

最近の資金需要について

1. 問題の所在

(1) 景気は引続き上昇傾向にあるが、そのなかであって、昨年から本年年初ごろまでみられたような根強い勢いは次第に弱まってきたように思われる。もっとも、たとえば、鉱工業生産はこのところ再びかなりふえており、基調はさほど改まっていないのではないかという印象を与える。しかしその内容をみると、第1表にみるように、ここ数ヵ月来、生産を押し上げている主軸は機械部門（設備投資や自動車）に移ってきている。その他の部門では一進一退しながら全体としてはかなり落ち着いてきている。これは、毎月報告しているように、生産の行き過ぎから市況が軟化すればやがて若干の自己調節が起こるといった形で、なしくずしの調整が進んでいるためとみられる。景気の大勢が徐々に落ち着いてきたとみる一つの根拠は、ここにあるといえよう。

(第1表) 鉱工業生産指数（季節調整済）前期比

区 分	鉱工業	機 械	機械以外
34年 4～6 月期中平均	+ 8.6%	+ 16.1%	+ 5.6%
7～9 〃	+ 6.7	+ 10.9	+ 4.9
10～12 〃	+ 5.7	+ 8.1	+ 4.6
35年 1～3 〃	+ 8.9	+ 12.0	+ 7.3
4～6 〃	+ 2.1	+ 8.5	- 0.8

(2) ところで、一方金融面の動きには、景気は果たしていわれるほど落ち着いてきたかどうか疑いをさしはさませるようなものがある。たとえば銀行貸出がそうである。10～12月さらに1～3月には大幅の増資が行なわれており、企業としてはかなりの市場資金を導入しえたにもかかわらず、全国銀行貸出の増勢は相当なものであった。しか

も2月からは輸入ユーザンス制の拡大が行なわれている。こうした点を考慮してみると、貸出増勢は実質的にはかなり顕著なものがあると考えねばならない（第2表）。

実現された銀行貸出の動きだけでなく、市中銀行の窓口にここ数ヵ月来かなりの繁忙感がみられることもたしかである。一般的にみて5、6月ごろから企業の資金繰りがひとこほに比べやや円滑さを欠くようになってきたということは実感として否定できないと思われる。こうした点から、その裏にある企業の資金需要じたい、ひいては企業の投資活動が一段と強まってきているためではないかという印象を、一部に与えている。

(第2表) 全国銀行貸出増加額対前年同期比

区 分	総 貸 出	うち 一般 貸 出
34年 4～6 月	+ 8.2%	+ 16.1%
7～9 月	+ 18.7	+ 19.8
10～12 月	+ 34.1	+ 28.7
35年 1～3 月	+ 34.3	+ 39.6
4～6 月	+ 43.7	+ 50.8
6 月	+ 40.4	+ 41.2
7 月	+ 44.0	+ 47.0
8 月	+ 45.9	

(注) 一般貸出＝総貸出－輸入決済資金貸。

(3) このように、実体経済の動きと金融の動きとの間にアンバランスがみられ、ひいて、景気動向を実体面からみた場合と金融面からみた場合とでは、一見やや食い違いがあるようにみえる。これはなぜであろうか。

こうした点を明らかにするためには、銀行貸出の推移を量的にもまた質的な意味においても十分吟味することが必要であろう。とくに企業の投資活動に対する役割という点では、同じ銀行貸出も

前回の数量景気から神武景気を通ずる過程と、今回の景気上昇過程とでは、相当に異なるものがあった（たとえば、信用創造の規模や勢いなど）と思われる。また前回の場合、国際収支の逆調を伴ったのに対し、今回は少なくとも総合収支尻では黒字を続けていることも、マネー・サプライにおける銀行貸出の役割なり地位を相当違ったものになっている。

しかし、そうした点の立入った分析は他日にゆずり、ここでは主として、銀行貸出の増勢とか市中金融ないし企業金融の繁忙といった動きの裏で、企業の資金需要したいはどのような状況にあるのか、ということを検討してみることにしよう。

2. 企業投資と資金需要

そこで、まず企業の物的投資したいがどのような状況にあるか、ひいてそのための資金需要の動向いかんということからみよう。

(1) 設備投資

昭和33年の景気後退下においても、設備投資はほとんど減少をみなかったが、これは独立投資的性格の強い大企業の継続工事を中心とするものであった。しかしやがて、景気後退に伴う金融緩和につれて、新しい設備投資がこれまで押えられていた中小企業を中心に台頭してきた。大企業の新規投資が本格化したのは昨秋ごろとみられるが、それ以来設備投資は景気上昇をささえる中心的なファクターとして、ほぼステディな増加をみせているようである（第3表）。

(第3表) 粗固定投資増加額の推移

	億円		億円
33年 1～3月	1,605	34年 4～6月	1,429
4～6月	1,447	7～9月	1,589
7～9月	1,454	10～12月	1,833
10～12月	1,549	35年 1～3月	2,090
34年 1～3月	1,461	4～6月	2,255

(注) 法人企業統計速報(180社)による。
粗固定投資増加額 = 固定資産増加額 + 減価償却額。2期移動平均。

一方、設備投資増大の金融面へのはね返りは、本年にはいってから急に目立つようになってきた。たとえば、全国銀行設備資金貸出が急増に転じたこと（第4表）、設備支出の圧迫による企業の資金繰り難が目立ってきたこと、などをあげることができよう。このように、実物投資とその金融面への反映には若干時期的なズレがあり、それが設備資金需要は急増しつつあるという印象をもたらしている。しかも、産業構造の変化に伴い、一部の成長部門（鉄鋼、機械、化学など）に資金需要が集散的に強まっているため、そうした印象がもっとも強められている。

(第4表) 全国銀行設備資金貸出の対前年同期比

	%
34年 4～6月	+ 7.5
7～9月	+ 20.0
10～12月	+ 5.6
35年 1～3月	+ 34.1
4～6月	+ 46.4

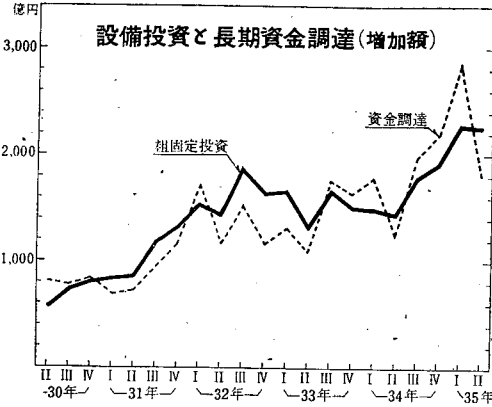
ところで、金融面へのはね返りが本年にはいって目立ってきたのは、次のような事情によるものであろう。

イ、大企業の場合、これまで内部資金の著増、株式会社債発行の増大、生保資金などの伸びにささえられて、長期安定資金の調達に固定資産の増加に比べ比較的余裕裡に行なわれてきた（第1図——この点前回の景気上昇期と相違）。そのため、銀行依存があまり高まらなかったこと。

ロ、すでに着工中のもの、とくに完成済の工事が最近になって本格的支払期にはいってきた上、相当な規模に達するとみられる35年度上期の新規着工に伴う支払が一部出はじめてきたこと。

問題は今後の設備投資の動向である。上に述べたように、5月に企画庁が調べた35年度設備計画（工事ベース）によると、上期は新規計画着工の

〔第1図〕



(注) 法人企業統計速報(180社)、データ生のまま。
 資金調達には内部資金、株式社債、長期借入金を含む。
 内部資金は減価償却額を含む。

ウェイトがかなり高い(第5表)が、その後の動きをみると、合繊、パルプの一部などには繰延べの動きもあるものの、大勢としては、自由化を控え計画の繰上げないし上積みの動き(電力、機械、自動車、セメント、石油精製、石油化学、非鉄など)をみせている。しかし一方、技術提携、資金調達などの関係で押えられる部分も予想されている。今後設備投資が引き続き増加をみることはたしかであるが、最近の企業の設備投資態度は大企業、中小企業といわずかなり計画的となっており、神武景気の際にみられたように、資金調達面の配慮を後回しにして投資に走るといった気配はみられない。機械受注が頭打ちとなっていることからみても、設備投資がここで一段と急増す

(第5表)

新規工事計画額の推移(工事ベース)

(単位:億円)

区分	新規工事	継続工事	総計画
32年度下期	762(+18.3%)	3,406(+81.7%)	4,168
33 〃 上期	918(+21.4)	3,365(+78.6)	4,283
下期	832(+20.8)	3,177(+79.2)	4,009
34 〃 上期	1,190(+26.0)	3,380(+74.0)	4,570
下期	1,059(+19.6)	4,354(+80.4)	5,413
35 〃 上期	1,986(+28.7)	4,931(+71.3)	6,917

(注) 新規工事および継続工事のうち、当該期間中に行なわれる部分のみを示し、来期以降の工事分は含まない。企画庁調べ。

ることではないと思われる。

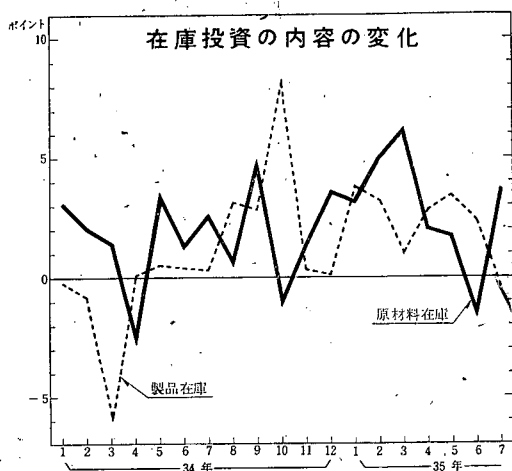
以上のようにみれば、設備資金需要は先行き引続き強いけれども、従来予想されていた程度をこえて、ここで一段と強まってくるとは考えられない。しかも本年にはいって新規着工分の一部は支払が進んでいることを考慮すれば、資金需要としては工事ベースの集中から予想されるよりもなだらかな推移をたどる可能性があろう。ただ銀行借入依存度という点では、若干問題はある。産業合理化審議会の線で見込まれている社債発行予定は、電力、非鉄、化学などの分野で若干の消化困難も予想され、また増資についても機械、石油などでは増加が期待されるが繊維などでは困難となる情勢もみられる。こういう事情で増資起債計画がソゴをきたせば、銀行借入にはね返る公算は強いとみなければならぬ。

(2) 在庫投資

運転資金貸出となって現われる資金需要は、企業の保有する現金・預金(通貨流動性)および企業間信用などの増減を一応別とすれば、在庫投資に伴う資金需要である。今回の景気上昇過程において、在庫投資がきわめて大きな役割を果たしたことはいまさら述べるまでもない。しかし第2図にみられるように、在庫投資の内容には昨年度の半ばごろを境として変化がみられ、それまで原材料在庫投資一本であったものから、しだいに製品在庫投資にもウェイトがかかってきている。これは最近一部業種(弱電、合繊の一部、紙・パルプ、鋼材の一部)などで製品在庫増に伴う資金需要の増加が注目されている事実に対応するものである。景気循環に伴ってこのように在庫構成が変化していくことは、まだ滞貨というほどのものでなくても、需要要因として生産を押し上げていく活力が徐々に弱まってきたことの現われであることはたしかである。

昨秋まで在庫投資が急増を続けたため、生産財

〔第2図〕



(注) 通産省在庫指数(季節調整前)によって作成。

を中心とする生産にかなりの行き足がつき、それが若干の過剰を生んだことはかねて指摘してきたところである。その結果、生産者製品在庫がふえただけでなく、在庫率としてもやや高まる傾向をみせた。このように景気が反転して後退にはいる前に製品在庫率が上昇に転じたのは、神武景気当時と異なる点である。原材料在庫率が今回上昇をみないことに端的に示されているように、企業の原材料在庫保有態度が慎重であることがその背景をなしている(第6表)。このため、生産の行き

(第6表) 製造工業在庫率の推移

区 分	素原材料 在庫率	製品原材 料在庫率	製 品 在 庫 率
31年 4～6月平均	88.0	94.0	85.0
7～9 〃	93.1	104.2	80.9
10～12 〃	91.4	111.4	82.1
32年 1～3 〃	100.3	115.8	80.7
4～6 〃	110.1	123.6	86.5
7～9 〃	125.8	127.9	97.5
34年 7～9 〃	102.8	114.9	85.7
10～12 〃	92.4	117.3	86.6
35年 1～3 〃	95.5	116.8	86.8
4～6 〃	98.1	114.5	89.4
7 月	96.3	113.3	86.2

(注) 輸入分を除く。

過ぎは売れ残りという形で比較的早く表面化し、なしくずしに調整が行なわれる契機が生まれる。現に3月ごろからみられる生産の落ち着きはそうした調整の動きが起きていることを示すものと考えられる。ごく最近に至って、生産者の製品在庫負担がやや軽くなり、市況に底堅い動きがみられはじめたのも、こうした背景によるものといえよう。

以上のようにみても、今後生産を積極的に押し上げるいわゆる前向きの在庫投資が、大きく盛り上がる要素はまず考えられない。さりとて、現状は、需要面からみても、供給側の自己調節的な動きからみても、製品在庫が、早急に実質的な滞貨としてふえていくほど弱い地合でないことももちろんである。在庫投資の大きな行き過ぎとそれに伴う激しい在庫調整はいずれにしても回避されやすい状態にあり、在庫投資はまずモダレートな推移をたどることとなる。在庫資金需要としても、漸増傾向は続いてその基調が大きくくずれる可能性はまずあるまい。

3. 企業の通貨流動性と企業金融

以上、企業の物的投資と結びついた資金需要の動向を検討してきた。そこで次に、企業の通貨流動性(企業に対する預金通貨供給)がどのような推移を示しているかを検討し、その上で、企業金融すなわち個々の企業の金繰りという点を見直してみよう。その辺から資金需要が強いという実感が生まれているかもしれないからである。

(1) 企業の通貨流動性

預金通貨の供給状況を見ると、絶対額では依然若干ふえ続けている(第7表)が、経済の拡大に伴う取引量の増大に対比すれば、供給は押えられ気味になっている。すなわち、通貨回転率は、これを判断する十分な資料が現状ではえられないが、おおむね昨年同期ごろから、景気の進行とと

もに徐々に上ってきているといえよう(第8表)。とくにこの4~6月にかけて、決算資金の著増などを中心として企業の通貨流動性はかなり大幅に流出しており、結局相当部分が銀行貸出などで補填されたにしても、企業の手元に対する圧力はやや強まったものとみてよい。

もっとも、企業の通貨流動性が若干低下したとはいっても、これに伴う金繰り窮屈化は、たとえば、神武景気末期における金詰まりと比べれば、実質的にはそれほどきびしいものではないことも注意すべき点である。不渡手形発生率が最近やや高まってきたことは事実であるが、前2回の引締め当時に比べればそれほど高いものとはみられ

(第7表) 現金通貨増減状況

(単位・億円、カッコ内前年同月)

区 分	全国金融機関
34年 1~3月	-197
4~6月	144
7~9月	670
10~12月	3,060
35年 1~3月	-105
4~6月	325
4月	-123 (-128)
5月	681 (-949)
6月	-233 (-677)
7月	418 (-131)

(第8表) 預金通貨および所得回転率

区 分	預金通貨 回転率	所得 回転率
34年 1~3月	3.58	5.83
4~6月	3.72	5.83
7~9月	4.00	5.98
10~12月	4.19	6.12
35年 1~3月	3.83	6.04
4~6月	4.06	
4月	4.10 (3.75)	
5月	3.92 (3.43)	
6月	4.17 (3.99)	
7月	3.93 (3.89)	

(注) 預金通貨回転率=全国銀行一般預金払戻高を同一通貨性預金残高で除した。所得回転率=GNP(季節調整済)を全国金融機関通貨性預金残高で除した。カッコ内は前年同月。

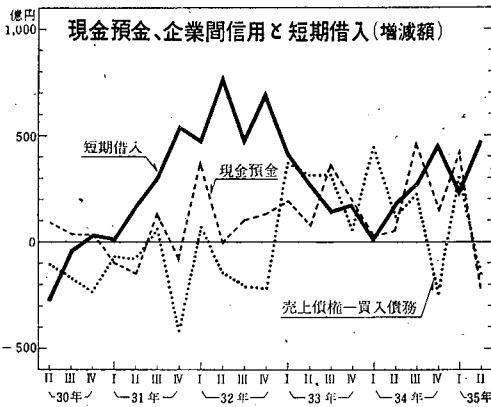
ず、またその多くは金融ベースに乗らない弱小企業が中心で、とくに金繰り逼迫と読むだけの裏付け材料には乏しい。

(2) 企業金融

まず、最近目立ってきた企業の金繰り窮屈化の事例を具体的に検討してみよう。各業界にわたってみられるのは、①設備代金の支払が時期的に集中してきたこと、②決算資金の大幅流出をみたため通貨流動性にかなり圧迫が加わったことである。一方、金融市場が引き締まってきた結果として、①中小企業段階などで次第に借入が困難となりはじめたこと、②たとえば電力会社など大企業でも、資金調達はやや困難(電力債の消化難)となったことが指摘される。そしてその結果が、①中小企業からの代金回収期間の長期化や②重電部門などにおける前受金の減少、設備代金の受取遅延となって現われており、一般的にいえば、企業間の決済関係ないし企業間信用に変調がみられるようである。以上もろもろの要因が相互に重なって、企業金融に対してインパクトがこのところ急に加わってきたものといえよう。

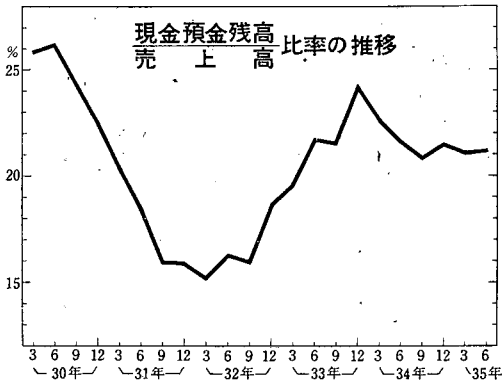
ところで、今回の景気上昇過程における企業金融の特徴をみるために、短期借入、通貨流動性、企業間信用の動きをふり返ってみよう。第3図にみるとおり、企業間信用の与信超過や流動性は前回と異なり、投資が進んでもふえ続けていることが注目される。企業間信用は企業系列化(投資の金融的支援など)や消費者信用の進展などを背景とするとみられ、それだけ前回の上昇期におけるように容易に圧縮しえないものがある。また流動性についても、前回とは異なりその絶対水準はかなり高く、若干なりとも景況の先行きに備える警戒からこれを温存しておこうとする態度が働いているとみられる(第4図参照)。こういう事情は金繰りの圧迫に対する緩衝が少ないということであって、圧迫感をさらに加重する関係にある。

〔第3図〕



(注) 法人企業統計速報(180社)、データ生まのまま。
売上債権、短期借入金には受取手形を含まず。

〔第4図〕



(注) 法人企業統計速報(180社)。現金、預金残高は、期首、期末の平均。

企業金融の繁忙化は、もちろん一面では銀行側の資金ポジション悪化とこれに伴う貸出抑制態度からもきている。企業の借入が結局同じだけ行なわれた結果となっても、資金調達容易に行なわれるか、それともかなりの困難を伴うかということは、企業金融の立場にとっては、それじたい独自の金融繁閑の素地となるものである。最近、借入需要に対して銀行が貸応じた率はかなり低くなってきている。借入申込が多くなってきたことも響いているにせよ、やはり根本は資金調達が困難になってきたことを示しているものである。こうした銀行側の態度によって、企業は金詰まり感をいっそう強められ、また、先行きに備え

て流動性を温存する必要にいっそう迫られることとなる筋合いである。

4. 市中金融の繁忙化

(1) その実体

以上を通じて明らかになった点を整理しながら、金融繁忙感のよってきたところを検討してみよう。

イ、銀行貸出はかなり顕著な増加が続いているが、これだけで昨今のような著しい金融繁忙感が生まれてくるとはみられず、また景気動向を刺激するほどにふえているとも考えられない。なぜならば、企業に対する預金通貨の供給は大勢としては抑制傾向が続いているからである。ロ、企業の物的投資に結びついた資金需要は引続き強い(とくに設備投資)が、それが実物投資の急増からここで一段と強まってきたとは認められず、また先行きその気配もない。これは実体経済面が強いながらも落ち着いてきたことに照応する。

ハ、それにもかかわらず資金需要のみが一方的に強いように感じられるのはなぜか。それは、このところ企業金融に加わってきた圧力が実質以上に強いものとして受け取られ、決済関係を通じて企業相互に波及し合うとともに、市中の窓口にも映じているためと思われる。

ニ、実質以上というのは、企業には決算による通貨流動性の喪失や、金融市場の引締まりに伴う資金調達の不円滑などを吸収するだけの緩衝に乏しいためである。企業金融におけるこのような繰り回しの窮屈化に伴って生ずる資金需要は、しいていえば、広い意味での流動性補填需要ともいえよう。

ホ、物的投資に伴う資金需要がなお引続き強いところへ、こうした流動性補填需要が急に目立ってきたところに、最近における金融繁忙感の

実体があると思われる。

(2) その意味

最近みられる市中金融繁忙化の実体を以上のよう
に理解し、企業金融相互間ならびにそれと金融
市場との間の緊張に特徴を求める限り、それは景
気行き過ぎへの懸念がでてきたことの兆候ではな
く、むしろ、これまで景気上昇が続いてきた結果
当然起こるべき引締めりが、銀行の金繰りだけ
でなく企業の金繰りにも現実が生じてきたものと
みるべきであろう。銀行の抑制的な貸出態度には、
本行の引締め政策がかなりの程度作用していたこ
とはいうまでもない。企業の投資態度にもある程
度それが響いている。しかしそういう政策によっ
てもたらされた引締めりは、景気の上昇がここま
で続いた現段階としては、資金ポジションの悪化
とか企業金融の引締めりとか、景気上昇の結果当
然起こるべき引締めりに席をゆずりつつあるとみ
られよう。

前回神武景気の場合にも、通貨流動性の低下、

決済条件の悪化など、個々の現象はむろんみられ
た。当時はその度合だけをいえばむしろ窮迫とい
うべきほどのものであった。それに比べれば、今
回はまだまだ余裕があるというのが事実であろ
う。にもかかわらず、企業金融への若干のインパ
クトが実質以上に強く受け取られていることは、
きわめて特徴的な現象である。これは、企業の経
営態度が前回に比べて若干慎重であるところから
きている。企業の投資態度にも、流動性を落すま
いとする態度にも、いくらかずつそれが現われて
いる。銀行の貸出態度についても若干なりとも同
様のことを指摘しうる。極端ない方をすれば、
企業が銀行借入の可能性を自らの支払準備と考
えるような経営態度をとり、銀行また安易に貸し
応ずる態度をとる限り、企業金融が逼迫するよ
うな情勢がきてもそれは逼迫としては受け取ら
れないといわねばならない。そういう事態が漸次
改まってきたというところにも、最近の金融繁忙
現象の意味があるのではないかと思われる。