

昭和46年における金融・経済の動向

〔要 旨〕

昭和46年の国内経済動向をみると、上期中は在庫調整の進捗を主因に、個人消費、民間住宅投資、設備投資の伸び率鈍化も加わって、景気の後退が続いたが、7、8月ごろには、流通・原材料在庫の調整一巡に加え、輸出と財政支出の景気下ささえ効果もあって、景気はしだいに底入れのきざしを示していた。しかし、8月28日のいわゆる変動為替相場移行後、輸出、ひいては国内景況の見通し難から先行きに対する不安感が強まり、在庫の再調整と設備計画の減額修正の動きが広がり、秋以降は、邦貨建輸出の伸び悩みも加わって、景気は再び後退局面にはいった。

このような景気の2段調整を映じ、卸売物価、賃金、雇用なども、夏ごろ一時底入れの動きを示したあと、再び軟化、ないし伸び率鈍化を示している。ただ消費者物価は、デフレ効果浸透のタイムラグ、小売マージンの拡大などから、秋ごろまで高騰を続けた。この間、企業の総資本収益率はかなりの低下を示しているが、過去の連続好況時における蓄積に助けられ、内部留保の面ではなお余力を残している業種が多い。

こうした実体面の推移に対処し、金融政策の面では、45年10月以降46年7月までに公定歩合が前後4回、計1%引き下げられ、さらに通貨調整後12月には一挙に0.5%の引下げが実施された。この間、金融市場と資本市場の需給緩和が進み、銀行の貸出態度は一段と積極化した。このため、企業間信用の解きほぐしが進んだほか、年後半には輸出前受け金の大幅流入も加わって、企業の手元流動性は著しく高まった。

このような企業金融の緩和は、根強い非製造業の設備投資をささえ、また秋以降の在庫再調整を比較的小規模にとどめるとともに、企業倒産を比較的落ち着いたものとする一因となっている。一方、積極的な財政政策の効果は、年末ごろからしだいに顕現化しており、在庫調整も漸次進捗しつつあるものと思われる。

一方、国際収支は、海外需要の堅調、交易条件の好転、国際競争力の強化などによる貿易収支の大幅黒字と、対日証券投資の増大、輸出前受け金の流入などから、記録的な黒字となり、いわゆる変動相場が採られたあとも、10月以降輸出成約が回復をみたこともあって、外貨建の貿易収支はほとんど悪化しなかった。

当面におけるわが国経済の課題は、できるだけ早く景気を安定した回復の軌道に乗せるとともに、対外均衡の確保を図ることにあるが、さらにやや長期的な視点に立って、本年こそこれまでよりも国民福祉の向上に重点をおいた新しい経済発展への第一歩を踏み出すことが必要と思われる。

〔目 次〕

は し が き

1. 夏までの景気後退と国際収支の黒字拡大

- (1) 在庫調整を中心とするリセッション
- (2) 景気底入れのきざし
- (3) 国際収支の黒字拡大

2. 米国の新経済政策の衝撃

- (1) 輸出成約の停滞と回復
- (2) 新たな在庫調整の開始
- (3) 設備投資計画の減額修正
- (4) 再び景気後退へ

3. 不況下の物価、雇用、収益動向

- (1) 卸売物価の安定と消費者物価の高騰

- (2) 雇用、賃金、消費の落ち着き

- (3) 企業収益の悪化

4. 積極的な金融・財政政策の展開

- (1) 金融市場の緩和促進とオーバー・ローンの解消

- (2) 金融機関の貸出積極化

- (3) 企業金融の大幅な緩和

- (4) フィスカル・ポリシーの展開

む す び——見通しと課題——

は し が き

昭和46年は戦後経済史上、画期的な年であったといえよう。45年下期からの景気後退の契機となったのは、従来の景気循環過程と同じく在庫調整であったが、41年以降4年間に及ぶ設備投資の盛り上がりによって設備能力が著増していたため、設備ストック調整の動きが46年後半になってしだいに強まってきた。そうした意味で、今回の景気調整過程は、40年のそれにも匹敵するものになるうとしている。

次に対外均衡をいかにして確保するかが、これほど問題となったのはじめてのことである。年央の国際収支対策8項目の設定にうかがわれるように、わが国としても貿易収支の黒字定着化傾向を認め、それに対する対策が打ち出されつつあったやさき、8月15日に米国の新経済政策が発表された。このため、わが国は為替変動幅の制限を停止し、さらに12月19日に至って多角的通貨調整の一環として、戦後22年間続いた1ドル＝360円の基準外国為替相場を16.88%切り上げることとなった。いうまでもなく対外均衡回復の問題は、この切上げによって結着をみたわけではなく、その解決は今後の課題となっている。

この間、高度経済成長の結果として、環境の汚

染、自然の破壊などが進み、消費者物価の上昇とあいまって国民の間に経済成長のあり方に対する反省がしだいに芽ばえてきた。それが通貨調整を一つの契機として表面化してきたことも、46年において特筆すべきことであったといえよう。

このように昭和46年は日本経済に大きな課題を残した年であった。以下、こうした転換期の日本経済の経験を整理し、また、その実態を解明するため、昭和46年の金融・経済動向を分析してみよう。

1. 夏までの景気後退と国際収支の黒字拡大

まず、米国の新経済政策発表の衝撃が加わるまでの実体経済の動向と国際収支の推移を考察してみよう。

(1) 在庫調整を中心とするリセッション

(在庫調整の進捗)

昭和46年上期の日本経済は、前年下期に引き続いて、ゆるやかな景気後退を続けた。上期中の実質成長率は、年率6.3%(前年下期、同5.7%)と停滞傾向を示し、実質GNPの前年同期比も、46年4～6月には+3.9%と過去の調整期におけるボトム(37年10～12月+2.3%、40年10～12月+3.2%)に近い水準まで落ち込んだ。

このような実質成長率の鈍化が、どのような需要項目の動きによって生じたかを調べてみると(第1表参照)、実質成長率は、景気のピーク(45年7～9月)をはきんで、年率12.7%(44/Ⅲ～45/Ⅲ)から同4.6%(45/Ⅲ～46/Ⅲ)へ8ポイントほど低下したが、このうち7.5%ポイントの低下は、在庫投資の落ち込みによるものであった。このように、在庫調整の影響が圧倒的に大きかった点

(第1表)

実質成長率に対する需要項目別寄与度(景気の山の前後1年間)

(単位・%)

	前々回			前回			今回		
	35Ⅳ →36Ⅳ	36Ⅳ →37Ⅳ	落 差	38Ⅳ →39Ⅳ	39Ⅳ →40Ⅳ	落 差	44Ⅲ →45Ⅲ	45Ⅲ →46Ⅲ	落 差
G N P	15.0	2.5	-12.5	10.0	3.8	-6.2	12.7	4.6	-8.1
民間在庫投資	5.7	-7.8	-13.5	-2.5	0.3	2.8	3.6	-3.9	-7.5
最終需要	11.9	9.6	-2.3	13.1	4.2	-8.9	11.4	8.0	-3.4
個人消費	4.4	5.3	0.9	6.0	2.6	-3.4	4.3	2.8	-1.5
民間住宅	0.5	0.5	0	1.0	0.8	-0.2	0.4	0.2	-0.2
設備投資	4.8	-0.5	-5.3	2.4	-2.3	-4.7	3.2	-0.1	-3.3
財政支出	1.5	3.0	1.5	1.2	2.0	0.8	1.6	2.4	0.8
うち (政府 固定資本)	(1.5)	(2.1)	(0.6)	(0.5)	(1.6)	(1.1)	(1.3)	(2.1)	(0.8)
輸出等	0.6	1.3	0.7	2.5	1.0	-1.5	1.9	2.8	0.9
輸入等	-2.6	0.7	3.3	-0.6	-0.7	-0.1	-2.3	0.5	2.8

(注) 40年価格、季節調整済み計数による。

(第2表)

需要項目の景気局面別増加率と成長寄与度

(年率・%)

	引締め期までの トレンド (42/Ⅰ～44/Ⅲ)		引締め開始から 1年間 (44/Ⅲ～45/Ⅲ)		景気の山から 1年間 (45/Ⅲ～46/Ⅲ)	
	増加率	寄与度	増加率	寄与度	増加率	寄与度
個人消費	10.0	5.5	8.5	4.3	5.7	2.8
民間住宅	17.9	1.0	5.8	0.4	2.9	0.2
設備投資	24.6	4.9	14.1	3.2	-0.2	-0.0
財政支出	8.6	1.5	10.3	1.6	15.4	2.4
輸出等	19.7	2.4	14.3	1.9	21.0	2.8
最終需要	13.7	14.6	10.4	11.3	7.6	8.1
民間在庫投資	-11.4	-0.6	127.5	3.6	-68.8	-3.9
輸入等	16.3	-2.0	19.7	-2.7	-4.0	0.5
実質G N P	12.1		12.7		4.6	

(注) 45年度まではGNP確報、46年度は日本銀行調査局推計値(速報値を考慮)による。年率換算の都合上、寄与度の合計は必ずしも実質成長率に一致しない。

は、36～37年の調整過程に類似しており、40年のそれとは趣を異にしている。

今回の景気調整が開始されたころは、在庫投資比率が低水準であったため、大幅な在庫調整はあるまいと見る向きもあり、景気調整策の効果もそれだけ弱いのではないかとの見方があった。しかし現時点で振り返ってみると、金融引締め後1年間に、個人消費、民間住宅投資、設備投資などの

伸び率がわずかに鈍化する過程で在庫投資は年率(40年価格)1.4兆円(44年7～9月)から同3.5兆円(45年4～6月)へ大幅な増加を示し、これが45年下期から46年上期へかけての在庫リセッションを不可避にした(第2表参照)。このように、高度成長の最終局面における引締め期に、当初は強気に基づく大量の在庫が積み上がり、それが途中で先行き観の弱気化から意図せざる過剰在庫に変わり、その取りくずしが景気後退過程の主役を演じたという点でも、今回は36～37年の調整過程に類似している。このような在庫波動が生まれた原因については、今回と36～37年に共通する二つの背景を指摘することができる。一つは、長期に及ぶ高度成長の結果、好況の持続性について過度の自信を持ち、金融引締めの開始にもかかわらず、調整に対する適応が遅れたことである。いま一つは、高度成長をリードしてき

た大型設備投資が、いわゆる「投資が投資を呼ぶ」過程を過ぎ、供給能力の過剰として重くのしかかってきたため、操業度維持の観点から、増産、増販体制を簡単には解くわけにいかなかったことである。

このようにして大量な過剰在庫が積み上がる過程で45年4～6月に年率3.5兆円に達した在庫投資(40年価格)は、45年下期中に同1.6兆円もの大幅な落込みを示した。46年にはいると、金融緩和効果の着実な浸透もあって、上期中の落込みは小幅化した。なお9千億円の減少を示し、7～9月期に至ってようやく下げ止まりとなった(年率1兆円、前期比-1.6%)。

(輸出と財政支出の下ざさえ)

夏ごろまでの景気調整過程におけるいま一つの特色は、輸出と財政支出が景気を下ざさえたことである。第1表に明らかなように、46年7～9月までの1年間にこの両者だけで5.2%の実質成長率を実現しうる拡張効果(実質成長率に対する寄与度)をもったが、これは前2回の調整局面(各4.3%、3.0%)に比してかなり高い。

今回の調整局面で輸出と財政支出の伸びが高かった理由については、後にそれぞれの個所で詳述するので、ここでは輸出の景気下ざさえ効果が今回とくに大きかった事情を、次の2点から指摘するにとどめよう。

第1に、輸出は元来広範な産業連関的需要誘発効果をもっているが、近年、その輸出の中でもとくに生産誘発効果の高い品目(たとえば鉄鋼、船舶・自動車、電気機械等)のウエイトが高まっているため、全体として輸出の景気下ざさえ効果が大きくなっていることである。いま産業連関表を用い、輸出構造の変化を織り込んだうえで、それぞれの景気調整期における「輸出によって直接、間接誘発された総生産」の成長寄与度を算出すると、今回(45/IV～46/Ⅲ)は5.4%と、前回(40年

中、4.3%)、前々回(37年中、12.5%)を大きく上回っていたことがわかる。

第2に、不況期の輸出ドライブによって輸出が伸びる場合、従来は輸出価格の低落を伴うのが常であったが、今回は世界的なインフレーションが激化していたため、輸出物価の上昇と輸出量の増加が同時に実現した。つまり、輸出は単に量的な意味で景気を下ざさえただけでなく、収益効果を通じてその役割を果たしたのである。

なお、輸出と財政支出以外の最終需要項目の動向については、後にそれぞれの個所で詳述することとし、ここでは次の点を確認しておこう。46年夏ごろまでの景気調整は、在庫投資の落込みを中心とするものであったが、そのことは、個人消費、民間住宅投資および設備投資の屈折が重要な意味をもっていたことを否定するものではない。すでに述べたとおり、引締め開始後1年間におけるこれら需要項目の伸び率鈍化は、意図せざる在庫投資を増加させ、45年下期以降の在庫リセッションの条件を形成した(第2表参照)、また46年夏ごろまでのリセッションの過程でも、これら需要項目の伸び率鈍化によるデフレ効果は無視しえない大きさであった(第1表参照)。とくに、本来スタビライザー機能が期待される個人消費と民間住宅投資が、今回の調整過程(45/IV～46/Ⅲ)では実質成長率を1.7%ポイントほど引き下げる形となっており、この点ではむしろ40年の調整過程に近かったといえよう(第1表参照)。また設備投資の屈折は、前2回の調整局面ほど鋭角的ではなかったが、それでも46年7～9月に至る1年間の実質成長率を3.3%ポイント引き下げる程度の効果をもっていた(第1表参照)。

(2) 景気底入れのきざし

(在庫調整の一巡)

以上のような実質GNPの停滞傾向を映じ、46年上期中の鉱工業生産および出荷の伸びは一段と

低下し、とくに生産はほぼ横ばい(前年下期比+1.0%)にとどまった。生産を財別にみると(第3表参照)、設備投資関連の一般資本財の増勢が大きく鈍化したほか、耐久消費財がカラー・テレビの大幅減産を中心に微減となり、またこれら最終需要財の停滞とディーラー、ユーザー段階の在庫調整を映じて、生産財も落込みを示した。

しかし、ここで見のがせないことは、46年上期中に、生産、出荷が停滞するなかで、景気回復の

(第3表)

鋳工業生産、出荷、在庫の推移

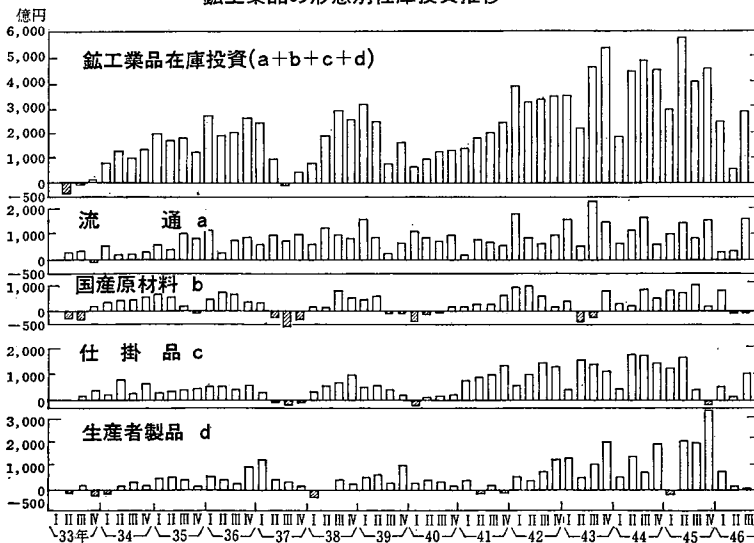
(季節調整済み、前期比・%)

	生産			出荷			在庫		
	45/下	46/上	46/下	45/下	46/上	46/下	45/下	46/上	46/下
鋳工業	4.8	1.0	3.0	3.0	2.2	2.6	17.1	2.4	2.7
一般資本財	12.2	2.7	-5.1	8.4	1.6	-2.3	37.4	24.2	-7.4
資本財									
輸送機械	3.7	7.2	9.5	2.6	8.5	7.1	13.0	44.4	-10.0
建設資材	1.9	1.0	2.6	2.7	0.2	3.1	13.8	7.2	7.5
耐久消費財	3.0	-0.5	10.8	2.9	4.2	8.1	5.4	-10.0	-8.2
非耐久消費財	2.6	2.2	0.8	2.1	3.3	0.5	17.0	0.5	8.7
生産財	2.9	-0.6	3.9	1.9	0	2.7	15.0	3.8	7.8

(注) 1. 生産、出荷は期中平均、在庫は期末月の比較による。
2. 上・下期別は暦年ベース。

〔第1図〕

鋳工業品の形態別在庫投資推移



資料：通産省。

素地が徐々に形成されつつあったことである。この点は、製品在庫の増勢が46年にはいると目だつて鈍化し、4月ごろにはほぼ横ばい(製品在庫投資ゼロ)に転じたことに端的に現われている。景気循環におけるこうした製品在庫動向の意味を明らかにするため、過去の景気調整期における在庫循環(第1図参照)の典型的なプロセスを整理してみると、①中間段階(流通および原材料)における在庫圧縮に伴いメーカー出荷が減少し、製品在庫が急増する段階、②これに対処してメーカーの減産が始まるものの、減産に伴う原材料仕入れの抑制が出荷を相乗的に縮小させるため、製品在庫が引き続きかなりの増加をたどる段階、③流通・原材料在庫の調整一巡とメーカー側の減産継続によって、製品在庫の増加が止まる段階、の三つに大別できるが、46年4～6月ごろの状況は、マクロ的にみるかぎり、在庫調整がこうした③の局面にはいつつあったことを示している。

もっとも、財別にはかなり跛行的な動きが認められた。たとえば、汎用の資本財については、設備投資の落込みがようやく目だちはじめたことに加えて、電卓等の販売競争が激化したこともあり、引き続き大幅な在庫増加がみられたし、比較的強気の生産計画が維持された自動車でも、同様の傾向がみられた。しかし、その一方で、45年末にかけて

累増したカラー・テレビの在庫は、更年後急テンポで減少したし、また調整の遅れていた生産財でも、4～6月期になると、鉄鋼、化学、繊維等主要業界でようやく在庫の増勢鈍化、ないし減少がみられ、これらを中心に、製品在庫は全体としてみると、前述のようにほぼ横ばいに転じたのである。

(景気底入れの動き)

こうした在庫調整の進捗を背景に、7月ごろから米国の新経済政策が発表されるまでの8月中ごろにかけて、いくつかの景気指標に底入れの動きがみられはじめた(第4表参照)。

まず商品市況では、7月初めごろから底値感が広がり、8月央にかけて鉄鋼、繊維を中心に小幅ながら反発に転じた。これには、ディーラー、ユーザー段階の在庫調整が一巡し、一部で在庫補充の動きが出はじめたことが響いていた(前述の在庫循環の③の段階)。

また生産、出荷の動きをみても、春闘スト減産の反動で6月に大きくはね上がったあと、9月まで強含みに推移し、7～9月通計では、生産+3.7%、出荷+2.5%(季節調整済み、前期比)とそれぞれ増加を示した。生産の増加状況を財別にみると、7～9月の増産は、主として耐久消費財と生

産財によるものである。このうち耐久消費財では、在庫調整の完了に伴うカラー・テレビのフル生産体制復帰と、クーラー等夏物家電製品の大幅増産が中心であり、また生産財で増加した鉄鋼、化学、機械部品等では、商品市況の反発や耐久消費財増産の波及効果が響いている。

企業マインドの推移を示す諸指標にも、この時期には立直りのきざしがみられた。45年春以来減勢をたどってきた機械受注(船舶を除く民需)や新規求人数は、46年夏ごろには下げ止まりから若干の増勢に転じていた。こうした企業マインドの変化ないしは前述の生産動向を映じ、7、8月ごろの所定外労働時間や常用雇用数も強含みに転じ、銀行券平残の増加率も一時的に高まった。

このようにみえてくると、45年下期以降の景気後退要因を、便宜上、①短期の在庫循環、②在庫調整に誘発されながらも自律的なストック調整の性格をあわせもった設備調整(後述)、③乗用車需要の屈折とカラー・テレビ需要の急激な落込み(後述)、の三つに大別した場合、46年の夏ごろには、①の在庫循環は調整の一巡から上昇局面にはいりつつあり、③の耐久消費財需要の落込みもようやく正常な水準に復しはじめ、こうした状態がしばらく続いたならば、いずれは②の設備投資も誘発されることが期待される状況ではなかったかと思われる。

(3) 国際収支の黒字拡大

(総合収支の記録的な黒字)

このように、景気がゆるやかな後退局面からしだいに底入れの段階にはいりつつあるなかで、国際収支の黒字幅は拡大の一途をたどっていた。これは、今回の景気調整が、国内物価の安定をおもな目標とし、国際収支の黒字下で実

夏 ぐ ろ の 景 気 底 入 れ 指 標

	45年	46年							
	10～12月	1～3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10～12月
卸売物価	△ 0.4	△ 0.6	0.3	0.3	0.3	0.9	0.0	△ 1.5	△ 1.2
鉱工業生産	△ 0.6	2.0	△ 4.1	0.0	2.4	6.4	2.4	△ 0.9	△ 0.4*
鉱工業出荷	△ 0.6	2.3	0.6	△ 1.8	2.1	1.5	3.6	△ 3.6	△ 1.5*
機械受注 (船舶を除く民需)	△ 18.4	21.8	△ 13.7	△ 26.1	51.3	24.2	△ 6.2	△ 39.2	△ 35.2*
新規求人	△ 0.4	△ 5.7	△ 6.2	△ 11.5	△ 3.3	4.9	△ 4.5	△ 7.3	△ 4.5*
所定外労働時間 (製造業)	△ 3.5	△ 5.8	△ 9.6	△ 6.7	△ 2.4	3.6	2.1	△ 4.5	△ 5.7*
銀行券平残	3.0	3.6	4.0	4.3	4.6	4.6	4.6	3.3	2.1

(注) 1. 季節調整済み前期(月)比増加率(%)。ただし、前月比は3ヵ月移動平均の増加率を四半期率に換算したもの。

2. *印は、10～11月平均の7～9月平均比増加率。

施されたので、ある程度当然の動きであったといえよう。

米国の新経済政策発表を契機とする国際通貨危機の影響は、次の節でまとめて考察することとし、この節では、いわゆる変動為替相場への移行の影響が出る前の46年8月ごろまでの国際収支動向を中心に分析してみよう。

円高相場の影響が出る前という意味で、46年1～8月の総合収支をみると、6,696百万ドルの記録的な黒字(前年同期264百万ドル)を示現しており、外貨準備も8,115百万ドル増加して8月末には125億ドル(前年同月35億ドル)の巨額に達していた。このような総合収支の黒字拡大に対する項目別寄与率をみると(第5表参照)、基礎的収支の黒字拡大と短期資本収支(誤差脱漏項目を含む、以下同じ)の黒字拡大とが、5割ずつ寄与している。わが国の国際収支構造は、39年ごろまでの経常収支赤字、長・短資本収支黒字の時代から、40～42年の経常収支黒字、長期資本収支赤字、基

礎的収支および総合収支ほぼ均衡の時期を経て、近年は貿易収支の黒字拡大を主因に、基礎的収支と総合収支でかなりの黒字を計上するようになっていた(第5表参照)。46年1～8月中は、このような傾向の中で、5月のマルク投機と8月のドル交換性停止に伴う通貨危機が生じたため、輸出前受け金の流入を中心に、3,740百万ドル(うち5月中601、8月中2,514各百万ドル)に達する短期資本収支の黒字となったのである(なお輸入面では、一般に輸入ユーザンスを期限いっぱい利用していたので、決済段階のラグズが生ずる余地はほとんどなかった)。

このような外貨の流入は、長期資本収支の面にもみられた。46年1～8月中の長期資本収支は、234百万ドル(前年同期1,145百万ドル)の赤字にとどまったが、これは、本邦資本が、船舶引渡し増による延払い信用供与の増加や、世銀貸付、米輪銀受益証書の購入などを反映して流出幅を拡大したものの、外国資本が、対日証券投資の著増(1～

(第5表)

国際収支構造の変化と46年中の国際収支

(単位・百万ドル)

	年平均額			45年		46年		変化額		寄与率	
	37～	40～	43～	(A)	1～	(B)	1～	(B-A)	1～	年間	1～
	39年	42年	45年								
経常収支	△ 436	665	1,712	1,970	804	5,898	3,190	3,928	2,386	62.3	37.1
貿易収支	204	1,779	3,397	3,963	2,124	7,900	4,508	3,937	2,384	62.5	37.1
輸出	5,652	9,401	15,800	18,969	11,865	23,650	14,887	4,681	3,022	74.3	47.0
輸入	5,448	7,623	12,403	15,006	9,741	15,750	10,379	744	638	- 11.8	- 9.9
貿易外収支	△ 591	△ 981	△ 1,497	△ 1,785	△ 1,171	△ 1,748	△ 1,161	37	10	0.6	0.2
移転収支	△ 49	△ 133	△ 188	△ 208	△ 149	△ 254	△ 157	- 46	- 8	- 0.7	- 0.1
長期資本収支	249	△ 678	△ 662	△ 1,591	△ 1,145	△ 1,161	△ 234	430	911	6.8	14.2
基礎的収支	△ 187	△ 13	1,051	379	△ 341	4,737	2,956	4,358	3,297	69.1	51.3
短期資本収支	149	127	370	724	494	2,993	2,985	2,269	2,491	36.0	38.7
誤差脱漏	20	△ 57	165	271	111	△ 53	755	- 324	644	- 5.1	10.0
総合収支	△ 18	57	1,586	1,374	264	7,677	6,696	6,303	6,432	100.0	100.0
金融勘定											
外貨準備増減	171	2	798	903	31	10,836	8,115	9,933	8,084		
その他	△ 129	55	829	593	355	△ 3,031	△ 1,291	△ 3,624	△ 1,646		

(注) 外貨準備増減には、ゴールド・トランシュ算入額(39年)、SDR配分額(45、46年)を含む。

8月中1,040百万ドルの受入超)を中心に、大幅な流入超となったためである。

(輸出の高水準持続)

国際収支の黒字拡大の基本的原因である貿易収支の動向に目を転ずると、1～8月中、輸出は前年同期比+25.3%と引き続き高い伸びを維持した反面、輸入は同+6.4%と国内景況の不振を反映して低い伸びにとどまったため、貿易収支の黒字幅は4,508百万ドルと前年同期に比し倍増していた。

輸出が高水準の伸びを続けたさう勢的な原因としては、わが国の輸出構造が、引き続き伸び率の高い重化学工業にシフトしていることが指摘できる。近年の世界の需要構造は、加工度の高い機械、化学のウエイトを高めているが、これに対応し、わが国輸出の重化学工業品比率は、46年第1～3四半期中74.3%(前年72.4%)と引き続き上昇しているため、全体の輸出伸長率はそれだけ高まっている。

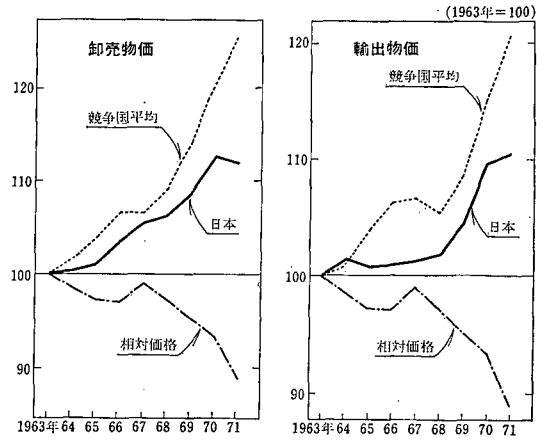
しかし、46年中輸出がとくに大きく伸びた原因については、次のいくつかの事情を指摘することができる。

第1は、海外の需要が引き続き高い伸びを示したことである。世界輸入(実質)の増加率は、44年+10.7%、45年+8.5%とかなり増加したあと、46年上期も前年同期比+10.9%と、40～45年平均(+8.9%)を上回る増勢を維持した。とくにわが国輸出の31%を占めるアメリカの輸入(実質)は、1～8月中、前年同期比+13.6%(45年中+3.5%)と最近の平均(40～45年+10.4%)を大幅に上回る伸びを示した。もっとも、この間の米国の輸入需要には、鉄鋼の備蓄買い、港湾スト見越しの繰上げなどの特殊事情もあったことは見のがせない。

第2は、わが国交易条件の好転である。わが国の輸出価格は、世界的インフレーションの高進を背景に顕著な上昇を示したため、それだけで1～8月の輸出額は前年同期に比し654百万ドル増加

〔第2図〕

主要国の卸売物価、輸出物価の推移



(注) 1. 1971年は1～9月平均指数。競争国平均指数は、米国、西ドイツ、フランス、英国、イタリアの5ヶ国の指数を貿易額ウエイトにより加重平均。

2. 相対価格 = $\frac{\text{日本の物価}}{\text{競争国の平均物価}}$

した。海外物価の上昇はわが国の輸入価格の上昇にも反映されたため、それを差し引いても、交易条件好転による黒字拡大は435百万ドルと、この間の貿易収支黒字拡大額の約2割に及んでいる。

第3は、わが国輸出の価格競争力が一段と強化されたことである。わが国の輸出価格は、上述のようにかなり上昇したが、これはあくまで世界的インフレーションに便乗した値上げが中心であり、わが国の卸売物価自体は景気調整策の奏功もあって安定していたため、わが国輸出物価の上昇率は、競争国のそれを下回っていた(第2図参照)。

(景気鎮静と貿易収支の黒字)

最後に、国内景気の鎮静化から設備の稼働率が低下し、輸出圧力が増大したことも輸出伸長の一因として見のがせない。とくに今回は、前述のように輸出価格を引き上げることが可能な輸出環境にあったため、過去の不況期の出血輸出とは質的にも異なった強い輸出ドライブがかかった。

このような景気鎮静化の影響は、より端的に

は、輸入面の着実に現われたといえよう。とくに46年上期までの景気後退が、輸入誘発の最も大きい在庫投資(40年IO表によれば在庫投資の輸入誘発係数0.179、最終需要平均では0.087)の落ち込みによるものであったため、その影響は大きかった。たとえば、輸入(実質)の鉱工業生産に対する弾性値をみると、46年1～8月中は0.69と前年(1.27)を大きく下回っている。このように在庫調整の影響が輸入面に強く現われたのは、輸入素原材料を使用する生産財生産が、在庫調整の影響からとくに不振に陥ったこと、および国内にある輸入品在庫一般についても調整が起こったことによるものである。ちなみに品目別にみると、原油がOPECの値上げの影響もあって著増したほかは、ほぼ軒並みに輸入増加率が低下しているが、とくに金属原料(46年1～8月の前年同期比-3%)、繊維原料(同+2%)の低迷が目だっている。

2. 米国の新経済政策の衝撃

実体経済と国際収支は、46年夏ごろにかけて、以上のような推移をたどっていたが、8月15日に至り、米国の新経済政策が発表され、わが国経済は、翌16日以降の為替不安、および28日以降の為替変動幅制限停止に伴う円相場の上昇というこれまでに経験したことのない事態に直面した。その直接的な影響は、まず輸出成約の停滞に現われた。同時に、それまでの景気後退過程において景気を下ざしてきた輸出が、今後、景気抑制要因に転化するのではないかという懸念は、企業マインドを再び冷却化することとなった。

(1) 輸出成約の停滞と回復

(輸出業者の対応)

まず輸出成約は、8月16日以降、一時全面的に停滞したが、これは輸入課徴金の負担問題を含め先方の輸入業者と価格交渉をやり直す必要が生じたこと、通貨調整の先行き見通し難から、一時、

既成約分を食いつぶしながら模様ながめをしようという態度が強まったこと、先物為替によるリスク・カバーができなくなったことなどによるものであった。このうち、輸入課徴金の負担問題については、総じて本邦側に有利な形で交渉が進展し、とくに自動車、家電、カメラ等では、ほぼ全額輸出市場の小売価格への転嫁が可能となった。一方、円相場上昇に見合った外貨建輸出価格の引上げ交渉は、価格競争力の著しく強い一部品目を除いて、難航したケースが少なくなかった。

しかし、多角的通貨調整がある程度長期化するとの見通しが強まるにつれ、企業の為替相場変動に対する適応は徐々に進み、秋ごろから、新規商談もしだいに軌道に乗りはじめた。このため、輸出成約は10月以降回復傾向を示し、年末には、総じて円フロート前の8～9割程度の水準にまで回復したものとみられる。

このように、輸出成約が予想外に早く回復しはじめた大きな背景には、企業が国内不況長期化の予想に伴い、操業度維持の観点から引き続き輸出志向を強めざるをえなかったことが指摘できよう。企業としては、不況深刻化のおりから、従来の輸出依存体制を早急に改めることはむずかしく、採算悪化をある程度覚悟しつつ、輸出努力を継続せざるをえなかったとみられる。

もっとも、商品によっては、外貨建輸出価格の引上げに耐えうるような価格競争力を持っており、極端な採算悪化を招くことなく、輸出を継続しえたことは見のがせない。たとえば、小型乗用車、オートバイ、高級織物、自社ブランドの弱電等では根強い海外需要にもささえられて、米国輸入課徴金や円高を輸出地の販売価格引上げに転嫁することが可能であった。

このほか、企業の為替相場変動に対する慣れと中小企業の輸出円滑化のための外貨預託制度の恩恵も輸出成約回復の重要な要因である。9月以降

の対米ドル相場は、小刻みに円高の歩みを続け、相場の非連続的な変動が回避されたため、業者の適応は比較的円滑に進み、9月中ごろからは、先行きの相場動向を予想しつつ、自主レートによる仮仕切り方式で商談を進める動きが、しだいに一般化しはじめた。また10月以降の中小企業輸出予約関係外貨預託の実施は、市場一般の先物ディスカウント率に比し大幅に割安なコスト(年率3.625%)で予約することを可能にした。このため、中小企業ではこれを積極的に利用する動きが広がり、期近物中心に、輸出成約を回復させる一因となった。

輸出成約回復のいま一つの要因として、先行きの円高予想に基づくリーズがあったことも無視しえない。

秋以降にみられた成約および船積み段階のリーズとしては、大幅切上げ等いっそうの円高を見越した国内輸出業者のリーズのほか、わが国の価格競争力の強い商品については、外貨建輸出価格の引上げを見越した海外輸入業者のリーズもあった。また特殊事情として、政府間協定(繊維)や自主規制(欧州向け鉄鋼)を見越したリーズおよび米国西海岸港湾スト再突入懸念に伴うリーズも加わった。

(46年中の国際収支)

以上のようないくつかの要因によって、為替不安にもかかわらず、輸出成約は顕著な回復を示したが、こうした成約の回復に加え、既契約分の船積み段階におけるリーズもあって、輸出は9月以降年末まで、引き続き大幅な伸びを示し(10~12月の季節調整済み前期比+3.9%)、結局、46年中の輸出は23,650百万ドルと前年を24.7%上回る著増を記録した。

一方輸入面では、長期契約物が多いうえ、もともと景気低迷を反映して年初から輸入抑制努力を続けていたので、9月以降、契約および入着段階

で新たなラグズを起す動きはほとんどみられず、むしろ米国港湾ストの解決から、輸入は秋ごろに一時高まりをみせた(10~12月の季節調整済み前期比+6.8%)。しかし基調としては、夏ごろまでの落ち着きがそのまま年末まで続き、46年中の輸入は、15,750百万ドルと前年比5.0%増にとどまった。その結果、46年中の貿易収支は、7,900百万ドル(前年3,963百万ドル)という巨額な黒字を計上した。

一方、短期資本収支では1~8月に大幅な流入をみた輸出前受け金等の逆流は比較的少なかった。これは、前受け金の性質上、当該輸出が実行されるまでは引き落とされないうえ、船舶関係の頭金、1件1万ドル未満の小口前受け金等の新たな流入もあり、さらに大きな背景としては、通貨調整に決着がついた12月後半においてさえワイド・マージン内の円先高を予想する向きもあったことから、逆流を急ぐ動機に乏しかったためである。その結果、9~12月の短期資本収支の流出超は800百万ドルにとどまり、46年中の短期資本収支は、2,940百万ドルの大幅黒字となった。

この間、長期資本収支では、10月以降、外国資本の対日証券投資が逆流しはじめ、赤字幅は拡大したが、逆流の額は小さく、46年を通計すると赤字幅は1,161百万ドルにとどまった(前年1,591百万ドル)。

以上の結果、46年中の総合収支は7,677百万ドルの黒字に達し、外貨準備は、年間10,836百万ドル増加し、15,235百万ドルで越年した。

(2) 新たな在庫調整の開始

(在庫水準の見直し)

このように、国際収支は米国の新経済政策発表の衝撃が加わったあとも大幅な黒字を持続したが、しかしこのことは、国内経済に対して国際収支面からデフレ効果が加わらなかったことを意味するわけではない。外貨建輸出額の増勢は9月以

降も鈍化しなかったが、この間、為替相場は円高の一途をたどっていたので、実質輸出量および邦貨手取額では、微減に転じていた(季節調整済み実質輸出量の前3ヵ月平均比、9～11月-0.7%、季節調整済み邦貨建輸出額前期比、10～12月-1.8%)。したがって、出荷および企業採算に対しては、輸出は秋以降、明らかにデフレ効果を及ぼしはじめたのである。

このような現実のデフレ効果と、先行き輸出減退を契機に再び大幅な景気後退が起こるのではないかという懸念は、企業の投資マインドに大きな影響を与えずにはおこななかった。

まず在庫投資への影響をみると、前述のとおり、米国の新経済政策が発表される直前には、流通・原材料在庫の調整一巡と製品在庫の増勢頭打ちという在庫調整の最終局面にはいつていたが、景気後退の懸念に伴う売上げ予想の弱気化により、再び在庫水準の見直しが行なわれ、新しい在庫調整の動きが表面化することとなった。

まず、8月下旬から11月中旬にかけて、鋼材、非鉄(電気銅等)、繊維(合繊糸、綿糸等)等を中心にディーラーおよびユーザー段階の買控えが生じ、これに伴う流通・原材料在庫のシフトから生産財の製品在庫の増加が再び目だちはじめた。こうした動きを反映し、夏ごろに底入れの動きを示していた商品市況も、これらの生産財を中心に反落に転じ、11月前半までに6月の底値を下回る二番底を示現したのである。

一方、こうした流通・原材料在庫の再調整と後述する設備投資態度のいっそうの冷却から、生産財と一般資本財の出荷は鈍化し、これらの業種を中心に生産態度は弱気化したため、仕掛品在庫の調整も再び始まった。

(新たな在庫調整の深度)

こうして始まった新しい在庫調整の深度は、どの程度の大きさであろうか。いま過去の在庫調整

終了時におけるGNP在庫率(在庫ストック÷最終需要)と在庫投資の対GNP比率を調べ、46年7～9月のそれと比較してみると、第6表のとおりである。GNP在庫率にはゆるやかに上昇するトレンドがあるので、その水準を判断するにはトレンドからの乖離度をみる必要があるが、46年7～9月のトレンドからの上方乖離は、0.5%ポイントと過去のボトム時(0.1～0.3%ポイント)よりわずかに高い。また在庫投資の対GNP比率も1.7%と過去のボトム時(0.5～0.6%)を上回っている。したがって、過去との比較から判断するにすぎず、46年7～9月期にはたしかに在庫調整の余地が残っていたと考えられるが、ただその余地はそれほど大きなものとは思われない。たとえば、いまかりに47年1～3月にGNP在庫率がトレンドまで低下するような在庫調整が進捗すると仮定して試算してみると、最終需要の伸びが年率4～6%であれば、47年1～3月までの半年間の在庫投資落込み額(40年価格)は、せいぜい1～5千億円にすぎない。これは3.5兆円から1兆円へ2.5兆円も落ち込んだ46年上期までの1年間の在庫調整に比べるとかなり小幅である。

新しい在庫調整の規模が比較的小さいのでは(第6表)

在庫調整終了期の指標

	36～37年	39～40年	最近期
在庫調整の期間 (在庫投資の山→谷)	4 四半期 (36/IV～ 37/IV)	4 四半期 (39/I～ 40/I)	5 四半期 (45/II～ 46/III)
ボトム時の 在庫投資水準 (同対実質 GNP比率)	— 億円 1,283 % (— 0.5)	— 億円 1,775 % (0.6)	— 億円 10,280 % (1.7)
ボトム時の GNP在庫率 (同トレンドから の乖離、%ポイ ント)	% 26.8 (+ 0.3)	% 27.1 (+ 0.1)	% 30.8 (+ 0.5)

- (注) 1. 在庫投資額は季節調整済み実質(年率)。
2. I～IVは暦年の四半期。
3. 在庫率のトレンド=0.25873+0.00024t+0.00002t²
ただし、35年第1四半期=1

いかということ、在庫投資を回帰分析することによっても、ある程度確認することができる。いま四半期別在庫投資を、経済活動の規模、金融の繁閑、商品需給(物価変動で代理)および適正在庫ストックへの調整の4変数で説明する回帰方程式を計測してみると、第3図のとおりである。これによると、46年7～9月に在庫調整が一巡したのは、適正在庫ストックへ調整するための在庫抑制がなお続いていたものの、経済活動がようやく上向きに転じ、また金融緩和が浸透したためであることがわかる。10～12月以降は、米国の新経済政策発表を契機に、経済活動が頭打ちとなった結果、金

融変数以外の3変数は、いずれも在庫投資を抑制する要因として働いているように思われる。ただ先行きの調整の規模をこの回帰式で推計してみると、経済活動が強含み横ばい程度にとどまっても、金融緩和が一段と浸透し、需給バランスの悪化も鈍るほか、適正在庫ストックへの調整も進捗するので、だいたい5千億円前後にとどまるものと一応推計される。

このような新しい在庫調整の動きを在庫形態別にみると、流通在庫投資については、11月中ごろまでに買控えの動きがほぼ一巡し、12月にはいつて鋼材等に補充買いの動きもみられ、つれて商品市況も底入れ模様となっているので、比較的早めに進捗しているようにうかがわれる。これに対して製品在庫投資は、夏ごろまでの調整がまだまだ十分ではなかったうえ、8月以降、再び後ろ向きの在庫が積み上がったので、調整は47年に持ち越されている。また仕掛品在庫投資と原材料在庫投資も、企業の生産態度が慎重さを失わないかぎり、なお弱含みに推移するものとみられる。

(3) 設備投資計画の減額修正

(投資計画の手直し)

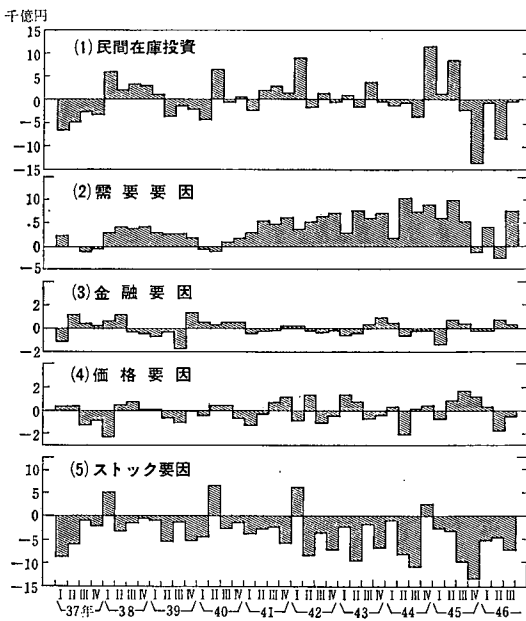
次に、秋以降の実質輸出量の頭打ちと先行きの景気後退懸念が、企業の設備投資動向に及ぼした影響を分析してみよう。

民間設備投資(GNPベース、実質値)は、45年春ごろから増勢が目だって鈍化し、46年にはいると、非製造業設備投資が金融緩和を背景に根強い増勢を維持したにもかかわらず、製造業設備投資の停滞傾向が一段と強まったため、7～9月期まで大勢横ばいに推移した。

このような状況下で、企業マインドに新しいショックが加わり、設備投資計画の見直しが始まった。その一端は、設備投資の先行指標である機械受注(船舶を除く民需)が、9月以降大きく落ち込んだことにはうかがわれる(季節調整済み平均の前3

〔第3図〕

民間在庫投資変動要因分析(寄与額)



(注) 1. 40年価格、季節調整済み年率。
 2. (3)および(4)は目盛を拡大して図示、(5)には残差を含む。
 3. 試算計測式

$$J = 781.986 + 93.551\phi - 801.072(i-1-i-2) - 216.899KJ$$

$$(9.169) \quad (644.658) \quad (103.203)$$

$$(Pw/Pw-1) - 1.041KJ-1$$

$$(0.113)$$

$$(\bar{R}=0.911, SE=325.5, DW=1.201)$$
 J: 民間在庫投資
 ϕ : 鉱工業生産指数(40年=100)
 i: 全国銀行貸出約定平均金利(%)
 Pw: 卸売物価指数(40年=100)
 KJ: 民間在庫ストック

か月平均比、3～5月-0.8%、6～8月+11.6%、9～11月-26.6%。また46年11月に実施した日本銀行「主要企業短期経済観測」の46年度設備投資計画をみると、8月調査のそれに比し、製造業では石油、造船を除き各業種が軒並み減額修正しており、その結果、全体の修正率は-4.7%、前年度実績比では-6.6%に落ち込んでいる。とくに、輸出比率の高い鉄鋼、繊維、電気機械、自動車、および需給ギャップ拡大の著しい化学において、需要見通しの修正を背景に、着工繰延べ、ないし中止の動きが目だっている。

一方、非製造業では、電力、運輸、建設、不動産等の設備投資意欲は根強く、計画修正率は全体で-1.5%と小幅にとどまり、前年度比+29.9%と引き続き高い伸びが見込まれている。

(ストック調整の評価)

このように、秋以降、需要見通しの弱気化、ないし先行きの見通し難を背景に、設備投資計画を減額修正する動きが広がっているが、いうまでもなく設備投資の変動は、こうした需要要因のほか、供給能力の動向、金融の繁閑、収益動向、設備更新の動きなどによっても影響される。そこで、以下、設備投資に影響するこれらの要因を考察し、そのうえで46年秋以降の設備投資減退を総合的に評価してみよう。

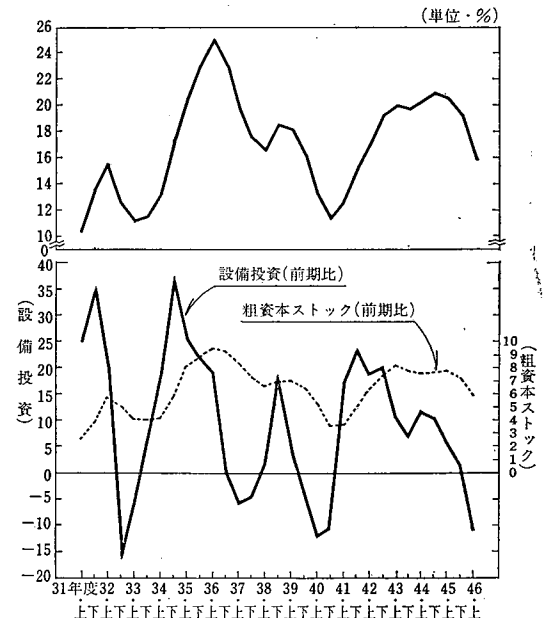
まず供給面における設備ストックの動向、ひいては供給能力の推移を検討してみると、41年以降、石油化学(エチレン)、合繊(とくにポリエステル)、紙・パルプ(とくに板紙)、電機(カラー・テレビ)、自動車(乗用車)等いくつかの業種において大型投資が盛り上がり、製造業の設備投資水準は著しく高まったので、製造業設備投資の設備ストックに対する比率は、43年度上期から45年度上期にかけて、著しい高水準で推移した(第4図参照)。ところで、この設備投資の期初設備ストックに対する比率は、期中の設備除却を捨象すれ

ば、設備ストックの増加率にはかならない。事実、第4図に示したとおり、設備ストックの前期比増加率も、43年度上期から45年度上期にかけて高い伸びを続けた。この設備ストックの伸び率は、短期的に限界資本係数に大きな変化がないとすれば、ほぼ供給能力の伸び率に見合っていると考えてよい。換言すれば、上記業種の大型投資の盛り上がりにより、わが国製造業の供給能力は、43年度上期から45年度上期にかけて、著しく高い伸びを続けたのである。

その後製造業の設備投資は、金融引締めの影響や上記業種の大型投資の一巡などから、45年度下期以降、増勢は鈍化し、46年度上期には純減に転じた。しかし、ここで注目すべきことは設備投資がすでに著しい高水準に達しているので、設備投資が若干減少しても、設備投資の設備ストックに対する比率、ひいては設備ストック(=供給能力)の増加率はあまり低下しないことである(第4図

〔第4図〕

設備投資比率の推移(製造業)



- (注) 1. 設備投資および粗資本ストックは経済企画庁調べ。
2. センサス局法による季節調整済み実質値。
3. 設備投資比率=期中設備投資÷期初粗資本ストック。
4. 45/上以降は日本銀行調査局推定。

スが著しく悪化している業種では、金融緩和だけで計画全体を増額修正させる力はもちろんないが、金利低下を通じて収益減を多少とも食い止め、投資マインドのいっそうの冷却を下ささえる効果があることは見のがせない。また公害防止投資、工場等の安全投資、研究所の拡張、老朽建物の建替え等いずれは手をつけなければならない計画の繰上げ着工が、金融緩和によって促進される動きも散見される。

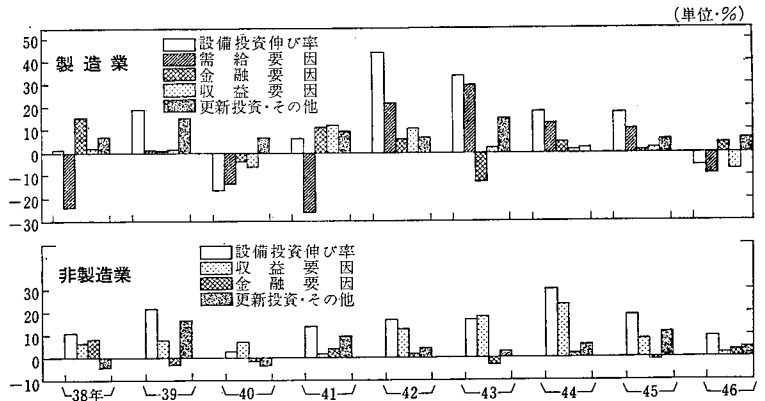
また、老朽設備更新の動きも、不況局面における設備投資下ざさえ要因として無視しえない。とくに生産調整に伴って休止した設備を、そのままスクラップ化するなど、不況期には一段と更新が促進される傾向が認められる。

以上、製造業設備投資の動向に影響するおもな要因を検討したが、最後に、それぞれの要因がどの程度設備投資の変動に寄与しているかを調べるため、製造業設備投資を回帰分析してみると(第6図参照)、46年の設備投資減少は、需給バランスと収益の悪化による投資抑制要因が、金融緩和と更新投資の増加などによる投資拡大要因を上回った結果であることがわかる。しかし第6図に示した抑制要因と拡大要因のバランスや、過去

の投資回復局面における各要因の寄与度などから判断すると、この回帰分析によってみるかぎりでは需給バランスか、収益か、いずれかの悪化が止

〔第6図〕

設備投資変動要因分析試算(寄与度)



- (注) 1. 業種別設備投資は経済企画庁調べ。ただし、45~46年は日本銀行調査局推定。
- 2. 46年は46年1~9月の前年同期比。
- 3. 変動要因分析には日本銀行統計局推計の次の計測式を用いて試算。

$$(1) IF2 = 231.7038 + 0.1868 \frac{5-t}{(3.92)} \left[\frac{5-t}{10} (K\phi R2 \cdot \phi - KF*2 - 1) \right]_{-t} + 209.35 \left[\frac{2}{3} \left(\frac{3-t}{3} AVAIL \right) - t \right]_{-t}$$

$$\phi - 1 + 0.0219KF*2 - 1 + 11.57 \left[\frac{1}{2} \frac{1}{2} \left(\frac{\Delta YC2}{YC2-1} \right) - t \right] \phi + 0.7674IF2 - 1$$

(1.66) (3.77) (8.16)

(R²=0.993, SE=107.0, DW=2.14)

$$IF3 = -77.1463 + 0.8132 \frac{4}{(4.87)} \left[\frac{5-t}{10} \frac{YC3\phi}{PIF} \right]_{-t} + 10.71 \left[\frac{2}{3} \left(\frac{3-t}{3} AVAIL \right) - t \right]_{-t}$$

$$\left[\frac{4}{2} \left(\frac{5-t}{10} - \frac{YC3\phi}{PIF} - t \right) + 0.0253KF*3 - 1 + 0.5358IF3 - 1 \right]$$

(1.69) (4.90)

(R²=0.992, SE=104.9, DW=2.27)

- IF2: 第2次産業設備投資
 - IF3: 第3次産業設備投資
 - KF*2: 第2次産業設備粗ストック
 - KF*3: 第3次産業設備粗ストック
 - KφR2: 均衡資本係数
 - YC2: 第2次産業法人所得
 - YC3φ: 第3次産業法人所得(金融保険を除く)
 - φ: 鉱工業生産指数
 - PIF: 民間設備投資デフレター
 - AVAIL: アベイラビリティ
- ただし、均衡資本係数およびアベイラビリティは次式による。

$$K\phi R2 = \frac{17.398 \left(\frac{1}{4} \frac{3}{0} WPIM - t \right)}{\left(\frac{1}{4} \frac{3}{0} PIF - t \right) \left\{ 0.1925 - RC1 \times \frac{1}{4} \frac{4}{1} \left(\frac{KF}{KF*} \right) - t \right\} \times \frac{1}{4} \frac{3}{0} \left(\frac{100 \cdot DF}{PIF \cdot KF - 1} \right) - t} + \frac{(1 - RC1)}{\left\{ 1 - 0.521RC1 \times \frac{1}{4} \frac{4}{1} \left(\frac{KF}{KF*} \right) - t \right\} \times \frac{1}{4} \frac{3}{0} RLB1 + 2}$$

- KF: 民間企業設備純ストック
- KF*: 民間企業設備粗ストック
- WPIM: 卸売物価指数(工業製品)
- RC1: 法人一般税率
- DF: 民間企業資本減耗引当
- RLB1: 都銀貸出約定平均金利
- RLB2: 地銀等貸出約定平均金利

$$AVAIL = -0.0048 + 0.4024 \frac{\Delta LBPSA}{LBPSA-1} - \frac{IF + II - SC - DF}{LBPSA-1}$$

$$LBPSA = \frac{LBP}{SFLBP} \times 100$$

- LBP: 銀行対民間貸出(含み貸出調整済み)
- SFLBP: 銀行対民間貸出季節要素
- IF: 民間企業設備投資
- II: 民間企業在庫投資
- SC: 法人貯蓄

まれば、製造業の設備投資も、やがてゆるやかな回復局面にはいる可能性もあるように思われる。

(非製造業の設備投資)

次に非製造業の設備投資動向をみると、その増勢は45年以降鈍化はしているが、46年中も底堅い伸びを維持した。これは、基本的には非製造業に対する需要が、個人消費支出や財政支出の伸びを背景に、根強い増加基調にあるためである。

46年秋以降は、通貨調整を契機とする新しい景気後退の中で、賃金所得の伸び率が鈍化し、つれて個人消費支出も伸び悩むとみられるので、この面からは非製造業の設備投資にも抑制的な影響が及ぶものと思われる。しかし、非製造業は、製造業に比し、輸出減少の直接的な影響は少なく、反面、建設、流通関連部門等には、公共投資拡大の好影響がある。また非製造業設備投資では、ふだん、信用のオペラビリティの低い中小企業のウェイトが6割強と高いので、金融緩和の影響が、製造業に比し半年ほど早めに現われる傾向が認められる。

これら諸要因の非製造業設備投資に対する寄与度をみるために、非製造業設備投資を回帰分析してみると(第6図参照)、45~46年の増勢鈍化は収益の伸び悩みに負うところが大きいですが、ただ46年になると、金融緩和が設備投資の拡大要因として目だちはじめていることがわかる。今後、金融緩和がいつそう浸透し、収益も減益に転ずることはないと考えられるので、非製造業設備投資は、電力、建設・不動産、卸・小売、サービス等を中心に、比較的底堅い伸びを続けるものと見込まれる。

(4) 再び景気後退へ

(大きい投資減退の影響)

以上、米国の新経済政策発表を契機とする通貨調整の動きが、わが国の輸出、在庫投資および設備投資に与えた影響を考察したので、最後に、秋

(第7表)

鉱工業出荷の変動(輸出、内需別)

(季節調整済み、単位・%)

	総出荷 (前期比)	輸 出		内 需	
		伸び率	寄与度	伸び率	寄与度
45年10~12月	-0.6	4.7	0.4	-0.8	-1.0
46年 1~ 3月	2.3	6.7	0.6	1.4	1.7
4~ 6〃	0.5	5.8	0.6	0.1	-0.1
7~ 9〃	2.5	2.2	0.2	2.4	2.3
10~12〃	-0.5	-2.3	-0.4	-0.1	-0.1

(注) 通産省「鉱工業出荷内訳表」による。

以降の景気後退の動きを、生産、出荷、在庫の面から検討してみよう。

新しい景気後退の動きは、7~9月に増勢を示した鉱工業生産および出荷が、10~12月に再び弱含みに転じたことに端的に現われている(生産3.7→△0.2%、出荷2.5→△0.3%)。いま、出荷の変動を輸出、内需別にみると(第7表参照)、輸出の総出荷に対する寄与は、10~12月にはマイナスに転じている。しかし、寄与度から判断すれば、10~12月に出荷が弱含みとなった主因は、内需の反転に求められる。

生産動向を財別にみても、10月以降の減少は、一般資本財と生産財が設備投資停滞の長期化に伴う受注残の食いつぶし、商品市況反落(その背景に流通・原材料在庫調整)を契機とする減産の強化などから減少したことが大きく響いており、輸出の減少よりも、企業投資減退の影響のほうが大きかったことがうかがわれる。

(小幅な製品在庫増)

この間、製品在庫は、9月までの半年間、ほぼ横ばいに推移してきたが、10月からは再び増勢に転じた。これには、家電製品の滞貨整理が一巡し、逆に積極的な在庫積み増しに転じたこと(とくにクーラー)がかなり響いている。しかしそればかりではなく、ユーザーと末端ディーラーの段階における在庫の再圧縮のしわ寄せから、主要生

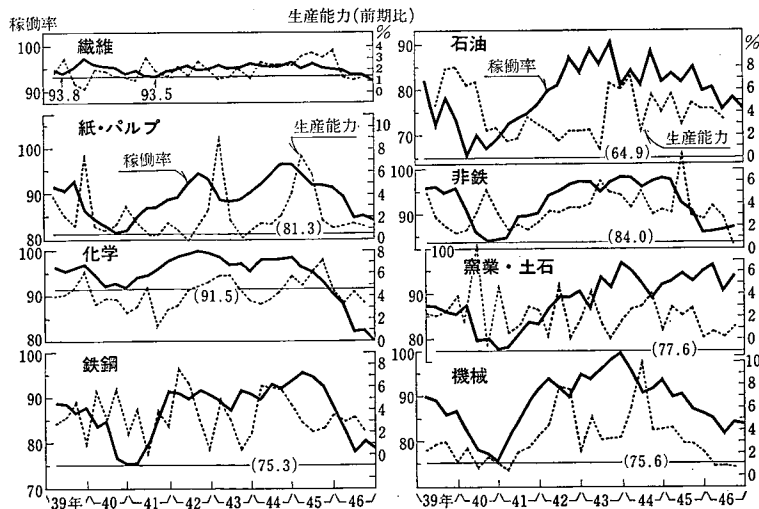
産財で新たな滞貨が発生しはじめたほか、住宅建設資材やトラック等需要停滞業種でも、新たな意図せざる在庫が積み上がった。

ただ、注目されるのは、10～12月中の製品在庫増加幅は前期比2.6%と、45年春ごろの在庫調整開始当時と比べてかなり小幅にとどまっており、流通、原材料在庫の再調整が一巡した12月には、早くも増勢頭打ち(12月、前月比横ばい)の気配を示していることである。これは第1に、すでに考察したとおり、46年夏までの大規模な在庫調整の結果、在庫を再調整する余地があまり大きくないためであろう。第2に、46年の終わりごろから本年初にかけて、鉄鋼、板紙、化学等の業界で次々と不況カルテルが結成されたことに現われているように、企業の減産体制がいち早く強化されたことが指摘されよう。

もっとも、この結果、製造業の稼働率は、7～9月期にいったん上向いたあと、10～12月期には再びかなり低下し、84%程度になったものと推定される。この水準は、40年のボトム時(40年10～12月、78.5%)よりはまだいくぶん高めであるが、

[第7図]

製造業業種別稼働率および生産能力



(注) 稼働率は通産省指数にトレンド修正を施したもので、46年10～12月は10～11月の平均。
生産能力は能力生産指数+稼働率(トレンド修正値)として算出。

ピーク(45年4～6月、96.5%)からの落差としては、今回のほうがかなり大幅(-11.8ポイント、39～40年当時は-7.9ポイント)である。業種別に稼働率の水準をみると(第7図参照)、公共投資の増加を背景に窯業・土石製品ではかなり高いほか、石油、機械等でも40年当手をまだ上回っている。これに対し、鉄鋼、非鉄、紙・パルプ、繊維等では40年当時と大差なく、また大型エチレン・プラントの完工があいついだ化学では、40年当時をはるかに下回る低水準である。ただ、化学等ごく一部を除き、大型設備の完工がほぼ一巡しつつあるため、各業種とも46年末ごろの生産能力の伸びは、かなり低めになっている(第7図参照)。

3. 不況下の物価、雇用、収益動向

昭和46年の日本経済は、以上のように、2段階の不況を経験したが、そのような不況下で、物価、雇用および企業収益が、どのような推移をたどったかを次に考察してみよう。

(1) 卸売物価の安定と消費者物価の高騰

46年中におけるわが国物価動向の特徴は、海外の根強いインフレーションの中で、ひとりわが国の卸売物価が弱含みに推移したこと(年平均の前年比は-0.7%と9年ぶりに反落。米国、英国、西ドイツ、フランス、イタリアは+3.2～7.8%)、およびその反面で、消費者物価は不況下にもかかわらず、高騰を続けたこと(東京、年平均上昇率+6.3%)である。

(卸売物価の下落要因)

まず卸売物価の動向をみると、卸売物価は45年10月の金融引締め解除後になってよう

やく軟化が目だちはじめ、46年にはいってからも、6月まで弱含みに推移した(46年1～6月は-0.5%の低下)。これを品目別にみると(第8表参照)、鉄鋼、繊維原糸等いわゆる市況商品の下落がとりわけ目だっており(非鉄金属を含めた市況3(第8表)

品目の1～6月間下落率-2.8%、対総平均寄与率77%)、その他の品目では、石油・石炭・同製品(OPECの原油値上げにより1～6月間で+9.2%)、機械器具、窯業製品等は春ごろからむしろ値上がりの動きを示した。また、用途別にみる

卸売物価騰落状況(46年中)

(単位・%)

	ウェイト	1～6月		7～8月		9～12月		46年中		45年中
		騰落率	(寄与度)	騰落率	(寄与度)	騰落率	(寄与度)	騰落率	(寄与度)	騰落率
総平均	1000	- 0.5	(- 0.44)	+ 0.3	(+ 0.23)	- 1.0	(- 0.95)	- 1.2	(- 1.17)	+ 1.1
食料品	157	- 0.8	(- 0.15)	+ 1.4	(+ 0.24)	+ 0.2	(+ 0.05)	+ 0.8	(+ 0.14)	+ 4.2
繊維品	107	- 0.6	(- 0.06)	- 1.0	(- 0.11)	- 1.4	(- 0.15)	- 3.0	(- 0.33)	+ 4.4
鉄鋼	97	- 4.3	(- 0.40)	+ 0.8	(+ 0.07)	- 4.0	(- 0.36)	- 7.4	(- 0.69)	- 3.4
非鉄金属製品	44	+ 0.8	(+ 0.03)	- 0.4	(- 0.02)	- 7.5	(- 0.32)	- 7.0	(- 0.30)	- 21.6
機械器具	38	- 0.6	(- 0.02)	+ 0.2	(+ 0.01)	- 0.8	(- 0.03)	- 1.2	(- 0.05)	+ 3.6
石油・石炭・同製品	221	+ 0.1	(+ 0.02)	+ 0.1	(+ 0.02)	- 0.1	(- 0.02)	+ 0.1	(+ 0.02)	+ 1.2
木材・同製品	55	+ 9.2	(+ 0.46)	+ 0.2	(+ 0.01)	- 2.1	(- 0.12)	+ 7.1	(+ 0.36)	+ 6.6
窯業製品	62	- 4.8	(- 0.36)	+ 1.0	(+ 0.07)	+ 0.3	(+ 0.03)	- 3.6	(- 0.27)	+ 0.7
化学製品	30	+ 1.1	(+ 0.04)	- 0.1	(- 0.01)	+ 0.1	(+ 0.00)	+ 1.1	(+ 0.03)	+ 5.2
紙・パルプ・同製品	76	+ 0.3	(+ 0.02)	- 0.4	(- 0.03)	- 0.3	(- 0.02)	- 0.4	(- 0.03)	+ 0.4
雑品	34	- 1.0	(- 0.03)	- 0.1	(- 0.00)	+ 0.1	(+ 0.00)	- 1.0	(- 0.03)	+ 5.8
	79	+ 0.4	(+ 0.03)	- 0.3	(- 0.03)	- 0.2	(- 0.01)	- 0.2	(- 0.01)	+ 3.6
工業製品	820	- 0.4	(- 0.31)	+ 0.1	(+ 0.09)	- 0.6	(- 0.56)	- 0.9	(- 0.78)	+ 1.6
うち大企業性製品	596	保合	(0.00)	+ 0.1	(+ 0.04)	- 1.1	(- 0.59)	- 1.0	(- 0.55)	- 0.4
中小企業性	210	- 1.2	(- 0.28)	+ 0.2	(+ 0.05)	+ 0.3	(+ 0.07)	- 0.7	(- 0.17)	+ 6.4
非工業製品	180	- 0.7	(- 0.13)	+ 0.7	(+ 0.13)	- 2.0	(- 0.39)	- 2.0	(- 0.39)	- 1.1
国内品(注)	871	- 0.7	(- 0.64)	+ 0.3	(+ 0.24)	- 0.4	(- 0.41)	- 0.9	(- 0.81)	+ 1.2
うち一般工業製品	516	+ 0.3	(+ 0.10)	+ 0.1	(+ 0.05)	+ 0.1	(+ 0.05)	+ 0.5	(+ 0.20)	
市況商品	128	- 2.8	(- 0.34)	- 0.1	(- 0.01)	- 4.2	(- 0.51)	- 7.0	(- 0.86)	
その他	227	- 1.5	(- 0.40)	+ 0.7	(+ 0.20)	+ 0.2	(+ 0.05)	- 0.6	(- 0.16)	
輸出品	55	+ 0.4	(+ 0.02)	+ 0.1	(+ 0.00)	- 2.8	(- 0.15)	- 2.3	(- 0.12)	+ 0.7
輸入品	75	+ 2.4	(+ 0.18)	- 0.1	(- 0.01)	- 5.5	(- 0.40)	- 3.3	(- 0.23)	+ 0.9
生産財	570	- 0.7	(- 0.42)	保合	(0.00)	- 1.0	(- 0.56)	- 2.5	(- 1.40)	- 0.4
資本財	100	+ 0.3	(+ 0.03)	保合	(0.00)	- 0.2	(- 0.02)	+ 0.1	(+ 0.01)	+ 1.8
消費財	233	- 0.5	(- 0.12)	+ 0.9	(+ 0.20)	+ 0.8	(+ 0.19)	+ 1.2	(+ 0.27)	+ 4.3
うち耐久消費財	54	- 0.7	(- 0.04)	+ 0.1	(+ 0.01)	+ 0.3	(+ 0.02)	- 0.3	(- 0.01)	+ 2.3
非耐久消費財	179	- 0.4	(- 0.07)	+ 1.0	(+ 0.18)	+ 0.9	(+ 0.16)	+ 1.5	(+ 0.27)	+ 4.9
輸出物価		+ 1.2		+ 0.2		- 2.1		- 0.7		+ 1.7
輸入物価		+ 1.9		+ 0.4		- 6.8		- 4.7		+ 1.3

(注) 内訳のうち市況商品とは、繊維原糸、鉄鋼製品、非鉄金属製品。また一般工業製品とは、市況商品、食料品、製材を除いた工業製品。

と、生産財が生産活動の停滞と流通・原材料段階の在庫調整進捗を映じて、45年5月ごろから引き続いて軟弱に推移し、とくに46年前半には、-0.7%の下落を示したことが注目される。

こうした市況商品を中心とする生産財の相場は、すでにみたように、46年夏ごろの景気底入れの動きを反映して7～8月には小反発に転じた。しかし、米国の新経済政策発表を契機とする新しい景気後退の中で、9月以降11月中ごろにかけて、市況商品は再び大きく反落し、46年を通じてみると、卸売物価全体を下押し最大の要因となった(第8表参照)。

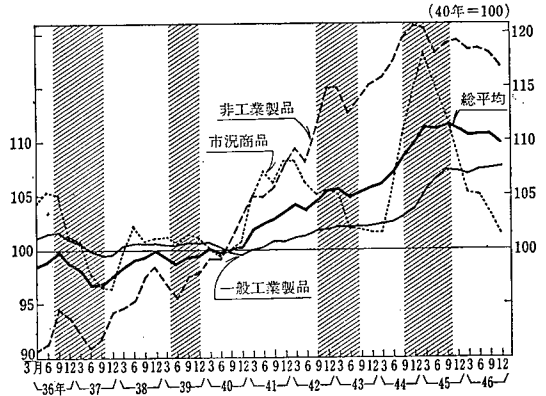
9月以降の卸売物価反落(9～12月 -1.0%)に対しては、こうした国内市況商品の二番底示現のほか、新たに起こった輸出入品の下落も大きく響いており、両者は、ほぼ半分ずつ寄与していた(第8表参照)。ただ月を追ってみると、鉄鋼、繊維、原糸、非鉄等を中心とする商況の軟化は、10月までに一巡し、11月中ごろからは、すでに述べた流通・原材料在庫の調整一巡を背景に下げ渋りを示したが、これに対し輸出入品の値下がりは一貫して続き、11月以降の総平均の下落は、ほとんどその影響によるものとなっている。

こうした輸出入品値下がりの原因を、輸出入物価指数を用いて推計してみると、9～12月中の輸出物価および輸入物価の下落率(それぞれ2.1%、6.8%)のうち、輸出物価については4.0%、輸入物価については7.8%が円相場上昇の影響であり、実際の物価下落率がそれらを若干下回っている分は、外貨建契約価格の引上げによるものである。

ここで卸売物価の動向をやや長期的にながめてみると(第8図参照)、総平均は46年中に弱含みに推移したとはいえ、41年以来の連続好況の過程で高まった水準はほとんど改まっておらず、しかもその主因は一般工業製品の下方硬直性にあることがわかる。また循環的にみると、今回の景気調整

〔第8図〕

卸売物価の推移



は、すでに検討したとおり、引締め期間中に大きく積み上がった過剰在庫が、引締め解除後に在庫リセッションを引き起こしたことに特徴があるため、卸売物価も、過去の金融緩和期とは異なり、引締め解除後、長期にわたって下押しを続けることとなった。

このような景気後退過程における需給の引きゆるみが、卸売物価の軟化にどの程度寄与したかを計量モデルによって推計してみると(第9表参照)、46年中の卸売物価総平均を3.1%ポイント引き下げる要因として作用していたことがわかる。一方賃金コストは、景気後退に伴う労働生産性の上昇頭打ちもあって、46年中に総平均を2.6%ポイント

(第9表)

卸売物価の要因別対総平均寄与度

(単位・%)

	46年				45年中	46年中
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月		
総平均	-0.54	0.00	0.00	-0.72	1.83	1.26
需給要因	-1.00	-0.86	-0.62	-0.66	0.32	3.13
コスト要因	0.56	0.83	0.91	0.05	2.06	2.34
賃金コスト	0.60	0.66	0.65	0.73	1.56	2.64
輸入物価	-0.05	0.16	0.26	-0.68	0.49	0.31
その他	-0.10	0.03	-0.29	-0.11	0.10	0.47

(注) 1. 総平均は原計数の四半期平均前期比上年率(ただし、年中は10～12月平均の前年同期比上年率)。
2. 日本銀行統計局の計量モデルにより試算。

ト押し上げる要因として作用しており、一般工業製品の下方硬直性の基本的背景をなした。この間輸入物価は、46年10～12月中に卸売物価総平均を0.7%引き下げる効果をもったが、これは前述のとおり円高相場の影響によるものであり、夏ごろまでは海外のインフレーションを反映して、逆にわが国卸売物価を押し上げる働きをしていた。

(第10表)

(消費者物価の高騰)

次に消費者物価の動向に目を転ずると、46年中の消費者物価(東京、以下同じ)は、年平均で+6.3%と、前年の上昇率(+7.2%)を下回ったものの、43年(同+5.8%)、44年(同+5.6%)の上昇率をかなり上回る上昇となった。46年の消費者物価上昇の内容を費目別ならびに特殊分類別にみると(第10表参照)、46年の特徴は、第1に、卸売物価低下にもかかわらず、工業製品が引き続き高騰を示したことにある。中小企業性製品が繊維製品、食料品を中心に騰勢を持続しただけではなく、大企業性製品も食料品の上昇テンポが高まったこと、耐久消費財の低下度合いが小さくなったことなどから、騰勢を強めた点が注目される。第2の特徴は、前年に大幅な上昇を示した農水畜産物が、季節商品の入荷増等から、年平均上昇率+2.6%と近年になく低い伸びとなったことである。と

くに野菜、くだものは前年の大幅騰貴の反動もあってそれぞれ-5.6%、-6.6%の低下となった。第3はサービス料金が一段と上昇したことである。これは、公共料金が比較的安定的に保たれたものの、理容衛生費、教育費、宿泊料等個人サービスや外食費が大幅に上昇したことが響いてい

消費者物価上昇率および同寄与率(東京)

(単位・%)

	ウエイト	年平均騰落(Δ)率								
		40年=100	45年=100	46年	寄与度	45年	寄与度	44年	寄与度	41～45年平均
総 合	1000.0	1000.0	6.3	6.30	7.2	7.24	5.6	5.56	5.5	
季節商品を除く	913.9	913.3	6.7	6.10	6.1	5.57	5.3	4.82	5.2	
大 費 目	(1)食 料	408.6	403.2	6.6	2.66	8.1	3.36	6.6	2.69	5.9
	季節商品	86.1	86.7	2.4	0.20	18.9	1.67	8.8	0.74	8.1
	生鮮魚介	26.8	27.1	21.0	0.56	15.7	0.53	11.1	0.35	12.2
	野 菜	34.5	33.6	△ 5.6	△ 0.19	27.2	0.85	8.3	0.25	6.9
	くだもの	24.8	26.0	△ 6.6	△ 0.17	12.6	0.29	6.2	0.14	4.7
	主 食	69.7	50.9	4.0	0.20	2.4	0.17	5.8	0.41	5.0
	(2)住 居	106.5	117.8	3.7	0.44	5.2	0.52	2.4	0.25	4.1
	(3)光 熱	44.7	37.2	1.6	0.06	0.8	0.03	—	—	0.3
	(4)被 服	129.8	124.3	9.2	1.14	10.6	1.36	6.2	0.79	5.7
	衣 料	89.5	88.3	9.5	0.84	11.1	0.98	5.9	0.52	5.8
	(5)雑 費	310.4	317.5	6.3	2.00	6.2	1.97	5.8	1.83	5.8
	理容衛生	43.6	33.7	7.3	0.24	7.4	0.31	5.0	0.21	4.9
	教 育	63.9	32.8	7.6	0.25	4.3	0.29	5.7	0.39	6.1
	教養娯楽	105.6	106.3	10.9	1.16	7.4	0.84	8.8	0.98	7.2
	特 殊 分 類	(イ)工業製品	426.8	435.9	6.2	2.71	7.0	2.95	4.8	1.92
大企業性製品		149.7	198.4	2.9	0.58	1.8	0.24	1.1	0.14	1.4
食 料		62.1	70.2	6.6	0.48	4.2	0.26	3.8	0.21	2.4
耐久消費財		28.4	41.3	△ 5.1	△ 0.22	△ 8.4	△ 0.21	△ 7.2	△ 0.18	△ 2.5
その他		59.2	81.6	3.7	0.32	3.2	0.19	2.3	0.11	2.1
中小企業性		277.1	237.5	8.9	2.13	9.4	2.71	6.7	1.78	6.0
製 食 料		122.2	106.2	8.7	0.92	8.0	1.04	7.9	0.94	6.2
繊維製品		95.4	94.1	9.4	0.88	11.2	1.09	5.9	0.53	5.8
その他		59.5	42.5	7.8	0.33	9.4	0.58	5.4	0.31	5.9
(ロ)出版物		23.7	28.1	14.7	0.41	9.7	0.26	11.8	0.30	8.4
(ハ)農水畜産物		187.5	165.7	2.6	0.43	9.2	1.77	6.6	1.29	6.7
(ニ)サービス		362.0	370.3	7.4	2.75	6.2	2.26	5.4	2.05	4.8
民 営 家 賃		33.4	41.4	5.0	0.21	6.2	0.21	4.6	0.16	6.1
公 共 料 金		133.8	132.3	1.7	0.22	3.8	0.47	2.2	0.28	3.3
個人サービス		152.4	131.3	10.8	1.42	7.4	1.20	7.7	1.28	7.2
外 食	42.4	65.3	13.8	0.90	8.7	0.38	7.1	0.33	6.8	

る。また、第4に、全体に占めるウエイトは比較的小さいとはいえ、新聞代、雑誌等出版物もかなりの上昇を示した(年平均上昇率は+14.7%と特殊分類項目中では最大の上昇)。

以上四つの特徴点をあげたが、46年の消費者物価は、季節商品を除けばむしろ45年よりも騰勢を強めたことが目だつ(季節商品を除く総合では、44年+5.3%、45年+6.1%、46年+6.7%と逐年上昇)。このような景気停滞下での消費者物価高騰は、37年不況(年平均上昇率+6.7%)、40年不況(同+7.2%)時にもみられた現象であるが、その主因は、不況下の労働生産性低下に基づく賃金コストの大幅上昇が、それまで根強く続いた消費需要を基本的な背景として、価格に転嫁されたためとみられる。とくに、サービス業、小売業あるいは製造業の中の中小企業などでは、賃金上昇が全体の動きよりやや遅れるため、賃金コストの物価上昇圧力も景気停滞下にあつてより強く顕現化してくること、また最近の傾向として、料金ないしマージン

に占める賃金以外のコスト(資本費、地代・家賃、広告宣伝費等)も上昇傾向に転じていることなどがコスト・アップをより大きくしているのではないかと思われる(第9図)。

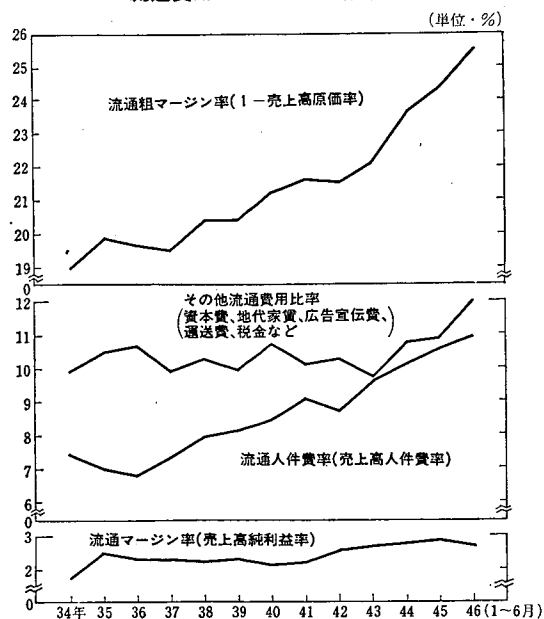
もっとも、46年の消費者物価に景気停滞の影響がまったく表われていないわけではない。たとえば、46年秋以降消費者物価にやや騰勢鈍化のきざしがみられるが、これには野菜、くだもの等の大幅下落の影響はあるものの、主因は、繊維製品、家庭雑貨、建材、医薬品等、工業製品にやや騰勢鈍化のきざしがみられはじめていたためであり、やはり消費需要や名目賃金の伸び率鈍化を通じ、あるいは卸売物価の低下がタイム・ラグを伴い、やがては消費者物価にも程度の差はあれ影響を及ぼしつつある証左とみられる。

(卸売物価と消費者物価の乖離)

以上、卸売物価と消費者物価のそれぞれについて46年の特徴をみてきたが、最近消費者物価に多少鈍化のきざしがみられるとはいえ、46年中を通じて両物価をみると、両物価の乖離はさらに拡大することとなった。こうした両物価乖離の原因等については、一般的には、①両物価を構成する品目に相違があるため、経済成長に伴う価格体系の必然的な変化を反映して消費者物価が相対的に上昇すること(消費者物価には、労働生産性向上の余地に乏しい生鮮食料品やサービス料金が含まれているうえ、一般工業製品でも労働集約的な品目が多く、そのウエイトも高い)、②景気の波及度合いならびに経路が各財ごとに異なり、卸売物価構成品目と消費者物価構成品目とは、影響にタイム・ラグを伴うこと、が指摘されているが、さらに46年中に乖離を拡大させた原因として、すでに両物価の特徴点のなかで指摘してきたように、③両物価の共通品目の上昇率を比較してもその差が拡大していることからわかるように、流通段階での粗マージンがこれまで以上に上昇しているこ

〔第9図〕

流通費用・マージンの推移



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」小売業。年間は四半期の平均。

と(第9図参照)、④卸売物価の中でみても、最近、市況商品等生産財がなお伸縮性を保持している反面、消費財を中心に下方硬直性が一段と強まっている品目が多いこと、などが認められる。このうち③と④は、卸売物価着落きの影響が消費者物価に必ずしも十分波及しにくくなっている要因であり、今後の問題点として注目されよう。

(2) 雇用、賃金、消費の着き

(個人可処分所得の伸び悩み)

次に、個人所得の動向に目を転ずると(第11表参照)、まず都市勤労者世帯の可処分所得は、45年10～12月期以降伸び悩みを続け、46年7～9月期には前年同期比でみて+11.3%まで落ち込んでいる(ちなみに45年7～9月は+15.3%)。これは、①春季ベア率や夏冬ボーナスの伸び率鈍化のほか、②製造業の稼働率低下を主因とする時間外手当収入の伸び悩み、③企業の求人減退や余剰人員の整理による雇用者数の伸び率鈍化など、企業の雇用態度が一段と慎重化したことが大きく響いている。

(第11表)

個人支出および所得関連指標の推移

(前年同期比、カッコ内は季節調整済み前期比、%)

	45年			46年			
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
個人消費支出(実質)	+7.8 (+2.3)	+9.1 (+2.9)	+7.1 (+0.9)	+8.7 (+2.3)	+7.6 (+1.3)	+5.7 (+1.0)	
民間住宅投資(実質)	+15.1 (+2.3)	+5.7 (-)	+6.7 (+0.5)	+4.1 (+1.5)	+4.7 (+1.7)	+5.7 (+1.6)	
都市勤労者世帯の可処分所得	+14.3 (+4.6)	+15.3 (+4.4)	+15.3 (+2.8)	+13.5 (+1.0)	+9.9 (+1.5)	+11.3 (+5.6)	+8.9* (+1.3)
名目賃金	+17.8 (+5.5)	+17.1 (+4.5)	+17.7 (+3.5)	+16.7 (+2.9)	+15.2 (+3.1)	+14.8 (+4.6)	+12.5 (+1.8)
所定外労働時間	-2.7 (+0.5)	-3.1 (-0.6)	-6.5 (-3.4)	-9.3 (-5.7)	-13.1 (-4.0)	-11.5 (+1.1)	-12.6 (-4.3)
常用雇用	+2.8 (+0.6)	+2.9 (+0.8)	+3.0 (+0.8)	+2.1 (-0.1)	+1.1 (-0.3)	+0.8 (+0.4)	+0.5 (+0.5)
新規求人	+8.9 (-1.9)	+1.3 (-2.4)	-5.3 (-0.5)	-10.1 (-5.6)	-13.5 (-6.1)	-13.3 (-1.2)	-16.2 (-4.4)

(注) *印は12月末詳のため10、11月平均。

まず、46年の春季ベア率は16.6%と45年(18.3%)を若干下回る伸びにとどまり、夏季ボーナスも前年比+14.9%(前年夏季+23.2%)と伸び率がかなりの落込みを示した。さらに冬季ボーナスは、ドル・ショック後の景況のいっそうの低迷を背景として、①企業側がボーナス交渉の長期化やストを生産調整の好機と受け取り、交渉に対する抵抗力を増したこと、②組合側としても要求未達額の拡大を恐れて要求姿勢を控えめにしたことなどから、前年比+4.5%(前年冬季+18.3%)と40年冬(前年比+0.6%)以来の低い伸びを記録した。

次に時間外手当収入は、所定外労働時間がかなりの落込みを示していることからみて、伸び率は大幅に鈍化しているよううかがわれる。所定外労働時間の動きをみると、稼働率の低下を映じて落込み幅が拡大し、46年5月には前年同月比-13.9%に達した。その後景気底入れの動きを反映し、6、7、8月と3ヵ月連続して小幅ながら回復気配がうかがわれたが、9月以降再び減勢を強めている。もっとも、所定外労働時間と製造業

稼働率との関係を40年不況時との比較でみると、一定の設備稼働率を維持するのに必要な所定外労働時間の水準は、労働生産性の上昇ないし資本集約化の進捗、企業の労働時間短縮努力などからかなり低下しており、したがって時間外手当収入の月収総額に占める割合は若干減少していると推定される。このため今回不況時にあっては、時間外手当収入の伸び悩みが個人所得に与えた影響は、比較的小さいよううかがわれる。

第3に企業の雇用態度の慎

重化による雇用者数の伸び鈍化の動きをみると、常用雇用(従業員数30人以上の企業、サービス業を除く)は46年1～3月期以降伸び悩みを続け、46年中では前年比+1.1%程度にとどまるものとみられる。このような雇用の伸び悩みは、企業の新規求人が45年4～6月期以降急速に伸び率鈍化傾向を強めてきたことに加え、ドル・ショック以降は自然退職の放置などによる余剰人員の整理の動きもみられたことによるものである。一般新規求人は、45年10～12月期に前年同期比-5.3%を記録して以来前年水準を下回り続けており、景気底入れがきざした7、8月には若干落込み幅が小さくなったものの、9月以降再び落込み幅が拡大し、10月には前年同月比-19.6%と40年10～12月期以来の大幅な減少となっている。もっともその落込み幅は40年不況ほどではなく、また落ち込んだあとの一般有効求人倍率は、なお42年並みのひっ迫基調にあり、大勢として労働力不足が解消したわけではない。業種別にみると、製造業が鉄鋼、化学、機械、繊維を中心に前年水準を30%以上下回っているのに対し、卸・小売サービス業は今のところ比較的堅調に推移しているのが特徴的である。

(個人消費と個人住宅投資の落ち着き)

以上の労働事情を背景とする個人可処分所得の伸び悩みを主因に、GNPベースの個人消費支出(実質、季節調整済み、前期比)は、45年7～9月期の+2.9%をピークに伸び率の鈍化傾向を続け、46年7～9月期(速報)には+1.0%と小幅な伸びにとどまっている。また都市、農村別の家計消費支出の動きを家計調査および農家経済調査によってみると、都市世帯の消費支出が45年10～12月期以降かなり急速に伸び悩んだのに対し、農家世帯の消費支出は比較的伸び悩みの程度が軽かったのが特徴的である。

一方、民間住宅投資(実質、GNPベース、季

節調整済み、前期比)の動きをみても、45年7～9月期に横ばいを示して以来46年7～9月期(+1.6%)まで停滞基調を続けている。

このような消費支出および民間住宅投資の落ち着きは、基本的には個人可処分所得の伸び悩みによるものであるが、同時に、①家電製品の買替え需要の一巡、②カラー・テレビの二重価格問題に端を発した消費者運動の影響、③住宅建設費用の高騰、などが響いていることも見のがせない。

これまでの消費性向の動きをみると、耐久消費財への支出が急増する時期には消費性向が高まり、それが一巡すると低下するという傾向が認められる。46年中は、カラー・テレビと乗用車の普及度がかかなり高まった一方、新しい耐久消費財が登場せず、既往分の買替えの周期からもはずれているため、消費性向の高まりはほとんどみられなかった。

また個人住宅建設については、量的には住宅難はひとところに比してかなり改善をみている反面、質的改善は地価高騰と建築費上昇によってはばまれているため、住宅ローンの緩和が必ずしも十分な投資刺激効果を発揮できないでいる事情は見のがせない。

(3) 企業収益の悪化

(最悪の収益率と余力を残す内部留保率)

最後に、企業収益の動向を分析してみよう。

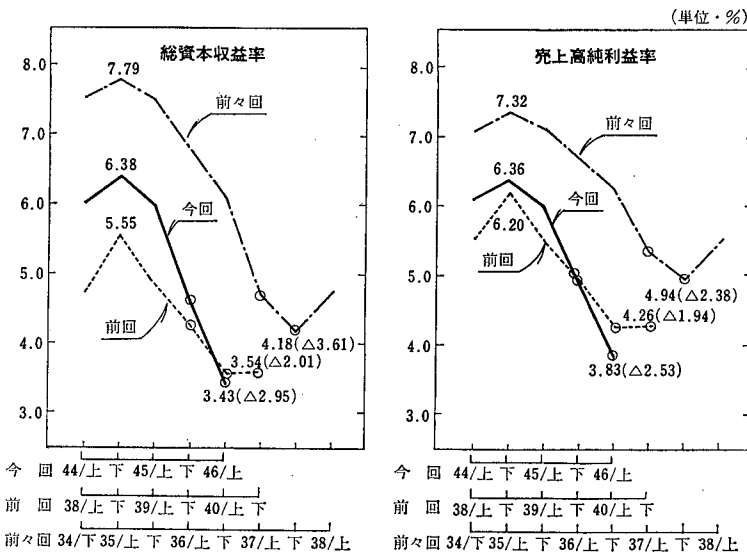
46年度上期における主要企業の売上げ高は、全産業で前期比3.5%の伸びにとどまり、当期純利益は同一16.2%と45年度下期(-9.8%)から2期連続の大幅減益となった(日本銀行統計局「主要企業経営分析」による有価証券報告書ベース)。製造業について業種別にみると、鉄鋼、非鉄、繊維等の落込みが大きいのが、その他業種でも造船、自動車を除いて軒並み減益が目だっている。

一方企業の収益力水準を示す総資本収益率、売上高純利益率(製造業)も、ここへきて一段と悪化

が目打ち、いずれも37年、40年不況時のボトムを下回り「経営分析」調査開始(26年度上期)以来、最低の水準にまで落ち込んでいる。前2回の不況時と比較した収益力の低下期間は、37年当時(5期)には及ばないものの、40年当時(3期)に匹敵しており、また、その落ち込み幅は売上高純利益率でみると前2回を上回っている(第10図参照)。

このような企業収益の大幅悪化の背景を製造業〔第10図〕

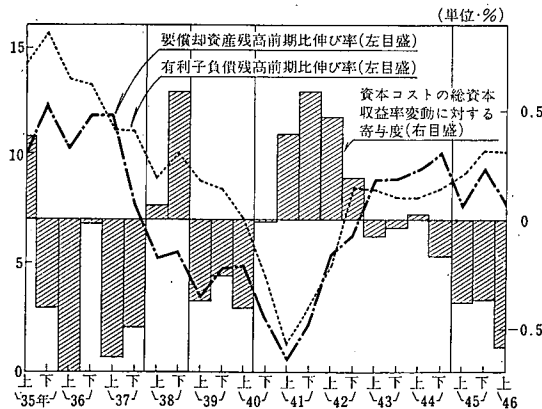
企業収益力指標の推移



(注) ○印は前期比減益期、カッコ内はピーク比落ち込み幅。
資料：日本銀行統計局「主要企業経営分析」製造業。

〔第11図〕

資本コストの総資本収益率変動に対する寄与度



全体としてみると(第12表参照)、資本コストと賃金コストの上昇が、ほぼ同じ割合で寄与しているようである。そこで、まず資本コストの動向を検討してみると、資本コスト(減価償却コスト+金融コスト)の総資本収益率変動に対する寄与度は、今回の場合、37年不況時ほどでないにしても、前回40年不況時をかなり上回るマイナス要因となっている(第11図参照)。これは、41~45年の設備投資

盛行による設備ストックの著増と借入金増大によるものである。ちなみに、企業の要償却資産残高および有利子負債残高の伸び率は、46年度上期末でそれぞれ+7.32%、+10.11%と40年不況時の収益力水準ボトム時(40/上)の+4.88%、+7.25%を大幅に上回っている(第11図参照)。

一方、賃金コストは、賃金率が46年ベース・アップ率の若干の低下(16.6%、前年18.3%、いずれも労働省調べ)、時間外労働の削減やボーナスの伸び率鈍化を映じた所定外給与と特別給与の伸び悩みなど

から、さすがに伸び率鈍化の傾向をみせたが、なお、伸び率の水準としてはかなり高く、一方では、労働生産性の上昇が小幅にとどまったため、引き続き大きな収益圧迫要因となっている(第12表参照)。

このような資本コストと賃金コストの動向を映じて固定費(第13表(注)参照)の増勢圧縮は進まず、増減益分岐点売上高増加率も43年度上期においてなお4.55%と前2回不況時のボトム(37年不況時3.14%、40年不況時2.59%)をかなり上回る水準にある(第13表参照)。

もっとも、こうした収益悪化にどの程度まで企業が耐えうるかという企業の不況抵抗力を考えるため、前回の40年不況時と今回の事情を対比してみると、前回は37年不況からの立直りが十分でなかったのに対し、今回は、①過去10期連続の増

収・増益のもとで内部蓄積の充実が積極的に図られてきたこと、②収益悪化に転じた後も配当政策面で引き続き慎重な仕ぶりを取り続けていること、などの点に大きな相違がみられ、それだけ企業の経営体質が強化されているとみてきしつかえ

(第12表)

総資本収益率変動要因別寄与率(主要企業・製造業)

(単位・%、< >内は変動幅、()内は変化率)

	35/上~ 37/下 (5期)	38/下~ 40/上 (3期)	44/下~ 46/上 (3期)	40年不況時			今回		
				39/上	39/下	40/上	45/上	45/下	46/上
総資本収益率	7.79→4.18 △100.0 <-3.61>	5.55→3.54 △100.0 <-2.01>	6.38→3.43 △100.0 <-2.95>	4.86 △100.0 <-0.69>	4.26 △100.0 <-0.60>	3.54 △100.0 <-0.72>	5.95 △100.0 <-0.43>	4.61 △100.0 <-1.34>	3.43 △100.0 <-1.18>
総資本回転率	△36.9 <-0.22>	△16.9 <-0.07>	△18.2 <-0.11>	△12.5 <-0.01>	△14.6 <-0.02>	△21.4 <-0.03>	△12.2 <-0.01>	△20.1 <-1.24>	△18.2 <-0.05>
うち有形固定資産 回転率	△12.8	△1.9	△7.6	4.8	△0.5	△6.4	△12.6	△6.6	△0.1
売上高純利益率	△63.1 <-2.38>	△83.1 <-1.94>	△81.8 <-2.53>	△87.5 <-0.68>	△85.4 <-0.59>	△78.6 <-0.67>	△87.8 <-0.37>	△79.8 <-1.1>	△81.8 <-1.1>
販売価格	△51.6 (-2.05)	△21.5 (-0.5)	51.3 (1.00)	△66.5 (-0.55)	43.9 (0.32)	△33.8 (-0.30)	419.4 (1.93)	△41.3 (-0.6)	△23.2 (-0.31)
生産コスト	△11.5 <0.43>	△61.6 <1.44>	△114.5 <3.76>	△21.0 <0.16>	△129.4 <0.89>	△44.8 <0.38>	△507.3 <2.36>	△38.6 <0.58>	△58.7 <0.82>
うち原材料コスト	141.2	51.2	27.9	143.6	△162.9	141.7	△34.4	32.7	45.1
原材料価格	34.0 (-2.43)	30.0 (-1.33)	26.9 (-1.69)	73.5 (-1.09)	△39.1 (0.52)	47.3 (-0.77)	△174.0 (1.44)	74.7 (-2.05)	42.4 (-1.06)
原材料投入率	107.2	21.1	1.0	70.3	△123.7	94.4	139.6	△42.1	2.7
人件費コスト	△5.6	△47.1	△46.8	3.6	△52.6	△90.0	△137.9	△6.7	△53.7
平均賃金	△44.8 (17.04)	△76.1 (17.69)	△74.6 (22.76)	△84.6 (6.56)	△77.4 (5.23)	△63.1 (4.96)	△248.9 (10.38)	△27.7 (4.16)	△59.0 (6.77)
労働生産性	39.2 (14.74)	29.1 (6.40)	27.7 (7.90)	88.3 (6.85)	24.9 (1.65)	△26.8 (-2.04)	111.0 (4.50)	20.9 (2.7)	5.3 (0.59)
金融コスト	△30.2	△29.1	△25.0	△2.0	△48.4	△38.7	△45.9	△16.1	△27.6
平均金利	2.7 (-2.45)	△3.2 (1.60)	△2.7 (2.05)	△3.9 (0.69)	△15.8 (2.40)	8.5 (-1.46)	△27.9 (3.07)	0.6 (-0.19)	2.8 (-0.81)
償却コスト	△23.8	△22.5	△20.6	△52.5	5.3	△17.9	△44.0	△11.7	△22.3
減価償却費	1.8	△19.5	2.3	△83.8	14.4	14.2	△4.4	3.4	3.5
仕入・外注コスト	△75.8	△36.8	△31.6	△64.8	△106.6	44.9	△201.9	41.9	△18.5

(注) 1. 販売価格：工業製品卸売物価指数(40年=100)、原材料価格：原材料卸売物価(40年=100)。

2. 生産コストおよび各種コストは次の算式による。

生産コスト=総費用/生産量×100%、各種コスト=各種費用/生産量×100%。

ただし、生産量=生産高/工業製品卸売物価指数×100、生産高=売上高+製・商品および仕掛品在庫増× $\frac{\text{売上高}}{\text{売上高}-\text{純利益}}$

〔第13表〕

増減益分岐点売上高増加率の推移

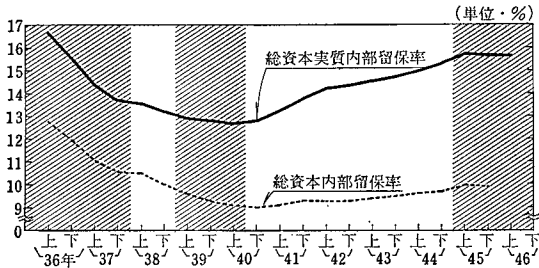
(経営分析ベース、単位・%)

	前期損益分岐点売上高比率	当期固定費増上率	1/限界利益率上昇率	増減益分岐点売上高増加率	実際の売上高増加率	純利益増減率
35 / 下	81.45	9.72	1.025	10.64	12.34	8.93
36 / 上	81.56	13.07	0.987	9.18	9.76	3.13
下	82.90	9.07	1.070	9.09	9.46	2.09
37 / 上	82.94	4.55	0.994	3.14	0.91	△14.30
下	85.55	3.87	1.012	4.59	4.03	△3.81
38 / 上	86.48	7.42	0.984	4.76	7.43	19.99
39 / 上	83.36	9.25	0.999	7.65	6.81	△5.04
下	85.22	5.23	1.021	6.62	5.59	△5.81
40 / 上	86.55	1.56	1.012	2.59	0.85	△12.89
下	88.22	2.37	1.010	3.11	3.62	4.37
45 / 上	82.48	9.77	0.995	7.48	7.41	0.66
下	83.61	6.07	1.013	6.42	3.89	△15.45
46 / 上	86.48	4.20	1.009	4.55	1.82	△20.25
	(89.31)					

- (注) 1. 増減益分岐点売上高増加率=前期損益分岐点売上高比率
 $\times \frac{\text{固定費増加率}}{\text{限界利益率上昇率}}$
 2. 限界利益率=1-変動費比率
 3. 固定費=販売費および一般管理費+労務費の5割+経費+営業外費用

〔第12図〕

企業の内部蓄積の推移



- (注) 1. 総資本実質内部留保率=内部留保額(資本剰余金+利益準備金+任意積立金+当期末処分利益剰余金+社内留保+新株払込資本準備金振替分)+総資本
 2. 総資本内部留保率=内部留保額+総資本

なかろう(第12図参照)。

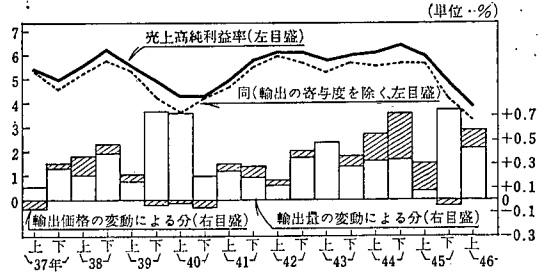
(円切上げの影響)

最後に、昨年8月末以降の為替変動から円切上げに至る一連の国際通貨調整の企業収益に与えた影響をみるため、輸出と企業収益の関係についてふれておこう。

日本銀行「主要企業短期経済観測」によれば、

〔第13図〕

売上高純利益率変動に対する輸出の寄与度推移



- (注)1. 日本銀行統計局「主要企業経営分析」ベース。
 2. 売上高純利益率変動に対する輸出の寄与度試算は次の算式による。

$$\frac{R}{S} = 1 - \frac{C}{QP} = 1 - C \cdot \frac{1}{QP} \text{ から } \Delta \frac{R}{S} = -\Delta C \cdot \left(\frac{1}{QP} \right) - 1 - \Delta \left(\frac{1}{QP} \right) \cdot C - 1$$

$$\Delta \left(\frac{R}{S} \right) = \Delta Qx \cdot \left(1 - \frac{R}{S} \right) - 1 \cdot \frac{Px-1}{QP} + \Delta Px \cdot \left(1 - \frac{R}{S} \right) - 1 \cdot \frac{Qx-1}{QP} \dots \dots (\because QP = QxPx + QdPd)$$

同様に

$$\Delta \left(\frac{R}{S} \right) = -\Delta Qx \cdot V - 1 \cdot \left(\frac{1}{QP} \right) - 1 \dots \dots (\because C = V(Qx + Qd + F))$$

ただし、Px: 輸出物価指数(40年=100)、Pd: 卸売物価指数・工業製品(同)、P: Px、Pd から日本銀行統計局「主要企業短期経済観測」の輸出比率を用いて合成、C: 総生産費用、V: 生産単位当り変動費、F: 固定費(労務費の全額を含む)、Q: 生産高+P(ただし、生産高=売上高+製商品、仕掛品在庫増)
 $\times \frac{\text{売上高}}{\text{売上高}-\text{純利益}}$

37年度上期から46年度上期までのほぼ10年間に、製造業の輸出比率は約2倍にまで上昇しているが、この間の売上高純利益(「主要企業経営分析」ベース)の増減に対する寄与率をみると、42~43年度以降輸出は売上高純利益率の高水準維持に大きく寄与しているうえ、最近年の寄与度のかなりの部分が輸出価格の上昇によるものであることが看取される(第13図参照)。

こうしたときだけに、円切上げの輸出採算に与えるインパクトが注目されるわけであるが、いまここで、輸出比率、輸入原材料投入率等につきいくつかの前提を置いたうえで、輸出入の円建価格低落による製造業(日本銀行「主要企業経営分析」ベース)の売上高純利益率の変化を試算してみると、製造業全体としては、輸出比率が輸入原材料投入率を上回っているため、輸出入価格が同じ率

で下落した場合には、売上高純利益率は減少することになるが、輸出価格の下落率が輸入価格のその2分の1で済んだ場合には、ほとんど影響は現われないという結果となった(もっとも、本試算では、価格変動に伴う輸出入量の変化を無視しているうえ、個々の産業ないし企業段階では前提が大きく異なることはいうまでもない)。

なお、円切上げの企業収益に対する直接的影響として、企業の外貨建資産・負債の評価損益の問題がある。全産業、もしくは製造業全体としてみた場合、資産、負債は相殺されて差損益はさほど大きくならない見込みであるが、造船、機械等一部業種では、巨額の長期延払い債権をかかえており、会計処理上の特例(1年超長期債権の評価替え繰延べ等)が認められる(企業会計審議会意見第4)などの措置が打ち出されてはいるが、なおかなりの収益圧迫要因となる見込みである。

4. 積極的な金融・財政政策の展開

46年中の経済は、実体面では以上のような推移をたどったが、これに対して、金融および財政面からは、かなり積極的な拡大政策が展開された。とくに金融面では、5月のマルク投機および8月のドル危機を中心とする短資の流入に対処し、弾力的な金融調節が図られ、また財政面では、過去の不況局面に比してかなり前向きにフィスカル・ポリシーが展開されたことが特色といえよう。

(1) 金融市場の緩和促進とオーバー・ローンの解消

(金融緩和と政策の推進)

昭和46年の金融政策の課題は、国内景気の順調な回復を図るため、金融緩和を円滑に推進することであった。このため日本銀行は、45年10月に公定歩合を0.25%引き下げて金融緩和政策に転じたあと、46年中には、1月、5月および7月の3回にわたって公定歩合を0.25%ずつ引き下げ、さら

に通貨調整に決着をみた12月には、一挙に0.5%引き下げ、昭和23年以来の最低水準である4.75%とした。

同時に、貿易収支の黒字拡大および短資流入を主因とする外為会計の大幅散超に対しては、主として本行貸出の回収によってそのかく乱的影響を機敏に中立化するとともに、基調的な金融緩和の進展を維持したのである。すなわち、日本銀行貸出残高は、45年末の2兆3,533億円から46年末の6,808億円へ、実に1兆6,725億円の減少をみたが、このうち約8千億円は、一般貸出(制度金融以外の日本銀行貸出で、大宗は貸出限度額制度の対象貸出)が減少したことによるものである。これにより都市銀行の恒常的な日本銀行借入れ依存、すなわちいわゆる「オーバー・ローン」は、31年以来、久方ぶりに解消した。残りの貸出減少は、主として外為資金貸付の回収によるものである。

このような貸出回収と並んで、余剰資金の弾力的な吸収をいっそう円滑にするため、日本銀行は8月19日以降、これまでの政府短期証券の売オペレーションを補完する手段として、売出手形制度を実施した。

(金融市場の急速な緩和)

このように、日本銀行が公定歩合の大幅な引下げ、オーバー・ローンの解消などにより、金融市場の緩和を促進したほか、外為会計の巨額な散超を主因に金融市場に大幅な資金余剰が発生したため、コール資金の需給は46年を通じて緩和基調をたどり、コール・レートは大幅な低下を示した(第14図参照)。

ここで46年中の資金需給の動向をみると(第14表参照)、年初来貿易収支の好調等を主因に散超傾向を強めてきた外為会計は、5月のマルク投機および8月のドル危機を契機とする短資流入を中心に巨額の散超を記録し、46年中の散超額は4兆3,998億円(45年中4,466億円)に達した。このため、

(第14表)

46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
銀行券増減(△)	△ 3,471	△ 2,807	11,988	10,254	8,517	7,447
財政資金揚(△)払	4,711	△ 6,642	27,013	4,741	31,724	△ 1,901
一 般 財 政	△ 9,391	△ 8,413	△ 2,883	2,046	△12,274	△ 6,367
純 一 般	△ 4,214	△ 2,927	△ 842	△ 2,235	△ 5,056	△ 5,162
(うち租 税)	(+18.0)	(+24.9)	(+ 9.4)	(+20.7)	(+13.7)	(+22.4)
(保険・郵便局)	(+36.9)	(+27.0)	(+36.2)	(+27.5)	(+36.5)	(+27.2)
国 債	△ 1,611	△ 1,564	△ 5,431	△ 1,660	△ 7,042	△ 3,224
食 管	△ 3,566	△ 3,922	3,390	5,941	△ 176	2,019
外 為	14,102	1,771	29,896	2,695	43,998	4,466
そ の 他	△ 1,860	△ 782	△ 2,151	△ 3,222	△ 4,011	△ 4,004
日銀信用増減(△)	△ 6,322	4,617	△12,874	8,735	△19,196	13,352
貸 出	△ 2,291	2,056	△14,434	2,060	△16,725	4,116
オ ペ 等	△ 4,031	2,561	1,560	6,675	△ 2,471	9,236
日銀貸出残高(期末)	21,242	21,473	6,808	23,533		

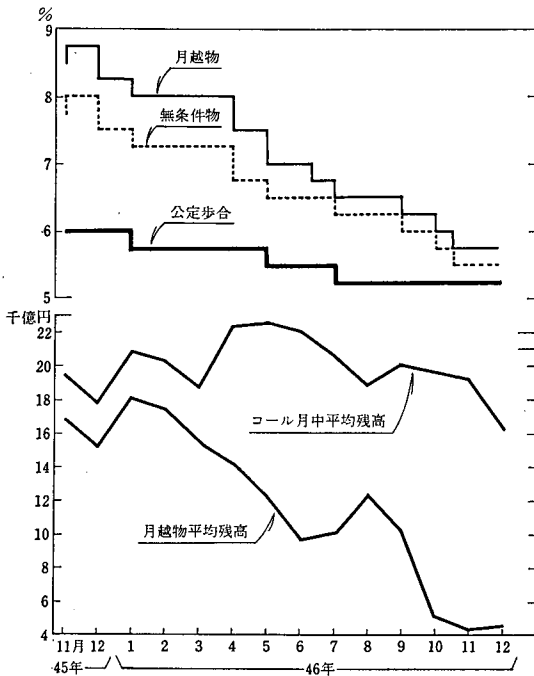
(注) 租税、保険・郵便局欄は前年同期比増加率(%)。

銀行券、一般財政による資金不足額が前年に比べてかなり拡大したにもかかわらず、金融市場では46年中1兆9,196億円の資金余剰と前年(1兆3,352億円の不足)とは様変わりとなり、前記の日銀信用の大幅な縮小をみたのである。

この間コール市場の取引内容をみると、都市銀行の取入れ意欲は、外貨流入などに伴う資金ポジションの大幅改善を背景に著しく消極的となり、とくに、先行き緩和基調が見込まれたことから、月越物コールの取入れ意欲減退が著しく、月越物の出来高が減少し、レート of 低下幅も月越物で最も大幅となった(第14

(第14図)

コール・レートとコール市場資金



図参照)。またコール・レートのあいつぐ低下につれて、出し手金融機関(とくに農中、全信連など資金集中機関)の収益悪化がしだいに避けられない状況となり、秋以降これら金融機関が収益対策上資金をコール市場からインター・バンク預金へシフトする動きが目だちはじめ、コール市場資金残高全体も伸び悩み傾向をみせるようになった(第14図参照)。

次に、財政資金対民間収支の動きをみると、外為会計を除いた一般財政は、前述のように46年中、1兆2,274億円の揚超と揚超傾向を強めている(45年は揚超6,367億円)。これは、金融緩和の進展による法人税の即納率上昇から、46年前半には租税の揚げが大きくなったことも影響しているが、基本的には、景気後退期にもかかわらず、従来と異なり、一般財政が揚超基調を強めるメカニズムが働いているためである。これは、主として資金

運用部関係で、①40年代における慎重な財投運用の結果、原資の規模と運用の規模に大きな開きが生じ、余資が大幅な増加を続けていること、②所得水準の上昇に伴う郵貯の好伸と厚生年金の受入れ本格化によって原資が著しい伸びを続けていること、などによるものであり、従来一般財政の対民間収支に内蔵されていたビルト・イン・スタビライザーの機能が、やや変化しているよううかがわれる。

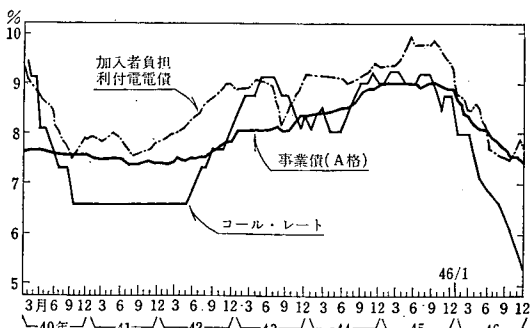
(資本市場への緩和浸透)

次に46年中の資本市場についてみると、上記のごとき金融市場の大幅緩和を背景として、公社債、株式両市場を通じて資金需給が著しく引きゆるんだことが特色である。

まず既発債流通市場をみると、金融市場の緩和が進むにつれ、余資運用に悩みはじめた中小企業金融機関、農林系統金融機関、前受け金流入増から手元余資急増をみた一部事業法人等の買い需要がおう盛となった一方、年末に近づくにつれ都銀筋の売却態度も資金ポジションの改善傾向を反映して慎重となったため、債券需給はひっ迫の度を強め、これを映じて既発債市場利回りは、年初来ほぼ一貫して低下傾向をたどった(第15図参照)。

〔第15図〕

既発債市中実勢利回りとコール・レートの推移



- (注)1. 既発債利回りは最長期の月末値、コール・レートは月越もの出し手レート月末値。
2. 加入者負担利付電債の利回りが46年10月以降上昇に転じたのは、銘柄変更のため。

このため、既発債市場利回りと新発債応募者利回りとの乖離は6月にはほぼ解消し、さらに発行条件の改訂をみた9月以降も既発債市場利回りが条件改訂後の新発債応募者利回りをかなり下回る状況が続いた。その結果、年末には、ほぼ全銘柄にわたって、市場再開(41年2月)以来最低の利回りとなった。

一方、株式市況は、年初来ほぼ一貫して上昇歩調をたどったが、ニクソン・ショック後みぞうの暴落を記録し、その後も国際通貨不安を背景に波乱含みで推移した。しかし、円切上げ後、年末までは、10日間の連騰となり、大納会の東証株価指数は199.45と暴落前のピーク209.00(8月14日)にいま一步のところまで達し、年初比33.8%高の水準で越年した。このように、円切上げ後急騰を示したのは、懸念されていた外人売りがさほど多くないうえ、円切上げによる輸出採算の悪化は先の暴落で織込み済み、不確実性解消は悪材料出尽くしと受け取られ、また今後の積極的な景気対策に期待が高まったことなどの事情も指摘できる。しかし、より基本的には、金融の大幅な緩和を背景に、事業法人、さらに投機筋等の資金が大量に流れ込んでいる一方、増資が企業流動性の著しい上昇と企業収益の悪化を背景に本年後半にはいって、製造業を中心に一段と減退傾向を強めている結果、株式の需給関係が著しく好転しているためとみられる。

次に発行市場をみると、46年の起債市場は、前述した流通市場の玉不足に示されるような起債環境の著しい好転から、事業債の起債額が著増をみたほか、国債等公共債が景気対策の一環として大量増発をみたこと、世銀債等円建外債の発行がいくつかあったことなどが特色で、このため起債規模は大幅に拡大した(第15表参照)。

また、6月末、経団連資本対策委員会で「事業債発行市場の弾力化案」が合意され、これを背景

(第15表)

起債および増資状況(純増ベース)

		事業債	地方債	政保債	金融債	長期債	起債総額	増資(上場会社分)
金額 (億円)	43年	1,578	477	2,283	5,766	5,850	15,954	3,121
	44〃	3,037	482	1,717	6,801	3,628	15,665	4,551
	45〃	2,607	408	974	8,352	3,221	15,562	5,742
	46〃	5,380	458	1,053	12,358	7,206	26,455	4,429
	46年1~3月	794	93	-150	1,634	350	2,721	939
	4~6〃	1,246	100	178	2,132	1,300	4,956	948
	7~9〃	1,680	118	179	3,716	1,200	6,893	1,743
10~12〃	1,660	147	846	4,876	4,356	11,885	799	
前年比 (%)	43年	-42.7	-10.0	-37.2	-8.3	-9.3	-18.8	52.3
	44〃	92.5	1.0	-24.8	18.0	-38.0	-1.8	45.8
	45〃	-14.2	-15.4	-43.3	22.8	-11.2	-0.7	26.2
	46〃	106.4	12.3	8.1	48.0	123.7	70.0	-22.9

(注) 上記のほか46年中に発行された円貨建外債は次のとおり。
 6月 世銀債(第1回) 110億円
 10月 " (第2回) 120 "
 11月 アジア開発債(第2回) 100 "

に9月の発行条件の改訂が行なわれるなど、発行市場の正常化の努力がみられた。

一方、増資は、下期以降、製造業を中心に増資意欲の減退傾向が強まり、このため46年中増資額(有償、1部2部計)は4,429億円と前年(5,742億円)比-22.9%と40年以來の前年比減となった(第15表参照)。

(2) 金融機関の貸出積極化

金融市場の著しい緩和は、このようにして資本市場へ浸透して行ったが、同時に他方では、金融機関の貸出行動を

(第16表)

金融機関貸出増加額の推移

(単位・億円、カッコ内は前年同期比・%)

	45年		46年			45年中	46年中	緩和後1年間		
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月			前々回 (40/1~ 40/12)	前回 (43/10~ 44/9)	今回 (45/10~ 46/9)
全国銀行	21,324 (+31.0)	16,958 (+80.5)	20,223 (+87.6)	25,374 (+64.3)	33,125 (+55.3)	56,948 (+19.9)	95,687 (+68.0)	24,471 (+7.1)	44,579 (+52.5)	83,887 (+61.6)
うち都市銀行	10,826 (+32.8)	9,719 (+82.5)	11,288 (+100.5)	12,444 (+62.7)	17,597 (+62.5)	29,427 (+17.4)	51,047 (+73.5)	13,093 (-3.9)	23,199 (+59.4)	44,277 (+65.5)
地方銀行	7,701 (+21.6)	3,031 (+31.4)	4,266 (+36.1)	7,774 (+36.4)	9,899 (+28.5)	18,842 (+18.6)	24,972 (+32.5)	7,011 (+36.3)	15,000 (+49.3)	22,775 (+30.3)
長期信用銀行	2,034 (+46.2)	2,830 (+89.3)	3,050 (+90.7)	3,472 (+109.2)	3,741 (+83.9)	6,788 (+20.2)	13,094 (+92.9)	3,634 (+16.1)	5,562 (+44.5)	11,388 (+85.3)
全国銀行信託勘定	2,187 (+21.2)	2,326 (+18.1)	2,781 (+39.0)	3,443 (+51.8)	3,343 (+52.9)	8,416 (+19.5)	11,912 (+41.5)	3,962 (+32.2)	6,572 (+7.5)	10,755 (+33.9)
生命保険	2,251 (+19.1)	2,238 (+33.7)	2,007 (+8.4)	2,094 (-13.8)		8,213 (+31.8)	7,088 (+5.1)	2,764 (+38.6)	5,682 (+23.0)	8,591 (+9.4)
相互銀行	3,148 (+12.0)	1,177 (+3.7)	1,676 (+16.9)	3,261 (+36.0)	4,329 (+37.6)	8,116 (+9.9)	10,445 (+28.7)	3,186 (+39.3)	6,896 (+67.4)	9,264 (+16.1)
信用金庫	3,983 (-9.7)	1,250 (-39.1)	1,152 (-48.5)	3,800 (+16.0)	5,459 (+37.1)	11,566 (+13.1)	11,661 (+1.0)	3,414 (+9.0)	8,612 (+46.6)	10,186 (-15.0)
農中系統外貸付	769 (+40.3)	114 (-41.8)	85 (△188*)	678 (+79.4)	627 (-18.5)	1,291 (+54.1)	1,504 (+16.5)	1,302 (+129.6)	784 (-24.5)	1,646 (+53.8)
共済連一般貸付	463 (+44.2)	540 (+12.7)	710 (+37.9)	524 (+24.8)		1,876 (+66.2)	1,974 (+28.0)	-	1,042 (-14.6)	2,237 (+29.0)
合計	34,125 (+21.7)	24,603 (+45.6)	28,639 (+53.7)	39,174 (+46.4)		96,426 (+20.0)	130,271 (+37.7)	39,099 (+15.6)	74,167 (+42.0)	126,566 (+39.8)

(注) *印は実数、**印は1~10月の増加額および前年同期比(ただし、合計欄は、生保、共済連のみ1~10月、その他は1~12月)。

著しく積極化する効果をもった。

(大企業向けの著伸と中小企業向けの落着き)

46年中の金融機関貸出増加額は、前年増加額比+37.7%と前年の伸び(+20.0%)をかなり上回る高い伸びを示した(第16表参照)。これは、おもに都市銀行(前年増加額比+73.5%)、長期信用銀行(同+92.9%)および信託銀行(全国銀行信託勘定同+41.5%)の著しい増加によるものである。これに対し、地方銀行(同+32.5%)、相互銀行(同+28.7%)、農中(系統外貸付、同+16.5%)、共済連(一般貸付、同+28.0%)等の伸びはやや鈍く、また、信用金庫(同+1.0%)および生命保険(同+5.1%)はほぼ前年並みの増加にとどまった。

また、緩和後1年間について貸出増加額の前年同期比伸び率を過去の同一緩和局面と比較してみると、今回(45年10月～46年9月、+39.8%)は前前回(40年1～12月、+15.6%)をかなり上回るものの、前回(43年10月～44年9月、+42.0%)をやや下回っている。これを、大企業向け貸出(第17表-1)と中小企業向け貸出(第17表-2)に分けて

みると、今回の引締め解除後の大企業向け貸出は、前々回はもとより、前回をも上回る高い伸びを示しているのに対して、今回の中小企業向け貸出は、前回および前々回を下回る伸びにとどまっている。

このことからわかるように、①46年中の貸出が、都市銀行、長期信用銀行および信託銀行で大きく伸び、地方銀行や中小金融機関では相対的に低かったこと、および②今回の引締め解除後の貸出の伸びが前回は若干下回ったこと、の二つの特色に共通した背景は、今回の引締め解除後、中小企業向け貸出が従来ほど伸びなかったことにあるといえよう。

しかし、中小企業向け貸出をいまい少し長い目でみると、今回は引締め前および引締め中に前回および前々回にはみられないような高い伸びを示したことがわかる(第17表-2参照)。とくに引締め期間中の中小企業向け貸出増加額は、従来、前年水準を大きく下回るのが常であったが、今回は、大企業向け貸出と同じ伸び率を維持したことが注目

(第17表-1)

引締めの前後における金融機関の貸出状況(大企業向け)

(増加額前年同期比・%)

	今 回			前 回			前々回		
	引締め前	引締め中	解除後	引締め前	引締め中	解除後	引締め前	引締め中	解除後
	44/4～9	44/10～ 45/9	45/10～ 46/9	42/4～9	42/10～ 43/9	43/10～ 44/9	38/10～ 39/3	39/4～ 40/3	40/4～ 41/3
全 国 銀 行(銀行勘定)	68.9	17.6	78.0	39.9	2.9	49.6	7.3	- 1.7	- 13.6
うち 都 市 銀 行	89.6	13.3	64.6	49.3	9.3	62.3	7.6	3.2	- 27.3
地 方 銀 行	54.1	23.5	63.2	32.0	13.7	32.9	- 12.0	- 11.1	4.8
長 期 信 用 銀 行	43.9	15.9	101.1	57.0	- 10.2	43.7	19.1	3.3	15.2
全 国 銀 行(信託勘定)	14.1	15.5	38.3	110.3	46.5	8.7	- 22.0	7.6	1.8
生 命 保 険	29.5	38.2	9.4	107.6	106.4	23.0	17.3	25.1	15.4
輸 銀・開 銀	16.2	14.3	27.5	- 8.5	34.1	3.3	14.3	18.3	18.2
農 林 中 金(系統外貸出)	- 52.0	36.5	53.8	- 30.4	74.6	- 24.5	38.3	16.6	147.6
共 済 連(一般貸出)	- 18.2	66.6	29.0	(本年63億 円、前年0)	1,836.5	- 14.7	—	—	—
在 日 外 銀	93.2	349.2	- 24.1	—	—	(本年366億 円、前年0)	—	—	(本年△98億 円、前年0)
合 計	43.9	23.5	55.5	42.9	25.3	31.7	5.2	2.7	- 3.9

(注) 各期間については、比較の便宜上、公定歩合引上げ後1年間(今回の引締め期間に相当)を引締め期とし、その前6ヵ月間を引締め前とした。

(第17表—2)

引締めの前後における金融機関の貸出状況(中小企業向け)

(増加額前年同期比・%)

	今 回			前 回			前々回		
	引締め前	引締め中	解 除 後	引締め前	引締め中	解 除 後	引締め前	引締め中*	解 除 後
	44/4～9	44/10～ 45/9	45/10～ 46/9	42/4～9	42/10～ 43/9	43/10～ 44/9	38/10～ 39/3	39/4～ 40/3	40/4～ 41/3
全 国 銀 行(銀行勘定)	104.4	13.2	30.4	0.2	- 35.1	66.1	24.9	- 45.8	115.4
うち 都 市 銀 行	179.8	18.9	74.2	- 17.9	- 53.0	114.5	53.9	- 48.8	189.3
地 方 銀 行	71.7	10.9	1.6	10.4	- 20.2	48.3	- 11.3	- 53.8	104.1
全 国 銀 行(信託勘定)	- 18.2	107.5	1.5	362.6	- 35.4	- 5.2	(本年 68億円 前年 △10 ")	(本年 △37億円 前年 154 ")	(本年 132億円 前年 △37 ")
相 互 銀 行	70.9	15.2	16.0	38.1	- 11.8	48.1	- 27.4	- 32.1	73.7
信 用 金 庫	93.7	38.8	- 16.5	12.6	5.4	46.5	10.4	- 27.2	35.7
信 用 組 合	2.2	26.9	- 1.8	29.7	18.7	- 3.3	31.0	- 0.7	22.5
商工中金・中小企業金融公庫 ・国民金融公庫	12.2	28.0	22.9	16.7	14.7	16.5	43.1	48.6	18.5
合 計	72.3	23.1	12.0	13.7	- 16.0	45.1	9.0	- 28.9	64.5

(注) 1. 各期間については大企業向けの(注)参照。

2. * 印は、39年4月から中小企業の総量が資本金50百万円以下に改定となった(それ以前は10百万円以下)ので、前年同期比伸び率は正確には、連続しない。

される。このような事実から判断すると、今回引締め解除後、中小企業向け貸出が大きく伸びなかった一つの理由は、前回や前々回に比し、引締め前および引締め中に中小企業に対してかなり貸し込んだため、引締め解除直後には、押せ押せとなった中小企業の未充足資金需要が、従来ほどかさんでいなかったためとみられる。

今回の引締め期間中、中小企業向け貸出が比較的高い伸びを維持したのは、一つには都市銀行がいわゆる大衆化路線に沿い、引締め期間中も長期的観点から優良中小企業向け貸出枠を確保したためであり、いま一つには今回引締め中に中小企業金融機関が比較的前向きの貸出態度を続けたためとみられる。

(貸出行動積極化の諸要因)

以上、46年中の金融機関貸出増加額の特徴をみたが、年間の動きをいま少しきめ細かくみると(前掲第16表参照)、都市銀行等の貸出は46年上期に大きく伸びたあと、下期には伸び率が鈍化しているのに対して、相互銀行、信用金庫等中小金融

機関の貸出は逆に46年上期に伸び率が落ち、下期に高まっている。つまり引締め解除後の中小企業向け貸出の鈍化という前述の特色は、主として46年4～6月までの動きであり、7～9月以降は、中小企業向け貸出の伸びはしだいに高まりはじめている。

こうした都市銀行と中小金融機関の貸出行動の差がなぜ生じたかを明らかにするため、金融機関を都市銀行とその他銀行(地方銀行、相互銀行、信用金庫等)に分け、四半期別貸出増加額を説明する回帰方程式を計測したところ第18表—1のような結果を得た。この回帰分析では、貸出は資金量(一般公金預金・債券発行高)、金利差(公定歩合とコール・レートの加重平均<都市銀行>またはコール・レート<その他の銀行>から貸出約定平均金利を差し引いたもの)および資金需要(法人部門の資金不足額)に左右されると考えている。この貸出行動方程式は非線型であるが、これを近似的に線型に直し、各説明変数の弾性値を算出すると、第18表—2のとおりである。この弾性値が

輸出関連企業と取引の多い都市銀行により強く現われており(第17図参照)、その貸出行動に対する影響も、都市銀行においてより鋭角的に現われて

いることが第16図から読み取れる。ただ中小金融機関についても、下期にはいって再び貸出の伸びが高まりはじめた一つの背景には、金融緩和の浸透もあって、中小金融機関の

資金量、ひいては資金ポジションが46年中ごろから好転しはじめたという事情があったとみられる(第16、17図)。

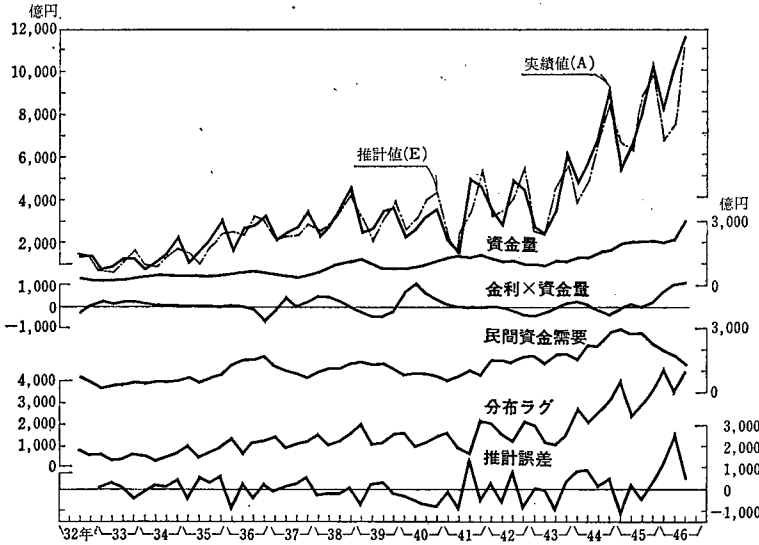
(3) 企業金融の大幅な緩和

このような金融機関貸出の積極化に加え、輸出前受け金の大幅流入と実体経済の鎮静化もあって、46年中の企業金融は急速な緩和傾向をたどった。今回緩和過程における企業金融の動向については、別稿(46年11月号「最近における企業金融の緩和について」)で詳しく考察したので、ここでは大筋を述べるにとどめよう。

まず大企業の資金需要をみると(第18図参照)、在庫調整の進捗等から実体経済面からの資金需要はしだいに落ちていったが、代わってそれまで繰り延べられてきた設備の支払資金や極端に落ち込んでいた手元流動性の補てん資金など金融投資を背景とする資金需要が高まったため、資金需要全体としては実体面の鎮静化にもかかわらず、4～6月までは増勢の一途をたどった。ただ、7～9月、10～12月と進むにつれ、企業間信用

〔第16図-1〕

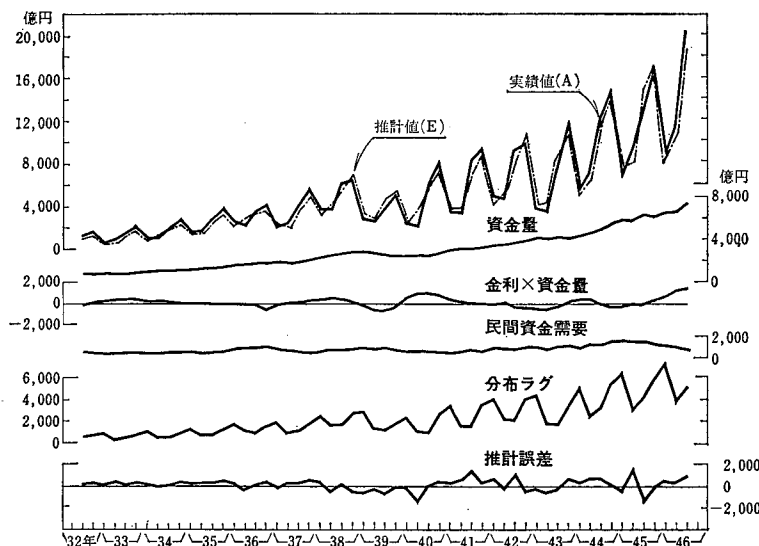
都銀対民間貸出増加額の要因別分解



(注) 第18表の貸出関数の計測結果をグラフにしたもの。

〔第16図-2〕

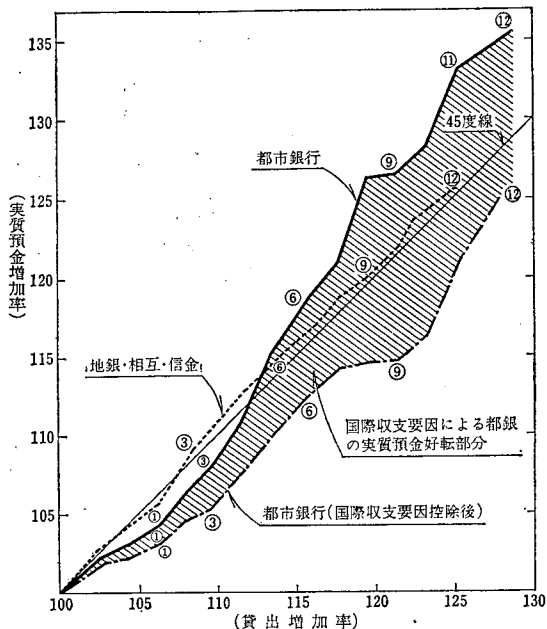
地銀等対民間貸出増加額の要因別分解



(注) 第18表の貸出関数の計測結果をグラフにしたもの。

〔第17図〕

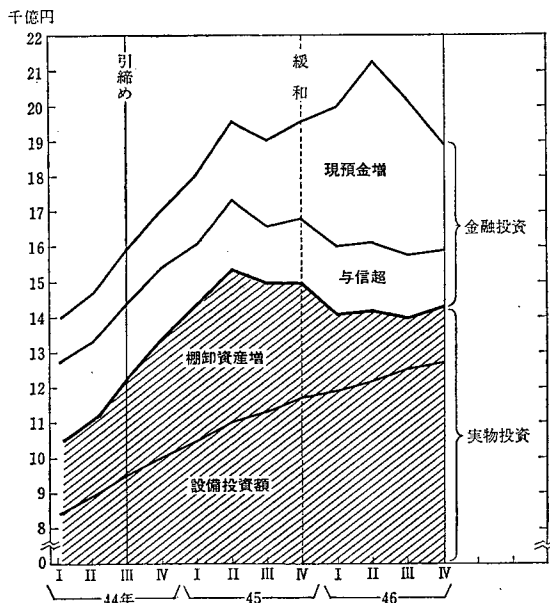
都銀等の預貸金増加と国際収支要因



- (注)1. 預金・貸出は引締め解除直前月(45年9月)の残高を100として指数化(季節調整済み)。
- 2. ○の中の数字は経過月数を示す(◎は46年12月)。
- 3. 国際収支要因控除後の計数は、マネー・サプライ統計の対外資産残高を為替シェアによって各業態に配分し、そのうち都市銀行の基準月(45年9月)比増加分を、都市銀行の実質預金残高から控除して得た時系列。

〔第18図〕

主要企業資金需要の内訳 (全産業)



(注) 日本銀行統計局「主要企業短期経済観測」ベース。

の解きほぐしが進み、手元流動性も著しく高まってきたため、金融投資を背景とする資金需要の腰はしだいに弱まってきた。

このような資金需要の変化を反映し、全国銀行貸出約定平均金利も、資金需要の腰が比較的強かった46年中ごろまでは下げ足が鈍かったが(45年11月～46年5月 $\Delta 0.060\%$ 、公定歩合引下げ幅に対し8%)、46年後半にはいと急速に下げ足を速めたのである(46年6～12月 $\Delta 0.183\%$ 、同18%)。

企業の手元流動性は、こうして4～6月以降に大きく積み上がり、46年末には、現預金対借入金比率および対売上高比率のいずれでも、過去のピークを上回る水準に達した。このように高水準に達したのは、企業の通貨保有動機と、通貨供給要因の両方に原因があったように思われる。企業の通貨保有動機をみると、46年前半には、引締め中の意図せざる落込みの回復や景気回復の見通し難に伴う予備的動機によるところが大きかったとみられるが、ドル・ショック以降は、先行き滞貨・減産など後ろ向き資金の再発生や系列からの資金援助要請がありはしないかといった不安感の高まりも、手元を厚くする動機となったようである。こうした手元流動性は、通知預金のほか、政府短期証券、期近債券の購入という形でも蓄積されたため、前述したように、債券流通市場の玉不足を促進する一因となった。

一方、通貨供給面をみると(第19表参照)、民間向け信用は、前述の金融機関の貸出行動を反映して、46年中、ほぼ一貫してマネー・サプライ急増の背景をなしている。一方、対外資産は、5月と8月の短資流入を中心に夏ごろまでのマネー・サプライ急増に大きく寄与したことが注目される。46年1～11月を通じてみても、通貨および準通貨供給の25%が、このルートによるものであった。なお、政府向け信用も、秋口以降国債発行の増加から通貨供給に寄与しており、この傾向は47年に

(第19表)

46年の四半期別マネー・サプライ増減状況

(季節調整済み前期、月比、年率・%)

	1~3月	4~6月	5月	7~9月	8月	10~11月	1~6月	7~11月	1~11月
通貨	26.3	44.2	52.9	31.9	44.2	17.5	35.0	21.0	30.7
通貨+									
準通貨	21.5	29.3	30.8	26.8	32.0	18.2	25.0	23.3	24.9
対外資産	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
政府向け	△56.3	△20.9	△73.2	14.0	△34.0	64.8	△41.1	26.0	△15.0
信用	(△27.2)	(△4.8)	(△26.9)	(2.7)	(△7.6)	(15.0)	(114.1)	(6.8)	(△4.5)
地方公共	38.8	12.3	28.3	14.0	1.2	25.3	24.5	15.2	21.7
団体向け	(4.3)	(1.1)	(2.3)	(1.4)	(0.1)	(3.3)	(2.5)	(2.0)	(2.3)
信用	19.6	22.9	22.4	22.9	18.2	21.0	21.2	18.0	21.5
民間向け	(98.3)	(84.5)	(77.2)	(91.1)	(64.4)	(118.9)	(90.2)	(100.2)	(94.8)
信用	—	—	—	—	—	—	—	—	—
その他	(8.8)	(△6.0)	(8.1)	(△35.8)	(△45.0)	(△43.8)	(0.2)	(△38.4)	(△17.6)

(注) 下段カッコ内は増減寄与率(%)。

向かって一段と進むものとみられる。

以上、46年中における企業金融緩和の大筋をみたが、こうした企業の資金繰り緩和は、一方では、すでに検討したように、企業の在庫投資と設備投資を下ささえる働きをしており、同時に他方では、不況の長期化にもかかわらず、企業倒産等の摩擦現象を少なくしているのである(46年中全国取引停止処分の前年比、件数-0.9%、負債金額-9.0%)。

(4) フィスカル・ポリシーの展開

今回の景気停滞局面において、財政政策の景気に対する対応は、過去の同様局面に比べ、かなり積極的かつ機動的であったといえよう。すなわち、景気刺激策として45年度財政投融資の第2次(1月13日)、第3次(2月2日)の追加が決定されたのは景気が調整過程にはいつてから5ヵ月目であり、40年不況時には8ヵ月目にはじめて財政面からの対応策(支出繰上げ)が実施されたのと比べ政策発動までのラグは明らかに短縮している。一方、46年度の一般会計予算、財投計画はともに景気に対する配慮から高い伸びを示し、さらに景気動向に対して、財政の弾力的運用の余地を拡大するねらいから、一般会計予算で予備費を増額す

るとともに、財投計画でも従来からの借入れ弾力条項以外に新たに政保債の弾力条項を設定した。

46年度の財政執行面をみると、まず3月26日に公共事業の上期中契約促進措置(上期中契約目標72.2%)が閣議決定され、7月末には財投の第2次追加とともに公共事業の施行をいっそう促進させるため補助事業の補助金概算払率が引き上げられた。財政投融

資計画でも、6月末に景気てこ入れのため、国際収支総合対策具体化の一環として、住宅、道路事業等に重点をおいた政保債の弾力条項発動など財投第1次追加が決定された。続いて7月末には景気対策の第2弾として既述の補助金概算払率の引上げと同時に、開銀等の融資金利の引下げ、財投計画の第2次追加決定をみた。

このように46年度上期中にあいついで採られた財政政策の結果、公共事業の契約率は9月末で76.7%と目標を達成したばかりか、前回施行促進の図られた41年度の実績(74.2%)をも上回った。また公共事業関係費(対民ベース)の予算現額に対する支払進捗率も9月末には平年度を5%ポイントほど上回った。

しかしながら、米国新経済政策以後、景気が停滞傾向を強めたため、財政面からの一段のてこ入れが必要とされ、10月には公共事業費の増額、所得税年内減税、国債の増発などを主内容とする46年度一般会計補正予算案、ならびに公社・公団、地方公共団体の公共事業追加、地方税収欠陥補てんのための地方債増額を織り込んだ財政投融資等の追加が閣議決定された。

以上のように46年中に採られた財政面からの刺

激策の景気下ざさえ効果を試算してみると、46年度上期にはGNPを1%持ち上げる程度の効果にとどまるが、46年度下期から47年度上期にかけて刺激効果は徐々に拡大していき、結局年度間で見ると1.3%程度のGNP拡張効果をもつこととなる。一方、補正予算で採られた所得税年内減税政策の効果は、46年度内には250億円、GNP対比で0.1%程度にとどまり、乗数効果が顕現するのは47年度にはいつてからとみられる。

もとより、これらの財政政策のみで民間設備投資や個人消費支出の落ち込みを完全に相殺することはできないが、46年中に採られた財政面からの景気刺激策はこれまでにない積極的なものであり、まずまずの景気下ざさえ効果をもったと評価できる。

むすび

——見通しと課題——

当面における日本経済の課題は、できるだけすみやかに景気を安定した回復の軌道に乗せることにあるといえよう。ごく最近の景況をみると、金融の大幅緩和と財政政策の下ざさえ効果もあって、流通段階の在庫調整はおおむね一巡し、製品在庫も増勢頭打ちとなっている。企業の生産態度も慎重であり、そうしたところからみて、在庫調整完了の時期はそう遠くないように思われる。ただ、円切上げ

の結果、従来の景気回復局面において、最終需要と在庫投資の回復に大きく寄与した輸出について、それほどの伸びを期待できないほか、設備ストックの調整もおおむね引くと思われるので、景気底入れ後の回復テンポはかなりゆるやかなものとなる。

しかし、そうしたゆるやかな回復局面は、一面からいえば、これまで海外へ向けてきた経済力を

(第20表)

46年実施の為替管理規制強化措置およびその緩和状況

	規制措置	開始時期・内容		緩和・廃止
為 銀 関 係	円投入(円転換)規制の強化	46. 9. 7	法制化するとともに毎日規制へ切替え(従来は月末残規制、月中平残規制)	46. 12. 21緩和(主要14行—フロア付月中平残規制、その他邦銀—月末残規制)
	債務残高規制	46. 8. 19 開始 9. 7 法制化	外銀借入れ、ユーロ等の外貨債務を、原則として9月6日残高以下に抑制	46. 12. 21廃止
	自由円残高規制	46. 8. 28 開始 9. 7 法制化	非居住者自由円残高を、原則として9月6日残高以下に抑制	47. 1. 6廃止
	現地貸付および現地借入れ保証規制	46. 5. 15 復活		46. 12. 21廃止
そ の 他	本社保証の新規許可停止	46. 5. 17 実施		46. 12. 21解除
	輸出前受け金の実質的禁止	46. 8. 31 実施	輸出前受け金による取得外貨の為銀に対する円対価の売却を、臨時特例省令により要許可扱いに切替え	47. 1. 6廃止
	証券会社名義特別勘定の残高規制	46. 9. 1 開始		47. 1. 6廃止
	非居住者の政府短期証券、非上場債券等の取得制限	46. 3. 15 46. 5. 17	政府短期証券取得の許可を実質的に停止 非上場債券等に対する投資の許可を実質的に停止	当面存続

(注) このほか、39年7月に開始した海外短資取入れ指導(枠規制)は47. 1. 6廃止。

国内に向け、国民福祉の向上を志向した新しい型の発展を図るための好機ともいえよう。本来デフレ効果を有する切上げが、不況の底で行なわれたこと自体は不幸なことといえようが、同時に、これによって資本ストックの調整が進捗し、産業構造の転換も促されて、新しい福祉向上型の経済発展の素地がつかかわれる可能性もあることは見のがせない。昭和47年の日本経済は、そうした新しい発展に備えた地固めの年といえよう。

円切上げの国際収支に対する効果は、それが顕現化するまでに、少なくとも1～2年を要しよう。他方国際通貨体制の再建は、今その緒についたば

かりであり、決着をみるまでにはなお幾多の曲折が予想される。したがって、わが国としては、46年中の為替政策の経験(第20表参照)を今後に生かすとともに、輸入自由化、関税率引下げなどの面で地道な努力を重ね、国際協調の精神に基づいて、長期にわたり対外均衡の回復に努めることが肝要であろう。

一方、金融面においては、景気対策としての金融政策の有効性を高めるためにも、また公共部門と民間部門の適正な資金配分を図るためにも、今後は金利機能の活用を図ることがますます重要となろう。