

# 国内経済事情

## 1. 金融市場と本行勘定——やや引締まり気味。

6月の金融市場は、銀行券の増発傾向が強まるとともに財政資金の引揚げが目立ってきたことを反映して、やや引締まり気味に推移した。

これを本行勘定からみると、銀行券が月中494億円の増発となった上、財政資金の対民間収支戻も116億円の揚超となったため、本行貸出は月中649億円増加し、月末残高は3,802億円となった。なおこの間、本行保有手形の対市中売却は月中4億円の純増となり、民間預り金は26億円の減少となった。このような情勢を映じて、コール市場は概して小締まり気味に推移したが、租税揚超期の月初および現金需要の集中した月末にはとく

に繁忙を呈し、コール・レート（東京・無条件物中心）も申合せ最高限度（2銭4厘）一杯の高値を示した。

一方、6月中の全国銀行の資金需給をみると、貸出が後述の通り大幅な増加を示した上に、預金は財政の揚超や企業のボーナス支払などから微増にとどまったため、需給バランスとしては月中838億円の貸出超過となり、本行借入は月中621億円の大幅増加となった。

なお7月に入ってから、銀行券の順調な還流と食糧概算金流入に伴う農中余資の大量放資により、コール資金残高は急増、これに伴いレートもやや軟化した。とくに上旬末に至つて、月央からのレート1厘引下げの申合せ（要録参照）が響いて都銀筋の取入れ意欲が減退し、市場は緩和裡に推移している。

資金需給表

（単位・億円、カッコ内前年同月）

| 区 分                        |                            | 34年6月            | 5月               | 4月               |
|----------------------------|----------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 本<br>行<br>勘<br>定           | 銀 行 券                      | 494<br>( 408)    | △ 300<br>(△ 434) | 125<br>( 151)    |
|                            | 財 政                        | △ 116<br>(△ 85)  | △ 144<br>(△ 347) | 985<br>( 1,006)  |
|                            | 本 行 貸 出                    | 649<br>( 535)    | △ 120<br>(△ 79)  | △ 849<br>(△ 810) |
|                            | 本行保有手形売却                   | △ 4              | △ 4              | △ 10             |
|                            | 民 間 預 り 金                  | 26               | △ 9              | 2                |
| 全<br>国<br>銀<br>行<br>勘<br>定 | 貸 出 お よ び<br>証 券 投 資       | 1,108<br>( 896)  | 1,066<br>( 702)  | 21<br>( 291)     |
|                            | 預 金 お よ び<br>債 券 発 行       | 270<br>( 402)    | 1,125<br>( 653)  | 176<br>( 670)    |
|                            | 預 貸 金 差 額<br>過 (+) 不 足 (-) | - 838<br>(- 494) | + 59<br>(+ 49)   | + 155<br>(+ 379) |
|                            | 現 金 準 備                    | 143<br>( 76)     | △ 115<br>(△ 79)  | △ 236<br>(△ 160) |
|                            | 市 場 資 金 純 受 入              | 44<br>(△ 67)     | 106<br>( 21)     | 359<br>( 285)    |
|                            | 本 行 借 入                    | 621<br>( 518)    | △ 127<br>(△ 110) | △ 844<br>(△ 812) |

## 2. 通 貨——現金通貨平残はなだらかな上昇趨勢を持續。

6月の銀行券は、月中494億円の発行超と前年同月の発行超（408億円）を上回つた。これは、上旬中の還流が比較的順調であつたにもかかわらず、月央以降は恒例の国家・地方公務員の期末手当や民間賞与の支給増を主因に増発が顕著であつたためである。最近の銀行券を前年比較で見ると、末残・平残ともその伸びは大きく、とくに6月はそれぞれ12.4%、12.2%増とかなりの高率となつた。しかしこれは多分に前年水準が低かつたため、平均残高自体は昨年暮れ以降一貫してなだらかな上昇趨勢をたどつており、基調的に目立つた変化はない。

ここで最近の現金需要の動きをいまいし立ち入つてみておきたい。次掲グラフは補助貨を加えた現金通貨平均残高を賃金（全産業常用労働者の賃金支払総額：毎月勤労統計より算出）ならびに消費（全都市勤労者家計の消費支出）と対比させたものであるが、これによると現金通貨と賃金、消費とはほぼ安定した強い相関関係を保っていることがうか

（注）△印……「銀行券」は還収超、「財政」は揚超、「本行保有手形売却」および「民間預り金」は増加、その他は減少を示す。6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=(マネー)+(本行以外からの借入)-(ローン)。

がわれる。昨年暮れ以降現金通貨が一段高を続けているといつても、以上の関係にはほとんど変化がみられない。

もとより昨年暮れから本年春ごろにかけて、景況の好転とともに中小ないし零細問屋を中心に現金取引が活発となったことも確かであり、これに対応して金融機関とくに全国銀行の現金準備も次表のように高まっている。これが現金平残を高める一因となったことは否定できない。しかし現金通貨増勢の根本原因は、景況の好転に伴う所得と消費の増大にあると考えられる。もつとも月々の動きについてみれば、現金通貨は必ずしも所得・消費と完全に見合っているわけではなく、たとえば当面 6、7 両月は、民間賞与の支給から賃金が急増するにもかかわらず現金通貨平残を大きく引き上げることはない点、注目をひく。これは、賞与のような臨時的収入の相当部分が既往の買掛分の決済や金融機関に対する預貯金に振り向けられ、それだけ流通界に滞留しないためと思われるが、このことは今後の現金通貨の推移を考える上に見のがしえない点であろう。

次に預金通貨の動きについてみると、5月の全国金融機関の要求払預金残高は 22,605 億円と月中

949 億円の増加（前年同月中 431 億円の減少、なお前年比 21.6% の伸び）を示した。これは、本年 5 月末が日曜日（前年 5 月末は土曜日）であつた関係で、商手の落込みが 6 月 1 日にズレ込んだことや企業が 6 月の要資を早目に借り入れたことなどによる面が多い。これに対して、6 月は法人税納付や民間賞与、配当金の支払を中心として預金通貨は大幅の減少となつたものとみられる。現に、6 月の全国銀行実勢預金は月中 142 億円の増加（前年同月は 291 億円増）にとどまっているが、貯蓄性預金が着実に伸びていることから考えると、通貨性預金はかなりの減少となつているものと思われる。

一方、東京手形交換高の前年比伸び率は 5 月には 1.5% の減少を示したのに対し、6 月は 7.8% の伸びを示した。商品取引高がこれまでほぼ一貫した上昇趨勢をたどつてきたことや、本年 1~3 月期において大企業の企業間信用が売上債権を中心に一段と拡大していることなどから推して、今後手形交換高は次第に増大に向かうものといえよう。

現在のところ資金需要の増大が預金通貨の回転率上昇によつて吸収される余地はかなり大きいとみられるが、銀行の貸出態度の緩和とも結びついて当面企業の流動性補填のための銀行借入は次第にふえてゆくものと思われる。

### 3. 財政——景気上昇の影響、収入面によるやく目立つ。

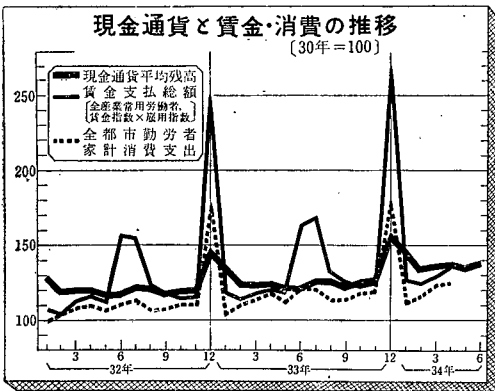
6 月の財政資金対民間収支は、総収支戻では 116 億円と前年（85 億円）を上回る受超となつた。また純一般財政の収支戻でみると、前年同月の払超 91 億円に対し本年は逆に 56 億円の受超となつた。

#### 財政収支

(単位・億円)

| 区 分       | 34年<br>4 月 | 5 月   | 6 月     | 33年<br>6 月 | 32年<br>6 月 |
|-----------|------------|-------|---------|------------|------------|
| 総 財 政     | 986△       | 144△  | 116△    | 85△        | 1,046      |
| 一 般 財 政   | 877△       | 351△  | 269△    | 175△       | 601        |
| うち 租 税    | △ 666      | △ 672 | △ 1,282 | △ 1,117    | △ 1,182    |
| 食 管       | △ 398      | △ 342 | △ 213   | △ 266      | △ 275      |
| 外 為       | 109        | 207   | 153     | 90         | 445        |
| 純 一 般 財 政 | 1,275△     | 9△    | 56      | 91△        | 326        |

(注) △印は揚超。



#### 金融機関保有現金の推移

(単位・億円)

| 区 分                 | 33/12~34/5<br>各月残高平均<br>(A) | 32/12~33/5<br>各月残高平均<br>(B) | (A)-(B) |
|---------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------|
| 金融機関保有<br>現金残高      | 1,173                       | 1,023                       | 150     |
| (うち 全国銀<br>行の保有分)   | ( 923)                      | ( 815)                      | (108)   |
| 現金(月末残高<br>通貨(平均残高) | 8,160                       | 7,432                       | 728     |
|                     | 7,635                       | 7,006                       | 629     |

以下、当月の動きを中心として目立つた点をみておきたい。

(1) 外為会計は、輸出が順調であるほか軍関係の受取増加もあつて、引続き散超基調を継続しているが、原材料輸入や食糧など季節的輸入も増勢を加えたため、当月の散超幅は153億円と前月(207億円)に比べやや縮小気味となつた。もつとも、最近国際収支戻の実勢がかなり先細り傾向を濃くしているのに対して、外為会計散超の縮小はまださほど目立っていない。輸入の増加につれてユーザンスなど支払繰延残高が累増する段階では、このように外為会計収支戻の動きは国際収支の実勢よりかなり遅れることに注意しなければならない。

(2) 純一般財政については、当月は恒例の地方交付税交付金(584億円)、夏期手当(支給率0.9ヵ月分、前年0.75ヵ月分)など支払がかさんだが、反面、租税、郵貯ないしは国鉄・電々の事業収入なども引続きかなりの増加を示し、収入全体としては支払を上回る伸びとなつた。

なかでも租税収入は、33年度を通じてほとんど32年度並みの水準で横ばいを続けてきたあとをうけて、4、5月とわずかながら前年同月上回りはじめたが、当月に至つて1,282億円と前年同月(1,117億円)に対しかなり大幅な増加となつた。これについては、もとより酒税、物品税などの消費税が引続き好調であることも響いているが、当月移納された3月期決算法人の法人税即納分が大きく伸長した点を指摘しなければならない。すなわち国税庁調べによると、資本金1億円以上の大法人では即納額は前年同期より109億円(34.6%)増加している。これは業績の好転に基く申告税額の増加(前年同期比16.8%増)によるだけでなく、即納率の上昇(昨年の63.0%から72.6%)も大きな原因となつている。このように、市中金融の引緩みを背景として、法人所得増大の影響は税収面に若干早目に現われているといえよう。

ところで、景気局面との関係で財政収支は現在どのような時点にあるのであろうか。この点を確かめる手がかりとして、まず法人税の推移をやや長期にわたつて振り返つておこう。次掲グラフが

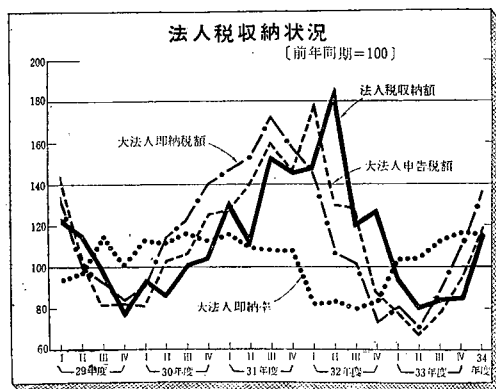
示すように、

(1) 大法人の場合、即納率は市中金融の繁閑と結びついて変動しており、これに対し申告税額はやや遅れて企業収益の増減にほぼ見合つて波動を描く。

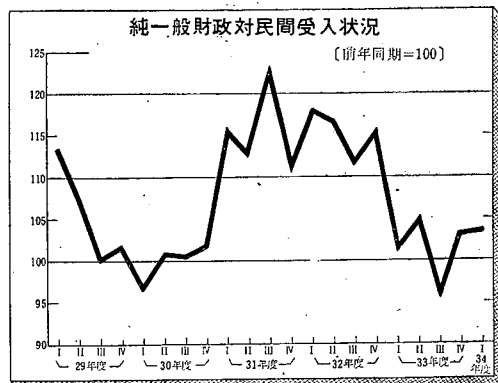
(2) 大法人の即納額の動きは法人税総収納額より時間的にかなり先行して現われる。

など、法人税と景気循環ときわめて高い相関関係をもっていることがわかる。

次に、少し角度を拡げて純一般財政の受入額の推移をみてみよう。純一般財政の受入額は租税収入のほか、事業収入、郵貯、保険料金収入などを含み、一般的にいつて財政収支の中では最も景気に



- (注) 1. 大法人申告税額、即納税額、即納率は当該期中に納期の到来した資本金1億円以上の大法人分で、その計数はたとえば34年度第1四半期は2、3、4月決算法人分を示す。これに対し法人税収納額は同じ期中における総収納額であり、したがつて中小法人分を含み、また即納分、延納分も含んでいる。
2. いずれも国税庁調べによる。



- (注) ここにあげた純一般財政受入は、総財政受入から外為、食管、調整項目を除いたもの、なお32年度には大幅減税の影響が強く出ている。

敏感な部分であると考えられる。前掲のグラフから一見して明らかなように、本年に入つて景気上昇の影響はようやく目立つてきたものといえよう。

以上を手がかりとして、あえて前回との比較をするならば、現在の局面は財政資金からみる限り、30年10～12月ないし31年1～3月、すなわち金融が小締まりに転じた31年度第1四半期の少し前の時期に似ているように思われる。もとよりこうした財政収支の動きが、前回と同じような足どりでやがて現金需給バランスの引締まりとして反映してくるとみることが早計である。本年は10～12月ごろを中心として財政蓄積の食いつぶしという景気循環とは関係のない財政散布の進展が予想されるが、これが景気上昇につれて当然起るべき現金需給バランスの変化を著しくゆがめる可能性をもっているという点について、この際とくに注意を払つておく必要がある。

#### 4. 市中金融——大企業向け貸出の増勢目立つ。

6月の市中貸出はかなり顕著な増加を示した。これまでも市中貸出はジリジリ増勢をたどってきたが、中小企業や商社に対するものが中心であり、大企業ないしメーカーに関する限り、市中金融は大勢としては落ち着いた推移をたどってきたといつてよい。しかし最近の動きをみると、こうした情勢にもようやく変化のきざしが現われはじめたように思われる。

まず計数についてみれば、6月の全国銀行貸出は月中898億円の増加と、前年同月(761億円増)をかなり上回つた。しかも5月末が休日に当り商手の決済など同月末に行なわれるべき貸出回収の一部が6月初めにズレ込んだ点を考慮すれば、当月の貸出増加の実勢は表面計数に現われた以上に強かつたものといえる。これを業態別にみても、長期信用銀行の貸出が比較的落ち着いた動き(105億円増)を続けたほかは、都市銀行(474億円増)、地方銀行(311億円増)とも前年同月をそれぞれ15.9%、26.0%方上回る増加となつた。反面、実勢預金は営業性預金の伸悩みを主因に大勢として増勢頭打ちの傾向を示しており(142

億円増、前年同月291億円増)、この結果、全国銀行の資金ポジションは年初来徐々に悪化をみることとなつた。

当月におけるこのような預金貸出の動向はいかなる事情に基くものとみるべきであろうか。例年6月は配当資金、賞与支払資金、法人税納付資金などの企業要資がかさむ月であるが、本年は昨秋来の一本調子の企業活動の上昇、これに伴う企業収益の向上といった実体面の事情によつて、これら決算要資が大幅に増大したことが、貸出増加の最大の要因をなしたといえよう。とくに3月期決算法人の法人税が大きく引き揚げられた影響は軽視できない。別項(財政)にみるように、6月初めの大法人の即納額はかなり大幅であつたが、これは企業収益が好転したことのほか、銀行借入の増加に支えられて即納率が高まつたことによるものである。(延納金利が2銭であるのに対し、大企業の銀行借入金利はほとんど1銭9厘台に低下しているため、大企業にとつて銀行借入をふやして即納した方が採算的に有利になる。)

これらの点に関連してとくに注目されるのは、従来比較的平静に推移してきた大企業向け貸出が目立つてふえはじめた点である。景気好転に伴う大企業の増加運転資金は、従来そのかなりの部分が製品在庫の流動化、増益による自己金融力の増大、信用取引条件の改善、さらには手元現金の圧

全国銀行主要勘定増減

(単位・億円)

| 区 分          | 6月             | 都 銀            |               |                | 1～3月             | 4～6月             |
|--------------|----------------|----------------|---------------|----------------|------------------|------------------|
|              |                | 都 銀            | 地 銀           | 長 銀            |                  |                  |
| 実勢預金         | 142<br>(291)   | 28<br>(117)    | 229<br>(258)  | - 61<br>(- 53) | 1,836<br>(642)   | 1,163<br>(1,323) |
| 債 券<br>発 行 高 | 128<br>(112)   | —<br>(—)       | —<br>(—)      | 128<br>(112)   | 355<br>(257)     | 410<br>(404)     |
| 借 用 金        | 628<br>(508)   | 591<br>(487)   | 1<br>(- 3)    | 31<br>(13)     | 40<br>(143)      | - 377<br>(- 491) |
| (うち本行<br>借入) | 621<br>(518)   | 584<br>(492)   | 1<br>(- 3)    | 31<br>(18)     | 334<br>(332)     | - 351<br>(- 404) |
| マ ネ ー        | - 35<br>(-110) | - 63<br>(-141) | - 2<br>( 5)   | 11<br>(15)     | - 153<br>(- 61)  | 537<br>(418)     |
| 貸 出          | 898<br>(761)   | 474<br>(409)   | 311<br>(247)  | 105<br>( 95)   | 1,676<br>(1,242) | 1,575<br>(1,461) |
| 有価証券         | 210<br>(135)   | 132<br>( 85)   | 56<br>( 44)   | 13<br>( 5)     | 507<br>(335)     | 621<br>(428)     |
| ロ ー ン        | - 72<br>(- 53) | - 10<br>(- 23) | - 46<br>(- 2) | —<br>(- 16)    | - 48<br>(- 122)  | —<br>( 86)       |

(注) 6月は暫定計数、カッコ内前年実績。

縮などによつてまかなわれてきたのであり、この段階では、生産取引の増大は必ずしも銀行借入需要に結びつくものではなかつた。しかしながら景気の進展とともに、こうした状態が早晩変化してゆくことは当然の成行きであろう。企業の納税負担が増大し支払賃金がふえて、それが財政揚超の増大、銀行券の増発、個人の貯蓄性預金の増大などを招く段階になれば、当然企業の現金流動性を圧迫し、銀行借入への需要を増大させるに至るからである。この意味で、6月に法人税納付や配当・賞与の支払などが集中したことが、企業活動活発化に伴う潜在的な資金需要を一時に表面化させたものといえる。しかも別項（通貨）にみるように、6月の預金通貨残高はかなり減少したものと判断される。つまり当月の銀行貸出は、法人税や賞与支払による企業の流動性への圧迫を100%補填したわけではないということになる。

以上のようにみても、6月の銀行貸出の増大は必ずしも企業の投資活動がこへきて急に拡大したということの意味するものではないということにならう。しかしながら、こうした銀行貸出の動向を単に季節的なものとみることはもちろんできない。同じく季節的資金といつても、その大きさが問題であるし、またかかる資金需要の大きさ自体がこれまでの経済拡大テンポの早さを端的に示すものだからである。

この点に関連して注目を要するのは、6月に引続き7月も銀行に対する大企業の借入需要がかなり強いことである。いうまでもなく7月には、6月のように格別の季節要資の動きがない。それにもかかわらず資金需要が高いということは、企業活動が引続き根強い拡大傾向にあることの証左であろう。したがって、もし銀行がこれに対して安易に貸し応ずるとしたならば預金通貨は再びかなり増大し、経済を刺激してゆく可能性が大きい。

こうした意味から、今後とくに銀行の貸出態度いかに問題となるが、銀行の貸出意欲の強さを端的に示す一例として貸出金利が引続き低下傾向をたどっている点を指摘しておきたい。普通銀行の貸出約定平均金利は、次表にみるように、4月の1毛3糸につづき5月も1毛方の低下を示した。またとくに注目されるのは、1銭9厘台のい

わゆる標準金利の適用範囲が当初の予想をこえて著しく広がってきたことである。総貸出に占める標準金利適用分の比率は5月末20.7%（前月末17.4%）と、すでに2月末（標準金利採用直前）の2.0銭の比率20.5%を凌駕するに至り、この傾向は6月に入つてからも続いているものとみられる。

普通銀行貸出約定平均金利推移

| 区 分   | 月末金利  | 月中下げ幅 | 優遇金利適用残高の総貸出残高に占める比率 |
|-------|-------|-------|----------------------|
|       | 銭     | 銭     | %                    |
| 1 月 末 | 2.227 | 0.005 | 20.24                |
| 2 月 末 | 2.223 | 0.004 | 20.51                |
| 3 月 末 | 2.203 | 0.020 | 11.29                |
| 4 月 末 | 2.190 | 0.013 | 17.45                |
| 5 月 末 | 2.180 | 0.010 | 20.75                |

(注)「優遇金利」は1、2月は2銭0厘台、3月以降は標準金利（1銭9厘台）を示す。

さて以上のように、最近の動きとしてとくに注目を要するのは、経済規模の拡大に伴つてついに大企業の要資が銀行借入面に顕在化するに至り（その直接の動機は決算関係要資）、これに伴つて、銀行貸出の中心が従来の中小企業中心から大企業中心へと移行するきざしを見せはじめた点である。しかも金利低下傾向にみられるような銀行の積極的な貸出態度が、今後企業の投資活動を一層刺激してゆくおそれなしとしない。こうした意味で、市中金融の動向は一層警戒を要する段階にきたものといつてよからう。

## 5. 資本市場

### (1) 株式市場——もみ合い商状続く。

6月初旬ダウ平均株価は820台の高値を示現したが、中旬以降は警戒人気を強め、やや波乱含みの様相となつた（17日31ポイント急落）。その後7月に入つて、コール・レートの1厘引下げ、ニューヨーク市場の高値更新などを好感して再び820台を回復したものの、市場の動きは品薄株ないし材料株に限られ、商内も全般に少なく、一高一低のもみ合い商状が続いている。

最近の株式市況は、4月および6月の2回にわたるかなり大幅な整理場面をみている。これが市場人気化の訂正という自律作用によることはいうまでもないが、その背後にはこれまで景気に著し

く先行してきた株価がようやく一応の限界に近づいたということも見のがせない要素をなしており、したがってこれらの事情から、当面相場は大きな上昇力に乏しいとする見方が強まってきた。これに加えて、これまで低調に推移した増資も(1~6月間335億円、最近数年間の最低を記録)7月を境に増勢に転じており(7月予定額184億円)、今後次第に遅れを取り戻してゆくものと予想されている。もとよりこれが株式の需給関係を大きく変えるとは思われないものの、払込資金の調達などの面からかなり市況を圧迫することも考えられよう。

なお企業の増資意欲をはばむ原因として、増資による資金調達に銀行借入に比してコストが高くつく点が問題となつてはいるが、これと関連して、最近の株高に伴い値がさ株を中心に増資の一部を公募に切り替え、コストの低減をはかる事例が多くみられてきたことは注目すべき現象であろう。

株 式 指 標

| 区 分   | ダウ平均株価<br>(東証225種) |        | 予想平均<br>利回り |            | 株 式<br>出来高<br>(東京) | 日証金<br>残 高 |
|-------|--------------------|--------|-------------|------------|--------------------|------------|
|       | 旧株価                | 新株価    | 東証<br>225種  | うち有<br>配銘柄 |                    |            |
| 6月11日 | 821.38             | 154.40 | 4.14        | 4.29       | 79                 | 210        |
| 17日   | 785.01             | 147.57 | 4.36        | 4.52       | 55                 | 200        |
| 22日   | 814.23             | 153.06 | 4.23        | 4.38       | 60                 | 215        |
| 30日   | 810.07             | 152.28 | 4.25        | 4.41       | 48                 | 216        |
| 7月6日  | 823.93             | 154.89 | 4.18        | 4.34       | 54                 | 208        |
| 10日   | 815.56             | 153.31 | 4.25        | 4.42       | 41                 | 208        |

(2) 起債市場——発行条件再検討の声高まる。

事業債の起債意欲は引続き旺盛であるが、その消化状況は4月以降不振を続け、毎月かなりの売れ残りを生ずるとともに、証券業者引受けの既発債がごく一部ながら値引き(1円前後)して売られるというような傾向もみられる。

このような消化不振に対応する措置としては、まず起債額の圧縮が図られ、6月債も総額200億円と5月債より4.5億円方圧縮された。しかし起債額の減少にもかかわらず、6月債の売れ行きは引続き思わしくなく、結局10億円程度が引受証券会社の手持ちとなつた模様である。このため7月債の起債にあたっては、関係者間に現行発行条件

を再検討し、とくに事業債の銘柄別格付けを実際に即したものに改めようとする要請が高まつた。しかし一方では、発行会社相互間の振合い上から格付け調整問題はなかなか困難で、結局大阪ガスの格上げ(98円から98円50銭)のみを定め、発行条件の再検討はさしあたり見送られることとなつた。なお7月の起債額は、財政資金の払超などを見込んで204億円と6月債よりも若干引き上げられたが、完全消化にはやや問題があるかとみられている。

このように事業債の消化が思わしくない背後に政保債の圧迫があることは、これまででも指摘したところである。その発行条件を無理のない消化が可能な線に近づけることこそ、今後公社債の消化先を多様化し、起債市場の拡大を軌道に乗せるための基礎条件であることはいうまでもない。しかし一方、電力債ないし一般事業債についても、現行の銘柄別格付けの基準やその適用にかなりの無理があることは、ここ数ヵ月の市場の動きが端的に物語っている。こうした事実を卒直に受け取つて、実勢を反映した発行条件の形成につとめることが、この際最も望ましい方向であろう。

起 債 状 況

(単位・億円)

| 区 分       | 34年4月   | 5月      | 6月      | 7月<br>(見込額) |
|-----------|---------|---------|---------|-------------|
| 事 業 債     | 150.3   | 142.5   | 140.5   | 142.5       |
| { 一 般     | ( 95.3) | ( 92.5) | ( 90.5) | ( 92.5)     |
| { 電 力     | ( 55.0) | ( 50.0) | ( 50.0) | ( 50.0)     |
| 地 方 債     | 17.5    | 17.0    | 16.5    | 16.5        |
| 政 府 保 証 債 | 48.0    | 45.0    | 43.0    | 45.0        |
| 計         | 215.8   | 204.5   | 200.0   | 204.0       |
| 金 融 債     | 258.6   | 264.6   | 264.2   |             |
| { 利 付     | ( 93.2) | ( 96.3) | ( 96.3) |             |
| { 割 引     | (165.4) | (168.2) | (167.9) |             |

6. 貿易・外国為替——輸入増大を主因に実質収支黒字幅縮小。

5月の外国為替収支は、表面39百万ドルと前月並みの受超であつたが、支払繰延べ純増分を調整した実質収支では5百万ドルの払超となつた。これには輸出為替のうち統計上6月にズレた分が少なからずあつたという特殊事情が響いており、6

月の為替収支は表面、実質とも再び相当の受超となつた模様である。しかし4月以降為替収支は、輸入水準の上昇、これに伴う運輸支払の増大傾向などを映じて、輸出の順調な推移にもかかわらず、総じて先細りの気配を強めていることはいなみがたいところであろう。

この間為替市場の動きとしては、6月中旬以降食糧輸入決済、ユーザンス決済、貿易外送金などの資金需要が輻湊し、英ポンドについては海外直買が活発に行なわれ、また久しく底値で横ばいを続けていた米ドル直物相場もかなりの強調を示し、一時は上限近くまで高騰したのが注目された。

6月中の貿易動向をみると、まず輸出（通関）は274百万ドルと前月（277百万ドル）に比べ微減したが、前年同月を20%上回る順調な推移をたどっている。本年上半期についてみても前年同期に比べ11%増となつており、商品別には非金属鉱物17%、食飲料13%、薬材化学製品13%、機械類12%の増加となつたほか、これまで伸び悩んでいた繊維も前年同期をわずかながら上回っている。信用状接受高は6月も米国向けミシン、ラジオ、リベリヤ向け船舶など機械類の好調から247百万ドルと前月（250百万ドル）並みの高水準を維持しており、輸出動向はますます順調に推移しているものと認められる。

一方輸入（通関）は325百万ドルと前月（322百

万ドル）に比べ微増程度にとどまつたが、前年同期比では27%増と引き続き高水準をつづけている。商品別にみると、食糧、機械のほか、最近の経済拡大を背景として鉄鋼、非鉄原材料（ただしくず鉄は減少）、動植物性原材料（大豆、原皮、生ゴムなど）、石油、塩など諸原材料が広範囲にわたつて増勢を続けているのが目立つ。本年上半期中では次表のごとく、金額面は輸入価格の低下もあつて前年同期比10%増にとどまつているが、数量面では+26.6%の著増となつており、品目別にみても鉄鋼くずの2.5倍を筆頭に軒並み著しい増加となつている。

#### 商品別輸入増加率

(本年上半期の前年同期比%)

| 区 分       | 数 量 比     | 金 額 比 |
|-----------|-----------|-------|
| 綿 花       | 109.9     | 86.2  |
| 羊 毛       | 138.3     | 94.9  |
| 鉄 鋼 < ず   | 242.5     | 227.2 |
| 鉄 鉱 石     | 135.7     | 101.5 |
| 非 鉄 金 属   | 174.3     | 167.4 |
| 木 材       | 128.2     | 131.6 |
| 大 豆       | 117.1     | 110.0 |
| 石 油       | 125.3     | 108.7 |
| 小 麦       | 108.1     | 106.3 |
| 砂 糖       | 107.1     | 95.2  |
| そ の 他 共 計 | 126.6 (注) | 110.0 |

(注) 貿易数量指数(1~5月)の対前年同期比。

#### 外国為替収支の推移

(単位・百万ドル)

| 区 分       | 3 3 年 |       |       |        | 3 4 年 |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           | 1~3 月 | 4~6 月 | 7~9 月 | 10~12月 | 1~3 月 | 4 月   | 5 月   |
| 受 取       | 285   | 282   | 286   | 317    | 307   | 287   | 312   |
| 輸 出       | 232   | 220   | 216   | 242    | 232   | 227   | 243   |
| 特 需       | 35    | 40    | 41    | 45     | 38    | 32    | 37    |
| 支 払       | 251   | 252   | 238   | 259    | 260   | 248   | 273   |
| 輸 入       | 206   | 207   | 197   | 213    | 213   | 211   | 219   |
| (実質輸入)    | (216) | (211) | (187) | (201)  | (219) | (243) | (263) |
| 表 面 収 支 尻 | 35    | 30    | 48    | 58     | 46    | 38    | 39    |
| 支 払 繰 延 べ | 10    | 4     | + 10  | - 11   | 6     | 32    | 44    |
| 実 質 収 支 尻 | 25    | 26    | 58    | 69     | 40    | 7     | 5     |
| 外 貨 準 備 高 | 629   | 719   | 759   | 862    | 974   | 1,010 | 1,074 |

(注) 各月平均。 6月末外貨準備高は1,105百万ドル。

ここで注目を要するのは、輸入原材料消費の動向である。生産の増大に伴い輸入原材料消費が増加するのは当然の成行きであるが、最近では生産の増加率を上回って顕著な増勢を示し、素原材料についてはすでに32年のピークをこえ過去の最高の消費水準を示している。最近の急速な消費の増大は、①輸入原材料依存の高い鉄鋼、非鉄などの生産上昇が著しいこと、②国内資源の制約もあつて輸入原材料（素原材料）への依存が高まつていることなどにより拍車されている点も見落せないが、生産がすでに32年当時をこえる規模となつていることからいえば当然といえよう。確かに輸入原材料在庫もここ数ヵ月わずかながら増勢に転じ、輸入増加の一因となつているが、在庫率の動きなどからみるとまだ積極的な在庫蓄積を行なつていない段階ではなく、消費増加に伴う補充買の過程とみられる。前回の景気上昇時（31年～32年）には原材料在庫の蓄積が大幅に行なわれ、そのほかにも輸入価格の上昇、国内供給力が限界にきて半製品（鉄鋼非鉄）の緊急輸入が行なわれたなど多くの要因が加わつて急激な輸入増加を招いた。今回は生産拡大に伴う原材料消費の増大から、輸入水準が輸出の伸び以上のテンポで上昇し、すでに実質収支の悪化をもたらしていることは先行きの景気動向ともからみ問題である。ただ輸出も比較的好調となつているので国際収支の黒字基調は当分続きそうであるが、このところ国内生産は引続いて強調を示しており、安易な楽観は許されぬ事態といえよう。

生産と輸入原材料の動き  
(対前年同期比増減率 %)

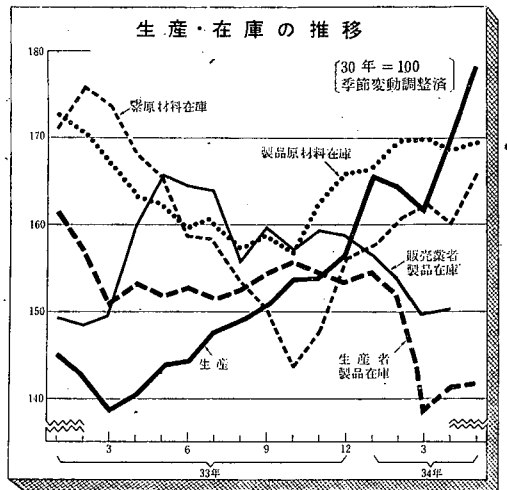
| 区 分      | 34年<br>5月 | 34年<br>3～5月 | 32年   | 31年   |
|----------|-----------|-------------|-------|-------|
| 生産       |           |             |       |       |
| 鋳工業      | +22.8     | +18.9       | +18.1 | +22.4 |
| 製造工業     | +23.8     | +20.2       | +18.5 | +23.5 |
| 消費       |           |             |       |       |
| 素原材料     | +31.5     | +23.0       | +16.0 | +28.5 |
| 製品原材料    | +29.3     | +25.8       | +22.4 | +36.4 |
| 在庫       |           |             |       |       |
| 素原材料     | +2.9      | -2.0        | +45.7 | +26.6 |
| 製品原材料    | -17.8     | -24.7       | +38.7 | +21.2 |
| 輸入(数量)   |           |             |       |       |
| 総合       | +36.9     | +29.8       | +24.7 | +27.0 |
| うち原料品    | +52.3     | +43.7       | +12.0 | +36.3 |
| 加工製品     | +24.8     | +21.3       | +86.0 | +60.0 |
| 輸入価格(通関) | -5.5      | -6.0        | +5.7  | +1.4  |

### 7. 生産・在庫——生産著増に需給やや引緩み傾向。

5月の鉱工業生産指数は172.5と前月に比し2.4%の上昇となり、季節性を調整すると+5.1%という大幅な伸び方を示した（速報数字、以下同じ）。一方出荷は+2.4%と引続き順調な推移を示したが、生産の急速な拡大からメーカーの製品在庫は+0.4%の微増となつた。在庫増の内容をみると、石炭、化肥など調整の遅れた部門の在庫増（季節調整をすると約10%の増加）がかなり大きく響いているから、一般の製品在庫増大はそれほど大きいとはいえない。6月以降についてはまだ統計数字が得られないが、増産傾向が引続き強く、需給関係の引緩みが目立つてきているだけに、製品在庫は全般にやや増勢にあるのではないかと判断される。

一方、生産の増大に追隨して原材料蓄積は徐々にではあるが引続き行なわれており、これを反映して生産者の製品原材料在庫、素原材料在庫はそれぞれ0.5%、3.4%の増加を示している。しかし生産増加のテンポが大きいため在庫率としては依然低下傾向を改めていない。

結局、最近の企業活動を通じて特徴的にかかわれる点は、まず生産の増加テンポが著しく、需要の順調な増勢にもかかわらず需給関係がやや緩和気味にあるということであろう。もとより生産



(注) 通産省調べによる。



の上昇度合は商品によつて区々であり、かつその背景も異なっている。

いま昨年末来の生産増加の推移を業種別にみると次表のごとくである。まず繊維、化学工業（化肥を除く）、窯業、紙パルプ工業などはいずれもこれまでの高い上昇は最近かなり鈍化しているが、これは景況回復期にみられた需要の急増一服という事情に即応する動きである。これに対し鉄鋼、非鉄、機械工業はいずれも高い上昇率を維持している。これら商品の増産傾向を支える第1の要因はもちろん需要の拡大である。景気上昇がこれら基礎生産財、資本財への需要を高めるのは当然であるし、また機械のうち耐久消費財のように、消費の高度化によつて支えられたものもある。ただこれら商品の最近の増産傾向には、単に需要増大に対応する以上のものがあるようにみられる。たとえば鉄鋼については、新公販制度の採用とともに生産制限の体制が解かれ、大手、中小ともに反動的に生産拡大に走ろうとする傾向がかなり強い。また銅の場合には、地金輸入に対する対抗策として、国内自給体制の確立をめざして増産を急ぐといった傾向がみられる。さらにこれら各業種に共通した事情としては、市場における取引上の地位を向上させようとするための企業間の増産競争がきわめて強い、という点も指摘されなければならない。冒頭で触れたような増産による需給の引緩み、あるいは製品在庫の増勢も、こうした根強い

増産傾向に基くものである点に注意を要しよう。

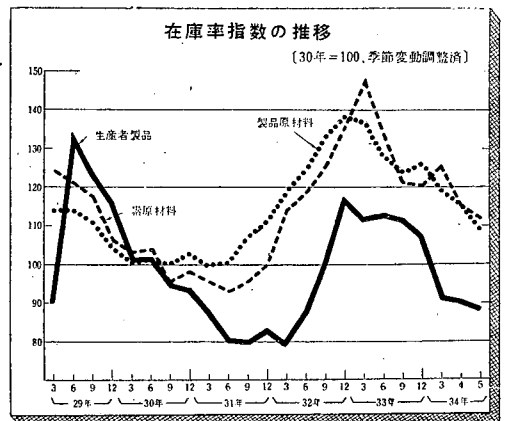
次に需要面をみると、まず在庫投資需要は景況回復初期にみられたほどの圧力ではないにしても引続き生産を支えている大きな要因とみられる。前にも述べたように、原材料在庫が引続き増加していることや、生産財の出荷が4～5月中前年に比べ22.9%増加と、同じ期間における生産の伸び(+21.1%)を上回っていることなどはその現われとみられる。現在の在庫投資の中心は生産者の原材料蓄積であるが、このほか流通段階でも在庫の減勢鈍化ないしは増加気配がうかがわれる。過般発表された商業動態統計によると、本年1～3月中に小売業在庫は横ばいであつたが、卸売部門では6%の在庫増加がみられた。在庫率が依然低い点から在庫投資需要はまだ持続性があり、これが需要要因として働くものとみられるが、反面製品在庫が増勢を示し、これが商品需給や物価情勢に微妙な影響を与えようとしている点は注目をするところであろう。

生産の業種別推移

(対前期比増減率、季節調整済)

| 区 分    | 33年<br>10～12月<br>平均 | 34年<br>1～3月<br>平均 | 4～5月<br>平均 |
|--------|---------------------|-------------------|------------|
| 鋁工業    | 3.3%                | 5.6%              | 6.0%       |
| 鋁業     | - 0.7               | - 6.0             | - 2.5      |
| 製造工業   | 3.8                 | 5.8               | 6.2        |
| 鉄鋼業    | 4.5                 | 5.3               | 7.3        |
| 非鉄金属工業 | 5.8                 | 11.4              | 7.7        |
| 機械工業   | 9.8                 | 10.4              | 10.4       |
| 化学工業   | 0.5                 | 8.7               | 1.7        |
| 窯業     | 8.4                 | 2.8               | - 0.5      |
| 紙パルプ工業 | 8.3                 | 13.3              | 2.5        |
| 繊維工業   | 2.4                 | 8.0               | 2.9        |
| 食料品工業  | - 10.4              | 5.3               | - 3.4      |

(注) 通産省調べによる。  
機械工業は鋼船、鉄道車両を除く。



このほか需要要因として注目されるのは、最近における消費とくに耐久消費財消費の好調である。さきに挙げた生産の業種別増加率のうち機械部門が高いことも、ひとつには家庭用耐久消費財（電気冷蔵庫、テレビなど）の増加によるところが大きい。いうまでもなく、耐久消費財は資本財と同様、生産の迂回度が高いから、全体の生産水準を押し上げる力は軽視できない。

次に設備投資の動きをみると、徐々ながら増加している。機械工業の生産、出荷状況を見ても、最近では電気機械や輸送機械の増加と並んで、一

般機械も工作機械や電動機を中心にかなりの増加を示している（4～5月中出荷前年比、一般機械+22.0%、電気機械+67.1%、車両、鋼船を除く輸送機械+26.9%）。先行きについても、最近の機械受注の増加状況や本行の短期経済観測の結果（7～9月期前期比9%増、4～6月期同4%増）から推して、設備投資の増加の度が高まってゆく可能性は強い。

景気の反転以来の急速な生産拡大テンポはまだ衰えをみせていないが、その内容ないしは背景となる需給関係の中には若干の変化のきざしがかがわれる。需要の増大以上の生産の拡大テンポがこのまま続き、商品需給の一層の引緩みへ発展するか、それとも生産増加が引続き原材料在庫投資の拡大を伴い、さらに設備投資の台頭と結びついて新たな拡大への条件となつてゆくかはにわかに即断しがたい。企業家の投資意欲や金融情勢の推移いかんがとくに注目されなければならないゆえんであろう。

## 8. 商況・物価——急テンポの生産拡大から弱含み気配。

6月中の商品市況は大勢保合いないし弱含み商況に推移した。すなわち、繊維、雑品が保合つたほかは、銅、燃料、化学肥料、建築材料など主要商品はいずれも弱含みに推移した。一方堅調を示した商品としては、スフ糸、アルミ、ニッケル、銀、カーバイドなどがあるが、いずれも値動きは小幅であり、かつ部分的な動きにとどまつた。

7月に入つてからは繊維が輸出引合い増から強含みに転じ、一方鉄鋼がさらに弱含みとなつたことが目立つているが、大勢は引続き弱保合いのうちに推移している。

主要商品の動きをみると、繊維は夏物製品が比較的好調を示しているが、その他原糸需要などは夏物と秋冬物との端境期にあるため全般にやや活気に乏しい。もつとも、6月中保合いないし微落気味に推移した繊維相場は、7月に入つてからは輸出の好調からスフ糸が統騰したほか、綿糸、毛糸、各種織物など総じて強含みに転じている。この間、人絹糸のみは供給過剰から軟調気配を脱していない。一方鉄鋼は、鋼材需要の増加にもかか

わらず生産増加テンポが著しいため、需給実勢はやや緩和し、市況も総じて弱含み模様となつている。とくに棒鋼、軽量形鋼などの市中相場は公開販売価格の引上げにもかかわらずほとんど値上りをみせず、なかには引上げ前の相場を下回るものも現われている。このような需給の実勢を映じて鉄鋼メーカーの輸出意欲もひとところに比べかなり高まつており輸出価格も低下傾向にある。また銅は世界的需給の引緩みによる海外相場の低落から、また鉛、亜鉛は生産過剰気配から、それぞれ弱含みに推移した。その他燃料、建築材料、化肥などの季節商品はいずれも一段と軟化した。この間、アルミ、ニッケル、銀、下級紙などについては依然需要が順調に増大しているため市況は堅調を続けている。

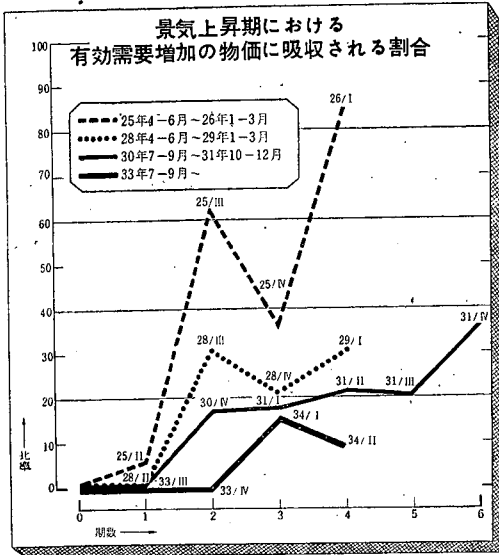
以上のように最近の商品市況は、かなり急速な需要の増大にもかかわらず、需要を上回る順調な供給増が続いたため大勢としてはむしろ弱含みとなつている。本行卸売物価指数もこうした市況の動きを映じて軟化をみせ、5月中の-0.1%に引続き6月中も0.2%の微落をみせた。

商品市況がこのような落着きを示している理由としては、第1に急速な生産増大傾向の持続、第2に季節的關係、第3に輸入の増大、第4に海外原料安など多くの事情が影響している。

(1) まず増産傾向であるが、各種繊維品、鋼材、非鉄地金などにみられるように、最近の増産傾向は著しく、需要の拡大にもかかわらず需給の大勢が引緩み気味となり、物価の騰勢を抑える第1の要因となつている。供給力の増大がその背景にあることはいうまでもない。

最近の供給力増大がどのようなものかを示すため、過去3回の景気上昇期において需要増加のうち物価に吸収された割合を示すと次図のごとくなる。すなわち、供給力の乏しかつた第1回の景気上昇期である昭和25年時においては、需要増加の物価に吸収された割合はきわめて高く60%から80%にも及んだ。しかし第2回の28年、第3回の31年の上昇期へと次第に生産に吸収される割合は高くなつており、現在では需要増加のほぼ90%は生産増大となつて現われ、企業の稼働率状況などから推してみると、なおしばらく

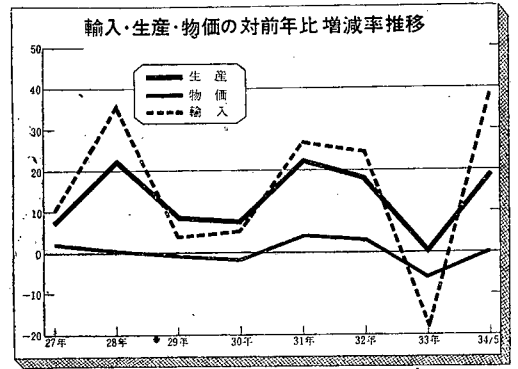
くは需要の増加は生産に吸収され、物価は目立った騰貴を示さないものとみてよいであろう。



(2) 次に現在が季節的不需要期にあることも物価安定の大きな原因である。これが建築材料、燃料、紙、一部繊維などの軟調の主因となっている。もつとも6月中の本行卸売物価指数は前述したように前月比0.2%の低下となっているが、例年6月は0.6%程度の上落を示すことを考慮すれば、現在の物価の基調はそれほど弱くはないという点に注意する必要がある。繊維、石油、木材、紙などについては不需要期の割には市況の底がかなり強いのもこの間の事情を示している。

(3) 次に輸入の増大傾向であるが、生産の拡大が原材料輸入の増加によつて可能となっていることを考えるならば、現在の物価の安定と輸入との関係はきわめて重要である。なお最近の輸入増大は原材料だけでなく、電気銅、アルミ、銀などについては国内の需給逼迫から製品輸入の

措置が採られたり、また現に検討されるに至っている点にも注意を要する。これを過去の経験に徴しても、次の図にみられるごとく輸入(数量)の上昇率の大きな年には物価の上昇率は生産上昇率に比し相対的に小さくなっている。



(4) 最後に原材料価格の推移であるが、ジリ高を続けてきた国際原料商品相場(ロイター)は6月には銅、ゴム、羊毛、穀物を中心に反落に転じ、反騰前の水準にまで落ちている。一方、わが国輸入物価指数は年初来5月までに1.3%の微騰を示したが、その間輸出価格は3.3%の騰貴を示したため交易条件は改善をみている。このようにコスト面からの物価騰貴への圧力はいまのところかなり弱い。

このようにみれば、物価はなお当分の間、現在のような落ち着いた状態で推移するものとみられる。

しかし一見平静な物価動向の背後には、上述したような諸事情があることを忘れてはならないであろう。したがつて今後の景況判断には物価の動きそのものも重要であるが、その背後にある諸条件がいかに変化するかを注視することが一層重要であろう。