

国内経済事情

1. 金融市場と本行勘定——繁忙つづく。

3月の金融市場は、季節的事情を中心として通月繁忙裡に推移した。これを本行勘定からみると、銀行券が月中27億円の増発（前年同月は14億円の収縮）となつた上、財政資金の対民間収支も301億円の揚超となつたため、本行貸出は月中254億円増加し、月末残高は4,122億円と5か月ぶりに4千億円台をもつて越月した。

このような情勢を映じて、コール市場は通月強調を続け、レートも無条件物は通月2銭4厘（中心）に膠着、月末には翌日物に至るまで2銭4厘（中心）と申合せ限度一杯の高値となつた。

この間全国銀行の資金需給をみると、預金・貸出とも大幅に増加し、なかでも預金は月末かなり

資金需給表

（単位・億円、カッコ内前年同月）

区 分	34年1月	2月	3月	
本 行 勘 定	銀行券	△ 1,409 (△ 1,436)	36 (△ 34)	27 (△ 14)
	財 政	△ 972 (△ 929)	△ 478 (△ 663)	△ 301 (△ 245)
	本 行 貸 出	△ 432 (△ 477)	507 (648)	254 (191)
	本行貸出残高	3,361 (5,043)	3,868 (5,690)	4,122 (5,881)
全 国 銀 行 勘 定	貸出および証券投資	△ 25 (83)	634 (442)	1,569 (1,050)
	預金および債券発行	△ 803 (△ 493)	356 (△ 140)	2,664 (1,529)
	預貸金差額過(+)不足(-)	- 778 (- 576)	- 278 (- 582)	+ 1,095 (+ 479)
	現金準備	△ 193 (△ 156)	△ 12 (1)	352 (248)
	市場資金純受入れ	516 (419)	△ 236 (△ 137)	△ 679 (△ 409)
	本行借入れ	△ 353 (△ 440)	489 (620)	199 (153)

(注) △印……銀行券は還収超、財政は揚超、その他は減少を示す。

3月は暫定計数。

現金準備=切手手形を除く手元現金。

市場資金純受入れ=(マネー)+(本行借入れ以外の借入れ)-(ローン)。

の粉飾が行なわれたことも響いて増勢著しく、この結果月中の預金超過は表面上1,095億円に達した。しかし農中などの市場資金引揚げもあり、これに加えて例年以上に手元現金を厚くしたこともあつて、本行借入れは199億円の増加となつた。

4月に入つて、銀行券は期末決済資金を中心に順調な回流を続け、一方地方交付金をはじめ財政資金の支払が進展したため、本行貸出は上旬中544億円の減少をみた。これを映じてコール市場もやや引緩み、無条件物2銭3厘（中心）と久方ぶりに申合せ限度を下げられた。

2. 通 貨

(1) 現金通貨——現金需要引き続き増大。

3月の銀行券は、月中27億円の発行超（前年同月14億円の還収超）となり、年度間の増発額は677億円とここ数年來についてみても31年度に次ぐ伸長を示した。これは32年度が金融引締めで企業の手元現金保有が異常に切りつめられたためわずか225億円の増加にとどまつた反動でもあるが、そのほか昨年11月を境として銀行券発行水準が増加傾向を示していることにもよると思われる。現に昨年11月の銀行券の平均発行残高は前年同月に比べ4.0%の増加にすぎなかつたのに、本年3月には8.9%の増加となつた。

このように現金需要が増大してきた原因としては、前号にも指摘したように、生産活動の拡大につれて臨時雇用や時間外労働が増加し賃金支払総額がふえていること、また最近不動産の現金売買や株式の現金買などが活発化していることを挙げることができよう。同時に一部小売、卸問屋などで、取引の有利性をねらつた現金取引が増加していることも有力な原因として働いている。この傾

向はとくに中小企業の隔地取引などで目立っているものと思われるが、これについては1万円券の発行が影響していることは争えないところである。

下表にみられるように、金融機関の手元保有現金が最近増加気味であるが、これは以上に述べたような現金需要の高まりに応ずるものとみられる。もつとも金融機関の手元保有現金の動きはほとんどすべてが全国銀行に占められ、中小金融機関を含むその他金融機関は動いていないが、これは中小金融機関が支払準備を現金の形で持つよりむしろ取引銀行に対する預け金の形で保有するという慣行に起因しているものと思われる。このように中小企業界を中心とする現金通貨流通の増大と同時に、これに応じて金融機関の保有現金が厚くなってきたことが、最近の現金通貨の発行水準を高めていることは見のがしえない点であろう。

現金通貨の増減状況 (単位・億円)

区 分	32年	33年	33年1月 (32年1月) ~ 11月		33年12月 (32年12月) ~ 33年2月	
			33年1月 ~ 11月	(32年1月) ~ 11月	33年12月 34年2月	(32年12月) 33年2月
(A) 現金通貨	568	620	-1,203	(-1,012)	432	(96)
銀行券 補助貨	522 45	539 81	-1,238	(-1,013)	403	(65)
34			81	(1)	29	(31)
(B) 金融機関 保有現金	273	170	- 178	(76)	95	(1)
全国銀行	226	127	- 176	(75)	97	(- 4)
うち 都市銀行	124	47	- 57	(86)	46	(-20)
地方銀行	97	75	- 116	(- 11)	50	(17)
その他	47	43	2	(1)	- 2	(5)
(A-B) 現金通貨 流通高	295	450	-1,025	(-1,088)	337	(95)

(2) 預金通貨——季節的な貸出増加を映じやや増勢。

2月中の全国金融機関の要求払預金は月中438億円の減少(前年同月中902億円減)にとどまり、月末残高は前年比16.2%増を示した。さらに3月には、全国銀行の実勢預金がかかなり伸長(2,513億円増、前年同月中1,478億円増)している点からみて、全国金融機関の要求払預金もかなりの伸長をみたものと思われる(前年3月中1,065億円増)。ここ1~2か月の動きにみられるように、預金通

貨には若干の小浮動がみられるものの、ここで昨年暮れ以降の増勢一服の基調が再び逆転したとみえることは早計であろう。

一方、3月における東京手形交換高の前年比伸び率は1.7%と著しく僅少(東京、大阪、名古屋の手形交換高合計は前年比-0.7%)になっているが、これは昨年3月が繰延べ決済の集中から異常の伸びを示したことによるものであり、預金通貨流通高自体が減勢を示しているものとは考えられない。

預金通貨の動向 (前年同期=100)

区 分	預金通貨 (M)		預金通貨流通高 (MV)			商 品 取引高 (PT) (注) (物価 ×出荷)
	全国金 融機関 要求払 預 金	全国銀 行純一 般当座 預 金	手形交換高			
			全 国	東 京	3 都 市	
33年						
4~6月	105.4	83.4	111.2	115.7	112.4	89.1
7~9月	112.9	132.6	110.7	118.4	113.0	92.1
10~12月	115.5	144.5	106.8	114.9	108.7	100.4
34年 1月	112.9	121.4	104.3	109.1	105.9	109.3
2月	116.2	139.0	105.9	111.5	106.9	
3月				101.7*	99.3	
1~3月				106.8*	103.6	

(注) 東京、大阪、名古屋3手形交換所の交換高。*は暫定計数。

3. 財 政——引続き揚超。

3月の財政資金対民間収支は前月に引続き301億円の揚超となつた(前年同月245億円の揚超)。これは、当月年度末関係の支払がかかなり進展をみたものの、一方では租税の移納期、財政投融资関係の回収期にあたるなど、季節的要因を反映して受入れが進んだことによるものである。なお、外為会計は、輸出が引続き好調で大口船舶代金など

財 政 収 支 (単位・億円)

区 分	34年2月	34年3月	33年3月	32年3月
総 財 政	△ 478	△ 301	△ 245	△ 246
一 般 財 政	△ 674	△ 453	△ 453	55
うち 租 税	△ 733	△ 1,131	△ 1,196	△ 1,052
食 管	△ 295	△ 270	△ 295	△ 278
外 為	196	152	208	△ 301
純 一 般 財 政	△ 379	△ 183	△ 158	333

(注) △印は揚超。

の流入もあつたが、輸入決済も増加し、結局 152 億円の散超と前月の散超 196 億円を下回つた。

3月の主要科目の動きについてみよう。まず租税は砂糖、揮発油などの消費税関係が引続き好調であつたが、法人税、申告所得税（確定申告分）とも前年比若干の減少を示し、租税全体としては前年同月を若干下回つた。その他では運用部、簡保の融資とくに地方公共団体に対する短期貸付の回収が年度末の関係でかなり増加したのが目立つた。一方支払面では、地方への譲与税、義務教育費の大口支払があり、また年度末支払もかなり進み、とくに一般会計における公共事業費、その他諸払、国鉄、電々の工事代金の支払進展が目立つた。食管会計は、輸入食糧の決済、てん菜糖買入れが進展したため揚超は前年同月を下回る結果となつた。

ここで33年度中の対民間収支をふり返つてみると、次表の通り 2,510 億円の大幅散超となり、前年度の 2,597 億円の揚超に比べ全く逆の現象を示した。これらの散超資金は、本行の信用供与 917 億円（短期証券引受 474 億円、外貨買入れ 540 億円など）、本行からの經常収入 252 億円（納付金、法人税など）、IMF の外貨借入返済 450 億円（円貨の受）、国庫余裕金の減少 769 億円などによりまかなわれた。

この間における収支の中で目立つ点は次の通りである。

年度間対民間収支

（単位・億円、△印は揚超、カッコ内は前年）

区分	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度間
総財政	574 (△1,777)	230 (△1,012)	3,457 (2,029)	△1,751 (△1,837)	2,510 (△2,597)
純一般	1,280 (454)	△ 683 (△ 712)	1,352 (633)	△1,303 (△1,362)	646 (△ 987)
食管	△1,022 (△1,006)	329 (296)	1,411 (1,089)	△ 803 (△ 908)	△ 85 (△ 529)
外為	316 (△1,225)	584 (△ 596)	694 (307)	355 (433)	1,949 (△1,081)

（注）資金運用部による金融債操作（本年度△196億円、前年度△500億円）を調整すると、総財政収支は本年度2,706億円、前年度△2,097億円となる。

(1) 外為会計が、国際収支の黒字基調を映じて 1,949 億円の散超となり、年度間財政散超の約 78%を占めたこと。

(2) 食管会計の受超は年度間 85 億円と前年度（529 億円の受超）を大幅に下回つたこと。これは豊作を映じて国内産米の買上げが多額にのぼつた反面、輸入米、主食麦の需要減退、生産地の受配辞退傾向が強まつたためである。

(3) 32年度における財政投融资の繰延べ、公共事業費などの支出抑制の影響をうけて、33年度第1四半期における前年度分の支払が例年より多額であつたこと。

(4) 税金については、所得、消費のコンスタントな上昇に伴う所得税、砂糖、揮発油、物品税など消費税の堅調がみられたものの、法人税が企業の収益悪化を映じて不振であつたため、税金全体としては、年度間 1 兆 150 億円と前年度（1 兆 206 億円）を下回る結果となつたこと。

4. 市中金融——銀行貸出大幅増加。

3月の全国銀行貸出は、月中 1,375 億円の増加と前年同月（944億円増）を大幅に上回る伸び方を示した。これを業態別にみると、都市銀行が 737 億円の伸びと全体の半ばをこえ、地方銀行（456 億円）、長期信用銀行（132億円）の増加がこれに続いた。前年がまだ金融引締め下にあつて既往の支払繰延べ分の決済その他資金需要がきわめて強かつたことを考慮すると、本年3月の全国銀行貸出は相当な高水準であるといわなければならない。

このような貸出の著増は、まず一部都市銀行を中心に期末預金獲得競争が激しく、これに伴つて預貸金併進などが強行されたことによるところが大きい。すなわち、1年定期預金に対する課税の復活を控え、預金切替えのための預金担保貸出が著増しており、また当月の貸出の中にはごく短期間の月越しの貸出がかなりあるとみられる。さらに都市銀行の中小企業向け貸出は季節的要因もあるとはいえ増勢はきわめて顕著であり、地方銀行

全国銀行主要勘定 (単位・億円)

区 分	1 月	2 月	3 月	都 銀			地 銀			長 銀		
				都 銀	地 銀	長 銀	都 銀	地 銀	長 銀	都 銀	地 銀	長 銀
実勢預金	-914 (-593)	234 (-230)	2,513 (1,462)	1,859 (1,061)	578 (347)	-41 (-50)						
債券発行高	110 (100)	121 (90)	151 (67)	— (—)	— (—)	152 (67)						
借 用 金	-455 (-441)	386 (533)	109 (51)	76 (34)	— (—)	24 (21)						
(うち 本行借入れ)	-353 (-440)	489 (619)	199 (153)	163 (124)	1 (8)	21 (21)						
マ ネ ー	513 (369)	-293 (-255)	-374 (-175)	-431 (-162)	10 (-29)	25 (12)						
貸 出	-179 (-51)	473 (349)	1,375 (944)	737 (618)	456 (189)	132 (93)						
有価証券	153 (135)	160 (93)	194 (106)	104 (63)	60 (46)	6 (-9)						
ロ ー ン	-105 (-49)	-159 (-204)	215 (131)	216 (25)	-95 (78)	32 (-5)						

(注) 3月は暫定計数。カッコ内は前年同月。

の大幅な貸出増加もそのあおりを受けたものとみられるふしがあることも見のがしてはならない。事実、4月に入つてからの預貸金減少は単なる決済資金回流の域をこえてきわめて大きい、これは粉飾の激しさを物語るものであり、現在の銀行経営のゆがみを端的に示すものであろう。なお、第3次公定歩合引下げに伴う金利低下見越しから見送られてきた借入れが当月にズレ込んだことも、増勢に拍車をかける一因となつたと思われる。

以上の諸点を除外して考えるならば、当月の貸出増加の中心は、基幹産業を中心とする従前同様の設備資金貸出、経済活動の拡大を反映する期末決済資金、その他増加運転資金の漸増(なかなしく中小企業)などにあり、従来に対比してとくに目立つた変化は認められない。その他は地方公共団体に対する年度末貸付、地方産業の季節資金などが主であつたとみられる。このように一般的にいつて、企業の資金需要自体はまだ着ている段階にあると判断して誤りではなからう。

このところ企業の流動性や自己金融力が高まっているため、取引の活発化に伴う資金需要のかなりの部分がそれらによつてまかなわれているというのが現状である。しかしながら、そのことから現状をもつて手放しの安心をしてよいというわけ

にはゆかない。最近実体経済の好転が相当急テンポであるだけに、若干の遅れを伴いながらも徐々にその影響は市中金融の動向にも反映されてくるものと予想しなくてはならない。現に最近の貸出をみれば、量的にこそ平静を保つていたといふものの、内容について詳細にみれば、そこに若干の変化のきざしがみられないではない。たとえば設備資金需要の中にわずかながら石油化学、機械部門など新規工事資金の漸増傾向がみられるようであるし、また国内取引の増大に伴う商社貸出が漸増傾向を強めていることは先行きの資金需要増大の先駆ともみられる。当面こうした傾向が激しくなる環境でないことはいうまでもないが、銀行側が系列強化、預金・為替獲得競争など積極的な動きを示しているだけに、今後の動向には十分注視する必要がある。

なお33年度中の全国銀行の預貸金を中心とした動きをふり返つてみると、下表の通りである。実勢預金は1兆188億円の大幅増加となり、前年の増加額(5,342億円)の2倍弱を示し、年度間の増加率も22.2%の高率を示現した。一方貸出の増加は8,311億円と前年の増加額をわずかに下回り、年度間の増加率も16.1%にとどまつた。この結果前年のオーバー・ローン傾向に対して33年度は預金超過となり、全国銀行の本行借入金の返済は2,113億円(前年3,176億円の借入増)に達した。

以上の傾向はとくに都市銀行に著しかつたが、これが大企業を中心とする経済の調整過程の進展、国際収支の好転に伴う財政資金の大幅な支払超過などを反映したものであることは言うまでもない。

33年度中の市中金融の動向 (単位・億円)
(カッコ内は前年同期)

区 分	全国銀行		都市銀行		地方銀行	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
実勢預金	10,188 (5,342)	22.2% (13.2)	6,462 (2,854)	23.0% (11.3)	3,099 (2,366)	19.1% (17.1)
貸 出	8,311 (8,474)	16.1% (19.7)	4,059 (5,310)	13.0% (20.5)	2,449 (2,092)	17.8% (17.9)
借 用 金	-1,709 (3,032)		-1,618 (3,010)		8 (3)	
(うち 日銀借入金)	-2,113 (3,176)		-1,986 (3,169)		4 (—)	

なお、おおむね前年同期を下回って推移した貸出が、期末近い2月以来前年同期を上回るに至り、やや異なる傾向を示しはじめてきたことは上述した通りである。

5. 資本市場

(1) 株式市場——株価ようやく騰勢一服。

3月中の株式市況は、先高期待と企業の成長性を見越した大衆買を中心として強調裡に推移し、4月に入つても一段と強調を示したが、上旬末ごろからようやく高値警戒人気が強まり、このところ騰勢一服の気配がみられる。すなわち、3月上旬中品薄株に対する投機がみられたが、取引所の3次にわたる自主規制措置の結果沈静に帰した。月央以降はこれに代つて、重電機、鉄鋼、造船、商社、自動車などの優良大型株や石油、化繊、非鉄など出遅れ株などに対する物色買が目立つた。株価はこれにつれて月央以降一段高を示現、27日の配当落（下落予想幅10ポイント）を当日中に8割方埋めて続伸、底堅さを示した。この間、日証金残高は20日以降急増、26日には199億円と戦後の最高水準に及んだが、これは配当取りや名義書換回避など一時的要因に基くものであり、その後は急落して月末には160億円台に復元した。

4月に入つて、市況はさらに一段と強調、株式出来高も3月末、4月1、2両日と3日間連続して1億株台の大商内を示し、株価は7日に770の大台を突破した。この結果、高値警戒人気も一段

と強まったので、利食売が増大、ようやく株価も騰勢一服の段階に入った。

33年度の株式市場をふり返つてみると、市況は騰勢一途をたどつたが、とくに昨年8月に引締め前（32年5月）の最高値に顔合せしたところを境として、この傾向は一段と強まった。この間4次にわたる信用取引規制や品薄株に対する自主規制措置にもかかわらず流通市場が一貫して活況を呈したのは、投信の伸長にもうかがわれるような大衆の旺盛な株式需要の増大によるものである。一方、金融緩和から企業の銀行借入れが容易になつたことから増資は下表のように昨年11月以降著しく低調となつており、市況強調による売物の減少とあいまつて市場における株式需給のアンバランスは一段と拍車された。今後の問題としては、過度にわたる投機を抑える必要があるが、株式発行の増加によつて市場の需給関係を改善してゆくことが根本であることは言うまでもない。

株式需給主要指標 (増加額、単位・億円)

区 分	有 償 増 資	投信設定残存元本
31 年 度	2,179	211
32 年 度	1,800	766
4 ~ 9 月	(960)	(399)
	(840)	(368)
33 年 度	1,503	716
4 ~ 9 月	(1,160)	(365)
	(343)	(351)

(2) 起債市場——事業債発行条件に格差。

3月中の起債額は事業債（172億円）中心に総額215.4億円となつたが、一方消化も順調、とくに個人消化はかなりの進展をみた模様である。また金融債は、期末資金需要の関係もあつて、興・長銀債中心に発行額279億円と前月比34億円増加したが、このうち利付債は24億円を増加、割引債から利付債への発行重点移行は一段と促進された。

ここで33年度の起債市場をふり返つてみると、昨年5月には一般事業債の上乗せ借換、8月には1年3か月ぶりに新規債の発行が認められ、以後

株 式 指 標

区 分	ダウ平均株価 (東証225種)		予想平均利回り		株 式 出来高 (東京)	日証金 残 高
	旧株価	新株価	東 証 225種	うち有配 銘柄		
3月10日	736.76	138.50	% 4.40	% 4.67	百万株 60	億円 160
23日	750.63	141.11	4.37	4.58	53	178
26日	749.88	140.96	4.37	4.58	78	199
27日	747.78	140.57	4.46	4.65	79	198
31日	764.85	143.78	4.36	4.55	113	163
4月7日	773.39	145.38	4.32	4.51	100	163
9日	759.75	142.82	4.40	4.59	50	161

拡大の一途をたどってきた。とくに事業債は1,205億円と前年度比 15.6% 増加し、これまでの最高(31年度 1,036 億円)を上回った。これは金融緩和に伴う銀行筋の消化能力の増大を主因とすることは言うまでもないが、一面個人消化も着実に伸びており、その背景として割引金融債をテコとして個人投資家が確定利付証券になじんできた事実は見のがしえないところであろう。一方発行者側としては、公社債利子に対する非課税措置の廃止を控え、本年2、3月には起債を急ぐ傾向もみられたが、全体として発行意欲が高まってきたことは争えない。起債市場は徐々ながら本格的発展に向かつて歩みはじめたものと言えよう。

起債状況 (単位・億円)

区分	32年度	33年度	34年 2月	3月	4月 (発行見込額)
事業債	774.4	1,205.5	145.9	172.4	150.3
{ 一般	(378.9)	(681.5)	(95.9)	(119.4)	(95.3)
{ 電力	(395.5)	(524.0)	(50.0)	(53.0)	(55.0)
地方債	134.4	182.4	17.0	24.0	1.75
政保債	382.0	253.0	20.0	19.0	48.0
計	1,290.8	1,640.9	182.9	215.4	215.8
金融債	2,443.6	3,252.9	245.1	278.9	
{ 利付	(1,400.7)	(1,462.5)	(88.5)	(112.6)	
{ 割引	(1,042.9)	(1,790.1)	(156.6)	(166.3)	

なお、4月の起債見込額は215.8億円とほぼ3月並みの水準を持続する模様であるが、当月の起債については次の2点が注目される。

第1に、政保債が28億円増加したことである。これは34年度財政投融资計画における公募債・借入金の拡大(総額888億円、前年度423億円)に伴って、政保債が568億円と前年度比2.2倍に及ぶためであり、今後政保債は毎月40~50億円ペースに高まるものとみられる。こうした事情のもとで政保債の発行条件が依然低位に釘づけされていることは問題であり、少なくとも国鉄、電々など企業性の強いものは当然事業債並みに切り替えてゆくべきものと思われる。

第2に注目されることは、4月から事業債の銘

柄別格付けが実施されることとなつた点である。従来一般事業債の発行価格は98円一本であつたのを改め、一定条件(①資本金100億円以上、②1回の発行単位5億円以上、③過去3か年の配当率が10%を割つたことのないもの)に適合するものは超一流債として発行価格を98円50銭とする一方、発行価格97円50銭で二流事業債の新規発行をも認めることとなつた。この結果、これまで電力債に限られてきた超一流債の中に新たに鉄鋼3社、東芝、日立、東京瓦斯などの各社債が加えられ、市場の実勢が反映される体制がとられることとなつた一方、これまで実績のなかつた二流企業も正式に起債市場に参加できることとなつた。発行条件に格差をもたせる今回の措置は、事業債を中心とする起債市場の育成にとって好ましいことは言うまでもない。

6. 貿易・外国為替——輸入増勢ようやく目立つ。

2月中の外国為替収支は表面74百万ドル(実質65百万ドル)と年度初来最高の黒字を記録した。

これは受取が輸出(229百万ドル、前月202百万ドル)、貿易外(57百万ドル、うち外債発行代り金29百万ドル)とともに大幅の増加を示した反面、支払面では輸入(200百万ドル、前月215百万ドル)が減少したためである。3月は季節的に輸出入とも増加したと思われるが、外為会計の散超が147億円に達したことからも、引続き相当の受超であつたと推測される。

なお、3月末の外貨準備高は974百万ドルに達し(注)、引締め政策実施前のピーク(31年12月末941百万ドル)を上回るに至つた。

(注) 33年度中の外貨準備高は345百万ドル増加したが、これにIMF借款の返済、支払繰延べの減少などを加え、インパクトローンの流入、外債発行などを差引いた実質的受超は約470百万ドル程度と推定される。

次に最近の貿易(通関、信用状統計による)の推移をみると、ようやく輸入増勢が目立つてきたことが注目される。

輸出入の推移

(四半期別前年同期比%)

【輸出】

区分	33年 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	34年 1~3月
為替統計	105.8	100.4	91.0	96.1	97.3
信用状統計	98.5	92.3	99.6	118.1	110.0
通関統計	108.3	101.3	89.6	104.5	102.5

【輸入】

区分	33年 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	34年 1~3月
為替統計	73.3	62.6	58.3	88.3	102.8
信用状統計	66.1	56.0	80.2	88.9	110.6
通関統計	75.5	60.6	68.3	83.1	98.3

(注) 為替統計には一部推定を含む。

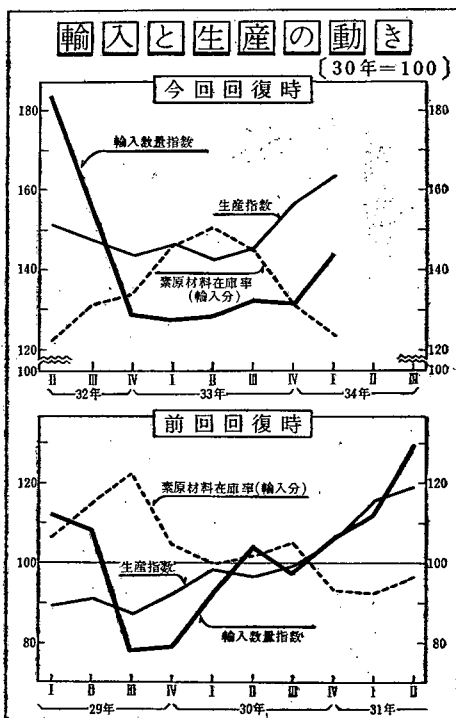
3月中の輸出通関(278百万ドル、前月275百万ドル)は、米国向けを中心とする雑貨(前月比45%増)、東南アジア向け増加を主因とする繊維品(10%増)、セメント、陶磁器(30%増)などの伸長商品が目立つ反面、従来の輸出増加に積極的役割を果たした船舶は半減、鉄鋼も減少(1~3月中、対前期比3割減)傾向をみせたため、結局総額ではほぼ前月並み水準にとどまった。これを国別にみると米国に対する増加が著しい反面、欧州、中南米、アフリカなどに対しては依然伸悩み状態となっている。この間3月中の信用状接受高(267百万ドル)が季節的な関係(たとえば鯨油)もあるが昨年10月に次ぐ高水準を示していることからみて、当面の輸出動向は大勢的にはまず順調な動きを示しているものと思われる。

次に輸入面は、通関(295百万ドル、前月253百万ドル)、信用状(222百万ドル、前月201百万ドル)ともに前月に比べ約1割の増加を示している。これを商品別(通関)にみても、3月中減少したものは大麦、小麦、生ゴムなどの数品目にすぎず、その他は軒並みに増加しているが、とくに鉄くず(前月比45%増)、原料炭(40%増)、鉄鉱石(34%増)、りん鉱石(51%増)、原皮(27%増)、機械(36%増)などの増加が著しい。これを1~3月間の平均ベースでみても前期に比べ、

鉄鋼原材料が24%増(前年同期比16%増)、動植物性原材料が16%増(前年同期比19%増)となっており、最近の鉱工業生産の上昇を背景として、主要原材料の輸入水準が漸増しつつあることがわかる。また製品輸入も年初来やや増加気配がみられるが、とくに機械類については比較的高水準で前年同期をも上回る動きをみせていることが注目される。これは設備投資の根強い動きを映ずるものとみられるが、最近の景況回復に伴う投資意欲の積極化、借款輸入の増加傾向などから推して、引続き高水準に推移するものとみられる。

ここで下掲グラフにより、前回の景気回復時における輸入の動きと今回のそれとを簡単に対比すると、次のような差異がうかがわれる。

前回は素原材料在庫率(輸入分)の低下、生産指数の上昇などと歩調を合わせて輸入は直ちに増加に転じている。これに対し今回は、生産が前回以上のテンポで上昇しているにもかかわらず輸入は比較的高水準にわたり停滞を示した。その理由



(注) 34年第1四半期は推定を含む。
通産・大藏省資料による。

は輸入価格が低落（前回は上昇）したこと、国産原材料の使用割合が高まったこと（下表参照）などの事情によるほか、素原材料の在庫率がなおかなり高い水準（30年基準在庫率指数、34年2月122.4、31年1～3月92.6）にあつたためと思われる。

しかしながら、素原材料在庫率は33年第2四半期をピークとして急落歩調をみせているほか、最近では海外原材料価格も底入れ気配を深めている。最近における生産の急上昇テンポからみると、輸入は今後とも当分の間は増勢をたどる可能性が高いようにみえる。なお生産増大に伴い、輸入原材料の使用割合が再び高まり、この面から輸入増勢を拍車する可能性があることも一応考慮しておく必要がある。

素原材料輸入依存率指数の推移

（主要原材料総消費量に占める輸入分の割合 %）

区 分	素原材料 輸入依存 率 指 数	主 要 商 品 別 依 存 率		
		鉄くず	原料炭	鉄鉱石
28年	—	29.9	80.3	44.4
29年	112.1	26.2	79.6	38.4
30年	100.0	35.7	83.1	32.7
31年	106.9	43.6	87.3	34.0
32年 1～6月	112.7	59.4	87.9	39.9
7～12月	111.7	27.5	88.9	34.0
33年 1～6月	109.7	19.2	84.9	36.7
7～12月	108.5	16.4	86.1	33.5

（注）通産省統計資料による

$$\text{素原材料輸入依存率指数 (30年=100)} = \frac{\text{素原材料消費指数(輸入分)}}{\text{素原材料消費指数}}$$

7. 生産・在庫——生産、出荷とも高水準、製品在庫の減少目立つ。

生産活動は、引続き高水準を持続し、2月の鉱工業生産指数（通産省調べ、30年=100、以下各指数とも同じ）は164.7と前月を10.5%、前年同月を13.0%それぞれ上回る好調ぶりを示した。もつとも、2月の増加は例年のことであり、これを季節調整すると前月比1.0%の低下となる。これは出炭抑制やスト減産（石炭、鉄鋼）などの事情のほか、これまで上伸率の高かつた機械部門がやや伸悩み気味だつたことが響いている。

しかし、生産の基調は総じて強く、とくに当月は仕込期を迎えた食料品のほか紙、耐久財などの消費財関係および繊維の増産が目立つた。そのほかでも一般鋼材、鋼管、電気銅、アルミ圧延品などはいずれも戦後の最高水準に達しており、また、最近では操短緩和をはじめ関連産業の立ち直りを映じて中間財（溶解パルプ、有機合成品、工業用ゴム皮革製品など）についても生産増大傾向がうかがわれる。

さて、昨年ボトム（3月）からの生産上昇テンポは相当大幅（17.3%、季節調整済）で、伸び率としては輸出景気といわれた時期のそれ（30年4月から31年2月まで18.4%）にほぼ匹敵する。以下この間の生産動向を主要品目別、時期別に振り返つてみると次の通りである。

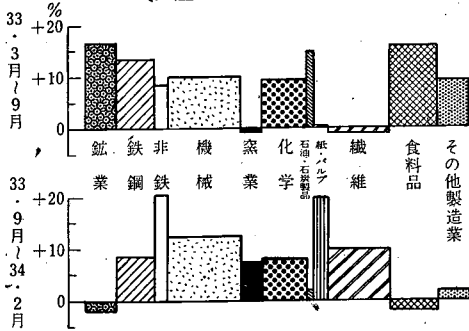
まず第1に指摘されることは、昨秋ごろまでは次図にみるように食料品、機械、鉄鋼、化学および鉱業の生産増大が全体としての生産水準の上昇に大きく寄与していたということである。このうち、鉱業の増産は昨春のスト減産の取戻しを主因とするものであり、また機械、化学は増産をみたといつても主として耐久消費財（主として電気機械）および化肥の生産増大によるものであつて、それ以外の一般機械ならびに化学部門は引続き低調であつた。鉄鋼、化肥の増産については輸出の持直しのほか基本的には設備、採算面からの増産圧力が強かつたという事情がある。しかし消費需要の堅調を反映して食料品、耐久消費財が著増傾向を示し、これがまた当時の生産上昇を大きく支えていた事実も見のがせないところであろう。

昨秋以降最近までの動向をみると、これまで生産増大を主導してきた部門のうち機械、化学は引続き増伸しているが、輸送機械、一般化学工業などに回復傾向がみられる。他面鉄鋼、食料品、鉱業の上昇寄与率は相対的に減退するとともに非鉄、紙パルプ、繊維、窯業などの増大が目立つている。要するに、最近の生産動向の特徴は増産品種が広範化するとともに、伸長率の高かつた部門の伸びがやや鈍り、代つて生産財部門の回復が生産水準

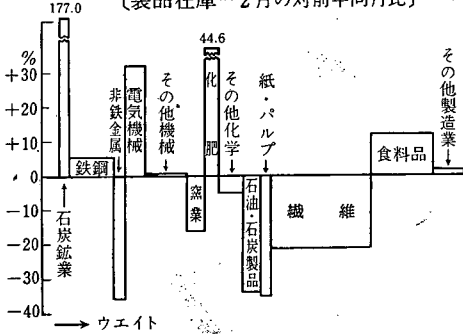
の上昇を支えているということであろう。

《 鉱工業生産・在庫の増減率 》

〔生産一季節変動除去〕



〔製品在庫一2月の対前年同月比〕



(注) 通産省資料による。

次に在庫事情をみると、まずメーカー製品在庫は鉱工業総合で前月より5.1%増加しているが、これは主として食料品の季節的増加に基くもので季節性を除去すると逆に2.7%減となり、生産財を中心に前月に引続き減少傾向を示している。なお前年同月に比べると全体の減少率はまだ2.6%にすぎないが、これは前図からも明らかなように石炭、電気機械、化肥、食料品の増加が大きかったため、その他の業種では鉄鋼を除き全般に顕著な減少を示し、在庫調整の進展を物語っている。最近とくに目をひくのは更年後の在庫率の急速な低下傾向である。すなわち、最近の荷動き増大から製造工業製品在庫率は昨年12月の109.3(季節変動除去)から当月は95.2(30年上期平均=104.5)と大幅に下がり、石炭、化肥を除き大方の業種でメーカーの在庫負担は著しく軽減されつつある。

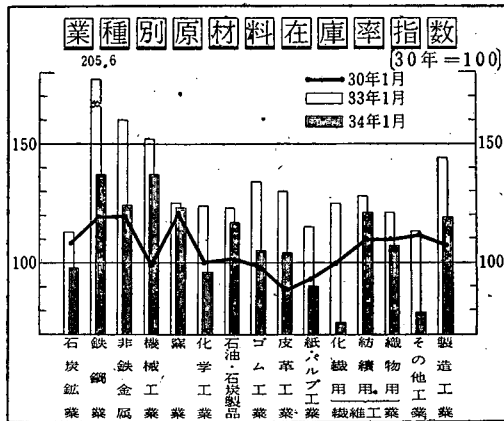
製造工業の原材料在庫は季節調整をすると製品原材料を中心に依然漸増傾向にあるが、反面消費

増から鉄鉱石、くず鉄、工業用塩など輸入分については減少が著しい。一方販売業者在庫(1月)は前月を2.2%上回っているが、これは主として季節的事情によるもので石炭、金属製品などは減少、繊維、生ゴムなども2月には減少をみ、販売部門の在庫の実勢は引続き減勢にあると考えられる。

このように、生産活動が高水準を続けているにもかかわらず、メーカー製品在庫および販売業者在庫が減少傾向を示し、一方原材料在庫が増勢にあることは、最終需要の底堅さはもとより、最近の生産拡大に伴いメーカーの在庫投資需要がかなり増加していることの反映にほかならないと考えられる。現に2月の鉱工業出荷指数は前月比5.5%増(季節調整をすれば1.6%増)、前年同月対比でも14.2%の著増で、引締め前のピークに比べてもこれを約1割上回る高い水準となつている。出荷の内容をみると、全般的な増加傾向のなかにあつて耐久消費財の伸びが最も高く、消費需要の根強さを物語っているが、生産財出荷もスト見越しの手当買もあつて引続き好調で、原材料在庫の増勢とともに生産荷動きの活発なことが中間需要増大の要因となつている。なお、資本財(鋼管、工作機械、有線通信機器)もかなり増加をみせているが、これはやはり昨今の設備投資意欲の増大を反映した動きとみるべきであろう。

このように、経済活動はますます順調に拡大傾向をたどっている。これには在庫投資の著増が大きく影響していることは言うまでもないが、原材料在庫ならびに販売業者在庫がなおかなり高水準にあることからみれば、先行き増勢鈍化という事態も当然予見される。もつとも、この点についてはメーカーの原材料在庫率は製品原材料を中心に年明け後目立つた低下傾向にあり(製品原材料在庫率は昨年12月の126.0から2月115.9、季節性除去)、しかもこれを業種別にみれば、鉄鋼、石油、綿毛紡績など輸入関連産業および生産増加率の大きい機械部門を除けばむしろかなり低いともみられること、また最近の金融事情の緩和は企業

の自己金融力をも含めて企業の在庫保有力をかなり増大していること、などの事情も十分考慮する要がある。しかし、いずれにしても在庫投資の需要面への追加刺激的作用は景気転換期に比べ漸次薄らぐ筋合にあることは確かであり、この間設備投資意欲がかなり増大している点は見落せないとしても、今後生産がこれまでと同じようなテンポで伸びつづけてゆくとみることはやや早計にすぎよう。



(注) 通産省資料による。

8. 商況・物価——基調は底堅いが繊維など一部反落をみせる。

3月中の商況は、1月後半半低滞を続けていた鉄鋼が強調に転じ、非鉄もまた銅を中心に上伸するなど金属類を主体に堅調に推移した。ただ繊維は綿糸・毛糸を中心にかなりの反落をみせ注目された。

すなわち、繊維は年初来原糸部門から順次堅調に転じたが、3月に入ると市場には高値警戒人氣が台頭し、利食いの売物が急増したため、綿糸・毛糸は1月中旬来の上げ幅の半分以上を戻すという急落を示した。これには思惑買の反動という面もあるが、より基本的には、1割操短緩和の人絹糸をはじめ各繊維とも市況の好転につれてかなり供給がふえたためとみられる。これに対し2月の反落後小浮動を続けてきた鉄鋼は、大手メーカーの圧延部門のストの影響から3月中は全般にかな

りの上伸をみせた。この間、鉄鋼輸出成約が引続く国内価格の高騰に一段と減少したのが注目を要する。非鉄関係では銅が海外安にもかかわらず、ストによる需給逼迫から繰上輸入が決定されたのをはじめ、アルミ、錫なども強含みに推移した。ただ鉛は年初来の操短緩和による供給増加により市況は弱含みに転じた。その他商品ではソーダ製品、塩化ビニール、紙、生ゴムは強調を持続しているが、木材、雑穀、石油などは騰勢一服、石炭は依然軟調、また砂糖は弱含みとなつた。

3月には鉄鋼、銅、下級紙、ラワン材などに品薄傾向がみられるに至り、需給緩和ないし相場安定のため繰上輸入（鉄鋼を除く）が行なわれることになった。これら商品のほとんどがすでに操短を大幅に緩和し、かなり高い生産水準に復していることを考えあわせると、ストによる供給減という特殊事情があるにしても、やはり最近需要がかなりの増勢を示していると言えよう。

このような商品市況を映じて、3月の本行卸売物価指数は前月比 +0.3% と引続き堅調を示した（除食料では+0.4%）。昨年11月反騰以来3月までの騰貴率は +1.9%（除食料は+3.2%）である。3月の物価情勢を品目別にみると、季節的需要減から燃料が反落したほかは、食料品が2か月ぶりに反騰したのをはじめ軒並み堅調で、とくに機械は21か月ぶりに反騰を示した。

しかし先行きについては、供給力にまだ総じてゆとりがあり、また在庫投資が需要の累増を招く力にも限度があるから、商況の基調はここ当分底堅く推移するとしても目立つた上昇に転ずる可能性は少ないとみられる。4月に入ってから鉄鋼、銅などの金属類について早くも騰勢一服の傾向がみえはじめ、それ以外の商品でも総じて落ち着き気味に推移するものが多くなっている。このことは季節的關係やスト解決に伴う仮需要の減退という事情があるにしても、これらの事実をある程度裏書するものであろう。

次に国際商品の輸出価格の動きを国連統計およびロイター指数によつてみると、工業製品は32年

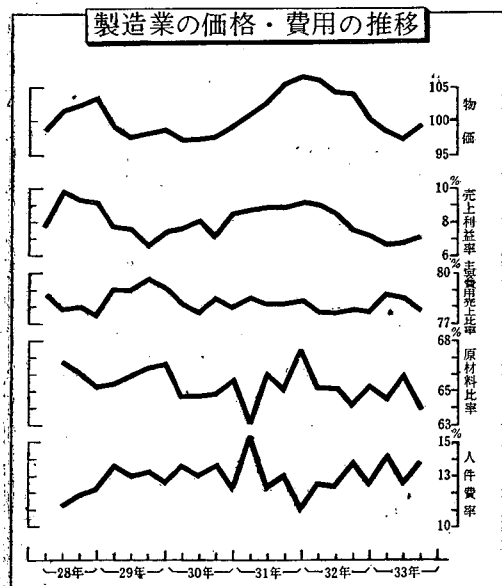
来はほぼ横ばいに推移しているのに対し、原料品相場は次表のごとく世界景気の後退から大幅の低落を示している。この国際原料商品相場の低迷が、わが国の交易条件の改善に大きく寄与したことは前号でも指摘したが、それはわが国経済にとっては原料安のかたちで現われ、国内企業の採算立直りにもかなりの好影響を与えた。

いま法人企業統計によつて製造業の物価・費用関係（売上高対比）の推移をみると、下図のごと

国際商品輸出価格の推移

区 分	工業製品	農産物	鉱産物	原料商品相場
32年 1～3月	100	100	100	100
4～6月	100	100	95.5	96.6
7～9月	100.9	99.0	87.3	91.2
10～12月	100.9	96.1	81.8	87.3
33年 1～3月	101.9	95.1	77.3	85.4
4～6月	100.9	94.2	78.2	85.0
7～9月	100.9	94.2	81.2	84.5
10～12月	100.9	94.2	88.2	85.6
34年 1～3月	—	—	—	83.9

(注) 国連統計による。原料商品相場はロイター指数32年1～3月=100。



(注) 法人企業統計季報による。売上原価から減価償却費を減じたものをもつて主要費用とした。33年第4四半期は速報計数による推計。

く原材料比率は確かに32年以来原料価格の低落とともに減少傾向を示している。しかしながら、原材料価格が製品価格に反映するには若干のタイムラグがあること（すなわち、企業は過去に高い価格で買った原材料をしばらくは使うであろう）、他の費用、とくに人件費率が売上げの減退から上昇したことなどから、利益率としては当初は逆に減少傾向をたどつた。ところが昨秋来企業の売上げは次第に増加しはじめた。その間人件費率をはじめ他の諸費用は横ばいに推移したが、原材料比率は一段と低下したため、企業採算は売上増加につれて急速に上昇したわけである。

ところで問題は、これまで低下してきた原料価格が最近反騰気配を示していることである。そこでこれを中心に今後の物価動向を左右するいくつかの要因を検討してみよう。

国際原料価格は最近鉱産物を中心にやや強含みに転じているが、一方輸入物価に大きなウェイトを占める海上運賃が、膨大な係船をかかえて依然低迷基調を脱していないから、原料の安定傾向はなおしばらくは続くものとみられる。したがつて費用面から物価を騰貴させる要因はさして強いものと思われる。もつとも原料価格は世界景気の上昇に伴い今後漸次強含みに向かうとみられるので、その上昇テンポいかんによつては輸入物価にもかなりの影響を及ぼす可能性がないでもない。

一方有効需要は急速に回復しているが、現在までのところはほとんど生産増加で吸収されて、物価面にはさほどの影響を及ぼしていない。とくに鉱工業生産はまだ操業度もそれほど高くないので、この面から物価を引き上げる力はそれほど強いものと思われる。

要するに、現在の物価は景気回復過程において、一時的な思惑高、あるいは操短緩和に伴う反落など区々な動きを伴いつつ徐々に強含みに推移しているが、今後の動向については上記諸要因に照らして、当面さしたる騰貴はないものとみられる。