

(第1図)

鉄工業生産・出荷・製品在庫率の推移

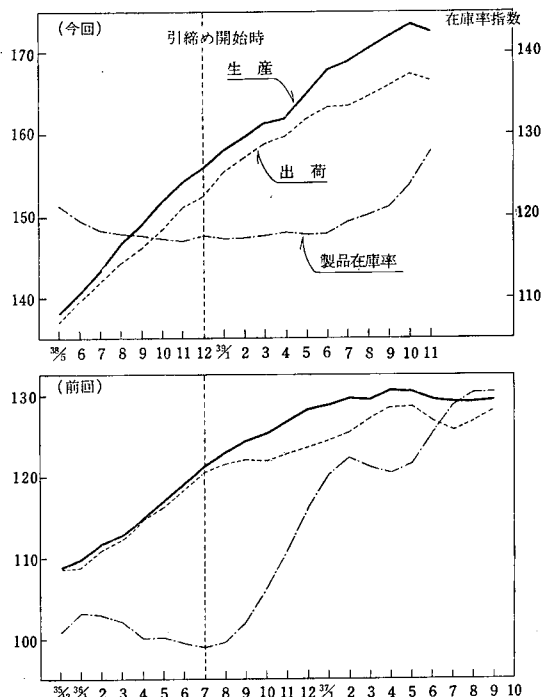
最近の生産、需要動向について

(1) 引締め後も根強い上昇を続けてきた鉄工業生産は11月に前月比 -2.3% (季節変動調整済み、以下同じ)とかなりの低下を示したあと、12月もほぼ横ばい($+0.4\%$)にとどまった。3か月移動平均によってならした指数では11月に至り前月比 -0.3% と引締め後はじめて減少に転じたわけで、鉄工業生産は昨秋ころからようやく落着きをみせはじめたものと判断される。しかし12月の水準を引締めが開始された前年同月水準と比較してみると $+10.7\%$ に達し、前回調整期の引締め後1年の動き(37年7月の前年同月比、 $+5.5\%$)に比べると、その伸び率は相当大幅である。このような生産活動の根強さは、今回の引締め期における特色の一つとなっている。

いま、引締め後における生産増加率の推移を前回と比較してみると、第1表にみられるように引締め前半期の足取りは前回も今回もほとんど変わらず $+7\sim 8\%$ の増加であったが、引締め後半期には前回が $+1.3\%$ と大幅に鈍化したのに対し、今回は $+5.8\%$ とあまり鈍化をみせなかった。

さらに注目されるのは、このような生産の根強さにもかかわらず、この間メーカー製品在庫の在庫率が少なくとも39年中ごろまではほとんど上昇をみなかったことである。すなわち、前回の場合には引締め前後を境として出荷が停滞ぎみとなったため製品在庫率が急速に上昇し、これが徐々に生産上昇を押える圧力として働くことになった。ところが今回の場合は出荷がともかくも生産に近いテンポで上昇を続けたため、在庫率は引締め後もしばらくは、その水準こそ前回は上回ったものの、おおむね横ばい程度に推移することになった。ただ年央以降は、いわば尻上がりの形で上昇傾向を示すに至っている(第1図参照)。

以下、こうした引締め下における生産、出荷の堅調が何によってもたらされたかを、主として前



(注) 季節変動調整済み指数を3か月移動平均したもの。

回の調整期の動きと対比しながら明らかにし、さらに、最近においてそれが落着きを示すに至った背景を検討してみることとする。

(2) 今次景気調整期における財別生産の動きを前回の場合と比較してみると、引締め前半期ではほとんど同じような足取りで推移してきたが、後半に至ってきわめて異なった動きを示すことになった(第1表参照)。すなわち、前回の場合は引締めの浸透とともに資本財、建設資材、生産財がそろって減産(生産全体の上昇に対するこの3者の寄与百分比 -95%)となり、これを消費財の伸長がカバーするかたちをとったが、今回の場合は前3財は堅調を持續し(寄与百分比 $+91\%$)、むしろ消費財が耐久消費財の減産を中心に、きわめて低い寄与しか示さないことになった。以下、財別に動きをみてみよう。

まず、資本財生産の動きをみると、前回の場合は3年にわたる好況の持続により設備投資がブーム

(第1表)

財別生産の推移

	増減率			増減(A)寄与率		
	景気上昇後期	引締め前半期	引締め後半期	景気上昇後期	引締め前半期	引締め後半期
産業総合	+11.5 (+ 9.5)	+ 7.7 (+ 6.9)	+ 5.9 (+ 1.3)	100 (100)	100 (100)	100 (100)
(鉱工業)	+11.7 (+ 9.7)	+ 7.9 (+ 6.9)	+ 5.8 (+ 1.3)	—	—	—
資本財	+12.8 (+13.9)	+13.0 (+12.0)	+ 8.5 (- 0.5)	24 (31)	35 (36)	35 (42)
一般資本財	+12.0 (+13.3)	+ 6.8 (+ 9.4)	+ 5.9 (- 2.8)	13 (19)	11 (18)	9 (6)
輸送機械	+14.6 (+14.7)	+20.9 (+16.9)	+12.6 (+ 2.6)	11 (12)	24 (18)	26 (24)
建設資材	+16.5 (+ 7.8)	+ 4.3 (+ 5.3)	+ 6.2 (- 2.2)	12 (7)	5 (6)	9 (19)
消費財	+ 7.8 (+ 7.0)	+ 4.6 (+ 4.9)	+ 2.1 (+ 8.4)	17 (19)	15 (17)	9 (19.5)
耐久消費財	+ 7.8 (+11.3)	+ 7.4 (+ 7.1)	- 3.6 (+ 8.6)	6 (10)	7 (7)	4 (17)
非耐久消費財	+ 7.3 (+ 4.1)	+ 4.1 (+ 4.8)	+ 4.4 (+ 7.2)	11 (9)	8 (10)	13 (124)
生産財	+11.8 (+ 8.8)	+ 8.0 (+ 6.4)	+ 5.8 (- 1.3)	47 (43)	45 (41)	47 (464)

(注) 1. 季節変動調整済み計数。カッコ内は前回対応期。
 2. 景気上昇後期(今回38/7~12、前回36/4~9)、引締め前半期(今回39/1~6、前回36/10~37/3)、引締め後半期(今回39/7~12、前回37/4~9)。

状態にあつたため、引締め前においてはきわめて高い伸びを示していた反面、引締め後はわずかながら減産となつた。これに対し今回は、引締め前における盛り上がりには乏しかったものの、引締め後も大企業を中心とする高水準の設備投資を映じて底堅い動きを示した。このような今回の動きをもたらしたものとしては、基本的には今回の引締めが、設備投資の短期的な循環からいって、上昇局面にはいって後比較的早い段階で実施されたことがあげられる。さらに投資内容の面でも、需要増大期待に基づく単純な拡大投資でなく合理化を目的とするいわば必要に迫られたものが多かったこと、などが指摘されよう。

加えて、輸出需要、官公需が引き続き資本財生産の根強さをささえてきたことも見のがせない。ちなみに、輸出、官公需向けがきわめて高いウェイトを占めている5業種(鉄道車輛、鋼船、普通鋼鋼管、電線ケーブル、通信機械——これら全

体が資本財生産に占めるウェイト23.2%)の生産の動きをみると、引締め後も半年間に+28%の著増を示しており、これらだけで39年1~3月期から7~9月期までの資本財生産上昇+12.1%のうち、6.9%分を引き上げる働きをしたことになる。なかでも、輸出船ブームに潤う鋼船や東海道新幹線向けとして出荷が集中した鉄道車輛の著しい伸長が目立った(第2表参照)。

(第2表)

資本財のうち、輸出、官公需関連業種の生産増減率

(単位:%)

	資本財に占めるウェイト	39/7~9 39/1~3	39/1~3 38/7~9
鋼 船	10.9	+ 44.9 (40)	+ 15.6 (15)
鉄 道 車 輛	2.8	+ 89.2 (17)	+ 17.7 (4)
普通鋼鋼管	2.2	+ 11.6 (2)	+ 21.0 (5)
電線ケーブル	4.8	+ 0.6 (-)	+ 25.9 (9)
通信機械	2.5	- 10.5 (2)	+ 34.6 (9)
合 計	23.2	+ 29.8 (57)	+ 20.6 (42)

(注) 季節変動調整済み計数。
 カッコ内は資本財生産上昇に占める寄与率%。

なお、引締め前において大幅伸長を示してきた自動車生産は、引締め後はトラック部門を中心とする需要の伸び悩みから伸び率としてはかなり鈍化した。これらは他産業に対する生産誘発効果が大きいため、これを含めて考えれば、なおかなりの生産支持要因となっている。

(注) 39年下期の鉱工業生産全体の増加に対する寄与率を試算してみると下表のとおり約20%。

	直接分寄与率	誘発分寄与率				合計
		自動車	鉄鋼	機械	非鉄	
39/1~6	14.2	8.5	4.7	0.8	5.0	33.2
39/7~12	8.6	5.1	2.8	0.5	3.1	20.1

1. 産業連関表を用いて試算。
2. 鉱工業生産(生産額ウェイト)の前期比増加分を100とするそれぞれの寄与率として算出。
3. 「直接分寄与率」とは、鉱工業生産増加に占める自動車生産の増加寄与率であり、「誘発分寄与率」とは自動車需要(自動車生産のうち他産業から誘発された分を除く)の増加により誘発されたその他の産業の生産増加分の寄与率。

次に、消費財生産は投資財の堅調とは対照的に伸び悩み傾向を示し、とくに前回には成長業種として息の長い上昇を続けた耐久消費財は39年下期には上期比-3.6%と減少に転じている。このように耐久消費財生産が停滞ぎみとなっている基本的な原因は、テレビ、夏物家庭用電器、カメラなどの普及率が高まって新規需要が一巡し、消費全体に占めるこれらの消費支出の割合がいくぶん減り(第3表参照)、サービス関連支出の割合が増大していることにあるといえよう。ただ、とくに引締め後に伸び悩んだのは、供給能力の増大を背景とした引締め前における生産の行過ぎが引締めとともに強い在庫圧力を生み、早々に減産を余儀なくされたという事情に基づいている。この間、非耐久消費財は前回、今回とも通期比較的堅調に推移した。しかし、前回の場合には、とくに引締め後半期に合織を中心とする繊維二次製品、医薬品などに大幅な増産がみられ、鉱工業生産を下ざさえる大きな要因となったが、今回の場合にはそうした現象はみられなかった。

(第3表)

家計支出に占める消費財購入比率

(単位・%、カッコ内は前年同期)

38年 7～9月	12.4	(12.1)
10～12月	17.3	(17.6)
39年 1～3月	11.0	(11.6)
4～6月	12.5	(13.5)
7～9月	11.8	(12.3)
10～12月	15.7	(17.3)

(注) 家計調査報告による。「消費財」として付器、衣料費支出を採用。

(4) これに対し生産財の生産は、前回の場合には引締め後半期にはいって-1.3%と減少に転じたが、今回の場合には+5.8%とわずかな伸び率鈍化にとどまっている。こうした生産財生産の根強さは、基本的には輸送機械など生産誘発効果の大きい資本財を中心とした最終需要財生産の堅調(引締め後半期+5.9%)にささえられたものであるが、この間における輸出の伸長による面も大きい。すなわち、引締め直後の39年4～6月期にはユーザーの原材料在庫調整、鉄鋼問屋在庫などに

みられる流通在庫調整の動きを反映して生産財生産は+0.8%と大幅な鈍化を示した。しかし、このころから鉄鋼、繊維などをはじめとする輸出が予想以上に伸長し、出荷を底堅いものとした。このため、39年1月を底としてじりじりと上昇に転じていた生産財のメーカー製品在庫率は、引締め下にもかかわらず7～9月期にはほとんど横ばいに推移し、在庫圧力が特に強まるに至らなかったため、ひところ気迷いぎみとなった企業の生産態度がそのまま鎮静化には向かわず、7～9月期には生産の増勢が+4.2%と、再び高まることになった。

(5) 以上、引締め後の生産の動きをみてきたが、ここで各需要要因の増減がそれぞれどのように生産動向に影響を与えたかを産業連関表を利用して試算してみよう。これによると、第4表にみるように、景気上昇後期(38年下期)には在庫投資が生産をリードしていたが、引締め前半期(39年上期)になると自動車、造船など輸送機械生産部門を中心とする設備投資をはじめ、輸出、政府支出などが並んで生産の底堅さをささえた。しかし、引締め後半期(39年下期)にはいと、これまで生産上昇をささえてきた投資需要は、在庫投資減退の本格化を主因に生産を押し下げる要因として働くことになった。すなわち、鉱工業在庫投資の

(第4表) 最終需要増減の生産上昇寄与度

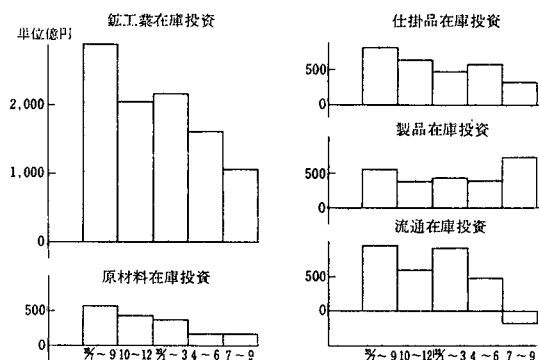
(単位・%)

	個人消費	設備投資	在庫投資	政府支出	輸出	鉱工業生産
38年下期	(18)	(22)	(40)	(3)	(17)	(100)
(上昇後期)	+2.1	+2.5	+4.7	+0.4	+2.0	+11.7
39年上期	(18)	(45)	(△7)	(21)	(23)	(100)
(引締め前半期)	+1.4	+3.6	-0.6	+1.7	+1.8	+7.9
39年下期	(30)	(39)	(△110)	(38)	(103)	(100)
(引締め後半期)	+1.8	+2.3	-6.4	+2.2	+5.9	+5.8

- (注) 1. 季節変動調整済み計数。
 2. 35年産業連関表をもとに計算された需要別生産誘発係数に基づいて推計。
 3. 39年下期の最終需要増減は推計値による。
 4. デフレターは本行卸売物価、消費者物価、大蔵省貿易価格指数などによる。
 5. 鉱工業生産上昇率計数を寄与度に応じて各項に割り振ったもの。カッコ内は寄与百分比。

(第2図)

形態別在庫投資の推移



- (注) 1. 季節変動調整済み数。
- 2. 生産、商業動態統計により当局で推計。
- 3. 35年基準生産者価格。

動きをみると、第2図のとおり、39年1～3月まで増勢を続けてきたあと、4～6月以降は原材料在庫投資、流通在庫投資を中心に減勢に転じた。特に流通在庫投資が、すでに過剰生産ぎみであった民生用電機、汎用機械など最終需要財を中心に引締め前においてすでにかかなりの増加をみていたため、引締め浸透に伴う資金ぐりの窮屈化や信用不安の台頭とともに大幅な調整を余儀なくされたことが、生産面にかかなり大きく影響した。ただ、この間設備投資については、前述のように引締め後も比較的底堅い動きを示し7～9月期までは増勢鈍化のうちにも上昇を続け10～12月に至ってはじめて減勢に転じたため、引締め後半期にも期全体としてはなお生産を2.3%分だけ押し上げる力として働いている。これに対し、引締め後半期における生産の根強さをささえた最大の要因は鉄鋼、造船、自動車、合織など重化学工業品を中心とする輸出の伸長であり、これが在庫投資の減退による生産マイナス要因をほとんど埋め合わせる結果となった。このような輸出の好調は、過去の合理化投資の効果、引締めに伴う内需の伸び悩み、輸出意欲の高まりによるほか、有利な海外環境にささえられた面が強かった(詳細は本月報昭和

39年10月号「最近における輸出好調とその背景」を参照のこと)。

(6) 次に需要動向とは一応別に今一つ指摘しなければならないのは、企業経営上の要請から生産を高水準に保とうとする意欲が一段と強まったことである。すなわち、今回の景気調整時における製造業の固定費負担は、資本費、人件費の増高から前回に比して一段と上昇している業種が多く(第5表参照)、それだけに生産水準を引き上げることにより利益の維持、あるいは損失の回避をはかろうとする傾向が強まっている。ちなみに利益

(第5表) 業種別にみた固定費負担 (固定費/売上高)

(単位:%)

		今 回 39年度上期	前 回 36年度下期
鉄	鋼	35.3	32.9
一 般	機 械	34.5	29.9
重	電 機 械	36.8	34.8
自	動 車	21.9	18.5
セ	メ ン ト	50.4	46.6
非	鉄	28.2	27.3
紙	・ パ ル プ	36.4	36.3

- (注) 1. 資料：本行主要企業経営分析
- 2. 固定費=一般管理販売費+製造原価中の労務費の5割+製造原価中の経費+営業外費用(減価償却費、金融費用、人件費の過半以上、および販売費を含む)。
売上高=売上高+営業外収益

(第6表) 損益分岐点と必要操業度

(単位:%)

	損益分岐点 稼働率指数	生産能力 指 数	損益分岐点 生産量指数
37年下期	100	100	100
38年上期	104.2 (+ 4.2)	105.2 (+ 5.2)	109.6 (+ 9.6)
下 期	106.9 (+ 2.6)	110.5 (+ 5.0)	118.1 (+ 7.8)
39年上期	109.4 (+ 2.3)	116.7 (+ 5.6)	127.7 (+ 8.1)

- (注) 1. 損益分岐点稼働率 = $\frac{\text{損益分岐点生産量}}{\text{生産量}} = \frac{\text{損益分岐点生産費}}{\text{生産費}} \times \frac{\text{生産量}}{\text{生産能力}}$
- 2. $\frac{\text{生産費}}{\text{生産能力}}$ (=稼働率)は通産省調べによる。
- 3. $\frac{\text{損益分岐点生産量}}{\text{生産量}}$ (損益分岐点操業度比率)の算出方法については調査月報39年4月号「企業経営におけるコスト圧力について」を参照のこと。
- 4. カッコ内は前期比増減率(%)。

も損失も発生しない、売上高が総費用に等しい時の生産量を生み出す稼働率(損益分岐点稼働率= $\frac{\text{損益分岐点生産量}}{\text{生産能力}}$)を一応試算してみると、39年度上期には最近のボトムである37年度下期に比較して9.4%方上昇していることになる(第6表参照)。

こうしたコスト構造の変化が生産の下方硬直性をもたらしたわけであるが、それにもかかわらず金融引締め後しばらくの間製品在庫の累増を招かないで済んだのは、企業の輸出意欲が有利な海外環境と結びついて、大幅な輸出伸長をもたらしたためといえよう。

(7) 以上、景気調整期における鋳工業生産の根強さの背景をみてきたが、はじめにも述べたようにその増勢は10~12月期になると+1.6%とそれまでの每期+3%強の伸びに比較して大きく鈍化した。これを財別にみても、一般資本財が電力向け大型機械の完工集中(7~9月比+19.5%)からやや伸び率が上昇しているほかは各財とも伸び悩みとなっており、建設資材は減産となった。

こうした生産活動の鈍化を需要面からみると、まず、これまで生産上昇をささえてきた輸出需要は引き続き増勢を示している。鋳工業出荷から輸出分を除去して内需の推移を試算してみると、10~12月期にはほとんど横ばいにとどまっており、原因が引締めによる内需の停滞にあることが明らかとなる(第7表参照)。すなわち、7~9月期まで上昇を続けてきた設備投資は、10~12月期には中小企業筋の設備投資が引き続き停滞してい

(第7表)

内・外需別鋳工業出荷の推移

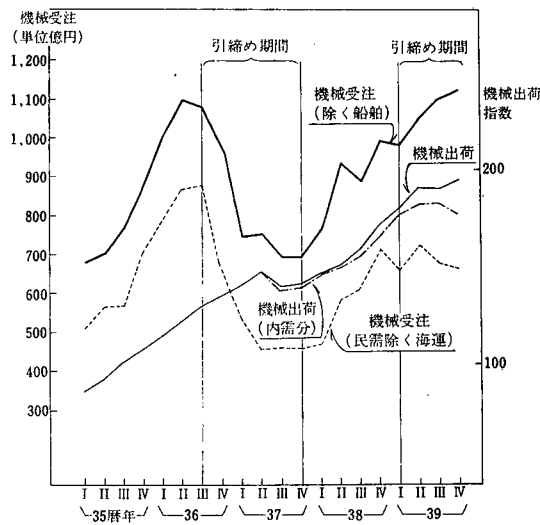
(前期比増減率・%)

	鋳工業出荷	うち	
		外需	内需
38年10~12月	5.8	5.3	4.7
39年 1~ 3月	2.2	- 1.8	4.6
4~ 6月	5.2	15.0	1.9
7~ 9月	2.3	3.6	1.4
10~12月	1.3	11.1	0.3

(注) 1. 季節変動調整済み計数。
2. 輸出数量指数に基づいて「外需」を推計し、残余を「内需」としたものの。

ることに加え、大企業筋の投資も引締め後の新規発注の様相ながめなしい手控えの影響が次第に工事面に表面化したこと、企業金融のひっ迫により工事繰延への動きが強まったことなどを反映してわずかながら減勢に転じた模様であり、現に機械出荷も、輸出、官公需にささえられて引き続き上昇を示しているものの、そのうち国内向け出荷のみの動きを試算してみるとかなりの減少をみている(第3図参照)。また、従来安定した伸びを示してきた個人消費も、時間外収入の減少に伴う賃

機械受注と出荷の推移



(注) 1. 季節変動調整済み計数。
2. 機械出荷内需分は、輸出数量指数をもとに外需分を推計し、これを控除したものの。

(第8表)

最近における消費指標の推移

(前期比増減率%)

	総合家計消費支出		全国小売売上高	
		全都市 全世帯		百貨店
38年 7~ 9月	3.4	3.6	2.4	4.6
10~12月	0.4	0.4	4.6	1.0
39年 1~ 3月	2.9	3.6	1.2	5.5
4~ 6月	4.6	3.2	1.8	2.3
7~ 9月	1.6	1.3	4.8	5.0
10~12月		0.4	0.5	-0.6

(注) 季節変動調整済み計数。

金収入の伸び悩みや、株式市場の不ざえなどの影響からくる不況感の浸透に伴い秋口以降停滞ぎみとなっている(第8表参照)。一方、7～9月にかなりの落込みをみた在庫投資は、流通段階における在庫調整進捗のしわ寄せから、いわゆる意図せざる製品在庫がメーカー段階で、引き続き大幅に増加したため、在庫投資全体としての減少幅は小幅となっているが、それが商品市況の軟化を通じてメーカーに与える圧力は一段と強まっている。こうした事情が、鉄鋼、繊維、石油、セメント、紙、トラックなどの業種における生産調整の動きをもたらし、生産の落着きとなってあらわれたものといえよう。

こうした実体経済面の落着きは、最近の企業マインドからみて少なくともここ当面は持続するものとみてよいであろう。しかしながら、今回の調整期の場合、原材料在庫投資や流通段階の在庫投資の調整は比較的早くから進んでおり、また、昨秋以降増大の目立ってきたメーカー製品在庫にしても、鉄鋼、非鉄、化学など、生産財の在庫率水準は前回調整期のピークをかなり下回っている。しかもこの間、増産によってコスト圧迫を回避し、ないしはシェアを確保、拡大しようとする企業の潜在的意欲は引き続き根強く、現に各業種にみられる生産調整の動きにしても、1～3月が季節的に生産の落ち込む時期であることを考慮に入れば、調整の規模は比較的小幅なものにとどまっているといってよい。もとより景気が立ち直りに向かっていくことは望ましいことであるが、そのテンポは、もちろん国際収支や物価の動向とバランスがとれ、しかも企業体質の本格的な改善とも両立しうるものでなければならない。その意味で当面は、現下の慎重なビジネス・マインドを維持し、輸出増加とコスト建て直しを極力推進していくことが肝要といえよう。

金融動向

◇金融市場はおおむね平穩

1月の金融市場をみると、上中旬中は昨年末に増発をみた銀行券の還流がおおむね順調であったため、財政資金の大幅引揚げ、本行の売オペ実施(8日593億円、18日976億円、計1,569億円)にもかかわらず平穩に推移した。しかし下旬にはいつてからは、銀行券が民間給与支払および月末決済資金需要を映じて増発に転じたため、市場は、次第に引き締まりの方向に向かった。このうち、本行貸出は日証金を通ずる証券保有組合などに対する貸金を主因に月中1,148億円の増加となった(前年同月は214億円の減少)。

コール市場は、月初来中旬末ごろまでは、銀行券の大幅還流に伴う出し手筋の放資増加に加え、都銀筋の取入れ態度も落着きぎみであったためお

資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

	39年11月	12月	40年1月
銀行券	417 (507)	4,094 (4,119)	△ 3,376 (△ 3,502)
財政	3,077 (1,775)	3,797 (2,449)	△ 3,079 (△ 2,924)
純一般	1,743 (1,166)	3,150 (2,397)	△ 2,658 (△ 2,413)
うち租税	△ 1,726 (△ 1,548)	△ 3,182 (△ 2,900)	△ 2,425 (△ 2,133)
食管	1,170 (677)	240 (198)	△ 512 (△ 474)
外為	164 (△ 68)	407 (△ 146)	91 (△ 37)
本行貸出	△ 1,268 (△ 721)	△ 2,224 (△ 56)	1,148 (△ 214)
債券売買等	△ 1,293 (△ 340)	2,191 (2,061)	△ 1,569 (△ 7)
その他 (準備預金を含む)	△ 99 (△ 207)	330 (△ 335)	124 (△ 357)
銀行券発行高	18,893 (16,454)	22,988 (20,574)	19,612 (17,072)
貸出残高	13,327 (11,612)	11,103 (11,556)	12,252 (11,342)

(注) △印……「銀行券」は還収超、「財政」は揚超、「債券売買等」は売却。
「債券売買等」は「本行買戻条件付売却手形」を含む。