

# 昭和45年における金融・経済の動向

## 〔要 旨〕

昭和45年の日本経済は、年前半は引き続き大幅な拡大歩調をたどったが、年後半以降景気情勢が落ち着きに向かい、金融引締め政策は10月にはほぼ解除された。その後経済活動が全般に鎮静を続けているところから、海外経済情勢をも考慮して、本年1月には公定歩合が再度引き下げられたが、昨年中の特徴的な動きとしては、次の諸点があげられる。

1. 金融面では、高水準のマネー・サプライのもとで大企業を中心に資金繰り繁忙感が強かった。これは、金融機関貸出の伸びは従来の引締め期に比べればかなり高かったものの、設備支払の集中等を背景に企業の資金需要が著しくおう盛だったうえ、手元流動性の水準が低く、一方、金融機関が融資の重点を中小企業に置き、大企業向け資金供給が相対的に押えられたことなどによるものである。しかし、大企業の資金繰りの引き締まりは企業間信用の拡大等を通じ、中小企業へもしだいに波及した。また、今回の引締め過程で注目されたのは、長期金利を含む各種金利が資金需給の実勢に沿ってかなりの上昇を示したことである。これは、事業債の個人消化などにも好影響を及ぼした。
2. 実体経済の鎮静は、金融引締めによる在庫調整などの影響のほか、これまで数年にわたり高率の伸びを続けてきた設備投資の鈍化や、自動車、家電の普及率上昇等に伴うやや構造的な需要鈍化など、種々の要因がからみ合ってもたらされた。しかし、消費、民間住宅投資、財政支出、輸出、非製造業の設備投資が根強く、また製造業の需給ギャップも40年当時ほど大きくはないので、当面、製品在庫を中心に在庫調整がなおしばらく継続するとしても景気が大きく落ち込むとはみられない。
3. 卸売物価は、国内需給の引きゆるみのほか海外市況の変化もあって、鉄鋼、非鉄等市況商品のほか輸入関連品目を中心に春以降弱含みに転じた。しかし、やや長期的には、コスト要因の増大から物価水準がせり上がる傾向がみられることは注目される。一方、消費者物価は引き続き上昇傾向を示しているが、これには賃金の大幅上昇が、中小企業製造業や流通段階のコスト上昇を拍車し、他面、消費需要の増大をもたらすというかたちで、二面的に作用している。この間、製品価格の上昇によってコスト上昇がカバーされる傾きの強かった企業収益は、大企業製造業を中心に伸び悩みから漸次悪化の気配を強めたが、企業が安定成長経済に適應していくためにも賃金と労働生産性、収益の適切な調整が望まれる。
4. 45年の貿易収支は、海外インフレの影響もあり輸出が高水準を続けたことから、前年を上回る大幅黒字となった。もっとも、輸入もかなり増加を示しており、金融引締めによる黒字増大効果はそれほど大きくなかったとみられ、また国際収支の総合では、貿易外収支のほか長期資本収支の流出超幅の拡大を主因に、黒字は前年より大幅に縮小した。わが国経済は、国際分業体制のなかにしだいに深く根を降ろしており、国際経済に及ぼす影響力も一段と増大していることにかんがみ、今後いっそう輸入自由化ならびに海外投資の推進を図るとともに、経済各面において国際協調態勢を整えていくことが必要であろう。

## 〔目 次〕

- |                                     |                                       |
|-------------------------------------|---------------------------------------|
| 1. はじめに<br>2. 金融面の動向<br>3. 経済実体面の動き | 4. 物価の動向と企業収益<br>5. 国際収支の動向<br>6. むすび |
|-------------------------------------|---------------------------------------|

## 1. はじめに

昭和45年の日本経済は、41年以来持続してきた急速な経済拡大から調整の年へと大きな変転を遂げた。すなわち、一昨年秋に実施された金融引締めは国際収支黒字下であったのでそれほど強度のものではなく、このため経済は、前半は根強い拡大傾向を持続した。しかし、引締めの効果は金融面から漸次実体面に浸透し、一方、海外市況の軟化や一部業種での固有の事情に基づく需要の鈍化等の影響が加わって、夏ごろから景気の基調にはしだいに落着きが見られるに至った。この結果、10～12月の銀行ポジション指導にあたっては金融の量的緩和が図られ、さらに10月下旬には公定歩合の引下げが行なわれて、金融引締めは1年2か月ぶりにほぼ解除された。その後の経済情勢は、

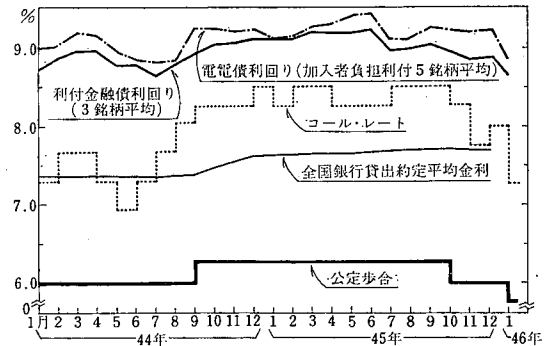
(第1表)

45年中の本行主要金融施策の概要

実施日(決定)	措置	概要
45年3月31日	定期預金(1年もの)金利引上げ決定	年利 5.5→5.75%(4月20日から実施)
5月15日	公定歩合のうち輸出関係金利の引上げ実施	輸出前貸手形および外国為替資金貸付は年利1%、円建期限付輸出手形は年利0.75%各引上げ。なお円建輸出を外貨建輸出と同様に扱う趣旨から輸出貿易手形制度を改正(4月7日決定)
5月22日	外国為替公認銀行に対する輸入資金貸付の実施を決定	
10月28日	公定歩合引下げ実施	年利 6.25→6.00%(輸出関係金利は据置き)
46年1月20日	公定歩合引下げ実施	年利 6.00→5.75%(並手担保貸付 6.50→6.00%、輸出関係金利は据置き)

〔第1図〕

主要金利の推移



生産調整の広範化、設備投資の鈍化、卸売物価の弱含み持続など、全般に予想以上の鎮静ぶりを示しており、一方海外における急速な金利低下もあり、本年1月には公定歩合が再度引下げをみた。公定歩合政策において海外金利の動向が配慮されたのは戦後ではじめてである。この間、消費者物価の引き続き上昇、輸出面における米国の対日輸入規制気運の高まりなど、内外両面で日本経済の高度成長に伴ったいくつかの問題点も表面化している。

以下では、このような45年の金融・経済の動向をふり返り、その特色をみてみたい。

## 2. 金融面の動向

## (1) 金融市場は引き締めから後半漸次小ゆるみへ

まず45年における金融市場の動向を概観すると、銀行券は年前半まで根強い増勢を持続したあとしだいに伸び率鈍化を示したが、財政資金が前

年とは様変わりに揚超となったため、金融市場では年間 13,352億円と前年を5割方上回る資金不足を生じた(第2表)。このような大幅な資金不足が生じた主因は、一般財政の大幅揚超に示される景気局面の進展に伴う自律的引き締まりにあったといえよう。そのほか食管制度改正に伴う制度的要因も少なからず寄与している。すなわち、財政資金は、外為会計が前年に続き払超増となり、国債もわずかながら減額されたが、反面、一般財政が租税収入(前年比+22.8%)や郵便局・保険受入れ(同+27.2%)の好調から大幅揚超(5,162億円、前年同2,131億円)を示し、また食管会計が自主流通米の増加や生産調整に伴う米代金の支払減から払超幅が前年比半減したことが響いて、年間では1,901億円の揚超と33年以來の異例の引揚超過となった。

金融市場の資金不足に対し、本行は主として債券の無条件買入れおよび貸出によって対処したが、夏ごろまでは前年秋以來の引締め基調堅持の態度で臨んだため、市場は総じて引き締まり模様に移した。しかしその後は10月の公定歩合引下げ等から市場は

したいに引きゆるみみせ、年末も、本行が貸出限度額の臨時増枠を行なうなど弾力的な調整を図ったこともあって平穩に越年した。

上記情勢のもとでコール・レートは、2月に各条件物とも一律0.25%の上昇をみ、4、5月には一時小ゆるみ場面も

みられたものの夏ごろまで総じて堅調裡に移、7月には月越物で9.25%に上昇した。しかし、その後季節的な資金余剰期入りとともに軟化し、10月初および公定歩合引下げ時には一律各0.25%、0.5%低下して年初の水準を下回り、12月には月初0.25%上昇のあと、年末日に0.5%低下して44年6月以來の低水準となった(月越物8.25%、無条件物7.5%)。

今次引締めの場合、引締め開始前からピーク時までのレート上昇幅(1.22%)は、引締め前における水準が比較的高かったこともあって前回引締め期ほどではなかったが、ピーク時水準は前回引締

(第2表)

## 45 年 中 の 資 金 需 給

(単位・億円)

	1～6月		7～12月		年 間	
	前年同期	前年同期	前年同期	前年同期	前 年	前 年
銀行券発行高増減(Δ)	Δ 2,807	Δ 2,133	10,254	9,827	7,447	7,694
財政資金揚(Δ)散超	Δ 6,642	Δ 4,929	4,741	6,699	Δ 1,901	1,770
一 般	Δ 2,927	Δ 138	Δ 2,235	Δ 1,993	Δ 5,162	Δ 2,131
(うち租税)	(Δ 33,764)	(Δ 27,023)	(Δ 34,897)	(Δ 28,906)	(Δ 68,661)	(Δ 55,930)
食 管	Δ 3,922	Δ 3,974	5,941	8,168	2,019	4,194
外 為	1,771	811	2,695	2,683	4,466	3,494
新規長期国債	Δ 1,564	Δ 1,628	Δ 1,660	Δ 2,159	Δ 3,224	Δ 3,787
そ の 他	Δ 782	Δ 307	Δ 3,222	Δ 2,623	Δ 4,004	Δ 2,930
本行信用増減(Δ)	4,617	3,103	8,735	5,751	13,352	8,854
貸 出	2,056	418	2,060	3,367	4,116	3,785
債 券 売 買	1,540	1,593	6,326	3,300	7,866	4,893

(第3表)

## 金融引締め後の資産運用状況(増減額)

(単位・億円、カッコ内は構成比・%)

	今回(44/8～45/9)					前回(42/8～43/9)				
	有証	債券	貸出金	コール・ローン	合 計	有証	債券	貸出金	コール・ローン	合 計
相互銀行	883 (9.3)	8,483 (88.9)	170 (1.8)	9,536 (100.0)	836 (12.7)	5,481 (82.9)	289 (4.4)	6,606 (100.0)		
信用金庫	751 (5.5)	12,816 (94.5)	Δ 5 (—)	13,562 (100.0)	696 (7.5)	8,362 (89.5)	285 (3.0)	9,343 (100.0)		
信農連	1,102 (25.2)	3,433 (78.4)	Δ 158 (Δ 3.6)	4,377 (100.0)	1,083 (28.5)	2,594 (68.2)	124 (3.3)	3,801 (100.0)		

め期をわずかながら上回る水準となった。これは市場の資金需給の引き締まりの度合いがそれだけ大きかったことを示しているが、その原因としては、今回は大企業を中心に企業の資金需要が著しくお盛のため、都市銀行のポジション悪化が大きき、コール取入れ需要も強かったこと、一方、出し手側の農林系統金融機関、相互銀行、信用金庫等では貸出運用が前回引締め時より大幅にふえコール放資が減少したことがあげられる(第3表)。

(2) マネー・サプライと金融機関貸出

(45年のマネー・サプライ)

次に45年中における資金供給状況をみると、マネー・サプライは、年初来5月まで前年比+20%を上回る高水準の伸びを続けた。その後6月、7月と伸びは+18%台に低下し、年末にかけて増勢はさらに鈍化した(第4表)が、引締め期間中、高水準のマネー・サプライが続いたのは今回の一つ

(第4表)

マネー・サプライ増減の要因別寄与率

(前年同期比増減率・%)

		マネー・サプライ増減			対民間信用の増減による分	対外資産の増減による分	対政府信用の増減による分	その他負債の増減による分	(小計)	定期性預金のシフトによる分
		うち	現通	預通						
今	44年									
	7~9月	19.8	20.5	19.6	18.2	2.1	2.1	△ 4.2	(18.2)	1.6
	10~12月	21.7	20.9	21.9	18.7	2.1	1.7	△ 3.1	(19.4)	2.4
	45年									
	1~3月	20.1	21.1	19.8	19.0	1.9	1.2	△ 3.6	(18.5)	1.6
	4~6月	20.5	20.9	20.4	18.8	1.4	1.1	△ 2.7	(18.6)	1.9
回	7~9月	17.3	19.5	16.6	18.6	0.9	0.4	△ 2.4	(17.5)	△ 0.2
	10~12月	15.9	18.0	15.2	18.4	0.8	0.6	△ 3.1	(16.7)	△ 0.8
前	42年									
	7~9月	12.2	17.5	10.9	18.6	△ 0.6	2.2	△ 5.4	(14.8)	△ 2.6
	10~12月	14.0	19.2	12.6	18.0	△ 0.8	2.9	△ 4.6	(15.5)	△ 1.5
	43年									
	1~3月	14.1	17.6	13.1	17.4	△ 0.7	3.3	△ 4.9	(15.1)	△ 1.0
	4~6月	15.3	18.0	14.5	16.3	△ 0.3	3.1	△ 3.4	(15.7)	△ 0.4
回	7~9月	14.9	17.4	14.3	14.9	△ 0.3	3.1	△ 2.6	(15.1)	△ 0.2
	10~12月	14.1	16.3	13.5	14.6	1.0	2.8	△ 3.6	(14.8)	△ 0.7

(注) 1. 月末残高の3ヵ月単純平均による前年同期比。  
 2. マネー・サプライ+定期性預金=対民間信用+対外資産+対政府信用-その他負債  

$$\text{マネー・サプライ変化率} = \frac{\text{マネー・サプライ}}{\text{マネー・サプライ} + \text{定期性預金}} \text{比率の変化率}$$
 + (マネー・サプライ+定期性預金) の変化率 } とし算出。  
 3. 対外資産増減には、外為収支のほか為銀の短期債権債務の変動を含む。  
 4. 対政府信用増減には、一般財政のほか対地方公共団体向け信用の増減を含む。

の特色である。マネー・サプライの内容を現金通貨(全体の約2割)と預金通貨(同約8割)とに分けてみると、まず現金通貨は賃金の大幅上昇、活発な個人消費支出等を映じて、すでに引締め前の44年初めごろから年率20%前後の増勢が続き、45年4~6月までこうした状況が持続した。一方、預金通貨も引締め直後の44年10~12月期には前年同期比+21.9%と著増を示し、その後も年率20%をわずかに下回る程度と、引締め期としてはこれまでにない高い伸びを続けた。マネー・サプライの供給要因別寄与度をみても(第4表)、全国銀行を中心とする民間向け信用の寄与度が引締め後、高水準のまま横ばいしないしわずかながら上昇しており、この点、まず全国銀行を中心に民間向け信用の寄与度が大幅に低下し、これがマネー・サプライの増勢鈍化をもたらす主因となった従来の引締め期とは対照的である。もっとも、9月

ごろからは現金通貨がしだいに鈍化傾向を示した。ちなみに銀行券の平均発行残高の前年比伸び率は、年間では18.6%と前年(18.0%)を上回ったものの、12月には16.1%に低下しており、年間発行超額は7,447億円と6年ぶりにわずかながら前年(7,694億円)を下回った。年内についてみれば、個人所得や消費の動きにさほどの変化がみられなかった点からみて、こうした現金通貨の鈍化は、年後半以降の企業活動の落着きを反映したものである。また、預金通貨も秋口以降は民間向け信用の増加がしだいに鈍化し、漸次伸び率の低下を示すこと

となった。

(高水準を続けた金融機関貸出)

マネー・サプライの中心的な供給経路である金融機関貸出の動向をみると、金融引締め下においてほぼ一貫して根強い増勢を持続した。すなわち、主要金融機関の45年9月までの引締め後1年間の貸出増加額は前年同期比+22.0%となり、前回(同+1.1%)とは著しく様相を異にした。これは全国銀行貸出の増加が主因で、前回は引締め後1年間の増加額が前年同期比-13.7%と鈍化したものが、今回は同+16.4%と様変わり増加している(第5表)。

このように銀行貸出が増加したのは、44年10月以降都市銀行、長期信用銀行等に対する資金ポジション指導が強化されたとはいえ、貸出規制の程度が比較的ゆるやかであったからである。このた

め、引締め下で全国銀行(とくに都市銀行)の貸出シェアが大幅に低下するといった動きは従来ほど目立たなかった。一方、その他金融機関の貸出も根強い増勢を続け、とくに中小企業金融機関では前回引締め時を上回る貸出増加を示した。これは、これら金融機関では大企業の金繰りひっ迫化を映じた都市銀行からのシフト需要等も加わって借入れ需要がおう盛であったうえ、経営基盤強化の観点から有価証券・ローン運用よりも貸出に対する選好を従来よりも強め、これらの借入れ需要に対しある程度積極的に応需したことによるものである。もっとも、積極的な貸し進みから資金余力がしだいに低下し、45年6月末には余資比率が前年を下回ることとなったため、7~9月以降はかなりの増勢鈍化を示している。また信託銀行、生命保険、農林系統金融機関では、運用資産に対

(第5表) 金融機関貸出増減額の推移

(単位・億円)

	44年	45年				引締め後1年間	
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	今回 (44/10~45/9)	前回 (42/10~43/9)
全国銀行	16,276 (+22.0)	9,397 (+13.1)	10,781 (+16.0)	15,445 (+13.3)	21,324 (+31.0)	51,899 (+16.4)	28,722 (-13.7)
都市銀行	8,149 (+29.6)	5,324 (+6.5)	5,630 (+9.5)	7,645 (+12.9)	10,826 (+32.8)	26,748 (+15.3)	13,240 (-15.1)
地方銀行	6,333 (+16.2)	2,307 (+26.2)	3,134 (+22.6)	5,698 (+10.3)	7,701 (+21.6)	17,472 (+16.5)	10,843 (-4.8)
長期信用銀行	1,391 (+6.4)	1,495 (+9.0)	1,599 (+15.9)	1,660 (+10.4)	2,034 (+46.2)	6,145 (+10.5)	3,850 (-19.6)
全国銀行信託勘定	1,804 (+35.5)	1,969 (+19.5)	2,001 (+28.1)	2,268 (+11.8)	2,187 (+21.2)	8,042 (+22.4)	6,111 (+32.2)
生命保険	1,890 (+41.1)	1,674 (+29.3)	1,856 (+39.4)	2,430 (+41.7)	—	7,850 (+38.2)	4,622 (+106.4)
相互銀行	2,787 (+28.1)	1,129 (-2.4)	1,434 (+23.0)	2,398 (+6.7)	3,148 (+12.0)	7,748 (+15.1)	4,638 (-12.3)
信用金庫	4,413 (+57.4)	2,053 (+89.7)	2,238 (+44.8)	3,275 (+2.9)	3,983 (-9.7)	11,979 (+39.0)	5,875 (+5.3)
農中系統外	548 (+10.9)	186 (+40.9)	188 (*△ 345)	524 (+4.2)	769 (+40.3)	1,070 (+36.5)	1,045 (+75.3)
共済連一般貸付	320 (+36.8)	479 (+42.6)	515 (+107.7)	420 (+88.3)	—	1,734 (+66.6)	1,220 (17.7倍)
合計	28,038 (+29.0)	16,887 (+20.9)	18,637 (+25.9)	26,760 (+13.7)	—	90,322 (+22.0)	52,233 (+1.1)

(注) △印は減、カッコ内は前年同期比増減率(%), ただし\*印は実数。

する貸出の割合がすでに相当高かったこともあって、前回ほどではなかったものの大企業が設備資金等の資金調達先を多様化した動きを映じて、今次引締め過程でも相当の貸出増加を示した。

(3) 企業金融引き締めりの背景

このように資金供給はかなり大幅であったが、それにもかかわらず企業の資金繰り繁忙感が強まったことが注目される。本行統計局の「企業短期経済観測」によってみても、主要企業では引締め後、期を追って資金繰り繁忙感を強め、その度合いは39年引締め時よりも高くなったようにかがわれる。一方、中小企

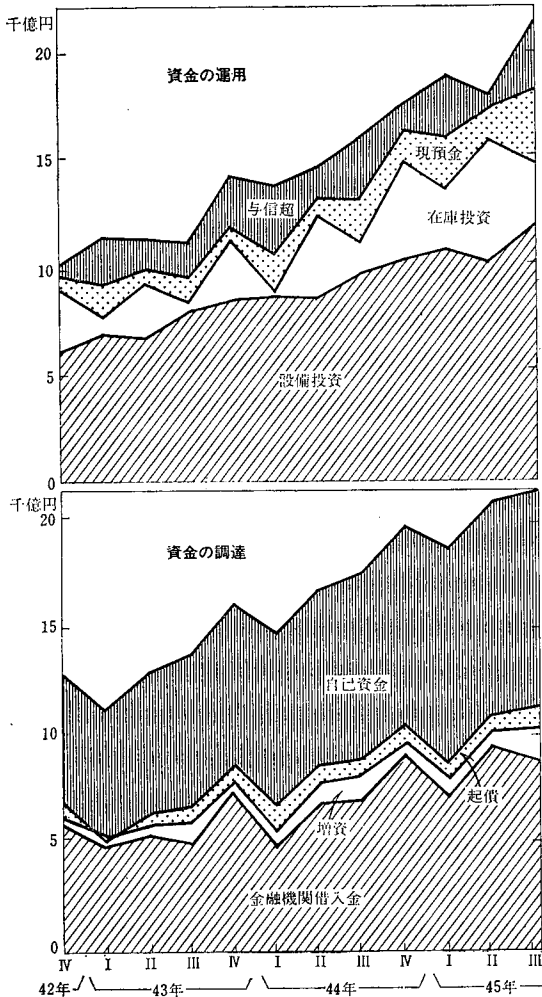
業の資金繰りは、引締め後も従来と異なり比較的余裕裡に推移していたが、年央以降は引き締め感が中小企業にも大企業ほどではないもののがかなり急速に浸透をみるに至った。

#### (おう盛な企業の資金需要)

こうした事情をもたらした背景の第1は、企業の資金需要が高水準を続けたことである。これを本行「主要企業短期経済観測」によってみると、大企業(522社)の引締め後1年間における資金需要の総額は、前年同期比24%の増加を示したが、

〔第2図〕

大企業の資金の運用と調達



資料：本行統計局「主要企業短期経済観測」。

これはそれまで累増してきた設備投資が、鉄鋼、化学、電力などを中心に支払最盛期を迎えたことによる面が大きく、これら設備資金がこの間の資金需要の増加に半ばをこえる寄与をしている。そのほか企業間与信の増加、取引規模拡大に伴う現預金の積増しなどの需資が増加したが、大企業の場合、年後半からは後述するような需給の緩和を映じた在庫の保有増が運転需資増大の大きな要因となった。

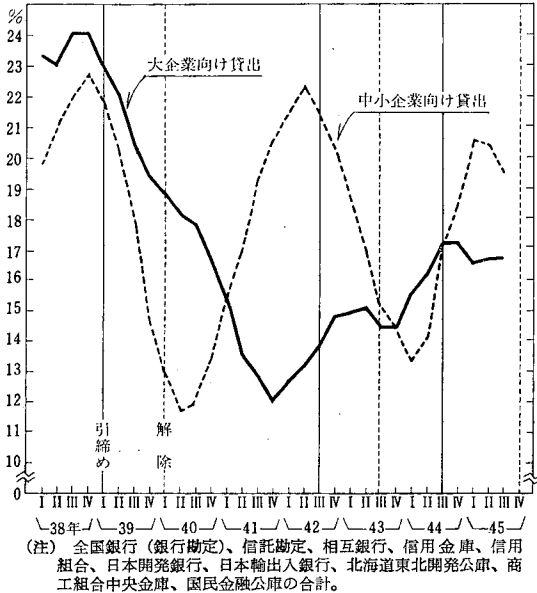
いうまでもなく、これらは資金需要のうち充足された分で資金需要の実勢を示すものではないが、これに対し資金調達の状況を見ると、内部資金は高水準を維持したものの、資金需要の増大から自己金融比率が低下(上記大企業で48.6%、前年同期49.9%)を示す一方、後述するような起債調整などの影響を受けて金融機関借入金への依存を相当高めることとなった。上記大企業の資金調達総額に占める借入金の割合は同期間中42.4%と、前年同期(39.9%)に比べかなりの上昇をみている。

#### (金融機関貸出態度の変化)

第2に、これに対し金融機関貸出は全体としてはかなり高水準であったが、金融機関、とくに都市銀行の融資態度にはこれまでに比べかなりの変化がみられた。金融機関の規模別貸出状況を示した第3図からもうかがえるように、今次引締め過程では大企業向け貸出は増勢鈍化を示しているが、従来引締め時にきびしい貸出削減の対象となった中小企業向け貸出は根強い増勢を続けている。これは中小企業金融機関の貸し進みもさることながら、全国銀行でも、都市銀行を中心に中小企業への貸出が前回引締め時における削減傾向とは様変わり目だって増加(引締め期間中、前年同期比+13.2%、前回-35.1%)したことによる面が大きい。都市銀行を中心とするこのような金融機関の融資態度の変化の要因としては、配当自由化、預金金利の引上げ等を背景として収益意識が高ま

〔第3図〕 金融機関の規模別貸出状況

(期中平均残高の前年同期比伸び率)



ったことが指摘されよう。このため、都市銀行等では大企業向け協調融資等つき合い融資のメリットを再検討する気運が一般化し、適用金利、預金歩どまり等で有利な中小企業製造業、建設業、サービス業向け貸出を従来より積極的に行なう方針を強めることとなった。それには中小企業、サービス業の業容の拡大およびこれに伴う信用力の増大の反面、大企業製造業、商社等では資金需要のロットが大きくなり、取引銀行の資金力を上回るようになってきたことなど、企業・産業サイド自体にもこれを促す要因があったとみられる。

この結果、大企業では相互銀行、信用金庫、生命保険、在日外銀、農林系統金融機関等へと資金調達先を一段と多様化した。結果的には高水準の借入れが実現したといっても通常取引先以外の資金はもともと不安定なものだけに、このような資金調達先多様化のための努力が、大企業の資金繰りひっ迫感を強める要因となったことは想像にかたくない。

#### (起債市場等の縮小)

第3に、社債等金融機関借入れ以外の資金調達

源の縮小があげられる。45年の起債市場では、後述のように既発債市況が軟弱地合いに推移したなかで、広範囲にわたる発行条件の改訂が行なわれ、また個人消化の増加、時価転換社債の定着化など、今後の公社債市場の発展方向にとって注目すべき動きがみられた。とくに45年の条件改訂は、発行価格改訂に加え、表面金利も引き上げられる(事業債、地方債については36年以來9年ぶり)など、全面的な改訂で、さらにそれが長期貸出金利や預金金利など長期金利体系の手直しにまで波及した点に大きな特色があった。

このため、条件改訂後、事業債発行規模は徐々に広げられることとなったが、条件改訂にもかかわらず、資金需要の高水準から市場利回りと応募者利回りとの乖離は残っており(12月末現在、利付金融債1.23%、地方債1.09%、A格事業債0.87%、政保債0.77%、国債0.57%)、このため金融機関等の起債圧縮要請が引き続き強かった。また、金融引締め下、起債規模の調整が行なわれたことなどから、45年中の公社債起債(純増ベース)は前年比23.9%の減少を示し、このうち事業債については電力債の別枠起債が認められたこともあって政保債ほどではなかったが、年間2,607億円と前年比-14.2%の発行規模縮小をみている。

もっとも、もう一つの資本市場である株式市場では、春先ごろまでの株式市況の堅調や企業の資金繰りひっ迫を背景に企業の増資額は45年中5,742億円(上場会社・有償増資分)と前年を26.2%上回り(このほか時価発行増資等によるプレミアム分1,126億円、前年357億円)、増資ブームの36年以來の大幅なものとなったが、反面外債発行、インパクト・ローン取入れについては、外貨準備の急増に対する配慮もあって規制が行なわれ(45年中流入超額、各43百万ドル、36百万ドル、前年200百万ドル、350百万ドル)、これが大企業の資金繰り窮屈感を拍車したことも見のがせない。

(第6表) 起債および増資状況(純増ベース)

		公 社 債				金 融 債			長 期 国 債	増 資 (上場会 社・有 限分)
		うち 事業債	地方債	政保債	うち 利付	割引				
金	42 年	6,922	2,753	530	3,638	6,287	4,152	2,135	6,450	2,049
	43 〃	4,338	1,578	477	2,283	5,766	4,194	1,572	5,850	3,121
	44 〃	5,237	3,037	482	1,717	6,801	4,517	2,284	3,628	4,551
	45 〃	3,989	2,607	408	974	8,352	4,679	3,673	3,221	5,742
額 (億円)	45年1~3月	804	529	91	184	1,320	1,048	272	400	1,133
	4~6〃	1,021	671	70	280	1,603	1,171	432	1,200	878
	7~9〃	942	699	114	129	1,889	1,190	699	700	2,021
	10~12〃	1,220	706	133	381	3,541	1,271	2,270	921	1,710
前年 同期 比 (%)	42 年	20.0	28.0	18.0	14.9	10.2	0.4	36.3	-19.4	5.7
	43 〃	-37.3	-42.7	-10.0	-37.2	-8.3	1.0	-26.4	-9.3	52.3
	44 〃	20.7	92.5	1.0	-24.8	18.0	7.7	45.3	-38.0	45.8
	45 〃	-23.9	-14.2	-15.4	-43.3	22.8	3.6	60.8	-11.2	26.2
前年 同期 比 (%)	45年1~3月	-43.1	-38.3	-35.5	-55.6	-12.5	-3.8	-35.2	11.1	25.5
	4~6〃	-27.7	-18.5	-36.9	-41.3	0.4	9.2	-17.4	-7.7	-30.4
	7~9〃	-29.0	-14.1	-10.2	-64.8	7.0	4.4	12.2	-12.5	28.2
	10~12〃	10.2	29.8	27.9	-16.8	83.2	4.7	3.2倍	-28.3	110.3

なお、株式市況(東証修正平均株価・第1部)は、4月6日に2,534円と史上最高値を記録したあと、対日外人投資の後退や企業業績の伸び悩みなどから軟弱商況に転じ、10月の公定歩合引下げ後も総じて無気力閑散のうちに推移、2,000円大台割れ(1,987円、年初来371円安)のまま大納会となった。

#### (4) 金融引き締まりの浸透状況

(企業の手元流動性の低下)

ところで、以上のような企業の資金調達状況の

(第7表) 主要企業の手元流動性比率

(全産業、季節調整済み、単位・%)

今 回	44年9月	45年3月	6月	9月	12月 (予測) [1.00] 0.93
前 回	42年9月	43年3月	6月	9月	12月
	1.02	1.01	1.02	1.02	1.00
前々回	39年3月	9月	12月	40年3月	6月
	1.00	0.97	0.98	1.02	1.09

(注) 比率は「現金預金残高/月平均売上高」。カッコ内は実現率修正値。  
資料：本行統計局「主要企業短期経済観測」。

もとの、企業の手元流動性はどのように推移したであろうか。本行「主要企業短期経済観測」によれば、主要企業の保有現預金残高の対売上高比率は、今次引締め過程を通じて前回および前々回引締め期の水準を下回った(第7表)。これは企業の積極的な資金運用態度から引締め前の流動性水準がすでに低かったことのほか、おう盛な資金需要に対して企業への資金供給が強く押えられたことによるもので、前述したような企業の資金繰りひっ迫感はこの事情を背景としたものであつ

た。もっとも、「法人企業統計季報」によれば、法人企業(資本金2百万円以上)の現預金残高対売上高比率(季節調整済み、月商ベース)は45年1~6月には1.07と前回引締め期(ボトム、43年1~3月1.09)より低いが、前々回引締め期(同39年4~6月1.03)よりは高くなっている。これは主として、中小企業の流動性水準が相対的に高かったことによるものと思われる。

(企業間信用の拡大)

大企業の企業間信用は、引締め開始直後はそれほど変化が目だたなかったものの、年央以降与信面、受信面ともかなりの拡大歩調をたどった。すなわち本行「企業短期経済観測」によると、大企業製造業の買入債務比率(買入債務残高/月売上高)は引締め後上昇を示し、9月末は2.46と過去のピーク(39年12月末2.43)を上回る水準に達した。一方、売上債権比率(売上債権残高/月売上高)は引締め開始後2四半期横ばいのあと、年央以降顕著な上昇に転じており、大企業製造業にあっては支



払条件を悪化させながら企業間与信の圧縮をいち早く図ったものの、年央以降は金融引き締まりの進展に伴い、製造業相互間ないし商社等の支払条件悪化の影響を受け、大企業製造業の全体としては支払条件引き延ばしの効果が減殺されはじめたことを物語っている。また、大企業製造業相互間でも、鉄鋼、化学、自動車等の買入債務比率の上昇に対し、機械の売上債権比率の上昇が目だっているが、資金繰りひっ迫に伴うメーカーの設備代金の支払繰延べを映じた動きであることはいま

でもない。一方大企業商社では、第4図にみるとおり、大企業製造業等からの企業間信用によるしわ寄せ(売上債権比率の上昇)を、年央以降は支払条件を悪化(買入債務比率の上昇)させながらこれを他に転嫁しはじめたことがうかがわれる。

これに対し中小企業の企業間信用は、大企業に比べ当初はるかに変動は鈍かったが、年央ごろから受取り条件(売上債権比率)が悪化し、つれて支払条件(買入債務比率)も悪化し、差引き全体として与信超過幅は徐々に増大する傾向を示し、大企業を中心とする資金繰りひっ迫の波及が目だつようになった。

このように当初、鉄鋼、電力等大企業にやや集中的に現われた企業金融の引き締まりが企業間信用の産業間の相互波及を通じて各分野に浸透したわけである。

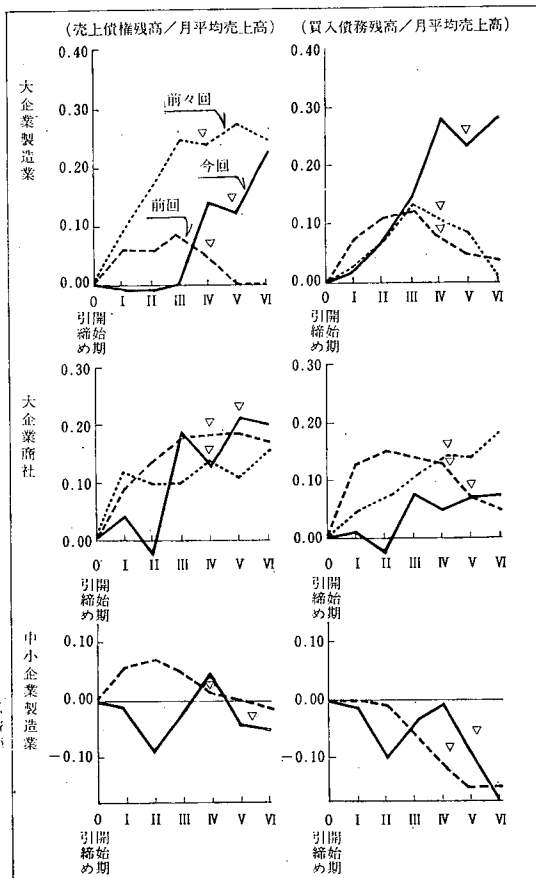
(5) 引締め下、金利の上昇目だつ

以上のような資金需給ならびに企業金融のひっ迫を背景に、各種金利が相当上昇を示したことは今次引締め期の特色である。前述した公社債発行条件、長期金利のほか定期預金、郵便貯金金利の改訂などもその一つであるが、とくに貸出金利が顕著な上昇を示した。全国銀行貸出約定平均金利は第8表にみるように、今回は引締め後3ヵ月目で前回、前々回の引締め全期間中における公定歩合上昇幅に対する上昇割合を上回る上昇率を示し、さらに45年4月以降再び騰勢を強めて、結局今回引締め期間中の通算上昇幅は0.335%と公定歩合引上げ幅に対して81.7%の上昇を示した。このうち、都市銀行、信託銀行(銀行勘定)では公定歩合上昇幅を上回る上昇を示したが、このような貸出金利の大幅かつ長期間にわたる上昇には、4月以降の長期金利改訂で規制外長期貸出金利が上昇し、さらに5月以降は輸出関係金利の引上げが行なわれたこと、中小企業貸出の比重が高かったことなどの事情も響いている。しかし基本的には、

〔第4図〕

企業間信用比率の変化状況

(引締め開始期末比率を基準とした変化幅)



(注) 1. 今回……44年9月引締め開始。  
 前回……42年9月 “  
 前々回……39年3月 “  
 2. ▽印は引締め解除期。

資料：本行統計局「主要企業・中小企業短期経済観測」。

企業の高水準の資金需要のもとで、都市銀行等が収益意識の高まりもあって強気な付利態度で臨んだことがその背景であると思われる。貸出金利は公社債発行条件などに比べ金利形成が比較的自由で、それだけ弾力性も高いが、その大幅な上昇過程で前述したような大企業と中小企業の資金配分関係にも影響をもたらした。

(第8表) 引締め期間中の全国銀行  
貸出約定平均金利の動き

(公定歩合引上げ幅に対する上昇割合・%)

		全国銀行	都銀	地銀	信託	長銀
今	引締め後3か月	46.1	64.6	24.9	53.4	5.4
	〃 6か月	64.4	85.9	43.4	80.0	7.1
	回 引締め期間中	81.7	103.9	53.4	112.9	31.2
前	引締め後3か月	17.0	27.1	4.1	12.1	(△0.007)
	〃 6か月	24.0	35.5	11.5	27.0	( 0 )
	回 引締め期間中	33.0	47.5	19.5	43.0	(△0.022)
前々	引締め後3か月	36.4	51.0	20.0	38.5	1.0
	〃 6か月	43.6	61.5	25.1	47.0	(△0.007)
	回 引締め期間中	44.0	62.1	25.5	53.0	(△0.047)

(注) 業態変更調整済み。長銀のカッコ内は累積引下げ幅(%)。

次に、既発債市場でも引締め期間を通じ総じて高い利回り水準が維持された。第9表にみるように、主要な市況指標である利付金融債市中実勢レートはピーク時(9.2%)には、前回、前々回引締め時の水準を上回り、また利付電債債上場相場も9%台を持続、ピークには9.59%と前回をかなり上回り、前々回に近い水準にまで上昇した。

公社債市況がこのような軟調を続けた理由として、まず売り方では今回の場合、都市銀行の債券売却は本行が金融調節に際して大幅な債券買入れを行なったこともあって、これまでに比べさほど大きくはなかったものの、事業会社が企業金融のひっ迫を背景に手持ち有価証券の換金売りを進めたほか、信託、生命保険等からの品借り債券を条件付きで売却するなどの動きがみられ、これが値くずれ要因として作用した面を見のがせない。引締め解除後の市況回復がはかばかしくなかった

(第9表) 既発債利回りの推移

(年利・%)

	引締め直前(A)	ピーク時(B)	(B)-(A)	解除後(3か月後)
利付金融債(残存期間2~3年)市中実勢レート				
今 回	8.8	9.2	0.4	8.9
前 回	7.9	9.1	1.2	8.4
前々回	8.7	9.0	0.3	8.5
利付電債債(発行直後)上場相場				
今 回	9.07	9.59	0.52	9.31
前 回	8.65	9.16	0.51	8.71
前々回	9.40	9.63	0.23	8.63

のも、決算資金調達などによる事業会社の売り圧力が強かったことによる。一方、買い方の動きとしては、信農連、共済連、生命保険等の主たる機関投資家が、収益意識の高まりのほか、企業の資金需要が強かったため資産運用を主として企業に対する貸出に向け、有価証券投資には従来に比べ消極的であった。このように45年の既発債市場は、コール市場との補完・代替関係を強めるという方向よりも、品借り債券の売却増に端的に示されるように、企業の限界的な資金調達の間として利用される傾向が目だったが、それが企業の強気な資金調達態度と企業金融のひっ迫を反映したものであることはいままでの間もない。

(第10表) 事業債・金融債の消化割合

(構成比・%)

	事業債				金融債			
	42年	43年	44年	45年	42年	43年	44年	45年
都銀・長銀・信託	38.8	39.6	39.5	31.3	16.2	14.0	13.8	12.6
地銀・相銀・信金・商中	25.5	25.0	22.9	21.3	9.2	9.8	9.8	10.2
保険・農中・農協組・投資信託	13.2	11.5	9.1	6.7	2.3	1.9	2.0	1.9
個人その他	22.5	23.9	28.5	40.7	72.3	74.3	74.4	75.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 公社債引受協会調べ。

なお、そうしたなかで起債市場では、銀行等金融機関の起債総額に占める消化割合は減少を示したが、反面個人消化が進んだことが注目される(第10表)。もっともその中には、証券会社による高利回り既発債との抱き合わせ販売や系列の公社債投信へのはめ込みなど実質売れ残り分も含まれており、これをそのまま評価できない面もあるが、事業債のほか金融債でも46年から割引債について償還差益課税率引上げを控えていることもあって、個人の購入が伸長を示すなどの動きがみられた。ある程度市場原理に即した金利形成が行なわれ、それが周知されたことから、個人の金融投資における金利重視意識が高まったことがその背景にあることは無視できないであろう。

#### (6) 引締め解除後の動向

10月の金融引締め解除後の動向をみると、銀行の貸出は引締め期間中にかなりの増加をみた反面、企業の資金繰りひっ迫持続を反映した債務者預金の不振などから資金ポジションが都市銀行を中心に大幅に悪化し、貸出余力が低下しているため従来の貸出態度を大きくくずしてはいないが、徐々に弾力化してきている。加えて、本行のポジション指導緩和もあって、都市銀行、長期信用銀行等の全国銀行貸出は10~12月中前年同期比+31.0%とかなり大幅な増加をみた。また、中小企業金融機関にあっても、余資面等の制約もあってさほど目だった貸し進み傾向はうかがわれないものの、優良先に対する取引接近態度を強めるなど、徐々に貸出姿勢を弾力化している。

一方、企業の資金需要は、景況の鎮静化を反映して前向き需資は落ち着き傾向をしないで強めたものの、滞貨減産資金等後ろ向き需資の増大、中小企業の受注減少や回収条件悪化の資金繰り面への影響顕現化等に加え、設備資金を中心に引締め期間中に繰り延べられてきた需資も重なって、引き続き高水準で推移している。

このため、企業の資金繰りは総体として依然繁忙を続けており、これを映じ引締め解除後の貸出金利の低下テンポもきわめて鈍く、公定歩合引下げの10月には、全国銀行貸出約定平均金利はなお0.007%上昇、また11月には都市銀行で0.003%の小幅低下をみたもののその他の銀行ではなお上昇を続けたため、全体としては0.001%の微落にとどまり、12月も0.006%と小幅な低下となった。しかし、企業金融については1月の公定歩合再引下げ後、金融機関の貸出弾力化により、企業の資金繰りについての不安感がしだいに薄らいでいるほか、ごく最近では中小企業に、前向きの資金需要の落ち着きから一服感がきざしはじめていることも事実であり、減産体制が整い、また在庫調整が進展するにつれて徐々に金融緩和感が浸透していくものとみられる。

### 3. 経済実体面の動き

45年の実体経済は、年央ごろまで前年に続きかなりの拡大傾向をたどった。引締め開始後三四半期にわたり、こうした根強い拡大基調を維持したのは今回の大きな特徴であり、これにはそれまでの急速な経済拡大の余勢から企業が長期にわたり積極姿勢をくずさなかったことが響いている。しかし、5月以降は卸売物価が弱含みに転じ、需給の緩和が徐々に表面化するに至り、7~9月を転換点として景気は調整過程にはいった。10月の引締め解除は、こうした景気情勢の落ち着きに即応するものであったが、その後の景気の鎮静は経済諸指標の動きからみても相当急速で、企業マインドもこのところかなり慎重になってきている。

#### (1) 生産の拡大とその調整

まず、鉱工業生産・出荷の動きをみると、年平均の前年比増加率は生産+16.1%、出荷+14.3%と、44年の伸び(生産+16.8%、出荷+16.7%)を下回ったとはいえ、生産は前年に近いかなりの増

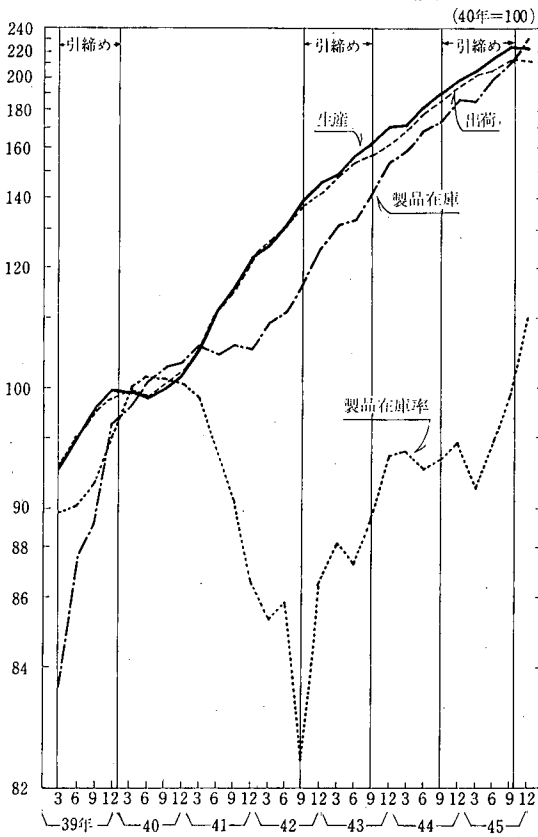
加を示した。これは第5図にみるように、年前半までの増勢が高かった(上期の月平均増加率 +1.3%、44年下期同+1.6%)ことによるもので、年前半と後半(下期同 +0.8%)とでは様相をかなり異にしている。年間の推移を財別にみると(第11表)、上期中は生産、出荷とも耐久消費財が増勢鈍化し、生産財も伸びがいくぶん鈍ったものの、一般資本財を中心に全体として増勢は相当強く、この間一般資本財、建設資材等について在庫の増加が目だった。それが下期には、耐久消費財を除く各財とも生産、出荷が大幅に鈍化し、とくに在庫増加の大きい資本財、建設資材等設備投資関連財の伸び率低下が顕著で、生産財も増勢がかなり鈍った。このように耐久消費財から投資財関係へ需要の鈍化が広がっていく過程で、生産財はその

両者から需要鈍化の影響を受けた。

45年春ごろまで需給がひっ迫の度を加えたあと、鉱工業出荷の増勢が鈍化した要因としては、始発的にはまず金融引締めによる一部生産財(鉄鋼、非鉄等)での仮需の減退が指摘されよう。それに自動車の損害賠償責任保険料率の引上げに伴う売れ行き鈍化や一部における輸成約伸び悩み(鉄鋼、カラーテレビ)の影響などが加わり、先行きの需給に対する慎重な見方が広まった。さらに8月ごろからは、設備投資の鈍化傾向が強まり、また自動車が普及率の上昇等による買い人気の後退から、カラーテレビが二重価格問題を契機にそれぞれ販売不振に陥り、これに万博需要のはく落(カメラ、紙、時計等)や米の生産調整などによる農業投資鎮静の影響(農業機械、化学肥料)が重なった。このため、7、8月ごろを境に鉄鋼、自動車、非鉄、汎用機械等を中心に生産手控え気運が生じたが、粗鋼減産など生産調整の動きが本格化したのは秋口にはいってである。10~12月の生産は前期比 -0.8%と、四半期としては40年4~6月期以来の減少を示した。秋以降の落込みが大きかったことについては、10月以降流通・原材料在庫

[第5図]

鉱工業生産・出荷・製品在庫の動き



(第11表)

鉱工業生産・出荷・製品在庫の伸び率推移

(季節調整済み、前期比増減率・%)

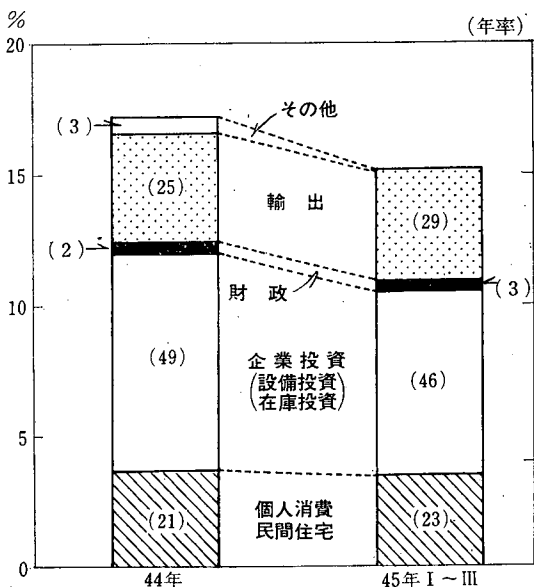
	生産			出荷			在庫(期末比較)		
	44年下期	45年上期	45年下期	44年下期	45年上期	45年下期	44年下期	45年上期	45年下期
鉱工業	9.9	8.3	4.8	8.7	8.2	3.0	10.8	6.8	17.1
一般資本財	12.1	20.9	12.2	11.6	15.2	8.3	8.5	21.7	37.4
資本財輸送機械	11.0	10.6	3.7	-1.8	21.4	2.6	29.6	9.8	13.0
建設資材	10.3	9.1	1.9	10.3	7.0	2.7	11.8	14.0	13.8
耐久消費財	12.4	0.9	3.0	14.0	1.2	2.9	16.1	5.8	5.4
非耐久消費財	5.0	4.5	2.6	5.5	5.2	2.1	3.5	2.3	17.0
生産財	9.5	7.1	2.9	10.2	6.6	1.9	7.1	8.9	15.0

の調整が進行し、また各業種にわたる生産調整による原材料消費の減退が産業相互間に波及し合い、相乗的に需要の減少を招いていることが懸いている。

以上のように、45年における景気の屈折には多様な要因がからみ合っている。金融引締めはその重要な誘因であったが、その他の諸要因の中にはこれまでの高度成長の反動とみられる要素がかなり含まれていることに留意すべきであろう。ちなみに、鋳工業生産の増加に対する需要要因別の寄与度を簡単な計測式を用いて試算すると、第6図のとおり45年7～9月の生産の伸び率鈍化は主として、設備投資、在庫投資等企業投資の減退によ

〔第6図〕

鋳工業生産の要因分析



(注) 1. 44年は44年10～12月の前年同期比。45/I～IIIは7～9月の44年10～12月比 (年率)。

2. カッコ内は寄与率 (%)。

$$\text{計測式 } O = 0.00236C^* + 0.00540I^* + 0.00138G^* + 0.00738X^* - 105.94$$

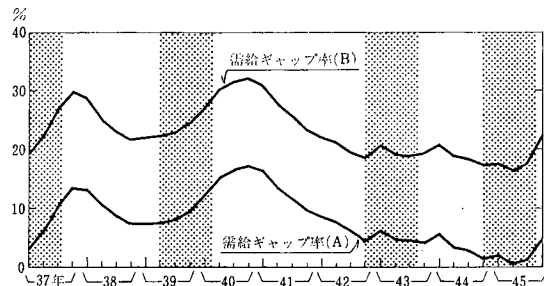
$$(0.00042) \quad (0.00026) \quad (0.00111) \quad (0.00073) \quad (11.04)$$

$$\bar{R} = 0.999 \quad S.E = 15.6 \quad D.W = 1.5$$

- C\* 個人消費+民間住宅投資
  - I\* 設備投資+在庫投資
  - G\* 政府支出(資本形成を含む)
  - X\* 輸出
  - O 鋳工業生産指数
- } 季節調整済み(実質額)

〔第7図〕

需給ギャップ率の推移



(注) 需給ギャップ率(A)は1-(製造業実勢稼働率)。需給ギャップ率(B)は同(A)に、供給余力として生産者製品在庫を加えて調整したもの。実勢稼働率は経済企画庁マスター・モデルによる。43年第2四半期以降は当局推定。

るもので、個人支出(個人消費と民間住宅投資)や輸出、財政は44年とさして変わらぬ高い寄与を示している。またこのほかカラーテレビ、乗用車の売れ行き不振が鋳工業の生産、出荷にかなりの影響を与え、景気屈折の一つの原因となった。

なお、ここで製造工業の需給ギャップ率を推定すると、第7図にみるように、需給ギャップ率は45年4～6月には37年以降では最も低い水準となり、著しい需給引き締め状況を示したが、以後拡大に向かい、過去3年越しの高水準の設備投資の生産力化もあってとくに秋以降の拡大速度はかなりなものであった。このように急速な需給ギャップの拡大が企業マインドの冷却に大きく作用したとみられる。しかし、需給ギャップ率の水準としては供給余力として生産者製品在庫を加えた実勢でも、10～12月でなお好況初期の42年初ごろの状態にあったとみられる。

(2) 設備投資の鈍化

(設備投資の推移)

民間設備投資の動きを「法人企業統計季報」によってみると、法人企業の設備投資は45年1～3月まで前年同期比3割増前後の高い伸びを持続したあと、4～6月には+18.4%、7～9月+16.2%と弱含みに転じた。10～12月も一般資本財出荷や機械受注の減少傾向などから推して、一段と鈍化

し、41年以降4年余りの期間、大幅な増加を続けてきた設備投資もようやく鎮静化しつつあるものとみられる。

これを業種別にみると、製造業、非製造業とも鈍化の方向に変わりはないが、7～9月までについてみるかぎり、電力の公害問題に伴う着工遅延や、建設、不動産業の投資手控えもあって、非製造業についてその傾向が著しい。一方、製造業では、合織、化学が大幅増の反面、家電および自動車をはじめ、市況悪化の著しい鉄鋼、非鉄、紙・パルプ等多くの業種で増勢が鈍化し、投資基調の落ち着きが目だっている。また規模別には、従来の引締め期には金融情勢の変化が中小企業により早めに影響を与えたところから、中小企業の設備投資が大企業に先行して鈍化したのに対し、今次引締め下においては、金融機関が中小企業にかなり弾力的に貸し応じてきたこともあり、両者ほぼ並行して鈍化している点が特色である。

#### (設備投資鈍化の背景)

設備投資がこのように急速に鈍化に向かったのには、金融引締めによる仮需要の減退や資金繰りのひっ迫、自動車、カラーテレビ需要の伸び悩みやそれに伴う関連需要の減退など種々の要因があるが、そのなかで重要と思われるのは次の点であろう。第1に、近年の投資水準のスケール・アップに伴い、いくつかの業種で大型設備が完工期を迎え、供給能力が大幅に増加して、いわば投資の端境期をもたらしていることである。主要業種の生産能力増加状況を具体的にみると第12表のとおりであり、化学(エチレン)、紙・パルプ(とくに板紙)、合織(とくにポリエステル)、工作機械等では、従来のトレンドの2年から数年分の設備が一挙に完工しつつある。また、テレビ、自動車の能力増強の速度が鈍っているのは、需要屈折点の接近に伴う投資一巡傾向を示すものとみられる。このように、大型投資の一服というストック調整

(第12表)

#### 生産能力(公称)の増加状況

(単位・%)

業種	品 目	36～44 年 度	42～44 年 度	44年度	45年度
化学	エチレン	約40	21.4	20.7	*63.3
	アンモニア	(39～44) 10.4	7.7	6.3	8.5
	硫 酸	( " ) 4.1	4.3	2.3	6.5
	りん酸	( " ) 7.1	12.5	27.3	12.8
紙・ パルプ	合 計	8.1	5.6	3.3	18.5
	洋 紙	7.5	4.7	4.5	13.3
	板 紙	10.8	4.5	2.1	26.9
合織	合 計	21.3	17.3	17.3	*32.4
	ナイロン	21.2	16.8	13.3	*15.3
	アクリル	25.0	20.6	26.5	*33.7
	ポリエステル	25.6	22.0	26.8	*65.1
鉄鋼	製 鉄	20.6	20.6	23.4	17.0
	製 鋼	15.7	15.1	18.6	12.8
機械	工作機械	10.5	20.4	45.8	41.4
	テレビ	7.0	21.2	42.6	15.3
	乗 用 車	26.8	約 38	23.1	21.2
	小型トラック	24.5	21.2	2.9	— 2.0

(注) 1. エチレンおよび合織の能力は年度末時点の比較、他は年度平均での比較。  
2. 45年度は7～9月期の前年比、ただし\*印は45年度末の見込み(産精審資料による)。

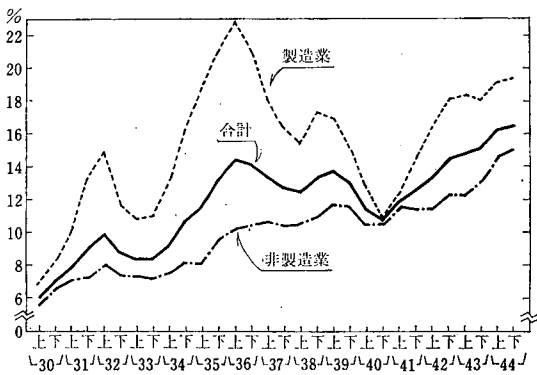
が、現在の投資基調の落ち着きの重要な要因であることはいなめないところであろう。

第2に収益基調悪化の影響がある。この場合、45年初めまでの企業収益の好調が製品価格の上昇にささえられるところが大きかったために、需給ギャップとしてはそれほど大きくないとしても、市況の軟化が期待収益率の悪化を通じて投資マインドに与えた影響は無視しえないものがあつたと思われる。

ところで、設備投資のストック調整効果をどのようにみておくべきであろうか。いま、設備投資(フロー)の粗資本ストックに対する比率(設備投資比率)をとってみると第8図のとおりである。生産能力は、短期的には除却率や限界産出係数に変

化がないとすれば粗資本ストックの伸びに影響されるから、この比率が高いほど粗資本ストック、したがって生産能力の伸びが高くなる関係にあり、このような状態のもとでは、設備投資の前期比伸び率が低くとも当該期の生産能力の増加はそれだけ大きくなることを示している。同図によってみると、44年度下期の設備投資比率は16.5%と岩戸景気当時のピーク(36年度上期)より高いが、これは非製造業の設備投資比率の明らかな上方トレンドによって生じたものであり、製造業だけをとりてみれば19.4%と当時(22.9%)をかなり下回っている。しかも、最近の労働代替投資の増加等を考慮すれば、生産能力の増加効果は当時より低い(限界産出係数の低下)とも考えられ、また非製造業にあっては設備計画などからみると投資意欲には引き続き根強いものがうかがわれる。このようにみれば、大型投資の一眼傾向からみて、目先しばらくは設備投資の低調が予想されるにしても、生産能力の急増によるストック調整効果を主因として設備投資が長期間停滞する可能性は比較的少ないように思われる。

〔第8図〕 設備投資比率の推移



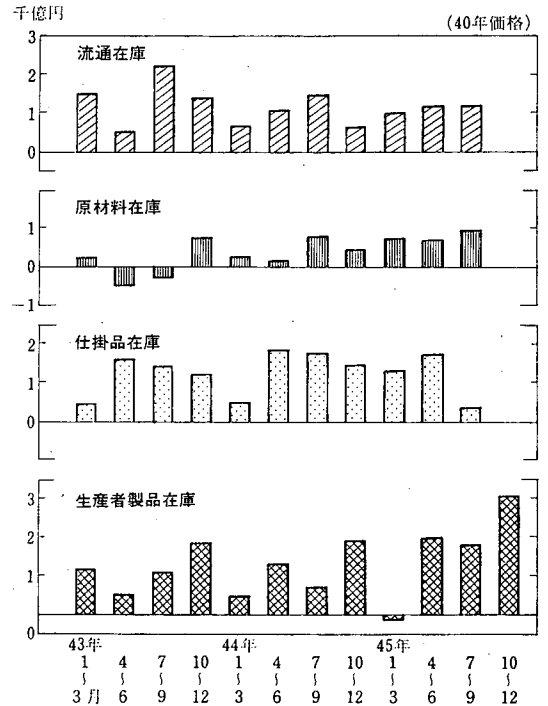
(注) 粗資本ストック、業種別設備投資は経済企画庁調べ(いずれも実質ベース)。季節調整はセンサス局法による。

(3) 在庫投資は高水準持続のあと調整へ

一方、在庫投資の面では、従来と異なり引締め過程で全体として高水準の在庫投資が続き、引締

め解除後、在庫調整がむしろ本格化する動きをみせた。在庫投資の増加は、流通在庫投資が7~9月までかなり高い水準で推移したほか、製品在庫投資が4~6月以降増勢を強めたためである。前者については、春以降金融の引き締まりから鉄鋼、非鉄等を中心に末端での仕入れ手控えがみられたものの、メーカーとの紐帯関係強化に伴う在庫保有機能の拡大をも映じて、商社、元卸等の在庫が増加したことがかなり影響しているように思われる。また、春ごろ家電製品などでみられた製品在庫の増加は後ろ向きのものばかりではなかったが、需要の伸び悩みに伴い非意図的な性格を急速に強め、漸次その範囲を広げながら年内いっぱい製品在庫は増勢を続けた。一方、仕掛品在庫は4~6月に大幅に増加したあと、7~9月以降生産調整を映じ急速な減少に転じ、また原材料在庫投資は原燃料輸入の鈍化などからみて、秋口以降調整に転じたものと推定される。

〔第9図〕 鉱工業関連品目の在庫投資



(注) 45年7~9月期までは通産省、10~12月期は当局推計。

以上のような在庫投資の動きは、引締め前の在庫水準がそれまでの著しい需給の引き締まりを映じて各段階でかなり低位にあったことから、引締め過程での需給の緩和が当初玉不足の解消、在庫水準の回復というかたちで進んだことを示している。この点、金融引締めに際して企業はそれに対応してまず原材料在庫と流通在庫の圧縮を図るといふ従来在庫投資面でみられたパターンとはかなり様相を異にした。したがって、在庫投資の意図的な調整が行なわれたのはかなり遅れたが、この場合、在庫調整は金融引締めの直接的なインパクトだけでなく、設備投資、農業投資のほか自動車、家電製品需要などの鈍化によっても誘発されている点、従来に比べ自律的性格の強いものであるといえよう。

目先在庫調整は、メーカー製品在庫率指数(40年=100、季節調整済み、12月107.6)の高水準からみてもなおしばらく続く可能性が大きいとみられる。もっとも、本指数は従来より基準時から遠ざかるほど上方バイアスをもつ傾きもあるようであり、本行「主要企業短期経済観測」では企業の在庫過剰感は昨年11月調査でも40年当時よりかなり低く、したがって上記指数が示すほど製品在庫が過高とも思われない。また、41年以降の景気上昇過程における在庫投資の実質成長率に対する寄与度は年率1.4%程度で、これは、岩戸景気(同2.8%)や38年の景気上昇期(同5.9%)における在庫投資の景気牽引力と比べてかなり弱く、したがって在庫投資が減少に転じて、それ自体として需給ギャップを拡大させる効果は過去の調整期ほど大きなものではあるまいと思われる。

#### (4) 個人支出は堅調持続

45年の個人消費は、家計調査ベースで都市勤労者世帯(1~11月平均前年同期比+14.6%、44年+11.1%)、農家世帯(1~10月平均同+15.5%、44年+12.3%)とも44年を上回る堅調な伸びを示し、

景気の大きな下ざさえ要因となった。金融引締め下にもかかわらず、春の賃上げや夏期賞与の高額妥結等により個人所得が高い伸びを続けたことがその背景であり、所得面で年後半には生産調整実施に伴う時間外労働の減少や冬期賞与の伸び率鈍化等の動きがみられ、また2年続きの米価据置きに加えて米の作付け減により農業所得がやや伸び悩みを示したが、消費全体としてはそれらの影響は年内についてみればさほど目立たなかった。

45年の消費の特徴としては、支出内容が一段と多様化、高級化するなかで、旅行、レジャー等のサービス支出を中心とした選択的、随意的支出が著しく増大したこと、反面、耐久消費財購入が春ごろから伸びが鈍化したことが指摘される。45年春および夏期における旅行費用の伸びは、万国博開催の影響もあり前年比3~6割増(経済企画庁「消費者動向予測調査」という大幅なものであったが、一方、前年同期比で20%をこえる高い伸びを続けてきた主要耐久消費財購入は、自動車のほかカラーテレビの伸び率急落から後半目だった鈍化をみせた(第13表)。このような消費パターンの変化には一時的要因もあるが、生活必需的な耐久消費財の普及一巡といった状態のもとで耐久消費財支出について選択的、随意的な性格が強まり、耐久消費財需要が価格や保険料など保有コストに

(第13表) 主要耐久消費財購入状況

(前年同期比・%)

	44年		45年		
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
消費支出総額	+11.7	+10.8	+12.7	+12.7	+12.4
自動車購入(A)	+35.6	-46.6	+24.2	+17.5	+18.9
電気製品購入(B)	+17.6	+28.8	+51.2	+25.1	+4.4
(うちカラーテレビ)	(+90.3)	(+55.5)	(+139.3)	(+69.4)	(-12.6)
家具購入(C)	+21.8	+16.0	+27.3	+6.4	+10.4
耐久消費財計(A+B+C)	+21.4	+8.0	+39.3	+19.7	+8.2

資料：総理府「家計調査報告」(全国全世帯)。



それだけ弾力的になっていることによる面も無視できない。また、これには最近における消費者物価の高騰や住宅投資増大の影響も見のがせないところと思われる。

民間住宅投資と関連の深い建築着工金額(居住用)は、地価、建築費の高騰による住宅の根強い早期取得意欲もあって、1～11月中前年同期比+25.5%(44年中+24.9%)と引き続き高水準を続けた。金融機関貸出、とくに住宅ローンの削減など金融引締めによる住宅投資への抑制的影響は、民間住宅投資の民間金融機関への依存度が逐年上昇しつつあるとはいえ44年度で16.8%(建設省調べ)程度のものであること、また民間デベロッパー業者の住宅投資も民間資金住宅建設戸数のなお10%強(44年度)にとどまっていることなどから、全体としては比較的軽微であったとみることができる。

#### 4. 物価の動向と企業収益

##### (1) 卸売物価の落ち着き

卸売物価は、45年にはいっても4月までは高い上昇率を続け、44年2月以降15ヵ月の連騰を記録した。このような連騰は朝鮮動乱時を上回るものであり、引締め後もかなりの騰勢が長期に持続した点は今回の特色であるが、金融引締めの浸透に伴い、5月以降は鉄鋼、非鉄等の市況商品を中心に弱含みに転じ、5～12月間では0.5%の低下(うち、市況商品-9.7%)を示した。この結果、45年平均の前年比上昇率は+3.6%と44年(+2.2%)を上回っているが、年間(12月の前年同月比)としては+1.1%(44年+4.1%)の上昇にとどまった。産業別には非工業製品のほか大企業性工業製品が、用途別では生産財、投資財が落ち着きの中心になっている。

本月報45年12月号「最近の物価動向」でも指摘したとおり、長期にわたる景気の上昇で供給余力が縮小し、高率の設備稼働率が長い間持続するよ

(第14表)

#### 卸売物価の産業別・用途別分類の推移

(年間上昇率・%)

	41年	42年	43年	44年	45年
総平均	2.9	1.9	0.2	4.1	1.1
工業製品	2.5	0.8	0.2	4.0	1.6
うち大企業性	1.7	0.6	0.4	3.3	0.4
中小企業性	5.2	4.0	1.9	5.0	6.4
非工業製品	4.7	6.7	0.2	4.8	1.1
生産財	4.4	1.7	1.4	5.4	0.4
うち原材料	3.4	1.4	1.8	5.6	0.5
資本財	0.7	0.8	0.5	1.2	1.8
消費財	1.4	3.7	3.6	2.4	4.3
うち耐久消費財	0.2	0.9	0.3	0.1	2.3
非耐久消費財	1.7	4.8	4.4	2.7	4.9

(注) 年間上昇率は12月の対前年12月比。

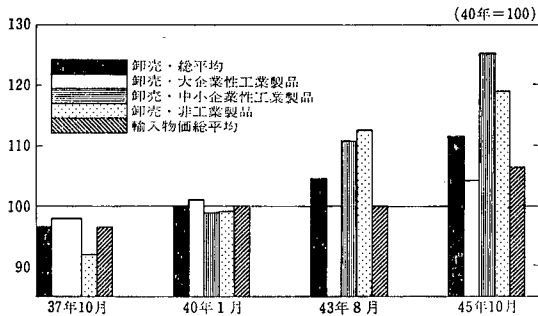
うな局面では、物価上昇率が加速度的に高まる傾向が強い。需給の先行きに対する強気感が仮需要を誘うとともに、コスト上昇の製品価格への転嫁期待がしだいに広まっていくためであり、4月までの著しい騰勢は一つにはこうした事情を背景としたものであった。卸売物価の騰勢が春ごろから落ち着きに転じたのは、輸入物価が年央以降低下したことも一因であるが、金融引締めの影響に加えて自動車、家電等の需要の変調、さらにはいくつかの業種での供給力の増加によって国内需給が引きゆるんだことによるところが大きく、この点、わが国の卸売物価は需給関係の変化に対して基本的にはなお感応的であるとみてよいと思われる。

ただ、やや長い目でみた場合注目されるのは、物価水準が40年代にはいってしだいにせり上がってきていることである。第10図に金融引締め解除時点における卸売物価水準の推移を示したが、景気上昇過程における卸売物価の値上がりに対しその後の下落幅が小さく、このため、今回引締め解除時点における水準がこれまでより高くなっている。これは輸出入物価水準の高まり等に見られる海外インフレの影響のほか、とくに中小企業性工

業製品、非工業製品の価格水準の上昇が大きく影響している。これらの製品価格は、労働生産性上昇率が低く、賃金上昇が直接コスト上昇にはね返りやすい商品だけに、従来でもその価格上昇率は大企業性製品に比べて高かった。ただ従来であれば、43年のように大企業性製品価格が落ち着くときには、中小企業性製品価格の伸びも鈍化する傾向がみられた。それが今回は秋口まで相当の騰勢が持続しており、45年度の春季ペ・ア率がこれまでになく高率であったことが、中小企業のコスト・アップを大きくしていることがうかがわれる。このことは循環的な観点からみた場合、わが国の卸売物価変動においてはなお需給要因が支配的であるが、同時にコスト要因が単なる相対価格の変化にとどまらず、物価水準全体への下ぎさえないしは上昇圧力として潜在的に無視しえない作用を及ぼしつつあることを示しているように思われる。

〔第10図〕

金融引締め緩和時の卸売物価水準比較



(注) 40年以前については、卸売物価工業製品の規模別指数は作成されていない。

(2) 消費者物価は騰勢持続

消費者物価は、45年にはいって騰勢を強め、全国総合で45年平均上昇率は+7.7%と前年(+5.2%)はもちろん、景気停滞下で上昇の目だった40年(+6.6%)の伸びをも上回った。上昇の主因は、食料、雑費および被服(3者の上昇寄与率90.2%)であるが、ことに季節商品と繊維品を中心とする中小企業製品の騰勢が著しかった。

米価の2年連続据置きや豚肉の下落(ピッグ・サイクル)にもかかわらず、農水畜産物価格が全体で40年以來の大幅上昇となり、消費者物価の対前年比上昇率拡大のほぼ半ばを占める寄与をしたのは、野菜、くだもの等の季節商品が年平均で+25.3%と近來にない大幅上昇を示したことによるものである。これには1~3月の干ばつ、10月の長雨といった経済外的事情によるところが少なくないが、供給・流通体制の立ちおくれが天候不順等に基づく回りのわずかな減少に対しても価格上昇を大幅にしている面があることは否定できない。そうしたなかで繊維製品、食料等の工業製品、とくに中小企業製品がじりじり上昇率を高め、消費者物価の上昇傾向を大きくする要因となってきたのが注目される(第15表)。これについては、労働集約的な商品が多いだけに、卸売物価の項でふれたと同様、最近の賃金上昇の高まり

(第15表) 消費者物価(全国)の特殊分類別推移

	40~43年(年率)		44年平均		45年平均	
	上昇率	寄与度	上昇率	寄与度	上昇率	寄与度
総 合	5.2	5.2	5.2	5.2	7.7	7.7
農 水 畜 産 物	8.1	1.7	6.3	1.4	10.9	2.4
米	9.3	0.7	6.5	0.5	0.9	0.1
生 鮮 食 料 品	7.5	1.0	6.2	0.9	16.8	2.3
(うち季節商品)	(7.7)	(0.7)	(7.9)	(0.7)	(25.3)	(2.2)
工 業 製 品	3.2	1.5	4.6	2.2	6.6	3.2
食 料	3.3	0.6	5.4	1.0	6.7	1.2
織 維 製 品	3.6	0.4	4.2	0.4	8.5	0.8
耐 久 消 費 財	-0.1	—	-1.6	-0.1	-0.1	—
その 他	3.6	0.6	5.3	0.9	6.6	1.1
工業製品	3.6	0.6	5.3	0.9	6.6	1.1
大企業性製品	1.8	0.4	3.6	0.7	4.1	0.8
中小	4.2	1.2	5.3	1.5	8.3	2.3
サ ー ビ ス	6.4	2.0	5.4	1.6	6.9	2.1
民 営 家 賃 間 代	9.0	0.2	7.6	0.2	8.9	0.2
公 共 料 金	4.0	0.5	2.3	0.3	4.2	0.5
対個人サービス	8.0	1.2	7.5	1.1	8.4	1.3
季節商品を除く	5.0	4.6	5.0	4.6	6.0	5.5
季 節 商 品 を 除 く 合	5.0	4.6	5.0	4.6	6.0	5.5

(注) 大企業性工業製品は耐久消費財を、中小企業性工業製品は繊維製品を含む。

がコストを押し上げてきていることによる面が大きいとみられる。上記農産物の場合も、都市賃金の大幅上昇の持続が、農家の所得増への指向を強め、ないし流通コストの上昇というかたちで、コスト面からの上昇圧力として作用している。また賃金上昇は、一方で個人所得の増加を通じ、消費財やサービスへの需要を強めており、この結果これらのコスト転嫁をささえているという意味で、消費者物価の上昇に二面的に作用している点は見のがせない。

ところで、卸売物価が5月以降落ち着いているのに対し、消費者物価が上昇を続けている結果、両物価指数の乖離幅が再び拡大している。こうした乖離が生ずるのは、卸売物価と消費者物価の品目構成の差によるほか、卸売物価が需給動向の変化にかなり左右されるのに対し、消費者物価が賃金等コスト要因によって影響されるところが大きいこと、また卸売物価の落ち着きが仕入れ価格や原材料コストの変化を通じて消費者物価に影響するにはタイム・ラグがあることなどのためである。ここで簡単な回帰式を用いて試算してみると、卸売物価工業製品の変動に対する消費者物価工業製品の弾力性は0.64とかなり高いが(注)、消費者物価工業製品に影響が出るまでに半年程度のラグがあるうえに、消費者物価全体に占める工業製品のウェイトは3割弱であるため、卸売物価工業製品の落ち着きによる消費者物価総平均への寄与は相当限定的なものとならざるをえない。そのほか、卸売物価落ち着きの背景にある総需要の調整は、労働力需給の緩和、賃金上昇率の鈍化を通じても消

費者物価に影響を及ぼすが、その効果は長期にわたってなしくずし的に現われるものであり、45年についてみればほとんどなかったとみられる。こうした事情もあり、両物価指数の乖離現象は従来の引締め期にもみられたが、試みに両指数を共通品目によって比較しても、今回の乖離は従来より若干大きいようである(第16表)。これについては、前掲論文でも指摘したように、流通コストが賃金上昇の加速化等を映じて上昇していることによる面も大きいと思われる。

(第16表) 金融引締め期間中の消費者物価、卸売物価乖離率の変化(ポイント差)

(単位・%)

	消費者物価 (季節商品 を除く)	消費者物価 (季節商 品、サー ビスを除 く)	消費者物価 卸売物価 (共通品目)
	卸売物価 総平均	卸売物価 (消費財)	
今 (44/9～45/10) 回	7.13(8.7 3.6)	6.26(9.9 4.6)	3.52(5.8 2.4)
前 (42/9～43/8) 回	7.45(6.2 0.6)	2.56(6.6 4.3)	1.99(6.5 4.5)
前々 (39/3～40/1) 回	5.97(5.3 0.5)	4.27(5.8 1.8)	1.40(4.0 2.7)

(注) 本行統計局試算。なお、乖離率は35年平均=100の指数水準により  $\frac{CPI-WPI}{WPI}$  で算出。カッコ内上段はCPI、下段はWPIの期中変動率。

### (3) 企業収益の伸び悩み

企業収益は、44年度下期まで売上高の伸長や販売価格の上昇にささえられ岩戸景気時をしのぐ増収・増益基調を続けてきたが、45年春以降漸次伸び悩みの様相を強めた。本行統計局調べ「主要企業経営分析」によれば、主要企業の45年度上期決算は、全産業で増収率8.7%、増益率3.9%と10期

$$(注) \quad CPI \text{ 工業製品価格} = 0.643 WPI \text{ 工業製品価格} - \frac{2}{4} + 0.283 \text{ (賃金} + 0.617 \text{ 規模別賃金格差)} - \frac{2}{4} \\ \text{(食料品を除く)} \quad (0.143) \\ - 0.086 \text{ 労働生産性} - \frac{2}{4} + 0.408 \\ (0.084) \quad (0.753)$$

$$R^2 = 0.909 \quad S = 0.65$$

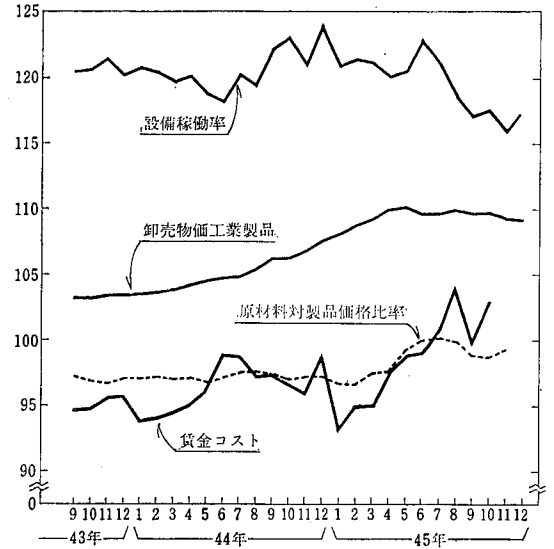
1. 計測期間は32～44年。
2. 変数は年次データで、いずれも前年比変化率。
3. 変数の添字はタイム・ラグ(たとえば賃金の  $-\frac{2}{4}$  は2四半期のラグ)を示す。

連続の増収・増益は達成したものの、その伸び率は前期(各+13.0%、+16.2%)に比べかなりの鈍化を示した。本調査が、上期中に決算期の到来した分についての集計である点を考慮し、9月期決算分だけを見ると、収益基調の伸び悩みはいっそう明確であり、東証第1部上場会社のうち製造業の経常益段階では前期比-0.5%と40年9月期以来10期ぶりに減益を示している。もっとも、企業の総合的な収益力指標である総資本収益率は、全産業で4.80%、製造業で5.95%とおおむね42年ごろの水準を維持しており、まだかなり高い。なお、東証第1部上場会社の場合、46年3月期については全産業でも売上げの伸びが鈍るうえ、利益面では減益に転ずる可能性が大きいとの見方が今のところ強いようである。

ここで収益関連指標の動きから企業収益伸び悩みの背景をみてみよう。第11図によれば、原材料コストと関連の深い原材料対製品価格比率が輸入原材料価格の値上がり等から春ごろより上昇を示し、一方賃金コストも春季ベ・ア率の大幅上昇(+18.3%、44年+15.8%、労働省調べ)等を映じ、そのころから上昇傾向を強めている。しかし収益基調の悪化が表面化したのはとくに年央以降で、販売価格が軟化を示し、また生産の抑制から労働生産性の上昇が鈍り、これを契機に賃金コストが急速な上昇傾向を示し、売上マージンに対する圧迫が急激に高まることとなった。しかも、原材料対製品価格比率(原材料コスト)の上昇が続き、これに設備稼働率の低下や在庫率の上昇、企業間信用の拡大にみられる資本コストの増大傾向等の影響が加わって、相乗的に企業の収益環境の悪化を招くこととなった。もっとも、秋以降は原材料面からのコスト圧迫は石油等を除き輸入価格の落ち着きに伴い徐々に緩和しているが、反面売上げの伸び鈍化や製品在庫負担の増加、販売価格の引き続く値下がりにより、収益圧迫が強まっている。

〔第11図〕

## 販売価格と諸コスト関連指標の推移(製造業)

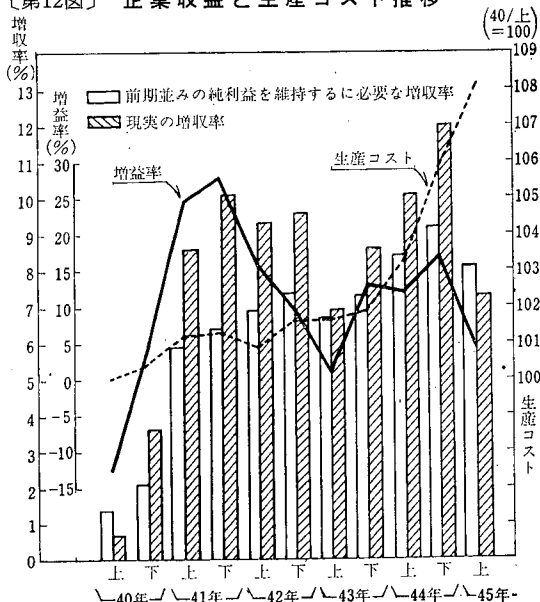


- (注) 1. 設備稼働率は通産省調べ。  
 2. 賃金コスト(=名目賃金指数+生産性指数)はセンサス局法により季節調整済み。ただし名目賃金指数は労働省、生産性指数は日本生産性本部調べ。  
 3. 原材料対製品価格比率は3ヵ月前の製造業部門別物価投入指数+当月の同産出指数。  
 4. 40年平均=100。ただし、原材料対製品価格比率は42年=100の指数。

このような企業収益の基調悪化について留意すべき点の第1は、やや長期的にみた場合、長期にわたる増収・増益基調のもとで、企業の収益構造が漸次硬直化してきている事実であろう。第12図に前期並みの収益を確保するのに必要な増収率の推移を示したが、損益分岐点の上昇に伴いこうした必要増収率はこのところじりじり高まってきている。損益分岐点の上昇は、いうまでもなく主として賃金上昇の加速化のほか設備投資の増大、自己金融力の低下などにに基づく減価償却費、金融費用等固定費の負担増によって生じたもので、この結果、企業の生産コストは景気上昇下にありながら上昇を続けてきた。それにもかかわらず、44年度下期まで売上マージン率が拡大してきたのは、販売価格の上昇にささえられてきた面が大きい。それだけに、わずかな売上げ鈍化や市況の軟化がた

だちに利益にはね返りやすい収益構造が企業体質の中に胎胎していたものと考えられる。最近、企業経営者の間に不況感が強いのも、景況の先行き見通し難のほか、このような収益基調の変化が業績不振感を強めている面が大きいとみられる。

〔第12図〕 企業収益と生産コスト推移



(注) 1. 生産コスト=生産単位当り売上高-生産単位当り純利益。ただし、生産量は売上高(在庫変動調整済み)を本行「卸売物価工業製品価格指数」(40年=100)でデフレートしたもの。  
2. 前期並みの純利益を維持するに必要な増収率=前期損益分岐点对売上高比率×当期固定費増収率。  
3. 生産コストは40年上期=100。  
資料：本行統計局「主要企業経営分析」。

第2に、以上のような収益構造の硬直化との関連では、最近上昇傾向が目だつ資本コストも無視できないが、今後の収益動向を考える場合、とくに賃金コストの動きが重要と思われる。本行「主要企業経営分析」(製造業)によって、賃金と労働生産性との推移をやや長期的にみると(第17表)、通常上期には賃金上昇率が実質労働生産性上昇率を上回るものの、下期には実質労働生産性の上昇によって賃金上昇がカバーされ、その結果、全体として賃金コストは42年度まで低下してきた。それが43年度以降強含みに転じ、とくに45年度にはいつてからは一段と賃金コストの上昇が目だってきている。前述した生産コストの上昇も、ひとつ

にはこうした賃金コストの動きによるところが大きい。一方、賃金面での最近の特徴的傾向としては、所定外給与、特別給与が時間外労働の減少やボーナスの伸び鈍化を映じてやや伸び悩み、この結果、賃金支払額に対するこれら給与の増加寄与度はかなり低下してはいるが、所定内給与が大幅ペ・アを映じ堅調な伸び(定期給与の45年平均前年比+16.4%、44年同+13.6%)を示しているところから、賃金支払額(同+17.0%、44年+15.6%)としては、なお目だった鈍化をみせていない。労働生産性がいましばらくは鈍化を続けるとみられる状況下、原材料コストの上昇が落ち着き、一方資本コストの増勢も在庫調整の進行や金利低下により多少は緩和が予想される現在、賃金の調整は収益基調安定化のための最大の課題といえよう。

(第17表)

主要企業(製造業)の生産性・賃金・企業収益

(前期比増減率・%)

	賃金 上昇率	実質生産 性変動率	販売価格 変動率	賃金 コスト 変動率	増益率
41年上期	9.8	9.0	1.1	0.8	24.7
下期	5.5	8.4	0.5	△ 2.9	27.9
42年上期	8.5	8.9	△ 0.7	△ 0.4	16.0
下期	4.6	5.4	△ 0.1	△ 0.8	9.6
43年上期	8.2	5.3	△ 0.4	2.9	1.0
下期	5.0	6.4	0	△ 1.4	12.9
44年上期	10.1	8.0	1.1	2.1	12.0
下期	7.0	7.1	2.3	△ 0.1	17.0
45年上期	10.4	6.8	1.1	3.6	0.7

(注) 生産性は付加価値生産性。販売価格は卸売物価大企業性工業製品。

資料：本行統計局「主要企業経営分析」(製造業)。

## 5. 国際収支の動向

### (1) 総合収支は黒字基調を持続

45年中の国際収支は、総合収支で1,374百万ドルの黒字となり、3年続けて10億ドルをこえる大幅黒字を示現した。このような黒字をささえた最大の要因は、輸入が前年比+25.2%(44年+17.2%)とかなり増加したものの輸出が同+21.3%(44

年+23.0%)と引き続き高い伸びを示したため、貿易収支が4,019百万ドルの既往最大の黒字を計上したことであり、このほか輸入増大に伴うBCユーザンスの増加を中心とした短期資本収支の流入超幅拡大も寄与した。反面、貿易規模の拡大や海上運賃の上昇などによる運輸収支の悪化を主因に貿易外収支は赤字幅を拡大し、長期資本収支も船舶等の輸出伸長を映じた延払信用供与の増加や対日証券投資、民間インパクト・ローン、外債発行代り金等の外資の流入減などから流出超幅が大きく増加したため、総合収支の黒字は前年(2,283百万ドル)より909百万ドル方縮小をみている。

この間金融勘定の動きをみると、外貨準備高はSDR配分122百万ドルを含めて年間903百万ドル増加(44年605百万ドル増)し、年末には4,399百万ドルとなった。

こうした45年中の国際収支の動きには、海外のインフレがかなり影響している。すなわち、輸入価格、海上運賃が上昇した反面、海外需要が拡大を続け、輸出価格も堅調で、総じていえばこの面

## (第18表) 国際収支状況

(単位・百万ドル、カッコ内は前年比・%)

	45年(A)	44年(B)	前年比 (A-B)
経常収支	2,014	2,119	△ 105
貿易収支	4,019	3,699	320
輸出	19,021(+21.3)	15,679(+23.0)	3,342
輸入	15,002(+25.2)	11,980(+17.2)	3,022
貿易外収支	△ 1,798	△ 1,399	△ 399
移転収支	△ 207	△ 181	△ 26
長期資本収支	△ 1,597	△ 155	△ 1,442
基礎的収支	417	1,964	△ 1,547
(注1) 短期資本収支	757	178	579
誤差脱漏	200	141	59
総合収支	1,374	2,283	△ 909
金融勘定	1,374	2,283	△ 909
(注2) 外貨準備増減	903	605	298
その他	593	1,678	△ 1,085

(注1) 金融勘定に属するものを除く。

(注2) 45年中の外貨準備増加額はSDR配分額122百万ドルを含む。

ではわが国に有利に作用したとみられる。一方、国際収支の黒字累積を避けるための政策措置が積極的に採られたことが特筆される。すなわち、本行は世銀に対する円資金貸付や米国輸出入銀行受益証書の取得などの国際金融協力措置、さらに6月以降外国為替銀行に対する輸入資金貸付制度などを実施した。金融引締め度合いも後述のとおり大幅な輸入減少や輸出ドライブを生ずるほどのものではなく、輸入はむしろ増大を示した。ただ、海外金利の低下傾向から44年中にみられたような外国為替銀行の自発的円シフトは漸次不可能となり、さらに秋口以降から今春にかけての海外金利の急速な低下は、外貨への逆シフトの可能性すら生じさせることとなった。本年1月の公定歩合再引下げにあたってはじめてのことであるが、こうした海外金利の急速な低下が配慮に加えられた。

## (2) 45年中における輸出入動向の特色

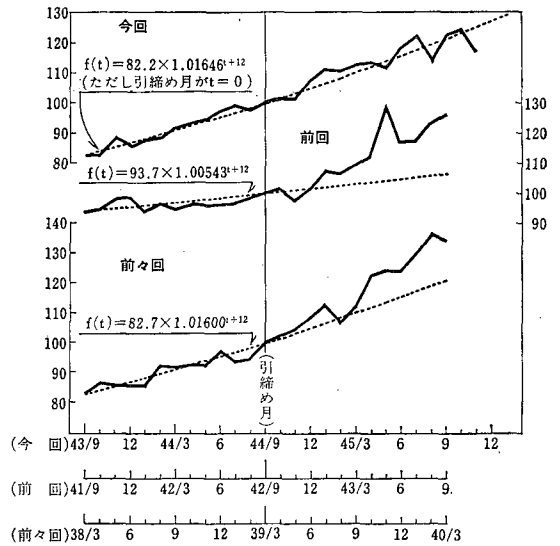
### (高水準を続けた輸出とその要因)

輸出入動向をみると、まず45年の輸出は当初伸び悩み予想が強かったが、1～3月の大幅伸長後はいくぶん伸びが鈍化したものの、結局年間では3年連続して20%台の高い伸びを持続した。こうした好調は、わが国輸出商品の国際競争力の強化や世界の需要構造に適応した輸出の重化学工業化の進捗などの要因もさることながら、海外需要の増加に基づく面が大きい。輸出の増加には各種の要因がからみ合っており、それを明確に分離するのはもとより困難であるが、試みに増加要因を国内と海外要因とに分け、それぞれをさらにすう勢的增加による分と短期変動による分とに分けて各寄与率を算出してみれば第19表のとおりである。これによると、45年中の輸出増加に対しては、国内、海外両要因による寄与が相半ばしているが、44年に比べ45年には海外要因の寄与が増加しているのが第1の特徴といえる。これは海外需要の根強い拡大が基本であるが、世界輸入(日本、共

産圏を除く)の伸びは45年中+12.5%程度とほぼ前年並みであったとみられるなかで、わが国の輸出市場ウェイトを考慮した輸出市場成長率が+10.3%程度と前年(+9.2%)を若干ながら上回ったことにも示されるように、海外需要の伸びがわが国の輸出市場構造に有利に作用したことが響いている。第2に、国内要因のうちでは競争力強化などによるすう勢的增加部分の寄与が大きく、短期的な変動部分の寄与は著しく小さかった。通常、金融引締めは輸出ドライブを強め、輸出増加を促進しがちであるが、今回はほとんどそうした現象はみられなかった(第13図)。それは、わが国の前記輸出市場成長率に対する45年の輸出弾性値が2.05と前年(2.53)に比べかかって低下していることからもうかがえる。総じて夏ごろまでは国内の製品在庫率は低水準であったし、その後需給が

〔第13図〕

輸出推移の比較



(注) 点線は引締め以前12ヵ月間のすう勢線。

引きゆるみに転じた後も、企業としては輸出を安定的に維持するため安値輸出は極力避けたいとの意識が従来より強かった。また、米国の保護貿易気運の高まりや東南アジア諸国での外貨事情の悪化などもあって、安易な輸出増加策が避けられてきた。こうしたことがこれまでのように引締め下で輸出増加率が高まらなかった理由であるが、それはまた輸出が企業体制の中に組み込まれ、輸出を限界需要とする考え方が漸次後退してきていることを示すものでもあろう。

(第19表)

輸出増減要因とその寄与率

(単位: 百万ドル、カッコ内は寄与率・%)

		39年	40年	41年	42年	43年	44年	45年
通関輸出額 (Xt)		6,673	8,452	9,776	10,442	12,972	15,990	19,363
同増加額 (Xt - Xt-1)		1,221 (100.0)	1,779 (100.0)	1,324 (100.0)	666 (100.0)	2,530 (100.0)	3,017 (100.0)	3,373 (100.0)
海外要因	海外需要のすう勢的增加による分 (A)	529 (43.3)	647 (36.4)	820 (61.9)	948 (142.3)	1,013 (40.0)	1,258 (41.7)	1,551 (46.0)
	海外の景気変動等による分 (B)	71 (5.8)	-7 (-0.4)	101 (7.7)	-469 (-70.4)	345 (13.7)	-65 (-2.2)	96 (2.8)
	海外要因計 (A+B)	600 (49.1)	640 (36.0)	921 (69.6)	479 (71.9)	1,358 (53.7)	1,193 (39.5)	1,647 (48.8)
国内要因	長期的な競争力強化等による分 (C)	540 (44.2)	661 (37.2)	837 (63.2)	968 (145.3)	1,034 (40.9)	1,284 (42.6)	1,583 (46.9)
	国内需給変動等短期的要因による分 (D)	81 (6.7)	478 (26.8)	-434 (-32.8)	-781 (-117.2)	138 (5.4)	540 (17.9)	143 (4.3)
	国内要因計 (C+D)	621 (50.9)	1,139 (64.0)	403 (30.4)	187 (28.1)	1,172 (46.3)	1,824 (60.5)	1,726 (51.2)

(注) A =  $\bar{m}t \cdot X_{t-1} = 0.097X_{t-1}$   
 B =  $(m - \bar{m})X_{t-1}$   
 A + B =  $m \cdot X_{t-1}$   
 C =  $(\bar{x} - \bar{m})X_{t-1} = 0.099X_{t-1}$   
 D =  $(X_t - X_{t-1}) - (A + B + C)$   
 Xt = t 年中のわが国通関輸出額 (百万ドル)  
 mt = t 年中の世界輸入増減率 (%)  
 $\bar{m}$  : 世界輸入のすう勢増加率 (年率9.73%、39~44年)  
 x : わが国輸出のすう勢増加率 (年率19.64%、39~44年)

(輸出市場の多様化と対米輸出の堅調)

45年の輸出を市場別にみる

45年の輸出を市場別にみる

世界輸入増減率はわが国の輸出市場ウェイト (40年基準、米国29.3、西欧12.9、東南アジア26.0、その他31.8、計100.0) で組み替えたもので、45年は推定+10.3%。

と、東南アジア、中近東向けは不ぞえであったが、西欧(+41%)、共産圏(+37%)、中南米(+26%)向けが著増し、輸出市場の多様化が進んだ。その中で、対米輸出が同国の景気停滞下にもかかわらず、前年比+20%(44年+21%)とほとんど鈍化がみられず、過去の例と違った動きを示した点が注目される。

これについては、第1に米国の輸入依存率の上昇傾向を指摘できよう。第2は、米国の輸入構造の変化に適応して日本の輸出構造が変化したことがあげられる。今回の米国の景気後退をもたらした主因は、国防支出の減少および民間投資の不振であって、個人消費支出は個人所得の増大を反映しておおむね増加を続けた。こうした事情が同国輸入における原材料ウェイトの低下、自動車等耐久消費財、その他工業製品のウェイト拡大という傾向を拍車した。一方、わが国の輸出においても、自動車、電機等の機械類の比率が増大するなど、米国の需要構造にいつそう適応したかたちになっている。第3は、わが国国際競争力の相対的な上昇である。米国のこれまでの物価上昇が大きかったため、卸売物価指数でみたわが国の対米相対価格関係は、第20表のように、45年は38年以降ではわが国に最も有利になっている。同時に対米輸出

(第20表) 日本の相対価格(卸売物価)

	米 国	英 国	西ドイツ	フランス	イタリア
1963年	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
64	1.000	1.027	1.000	1.014	1.031
65	1.012	1.057	1.013	1.021	1.040
66	1.021	1.060	1.000	1.019	1.031
67	1.004	1.052	0.976	0.992	1.009
68	1.021	1.086	0.998	0.999	1.006
69	1.039	1.104 (1~11月)	0.916	1.062 (1~11月)	1.023 (1~11月)
70	1.039	1.131	0.934	1.113	1.058

- (注) 1. 上記相対価格は、各国の1963年=100とする卸売物価指数(期中平均)について、当該国によって算出したもの。  
2. 英国の卸売物価指数は、製造業の対他部門製品販売物価指数(国内販売)。  
3. 西ドイツの1969年以降の卸売物価指数は付加価値税を除く指数。

の競争相手である英国、フランス、イタリア等西欧諸国と比較しても、45年には相対価格が前年より若干有利化しており、わが国の国際競争力は相対的に強まったといえよう。このことは、欧州大陸主要国での需給ひっ迫傾向ともあいまって、わが国輸出市場の多様化をささえる要因ともなった。

(輸入は引締め下でも増大)

45年中の輸入は、年末近くになって落ち着き傾向を示したものの、前年比+25.2%(44年+17.2%)と現行形式の国際収支統計作成開始(36年)以降最高の伸びとなった。

従来金融引締め下では、輸入は引締め開始後間もなく伸びが鈍化し、鉱工業生産の伸びを下回る動きをみせたが、今回の場合には45年にはいってむしろ伸びが高まり、秋口ごろまで相当の増勢が持続した。これはひとつには輸入価格の上昇によるほか、今回は秋口ごろにかけて、それまで国内の生産活動が比較的活発であったため在庫率の低下してきた輸入原材料について在庫の補充が行なわれたことが響いている。

いまこうした関係をやや詳しくみるため、45年中の輸入増加に大きく寄与(45年中総輸入増加の38%)した素原材料について、その輸入額の変動を輸入価格、関連工業生産、素原材料消費比率、同輸入依存率および在庫投資率の5要因に分解して増加寄与を示せば第21表のとおりである。すなわち、45年前半においては素原材料の輸入量(実質輸入)は、輸入関連工業生産の伸びにほぼ見合っており、それを上回る輸入額増加のうち7割近くは輸入価格の上昇(1~3月前期比+3.8%、4~6月+6.0%)によりもたらされたものであった。それが7~9月になると、輸入価格が反落(前期比-3.9%)した一方、輸入量は前期比+9.9%と大幅な増加を示したが、これは輸入依存率の上昇もさることながら主として在庫投資率が大幅に上昇(同+5.6%)したことによる。すなわち、こ



のころから輸入関連工業生産の伸びが鈍化した反面、それまでの強気な生産計画を背景に既往に手当てした分の輸入原材料が大量に入着したことが重なって、原料用炭等を中心に輸入素原材料在庫が増大し、在庫率も大幅な上昇を示した。このため、その後はスポット物輸入の解約、長期物の引取り繰延べなどの動きがみられ、11、12月にお

る素原材料輸入はかなり落ち着きを示すこととなった。10~12月期の総輸入(IMFベース、季節調整済み)は、前期比で-1.7%と40年10~12月期(-0.9%)以来四半期別でははじめて減少したが、それはこのような素原材料の動きにみられる工業用原料の在庫調整が背景となっている。

(国際分業体制進展下の輸出入構造の変化)

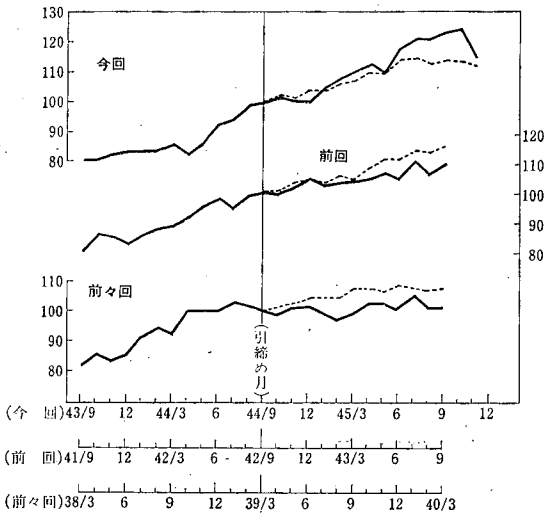
以上のような輸出入動向のもとで、国際分業を基調とした輸出入構造の変化が引き続き進んだ。輸出面では、第15図にもみるように、全体として高水準の伸びを続けたなかにおいて綿織物、陶磁器等の労働集約的軽工業品や自転車等の労働集約的重工業品がこれまでのすう勢的な伸びに比べ一段と鈍化し、代わって資本集約的商品、その中でも鋼材等の重化学工業品や船舶、自動車等の重機械設備が従来のすう勢を上回る伸長を遂げた。一方輸入面では、繊維原料等農産原材料の伸びはそれほどでなく、反面産業構造の高度化を反映して鉱物性原燃料や食生活の向上等による食料品輸入の増大が目立ち、また製品関係では繊維製品等の労働集約的商品のほか資本集約的商品、なかでも大型航空機、電子計算機等の重機械設備が著しい

増加を示した。わが国の場合、重機械設備については輸出は量産型機械が、また輸入では技術集約的機械が主体であるが、いずれにしてもこれらは工業力の伸長に伴い、わが国の産業・貿易が国際的な分業体制の中に一段と深く組み込まれつつあることを示している。しかし、一方においては、わが国の急速な市場進出が米国の対日輸入制限気運の誘因ともなり、またわが国の資源消費の急激な変動が世

[第14図]

輸入推移の比較

(IMFベース、季節調整済み、引締め月=100)



(注) 点線は鉱工業生産。

(第21表)

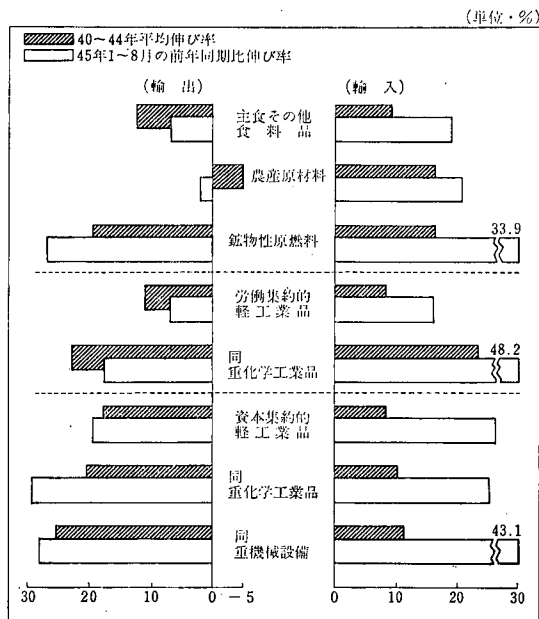
素原材料輸入の増減要因

(季節調整済み、前期比変化率・%)

名目	輸入	44年				45年		
		I	II	III	IV	I	II	III
輸入価格	A+B+C+D+E	1.0	2.7	14.3	0.6	5.7	9.5	5.6
実質輸入	A	1.4	2.8	2.5	0.1	3.8	6.0	3.9
	B+C+D+E	0.5	0.1	17.3	0.5	1.8	3.3	9.9
素原材料消費比率	B	0.8	2.3	0.1	0.3	0.1	1.9	0.6
素原材料輸入依存率	C	1.4	0.8	1.7	0.3	0.5	1.8	1.6
輸入素原材料在庫投資率	D	5.9	1.6	10.3	4.9	0.6	0.5	5.6
輸入関連工業生産	E	3.7	4.7	4.5	5.1	2.0	3.0	1.9

(注) 素原材料輸入額=素原材料輸入価格(A)×素原材料消費(B)  
 輸入関連工業生産  
 ×輸入素原材料消費(C)×素原材料輸入量(D)  
 素原材料消費  
 ×輸入関連工業生産(E)で算出。

〔第15図〕 商品類別輸出入増加率の比較



界の資源需給、ひいてはその価格動向に影響を及ぼすなどの傾向も徐々に表面化してきている。輸出入取引の長期安定的な伸長を期するうえからも、秩序ある対外活動の必要がますます強まってきたものといえよう。

## 6. む す び

以上、45年における金融・経済の動きを概観した。多くの業界にとって需給の調整が当面の問題となっており、調整過程はなおしばらく続く可能性が大きいとみられる。もっとも、消費、財政、輸出等の根強さからみて、景気が目先大きく落ち込むとは考えられず、現状はいわば高度成長から安定成長への調整期といえる。当面の課題はこのような安定成長経済への移行を円滑に進めることにあり、本年1月の公定歩合再引下げもそうした観点に基づいている。

また、現在の日本経済にとって、消費者物価の上昇が大きな問題であることはいうまでもない。

ただ消費者物価を金融政策のタイミングを図る基準とすることには現状ではかなり無理があり、結局その安定のためにはもろもろの物価安定策が総合的に進められることが望まれる。これに関連して、消費者物価上昇の背後には最近までの賃金上昇の加速化とそれによる賃金コストの増大があり、その適切な調整を図っていくことが賃金・物価の悪循環を防ぐうえでいっそう切実な課題となってきた。生産性、賃金、企業収益の均衡のとれた関係を保持していくことは、安定成長経済に企業が適応していくうえで欠かせない要件でもある。

日本経済は過去4年間にわたり急速な経済成長を遂げてきた。しかしその一方で、前述した供給力の急増、賃金コストの上昇、消費者物価の高騰のほか、土地、公害問題の深刻化などのゆがみも生じている。これらの諸問題の解決を進めることは、わが国経済の今後の発展にとって不可欠の要請であって、その意味で日本経済は量的拡大より質的向上に重点を移す転換点にさしかかりつつあるものといえよう。

この間、わが国の地位向上から、わが国の対外活動が及ぼす国際経済への影響は以前とは比較にならないほど増大しており、国際分業体制進展のもとで、一段とその秩序ある行動が求められるようになってきている。同時に、国際収支の黒字問題についても、従来以上に配慮していくことが必要となっており、この点わが国としては、国際金融・貿易の進展に資するとともに、国内経済の効率化を進めるためにも、貿易のいっそうの自由化のほか、資源開発や現地資源活用のための海外投資ならびに金融・経済協力などの対外経済政策を引き続き積極的に推進していくことが望まれよう。