

Ⅳ 金融財政政策の効果と景気の回復・上昇

1. 今次景気回復のメカニズム

(1) 景気の2段調整と回復への過程

(米国の新経済政策と2段調整)

46年夏ごろの国内景気情勢をみると、ほぼ1年にわたる景気後退局面のあと景気指標はようやく底入れの兆しを示すものが多くなっていた。鉱工業生産、出荷は6月以降増加基調に転じ、製品在庫率も5月をピークに低下し始めた。これは在庫調整がほぼ一巡し、輸出が不況下のドライブも加わって伸長したうえ、自動車、カラーテレビなどの耐久消費財の売れ行きが回復してきたこと、財政政策の積極的拡大の効果が現われ始めてきたことなどによるものであった。設備投資は、製造業が設備投資循環の下降局面にあったこともあってなお弱含み傾向を続けたものの、非製造業は高水準の伸びを続けており、全体として景気の足をひっぱるほどの落込みはさけられるものと思われた。

ところが、こうした段階で8月の米国新経済政策の発表があり、米国輸入課徴金に加えて円の変動相場移行措置がとられるに及んで、ようやく明るさを取り戻しかけていた企業心理は再び大きく暗転し冷却するに至った。輸出の先行き悲観と国内へのデフレ効果懸念から経済活動は萎縮し、在庫投資は再度落ち込み、設備投資計画は減額修正され、景気はここでいわゆる「2段調整」の局面を迎えることとなった。

ここで、景気の「2段調整」の主役を演じた在

庫投資について、今回不況期における推移を前回(40年)および前々回(37年)不況時と対比してみると(表Ⅳ-1-1)、今回の場合、在庫投資減少率や在庫投資のGNPに対するマイナスの寄与度でみた在庫投資の「調整角度」は前々回に比べ小さかった(前回は著しく小)。しかし、これは今回の場合いわゆる2段調整の結果、調整期間が長期にわたったためであり、在庫の「調整深度」、すなわち在庫調整完了時点におけるGNP在庫率のトレンド値からの乖離幅でみれば(注)今回の在庫調整が前々回より徹底したものであったことがわかる。

(表Ⅳ-1-1)

景気後退局面における在庫投資 および設備投資動向の比較

(単位・十億円)

		民間設備投資のうち 第2次産業分			GNP
		民間在庫投資	民間設備投資	第2次産業分	
前々回	36/Ⅳ 37/Ⅳ	1,761 - 110	4,411 4,302	2,325 1,856	23,911 24,502
37年不況	36/Ⅳ→37/Ⅳ間の増減(一)率	% -106.2	% - 2.5	% -20.2	% 2.5
	同対GNP増加寄与度	- 7.8	- 0.5	- 2.0	—
前回	39/Ⅳ 41/Ⅰ	625 483	5,593 5,040	2,573 1,931	31,225 33,409
40年不況	39/Ⅳ→41/Ⅰ間の増減(一)率	% -18.6	% - 8.0	% -20.5	% 5.6
	同対GNP増加寄与度	- 0.4	- 1.4	- 1.6	—
今回	45/Ⅲ 47/Ⅰ	3,315 772	12,970 13,337	6,054 5,196	57,361 62,122
46年不況	45/Ⅲ→47/Ⅰ間の増減(一)率	% -43.1	% - 1.9	% - 9.7	% 5.5
	同対GNP増加寄与度	- 1.3	- 0.4	- 1.0	—

(注) 1. すべて年率、40年価格表示。

2. 各循環における経済企画庁ディフュージョン・インデックスの「山」および「谷」を比較。ただし前回および今回については、ディフュージョン・インデックスの「谷」の翌四半期における在庫投資大幅落込みの事実にかんがみ、「谷」に相当する四半期の1期後を「山」と比較。

(注) 在庫調整の深度比較

	GNP 在庫率	同トレンドか らの乖離幅
	%	%ポイント
前々回在庫循環の「谷」(37/I)	26.8	+0.4
前回在庫循環の「谷」(41/I)	26.9	-0.1
今回在庫循環の「谷」(47/I)	30.6	-0.1

$$(\text{GNP在庫率}) = \frac{(\text{民間在庫残高})}{(\text{GNP}) + (\text{輸入}) - (\text{民間在庫投資})}$$

この第2段の景気調整をふりかえってみて特徴的なことは、8月の措置による心理的なショックが強かったことであり、46年度経済としてくくってみると、円レートの変更や輸入課徴金によって最も影響を受けるとみられていた輸出は、さして落ち込まなかったのに対し、先行きを悲観視した企業の投資態度の変化が実質成長率の低下により大きく影響した。いま変動相場移行および円切上げによって実質GNPおよび各需要項目の伸び率がどの程度影響を受けたかを試算してみると(表Ⅳ-1-2)、民間在庫投資および民間設備投資がいずれも輸出等を上回る落込みを示し、財政支出が追加予算、年内減税等で支えたものの、全体で

(表Ⅳ-1-2)

円切上げの影響度試算(昭和46年度)

(単位・%)					
	標準型 (円切上げなし)		実績 (46年8月フ ロート、12 月円切上げ)		影響度 (B)－(A)
	前年度 比増減 (△)率	同左寄 与度(A)	前年度 比増減 (△)率	同左寄 与度(B)	
個人消費	7.3	3.6	7.0	3.5	△ 0.1
民間住宅	6.7	0.4	2.9	0.2	△ 0.2
民間設備投資	4.6	1.0	1.4	0.3	△ 0.7
民間在庫投資	△ 36.4	△ 1.7	△ 52.3	△ 2.6	△ 0.9
財政支出	12.5	2.0	15.4	2.4	0.4
輸出等	17.5	2.4	14.6	2.0	△ 0.4
輸入等	6.5	△ 0.7	1.0	△ 0.1	0.6
G N P	7.0	7.0	5.7	5.7	△ 1.3

(注) 1. GNPは実質ベース。
2. 実績は、46年度国民所得統計「確報」による。

1.3%程度の成長率低下となったものとみられる。

(景気回復への過程とその要因)

米国の新経済政策発表により景気回復の腰を折られたため、景気の停滞感は長びかざるをえなかったが、47年初ごろから実体面で底堅い動きがみられるようになった。円切上げという戦後初めての経験から企業心理は沈静していたものの、鉱工業生産は更年後着実な増勢をみせ、1~3月期では年率約8%に達した(10~12月期同1.2%)ほか、出荷は同13%にも達した。卸売物価は下げ止まったもののなお弱い地合いを残していたが、労働関係指標は2、3月ごろから一般有効求人倍率の上昇、所定外労働時間の増加がみられた。こうした動きをもとに、実質GNPも10~12月期に前期比マイナスとなったあと、1~3月期には年率+11.7%と1年ぶりに10%台を回復した。経済企画庁の景気動向指標(D.I.)によれば、総合指数は46年12月にボトムを示し、これを景気の谷とすれば、円切上げという戦後初の経験を伴った2段にわたる調整過程は、1年5ヵ月で回復に転ずることとなった。

このように景気が予想外に早く回復に向かったのは、積極的な財政政策と金融緩和政策の効果によるものである。これを需要項目に即していえば、公共投資の増加を主体とする財政支出、金融緩和を反映した民間住宅投資、中小企業設備投資、非製造業設備投資が着実な増勢を示したほか、個人消費支出も回復を下支えした。これらの最終需要項目は、過去の景気回復局面では必ずしも回復をリードする役割を果たしたのではなく、今回の特徴点の一つをなしている。

以下、今回の景気回復過程における財政・金融

政策の効果と、景気回復の主導要因の変化についてやや立ち入って検討しよう。

(2) 財政政策の展開

(財政政策の景気刺激効果)

景気対策としての財政政策は、今回の景気回復をもたらすうえに大きな役割を果たした。すなわち、46年に入ってすぐに45年度の財政投融资計画の第2次、第3次追加がやつぎばやに決定され、また46年度財政についてはかなりの予算大型化(一般会計当初予算比伸び率+18.4%)がはかられたほか、内容的にも公共投資の伸びが高く、さらに総額7,139億円にのぼる「景気弾力条項」の設定がなされた。そのほか予算執行過程でも景気への種々な配慮が行われ、公共事業費の上期中契約

促進、3次にわたる財政投融资追加措置がとられた(表Ⅳ-1-3)。

さらに円の変動相場移行後、補正予算により公共事業費の追加と所得税の年内減税が実施され、これに伴って7,900億円にのぼる大幅な国債増額があったため、年度間の国債発行額は1兆2,200億円と当初規模の3倍にふくれあがることになった。

このような積極的な政策展開は景気に対して大きな下支え効果をもたらした。公共事業の進捗状況を示す対予算現額支払進捗率は46年度後半から急速な伸びをみせ、平年度をかなり上回ることとなり、GNPベースの政府固定資本形成も伸び率上昇を続けて、実質GNPに占める割合は46年

(表Ⅳ-1-3)

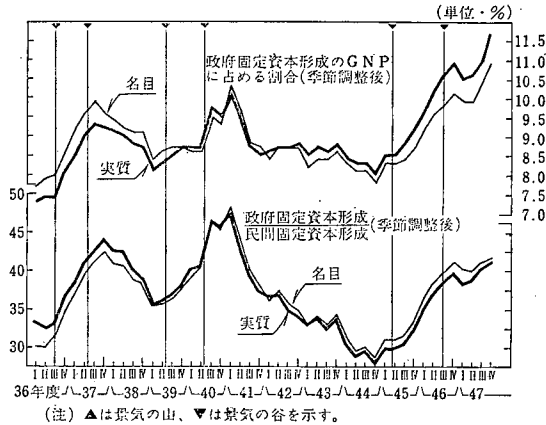
財政面からの景気振興措置

	今回景気停滞期		前回景気停滞期	
	46年度	47年度	40年度	41年度
当初予算における措置	○当初予算においては景気振興を意識していない。ただし景気弾力化条項を設定(7,139億円)。	○予算規模の拡大 当初 伸び率〔前年度〕 一般会計 +21.8%〔+18.4%〕 財政投融资 +31.6%〔+19.6%〕 ○国債の大量発行 (19,500億円) 〔前年度4,300億円〕** ○景気弾力化条項の設定 (8,962億円)	○当初予算においては景気振興を意識していない。	○予算規模の拡大 当初 伸び率〔前年度〕 一般会計 +17.9%〔+12.4%〕 財政投融资 +25.1%〔+20.9%〕 ○大幅減税 減税規模2,090億円 ○建設国債のはじめての発行 (7,300億円)
予算執行過程での措置	○公共事業等の施行促進 平年度ベース比促進額 4,700億円 ○財政投融资の拡大 3回、事業規模 7,440億円 ○大型補正予算 純追加額2,447億円	○公共事業等の施行促進 平年度ベース比促進額 4,500億円 ○財政投融资の拡大* 2回、事業規模 11,424億円 ○大型補正予算* 純追加額6,512億円	○財政投融资、公共事業関係費の繰上げ支出 ○財政投融资の拡大 1回、事業規模 2,100億円 ○補正予算による赤字国債発行 2,590億円	○公共事業等の施行促進 平年度ベース比促進額 2,400億円

(注) *社会資本の充実を目的とするものと説明されている。**当初発行額(補正後12,200億円)。

(図Ⅳ-1-1)

政府固定資本形成の推移



10～12月期には41年のピークを上回るに至った(図Ⅳ-1-1)。このため実質GNPに占める政府総支出のウェイトは45年度の15.7%から46年度は17.1%へと上昇した。

47年度に入ると予算規模は一段と大型化し、一般会計は当初予算比+21.8%と所得倍増計画が推進されていた36～37年度以来の伸びを示すことになった。また財政投融资計画も+31.6%と記録的な伸び率の規模で決定された。支出面では景気刺激効果の高い公共事業関係費に重点的に配分され、前年度比+29%と大幅増加が組み込まれた。これに対し10月さらに大型補正予算と財政投融资の追加が行われ、地方財政を含めた47年度の政府総支出はGNPに対して17.9%のウェイトを占めるに至った。

以上のような財政面からの景気刺激策がGNPの増加に対してどの程度の影響をもたらしたかを試算すると、乗数効果はかなり大きく、46年度には前年度に比べてGNP(名目)を1.4%程度押し上げたものとみられる。

(変貌する財政政策)

以上みたように財政政策の景気回復に果たした

役割はきわめて大きかったが、同時に、今回の景気後退局面と円の変動相場移行に伴う2段調整の期間を経て、財政政策に対して資源配分政策としての役割が従来以上に重視されるに至ったことも見のがせない。これを端的に示すものは「予算の目的」であり、46年度における「安定成長の確保・物価の安定」から、47年度には「景気の回復」とならんで「国民福祉の向上」がうたわれた。これまでの財政支出は、景気後退期には増加、景気上昇期には削減というように counter-cyclical な動きを示してきたが(表Ⅳ-1-4)、日本経済の新局面を迎えて国民福祉の向上、社会資本の充実という要請が高まったため、事情の許すかぎりなるべく安定的な財政支出拡大をはかるべきだとの考え方が強まってきた。47年度における財政支出の拡大は大きな景気浮揚力をもつと同時に、そうした役割をになうものであった。

またこうした認識の変化は、支出面ばかりでなく歳入面でも、景気調整手段(たとえば租税政策の弾力的活用、regulatorの導入など)の活用の必要性など、今後の財政政策のあり方についていく

(表Ⅳ-1-4)

各循環局面におけるGNP(実質ベース)
の前年度比平均伸び率

(単位・%)

	上 昇	下 降	上 昇	下 降
	31～36 年度平均	37～40 年度平均	41～44 年度平均	45～47 年度平均
民間設備投資	24.6	4.5	24.2	6.8
財政支出	6.7	10.9	7.9	13.6
個人消費	8.0	8.8	9.2	7.9
民間住宅	13.7	19.7	14.4	8.4
鉱工業生産	17.1	9.0	17.7	9.8
鉱工業生産能力	15.0	14.3	12.5	12.1
鉱工業実勢稼働率	90.3	83.5	91.4	89.6

つかの問題を提起することとなったといえよう。

(3) 金融政策の効果

—企業金融緩和の効果と総需要の増大—

(企業金融の緩和とその効果)

ここで今回の景気回復に対する金融政策の効果を改めて検討してみよう。すでにみたように、市中金融の緩和は46年中ごろを境に大きく進み、金融機関の貸出態度はこの頃から一段と積極化した。従来わが国では、40年頃の金融緩和期等を除くと、企業流動性はいわば慢性的に過小の状態を続け、外部調達資金がそのまま設備投資、在庫投資など企業の実物投資に充当されたといってもよいような状態が続いていたといえよう。今回金融緩和期においても、46年中頃までは、支払ベースの設備資金需要に追われた大企業製造業を中心に、それに近い状態が続いた。

しかし、46年7～9月期には、設備資金需要が一服した製造業大企業に、輸出前受金を中心とする巨額の海外短資が流入した。また中小企業に対しては、すでにみたように、都市銀行を含む各金融機関が積極的に貸し進んだ。このいわゆる「需資掘り起こし」は、ふだん銀行信用を十分に受けられなかった中小企業、とくに非製造業の中から投資計画を捜し出し、あるいは創り出して資金をつける役割を果たしたといえよう。そして、これらが総需要増大効果を持った。従来、金融政策は不況対策としては有効性に乏しいといわれてきたが、それは程度とタイム・ラグの問題であることが、今回の推移によって実証されたともいえよう。

本格的な企業投資回復が起こる47年夏ごろまでは、金融緩和のなかで企業部門に供給された資金は、企業間の取引を媒介しながら、かなりの部分

がいわば実物投資に直結しない「ゆとり」として企業部門にとどまっていた。このため企業が現に保有する預金残高の水準が取引額の規模に比して一段と高まるなど、企業の手元流動性は著しく上昇した(前掲図Ⅲ—1—1)。マネー・サプライ対GNP比率なども、この頃を境に一段と高水準に達した(同)。

企業の手元流動性が取引額の規模に比して著しく高まったことについては、前述の金融機関の貸出態度によるほか、企業の側にもいくつかの動機が認められる。その一つは資金調達コストの低下である。貸出金利は近年にない低水準に低下し、担保等の条件も緩和されたほか、株価の高騰から時価発行増資、時価転換社債発行による資金調達のコストも大きく下がった。また46年7～9月期以降、銀行は中小企業に向かって積極的に貸し進んだが、これまで銀行から十分な信用をうけられなかった企業では、それによって新しい投資計画が試みられたほか、将来の投資計画に備え、借り応じておこうという動きもみられた。

このように手元流動性が高まる過程で、いわゆる企業間信用の解きはぐしも大きく進み、47年に入ると決済期間は40年代で最低の水準となった(図Ⅳ—1—2)。今回の企業間信用の解きはぐしは、引締め期間中、設備資金関係の支払条件を悪化させてきた大企業製造業が、46年4～6月期以降その支払条件を改善し始めたことによって大きく進み始め、46年後半以降は手元流動性の積増しと表裏を成して決済条件の好転が広範化した。とくに今回の緩和過程では後述のように個人部門(個人業主を含む)の流動性も大きく高まったので、法人企業部門から個人部門への与信超過は格別拡大せず(図Ⅳ—1—2)、企業間信用を解きは

ぐした通貨は、そのまま法人企業の手元流動性の積増しとなってとどまった。このような支払条件の改善は、前述したような資金調達コストの低下に伴い、企業間信用の受信が割高となったこと（企業間信用の金利は通常9%前後といわれる）によって促進された面が大きい。

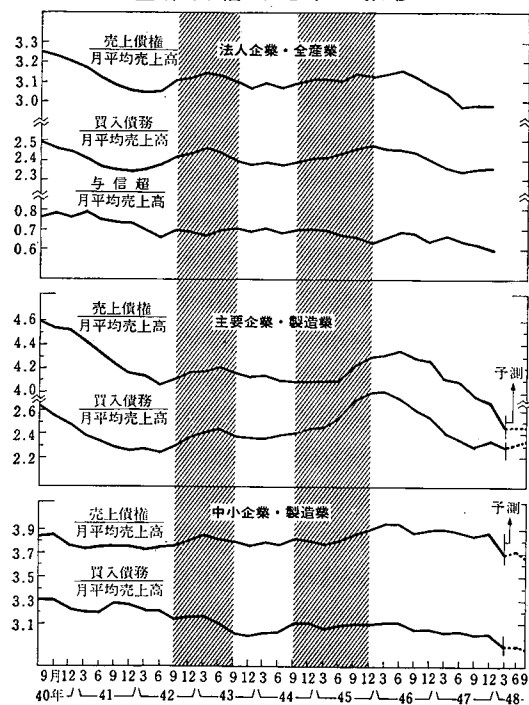
高水準に達した企業の手元流動性は、収益率の高い投資対象に向かい始めたが、その一つが企業保有の定期性預金の著増となった。すなわち、手元が高まり始めた46年後半から47年前半にかけて、法人預金の内部では要求払預金の伸び率が鈍化し、代わって定期性預金の伸び率が高まった（表Ⅳ-1-5）。このいわば「定期預金シフト」は、46年7月の公定歩合引下げ以降、貸出の標準金利が1年以上の定期預金金利を下回り、また47年6月の公定歩合引下げ以降は6ヵ月の定期預金

金利をも下回ったため、一層促進されたとみられる。またこの動きは上述のように資金調達コストが低下し、流動性が高まったことに加え、景気停滞の長期化予想から設備投資、在庫投資など実物投資の期待収益率が低下したことによって強められたと思われる。

ちなみに、法人企業の保有現預金残高と保有有形固定資産（実物資産）残高のそれぞれを、企業収益率と流動性保有のコスト（貸出金利と預金金利の格差または貸出金利）によって説明する回帰方程式を計測してみると、企業収益率が上昇すると現預金残高の低下と有形固定資産残高の上昇が生じ（逆は逆）、流動性保有コストが低下すると現預金残高の上昇と有形固定資産残高の低下が生ずる（逆は逆）という統計的関係が有意に計測された（表Ⅳ-1-6）。なお、現預金残高を説明する方程式においては、企業収益率と流動性保有コストのほか、輸出の対売上高比率（前受金流入などの代理変数）を説明変数に加えたところ有意な結果を得た。これは最近2年間ほどの輸出前受金の流

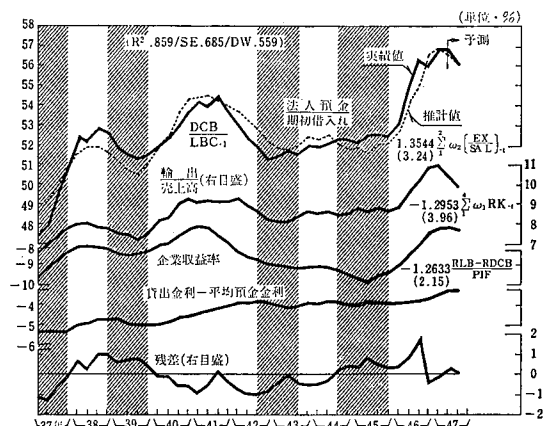
（図Ⅳ-1-2）

企業間信用比率の推移



（図Ⅳ-1-3）

法人預金の計測



（注）「企業収益率」と「貸出金利-平均預金金利」は、パラメータの符号がマイナスなので、グラフにおける曲線の上昇は収益率低下と格差縮小である。

入に際しては、資産選択の調整の遅れ、あるいは予備的動機から一時的に保有現預金が増加したことを示していると思われる。回帰方程式(表Ⅳ-1-6)における各説明変数の寄与度をグラフ(図Ⅳ-1-3)に描いてみると、最近の保有現預金対借入金比率の上昇は、企業収益率の低下と流動性保有コストの縮小によって生じていることが明らかに看取される。

「定期預金シフト」と同じような動機に基づき、企業の短期債保有も増加した。日本銀行統計局の「主要企業短期経済観測」によると、主要企業513社の保有短期債残高は、46年7～9月期に一挙に4,143億円増加(前期末残高比51.1%増)した

(表Ⅳ-1-5)

うえ、その後も着実な増勢をたどり、47年12月末の残高は1兆8,265億円と保有現預金残高の22%程度に達した。このなかには、売戻条件付きの債券購入も含まれている。

同じような動機から企業は長期的に値上がり傾向をもつ既存資産にも投資したが、その典型が株と土地の購入であろう。企業の株式投資については既にⅢの2.でみた通りである。企業の土地購入については大蔵省「法人企業統計季報」によると、46年10～12月期から47年7～9月期の1年間に2兆1,293億円に達し、前年同期に比し41.7%も増加した。

一般預金(全国銀行、相互銀行、信用金庫)の預金者別変動要因

(季節調整済み、前期比増減率・%)

	46 年				47 年				48 年
	3 月 末	6 月 末	9 月 末	12 月 末	3 月 末	6 月 末	9 月 末	12 月 末	3 月 末
一 般 預 金 計	4.8 (100.0)	6.3 (100.0)	6.2 (100.0)	5.0 (100.0)	6.1 (100.0)	5.1 (100.0)	5.4 (100.0)	6.8 (100.0)	5.5 (100.0)
うち 一般法人預金 による分	2.8 (58.3)	4.3 (68.3)	4.1 (66.1)	2.6 (52.0)	3.8 (62.3)	2.5 (49.0)	2.1 (38.9)	3.9 (57.4)	2.6 (47.4)
要 求 払	1.3 (27.1)	2.7 (42.9)	1.9 (30.6)	0.8 (16.0)	1.8 (29.5)	0.1 (2.0)	1.5 (27.8)	1.8 (26.5)	1.7 (31.4)
定 期 性	1.4 (29.2)	1.6 (25.4)	2.2 (35.5)	1.8 (36.0)	1.9 (31.1)	2.4 (47.1)	0.6 (11.1)	2.1 (30.9)	0.9 (16.9)
個 人 預 金	2.0 (41.7)	2.0 (31.7)	2.1 (33.9)	2.3 (46.0)	2.3 (37.7)	2.6 (51.0)	3.3 (61.1)	3.0 (44.1)	2.9 (53.1)
要 求 払	0.5 (10.4)	0.6 (9.5)	0.7 (11.3)	0.7 (14.0)	0.5 (8.2)	0.6 (11.8)	1.1 (20.4)	0.8 (11.8)	1.1 (20.9)
定 期 性	1.5 (31.3)	1.5 (23.8)	1.4 (22.6)	1.6 (32.0)	1.8 (29.5)	2.1 (27.1)	2.2 (40.7)	2.2 (32.4)	1.8 (32.7)
一般法人要求払 + 個人要求払	1.9 (39.6)	3.2 (50.8)	2.6 (41.9)	1.6 (32.0)	2.4 (39.3)	0.7 (13.7)	2.6 (48.1)	2.6 (38.2)	2.9 (52.3)
一般法人定期性 + 個人定期性	2.9 (60.4)	3.1 (49.2)	3.6 (58.1)	3.4 (68.0)	3.8 (62.3)	4.5 (88.2)	2.8 (51.9)	4.3 (63.2)	2.7 (49.6)

(注) 1. カッコ内は寄与率(%)。

2. 四捨五入の関係で細目の和は必ずしも合計に一致しない。

3. 一般法人要求払預金+個人要求払預金とマネー・サプライ統計における預金通貨とは以下の点で異なる。

(1) マネー・サプライ統計預金通貨は地方公共団体預金を含むが本表では含まない。

(2) マネー・サプライ統計預金通貨は、農中、商中を含むが本表では含まない(両金庫に関して預金者別預金統計がないため)。

(3) マネー・サプライ統計は期中3ヵ月の月末残平均、本表は期末月残。

(表Ⅳ－1－6)

企 業 の 資 産 選 択 行 動 の 計 測

	④ 企 業 収 益 率 $\sum_1 \omega_1 RK$	⑥ 流動性保有のコスト		③ 輸 出 売 上 高 $\sum_1 \omega_2 EX$ SAL	① 自己資 本比率 NWC AS	⑤ 分 布 ラ グ $(\frac{KF}{LBT})_{-1}$	⑦ 定 数 項	R^2 決定係数 SE 標準偏差	DW ダービ ン・ワト ソン比 DF 自由度
		RLB-RDCB PIF	RLB PIF						
預 金 DCB 借 入 れ LBC-1	- 1.2953 (3.96)	- 1.2633 (2.15)		1.3544 (3.24)			56.7698 (8.81)	0.859 0.685	0.559 37
実物資産 KF 借 入 れ LBT	0.2915 (2.45)		0.5743 (1.21)		0.3694 (2.44)	0.8287 (13.66)	- 4.3512 (2.36)	0.997 0.407	2.275 36

(注) 1. 記号内容は以下のとおり。
DCB 全国銀行、相互、信金における一般法人預金
LBC 同上企業向け貸出
KF 法人企業全産業有形固定資産(土地を除く)
LBT 同上金融機関借入れ
NWC 同上資本勘定
AS 同上総資産(買入れ債務を控除)
2. 計測期間 37年1-3月期～47年1-3月期
3. カッコ内はt統計量
4. $\omega_1=(0.4, 0.3, 0.2, 0.1)$
 $\omega_2=(0.25, 0.75)$
RLB 全国銀行貸出約定平均金利
RDCB 一般法人預金平均金利(普通・定期預金金利の加重平均)
RK 法人企業全産業総資本営業利益率
PIF 民間企業設備投資デフレーター
EX 主要企業短期経済観測 全産業輸出/売上高比率
SAL

(企業投資の増加)

このように、外部資金調達即企業の実物投資という従来の企業金融の姿から、調達資金が企業の実物投資のほか、定期預金、有価証券などの金融投資や土地など既存資産の購入にも向かうという姿に変わったことは、今次金融緩和の大きな特色であった。これは、初めての円切上げと設備ストックの調整局面が重なり、景気の見通し難から企業心理が極端に冷え込んだ一方、すでにみたような金融機関の融資態度積極化、海外短資流入などから企業部門へ巨額の資金が供給されるという事態によって生じたものだといえよう。実物投資の期待収益率が極端に低落した局面で、巨額の資金が流入し、資金調達コストも低下した結果、資金調達と実物投資とが直結せず、金融投資や既存資産の購入という新しい選択の対象が大なり小なり浮かび上がってきたのは、いわば当然の現象であったといってよい。

しかし、ここで見のがせない重要なポイント

は、そのような動きのなかでも、やはり実物投資は刺激を受け、回復に向かったことである。すなわち、在庫投資や設備投資の期待収益率が低下すると、相対的に有利となる定期性預金、短期債、株式、土地などの保有が増加するものの、全体としての資金調達コストが低下し、資金調達額が著増する過程では、在庫投資や設備投資などの実物投資も多かれ少なかれ刺激をうける。つまり相対的には実物投資の比重が下がるものの、資金調達総額の著増に伴って絶対的には実物投資も増えてくるし、低い期待収益率も資金調達コストの低下につれて、程度の差はあれ相対的に有利となる。こうして、景気刺激を目的とした金融緩和政策は、着実にその効果を挙げた。

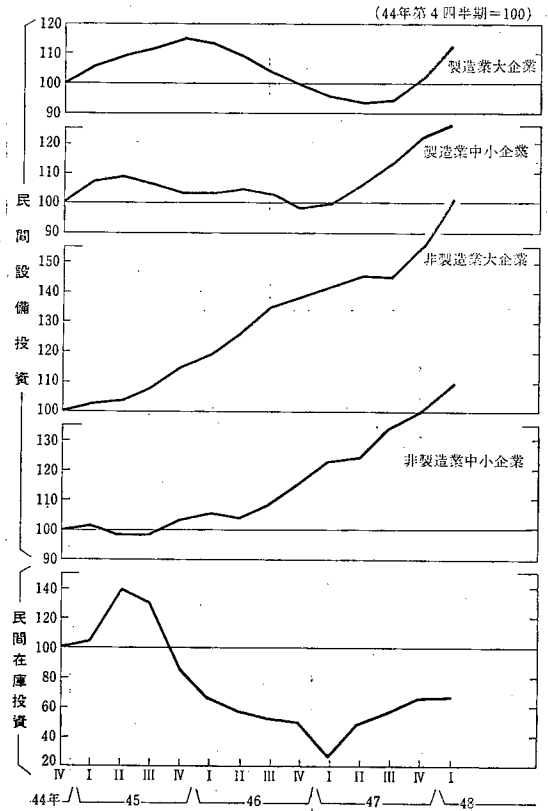
たとえば日本銀行統計局調べ「主要企業経営分析」(全産業)をみると、有利子負債の平均利率は46年度下期および47年度上期に通計0.55%ポイント(8.52→7.97%)低下した。この間における利子支払前総資本収益率の低下幅は0.34%ポイント

であったから、このような金利コストの大幅な低下が投資を刺激する要因として働いたことは十分想像できる。また、やや観点を換え、この金利低下に伴う資本コストの低下が、売上高純利益率をどの程度高める要因であったかを試算してみると、0.42%ポイントの上昇要因であったという結果がえられる。したがって、実際の売上高純利益率はこの間に0.09%ポイント上昇しているが、かりに金利低下がなければ、売上高純利益率は逆に0.33%ポイント低下していたことになる。このような金利低下に支えられた売上高純利益率の底入れは、多かれ少なかれ企業心理の立直りを支え、企業投資回復の一因になったとみることができよう。

今回の金融緩和の過程では、公共投資、住宅投資、消費など景気回復を主導した需要項目と関連の深い業種において、実物投資の期待収益率が相対的に高かったため、このような金利低下の投資刺激効果はとくに大きく、47年初から投資の回復が起こった。また、これまで金融機関から必ずしも十分な信用をうけていなかった中小企業のなかにも、近年にない企業金融の緩和に伴い、早くから投資の回復がみられた。47年1～3月期から始まった中小企業非製造業の設備投資上昇(図Ⅳ-1-4)は、こうした金利低下と信用のアベリビリティ上昇の2要因が重なった結果とみられる。また製造業についても、中小企業は大企業ほどの落込みを示さず、大企業に比し2四半期早く回復に転じたが、これにも上述の2要因が働いているとみられる。さらに大企業非製造業設備投資の根強い増勢や47年4～6月期以降の在庫投資回復の背景にも、このような資金調達コストの低下と資金調達額増の効果があつたことは見のがせ

(図Ⅳ-1-4)

民間設備投資、在庫投資の最近の推移



- (注) 1. 民間設備投資は、法人企業統計季報の「有形固定資産増加額」の季節調整済み3期移動平均(1:2:1)。
ただし、47年第4四半期は「主要企業」・「中小企業短期経済観測」の「設備投資額」の季節調整済み前期比増加率により延長して推計。
2. 企業規模分類は、大企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1億円未満企業。
3. 民間在庫投資はGNPベース実質。

ない。

なお、このような企業投資に対する金融面の効果を統計的に検証してみるため、在庫投資(GNPベース、実質)、および企業規模別、製造業・非製造業別の設備投資(法人企業統計ベース、実質)の5項目について回帰分析を試みたところ、表Ⅳ-1-7のような結果がえられた。これによると、中小企業製造業の設備投資を除く四つの企業投資については、需要や在庫ないし設備ストックの影

(表Ⅳ-1-7)

民間企業投資関数計測結果

(1) 在庫投資関数

被 説 明 変 数	説 明 変 数				定 数 項	\bar{R}^2	DW
	ストック変数	需要変数	流 動 性 変 数				
	KIIP ₋₁	ϕ	$\Delta \left(\frac{CD}{WPI} \right)$	$\Delta \left(\frac{M}{WPI} \right)$			
民 間 在 庫 投 資	- 0.9044 (- 6.4498)	170.6945 (8.0813)	12.1643 (2.6634)		34.2960 (1.9377)	0.8012	0.9367
	- 0.9192 (- 5.6243)	171.1593 (7.2591)		6.7614 (2.2962)	263.6283 (1.5849)	0.7940	0.9221

(2) 設備投資関数

被説明変数	説明変数						定数項	\bar{R}^2	DW
	ストック変数	需要変数	親企業設備投資の代理変数	流動性変数		収益変数			
	$\left(\frac{KF}{WPI}\right)_{-1}$	$\frac{S}{WPI}$	$\frac{IPML}{WPI}$	$\Delta\left(\frac{CD}{WPI}\right)$	$\Delta\left(\frac{M}{WPI}\right)$	$\left[\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right)\right]_{-1}$			
大企業製造業設備投資	- 0.1445 (- 6.8934)	0.2022 (11.3172)		0.4482 (3.0808)			17.9136 (6.2210)	0.9366	0.8631
	- 0.1498 (- 5.8224)	0.2050 (10.4048)			0.0668 (1.8548)		18.1775 (5.4551)	0.9287	0.6057
大企業非製造業設備投資		0.0394 (21.3575)		0.2654 (4.9635)			4.7597 (4.1601)	0.9678	0.7462
		0.0355 (14.0053)			0.0700 (4.8717)		3.5516 (3.2598)	0.9674	1.0470
中小企業製造業設備投資		0.0334 (10.6692)	0.0772 (4.4525)	- 0.0224* (- 0.5762)		69.6501 (3.2108)	- 3.5664 (- 3.8973)	0.9836	0.9836
		0.0334 (11.1262)	0.0827 (5.0163)		- 0.0035 (- 0.6931)	56.1179 (1.8926)	- 3.0689 (- 2.5654)	0.9837	0.9114
中小企業非製造業設備投資		0.0282 (21.3030)		0.0055 (0.1265)		296.3235 (3.1857)	- 7.4585 (- 4.6680)	0.9731	0.9708
		0.0256 (15.2189)			0.0167* (1.8863)	363.4088 (3.7998)	- 8.5355 (- 5.2020)	0.9750	1.1954

(注) 1. 説明変数欄の上段はパラメーター値を、下段カッコ内はその t 検定値を示す。

2. 被説明変数および説明変数はすべて季節調整済み四半期データを使用。

3. 在庫投資関数の被説明変数は、GNP ベース、40年価格表示民間企業在庫品増加(単位・千円)。

4. 設備投資関数の被説明変数は、法人企業統計季報ベース、有形固定資産新設額(単位・億円)。

5. 説明変数の表示記号の説明次のとおり。

KIIP: 民間企業在庫残高(GNP ベース、40年価格表示、単位・十億円)

 ϕ : 鉱工業生産指数(45年基準)

WPI: 卸売物価指数(40年基準)

M: 広義マネー・サプライ(通貨および定期性預金残高、末残ベース、月次データの3ヵ月移動平均値の四半期平均、単位・億円)

KF: 法人企業有形固定資産残高(法人企業統計季報ベース、単位・億円)

S: 法人企業売上高(同上)

CD: 法人企業保有現預金残高(同上)

 π : 法人企業純損益(同上)。

IPML: 大企業製造業有形固定資産新設額(同上)

ただし、設備投資関数の場合、KF, S, CD および ϕ は、それぞれの被説明変数に応じ、規模(大・中小企業)別、業種(製造・非製造業)別のデータを使用。

6. *は1期ラグ付き。

7. 「大企業」とは、資本金1億円以上の法人企業、「中小企業」とは同未満の法人企業をさす。

8. 各関数とも、計測期間は35年1—3月～47年1—3月。

響とはいわば独立に、企業の手元流動性上昇(保有預金増加、またはマネー・サプライ増加)の影響が看取される。

(注) 中小企業製造業の設備投資について、手元流動性の影響が有意に計測されなかったのは、計測期間(35年1—3月～47年1—3月)の中に中小企業製造の手元流動性が十分に高まって投資が回復に転じた時期がまだ入っておらず、計測期間の平均的な姿としては、需要や親企業の設備計画によって投資変動の大勢が決まっていたためと思われる。しかし、大企業製造業、非製造業および中小企業製造業の設備投資について手元流動性の効果が有意に計測されていることから推しても、これまでにない手元流動性の上昇を経験した中小企業製造業についても、今回は金融緩和の投資刺激効果は大きかったと思われる。

(個人消費、住宅建設の増加)

今回の景気回復過程においては、個人消費や住宅建設の立直りについても、金融緩和の影響が大きく響いていると思われる。個人消費は47年1—3月期から増勢を高め、また住宅建設も46年10—12月期から顕著な回復を示し(表Ⅳ—1—8)、公共投資や非製造業設備投資と並んで景気回復を主導したが、その増勢は個人可処分所得の立直りだ

けでは説明しきれない強さであった。

これまでの経験では、個人の保有預金の増勢は、景気回復が進み個人可処分所得の増勢が回復するにつれて高まるのが通常の姿であった。しかし今回は、景気回復に先立つ46年7—9月期から個人預金を中心に著増しはじめた(前掲表Ⅳ—1—5)。

これには、個人業主の定期性預金が法人のそれと同じ原因で増加しはじめたことも響いていると思われるが、過去の同一局面ではこれを相殺する方向へ動いていた家計の定期性預金が、景気回復に伴う個人所得と貯蓄の回復に先だって、この時期からふえはじめたことによる面が大きい。

このように所得増加に先だって家計の預金が増えたのは、流動性の高まった企業が株式、土地など長期的に値上がり傾向を持つ既存資産への投資を活発化したため、個人部門に対して、いわば所得形成を経ない資金が直接流入したことによるものとみられる。ちなみに、一応の試算によれば、46年7—9月期以降の1年間に土地の売却超によ

(表Ⅳ—1—8)

消費・住宅関連指標

(前年同期比増減率・%、カッコ内は季節調整済み前期比増減率・%)

		46 年				47 年				48 年
		1—3月	4—6月	7—9月	10—12月	1—3月	4—6月	7—9月	10—12月	1—3月
消費 関連 指標	個人消費支出 (GNPベース・名目)	15.7 (3.1)	14.3 (3.0)	12.9 (3.0)	12.0 (2.7)	13.2 (3.5)	13.0 (3.2)	14.6 (4.4)	15.7 (3.8)	17.5 (5.0)
	全国百貨店売上高	17.0 (3.4)	15.5 (3.2)	15.6 (4.9)	13.3 (1.8)	15.2 (3.5)	15.6 (4.5)	15.6 (4.8)	19.2 (4.6)	25.3 (10.7)
	銀行券発行残高 (平残、沖縄を除く)	15.9 (3.8)	16.1 (3.9)	16.5 (4.0)	15.4 (2.9)	15.2 (3.6)	15.9 (4.5)	17.5 (5.5)	21.9 (6.7)	26.0 (7.1)
住連 宅指 関標	民間住宅投資 (GNPベース・名目)	10.5 (1.6)	5.4 (0.6)	4.8 (2.0)	8.8 (4.4)	11.5 (3.9)	24.5 (12.6)	31.5 (7.7)	35.2 (7.4)	44.2 (10.6)
	新設住宅着工戸数	1.9	-9.9	-0.2	3.3	20.5	24.9	18.6	29.9	11.9

って個人部門に流入した資金は 2 兆 3 千億円(前年比 1 兆 7 千億円増、前回同一局面に比し 3 倍)、株式売却超によるものは 2 千億円弱(前年は買超 3 千億円強、前回同一局面も買超)に達するものとみられる(むろん、これには法人相互間、個人相互間の流出入は含まれない)。

このようなルートを通ずる資金の流入に加え、今回はⅢの 1 でみたように金融機関も住宅ローンなど個人向け貸出の積極的な拡大を図った。家計調査報告によると、同じく 46 年 7～9 月期以降の 1 年間に、土地・住宅用借入金は前年同期比 30.3%の著伸を示している(前回の同一局面である 41 年は-0.2%)。

このような事情から個人の資金調達額はこれまでの景気回復局面にはみられない増加を示したが、これが個人消費と住宅建設の立直りをもたらす上で大きな要因になった。ちなみに、家計調査報告や GNP 統計などを利用し、47 年中の個人消費支出と個人の土地住宅購入を推計して合計してみると、前年比 15.0%の増加となり、47 年中の個人可処分所得の前年比増加率 14.6%を上回っている

(表Ⅳ-1-9)

個人消費支出、土地・住宅購入の増加率

(前年比・%)

	今 回 (47年/46年)	前 回 (41年/40年)
個人消費支出	14.7	13.7
土地・住宅購入	25.9	5.9
個人消費支出+ 土地住宅購入	15.0	13.7
個人可処分所得	14.6	13.7

- (注) 1. 個人消費支出は GNP ベース。
 2. 「土地・住宅購入」は、家計調査報告の「財産購入」の金額を適用。
 3. 「今回」の個人消費支出、個人可処分所得の伸びは日本銀行調査局推計。
 4. 「個人消費支出+土地住宅購入」における「土地住宅購入」は、世帯数を乗じて個人消費支出と同じベースに調整したものを使用。

る(表Ⅳ-1-9)。このような支出の高い伸びは、前述した個人の資金調達額の増加に負うところが大きいと思われる。

このようにみえてくると、企業収益率が著しく低下した今回の不況期において、金融の量的緩和と金利引下げが積極的に進められたことが、住宅投資や消費を刺激し、また公共投資、住宅投資、消費などに関連した企業の在庫投資や設備投資を刺激するうえで非常に大きな役割を果たし、これが積極的財政政策の展開と並んで景気の立直りを可能にしたものといえる。

(4) 景気主導要因の変化

従来の景気回復期をみると、回復に主導的な役割を演じたのは、輸出、在庫投資や製造業設備投資であった。またこれらの項目は 30 年代以降のわが国の高度成長をリードしたものにほかならない。しかし今回の景気回復過程をみると、公共投資、民間住宅投資、非製造業設備投資、個人消費支出が回復の主役となっている点が新しい特徴である。いま、需要項目を第Ⅰグループ(個人消費、住宅投資、財政支出、非製造業設備投資)、第Ⅱグループ(製造業設備投資、輸出等)、第Ⅲグループ(在庫投資)に分類して、実質 GNP 上昇に対する寄与率を比較すると(表Ⅳ-1-10)、47 年度上期までのところでは第Ⅰグループの寄与率が高く、第Ⅱグループのそれは低くなっている。こうした景気回復主導要因の変化は、同時に今回の景気回復局面の姿に、これまでの景気回復局面とは違った特色をもたらすこととなった。それは、①緩やかな回復テンポ、②景気回復の跛行性、③実体面と心理面の乖離、といった点にうかがうことができる。

(緩やかな回復テンポ)

復テンポが前回、前々回の同一面に比べて緩やか

今回の回復初期ではG N P、鉱工業生産等の回

となっている(表Ⅳ—1—11)。これは上述したよ

(表Ⅳ—1—10)

景気上昇局面におけるグループ別G N P上昇寄与度

(単位・%)

	前々回			前回			今回		
	37年度	38年度		40年度	41年度		46年度	47年度	
	下期	上期	下期	下期	上期	下期	下期	上期	下期
個人消費支出	4.06	4.90	5.65	3.71	5.15	3.47	3.99	5.97	4.78
民間住宅投資	(149.8)	(72.5)	(64.9)	(134.9)	(75.0)	(55.8)	(195.6)	(94.8)	(65.2)
非製造業設備投資									
財政支出									
製造業設備投資	△ 0.29	0.56	2.18	△ 0.10	1.75	1.91	△ 0.91	0.47	2.82
輸出等	(△ 10.7)	(8.3)	(25.1)	(△ 3.6)	(25.5)	(30.7)	(△ 44.6)	(7.5)	(38.5)
民間在庫投資	△ 0.73	2.72	2.01	△ 0.53	0.72	1.92	△ 0.76	0.62	1.08
	(△ 26.9)	(40.2)	(23.1)	(△ 19.3)	(10.5)	(30.9)	(△ 37.3)	(9.8)	(14.7)
G N P	2.71	6.76	8.70	2.75	6.87	6.22	2.04	6.30	7.33
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)

(注) 1. GNPは季節調整済み前期比増減率、実質ベース。

2. カッコ内は寄与率を示す。

3. 輸入を除外してあるため、寄与度および寄与率の合計はGNP全体とは一致しない。

(表Ⅳ—1—11)

実質G N P、鉱工業生産等の景気回復局面比較

(季節調整済み前期比増減(△)率・%)

		—Ⅳ	—Ⅲ	—Ⅱ	—Ⅰ	景気の「谷」	+Ⅰ	+Ⅱ	+Ⅲ	+Ⅳ	+Ⅴ
今回	実質G N P	△ 0.6	3.3	1.0	1.9	△ 0.3	2.8	3.0	3.4	4.0	3.6
	生産	0.4	0.9	△ 1.2	1.7	0.3	1.9	2.2	2.9	4.8	6.7
		(1.6)	(3.6)	(△ 4.7)	(7.0)	(1.2)	(7.8)	(9.1)	(12.1)	(20.6)	(29.6)
	出荷	0.2	0.5	0.1	1.4	0.7	3.2	1.8	2.9	4.9	6.7
前回		(0.8)	(2.5)	(0.4)	(5.7)	(2.8)	(13.4)	(7.4)	(12.1)	(21.1)	(29.6)
	在庫	6.8	4.3	2.2	1.9	0.5	△ 1.2	△ 1.3	0.9	△ 3.4	△ 1.9
前々回	実質G N P	1.6	△ 0.8	2.4	1.8	0.3	3.1	3.5	3.4	2.1	4.7
	生産	1.7	0.0	△ 0.8	1.0	1.6	3.2	5.3	4.9	5.5	3.2
		(7.0)	(0.0)	(△ 3.2)	(4.1)	(6.6)	(13.4)	(23.0)	(21.1)	(23.9)	(13.4)
	出荷	1.3	0.6	△ 0.8	1.9	1.4	3.4	5.2	4.6	5.3	2.8
前々回		(5.3)	(2.4)	(△ 3.2)	(7.8)	(5.7)	(14.3)	(22.5)	(19.7)	(23.0)	(11.7)
	在庫	7.5	2.0	2.5	2.1	0.6	2.2	△ 0.7	1.1	△ 0.4	3.5
前々回	実質G N P	5.0	△ 0.6	1.6	0.8	0.7	3.3	3.1	3.7	4.9	3.8
	生産	3.5	3.3	△ 0.1	△ 1.6	△ 0.7	4.1	5.7	5.1	5.0	3.2
		(14.8)	(13.9)	(△ 0.4)	(△ 6.2)	(△ 2.8)	(17.4)	(24.8)	(22.0)	(21.6)	(13.4)
	出荷	0.7	2.8	2.2	△ 1.2	1.7	2.4	4.5	4.8	4.5	3.7
前々回		(2.8)	(11.7)	(9.1)	(△ 4.7)	(7.0)	(10.0)	(19.3)	(20.6)	(19.3)	(15.6)
	在庫	11.2	13.5	3.5	2.2	0.1	△ 2.6	0.0	3.6	2.4	4.3

(注) 1. 昭和45年基準指数。

2. カッコ内は年率換算。

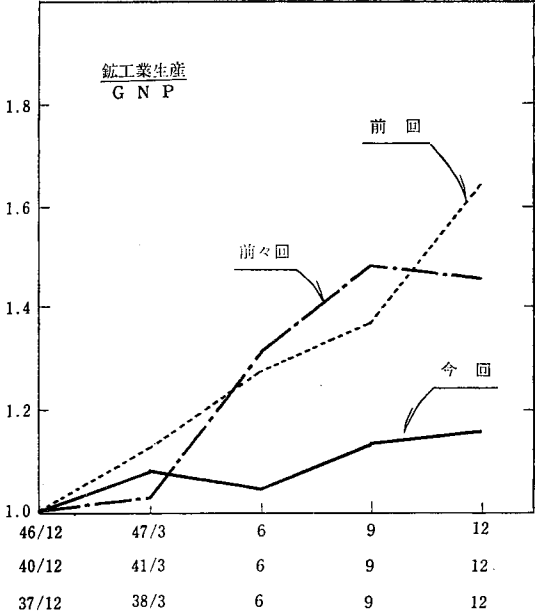
3. 時系列は次のとおり。

	—Ⅳ	—Ⅲ	—Ⅱ	—Ⅰ	景気の「谷」	+Ⅰ	+Ⅱ	+Ⅲ	+Ⅳ	+Ⅴ
今回	45/Ⅳ	46/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	47/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	48/Ⅰ
前回	39/Ⅳ	40/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	41/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	42/Ⅰ
前々回	36/Ⅳ	37/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	38/Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	39/Ⅰ

うな今回の回復主導要因が、従来の製造業設備投資や輸出に比べて乗数効果が小さく、また加速度効果も小さいことを反映したものであろう。

これらはさらに、今回において実質GNPの伸びに対して生産の増加テンポが低いという特色にもつながっている。いま実質GNPの伸び率に対する生産の伸び率(生産の対GNP弾性値)をこれまでの回復期と比較してみると(図Ⅳ-1-5)、今回がかなり低くなっていることがうかがわれる。これは今回の景気主導要因の生産誘発^(注)計数がいずれも相対的に小さいためであるが、そのほか個人消費支出におけるサービス・レジャー支出のウェイト増大など、いわゆる「物ばなれ」の傾向なども加わっているものとみられる。

(図Ⅳ-1-5)
回復期におけるGNP、生産の動き



(表Ⅳ-1-12)

鉱工業生産の回復力(景気の「谷」前後半年間)

(単位・%)

	前 回			今 回			回復力差 ⑥ - ③
	景気の「谷」前 半年間の伸び率 (40/4~40/10) ④	景気の「谷」後 半年間の伸び率 (40/10~41/4) ⑤	伸び率変化 ポイント ③=⑤-④	景気の「谷」前 半年間の伸び率 (46/6~46/12) ①	景気の「谷」後 半年間の伸び率 (46/12~47/6) ②	伸び率変化 ポイント ⑥=②-①	
鉱 工 業	4.2	15.6	11.4	5.1	8.6	3.5	△ 7.9
石 油	△ 17.7	14.9	△ 2.8	5.7	△ 4.0	△ 9.7	△ 6.9
窯 業・土 石	△ 3.2	11.1	14.3	2.4	9.6	7.2	△ 7.1
非 鉄	9.8	18.1	8.3	6.1	17.3	11.2	2.9
精 密 機 械	2.4	14.3	11.9	2.2	16.6	14.4	2.5
木材・木製品	3.0	8.0	5.0	0.0	4.4	4.4	△ 0.6
化 学	10.5	16.4	5.9	4.4	6.1	1.7	△ 4.2
食 料 品	12.4	8.0	△ 4.4	3.6	6.5	2.9	7.3
一 般 機 械	△ 12.2	16.0	28.2	△ 10.9	13.0	23.9	△ 4.3
電 気 機 械	△ 0.2	31.6	31.8	18.1	11.7	△ 6.4	△ 38.2
織 維	5.5	13.0	7.5	△ 2.6	△ 1.8	0.8	△ 6.7
輸 送 機 械	15.8	11.1	△ 4.7	17.3	5.7	△ 11.6	△ 6.9
紙・パルプ	4.7	18.6	13.9	6.5	6.7	0.2	△ 13.7
鉄 鋼	△ 9.6	20.8	30.4	2.8	12.6	9.8	△ 20.6
回復力変動係数	—	—	1.096	—	—	2.829	—

(注) 1. 昭和45年基準指数、季節調整済み3ヵ月移動平均値による。
2. 伸び率は年率換算による。
3. 変動係数は、標準偏差÷平均値として算出。

(注) 40年基準の産業連関表を利用して上記グループ別の生産誘発度(各グループの1単位の投入によって誘発される生産の単位)を試算すると次のとおり、第Ⅰグループが最も低く、第Ⅱグループが最も高い。

第Ⅰグループ(消費、財政、住宅、 非製造業設備)	1.7795
第Ⅱグループ(製造業設備、輸出)	2.2360
第Ⅲグループ(在庫)	1.8468
GNP 計	1.8921

(跛行性の目立つ回復)

今回の回復が当初力強いテンポに欠けるものであったことは、回復に跛行性が目立つという特色を伴うことになった。この跛行性は必ずしも一義的でなく、業種間、企業規模別、製造業・非製造業別などいろいろな観点からとらえることができる。

まず業種間の跛行性についてみると、鉄鋼、石油化学、合繊など40年代の高度成長をリードした業種が不振であったのに対して、窯業などの建設関連、自動車、食料品などの消費関連業種が好調を示した。この跛行性を鉱工業生産面からみるために、景気の谷の前後半年間の生産上昇のポイント差をとってその変動係数を前回回復局面と比較すると、前回比3倍近くとなっており、業種間の生産上昇率のばらつきの大きさをうかがうことができる(表Ⅳ-1-12)。

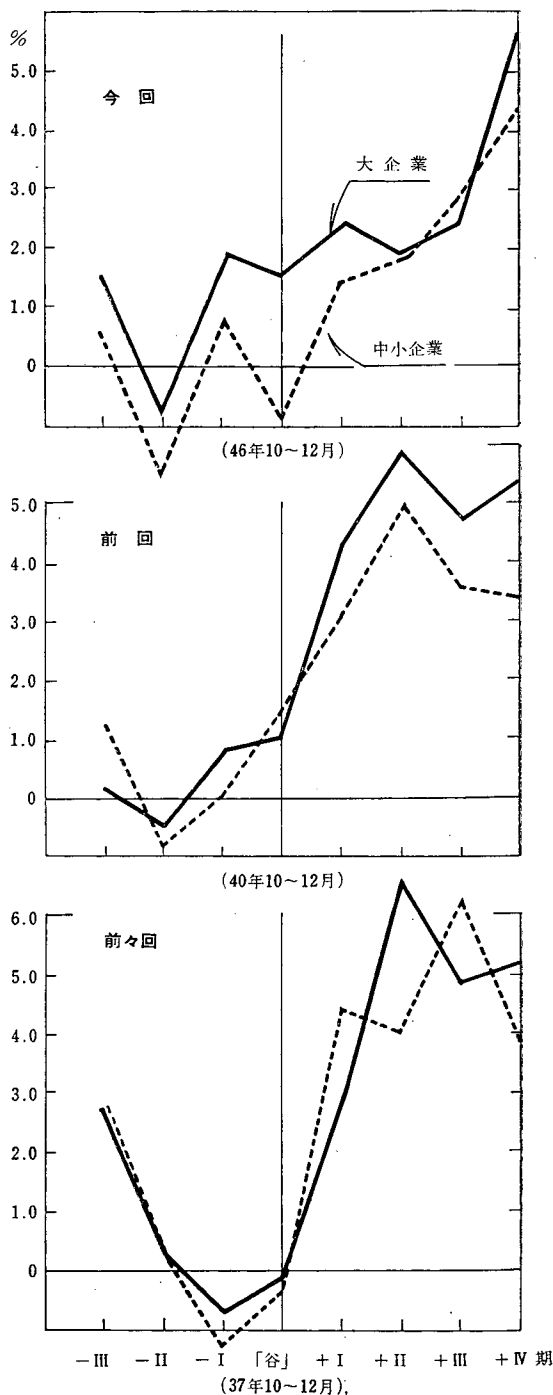
また企業規模別にみると、今回は中小企業の生産が着実な上昇を続けた反面、大企業のそれは輸出比率が高いこと、カルテル等生産調整関連品目が多いことなどから47年7～9月期まで回復のテンポがやや弱く、従来回復期では両者が足なみをそろえて上昇しているのと対照的である(図Ⅳ-1-6)。

さらに製造業・非製造業別にみると、製造業の不振に対して非製造業が比較的好調である点が目

(図Ⅳ-1-6)

回復期における規模別生産動向

(季節調整済み、前期比)



(注) 1. 資料の制約上、前回、前々回は40年基準指数による。
2. 中小企業庁資料。

立っている。これは、収益動向にも反映しているほか、金融機関の業種別貸出状況にもはっきりとあらわれることとなった。

(実体面と心理面の乖離)

以上みたような景気主導要因の変化は、日本経済が大きく転換をとげようとしている福祉重視型経済への移行には重要な意味を持つものとされた。なぜなら、景気回復が製造業設備投資や輸出によってリードされるということでは再び産業重視の高度成長経済への復帰につながる惧れがあったからである。その点、財政支出の増加は社会資本充実を目指すものであり、民間住宅投資や個人消費支出は福祉向上につながるものであり、また非製造業設備投資は非製造業における生産性の上昇に結びつくが、それ自体は輸出増加の要因とはならないと考えられた。

しかし、従来のパターンと違った回復は、企業心理の強気化を抑制する方向に働いた。それは高度成長についての挫折感と技術革新の停滞やリーディング・インダストリーの欠如など今後の成長力に対する不安感と容易に結びつきやすかった。さらに反GNP思想や公害規制、立地問題などに示される社会的抵抗についての悲観の見方などと絡みあって、実体面が緩やかながら着実に回復過程を歩み始めたにもかかわらず、企業心理をしばらく「コンフィデンス欠如」の状態におくこととなった。こうした実体面と心理面の乖離は結局47年のなかば近くまで続くこととなった。

(5) 企業収益回復の諸要因

(3期連続低迷のあと回復へ)

主要企業の収益動向をみると、45年度下期以来3期連続して低迷したあと、47年度上期には景気回復を映じて増収・増益に転じた。また47年度下

期についても日本銀行「主要企業短期経済観測」やその他の予測調査では引き続き増収・増益基調が見込まれている(表Ⅳ—1—13)。これを製造業・非製造業別にみると、製造業は45年度下期に減益となつてから3期減益決算となつたあと、47年度上期には大幅回復に転じた。一方、非製造業は46年度上期に減益となつたほかは一応増益となつていたものの、47年度上期には海員ストによる海運の大幅減益がひびいて減益となつた。

上記「短期経済観測」によって業種別の増減益率をみると、47年度上期で目につくのは市況の回復を映じて鉄鋼、繊維などの市況産業が好転したことであるが、一般機械、造船などの受注産業も前期の減益から立直りをみせた(表Ⅳ—1—14)。47年度下期には、市況上伸の鉄鋼、繊維、非鉄が増益率をさらに高めたほか、ほとんどの業種が軒なみ前期より高い増益率を記録しており、前期比減益となっているのは季節要因による食料品のみであった。

(販売価格の上昇が回復に寄与)

47年度上期について「主要企業経営分析」(製造業)により総資本収益率好転の変動要因をみると(表Ⅳ—1—15)、45年度上期以来低下を続けてきた総資本回転率および売上高純利益率がともにプラスに転じたことが寄与している。このうち売上高純利益率の好転に対しては、販売価格の上昇が、生産コストの上昇による利益率悪化を上回る寄与を示しており、結局今次収益回復の主体は販価の持直しないし販価引上げであったといえる。生産コストのなかでは、原材料コストが原材料価格の上昇にもかかわらず、投入率の低下から下落を示したが、平均賃金の上昇によって賃金コストが上昇し、これが生産コスト上昇の主因となつ

(表Ⅳ-1-13)

収 益 動 向 (原 計 数)

(単位・%、△印は減少)

		45/下	46/上	46/下	47/上	47/下
製 造 業	売 上 高 前 期 比 増 減 率	1.4	3.4	1.0	6.6	10.3
	純 利 益	△ 17.7	△ 13.6	△ 1.8	18.9	38.5
	売 上 高 純 利 益 率	4.55	3.79	3.63	4.07	5.13
非 製 造 業	売 上 高 前 期 比 増 減 率	6.9	4.4	2.3	5.9	17.1
	純 利 益	15.2	△ 9.0	10.8	△ 13.4	49.6
	売 上 高 純 利 益 率	1.96	1.73	1.94	1.60	1.97
全 産 業	売 上 高 前 期 比 増 減 率	4.4	4.0	1.7	6.2	14.0
	純 利 益	△ 8.7	△ 12.0	2.9	6.0	42.0
	売 上 高 純 利 益 率	3.13	2.66	2.70	2.70	3.33

資料：日本銀行「主要企業短期経済観測」(48/5調査)。

(表Ⅳ-1-14)

業種別純利益前期比増減率(原計数)

(単位・%、△印は減少)

	46/下	47/上	47/下	48/上 (予測)		46/下	47/上	47/下	48/上 (予測)
製 造 業	△ 1.8	18.9	38.5	5.2	窯 業	22.4	△ 11.5	41.3	1.9
織 維	△ 52.5	61.0	136.6	38.5	食 料 品	△ 36.0	94.2	△ 36.9	95.5
鉄 鋼	△ 34.0	110.2	209.1	11.6	非 製 造 業	10.8	△ 13.4	49.6	△ 16.7
非 鉄	99.8	14.2	89.4	3.0	商 社	25.8	15.0	60.7	△ 11.5
一 般 機 械	△ 19.7	10.2	26.1	10.7	百 貨 店	106.9	△ 46.5	139.8	△ 39.2
電 気 機 械	4.2	17.1	19.4	△ 0.7	私 鉄	2.3	8.3	1.8	0.7
造 船	△ 2.6	38.8	25.5	7.2	海 運	△ 11.0	△ 76.5	131.9	△ 16.5
自 動 車	10.0	3.4	22.5	△ 10.7	電 力	6.3	△ 4.2	6.8	△ 16.9
化 学	△ 5.2	10.8	30.5	△ 2.4	建 設・不動産	5.6	3.5	9.2	5.2
石 油 精 製	67.4	△ 38.0	127.6	8.5	全 産 業	2.9	6.0	42.0	△ 2.1

資料：日本銀行「主要企業短期経済観測」(48/5調査、年度ベース)。

た。

(企業収益の問題点)

以上みたように企業収益は47年度上期、下期と回復基調をたどったが、詳細にみると問題がないわけではなかった。すなわち、景気回復の初年度として過去の同一局面に比べて増収率、増益率のいずれも低水準の伸びにとどまっている。さらに企業収益力の総合指標のひとつとみられる総資本収益率も、46年度下期にこれまでにない低水準に

落ち込んだあと、はかばかしい改善を示していない。また企業の決算余裕度ないし収益構造の弾力性を示すとみられる損益分岐点売上高比率をみても、近年かなりの上昇を示し、47年度上期では前期に比べ僅かな低下にとどまっている。

これまでみられなかったこのような収益回復力の弱さの背景には、円切上げによる為替差損の発生などの短期的、一時的要因もかなり影響したことは否めないが、そればかりではなく、後にみる

(表Ⅳ－1－15)

総資本収益率の変動要因分析

(寄与率・%)

	45 年		46 年		47 年
	上 期	下 期	上 期	下 期	上 期
総 資 本 回 転 率	－ 12.3	－ 18.5	－ 18.1	－ 47.3	11.9
売 上 高 純 利 益 率	－ 87.7	－ 81.5	－ 81.9	－ 52.7	88.1
販 売 価 格	418.9	68.2	－ 23.3	－ 107.6	233.3
生 産 コ ス ト	－ 506.6	－ 149.7	－ 58.6	54.9	－ 145.2
原 材 料 コ ス ト	－ 34.5	17.0	45.1	269.2	264.8
賃 金 コ ス ト	－ 137.7	－ 11.7	－ 56.7	－ 50.6	－ 168.2
金 融 コ ス ト	－ 45.8	－ 16.2	－ 27.6	－ 46.8	32.0
減 価 償 却 コ ス ト	－ 44.1	－ 11.7	－ 22.3	4.0	－ 2.6
そ の 他	－ 244.5	－ 127.1	－ 2.9	－ 120.9	－ 271.2
総 資 本 収 益 率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
同 前 期 比	(－ 0.43)	(－ 1.34)	(－ 1.18)	(－ 0.32)	(－ 0.32)

(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」製造業。

2. 販売価格については「卸売物価指数・工業製品」(40年=100)、原材料価格については「卸売物価指数・原材料」(同)を使用。

3. 生産コストおよび各種コストの算式は次のとおり。

生産コスト＝総費用/生産量、各種コスト＝各種費用/生産量、生産量＝生産高/製品価格指数

ように企業の収益構造が種々のコスト圧力からし
だいに硬直化してきつつある点が問題であろう。

47年度上期の企業収益におけるもう一つの問題
点は、総利益のなかで資産取引などによるいわば
本業外収益の部分が高まったことである(表Ⅳ－
1－16)。

この期間内総利益中に占める営業外収益の比率
(以下営業外収益比率という)は、不況時には企業
が資産処分を行って収益水準を維持する例も多
く、もともと不況期には上昇し、回復期には低下
するという動きがみられるが、今回の景気調整期
にはこれが急上昇したばかりか、回復期に入って
逆にさらに水準を高めている。こうした傾向は製
造業、非製造業を通じてみられるが、とくに後者
では上昇テンポが急速であるばかりか、47年度上
期にはほぼ40%に近い高水準に達した。

いま営業外収益の内容を最近の3期についてみ
ると(表Ⅳ－1－17)、受取利息・配当金等がその

(表Ⅳ－1－16)

当期総利益に占める営業外収益比率の推移

(単位・%)

	全 産 業	製 造 業	非 製 造 業
40/上	26.2	26.3	25.9
下	26.7	26.2	27.5
41/上	24.7	24.1	26.0
下	22.9	21.7	25.8
42/上	22.1	20.6	25.9
下	21.9	20.3	25.9
43/上	23.2	21.4	27.4
下	22.9	20.9	27.9
44/上	22.7	20.7	28.1
下	22.5	20.3	28.3
45/上	23.4	21.3	28.2
下	26.5	25.2	29.1
46/上	30.0 (29.8)	28.8 (28.5)	32.4 (32.3)
下	33.1 (30.6)	33.0 (29.4)	33.3 (32.9)
47/上	33.8 (32.9)	31.0 (29.7)	39.5 (39.3)
下	29.2 (27.7)	26.5 (24.9)	34.7 (33.4)

(注) 1. 当期総利益＝営業利益＋営業外利益。

2. カッコ内は、為替差益を除いた計数。

3. 日本銀行「主要企業経営分析」ベース。

主体をなしているが、この部分は安定した推移を
示している。これに対して有価証券売却益は、水

(表Ⅳ－1－17)

当期総利益に占める営業外収益比率の推移

(単位・%)

区 分	営業外収益 (A)			「為替差益」 を除く (A-B)			有 価 証 券 益			受取利息・ 配 当 金 等			為 替 差 益 (B)			そ の 他 (固定資産 売却益等)		
	46/ 上	46/ 下	47/ 上	46/ 上	46/ 下	47/ 上	46/ 上	46/ 下	47/ 上	46/ 上	46/ 下	47/ 上	46/ 上	46/ 下	47/ 上	46/ 上	46/ 下	47/ 上
全 産 業	30.0	33.1	33.8	29.8	30.6	32.9	0.8	1.1	2.2	23.7	24.0	24.6	0.2	2.5	0.9	5.4	5.4	6.1
製 造 業	28.8	33.0	31.0	28.5	29.4	29.7	0.9	1.3	1.6	20.9	21.5	20.8	0.3	3.6	1.3	6.7	6.7	7.3
食 料 品	22.2	24.3	28.6	22.2	20.8	25.7	0.1	0.3	2.2	13.7	13.3	14.0	0.0	3.5	2.9	6.3	7.1	9.5
織 維	29.8	39.9	39.2	29.7	38.3	36.2	0.3	0.8	0.5	23.1	28.5	27.5	0.1	1.6	3.0	6.3	8.9	8.2
紙・パルプ	31.8	29.7	27.5	31.5	28.5	27.1	1.1	1.5	0.7	20.9	18.5	18.0	0.3	1.2	0.4	9.5	8.6	8.4
化 学	25.4	29.1	29.5	25.2	28.1	29.2	0.8	0.9	2.4	16.8	18.7	18.5	0.2	1.0	0.3	7.6	8.5	8.6
石 油	24.5	59.8	34.6	23.2	22.3	25.4	0.2	0.2	0.5	14.5	14.1	17.1	1.3	37.5	9.2	8.5	8.0	7.9
ゴ ム	16.9	13.7	16.2	16.9	13.2	15.5	0.2	0.4	0.5	10.4	7.5	9.3	0.0	0.5	0.7	6.2	5.3	5.8
窯 業	26.5	24.5	27.0	26.5	24.5	26.8	2.2	0.5	0.6	17.7	16.9	18.3	0.0	0.0	0.2	6.6	7.1	7.8
鉄 鋼	26.7	36.9	29.0	26.1	28.1	26.2	2.6	3.8	2.1	15.7	16.3	14.3	0.6	8.8	2.8	7.8	8.0	9.8
非 鉄	40.5	39.8	37.3	39.6	33.1	36.6	1.6	2.4	3.9	31.2	23.4	24.9	0.9	6.7	0.7	6.8	7.3	7.8
金 属	24.5	30.4	28.7	24.5	30.3	28.7	0.0	3.1	4.8	16.5	18.5	14.9	0.0	0.1	0.0	7.9	8.6	9.0
一 般 機 械	24.3	29.7	32.1	24.2	27.5	31.2	1.2	1.6	4.4	18.3	21.2	20.2	0.1	2.2	0.9	4.7	4.7	6.6
電 気 機 械	24.3	23.7	23.9	24.1	23.1	23.5	0.5	1.2	0.7	16.2	14.8	15.6	0.2	0.6	0.4	7.3	7.1	7.2
造 船	37.7	40.2	38.0	37.7	39.3	37.7	0.5	0.1	2.0	36.2	38.6	33.7	0.0	0.9	0.3	0.9	0.6	2.0
自 動 車	42.2	39.3	37.6	42.0	39.0	37.1	0.2	0.4	5.9	36.4	33.2	31.3	0.2	0.3	0.5	5.3	5.5	
精 密 機 械	22.5	27.0	29.9	22.5	26.4	28.6	2.1	0.0	0.1	12.6	14.6	11.9	0.0	0.6	1.3	7.9	11.9	16.6
非 製 造 業	32.4	33.3	39.5	32.3	32.9	39.3	0.4	0.9	3.4	29.1	28.9	32.4	0.1	0.4	0.2	2.8	3.1	3.4
建 設	27.0	28.5	29.6	26.9	27.9	29.4	0.9	0.7	2.2	23.1	23.7	23.6	0.1	0.6	0.2	2.9	3.5	3.5
商 社	60.4	58.6	64.9	60.4	58.4	64.6	0.1	0.9	1.3	57.0	54.0	60.4	0.0	0.2	0.3	3.4	3.5	3.0
百 貨 店	20.3	17.2	21.9	20.3	17.2	21.9	0.2	0.0	0.4	12.4	9.8	12.2	0.0	0.0	0.0	7.7	7.3	9.3
私 鉄	24.3	22.1	26.0	24.3	22.1	26.0	0.3	0.2	0.3	20.0	17.7	20.5	0.0	0.0	0.0	4.0	4.2	5.3
海 運	21.0	32.1	107.4	20.3	28.9	108.0	2.6	6.4	62.7	15.7	19.5	34.7	0.7	3.2	1.4	2.0	3.0	10.5
電 力・ガ ス	6.5	6.9	7.8	6.4	6.7	7.8	0.1	0.2	0.3	5.4	5.3	6.1	0.1	0.2	0.0	0.9	1.2	1.4
サ ー ビ ス	34.3	25.9	29.7	34.3	25.9	29.7	0.0	0.0	1.2	28.7	20.0	23.9	0.0	0.0	0.0	5.6	5.8	4.6
不 動 産	16.1	16.6	16.9	16.1	16.6	16.9	0.3	0.3	1.8	15.0	15.1	13.7	0.0	0.0	0.0	0.8	1.2	1.4
鉱 業	46.4	32.5	24.3	46.4	32.5	24.3	1.0	0.1	0.3	30.3	20.7	16.0	0.0	0.0	0.0	15.0	11.8	8.0

(注) 1. 当期総利益＝営業利益＋営業外利益。
2. 日本銀行「主要企業経営分析」ベース。

準は低いにしてもこの3期中に3倍ちかくウェイトを高めている。

以上はいずれも期間内損益計算における利益という観点からみたものであるが、このほか長期保有の資産についてその売却益(実現されたキャピタル・ゲイン)の動向を剰余金計算書によってみ

ると(表Ⅳ－1－18)、47年度上期には固定資産売却益は830億円、有価証券売却益は667億円、両者合計1,497億円に達した。前回回復期の41年度上期にはこれが合計445億円で、とくに有価証券売却益は44億円にすぎなかったことを考えると、その急上昇ぶりが目立っている。

(表Ⅳ-1-18)

剰余金計算書計上の資産売却益

(単位・億円)

	全産業		製造業		非製造業	
	固定資産売却益	有価証券売却益	固定資産売却益	有価証券売却益	固定資産売却益	有価証券売却益
40/上	323	40	152	32	171	12
下	455	58	291	42	164	16
41/上	401	44	303	30	98	14
下	368	46	228	39	140	7
42/上	357	34	253	17	104	17
下	356	31	227	23	129	8
43/上	358	84	243	68	115	16
下	444	58	239	39	205	19
44/上	476	74	276	41	200	33
下	807	149	487	89	320	60
45/上	539	135	363	105	176	30
下	671	140	450	83	221	57
46/上	754	270	555	210	199	60
下	748	389	530	282	218	107
47/上	830	667	524	542	306	125
下	851	640	573	500	278	140

こうした営業外収益比率の上昇や、資産売却益の著増は、二つの点から問題であると思われる。そのひとつは、こうした営業外収益への依存度が大きく高まることは企業収益の安定性にとって問題である。営業外収益比率が妥当な水準であれば、営業利益の変動を相殺してむしろ安定的に働くという場合も考えられないではないが、両者が相補う方向に動くという保証はなく、営業外収益比率があまり高水準になれば安定性は損われることとなる。

もうひとつは、資産売却益等の増加によって本来の営業活動が軽視されるという経営倫理上の問題である。これは同時に、土地・株式等の値上がりを招き、ひいてはインフレ心理を醸成する恐れにつながっている。したがって、以上のような動きがごく一時的な現象にとどまるかどうかは、注目を要するところである。

2. 47年夏以降の景気上昇の本格化

(1) 景気上昇テンポの高まり

(様変わりとなった上昇テンポ)

47年初めから緩やかに回復してきた景気は、夏以降急速に上昇テンポを速めた。実質GNP(速報、季節調整済み)の動きをみると、47年1～6月は前期比年率8.6%の伸び率であったものが、7～12月には同14.7%と大きく加速しており、四半期計数でみると7～9月期には年率14.3%、10～12月期には同17.0%と、いわゆる「瞬間風速」としては安定成長の上限を突破したかたちとなっている。このため47暦年でも9.2%と当初一般に予想された成長率をかなり上回るに至った(表Ⅳ-2-1)。

鉱工業生産の動向をみても、47年1～3月期の前期比+1.9%(年率換算+7.8%)から、期を追って増加率が高まり、10～12月期には同+4.8%(年率換算+20.6%)と大幅な伸びをみせた。こうした生産加速化の動きをみるために、景気の「谷」から1年間の鉱工業生産の上昇率を前半と後半とにわけて、過去の景気回復・上昇局面と対比してみると(表Ⅳ-2-2)、今回は、前半(46/12～47/6)では年率10.0%と前回、前々回のほぼ半分程度にとどまっていたが、後半(47/6～12)には年率21.0%と前2回を上回る上昇となった。これを特殊分類別にみると、前半の緩やかな上昇率は消費財および生産財の伸びが低いことが特にひびいていた。耐久消費財については主要品目の普及率が上昇したこと、非耐久消費財については高級化・ファッション化は進んだものの量的には傾向的に低下していること、生産財については主要業種においてカルテル等による生産調整が行われたほか、

(表Ⅳ-2-1)

G N P 構成各項目別の成長寄与度・寄与率

(季節調整済み、実質ベース、単位・%)

	47 年				47 年 中 (暦 年)		47 年 度	
	1 ~ 6 月		7 ~ 12 月		寄与度	寄与率	寄与度	寄与率
	寄与度	寄与率	寄与度	寄与率				
個 人 消 費	2.6	63.1	2.5	35.4	4.7	51.3	4.9	42.9
民 間 住 宅	0.6	13.5	0.5	6.7	0.9	9.7	1.1	9.1
民間設備投資	0.6	13.3	1.4	19.3	1.2	13.7	2.2	19.1
民間在庫投資	△ 0.7	△ 14.9	1.1	15.2	△ 0.5	△ 4.9	0.6	5.6
財 政 支 出	1.7	40.8	1.0	14.8	2.7	29.7	2.8	24.2
輸 出 等	△ 0.1	△ 3.5	1.8	25.3	1.1	11.6	1.3	11.5
輸 入 等	△ 0.5	△ 12.3	△ 1.2	△ 16.7	△ 1.0	△ 11.1	△ 1.4	△ 12.4
G N P	4.2 (8.6)	100.0	7.1 (14.7)	100.0	9.2	100.0	11.5	100.0

(注) GNPのカッコ内は年率換算。

(表Ⅳ-2-2)

景気回復局面における鉱工業生産の上昇力(景気の「谷」から1年間)

(単位・%)

	今 回						前 回						前 々 回					
	景 気 の 「谷」から 1 年間の 上昇率			前半の上 昇率			景 気 の 「谷」から 1 年間の 上昇率			前半の上 昇率			景 気 の 「谷」から 1 年間の 上昇率			前半の上 昇率		
	46/12 } 同左 47/12 率	同左 寄与 率	46/12 } 同左 47/ 6 率	同左 寄与 率	47/ 6 } 同左 47/12 率	同左 寄与 率	40/10 } 同左 41/10 率	同左 寄与 率	40/10 } 同左 41/ 4 率	同左 寄与 率	41/ 4 } 同左 41/10 率	同左 寄与 率	37/10 } 同左 38/10 率	同左 寄与 率	37/10 } 同左 38/ 4 率	同左 寄与 率	38/ 4 } 同左 38/10 率	同左 寄与 率
	46/12 } 同左 47/12 率	同左 寄与 率	46/12 } 同左 47/ 6 率	同左 寄与 率	47/ 6 } 同左 47/12 率	同左 寄与 率	40/10 } 同左 41/10 率	同左 寄与 率	40/10 } 同左 41/ 4 率	同左 寄与 率	41/ 4 } 同左 41/10 率	同左 寄与 率	37/10 } 同左 38/10 率	同左 寄与 率	37/10 } 同左 38/ 4 率	同左 寄与 率	38/ 4 } 同左 38/10 率	同左 寄与 率
鉱 工 業 生 産	15.4	100.0	10.0	100.0	21.0	100.0	18.9	100.0	17.7	100.0	20.1	100.0	20.2	100.0	20.6	100.0	19.9	100.0
うち一般資本財	24.7	21.2	16.0	20.5	34.1	21.5	23.4	16.4	14.3	10.9	33.2	20.9	12.4	8.9	1.8	0.1	24.1	16.1
建設資材	18.1	11.1	11.5	10.7	25.2	11.3	18.1	9.2	18.1	9.8	18.1	8.7	13.9	7.0	5.9	3.1	22.6	10.7
耐久消費財	11.8	8.8	9.4	10.8	14.1	7.9	31.4	15.9	29.3	15.5	33.6	16.3	26.7	13.5	23.2	11.6	30.2	15.4
非耐久消費財	9.0	8.0	8.0	10.7	10.3	6.7	10.4	13.0	13.0	17.5	8.0	9.3	24.6	27.8	49.8	52.5	3.6	4.8
生産財	14.8	40.7	9.6	40.4	20.3	40.9	20.7	44.1	21.2	48.3	20.1	40.7	19.6	39.3	19.5	38.4	19.9	40.1

(注) 1. 45年基準指数。季節調整値。

2. 前半および後半の上昇率は年率換算値。

3. 資料制約上、資本財輸送機械を除去してあるため、寄与率の合計は鉱工業生産全体とは一致しない。

景気回復初期において企業の在庫投資態度が従来に比して消極的であったことなどが、その背景であったと考えられる。また今回後半が前半に比べて加速化したのは、主として一般資本財と生産財の増加率上昇によるものであった。

鉱工業出荷も47年7～9月期以降生産を上回る高い伸びを示し始め、このため生産者製品在庫は10月以降減少を続けるに至った。これは出荷の急

伸が企業自身の予測を上回る場合が多かったためとみられ、たとえば乗用車、トラクター、機械・自動車部品、セメント・同2次製品などでは増産体制が後手にまわったため、いわば「意図せざる」製品在庫の減少が生じたものとみられる。

また生産増加に伴い原材料消費が急増したため、国産原材料の段階でも手当てが遅れるものが出て(鉄屑、鋼材、石こう等)、国産原材料在庫は

6月以降減少傾向をたどり、国産原材料在庫率は急速に低下した。

生産、出荷等とならんで労働力の面でも上昇加速の傾向が明らかとなった。一般有効求人倍率の推移をみると、47年1～3月期1.02倍、4～6月期1.08倍であったものが、7～9月期1.20倍、10～12月期1.36倍と急上昇し、さらに48年1～3月期には1.64倍と記録的な高さとなった。常用雇用(全産業、季節調整済み)も47年前半には減少を示したが、7～9月期以降増加に転じ、10～12月期にはさらに伸び率が高まった。また金融面では、銀行券月中平均発行残高の伸びが期を追って高まり、前年同月比上昇率は47年1～3月期の+15.2%から10～12月期には+21.9%(除沖縄)にまで上昇をみた。

以上のような動きから需給ギャップは急速に縮小に向かい、47年前半にみられた業種間の明暗の差など跛行性は薄れていくことになった。そればかりか、セメント、条鋼類、コンクリートパイルなど建設関連業には供給力の不足がみられるようになった。

(2) 輸出と企業投資の増加

(企業心理の好転)

それでは、47年の後半以降このように一転して景気に明るさが加わり、様変わりの上昇加速化がみられるに至ったのは何故だろうか。

第1に、企業心理の変化の影響が見のがせない。すでにみたように、47年前半には企業心理と実体面の乖離がみられた。在庫水準はすでに46年末の段階ではほぼ調整を完了しており、45～46年度における積極的財政政策の効果が次第に乗数的にあらわれ、さらに金融緩和の浸透によって中小企業設備投資、住宅投資が増加し始めるなど、47年春

頃には景気回復の実体面における素地は十分にととのっていた。それにもかかわらず企業心理が低迷を続けたのは、円切上げに伴う高度成長の挫折感などやや長期的な悲観要因が底流にあり、また2月から3月にかけての通貨不安の再燃、暫定予算などの短期的不安材料によるものであった。このため、拡大政策ムードの広がりなどによって短期的懸念が除かれ長期的悲観論がやや後退すると、企業の気迷い感はかなり薄れることとなった。また円切上げに伴い落込みが懸念されていた輸出が予想外に堅調であったことも、企業の自信回復に貢献した。こうした心理面の好転が実体面における回復の素地と相まって景気の自律的拡大の口火となり、拡大がさらに企業心理を強気にさせるという相乗効果が生じたものといえよう。

(輸出の増勢持直し)

第2は、輸出の増勢持直しである。輸出数量(通関ベース、季節調整済み)の動きを四半期別にみると、46年8月の円の変動相場移行以後それまで前期比4～5%の伸びであったものが1～2%程度まで鈍化し、47年4～6月期には同-1.5%と大きく減少するに至った。こうした大幅落込みには海員ストの影響(スト調整後では+0.3%程度とみられる、後出表V-2-1参照)やリーズの反転、鉄鋼自主規制による輸出の下期集中などの要因がひびいているが、円切上げの効果が現われてきたことも大きいと思われる。ところが、7～9月期に入って海員ストの反動があったほか、通貨不安の再発によりかなりのリーズが行われたこともあって、数量は前期比+5.8%と急増することとなった。この急増の背後には、そのほか後述するように世界景気、とりわけ米国景気の拡大、世界的インフレ傾向などによる価格効果の減退な

ど、海外環境の変化による円切上げ効果相殺の動きがあった。

こうした数量面での増加とならんで輸出単価の引上げも順調に行われるようになった。円の変動相場移行および円切上げ後は輸出の先行きに自信がもてないため、外貨建て価格の引上げは小幅にとどまり、したがって円建ではかなりの低下となつて採算悪化を余儀なくされたが、その後相手国のインフレ傾向や品質面の競争力に支えられて価格引上げが続けられ、採算回復、収益圧迫懸念の後退がみられるに至り、この点でも輸出が増加することを助けた。

(企業投資の積極化)

第3に、最も重要なのはそれまでの財政金融政策の景気刺激が累積され、その影響が本格的に現われてきたことである。これとともに企業の投資態度は強気に転じた。

まず今回回復期における在庫投資の動きを実質GNPベースでみると、46年を通じて減少を続けたあと47年1～3月期にはさらに前期比-46%と大幅に減少し、在庫投資額(年率)でも45年4～6月期の3兆6千億円から8千億円と約1/4に減少した。この結果GNP在庫率(GNP在庫残高÷最終需要)はこれまでの趨勢線を下回るに至り、GNP総額に占める在庫投資の比率もこれまでの循環におけるボトムに近い水準にまで低下した(表Ⅳ-2-3)。4～6月期には前期の反動もあって増加に転じたものの、投資水準がすでに大幅に低下していたために、景気上昇寄与度はなお低く、この点がこれまでの景気回復局面に比して今回における大きな特徴点をなしていた。このような在庫投資回復の鈍さは、次のような事情を背景とするものであったとみられる。

- ① 景気の2段調整によって在庫投資全体としては46年10～12月期中にはほぼ趨勢線上の水準にまで低下をみたものの、生産者製品在庫は流通段階の買控えのシワを受けてかなりの意図せざる在庫を残し、年明け後再び調整が行われた。
- ② 更年後における企業心理の一層の冷却化から

(表Ⅳ-2-3)

GNP在庫率および在庫投資比率の推移

(単位・%および%ポイント)

	G N P 在 庫 率	トレンドから の乖離幅	在庫投資額 GNP
36 / Ⅳ ▲	27.6	1.5	7.4
37 / Ⅰ	28.0	1.8	4.2
Ⅱ	27.7	1.4	2.1
Ⅲ	27.3	1.0	0.8
Ⅳ ▼	26.8	0.3	△0.5
38 / Ⅰ	26.8	0.4	1.9
Ⅱ	26.7	0.2	2.7
Ⅲ	26.8	0.2	3.8
Ⅳ	26.9	0.3	4.7
39 / Ⅰ ▲	27.2	0.5	4.9
Ⅱ	27.2	0.4	3.5
Ⅲ	27.3	0.4	2.9
Ⅳ	27.0	0.1	2.0
40 / Ⅰ ▼	27.1	0.0	0.6
Ⅱ	27.5	0.4	2.5
Ⅲ	27.5	0.3	2.3
Ⅳ	27.9	0.6	2.3
45 / Ⅱ ▲	30.0	0.5	6.2
Ⅲ	30.6	0.9	5.7
Ⅳ	31.1	1.3	3.4
46 / Ⅰ	30.7	0.7	3.2
Ⅱ	30.9	0.7	2.5
Ⅲ	31.0	0.7	2.0
Ⅳ	31.5	1.0	1.2
47 / Ⅰ ▼	30.6	△0.1	0.9
Ⅱ	30.5	△0.3	2.2
Ⅲ	29.9	△1.3	2.3
Ⅳ	29.6	△1.8	2.5
48 / Ⅰ	29.2	△3.5	2.7

- (注) 1. GNP在庫率=GNP在庫残高÷最終需要。
 2. 実質GNPベース。
 3. ▲、▼印はそれぞれ在庫投資の「山」、「谷」を示す。
 4. GNP在庫率のトレンド=0.25873+0.00024t+0.00002t²、ただし、35/I=1。

鉄鋼、化学工業等の業界で次々に不況カルテルが結成されるなど、企業の減産体制がいち早く強化され、これが原材料在庫および仕掛品在庫の増加を抑える結果となった。

- ③ 現実には最終需要が落ち込むことなく、むしろ着実に増加した結果、流通段階では意図せざる在庫減が生じた。
- ④ すでにみたような景気主導要因の変化に伴い、業況が回復したのは、鉄鋼、一般機械、化学工業など需要増加が在庫増加に直結しやすい業種ではなく、もともとあまり在庫を多く持たない窯業・土石、食料品、建設業等であった。^(注)
- ⑤ 4月から7月にかけての海員ストにより、輸入分を中心に原材料在庫が減少した。

(注) 売上げ増加がどの程度在庫増加をもたらすかを業種別に試算（業種別在庫係数）すると次のとおり。

業 種				在 庫 係 数
鉄		鋼		0.213
一 般 機 械				0.182
電 気 機 械				0.181
化 学				0.143
織 維				0.122
紙 ・ パ ル プ				0.118
金 属 製 品				0.103
窯 業 ・ 土 石				0.102
非 鉄 機 械				0.098
輸 送 機 械				0.082
食 料 品				0.081
卸 小 売				0.058
建 設				0.034
運 輸 通 信				0.092
サ ー ビ ス				0.033
全 産 業				0.109

(注) 1. 在庫係数＝在庫増／売上増

2. 「法人企業統計年報」昭和42～45年度平均による。

ところが、下期にいたって上記のような要因は変化しはじめ、各段階でいっせいに在庫増加について前向きの動意がみられることとなった。すな

わち、生産者製品在庫は調整の一巡から前向きの在庫増加がみられはじめ、流通段階でも商況の強さを映じて積極的積増しがはかられたほか、生産活動の活発化から仕掛品在庫も増勢を強めた。また、海員ストの反動から輸入原材料在庫も増加した。ただ現実には、最終需要が予想を上回る急上昇となったために、むしろ意図せざる在庫減が生じたところが多く、投資意欲の強さが十分具体化しない結果となった。すでにみたように、生産者製品段階では出荷増加が増産テンポを上回って製品在庫率は低下を続け、原材料在庫率も国産分については過去の景気過熱期なみの水準にまで低下した。

下期に入ってから、基本的には在庫投資が盛り上がる条件がどとのっており、最終需要の増勢の強さに支えられて企業は在庫投資について総じて強気の態度を持続した。ただ、実現された結果としてみれば、GNPベースの在庫投資は、7～9月期前期比+11.9%、10～12月期同+25.1%、といずれも低い伸びにとどまった。またGNP在庫率も47年1～3月以降低下を続け、トレンドからの乖離幅は拡大した。

民間在庫投資だけでなく、製造業設備投資にも増加の動きがあらわれてきた。47年に入ってから設備投資動向をみると、すでに述べたように非製造業については、大企業・中小企業とも金融の大幅緩和の効果もあって着実な増加を示し、景気回復をリードするうえで大きな役割を演じてきた。これに対して製造業設備投資は鎮静を続け、とくに大企業では低迷が著しかった。しかし春頃から、中小企業段階でまず増加の兆しをみせ、夏以降は、これが増勢を強める一方、大企業段階でも下げどまりから反転上昇するに至った。こうし

(表Ⅳ-2-4)

製造業の設備投資年度計画

(前年度(期)比増減(△)率・%)

			45年度	上 下 期 期	46年度	上 下 期 期	47年度	上 下 期 期
大 企 業	計 画	2月 調査	11.7	4.0 0.8	△ 3.2	△ 3.1 △ 4.9	△ 11.1	△ 6.8 △ 4.2
		5月 //	15.2	9.6 △ 3.0	0.3	1.5 △ 5.0	△ 6.4	1.7 △ 5.9
		8月 //	18.1	10.2 0.8	△ 1.6	△ 0.3 △ 5.1	△ 6.7	△ 2.4 1.7
		11月 //	19.0	6.0 10.4	△ 6.6	△ 6.8 △ 2.4	△ 4.8	△ 7.9 18.0
		翌年2月 //(実績見込み)	17.5	6.0 7.8	△ 7.4	△ 6.3 △ 5.0	△ 5.6	△ 7.8 15.9
	実 績		14.7	6.0 2.8	△ 10.2	△ 6.8 △ 9.8	△ 8.5	△ 8.3 10.1
				45 年 度		46 年 度		47 年 度
中 小 企 業	計 画	2月 調査	△ 1.1		△ 16.3		△ 26.2	
		5月 //	△ 2.0		△ 21.5		△ 19.4	
		8月 //	6.6		△ 15.7		△ 2.6	
		11月 //	6.9		△ 18.8		20.0	
	実 績		1.3		△ 18.1		14.6	

資料：日本銀行「短期経済観測」。

て秋口には製造業設備投資全体として増加をみせることとなった。

このような変化を日本銀行「短期経済観測」の設備投資計画の修正状況によってみると(表Ⅳ-2-4)、中小企業については年初来、期を追うごとに大きく上方修正され、年初(47/2)調査では前年度比-26.2%の大幅減少計画となっていたものが、実績(48/5調査)では同+14.6%と様変わりとなった。大企業製造業では、年初同-11.1%の計画が実績では-8.5%まで減少幅が縮小した。これを上期・下期別にみると、年初は両期を通じて減少するとみていたものが、実績では上期-8.3%に対して下期+10.1%とかなりの増加となった。

このような製造業設備投資の上昇の背景に、企業心理の好転のほか、次のような事情があること

が見逃せない。すなわち、すでにみたように今次の設備投資の停滞は、41~44年度にわたって設備投資が盛行をみたあとを受けて、設備循環の下降局面に入ったことによるものであった。製造業の設備投資比率(設備投資対粗資本ストック比率)の動きをみると、45年度上期にピークを示したあと急テンポで低下し、47年度下期には前回のボトム(41年度上期)に近い水準に達した(前掲図Ⅰ-3-1参照)。このため鉱工業生産能力の伸び率も前回ボトム時なみに鈍化した。一方需要面では、上記のように急速な増加がみられるに至ったため、鉱工業需給ギャップ率は下期に入って急速に縮小し、48年1~3月期の水準は41年末なみにまで縮小した。^(注)このような需給バランスからみて、47年度下期から製造業設備投資が上昇局面に入る条件

は十分整っていたものといえる。

(注) 鉱工業需給ギャップ率の推移

47/ 1～3	13.9%	41/ 1～3	16.5%
4～6	15.7	4～6	13.3
7～9	14.6	7～9	10.9
10～12	11.8	10～12	7.7
48/ 1～3	7.5	42/ 1～3	7.1

(在来型成長形態への接近)

以上みたように、下期の上昇加速は輸出、製造業設備投資、在庫投資の増加率の高まりによるものであったことが明らかである。いまこれを47年の上期・下期別GNPによって裏づけてみると(前出、表Ⅳ-2-1)、GNP成長率は上期の+4.2%(年率+8.6%)から、下期+7.1%(同+14.7%)へ上昇しているが、そのうち「輸出等」の成長寄与度は上期の-0.1%から下期には+1.8%へ、民間在庫投資は同じく-0.7%から+1.1%へと成長低下要因から上昇要因へ様変わりし、また民間設備投資も+0.6%から+1.4%へと寄与度を高めた。

こうした動きからみると、今次景気回復期における景気主導要因の変化、新しい成長パターンの登場という特色は、景気の本格的上昇とともに性格が薄まり、需要項目別形態でみる限り、再び設備投資主導による在来型成長形態に漸次接近しつつあるようである。もっとも、製造業設備投資、民間在庫投資および「輸出等」の3者を合計した成長寄与度をみると、47年下期では2.6%ポイント(上期-1.4%ポイント)となっており、過去の

景気回復2期目(前回3.8%、前々回4.2%)に比べればまだ低い。^(注)しかし、ストック調整完了や需給ギャップの縮小を考慮し、さらに今後の能力資本係数の上昇傾向を勘案した場合、設備投資上昇力は潜在的にはかなり強いとみられること、GNP在庫率の低水準や企業の在庫投資意欲を考慮すれば、今後在庫投資の上昇も予想されることなどに留意する必要がある。

(注) 前出のグループ別GNP上昇寄与度を47暦年の上、下期についてみると次のとおり。

	47/上	47/下
第Ⅰグループ	6.10(147.0)	5.68(80.5)
第Ⅱグループ	△0.82(△ 19.8)	1.49(21.1)
第Ⅲグループ	△0.62(△ 15.0)	1.07(15.2)
GNP合計	4.15(100.0)	7.06(100.0)

47年初にみられた景気主導要因の変化が、日本経済の直面している福祉重視経済への転換の第一歩として意義あるものであったとすれば、従来のパターンへの復帰は先行き再び大きな問題を孕むものである。もっとも、現状では製造業設備投資の中心は、公共投資・住宅投資に誘発された投資や公害対策などであり、この意味で、設備投資の持直しをもって在来型成長形態への復帰とみるのは早計である。しかし、47年後半になって製造業設備投資が上昇しはじめたことは事実であり、本年に入ってから金融引締め策転換や通貨再調整等の効果・影響が、これら需要項目にどのように現われてくるか、今後が注目される。