2) 輸出は高い増勢、輸入も年央以降増加

### (輸出動向)

輸出入動向をみると、まず44年の輸出好調の主因としては、海外需要がきわめて堅調であったことがあげられる。いま世界貿易(日本を除く自由圏諸国の輸入)の伸びをみてみると、43年に前年比+11.3%と著伸のあと、44年にはさらにこれを上回る増勢(1～9月前年同期比+12.8%)を続けている。世界貿易が2年間にわたって11～12%の高い伸び率を続けたのは最近において例がない。しかも海外需要の好伸から輸出価格が上伸し、国際収支の黒字拡大に寄与した面も見のがせない。輸出価格(通関ベース)は年平均(1～11月)+3.8

[第14図]

### 市場別輸出の推移



%の上昇を示しており、価格変動のなかった場合に比べ輸出額は約6億ドルほど上乗せされたことになる。ただ世界貿易好伸のなかにあって、米国の輸入は43年の前年比+22.9%から、44年には+8.9%と増勢が大幅に鈍化している。このことは、わが国の対米輸出比重がかなり高いため、わが国の輸出にはそれだけ不利に作用したはずである。ちなみに、世界貿易の伸びをわが国の輸出市場ウェイトで組み替えてみると、43年の+13.1%から44年(1～9月)には+9.0%と伸び率は低下することになる。しかしながら、一方において景気の高進から欧州主要国の輸入需要が増大するとともに、その輸出余力が乏しくなり、米国市場その他での輸出競争は緩和された。そうした情勢のもとでわが国産業の高い市場転換能力や輸出競争力が発揮され、総体として高い伸びが維持された。輸出商品別にみても、天然繊維、化学肥料等は前年を下回ったが、家電製品、自動車、化学肥料以外の化学製品が前年を4割近く上回り、鉄鋼も2割以上の伸びを示したため、輸出商品構成における重化学比率は一段と高まった(69.2%、43年67.9%)。

### (輸入動向)

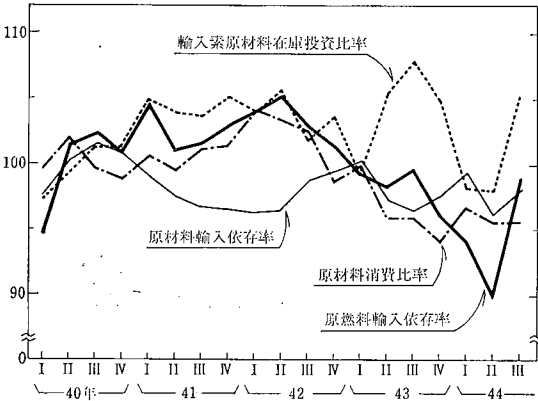
一方輸入は、年前半と後半とでかなり異なった動きを示した。すなわち、輸入は1～6月には前年同期比+10.2%と比較的落ち着いた増勢を示したが、7～12月には同+21.0%と一転して水準を高めた。これは主として鉄鋼、非鉄原料を中心とする工業用原料の輸入急増によるものである(第18表)。工業用原料の輸入増加は、生産の拡大に伴う原材料消費の増加のほか、とくに44年前半に輸入素原材料在庫の調整が進められた反動から、7～9月期を中心に在庫回復のための輸入増加が図られたことが大きく影響したとみられる。第15図にみるとおり、原材料輸入依存率(輸入素原材料消費/原材料消費)や原単位を示す原材料消費比率(原材料消費/鉱工業生産)はいずれも期による

フレはあるものの、44年にはいって大勢横ばいに推移しているのに対し、在庫変動を示す輸入素原材料在庫投資比率(原燃料輸入/輸入素原材料消費)が7～9月期に急増をみせていることにもそうしたことが示されている。もっとも原材料の在

商品特殊分類別輸入動向 (単位・%)

		総額	食料およびその他の直接消費財	工業用原料	資本財	非耐久消費財	耐久消費財
構成比(44年中)		100	16.6	69.7	10.3	1.1	1.7
前年(同期)比増加率	43年	11.4	3.9	11.0	26.5	38.8	16.4
	44年	15.7	11.1	14.8	23.0	47.4	40.8
	44年 1～3月	9.7	4.6	10.7	10.4	16.3	8.5
	4～6月	10.6	5.7	9.5	18.1	45.4	46.9
	7～9月	22.5	19.0	19.4	43.3	58.2	56.0
	10～12月	19.6	15.0	19.2	21.9	67.6	48.5
前年比増加寄与率	43年	100	6.4	68.4	19.9	2.3	1.9
	44年	100	12.2	66.3	14.2	2.5	3.6
	44年 1～3月	100	8.0	77.3	10.7	1.5	1.2
	4～6月	100	9.6	62.4	17.0	3.1	5.9
	7～9月	100	14.3	61.1	17.8	2.3	3.4
	10～12月	100	12.2	66.3	14.2	2.5	3.6

〔第15図〕 原燃料輸入依存率等の推移 (40年=100)



(注) 原燃料輸入依存率＝原燃料輸入/鉱工業生産。

庫補充は、10～12月にはほぼ一巡し、原材料輸入の増勢も11、12月には一服模様を呈した。その他の財では、資本財が大型・特殊機械等を中心に春ごろから増勢を強めているが、原動機、航空機の入着集中等の一時的要因も一部響いているとみられるのに対し、消費財がおう盛な消費需要やし好の多様化などを映じて広範な商品にわたり顕著な伸びを示し、輸入増加への寄与度を高めてきている。

(3) やや長期的にみた貿易収支の動向

以上のような国際収支動向を背景に、最近国際収支の黒字が定着したとする見解も台頭しているが、ここでやや長い目で貿易収支の動向をみてみたい。わが国の貿易収支は、30年ごろ以降赤字幅縮小、収支均衡、黒字転化、黒字拡大という経過をたどり、とくに39年以降は景気の変動によって循環的な消長はあるが、一貫して黒字を維持してきた。これは輸出が輸入の増加率を上回るテンポで増勢を維持してきたからにほかならない(注2)。

(わが国の輸出競争力)

わが国輸出の世界貿易に対する高い弾性値は、輸出競争力のほか輸出の商品構造や市場構造によっても左右されることは周知のとおりであるが、これら諸要因の輸出増加に対する寄与の変化状況を試算してみると第19表のとおりである。すなわち、これによると輸出の商品構造の有利性による分が輸出増加額全体の5～9%を占めており、かつては不利な要因であった市場構成も、近年は主力市場である米国の輸入需要がおう盛な関係もあってプラスの要因となっている。しかしやはり輸出競争力の強さによる増加分が最も大きく、多くの商品、市場でシェアを増大させてきたことがわかる。ただこの要因に基づく増加額の総増加額中に占める割合は30～34年の70%から38～42年の44

(注2) 30年から44年までの輸出入の年平均増加率は、輸出15.9%、輸入14.2%(いずれも40年価格通関額のすう勢値による)。

輸出のすう勢値

$\log X=3.71531+0.06413 t$

輸入

$\log M=3.76039+0.05782 t$

%へと漸減しており、近年になって輸出競争力増大テンポがとくに速まっているとはみられない。

これを商品別にみると、競争力要因による輸出増加寄与が高いのは機械、化学品で、その他製品では天然繊維、雑貨等の輸出が発展途上国の追い上げなどにより減退傾向となっていることもあり、

(第19表)

要 因 別 輸 出 増 加 額

(単位・百万ドル)

	30～34年		34～38年		38～42年	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率
増 加 総 額	1,492	100.0	1,979	100.0	4,990	100.0
世界総輸入増	459	30.8	1,098	55.5	2,066	41.4
輸出商品構成	81	5.4	147	7.4	426	8.5
輸出市場構成	△ 94	6.3	△ 337	17.0	324	6.5
輸出競争力	1,046	70.1	1,071	54.1	2,174	43.6

(注) 30～34年、34～38年は経済白書(昭和40年)による。38～42年は当局において試算。

計算方法は次のとおり。

世界総輸入の増加による分  $A = (1+rw)X_t - X_t$

輸出商品構成に基づく分  $B = \sum \{ (1+riw)X_{ijt} \} - (1+rw)X_t$

輸出市場構成に基づく分  $C = \sum \{ (1+rij)X_{ijt} \} - \sum \{ (1+riw)X_{it} \}$

輸出競争力の変化に基づく分  $D = (X_t' - X_t) - (A+B+C)$

$X$ …日本の輸出額  $r$ …基準年から比較年までの輸入増加率。

添字  $t$ …基準年、 $t'$ …比較年、 $w$ …世界(日本を除く)、 $j$ …国、 $i$ …商品。

計算に際し、商品分類は、①食料、たばこ(SITC 0,1)、②原材料、油脂(同 2,4) ③燃料(同 3)、④化学品(同 5)、⑤機械(同 7)、⑥その他の製品(同 6,8)の6類別、市場分類は米国、EEC、EFTA、その他の先進諸国、東南アジア、ラテン・アメリカ、その他の低開発諸国、共産圏の8地域別とした。

資料：UN；Monthly Bulletin of Statistics。

(第20表)

相 対 物 価 の 推 移

(単位・%)

	対 米 国		対 英 国		対西ドイツ	
	1955 ～63年	63～ 68年	55～ 63年	63～ 68年	55～ 63年	63～ 68年
卸 売 物 価	-3.7	-2.0	-10.2	-9.0	-2.5	-2.2
機 械	-13.6	-8.5	—	-11.6	-11.0	-9.0
化 学 品	-9.0	-6.3	-14.0	-9.3	-3.6	-9.6
鉄 鋼	-11.2	-14.7	-22.6	-10.6	-7.2	1.1
繊 維 品	-5.3	-2.8	-11.2	-5.1	-9.7	-6.1
農 産 品	12.5	6.9	17.2	—	-5.0	13.0
輸 出 物 価	-15.8	-8.3	-18.6	-8.1 (0.7)	-16.7	1.8

(注) 1. 相対物価は、日本の物価指数/比較相手国の物価指数。

2. 英国、西ドイツの卸売物価(総合)は農産品を含まない。

3. 米国の鉄鋼は金属製品全体。

4. 英国の輸出物価のカッコ内は平価切下げの影響を織り込んだ場合。

増加寄与は低下している。一方この間の世界貿易の伸びは、機械、化学品において全体の増加率の1.5倍と高く、わが国の輸出が世界の輸入需要の伸びの大きい商品に特化する方向をたどってきたことが輸出の高成長を可能にしてきたものと考えられる。このような輸出の高度加工品への特化は、もちろん関連産業の国際競争力の向上にさええられたものであり、その背景には第20表にも示されるような卸売物価の海外に対する相対関係の有利化、生産コストの低下があったことはいうまでもない。

(輸入依存度)

一方輸入については、GNPに対する輸入依存度は実質ベースでみるとすう勢的に上昇を続けているが、その上昇の程度は最近低下しており、このことは輸入の対GNP弾性値が37～41年の1.36から40～44年1.22と低下していることにも示されている。同様のことは、輸入と鉱工業生産についても指摘され、40～44年では輸入の対鉱工業生産弾性値が0.93と1を下回っている。このような輸入弾性値の低下は、工業用原料、資本財、消費財の各輸入において認められるが、資本財、消費財についてはかなり循環的ないし特殊要因に基づく変動がみられ、輸入弾性値の低下が基調的なもの

(第21表)

輸 入 の 弾 力 性

	年 平 均 増 加 率		輸入の対 実質GNP 弾性値		輸入の対 鉱工業生 産弾性値	
	37～ 41年	40～ 44年	37～ 41年	40～ 44年	37～ 41年	40～ 44年
輸 入	%	%				
工 業 原 料	13.1	16.7	1.38	1.30	1.20	1.00
資 本 財、消 費 財	11.9	12.5	1.25	0.98	1.09	0.75
資 本 財	-2.0	20.6	—	1.61	—	1.23
消 費 財	20.2	8.9	2.12	0.70	1.85	0.53
総 額	12.9	15.6	1.36	1.22	1.18	0.93
G N P	9.5	12.8				
鉱 工 業 生 産	10.9	16.7				

(注) 輸入およびGNPは40年価格の計数による。

と一概に断定しがたい。一方、工業用原料の輸入弾性値の低下は、二次産業における付加価値率の上昇を映じたさう勢的な変化とみられる。

#### (今後における問題点)

問題はこうした輸出の高成長の原動力となった高度加工産業の発展が今後も続くかどうかである。わが国の就業構造ないし生産構造に先進国との格差がかなり存在し、中小企業等の生産性向上などを通じ経済全体としての効率化を図っていく余地が残っていることを考えるならば、今後なお国際競争力を維持していくための一応の条件は備わっているといえるかもしれない。輸入についても、産業の高度化が進めば農水産品や加工度の低い工業製品の輸入依存は高まる傾向を示そうが、反面で全体の付加価値率の上昇を背景に工業原材料の輸入依存度が低下するため、総輸入の増勢が生産の拡大テンポをそれほど上回る可能性はないように考えられる。

しかしここで留意すべきことの第1は、上述したように輸出増加に最も大きく寄与してきた国際競争力の強化は、これまで賃金が総じて生産性の上昇の範囲内にとどめられ、卸売物価の安定が確保されてきたことを基礎的条件としていることである。最近のような物価上昇が続けば生産コストの不均衡が激化し、物価安定の面での海外に対する相対的優位が失われることにもなりかねない。第2に貿易取引における諸制限や貿易外収支の問題がある。今後、残存輸入制限の撤廃や特恵関税供与等が進めば輸入規模の拡大も予想される一方、貿易量の増大に伴って、貿易外収支は海運収支等を中心に構造的にかなり赤字幅を拡大していく公算が大きい。第3は長期資本収支の動向である。長期資本収支はここ2年逆調幅が縮小しているとはいえ、不安定な外人株式投資の流入急増にさええられた面が少なくなく、輸出の伸長に伴って延払い信用の供与は急増を続けており、さらに

今後は対外投融資や海外経済援助の増大も見込まれるため、本邦資本の流出は一段と増加する情勢にある。今後、世界貿易の伸びいかに貿易収支の黒字が相当減少することも予想されるし、上記のような諸要因とくに貿易外および長期資本収支の赤字幅拡大傾向をもあわせ考えるならば、国際収支の均衡を持続的に維持していけるかどうか、現段階では必ずしも樂觀を許さないように思われる。

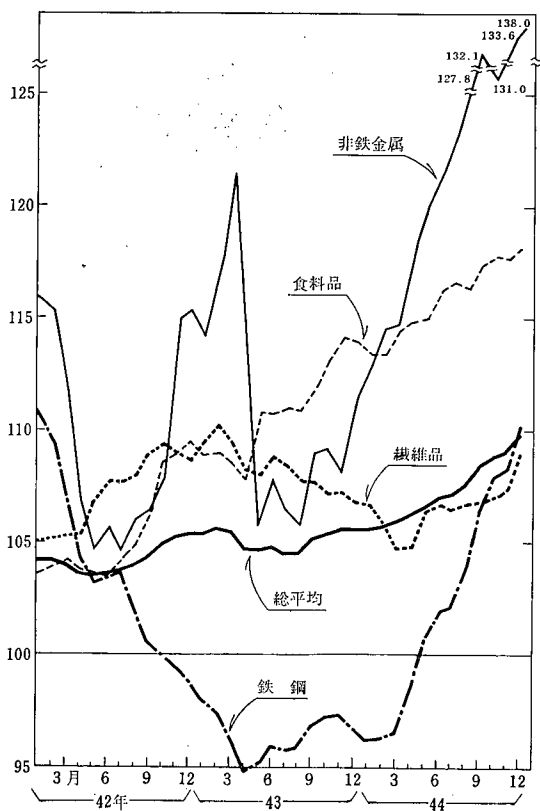
## 4. 物価動向における問題点

### (1) 卸売物価の騰勢目だつ

以上のように、44年は急速な経済拡大のもとで、国際収支は2年続きの大幅黒字基調を持続したが、この間卸売物価が2月以降かなりの上昇〔第16図〕

卸売物価指数の推移

(40年平均=100)





に転ずるに至った。引締め後も卸売物価は依然として騰勢を改めず、この結果年間では+4.1%、年平均では+2.2%とそれぞれ34年の+4.2%、41年の+2.4%に次ぐ大幅の上昇となった。また卸売物価は2月以降12月まで11ヵ月連騰したことになるが、連騰期間の点では朝鮮動乱後の記録であり、年率換算上昇率(+4.5%)では、34年7～11月以来の高さである。なお引締め後4ヵ月(9～12月)の上昇率としても+2.0%に達し、過去の引締め時に比べ著しく根強い騰勢が特徴であった。

(卸売物価上昇の内容)

卸売物価上昇の内容をみると、秋口までは食料品のじり高(前年比+4.6%)に加え、とくに鉄鋼(同+6.1%)、非鉄金属(同+11.8%)が急騰をみせ、これら3品目が値上がりを主導(2～9月中の総平均に対する上昇寄与率、86.5%)するかたちとなったが、それ以降は金属製品(同+2.4%)、木

(第22表)

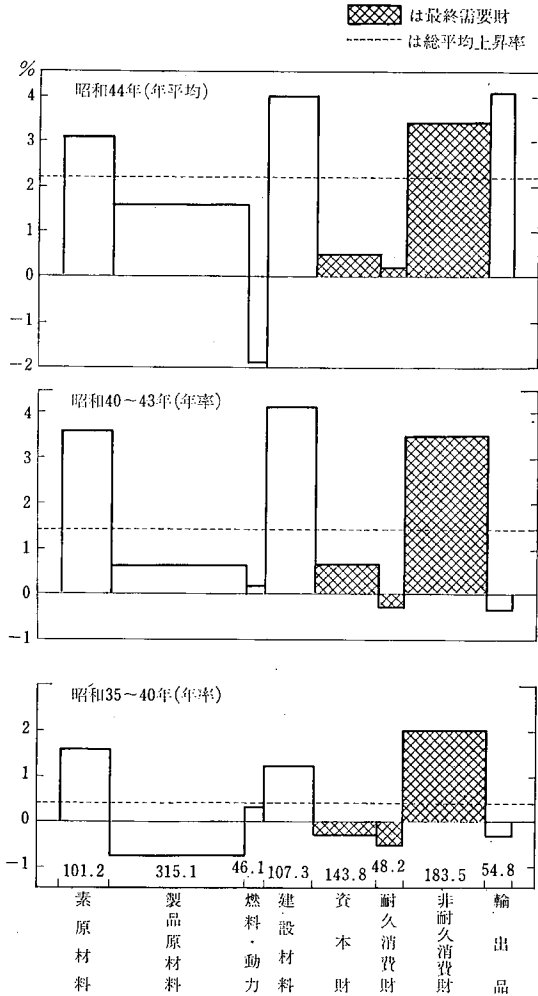
卸売物価(年平均) 上昇率の推移

	44年		43年		36～42年 年平均
	年平均	寄与率	年平均	寄与率	
総 平 均	2.2	100.0	0.8	100.0	0.9
食 料 品	4.6	35.4	5.2	98.6	2.2
織 維 品	- 1.5	- 7.5	0.9	12.5	1.2
鉄 鋼	6.1	25.9	- 6.8	- 77.5	- 1.0
非 鉄 金 属	11.8	25.5	1.2	6.2	2.7
金 属 製 品	2.4	4.2	0.6	2.5	0.8
機 械 器 具	- 0.1	- 0.5	0.2	5.8	- 0.6
石 油・石 炭	- 2.6	- 6.1	0.7	4.6	- 1.5
木材・同製品	3.3	11.8	6.4	53.3	6.2
窯 業 製 品	2.1	3.3	1.8	6.5	1.7
化 学 品	- 1.2	- 3.8	- 2.0	- 16.6	- 1.4
紙・パルプ	1.8	2.8	- 1.1	- 3.9	1.1
雑 品 目	2.4	9.4	0.9	8.0	1.8
工 業 製 品	1.9	72.2	0.3	24.5	0.3
大 企 業 性	1.1	28.8	- 0.6	- 40.4	0.6
中 小 企 業 性	3.3	34.0	2.5	62.7	4.1
非 工 業 製 品	3.0	27.8	3.4	75.5	3.3

材・同製品(同+3.3%)、窯業製品(同+2.1%)、紙・パルプ(同+1.8%)等もそろって上昇を示し、値上がりが漸次広範化する傾向をたどった。そうした中で、工業製品が中小企業性製品の引き続き上昇(+3.3%、前年+2.5%)に加え、大企業性製品も鋼材、銅製品を中心に値上がり(+1.1%、前年-0.6%)したため、+1.9%(前年+0.3%)と32年(+5.5%)以来の大幅上昇となった。

ここでやや長い目で卸売物価の動きを用途別分類によってみると、第17図にみるように、30年代後半にあっては輸入品を中心とする素原材料およ

卸売物価(用途別分類)の上昇寄与率



(注) 各財の上記計数はそれぞれの指数ウエイト。

び建設材料、非耐久消費財の上昇がその他財の下落によってカバーされ、全体としての上昇率が抑えられてきた。しかし40年代にはいると、素原材料、非耐久消費財等が上昇率を高めているうえ、それまで物価安定要因となってきた製品原材料、資本財等も上昇に転じている。44年には、こうした傾向が一段と強まり、とくに比重の大きい製品原材料が騰勢を高めるとともに、輸出品が大幅に値上がりし、耐久消費財もこれまでの下落傾向が下げ止まりをみせるに至っている。このように長期にわたる好景気の中で、これまで比較的安定した動きを示してきた商品が値上がりに転じ、ないしは騰勢を強めており、これがひいて物価水準全体を押し上げる傾向がみられるのは最近の卸売物価動向の中で注目される点である。

#### (物価、コスト、企業収益)

いま44年の卸売物価上昇の背景を探るため、本行調べ「主要企業経営分析」により生産コスト、販売価格およびマージンの関係をみると、第23表のとおりである。同表にみられる44年度上期の特徴点は、

①人件費コストならびにその他コストがかなり高まり、原材料コストもかさんだため、生産コストが前期比+1.3%と上昇を示したこと、しかし一方、②販売価格も前期比+1.4%方上昇したため、企業の生産単位当たりマージンは同+2.7%と前期をさらに上回ったこと、の2点であろう。岩戸景気の際は量産合理化効果の発現による労働生産性の向上や原材料消費率の低下から、人件費コスト、原材料コストが下降し、これが設

備投資の増大などに伴う資本コストの上昇傾向を吸収し、生産コスト全体としてはおおむね横ばいに推移した。それが今回は、岩戸景気当時とは逆に自己金融力の高水準や金利水準の低下もあって資本コストは低下しているのに対し、人件費コストおよび原材料・その他コストが上昇しているため、景気上昇局面のもとで生産コストが全体として上昇傾向をたどっている。このようなコストの上昇は個別的にみた場合、需給関係や価格転嫁能力などの関係から収益格差を生じやすい。現に44年度上期決算においてはそれまでの軒並み増益の傾向に対し、綿紡、紙・パルプ、ガラス、セメントなどでは前期比減益となるなど収益動向には若干の変化がみられた。しかし総じてみた場合、全産業では前期比+11.4%の増益と8期連続の好業績を維持したばかりでなく、マージン幅の拡大をみている。コストを上回って販売価格が上昇したのは、いうまでもなく国内需給が4年にわたる長期の景気上昇から相当引き締まってきた

(第23表)

#### マージン(利幅)の変動要因

(ボトム期を100とする比率)

		マ ー ジ ン (R/O)	販 売 価 格 (P)	生 産 コ ス ト	人 件 費 コ ス ト (W/O)	原 材 料 コ ス ト (M/O)	原 消 材 費 率 (うち)	資 本 コ ス ト (K/O)	そ の 他 コ ス ト (T/O)
岩戸景気	ボトム期(33/上)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	ピーク期(35/上)	151.5	102.1	99.6	85.0	98.6	96.6	94.7	115.2
	景気末期(36/下)	128.7	101.7	100.3	82.4	93.3	90.2	104.0	133.1
今回	ボトム期(40/上)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	ピーク期(42/上)	144.9	102.8	100.9	96.5	103.6	98.4	83.4	105.0
	最 近 期(43/下)	144.2	103.7	101.9	97.6	104.3	98.9	83.2	107.0
	〃 (44/上)	148.2	105.1	103.2	100.2	104.8	97.5	82.9	110.2

(注) 1. 生産量をO、販売価格(卸売物価工業製品価格)をP、人件費をW、原材料費をM、資本費をK、その他費用をTとすると、企業のマージン(R/O)は、次のようにして求められる。

$$O \cdot P = W + M + K + T + R$$

$$R/O = P - (W/O + M/O + K/O + T/O)$$

2. ピーク期はマージン(R/O)が最大の決算期。

資料：本行「主要企業経営分析」。

るためである。このように多くの分野で、価格上昇により利潤幅を確保しようとするきざしがみえはじめていることは、最近のコスト、物価、企業収益をめぐる最大の問題点といえよう。このような傾向が今後も持続するならば、物価上昇要因が企業の収益構造の中に組み込まれ、インフレ・マインドが定着し、物価水準の循環的累積の上昇を招くことになりかねない。次にこのような物価の上昇傾向をささえている要因を需給、コスト、企業の市況対応力などの面からみてみよう。

#### (需給引き締まりと物価上昇)

すでに44年11月号論文において、44年における卸売物価の上昇要因として①内需の引き締まり、②輸出増加ないし輸出入価格の上昇等いわゆる海外要因、③賃金コストの上昇等いわゆる構造的要因、を指摘し、その主因が国内需要の増大に基づく需給バランスの引き締まりにあることを詳説した。ちなみに、鉱工業出荷における国内向けと輸出向けの増加寄与率をみると第24表のとおり、国内向けが出荷増加の主軸であり、その意味で需給の引き締まりが国内需要のおう盛に基因するものであることが読み取れる。もちろん、輸出向けの伸びは低くとも輸出需要自体が堅調なことや輸出価格の上昇が国内販売におけるメーカーの立場を強め、国内価格を上昇させる面があることは見

(第24表)

鉱工業出荷増に対する輸出・内需別寄与率

(単位・%)

	出荷増		輸 出		内 需	
	前期比	寄与率	前期比	寄与率	前期比	寄与率
43年 7～9 月	2.3	100.0	-0.2	-4.5	2.5	104.5
10～12 月	3.2	100.0	6.8	17.2	3.9	82.8
44年 1～3 月	3.4	100.0	3.6	8.8	3.4	91.2
4～6 月	6.1	100.0	3.4	4.8	6.4	95.2
7～9 月	3.6	100.0	4.0	9.9	3.5	90.1
10～12 月	4.2	100.0	4.5	9.3	4.2	90.7

資料：「鉱工業出荷内訳表」。

のがせないところである。いずれにしても、主要業界において設備稼働率が高まり、余力に乏しくなっている現状にあっては、わずかの需要の増加でも値上がりに大きく影響しがちであることが注目される。

#### (コスト動向)

一方、最近の潜在的な物価上昇要因としてコスト面の動きをまず賃金コストからみると、44年は賃金の上昇が一段と大幅なものとなった。44年の春季賃上げ率は15.6%(日経連調べ、43年13.3%)とこれまでの最高を示し、夏季・年末ボーナスも前年比+20.9%、+22.3%(日経連調べ)と伸びを一段と高めた。このため、44年中の常用労働者1人平均名目賃金は製造業で前年比+17.1%とこれまでにない高い伸びを示している。この結果、前述のように経営分析調査などからみれば大企業でも賃金コストが上昇を示しているが、これは景気上昇局面では異例のことである。ここで賃金、労働生産性、物価の関係をやや長期的にみると、第25表のとおり、製造業にあっては産出量が大幅に増加し、労働生産性が相当のテンポで上昇しているにもかかわらず賃金がそれを上回って上昇する傾向が強まり、近年これに対応して物価が上昇を示している。こうした関係は業種別には非鉄金属、窯業、紙・パルプ、食料品、皮革、製材等で著しい。もっとも、機械工業では産出量が急増し労働生産性が賃金を上回って大幅に上昇しているにもかかわらず、価格は強含みに推移しており、また繊維工業では労働生産性よりも賃金の上昇幅が大きいものの、逆にここ2年ほどを通じてみると価格は弱含みといった関係がみられる。これは製品価格の決定が需給関係に左右されるところが大きいことを物語っている。

一方原材料コストについてみると、第23表にみるとおり、合理化投資による原材料消費率の通減効果を上回って、最近輸入原材料をはじめ国産生

産財等購入資材価格が値上がりする傾向がみられるため、原材料コストが上昇傾向を示している。このような購入資材価格の上昇は原材料供給産業における販売価格や輸入品価格の上昇によるもので、この中で影響が大きいのは輸入品価格の上昇であるとみられる。ちなみに、44年の輸入物価指数は海外需給のひっ迫を映じ年間+4.1%(前年-1.3%)、年平均で+2.3%(前年+0.5%)の大幅上昇となっている。

さらに、以上のコスト動向と関連して最近における外注・販売費等「その他コスト」の上昇は、その総コストの上昇に及ぼしている寄与の大きさからも見落とせない点である(第23表)。これは、大企業の増産体制強化に対し、関連先での賃金上昇や、合理化の追従難、とくに流通部門の拡販即応

体制あるいは社会資本充実の立ち遅れなどに伴う販売関係諸コストの増大に基因するものとみられ、総じて最近の生産、投資の急速な拡大に対し、関連分野成長の不均衡が大企業の合理化効果を減殺していることを示すものとみられよう。

以上、最近の生産コストが種々のかたちで上昇傾向を強めていることをみた。しかしながらここで注意しなければならないのは、目下のところ企業収益を圧迫することなくこれらを価格に転嫁している事実である。これは基本的には需要が堅調であるためであり、その意味で44年の卸売物価上昇要因としては、コスト・プッシュ要因は副次的なものとみることができよう。しかも、総じて最近のコスト上昇が急速な企業活動の拡大の所産であることが留意されねばならない。労働力需給の

(第25表)

## 製造業業種別産出量・労働生産性・賃金・物価の動き

(年率変化率・%)

	製 造 業			鉄 鋼 業			非 鉄 金 属 工 業			機 械 工 業		
	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年
産 出 量	12.9	12.2	17.4	12.0	15.4	15.4	9.9	10.5	18.8	16.8	15.3	25.4
労働生産性	7.4	10.9	14.7	8.3	15.5	14.7	8.4	11.6	14.6	8.3	14.1	19.3
賃 金	10.4	11.0	15.5	6.5	12.1	14.6	8.8	11.6	15.0	9.6	11.0	15.4
物 価	△ 0.3	1.6	1.6	△ 3.4	1.1	△ 0.6	△ 3.7	6.2	6.3	△ 1.4	0.3	0.1

	化 学 工 業			窯 業			紙・パルプ工業			織 維 工 業		
	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年
産 出 量	15.2	13.2	16.5	10.8	9.5	11.7	10.6	8.5	10.9	7.0	8.7	6.9
労働生産性	12.1	14.0	15.9	9.1	7.5	12.5	9.4	6.7	13.9	6.3	9.4	8.9
賃 金	7.7	11.3	14.3	12.1	9.8	15.8	8.9	11.3	15.7	12.1	10.9	16.1
物 価	△ 2.6	△ 0.9	△ 1.5	2.3	1.9	2.0	1.0	0.4	0.4	2.2	2.9	△ 0.3

	食 料 品 工 業			ゴム製品製造業			皮 革 工 業			製 材 業		
	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年	35～ 38年	39～ 42年	43～ 44年
産 出 量	6.6	7.0	6.5	10.7	7.2	14.8	20.0	2.6	15.2	4.6	4.9	5.0
労働生産性	0.3	2.1	4.8	5.4	5.1	17.5	9.0	2.9	13.6	△ 2.2	2.4	11.6
賃 金	13.0	10.1	14.7	15.3	12.5	16.1	10.3	10.2	14.3	15.2	11.8	15.6
物 価	1.2	1.3	4.9	△ 1.5	1.0	3.3	2.2	6.2	6.0	7.3	5.6	4.9

(注) 43～44年の産出量、労働生産性、賃金については、44年1～9月と42年1～9月間の平均変化率を年率に換算、物価は年平均上昇率の年率換算。  
資料：産出量、労働生産性は日本生産性本部「季刊生産性統計」、賃金は労働省「毎月勤労統計」、物価は本行「卸売物価指数年報(月報)」による。

ひっ迫ならびに賃金の上昇が経済の高度成長によって加速されており、また海外要因とみなされている輸入品価格の上昇についても、わが国の急激な買付け量の増大が海外での市況上伸をいっそう大きくしているなどの面があるからである。

#### (企業の市況対応力)

一方企業が販売価格を維持し、ないしはコスト負担を価格面に転嫁している背景の一つに企業の市況対応力が強まっているとみられる事情がある。再販価格維持契約や独占禁止法適用除外カルテルがここにきてとくにふえているわけではないが、企業の製品在庫管理技術の進歩や生産品種の弾力的市況適応、出荷規制等による供給側の市況対応策によって市況が維持されているとみられるものも少なくない。たとえば、繊維では市況の値下がりに対しては市場供用品銘柄の生産を抑え、特殊番手物や合繊混紡糸への生産転換を図るとか、石油、洋紙では自主的な出荷の調整が行なわれ、家電でも販売機構の整備により暖冬、冷夏等による季節商品の値くずれがある程度回避されている。また自動車などでも在庫増加に対しては比

較的スムーズに生産の微調整が行なわれ、市況維持が図られている。こうした企業の市況対応力の高まりが前述した賃金コスト等の上昇ともあいまって物価の下方硬直性や景気上昇局面での上方指向性をもたらす一因ともなっているように思われる。卸売物価の変動係数を試算してみると、第26表にみるように各財を通じ上昇係数の上昇、下落係数の低下がみられ、とくに生産財において近年好況時における上方指向が目だってきているが、ある程度そうした動きを反映したものであろう。ただ当面の事態についていえば、このような企業の市況対応策が奏功しているについては、やはり需要自体の基調が相当強く、需要の価格弾力性が多少とも低下しているとか、一方供給側においても操業度が損益分岐点をこえて高水準にあるため、収益面に余裕があり、企業が弾力的な調整を行ないやすい環境がささえになっている面が少なくないものとみられる。

44年の卸売物価の上昇は、このように過熱ともいふべき需給の引き締まりのもとで、多岐な物価上昇要因が複雑に影響しあいからみあって生じたものであった。

#### (2) 消費者物価は大幅上昇

44年の消費者物価(東京)は、年平均で前年比+5.6%と2年連続5%を大幅にこえる上昇となった。44年の上昇率は、43年と同率になってはいるが、前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)を除去した実勢上昇率(年平均上昇率-ゲタ分による上昇率)は、+4.1%と43年のそれを大幅に上回っており、上昇テンポは加速されたものといえよう(実勢上昇率43年+2.6%、42年+2.7%、41年+3.0%)。

こうした消費者物価の動きのなかでとくに注目されるのは、ここでも工業製品の上昇寄与が高まっていることである。消費者物価の上昇内容をやや長期にみると第27表に示されるように、40年以

(第26表)

卸売物価の上昇・下落係数

	期 間	上昇係数	下落係数
生 産 財	35～39年	0.239	0.272
	40～44 ㄱ	0.422	0.253
資 本 財	35～39年	0.076	0.113
	40～44 ㄱ	0.110	0.097
消 費 財	35～39年	0.367	0.240
	40～44 ㄱ	0.528	0.170
総 平 均	35～39年	0.236	0.189
	40～44 ㄱ	0.328	0.141

(注) 上昇・下落係数は次式によって求めたもので、期間中の月次指数(Pt)の上昇・下落した振幅の程度を月平均で示したものの。

$$\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n et^2} \quad \text{ただし、} et = Pt \text{ の前月比変動率。}$$

上昇係数は  $et > 0$  の場合のみをとり、 $et \leq 0$  のときは  $et = 0$  として算出。また下落係数は  $et < 0$  の場合のみをとり、 $et \geq 0$  のときは  $et = 0$  として算出。

前は個人サービス、民営家賃地代等を中心にサービス料金や農水畜産物がかかなり上昇し、工業製品は相対的にやや低めの上昇にとどまっていたが、40年以降は、サービス料金の上昇率がそれ以前に比べてやや落ち着きをみせつつあるのに対し、工業製品が上昇テンポを高めている(44年+5.3%、43年+4.8%)。とくに44年には、中小企業性商品が根強い上昇を続けたうえ、耐久消費財を除く大企業性商品も値上がりをもせた(44年+4.6%、43年+3.2%)。もっとも、大企業性商品といっても分類上の制約から、新聞、たばこ等も含ま(第27表)

消費者物価（東京）の上昇率  
(単位：%)

	ウェイト	35～40年 (年率)	40～43年 (年率)	44年
総 合	10,000	6.2	4.8	5.6
商 品	6,380	5.4	4.4	5.6
米 麦	507	5.7	7.7	6.1
生 鮮 食 品	1,368	9.5	5.2	6.8
大企業性工業品	1,701	1.4	2.1	2.7
中小企業性 〃	2,804	5.9	4.7	6.8
サ ー ビ ス	3,620	8.2	5.6	5.4
公 共 料 金	1,338	3.3	3.6	2.2
個人サービス	1,948	12.6	6.7	7.6
民 営 家 賃	334	6.9	6.6	4.4

(注) 1. 総理府分類による指数を組替え。  
2. 大企業性工業品は、総理府分類の大企業製品に耐久消費財を加え、中小企業性工業品には、総理府分類に繊維製品を加えて合成算出。

れ、またこれら工業製品の値上がりには、流通コストの上昇(たとえば、新聞代については新聞用紙のほか、配達費等が相当上昇)も響いているが、前述したような卸売物価の値上がりとも関連があることは無視できない。いま、これらの関係を若干の計測式(注3)を用いて要因分析を行なってみると、44年1～9月間の前年同期比上昇率のうち、卸売物価工業製品の消費者物価工業製品への寄与率は19.8%、季節商品を除く総平均に対しては9.3%と43年の上昇寄与率(それぞれ4.5%、1.8%)をかなり上回っており、44年の消費者物価が卸売物価上昇の影響を強く受けたことが明らかである。もし、このような傾向がさらに強まるならば、卸売物価と消費者物価とが結びつきを強め、賃金と物価の悪循環からスパイラルな物価上昇もひき起こしかねないものとみられる。

む す び

以上にみるように、44年のわが国経済は、43年に続き高い経済成長と国際収支の黒字との両立を実現してきた。海外のインフレ的好景気がいつまで続くのか明かでなく、また今後いっそう貿易外収支、資本収支の赤字増大が見込まれることもあり、国際収支の黒字基調が定着したとは断定しがたいが、少なくとも「国際収支の天井」が高ま

(注3)消費者物価(季節商品を除く)の変動要因分析試算  
(上昇寄与率・%)

	43 年	44年1～9月
賃 金 コ ス ト	44.8	48.9
賃 金	82.5	86.4
労 働 生 産 性	— 37.7	— 37.5
米を含む公共料金	59.7	45.2
卸 売 物 価	1.8	9.3
	( 4.5)	(19.8)
そ の 他	— 6.3	— 3.4

(注) カッコ内は卸売物価(工業製品)の消費者物価中の工業製品に対する上昇寄与率。

計 測 式  
$$CPI_i = 0.532W + 0.178dw - 0.243Pr + 0.632WPI_i - 1.092$$

(0.229) (0.078) (0.088) (0.283)  
 $\bar{R} = 0.757 \quad S = 0.5$   
$$CPI_s = 1.006Pc + 0.146(w + 0.6dw) - 0.317$$

(0.317) (0.087)  
 $\bar{R} = 0.882 \quad S = 0.7$   
 $CPI' = 0.4697CPI_i + 0.4434CPI_s$ (定義式)  
 $CPI_i$  : 消費者物価(農水畜産物を除く商品)  
 $CPI_s$  : 消費者物価(季節商品を除く CPI 総合から  $CPI_i$  を除いたもの)  
 $W$  : 賃金(全産業、労働省調べ)  
 $dw$  : 従業員 5～29人企業の賃金/同 500人以上企業の賃金(%)  
 $Pr$  : 労働生産性(日本生産性本部調べ)  
 $Pc$  : 米価を含む公共料金(総理府調べ)  
 $WPI_i$  : 卸売物価工業製品(本行調べ)  
いずれも 3 期移動平均(1:2:1)の前年同期比変化率。

ったことは事実である。したがって、従来のごとく国際収支面から経済成長を抑制する必要性は減退しているといえよう。

しかしながら、経済の急速な拡大に伴い、労働力不足、諸物価の上昇、地価の高騰あるいは社会資本の立ち遅れ、公害問題の発生などの諸問題が、国際収支に代わる経済成長の新たな制約条件として顕現するに至っている。とくに需要の強調持続を主因に、従来かなり安定していた卸売物価が騰勢に転ずるとともに、賃金その他生産コストが上昇テンポを加速し、最近、企業側でこれを製品価格に転嫁しようとする動きが強まってきていることは最も注意を要するところである。また、消費者物価の根強い上昇傾向が大幅な質上げ要求を誘う要因となってきたことも見のがせない。

昨年の国民総生産の伸び率は、実質でも42年来3年連続13%をこえたものとみられるが、このテンポで進めば、明46年には国民総生産の規模が41年の倍となるわけで、かかる急成長の下では上述のごとき経済的社会的アンバランスがいつそう拡大するおそれなしとしない。とくにもし現在のような諸物価の騰勢が続けば、現在の欧米諸国の

事例にみられるように、個人、企業を問わず物価上昇を前提とした行動が一般化し、物価・賃金の悪循環、貯蓄意欲の減退、おもわくや投機の盛行、年金所得者などへの打撃など、健全な経営・生活基盤がそこなわれることになりかねず、せっかくこれまで築き上げてきたわが国の国際競争力を弱める結果ともなろう。

今回の金融引締め政策はこのような見地から経済の拡大テンポを若干スロー・ダウンさせ、物価の安定を期することを目的としているが、昨今の物価上昇には前述のごとく各種の要因が複雑にからみ合っているだけにその対策も多面的たらざるをえない。すなわち金融財政政策のポリシー・ミックスによる総需要の調整にあわせて、輸入の自由化や各種の構造政策などを含めた総合的な物価対策を腰を据えて積極的に推進することが必要である。いずれにせよインフレーションを未然に防ぎ、インフレ・マインドを断ち切ることは現下の日本経済の急務であり、各界一致しての真剣な努力が要請されるところである。

これがまた日本経済の現在の繁栄を持続的安定的なものたらしめるゆえんであらう。