

わが国の企業流動性と金融政策

〔要 旨〕

39年の景気調整過程の特色の一つとして、調整の歩みが比較的ゆるやかであったことがあげられる。その背景には、経済実体面の諸要因と並んで、金融面では、引締め当初から企業の手元現預金の水準が高く、しかもそれが意外に長く維持されたという事実があったことは否定しえないところであろう。このように企業の流動性資産保有が増加したのは、内外経済の不確実性に備えるためその水準を高めようとする企業の意図(流動性選好の上昇)、および公共部門が従来の貯蓄超過から投資超過に転じたことに伴う資金供給の増大などによるところが大きい。

こうした傾向は今後も続くと思われるが、金融政策の運用にあたっては、金融緩和期においても企業の流動性資産の動向にいっそうの注意を払い、実体面の経済活動を無用に刺激するような過剰な流動性が形成されぬよう、市中貸出の動向に留意してゆく必要性が高まっている。また企業の流動性資産保有増加と財政面からの資金供給増加は、金融機関貸出の量的調節を通ずる金融政策の効果を、従来に比し相対的に低めるものであるから、今後は金利の自由化を進め、金利機能を通じて企業流動性の調節をはかることが一段と必要となろう。更に、高水準の企業流動性資産は、引締め圧力に対するクッションとなるので、金融政策は大きな摩擦を招くことなく機動的かつ弾力的に運用することが可能となる。そうした運用によって企業の流動性選好に心理的な影響を与えて引締めの効果をあげることが、今後いっそう必要となろう。

以上のような金融政策の運用には、政策手段の整備が必要となるが、なかんずく重要なのは最も弾力的な操作の可能なマーケット・オペレーションである。そのためには、金利の自由化とともに公社債市場の育成——広くいえば金融の正常化——が不可欠の前提となる。一方、金融正常化は企業の自己責任体制確立に必要な条件でもある。最近みられる企業の流動性を高めようとする態度には、市場経済の不確実性に自己責任で対処しようとする正しい経営理念を反映している面もあるが、しかし流動性資産の蓄積が今までどおり安易な銀行借入依存によって行なわれるのであれば、自己責任原則の貫徹とはいいがたい。市場メカニズムにそって自己責任で起債できるような市場の発達が企業にとって必要である。安定成長期を迎え投資伸長率を上回る自己資金蓄積の条件が熟しつつあることも、銀行借入依存度を高めることなく流動性資産を蓄積することを可能とする条件である。このように企業の流動性上昇に伴い、金融政策の観点からも、企業経営の観点からも、金融正常化への要請が強まってきているといえよう。

目 次

はしがき

1. 「流動性」の意味——欧米の事例を参考に
2. 企業の流動性資産の構成とその長期的動向
 - (1) 企業の流動性資産の構成とその保有動機
 - (2) 最近10年間における企業の流動性資産のすう勢

3. 企業の保有資産選択
 - (1) 企業活動における「流動性」と「収益性」
 - (2) わが国企業の保有資産とその選択
 - (3) 流動性資産の循環変動
4. わが国の企業流動性の特徴
5. 最近の企業流動性と引締め政策の効果

- (1) 37年後半以降の企業流動性の上昇傾向
 - (2) 39年の金融引締めと企業流動性
6. 企業流動性と金融政策

- (1) 金融緩和期における流動性資産の蓄積と金融政策
- (2) 企業流動性と金融正常化

は し が き

金融政策の機能は金融市場の調節を通じて、経済全体、なかんずく企業の流動性水準に影響を及ぼし、経済活動を調整することにあるが、戦後久しくわが国の企業経営は実質的には過少な流動性資産のもとに行なわれてきたため、金融政策は、市中貸出の抑制により、实体经济面に大きな影響を及ぼしてきた。しかし、38年ごろから企業保有の流動性資産の水準は基調的に高まってきており、それが金融政策の効果にも影響を及ぼしつつある。現に今次景気調整の歩みが、従来の調整期に比して、かなりゆるやかであったことの一因として、引締め直前の企業の流動性資産の水準がきわめて高かったことが、一般に指摘されている。

そこで本稿は、そうした企業流動性の動向を、企業の流動性選好と企業に対する資金供給要因の両面から明らかにするとともに、その金融政策との関係を検討しようとするものである。

ところで、最近わが国でも「流動性」という言葉が、かなり一般的に用いられるようになったが、その意味するところはきわめて区々である。そこで以下順序として、まず「流動性」の概念を、海外の事例を参考にしつつ、明らかにし、次にわが国企業において、主として、流動性維持の観点から保有されている資産(現預金および有価証券)の動向と資産選択の問題を展望し、わが国の企業流動性の特色をえがき出したうえ、最後に最近の企業流動性にあらわれた変化と金融政策の関係について検討を加えることとする。

なお、本稿における海外の事例は、ニューヨー

クおよびロンドン事務所の協力を得て調査したものである。

1. 「流動性」の意味——欧米の事例を参考に

企業流動性という言葉は、企業が保有する通貨(または企業保有現預金)と同じ意味に使われることもあるが、厳密にはこれと区別して使用することが望ましい。「流動性」という概念は、一般に次の二つの意味に使われる。

その第1は、資産をどの程度容易に通貨にかえることができるか(通貨に替えるまでのタイミング、換金に伴う損失の有無など)といった、換金の難易度である。通貨以外にも、流動性の高い資産は少なくない。たとえば定期性預金はタイミングの点で通貨にややおとるものの、損失の危険はなく、やはり流動性の高い資産といえる。また市場性ある有価証券は、損失の危険性(価格変動によるキャピタルロス)を伴う点で通貨におとるが、タイミングの点では定期性預金よりもすぐれており、やはり流動性の高い資産といえよう。

資産には、金融資産、実物資産のいかんを問わず、また程度の差はあれ「流動性」が含まれているが、一般に流動性維持の観点で保有される資産は、現預金、有価証券などの金融資産である。これらの資産は「流動性」は高いが、反面「収益性」は低い。逆に「収益性」がすぐれ、その観点から保有される機械設備などの物的資産は、「流動性」が低い。またある特定の金融資産の「流動性」も、換金可能性に影響する金融市場の諸条件や慣習の変化などによって、左右される。このように資産に関連していわれる流動性は、文

字どおり資産の換金可能性の度合いを示すものである。

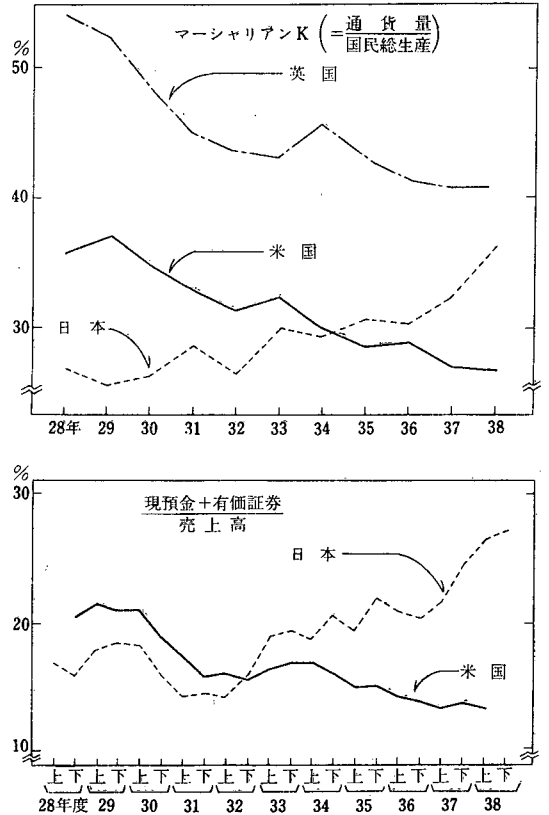
流動性の第2の概念は、どの程度の量の通貨をどの程度容易に入手できるかという、いわば通貨入手の難易に関するより広義の概念である。通貨の入手は保有金融資産の換金によるだけではなく銀行からの借入などによっても行なわれる。したがってこの広義の流動性は、銀行信用のオペラビリティ（銀行の貸出能力と意欲、借入側からみれば借入の難易度）、増資、起債市場の状態、企業間決済条件の動向など金融的諸条件によっても影響をうける。したがって、この意味での流動性の水準を規定するものは、①保有通貨量のほか、②企業が流動性保持の観点から保有する通貨以外の金融資産の量とその換金の難易度、③銀行信用のオペラビリティなど企業の資金調達の難易度に影響する諸要因、ということができる。

本稿でも資産の「流動性」という場合は、当然第1の意味において、また「企業流動性」という場合には、第2の意味で用いることとし、また企業において、主として流動性維持の観点から保有される金融資産（現預金および有価証券）は「流動性資産」と呼ぶこととした。

次に、こうした「流動性」概念を本論文で用いることとした理由は、金融の実体面に対する影響を分析する際に、「通貨」という概念のみでは説明しにくい場合が多いからである。この点は、「流動性」概念が「通貨」に替って用いられるに至った米、英の事例をみることによって、容易に理解できる。すなわち、戦後、米国および英国などではマーシャリアンK（通貨量/国民総生産）が、すう勢的に低下しており、これは企業部門では、企業保有通貨の対売上高比率の低下となってあらわれているが（第1図参照）、このことは一般に次の理由に基づくものであって、必ずしも企業流動性の低下を意味するものとはみられない。

（第1図）

マーシャリアンKと企業保有現預金・
有価証券対売上高比率



（注）通貨量は、IMF “International Financial Statistics” を資料とし、本行調べ「マネーサプライ」と同じ手法で算出したもの。国民総生産は、日本は「国民所得白書」、アメリカは “Survey of Current Business”、イギリスは “Monthly Digest of Statistics”。

企業統計は、日本は本行調べ「主要企業経営分析」の製造業。アメリカは “Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporation”。

その第1は、通貨に代替しうるような流動的な資産 (Money Substitute) が出現し、企業の流動性保有形態が多様化したことである。たとえば米国の場合には、戦後① Certificate of Deposit (譲渡可能な定期預金証書)、② Finance Paper (Finance Company が振り出す市場性のある約束手形)、③ 政府証券ディーラーに対する短期ローン (形式的には政府証券の売戻し条件付買入れ) など、利付で、しかも流動性の高い金融資産が登場してきたほか、④ 政府短期証券に対する一般の認識も高

まり、企業は流動性準備として、これらの収益性の高い金融資産①～④を、要求払預金などの「通貨」よりも、より多く保有するようになった。英国についても、ラドクリフ報告は Money Substitute の出現に伴う同様の傾向を指摘している(第6章 392項)。したがって、企業金融の企業活動に対する影響を分析する際には、「通貨」の動向よりも、より広く、これらの流動性資産の動向に注目しなければならなくなったのである。

第2の理由は、第1の理由の背景となるものであるが、「通貨」以外の各種資産の「流動性」が高まり、また資金調達も多様化し、容易となったことである。戦後は、銀行以外の金融機関が急速に発達し、また各種証券の流通市場も発達したので、資産を担保に差入れたり、流通市場に売却したり、あるいは人的な信用を背景とすることによって資金を調達することが、戦前に比し著しく容易となった。

第3は、同じく第1の理由の背景として、企業の「収益性」に対する選好が強まった結果、資産選択に際して、「流動性」に対する選好が、相対的に弱まったことである。米国では、1951年における連邦準備制度、財務省間の Accord (国債価格支持政策の放棄)成立以来、戦前に比して相対的に高金利の時代にはいり、また英国でも、1955年における金利の弾力性回復以来、金融資産の利回りに対する関心が高まっている。その結果、企業が資産を選択する際に、以前よりも「収益性」に重点をおく傾向が強まっている。

第4の理由は、第3の理由とうらはらの関係になるものであるが、「流動性」そのものに対する選好が戦後弱まっていることである。すなわち、①戦前に比し景気変動の振幅が小さくなり、経済の安定についての信頼感が高まっていること、②前述した各種資産の「流動性」上昇、資金調達の多様化に伴い、先行きの資金調達に関する不安感

が低下したことなどから、予備的動機に基づく流動性選好が、戦前に比し弱まっている。

最後に、電子計算機の出現など計算技術の向上から、企業の保有通貨管理が発達し、資金効率が高まった結果、取引動機の通貨保有も減少している。これも、通貨対売上高比率の低下傾向の一因として見のがせないところであろう。

以上は米英両国において流動性の把握が必要となった背景であって、もちろんかかる事情のすべてがわが国にあてはまるわけではない。わが国で企業金融の動きを判断する場合、これまで、むしろ市中貸出の動向(借入の難易度)が中心であり、今後についてもこれが重要であることに変わりはないが、ただ前述した最近の経験に徴しても、それだけではなく、企業保有通貨はもちろん、その他の流動性資産の量やその時々流動性の度合いまで、多角的に把えてゆくことが必要になりつつあると思われる。

そうした流動性の水準が、たとえば、財政資金の散布の増大などから、企業が意図していた水準(流動性選好の程度)を上回った場合(具体的には後述の“5、最近の企業流動性と引締め政策の効果”のうち、“(1)37年後半以降の企業流動性の上昇傾向”参照)、企業はその他のより収益性の高い実物資産があれば、これに振り向けるようになるので、そこに実体面への影響が現われることになる。かかる意味から、金融政策の観点で、流動性水準に注目し、これをコントロールすることが必要とされるのである。

ただ上記のような意味での流動性の水準は、借入の難易度といったものがこれに含まれる以上、もとより計数的には把えがたいものである。また上述のように銀行の貸出態度については、従来とも、十分注目されているので、以下では企業の保有する流動性資産を中心に分析を進めることとする。

なお、企業流動性はもとより家計その他の各部門をも含めた経済全体の流動性(General Liquidity)に包含されるが、わが国の場合、経済活動のなかで、民間企業の投資がひとところほどではないにせよ、なお支柱となっており、企業流動性の動向は経済全体の動向に対して、きわめて重要な意味をもつので、本稿では分析の対象を企業流動性に絞り経済全体の流動性にはとくにふれていない(注1)。

2. 企業の流動性資産の構成とその長期的動向

(1) 企業の流動性資産の構成と保有動機

(流動性資産の構成)

以上で「企業流動性」の意味を明らかにしたが、わが国の企業において主として流動性維持の観点から保有されているおもな資産、すなわち流動性資産は、現金、預金(金銭信託を含む)、および有価証券(貸付信託および投資信託受益証券を含む)である。本行調べ「主要企業経営分析」(主要企業504社)によれば、この三つの資産の構成比は、39年3月末現在、現金0.3%、預金90.3%、有価証券(投資として保有する関係会社の株式を除く)9.4%となっている。また預金の内訳を、主要企業336社の「有価証券報告書」によって調べてみると、39年3月末現在、当座預金11.8%、普通預金8.9%、通知預金33.4%、定期性預金42.4%、その他預金(別段預金、振替貯金など)3.5%となっている。このように、現金のウエイトはきわめて低く、またその保有動機も、基本的には当座預金と同じであると考えられるので、以下では、各種預金と有価証券の保有動機をみることにする。

(要求払預金の保有動機)

当座預金の残高は、主要企業504社の場合、半

期売上高の1.4~1.8%と、かなり低い水準に保たれている(第2図参照)。これは、この預金が無利息であるため、企業がその保有を日々の決済上必要な最低限の水準にとどめているからである。普通預金の水準も、半期売上高の1.2~1.5%と、かなり低い(第2図参照)。普通預金は、その日の支出に向ける必要はないが、1週間(通知預金の据置き期間)以内には必要となる資金の預入に主として利用されている。具体的な例としては、振り出し小切手に見合う資金をここへ預入しておき、実際に小切手が回ってきて当座預金の残高が不足しそうな時に、当座預金に振り替えるという操作がなされる場合が多い。また、手形割引に伴う歩積み預金のうち、定期預金に振り替える前の資金が預入されていることもあるようである。

当座預金と普通預金の合計が、保有預金総額の約20%、半期売上高の3%前後にすぎないのは、これらの預金が無利息ないし低利であるため、企業が収益性の観点から、極力その水準を低く抑えているからである。運転資金の繰り回し上必要なごく短期の預金の水準は、このようにかなり低いものであり、企業は、普通その4倍ほどの預金を持っているわけである。

次に通知預金には、通常、企業が1週間(通知預金の据置き期間)以内には必要とならない余裕資金が置かれている。したがって、この預金の動きには、企業の流動性の動向が最もよく反映されている。当面の余裕資金が、通知預金に預入される場合が多いのは、いうまでもなく、金利が要求払預金のうち最高であるため、「流動性」と「収益性」が最もよく両立するからである。しかしその場合でも、金利は日歩7厘(年利2.56%)にすぎないから、より長期にわたって必要にならないこと

(注1) 各種金融市場の発達した米国、英国などでは、市場における流動性資産の売買によって、企業、家計、金融機関など各セクターの間で流動性の移転が生ずるので、セクター全体の General Liquidity を把握する必要が大きい。これに対してわが国では、証券の保有が少なく、証券市場も未発達なので、そうした形の移転はほとんどない。したがって金融面の実体面に対する影響を分析する場合には、大勢としては企業流動性を中心に考察すればたりと思われる。

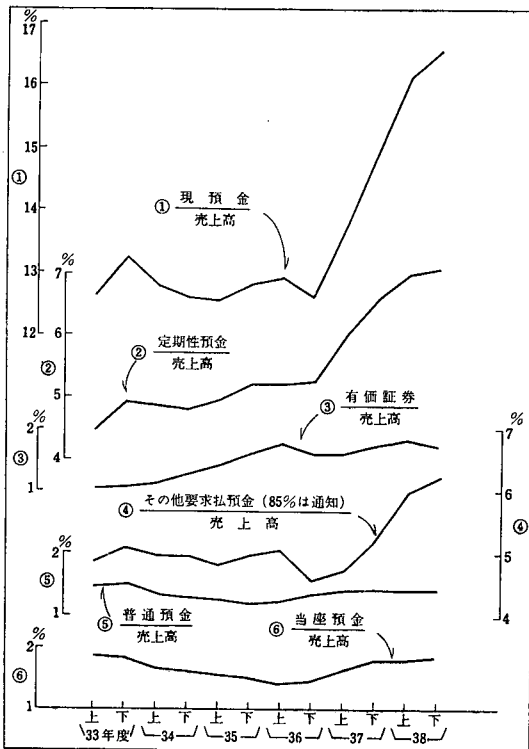
が確実である資金がある場合(とくに増資やインパクト・ローンの導入を行なった時など)には、通知預金よりも「流動性」は若干低い「収益性」の若干高い資産が選好されることになる。

(有価証券の保有動機)

そのような場合、企業は一部を定期性預金に預入するほか、期近の金融債、政保債などを購入したり、またこれら債券を証券会社から特定の金利による売戻し条件付で買入れたりする。このような方式で有価証券を購入するのは、いうまでもなく公社債流通市場が十分に発達していないからであるが、利回り上新規債買入れよりも有利だという利点もある。定期性預金の保有よりも、こうした形の証券保有の方が好まれるのは、「流動性」

(第2図)

主要企業保有現預金の対売上高比率



(注) 本行調べ「主要企業経営分析」の計数。ただし、38年度下期は、「有価証券報告書」により計算(一部推計)。なお有価証券は投資証券を除いたもの。預金、有価証券の残高は、いずれも期首期末平均。

については両者に大差がなく、「収益性」(利回り)については、証券保有の方が有利だからであるが、更に金融機関と直接関係のない形で流動性を保有しようという動機も働いているようである。もっとも、有価証券にはこのほか長期借入を円滑にするため保有している金融債なども含まれており、これらはその性格上かなり固定的なものであることは注意を要する。いずれにせよわが国の企業は総じて有価証券に運用しようとする余裕資金を十分にはもっていないから、比較的流動性の高い主要企業504社の場合でさえ、その保有残高は、期末計数のピーク時で半期売上高の1.8%にすぎない(第2図参照)。なお企業保有の株式は、ほとんど関係会社の株式であり、他企業に対する投資の性格が強いから、流動性資産とみなさない方が適当であろう。

(定期性預金の保有動機)

定期性預金は、前述のとおり、企業保有預金総額の4割強に達し、預金種類別にはもっとも高いウェイトを占めている。企業がこのような多くの定期性預金を保有する最大の動機は、それによって銀行との関係を円滑化し銀行借入を容易にしようとする点にある。わが国では、資本市場が未発達であり、伝統的に金融機関を通じる間接金融という形が資金の流れの本流となっているうえ、とくに戦後は自己資金の増加率を上回る投資の著しい伸びが続いたので、企業の銀行借入依存度は高まり、反面流動的な金融資産の蓄積は十分には進んでいない。このため、企業の流動性水準は、保有流動性資産の流動性の程度よりは、むしろ銀行借入の難易(銀行信用のアベイラビリティ)によって大きく影響をうけることとなり、預金保有の背後にも、これによって銀行借入を容易にし、流動性ポジション全体を高めようという動機が強く働いている。このような動機に基づく定期性預金は、借入金の担保の一部となっている拘束性の強

い預金から、借入金に一部見合う預金として保有しているもの、あるいは将来の借入円滑化に備えて自発的に保有しているものに至るまで、その内容は区々となっている。

しかしながら定期性預金の保有については、前述した有価証券の場合と同様、数か月間の余裕資金の保有という動機も働いていることは見のがせない。このような動機も含まれるため、定期性預金の動きには通知預金や有価証券と同じように、

企業の流動性の動向がかなり良く反映されているといえ

よう。借入の担保ないし見合い預金として保有されている定期性預金の場合にも、企業の金繰りが著しくひっ迫し、他方、銀行は毎月の貸出計画枠との関係で貸出の実行を繰り延べざるを得ないような時には、企業と銀行の合意によってこれらの拘束的な定期性預金を一時的に取りくずすこともしばしば起きるので、上記の二つの動機は機械的に区別できない面も持っている。

(2) 最近10年間における企業の流動性資産のすう勢

以上、わが国企業が保有する流動性資産の種類をみてきたが、次にそれらの長期的な動向を調べてみよう(ただし有価証券は資料の制約上除外した)。

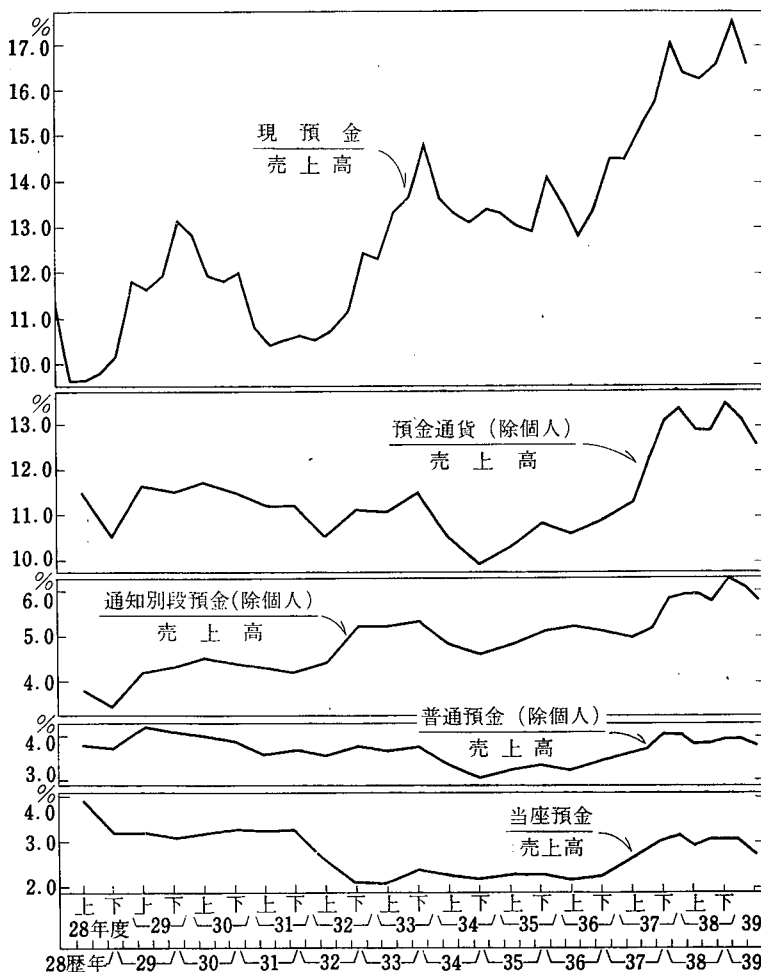
最近10年間における企業保有現預金の対売上高比率をみ

ると、すう勢的には、かなりはっきりとした上昇傾向をたどっている(第3図参照)。米英などと異なり、わが国においてマーチャライズKが長期的にみて上昇しつつあるのは、一つには貯蓄的性格をもつ個人の普通預金が、統計上の制約から預金通貨に含まれるためでもあるが、このような企業保有現預金の動向もやはりその背景の一つである(第1図参照)。

しかし、企業保有現預金のうちの要求払預金だ

(第3図)

法人企業保有現預金の長期的動向



(注) 現金預金および売上高は大蔵省調べ「法人企業統計季報」(全産業)の計数。預金通貨(除個人)、通知別段預金(除個人)、普通預金(除個人)、および当座預金は、本行調べ「マネー・サブリ」の計数(含み貸出の影響を調整済み)から、本行調べ「全国銀行預金者別預金統計」および「相互銀行預金者別預金統計」の個人預金の計数を差し引いたもの。預金残高はいずれも期首期末平均。

けをとり出して、その対売上高比率をみると、28年から37年前半まですう勢としては、総じてほぼ横ばいに推移している(ただし、37年後半から最近までは、この比率も著しく上昇している。以上第3図参照)。したがって、企業保有現預金の対売上高比率の上昇傾向は、現預金のうち、定期性預金の対売上高比率が著しく上昇しているためとみられる。このことは、主要企業504社の最近5年間の動向によっても、ある程度確認することができる(注2)(第2図参照)。

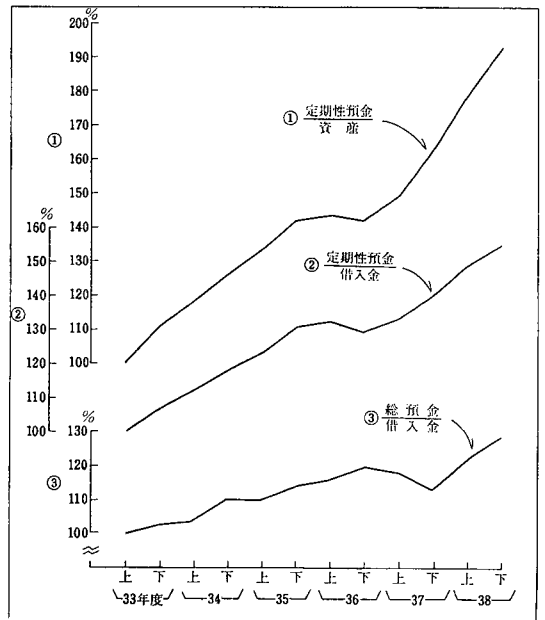
要求払預金の対売上高比率が上記のように、28年から37年前半にかけて、比較的安定した水準で推移してきたのは、要求払預金の保有動機が、前述のとおり、数か月以内に必要となる決済資金の保有にあるため、その残高のすう勢は、売上高のすう勢とかなり安定的な関係をたもっているからであろう。

ただ要求払預金の内訳では(第3図参照)、通知預金の対売上高比率が上昇傾向にあるのに対して、普通預金のそれは少なくとも36年ころまでわずかに下降傾向にあり、この間当座預金のそれは更に下降傾向が顕著である。これは、この間に預金管理技術が進歩し、より高利の預金のウエイトが若干上昇したためと思われる。

次に定期性預金の対売上高比率がすう勢的に上昇しているのは、その保有動機が、前述のとおり銀行借入への考慮や余裕資金の保有などにあり、当面の決済や売上げの動向とは、直接関係がないためであろう。しかし定期性預金をその保有動機と関係の深い銀行借入金残高や資産総額と対比してみても、やはり顕著な上昇傾向を示している

(第4図)

主要企業保有定期性預金の動向



(注) 本行調べ「主要企業経営分析」より。

(第4図参照)。これは、企業が借入を容易にする目的で自主的に預金を保有する場合の目安が、定期性預金と借入金の比率ではなく、預金総額と借入金の比率であること、および企業が「流動性」の観点から資産選択を行う場合には、定期性預金のみでなく、預金総額を考慮していること、などによるものとみられる。このことは、昭和28年から37年前半までの現預金(99%以上は預金)対借入金比率と対資産比率が、定期性預金のそれとは異なり、すう勢としてはかなり安定していることによっても確認できる(注3)(第5図参照)。ただ、このような観点から保有される総預金の水準は、当面の決済のために必要な要求払預金を大きく上回っているため、その大半は若干流動性は低いが収

(注2) 主要企業504社の計数(第2図に表示)は、景気の1循環余の動向にすぎないため、現預金対売上高比率のすう勢的上昇傾向は、必ずしも明瞭には現われていないが、定期性預金対売上高比率のすう勢的上昇傾向は窺取できる。

(注3) 現預金の対資産比率は、対借入金比率に比して若干上昇しているが、これは主として資産の借入依存度が若干上昇したためとみられる(第1表参照)。

$$\frac{\text{現預金}}{\text{資産}} = \frac{\text{現預金}}{\text{借入金}} \times \frac{\text{借入金}}{\text{資産}}$$

(若干上昇) (安定) (若干上昇)

益性の高い定期性預金の形をとっている訳であり、しかも資産回転率の低下(第1表参照)に伴いこの定期性預金の部分は次第に増大する傾向にある(注4)。定期性預金の対資産比率、および対借入金比率が漸次上昇しているのはこのためであると思われる。

(第1表)

法人企業の借入依存度、資産回転率等

(単位・%)

	現金預金	借入金	現金預金	売上高	現金預金
	借入金	資産	資産	資産	売上高
31. 6	25.6	50.7	13.0	59.2	21.9
32. 6	24.5	51.2	12.5	57.5	21.8
33. 6	24.0	54.9	13.2	49.6	26.6
34. 6	26.4	56.7	15.0	53.1	28.2
35. 6	26.1	56.7	14.8	56.0	26.5
36. 6	26.1	58.2	15.2	56.0	27.1
37. 6	25.4	58.5	14.8	50.4	29.4
38. 6	28.5	60.4	17.2	50.0	34.4
39. 6	29.7	60.4	17.3	51.1	33.9

(注) 大蔵省調べ「法人企業統計季報」による。資産は現金預金、企業間与信超過、棚卸資産、および有形固定資産の合計。借入金には割引手形を含む。

3. 企業の保有資産選択

(1) 企業活動における「流動性」と「収益性」

以上、わが国企業の流動性資産の長期的動向を検討したが、次に、企業保有の全資産のなかで、これら流動性資産がどのように選好されているか、すなわち企業の資産選択の態度を検討しよう。

一般に企業活動の目的は、当然のことながら「収益性」にあるが、企業は自由な市場経済で活動している以上、将来の売上げ、資金調達、支払などの見通しには常に不確実性が内在しているので、不測の事態に備えて、自己責任で「流動性」を保持しなければならない。この「収益性」と

「流動性」は短期的には明らかに矛盾するので(収益性の高い資産は流動性が低く、逆は逆)、企業は資産選択に際して、常に両者のバランスをとっている。したがって、企業の流動性選好の強さに比して、保有資産の流動性が高ければ、収益性の高い資産をより多く持つために保有資産の調整を行うが、その際、利付の金融資産よりも収益性の高い資産は、不況期を別とすれば実物資本であるから、企業の実物投資は高まることとなる。逆に流動性選好の強さに比して流動性が不足している時には、収益性の高い資産から流動性資産へのシフトが生ずるから、実物的な投資活動は抑制されることになる。

(2) わが国企業の保有資産とその選択

このような企業の資産選択を、わが国企業経営の実情に即して検討してみよう。

わが国企業の保有資産のおもなものは、④現金預金、⑤有価証券、⑥売上債権、⑦買入債務(マイナス要因。なお③-⑦は与信超過)、⑧投融資、⑨棚卸資産および⑩有形固定資産と考えてよい。企業内の各部門のうち資金担当部門では、先行きの銀行借入および資本市場調達の難易、受取条件や支払条件の動向などから判断して、どの程度の④現金預金と⑤有価証券を保有すれば、不測の事態に備えられるかを常に検討している。他方、販売部門では、常に売上げの伸長をはかっているが、これに伴って割賦、延払いなど販売条件を緩和(⑥売上債権増加)する必要性が生じて来る。また系列企業の担当部門では、品質優秀で低廉な部品を確保するため、絶えず下請企業の金繰り状態や設備合理化の進捗状況に注意を払っており、場合によっては支払条件の改善(⑦買入債務の減小)や⑧投融資増加を図らなければならない。

(注4) 資産総額や借入金残高と関係のある預金保有が、売上高と関係のある預金保有よりも相対的に大きくなっていることの基本的な背景は、売上高と資産の比率、即ち資産回転率(売上高/資産)が、最近の平均資本係数の上昇傾向を一因として、低下しつつあるためとみられる(第1表参照)。

生産を管理する部門では、売上げの見通しや稼働率を考慮しつつ、生産水準をコントロールしているが、その際同時に⑩仕掛品、製品、および原材料在庫の適正保有量を常に検討している。更に工場では、不断に作業の流れの改善をはかっているが、これに伴って⑪合理化投資の実施が必要となってくる。

このように、企業の各部門は、それぞれの担当する業務の遂行に際して、その管轄に属する企業資産(④～⑪)の保有状況について常に注意を払っており、企業内部の交渉や会議において、各部門よりその保有増減のプランが提案され、検討される。これらのプランは相互に軽重をつけられた上、企業全体としての意志決定が行なわれるが、これは同時に、当該企業の資産選好の状態を示すことになる。一般にわが国の企業はその高い成長率を映じて、資産増大の意欲が強く、常に手形割引枠の拡大や単名借入ないし協調融資の申入れを銀行に行なっているのが実情である。

したがって借入実現に伴って増大する資産の配分は、その時の資産選好の状態に応じてそのつど行なわれるといえるが、更により長期的観点にたつ資産の配分は、事業計画策定時に投資計画や資金調達計画などを決定する際に行なわれているといえよう。

このような資産の選択を景気循環に即してみると、金融緩和のもとで景気が順調に上昇しているときには、銀行借入や資本市場における資金調達は比較的容易であり、売上債権の回収遅延など予期せざ

る企業間信用の膨張が生ずることは少ないから、流動性資産に対する選好は、比較的弱い。他面、売上高、市況、採算などの見通しは明るいから、収益資産、とくに設備合理化ないし拡大、原材料仕入れなどの形による実物資産への選好は強まっている。したがって資産総額の増加は、金融資産よりも実物資産の保有増加に向けられる部分が多くなる。これとちょうど逆の事態は、金融引締めによって景気調整が行なわれている時に生ずる。このような場合には資金調達の困難化、企業間決済条件の悪化などから、企業は先行きに備えて流動性資産に対する選好を強めるが、その反面市況や採算も見通しが悪化するため、原材料在庫や設備など実物資産に対する選好は弱まるのが、普通である。

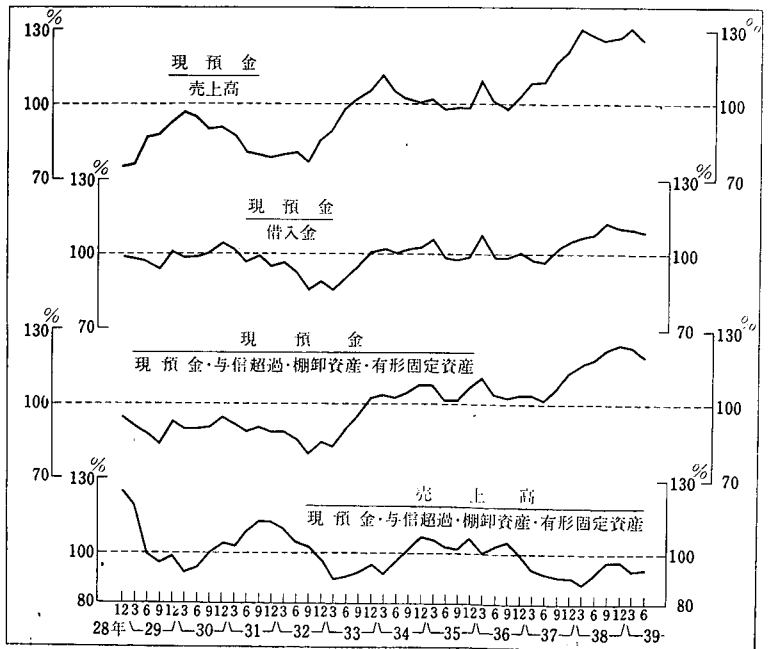
(3) 流動性資産の循環変動

企業は、先行きの資金調達や経済動向を予測し

(第5図)

法人企業の保有現預金の動向

(平均値=100の指数)



(注) 大蔵省調べ「法人企業統計季報」による。いずれの比率も、平均値を100とする指数に直してある。

たうえで、こうした資産選択を行なっているが、事後的に観測される企業の保有資産の動きは、企業の予測と現実がくい違って意図せざる資産変動が生じない限り、こうした企業の資産選好の変化を反映しているといえる。したがって第5図に示される現預金の対売上高比率、対借入金比率、および対資産比率の循環変動は、企業の資産選好の変化をかなりよく反映しているといえよう。ただ景気の転換点など企業の予測がはずれがちな時期には、意図せざる資産変動が現われていることは注意を要する。

現預金対資産比率と対借入金比率のピークは、それぞれ30年12月、35年3月、36年3月、38年9月などであり、一方ボトムは、29年9月、32年9月ないし33年3月、37年6月などである。これらのピークのうち、36年3月のピークは、公社債投資信託の発足に伴い、企業の起債額が急増して保有現預金が異常に増加した結果である。したがってこれは、企業の資産選好の変化ではなく、企業に対する通貨供給の一時的急増の結果であり、企業がそれを吸収して資産構成を再調整する前の状態を示しているとみられる。これをやや特殊な時点として除くと、現預金の対資産比率、および対借入金比率は、景気の順調な上昇期には低下傾向ないし低水準横ばいとなり、金融引締め開始後若干の期間を経た後にボトムを形成し、景気後退ないし調整期の後半には上昇傾向をたどり、景気回復の初期にピークを形成する、というサイクルがうかがわれる。

これは次のような理由によるものと思われる。まず景気の順調な上昇期には流動性資産よりも収益性の高い実物資産に対する選好が相対的に強まる。そうした状態が続いたあとに金融引締めが行

なわれ企業部門に対する通貨流入が制約されると、企業の意図せざる流動性資産の減少と意図せざる在庫増加が生ずる。やがて金融引締め企業が適応して収益性の低下した実物資産の保有を押し、流動性資産に対する選好を強めると、流動性資産の保有が実物資産の保有に比して相対的に増加する。そうした選好の状態は引締めが解除され、先行きの市況や採算の見通しが好転する(実物資産の収益性が高まる)ことによって終わる。ここにおいて再び流動性資産よりも実物資産に対する選好が強まり、景気循環の一サイクルが完結する(注5)。

なお、現預金対売上高比率は、対資産比率や対借入金比率に比して、循環変動が大きく、またピーク(36年3月のピークを除く)とボトムも、若干先行している(第5図参照)。これは、売上高の変動が資産や借入金の変動よりも大きく、かつ景気の動向をより敏感に反映するためであろう。

また要求払預金対売上高比率の循環変動は、この現預金対売上高比率の循環と比較的類似している(第3図参照)。これは、要求払預金のうち最も高いウェイトを占めている通知預金が、前述のとおり企業流動性の動向を最もよく反映しており、企業の流動性選好の変化と、資金供給側の事情などによる企業の意図せざる流動性資産の変化が、この通知預金の変化に端的に現われているためとみられる。また有価証券対売上高比率も、通知預金対売上高比率ほど明確ではないが、循環変動を示している(第2図参照)。これも前述したように、有価証券がある程度まで企業流動性の動向を反映しているからであろう。なお、当座預金と普通預金の対売上高比率には、現預金総額や通知預金の対売上高比率ほどはっきりとした循環変

(注5) これを計量的に確認するため、資本金2百万円以上の法人企業について、現預金/有形固定資産が上昇すれば資産構成を再調整する結果次期の有形固定資産増加率が高まる(逆は逆)、また利益金/有形固定資産が上昇すれば、有形固定資産に対する逆好が強まる結果次期の有形固定資産増加率が高まる(逆は逆)、という形で回帰方程式を計測してみると、きわめて良好な結果が得られる(この回帰方程式は、本邦昭和38年10月号「通貨と物価の関係について——メカニズムと現状判断——」に記載したので参照されたい)。

動は認められない。これは、前述のとおり、これらの預金水準が売上高水準とかなり密接に関連しているからであろう。

4. わが国の企業流動性の特徴

以上、わが国企業の流動性資産のすう勢および循環的な動向をみたが、次に流動性資産の水準を国際比較し、わが国企業流動性の特徴を考えてみたい。

主要企業(製造業335社)の流動性資産(現預金および有価証券)の対売上高比率を米国のそれと比較してみると、第1図に示したとおり、昭和33年以降わが国の水準の方が米国よりも高くなっている。しかしこの点については以下のような諸事情を考慮する必要があり、これら資産の流動性まで斟酌すればわが国の方が低いと考えざるを得ない。

その第1は、わが国企業の保有する預金の水準は米国のそれをはるかに上回っている(38年度上期現在わが国24.0%、米国7.7%)が、前述のようにその保有については銀行との関係を円滑にするという動機がかなり作用しており(とくに定期預金の場合)、その流動性は必ずしも高くはないことである。一方米国にも両建預金(Compensating Balance)の慣行がないわけではないが、企業の保有する預金については、こうした制約がわが国の場合よりもはるかに少ないものとみられる。わが国の主要企業の預金対借入金比率は2割前後であるのに対し、米国の企業の場合は借入金に匹敵する預金を保有しているが、これは米国の企業の借入依存度が低いためであって、両建預金の比率が高いためとは思われない。

第2はわが国の主要企業の場合、有価証券の保有が少なく、また市場の未発達から流動性も相当低いのに対し、米国の企業では流動性資産において有価証券がほぼ現預金に匹敵する地位を占め(38年度上期現在、現預金の対売上高比率7.7%、有価証券の対売上高比率5.6%)、しかも証券流通市場が非常に発達している関係上、その流動性がきわめて高いことである。更にこの点に関しては、企業統計の制約から、前述の Certificate of Deposit が有価証券に含まれていないことも、考慮しなければならない。

しかしながら、借入能力まで含めた企業流動性の水準となると、わが国の企業のそれが預金の流動性の低さに示されるほど低いとは一概にはいえまい。わが国では前述のように過度の間接金融方式のもとに銀行と企業の関係が密着しており、銀行は自己の資金ポジションの悪化(いわゆるオーバー・ローンの激化)を敢えてしても旺盛な資金需要に貸し応じてきたわけである。

以上のような比較により、おのずからわが国の企業流動性の特徴が明らかとなる。すなわち、わが国の企業における流動性資産は、米国の企業のそれに比し、その流動性はかなりの制約をうけている。しかし、わが国の企業流動性の中核をなすものは、銀行信用のオペラビリティである。企業の保有する流動性資産が米国の企業の場合とはかなり異なった形態を取っているのも、全くその為にはほかならない。

こうした独自の流動性構造をもつに至った背景には、民間投資を中心に高度成長が行なわれ、法人企業部門が年々巨額の資金不足(注6)を続け、

(注6) ある特定部門の資金不足は、その部門の【金融負債増加マイナス金融資産増加】として把握することが出来るが、これは、その部門の【投資マイナス貯蓄】に見合っている。なぜならば、
 $投資(実物資産増加) + 金融資産増加 = 貯蓄 + 金融負債増加$
 というバランス・シート上の恒等式から、
 $投資 - 貯蓄 = 金融負債増加 - 金融資産増加 = 資金不足$
 という関係が導き出されるからである。
 【投資マイナス貯蓄】は、第5表のように「国民所得統計」で把握することができる。
 【金融負債増加マイナス金融資産増加】は、「資金循環表」に示されている(第4表はその計数)。両方の値は、統計技術上の誤差があるため、実際には若干相違する。

これに対する資金供給が間接金融方式の下に行なわれたというわが国金融構造の特色があることはいうまでもない。もっとも、このようなわが国の企業流動性も、そうした背景の変化から37年後半以降次第にその様相を変えてきている。この点を次に検討することとする。

5. 最近の企業流動性と引締め政策の効果

以上述べてきたわが国の企業流動性に関する一般的考察を基礎として、37年後半以降における流動性資産の増大傾向、およびそれと金融政策との関係について検討を加えることとした。

(1) 37年後半以降の企業流動性の上昇傾向

(流動性選好の上昇)

37年後半以降の企業保有現預金は、売上高、資産総額、および借入金残高のいずれと対比してもその比率は最近10年間に例をみない水準に高まっている(第5図参照)。また比較的安定していた要求払預金の対売上高比率も、37年後半以降は、通知預金対売上高比率の顕著な上昇を主因に、一段高となった(第3図参照)。

これは、先行きの経済動向と資金調達に関する企業の予想が、これまでになく慎重となり、予備的動機に基づく流動性選好が著しく強まったこと、および実物資本の収益性に関する企業の期待も、これまでに比して控え目となり、資産選択上、相対的に流動性選好が強まったこと、などの反映とみられる。前回の金融引締めが解除された37年後半から38年前半にかけては、36年の投資急増の反動から、景気の長期沈滞を懸念する向きが少なくなかった。その後景気回復がはっきりしてきた38年央ごろには、早くも国際収支の悪化気配から金融再引締めに対する警戒気運が台頭した。その結果、38年中には、景気動向に関する企業の見通しは、これまでの景気上昇期に比してはるかに慎重であった。

また、このような再引締めに対する懸念は、先行き銀行借入が困難化するという予想を、早くから生ぜしめた。しかもその間、資本市場は総じて沈滞を続け、また引締め期に悪化した企業間決済条件はさして好転せず、一部には供給過剰に伴う売込み競争の激化から延べ払いもふえるなど、景気上昇期にもかかわらず受取条件が悪化する傾向がみられた。

このように、先行きの景気と資金調達についての見通しが、景気回復初期としてはかなり悲観的であり、しかも企業は、37年の引締め期における増資環境の急変と企業間決済条件の急激な悪化によって、金繰りへいそくという苦い経験を経た直後であったため、資産選択上、「流動性」に対する選好はこれまでになく強まる結果となった。38年のように景気上昇期であり、また事実銀行信用のオペラビリティも高まった環境の下では、従来ならば流動性選好が弱まるのが常であった。それにもかかわらず、この間において企業のいわゆる借急ぎ、借溜めの動きが生じたのは、こうした予備的動機に基づく流動性選好の強まりが、基本的な背景をなしていたと考えられる。

また、実物資本の収益性に関する予想も、上述のような景気動向に関する弱気の見通しに加え、賃金上昇や資本費負担の増高などコスト面の事情や供給過剰に伴う市況面の不安などから、景気回復期の割りには悲観的であった。投資の伸び率の鈍化は、その一つの反映であるが、かかる「収益性」に対する選好の低下は、資産選択上「流動性」に対する選好を相対的に強める結果となった。更に、38年中借入金金利がかなり低下したが、実物資本の収益性も前述のとおり高くなかった反面、預金や公社債など流動性資産の金利は、一定水準に固定されているので、これらの流動性資産を保有した場合のコストが従来よりも低下した。これも流動性資産に対する選好を強めた一つの要因であろう。

(企業部門に対する通貨流入)

37年後半以降の流動性資産の増大は、上記のように企業の流動性選好が高まったことによるが、他面これを十分実現させた企業に対する通貨供給側の事情も考慮されなければならない。

38年中における資金供給の急増が、主として銀行貸出の著増によることは、あらためて指摘するまでもない。しかし、本行調べ「マネーサプライ」統計の金融機関貸出残高(含み貸出調整済み)を、預金通貨残高(含み貸出の影響を調整済み)および法人貯蓄性預金残高の合計(企業保有預金の動向に照応)と対比してみると、第6図のとおり、38年を中心として前者と後者との間に乖離が生じており、37年後半以降後者の伸びが前者の伸びを上回ったことが明らかである。したがって、38年を中心とする企業保有現預金の異常な伸びは、金融機関貸出だけではなく、それ以外の要因にも基づくものであったと考えなければならない。

金融機関を除く民間保有現預金の増加要因を、マネーサプライ統計にそして調べてみると、第2

(第2表)

民間保有現預金の供給要因

(単位：億円)

	貸出		その他金融機関保有証券		政保債		財政		その他		預金通貨			個人貯蓄性預金		
	貸出	含み貸出調整済み	小計	地方債	うち本行	うち本行	その他	預金通貨	法人貯蓄性預金	小計	現通貨	個人貯蓄性預金	小計	通貨	貯蓄性預金	
35/10~36/9	24,966	9,128	34,094	717	32△	2,927△	2,380	7,592	5,100	12,692	1,959	14,853	16,812	9,551	19,953	
36/10~37/9	30,018	2,764	32,782	790	△	12△	1,463△	5,764	5,710	11,474	1,809	11,667	13,476	7,573	17,377	
37/10~38/9	36,349	4,214	40,563	938	136	1,671△	4,359	13,787	8,522	22,309	1,324	15,180	16,504	15,111	23,702	
38/10~39/9	33,968	1,819	35,787	2,560	777	2,082△	8,389	6,517	7,398	13,915	2,253	15,872	18,125	8,770	23,270	

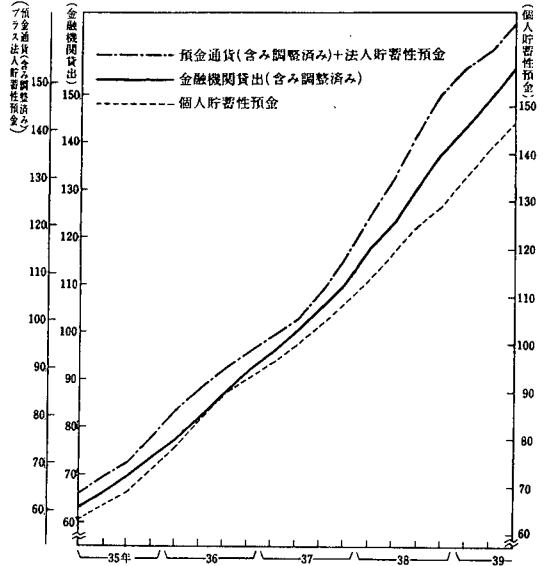
(注) 本行調べ「マネーサプライ」表を書き変えたもの。含み貸出の影響は、すべて調整した。政保債、地方債増減は、全国銀行および本行の保有増減のみであり、その他金融機関の保有増減は、その他有価証券に含まれている。法人貯蓄性預金は、全国銀行および相互銀行の「預金者別預金統計」の一般法人の計数であり、その他金融機関の法人貯蓄性預金は、個人貯蓄性預金に含まれている。

(注7) 公共部門が、政保債と地方債の発行によって資金調達し、それを支出した場合、その政保債と地方債を金融機関が購入するか、家計および企業が購入するかによって、マネーサプライ表の「通貨増減要因」は次のように違ってくるであろう。すなわち、金融機関が購入した場合は、「通貨増減要因」中の金融機関保有証券の増加によって「通貨増加」が生じ、家計および企業が購入した場合は、通常、金融資産における貯蓄性預金から有価証券へのシフトが生ずるのであるから、「通貨増減要因」中の金融機関貯蓄性預金の減少によって「通貨増加」が生ずる。ただ起債消化の難易という点からみると、金融機関は信用創造によって政保債や地方債を購入することができるので、公共部門は金融機関に対して、ある程度購入を強制しやすい事情もあるが、家計および企業に対しては、金利などの諸条件で他の流動性資産に比して魅力を与えない限り、消化を促進することができない。金融機関の購入による「通貨増加」の方が安易に行なわれやすいのはこのためであり、注意を要する。

表に示したとおり、37年秋以降の大きな変化として、財政対民間収支がそれまでの揚超基調から持続的な散超基調に転じたこと、および金融機関の(第6図)

金融機関貸出と企業保有預金の乖離

(37年6月=100の指数)



(注) 本行調べ「マネーサプライ」の計数。法人貯蓄性預金は、全国銀行および相互銀行の「預金者別預金統計」の一般法人の計数。これを除いた残りの貯蓄性預金を、個人貯蓄性預金とした。

(第3表)

国民総需要の増加率と増加寄与率

(単位・%)

	35年度		36年度		37年度		38年度		39年度見込み	
	前年度比増加率	増加寄与率	前年度比増加率	増加寄与率	前年度比増加率	増加寄与率	前年度比増加率	増加寄与率	前年度比増加率	増加寄与率
設備投資	41.6	37.6	33.0	28.7 [△]	6.3 [△]	17.5	8.4	8.5	12.1	15.3
在庫投資	1.8	0.6	54.7	13.3 [△]	56.4 [△]	50.8	135.3	20.7 [△]	26.6 [△]	11.1
個人住宅建設	24.1	2.8	31.2	3.0	20.4	6.2	36.6	5.2	25.8	5.8
輸出など海外需要	12.8	8.6	4.5	2.3	14.0	18.1	12.3	7.1	23.4	17.4
政府支出	17.0	16.3	23.5	17.9	23.5	52.9	14.9	16.2	16.3	23.4
個人消費	11.9	34.0	15.9	34.7	15.0	91.1	15.6	42.3	13.6	49.1
国民総需要(合計)	17.0	100.0	21.4	100.0	7.4	100.0	17.6	100.0	13.0	100.0
輸入など海外への支出	20.0	12.5	25.5	13.0 [△]	4.6 [△]	7.0	29.8	17.0	13.2	11.3
国民総支出(差引)	16.7	87.5	20.9	87.0	8.9	107.0	16.2	83.0	12.9	88.7

(注) 39年度見込みは、政府見通し。実績は「国民所得統計」。

政保債、地方債購入が増加していること、の2点が、注目される(注7)。とくに38年10月以降の1年間に於いて、金融機関の貸出と政保債、地方債を除く有価証券購入は、前年比12%減に押えられているにもかかわらず、この間の政保債、地方債の購入と財政散超は著増しており、これが引締め下の企業、家計などの保有現預金増加にかなり寄与していることがわかる。

このようにして増加した民間保有現預金(貯蓄性預金を含む)は、家計よりも、企業によって、より多く保有される結果となった。そのことは、第6図において、預金通貨残高(その大半は企業により保有される)と法人貯蓄性預金残高の合計が、個人貯蓄性預金の残高に比し、37年後半以降大きく伸びていることにはうかがわれる。そこで次に、その原因を考えてみよう。

(総需要構成と部門別資金過不足構成の変化)

民間保有の現預金残高のうち、企業保有分のウェイトが上昇し、家計などの保有分のウェイトが

低下した背景としては、37年
以来の国民総需要の構成変化
と、それに伴う部門別資金過
不足構成の変化を指摘しなけ
ればならない。第3表にみら
れるとおり、国民総需要にお
ける民間企業投資の増加寄与
率は、35~36年の設備投資著
増の反動(37、38年)や、設備
投資サイクルの再上昇局面で
の再引締め実施(39年)などか
ら、37年以降かなり低くなっ
ている。その反面で、政府支

出、個人消費支出および住宅建設、輸出などの増加寄与率が高まっている。

企業投資の増加寄与率が低下し、その伸び率がGNPのそれを下回ったことは、その過程で企業の投資増加率よりも、売上高の増加率の方が高く、また売上高利益率の極端な低下が生じない限り、売上収入から生ずる利益の内部留保と資産の減価償却の増加率の方が投資伸長率よりも相対的に高くなることを意味する。事実、企業部門の貯蓄(内部留保と減価償却)と投資の差(投資超過額、ないし資金不足額)は第4表および第5表に示したとおり、37年以降若干縮小している(注8)。

一方個人部門では、個人消費の著増とうらはらに、37年以降貯蓄性向の上昇が頭打ちとなる傾向が現れているが(本月報昭和39年8月号「最近における個人消費の動向について」参照)、他方では個人の住宅投資は著増している。この住宅投資の総需要に対する増加寄与率は、前述のとおり高まり、その伸び率はGNPのそれを上回っているの

(注8) 企業部門の貯蓄(内部留保と減価償却)と投資の差が縮小しているにもかかわらず、この間の企業財務統計では、周知のとおり自己資本比率(自己資本/総資本)は若干低下している。これは、バランス・シートの総資本に占める企業間信用残高のウェイトが上昇していること、および企業貯蓄のうちの減価償却は、最近著しく増加しているが、これはバランス・シートの自己資本増加とはならないこと、などによるものである。

(第4表)

部門別資金過不足(△)の推移
(マネー・フロー・ベース)

(単位・億円)

	公 共	法人企業	個 人	海 外
31/10～32/9	1,846	△ 14,453	9,919	2,688
32/10～33/9	△ 224	△ 4,352	5,852	△ 1,276
33/10～34/9	225	△ 7,587	9,490	△ 1,396
34/10～35/9	994	△ 12,153	11,810	△ 651
35/10～36/9	2,715	△ 20,526	15,586	2,225
36/10～37/9	△ 60	△ 19,412	22,029	1,248
37/10～38/9	△ 2,871	△ 15,997	17,482	1,386
38/10～39/9	△ 4,294	△ 20,885	22,176	3,005

(注) 本行調べ「4半期別マネー・フロー」表より。
公共部門は、中央、地方財政、公社公団の合計。

から、37年以降投資超過の状態(経常余剰額が公共投資額を下回る状態)に転じ、しかもその額はますます拡大する傾向にある(第4表および第5表参照)。こうした資金不足の増大をまかなうため、第6表に示したとおり、公社債と地方債の起債は、引締め下に事業債等の起債が押えられている時でも、拡大の一途をたどっている。金融機関の政保債と地方債の購入、および中央財政対民間収支の散超は、前述のとおり最近における民間の現預金残高の増加要因として限界的に大きく寄与しているが、その原因は、最終的にはこうした公共部門の資金不足に由来するのである。

以上にみたように、最近における需要構成の変

で、分配率に変化がない限り、所得増加率、ひいては貯蓄増加率よりも、住宅投資の増加率の方が高くなる。その結果、個人部門の貯蓄超過(貯蓄マイナス投資ないしは資金余剰)は、従来の著しい増大傾向から、37年以降は頭打ち傾向に転じている(第4表および第5表参照)。

また中央財政、地方財政、および公社公団を合計した公共部門では、政府経常支出がかなりのテンポで増大している一方、税金は経済の伸びの鈍化から伸び悩みとなっているので、政府経常余剰は頭打ち傾向(第5表参照)を示している。それにもかかわらず、公共投資は著増を続けているので、公共部門では、従来の貯蓄超過の状態(経常余剰額が公共投資額を上回る状態)

(第5表) 部門別資金過不足(△)の推移(所得統計ベース)

(単位・億円)

		36歴年	36年度	37歴年	37年度	38歴年	38年度
公	政府経常余剰	15,388	16,274	16,747	16,925	16,584	16,682
	官業減価償却	1,495	1,537	1,552	1,558	1,812	1,897
	小計	16,883	17,811	18,299	18,483	18,396	18,579
共	官業施設建設	15,870	17,375	20,735	22,043	24,662	25,687
	政府在庫増加	△ 228	△ 123	554	287	△ 223	△ 384
	小計	15,642	17,252	17,252	22,330	24,439	25,303
	資金過不足(△)	1,241	559	△ 2,990	△ 3,847	△ 6,045	△ 6,724
法	法人留保	11,901	11,964	9,694	9,960	12,139	12,949
	減価償却	11,948	12,572	13,554	14,158	16,452	17,446
	小計	23,849	24,536	23,248	24,118	28,591	30,395
人	設備投資	36,079	37,186	35,468	34,255	34,914	36,667
	在庫投資	12,863	11,123	4,025	3,174	8,670	11,511
	小計	48,949	48,309	39,493	37,429	43,084	48,178
	資金過不足(△)	△ 25,093	△ 23,773	△ 16,245	△ 13,311	△ 14,493	△ 17,783
個	個人貯蓄	25,152	25,176	27,319	27,044	31,241	31,246
	個人企業減価償却	3,643	3,788	3,979	4,004	4,406	4,467
	個人住宅減価償却	1,855	1,940	2,023	2,052	2,226	2,298
	小計	30,650	30,904	33,321	33,100	37,873	38,011
人	個人住宅建設	4,304	4,495	5,173	5,413	6,955	7,439
	個人企業設備投資	3,598	3,681	3,969	4,029	4,638	4,848
	個人企業在庫投資	2,271	2,154	3,027	2,620	3,471	3,005
	小計	10,173	10,330	12,169	12,062	15,064	15,292
	資金過不足(△)	20,477	20,574	21,152	21,038	22,809	22,719

(注) 公共部門は、中央、地方財政、公社公団の合計。

化につれて、企業部門では資金不足の縮小ないし拡大頭打ちが起こりつつあり、反面個人部門では資金余剰の拡大頭打ち、また公共部門では資金余剰から資金不足への移行という形で、いずれもこれまでよりも資金の裕りを失いつつある。38年以降における資金供給増加の背景には、このような部門別資金過不足構造の変化という事情が存していることを見のがしてはならない。

(第6表)

起債額(純増ベース)の推移

(単位・百万円)

	地方債	公社債	小計	事業債	合計
36/ 1~3	6,476	9,706	16,182	223,851	240,033
4~6	6,072	14,969	21,041	62,171	83,212
7~9	5,551	14,764	20,315	49,495	69,810
10~12	5,320	18,424	23,744	31,788	55,532
37/ 1~3	4,239	16,746	20,985	23,513	44,498
4~6	4,985	12,806	17,791	23,751	41,542
7~9	4,840	14,856	19,696	26,981	46,677
10~12	5,515	20,584	26,099	28,540	54,639
38/ 1~3	5,484	22,218	27,702	31,712	59,414
4~6	6,546	25,192	31,738	38,102	69,840
7~9	6,789	25,775	32,564	39,059	71,623
10~12	7,453	30,201	37,654	38,143	75,797
39/ 1~3	7,635	30,569	38,204	31,510	69,714
4~6	7,658	32,516	40,174	33,778	73,952
7~9	7,718	31,945	39,663	32,773	72,436
10~12	7,641	36,646	44,287	35,494	79,780

(2) 39年の金融引締めと企業流動性

以上のように、38年中における企業の流動性資産の異常な増大は、企業の流動性選好の上昇と、企業に対する銀行貸出の増大に加えて、わが国経済の資金過不足構造の変化を背景とする、企業への資金供給の著増によるものであるが、その過程で、次第に企業の流動性選好を上回る企業流動性が形成された結果、仕掛品および製品在庫の大幅な増し(すなわち生産の拡大)を容易にし、国際収支悪化の一因を作ったことは否めない。こうした情勢に対処するため、38年末から引締め政策が開始されたが、次に今回の引締めの浸透過程にお

ける企業保有現預金の動向をみてみよう。第7図の示すように、主要企業537社(本行調べ「主要企業の短期経済観測」による)の現預金対売上高比率、および対借入金比率は、38年9月ないし12月をピークに低下傾向をたどっている。しかしその水準は、前回引締め期のボトムに比すれば、まだかなり高い。

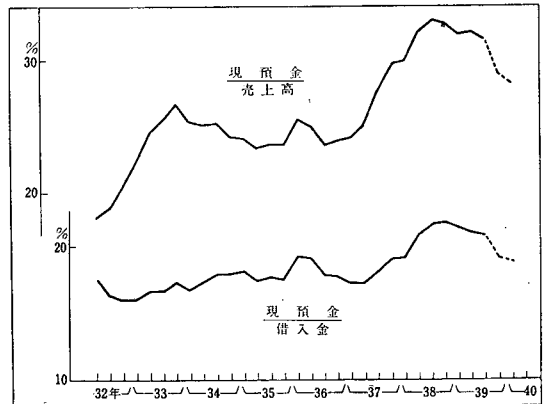
こうした最近の動向を預金種類別にみるため、預金通貨およびその預金種類別内訳の対手形交換高比率を調べると、第8図のとおりである。預金通貨の対手形交換高比率も、38年12月をピークに低下しているが、前回引締め期のボトムよりはなお高い。この点は、現預金総額の対売上高比率と同様であるが、前回ボトムとの差は、現預金総額の対売上高比率の場合ほど大きくはない。次に預金通貨を預金種類別にみると、当座預金および普通預金の対手形交換高比率は、すでに前回引締め期の水準に近いが、通知・別段預金(中心は通知預金)の対手形交換高比率は、これを相当上回っている。

企業保有の通知預金残高は、すでに述べたとおり、企業の短期的な余裕資金の大きさを示すものであるから、その限りでは流動性資産の水準は、

(第7図)

主要企業の保有現預金

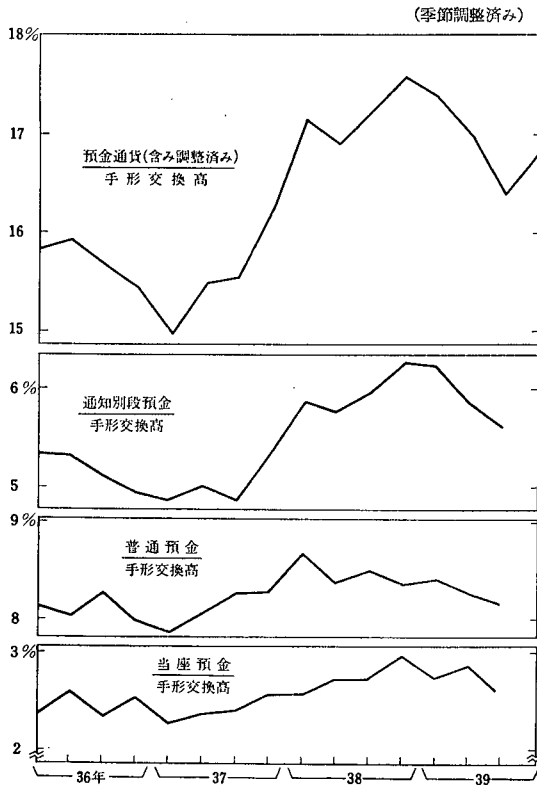
(季節調整済み)



(注) 本行調べ「主要企業の短期経済観測」の537社ベース統一計数より作成。点線は企業の予測値。季節調整はセンサス局法による。

(第8図)

預金通貨の対手形交換高比率



まだ前回引締め期よりも高いといえよう。しかし、企業の流動性選好は、前述のとおり、37年後半以降基調的に高まっているので、これに比べれば、最近の流動性水準はすでに企業にとって不足ぎみとなっている。昨秋に至って、引締め効果が実体面にはっきり認められるようになったのも、以上に述べたように企業が先行きの景気動向や資金調達の見通しからみて、これ以上流動性資産を減少させることに不安を感じるようなところまでその水準が落ち込んだからであろう。

ただ流動性資産がこのような水準に低下するまでの期間が、従来の引締め期よりもやや長く、その背景には、前述した資金供給面の事情が働いていることは、見のがせないところと思われる。この点はまた企業部門への資金流入を示す「産業資

金供給」統計(第7表参照)によっても確認することができる。今回引締め期の総需要は、消費、財政、輸出などにささえられる面が前回よりも大きく、したがって売上げの伸長に伴う自己資金(内部留保と減価償却)の増加がそれほど鈍化せず引き続き前年水準をかなり上回っているので、実物資産に対する投資との相対的關係では、前回より資金に余裕があったと思われる。38年中に形成された高水準の流動性資産のうえに、こうした形の資金供給が加わったことが、今回の引締め政策の浸透をゆるやかなものとする一因となったことは、否定できない。

6. 企業流動性と金融政策

(1) 金融緩和期における流動性資産の蓄積と金融政策

39年末本行は金融引締め政策を次第に緩和し、これに伴い金融情勢は、今後漸次緩和の方向に向かうと思われるが、こうした環境を迎えて、企業の一部には前回の金融緩和期と同様、先行きに備えて流動性資産を再び蓄積しようという意図もうかがわれる。それは最近における内外経済情勢の動きからみて、予備的動機に基づく企業の流動性選好が強まっているからである。すなわち、昨年来の国内経済動向をみると、企業の収益力の低下、株式市場の不振、倒産の続出など景気循環のみでは説明しがたい幾多の現象が発生している。これらはいずれもこれまでの高度成長に基因する根の深い現象とみられるが、これらがからんでいるだけに景気の先行きを予測することはむずかしくなっている。他方海外においても、ポンド不安など世界経済の安定的発展については不確定要素が増大しているが、わが国はすでに開放体制へ移行しているだけに、その影響はいっそう大きくなるものと予想される。

このように内外ともに先行きの不確実性が増大

(第7表)

産業資金供給状況(含み貸出調整済み)

(単位・%)

		資本市 場調 達	全 国 銀 行 出 貸	そ の 他 民 間 金 融 機 関 貸 出	政 府 金 融 機 関 融 資 会 計 貸 出	外 資 調 達	外 部 資 金 (小 計)	自 己 資 金	資 金 供 給 (合 計)
構 成 比	36/ 7 ~ 9	12.7	25.3	17.7	2.3	0.9	58.9	41.1	100.0
	10 ~ 12	17.7	26.4	16.5	4.9	0.8	66.3	33.7	100.0
	37/ 1 ~ 3	13.5	18.0	14.7	4.5	1.1	51.8	48.2	100.0
	4 ~ 6	15.1	24.5	15.9	4.3	1.5	62.2	37.8	100.0
	7 ~ 9	13.5	23.3	21.6	2.7	0.9	62.0	38.0	100.0
	10 ~ 12	10.8	30.1	22.1	4.7	1.3	69.0	31.0	100.0
	38/ 1 ~ 3	6.3	22.0	21.0	4.4	0.5	54.2	45.8	100.0
	4 ~ 6	10.2	29.0	15.5	3.2	3.5	61.4	38.6	100.0
	7 ~ 9	9.7	27.5	23.0	1.8	1.0	63.0	37.0	100.0
	10 ~ 12	8.3	31.4	21.6	4.3	1.4	67.0	33.0	100.0
	39/ 1 ~ 3	8.7	18.5	16.7	5.2	1.5	50.6	49.4	100.0
	4 ~ 6	14.9	23.4	12.5	5.6	1.2	57.5	42.5	100.0
7 ~ 9	10.2	22.7	21.6	3.1	0.9	58.4	41.6	100.0	
前 年 同 期 比	36/ 7 ~ 9	80.5	20.6	57.0	4.9	32.8	39.7	29.6	35.4
	10 ~ 12	82.1	2.9	31.7	31.1	169.4	27.6	29.4	28.3
	37/ 1 ~ 3	△ 45.6	7.2	9.6	77.6	71.3	△ 11.0	12.6	△ 1.0
	4 ~ 6	△ 29.0	△ 11.0	7.2	82.3	23.8	△ 8.1	△ 5.9	△ 7.3
	7 ~ 9	10.3	△ 4.7	26.9	19.5	8.0	9.1	△ 4.1	3.7
	10 ~ 12	△ 37.9	16.6	36.9	△ 2.2	74.3	6.3	△ 5.9	2.2
	38/ 1 ~ 3	△ 45.3	44.3	67.9	17.0	△ 49.7	23.3	12.1	17.9
	4 ~ 6	△ 22.0	36.8	13.1	△ 30.2	169.2	14.1	18.3	15.7
	7 ~ 9	△ 7.8	51.9	37.2	△ 12.2	51.4	31.0	25.3	28.8
	10 ~ 12	△ 6.1	26.8	19.1	13.2	26.8	18.3	29.1	21.6
	39/ 1 ~ 3	58.0	△ 4.4	△ 9.6	32.8	250.6	6.1	22.4	13.6
	4 ~ 6	57.3	△ 13.3	△ 13.7	90.5	△ 64.0	0.7	18.3	7.5
7 ~ 9	3.7	△ 18.7	△ 7.7	66.3	△ 13.7	△ 8.7	10.9	△ 1.5	

(注) 1. 資本市調達は、金融、保険業を除く株式発行額と事業債増加額の合計。

2. 貸出はすべて金融機関、地方公共団体、個人に対する貸出を除く。

3. 全国銀行貸出は、銀行勘定。その他民間金融機関は、全国銀行信託勘定、相互、信金、商中、農中、信農連、農協、生保、損保、信組、信漁連、漁協。

4. 自己資金は、国民所得統計の法人留保と法人および個人企業の減価償却の合計。

5. 39/4~6、7~9の国民所得統計は当局推計。

していることが、予備的動機に基づく企業の流動性選好上昇の背景をなしているが、これによって企業が流動性資産を蓄積しようとする場合には、現行のオーバーボロイングの体制を前提とする限り、勢い金融機関借入に依存することとなりがちである。しかしながら同時に、このような流動性資産蓄積の意欲を充足する他の大きな要因として、財政面を通ずる資金供給の増大に着目する必要がある。前述のように37年度後半以降公共部門

の投資超過増大(これはマネーサプライ統計では中央財政の対民間散超と金融機関の政保債、地方債購入増加という形をとっている)による資金供給が顕著に増加しており、これが前述したようなメカニズムによって、売上げ伸長に伴う自己資金(内部留保および減価償却)の増加という形で企業部門に流入している。来年度も最近編成された予算案の内容からみて、この傾向はなお続くものとみられる。以上のような点よりみて、銀行貸出に

関しては、金融緩和期といえどもこれが過大にならないよう常に留意してゆく必要性がいよいよ高まったといわねばならない。流動性資産の蓄積が先行きに備えるという動機に基づくものであっても、それが過度に増大し、加えて当面の銀行信用のアベイラビリティが市中金融の緩和に伴って上昇すれば、企業の流動性水準は当面企業が意図する線を上回り、実体経済活動を無用に刺激することになりかねない。わが国経済の安定成長をはかるため、とくに金融緩和期において企業保有の流動性資産の水準に注目していくことが、重要となってきているといえよう。

こうした点とも関連して、この際とくに考慮すべきは、金利の資金需給調節機能の強化であろう。従来金融政策の運用に際しては、主として金融機関貸出の動きに焦点がおかれ、引締め期には窓口指導によりその量的な規制も加えられてきたが、財政面を通ずる資金供給ルートのは拡大は、その中における金融機関貸出のウェイトが低下することを意味している。したがってこれら資金供給ルートのいずれについても効果のある金利の資金需給調節機能を強化する必要があるが、そのためには金利が十分弾力的に動くような状態をつくりだすことが不可欠の前提条件となろう。もとより、これには、一挙には解決しがたい点もあろうが、可能なところから一步一步この方向に向かって前進してゆくことが急務といわねばならない。

最後に、企業の流動性選好の上昇に伴う企業保有流動性資産の増加が金融政策に対して有する意義として見のがすことができないのは、高水準の流動性資産が金融政策による引締め圧力によっていわば内在的なクッションの役割(built-in shock absorber)を果たす点である。戦後わが国の金融政策が比較的敏感に実体経済に波及した一つの要因は、企業経営が実質的には過小流動性資産のもとに運営されてきたことにある。しかしこのよう

に企業保有の流動性資産の水準が上昇し、クッションの作用が高まると、政策の発動と効果の浸透との間にはかなりのタイムラグが生ずることとなり、それだけに予防的な政策運用がより重要となる。しかもこのようなクッションの作用が高まることは、他面金融政策にとってはより機動的かつ弾力的に運営する余地が増大することを意味し、したがってこの面からも臨機の政策発動をためらう必要は少なくなっている。金融政策がこのように運用される場合には、資金調達の高難易や企業間決済条件の動向など経済の先行きに関する企業の予測に対して早目に、しかもきわめて大きな影響を与えることはいうまでもない。その結果、予備的動機に基づく企業の流動性選好が強まれば、企業は必然的に投資の抑制をはかることとなり、金融政策は摩擦現象を回避しつつ金融引締めの効果をあげることが可能となろう。このように金融政策の運用にあたって、企業の先行きに関する予測に心理的影響を与えることはきわめて重要なことである。企業流動性の変容に伴い、このような金融政策の弾力的・予防的運用がより容易となり、かつ必要となることは、とくに注目を要する点と思われる。

(2) 企業流動性と金融正常化

このような観点から金融政策を運用するためには、政策手段自体も十分これに適応しうる性格のものとならなければならない。かかる情勢のもとでは、貸出政策だけではなく、その他の政策手段の密接な共働が望まれるが、なかんずく、その時々々の情勢に応じ随時資金需給も調節することのできるマーケット・オペレーションの活用はいっそう重要となろう。マーケット・オペレーションが真に機能するためには、まず何をおいても金利の資金需給調節機能が回復し、これを背景として公社債市場が整備されることが不可欠の前提となることはいうまでもない。

このように、企業の流動性資産の水準が上昇するすう勢に適応して金融政策が運営されるためには、金融正常化の推進が重要な課題となるが、他面、金融正常化は、企業における流動性選好の上昇にうかがわれる企業の自己責任原則貫徹の動きを、より徹底させる意味でも不可欠の要請となる。すなわち、開放経済体制に移行したわが国経済において、自由な市場経済にふさわしい自己責任体制を確立することは、経済の安定的発展にとってまさに急務といわねばならないが、当面の企業の流動性選好の上昇には、こうした経営理念の反映とみられる面があることは否定できないところであろう。しかしながら、企業が38年中におけるように、流動性資産蓄積のため、銀行借入に大きく依存するような場合には、企業の自己責任原則は必ずしも十分に貫徹されているとはいいがたい。前述のようにわが国の企業は、伝統的に銀行ときわめて密接な関係にあるところから、その保有流動性資産においては、預金が大半を占め、究極的には企業流動性の中核は銀行信用のオペラビリティにあった。企業が真に自己責任原則を貫くためには、このような過度の銀行依存の体制

を是正していくことが肝要といわなければならない。たまたまわが国経済は、前述のように近年における資金過不足構造の変化から、企業の自己資金の伸長率は、投資の伸び率をいくぶん上回る傾向がうかがわれるので、いたずらに借入依存度をたかめることなく企業の流動性資産を蓄積しうる可能性が強まっているわけである。これに加えて、公社債市場が育成整備されれば、企業は市場メカニズムに沿って資金を調達し、銀行依存度を減減させうることはいうまでもない。他面この種流通市場の整備により、有価証券の流動性はたかまり、したがって、企業の流動性資産に占める有価証券の比重も増大しよう。このことは、企業にとっては、従来のような預金を主体とした流動性資産の保有に比べ、より高い流動性を維持しやすいことはもとより、収益性確保の要請をもより充足しうることを意味している。

このように企業におけるすう勢的な流動性選好の上昇に伴い、金融政策の観点からも、また企業経営の観点からも、金融正常化への要請がより強まったというべきであろう。