

今次引締め下における企業金融の現状とその特色

〔要 旨〕

48年の初めに引締め政策を開始して以来、マネー・サプライの伸び率は、金融機関の厳しい貸出抑制と国際収支の大幅赤字を映じて、急速に低下した。このため、企業の手元流動性の低下テンポもまたかつてなく急激であったが、引締めに先だつ緩和期に企業の手元流動性が大きく積み上がっていたため、その水準が過去の引締め期並みに低下したのは最近のことである。

このような手元流動性の動向に加え、自己金融力が過去の引締め期に比べて比較的最近まで相対的に高かったことも、企業金融のひっ迫度合いが弱かった一つの背景であった。今次引締めは設備投資が中期循環的意味の上昇局面に入った直後に開始されたため、とくに製造業にあっては売上げ規模拡大の割に設備投資の規模が大きくなっていなかった一方、需給の引き締まりを背景とした価格上昇の下で高収益をあげたため、比較的最近まで企業の自己金融力は投資規模に比して高い水準を維持してきた。

今次引締め下においては上記のような資金繰りの状況と実体面における需給の引き締まりから、企業間信用の拡大(決済条件の長期化)テンポは鈍く、とくに48年末には石油危機発生に伴う物不足感の高まりを背景に、一時引締め期としては異例の縮小をみた。

また、資金繰りの業種別・企業別跛行性が目だったことも、今次引締め下における企業金融の大きな特色であった。これは、緩和期中の手元流動性の高まりが輸出前受金の多寡等により相当区々であったことに加え、物不足に伴う収益の動向や代金回収の状況、選択的融資規制の影響なども業種によって大きく異なったためである。こうした跛行性は、本年に入って企業金融が本格的に引き締まり、企業間信用も再び膨張しはじめたことを背景に、解消に向かっている。

この間中小企業の資金繰りは、総じて収益が良好であったうえ、金融機関が中小企業優遇の融資姿勢をとってきたことや、企業間信用を通ずる大企業からのしわ寄せが少なかったこともあって、過去の引締め期と比べても、また大企業と比べても、余裕裡に推移してきた。これとも関連して、企業倒産は、このところ増勢を強めているとはいえ、経済規模拡大等の影響を調整してみると過去のピークをまだかなり下回っているほか、その原因も過去の放漫経営や手張りすぎのとがめによるものである。

このように今次引締め下の企業金融にはいくつかの特色がみられたが、最近こうした状況は大きく変わりつつある。手元流動性はすでに相当低くなり、また収益が減少に転じたところから自己金融力も低下してきている。企業間信用もかなりのテンポで拡大しはじめた。企業金融はいわば本格的な引き締まりの段階に入ったが、これは物価安定のため一度はくぐり抜けねばならない調整の過程といえよう。

〔目 次〕

はじめに

1. マネー・サプライの動向
(金融機関貸出の急激な増勢鈍化)
(国際収支の大幅赤字)
(マネー・サプライの増勢鈍化とマーシャルのkの低下)
2. 企業の手元流動性の推移とその評価
(手元流動性の低下とその評価)
(目だった業種間跛行性)
3. 高かった自己金融力
(資金繰り感の規定要因)
(需資動向とその特色)

(高水準の自己金融力とその要因分解)

(自己金融力の業種別特徴)

4. 企業間信用の動向
(企業間信用の拡大遅延)
(企業間信用の変動要因)
(石油危機の影響)
5. 中小企業金融の動向
(中小企業金融の引き締め度合いは相対的に緩やか)
(企業倒産の発生率は総じて低水準)

む す び

はじめに

昨年1月に金融引締めを開始してから1年5か月が経過し、企業金融もようやく本格的引き締まりの様相を呈してきている。今次引締め下の企業金融ひっ迫のテンポは、マネー・サプライの急激な伸び率低下にもかかわらず引締め開始後1年間はきわめて鈍く、このため、

規模別・業種別跛行性や中小企業金融の相対的引緩みなど過去の引締め期にはあまり見られなかった現象が発生した。しかし、更年後は、緩和期に積み上がった高水準の手元流動性もほぼ底をつくに至り、企業の資金繰りはこのところ急激にひっ迫感を強めている。以下、今次引締め過程におけるこうした企業金融の特色ならびにその要因について検討してみよう。

(第1表)

1. マネー・サプライの動向

(金融機関貸出の急激な増勢鈍化)

初めに引締め開始後における金融機関(全国銀行、相互銀行、信用金庫の合計)貸出の動向をみると、四半期別の季節調整済み貸出残高の前期比は、47年10～12月期の+6.7%(年率+29.6%)から

金融引締め下における貸出増加状況
(全国銀行、相互銀行、信用金庫計)

(単位：%)

		1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
増加額前年比	今回	47.0	27.1	3.9	-17.4	-32.7	-32.4
	前回	94.5	55.0	28.7	19.3	23.0	10.0
	前々回	62.5	14.9	4.4	-11.1	-7.7	*-14.9
	前々々回	-13.0	1.6	-4.6	18.1	21.6	*7.7
残高前年比	今回	26.1	26.2	25.3	22.4	18.1	17.1
	前回	16.0	17.4	18.0	18.0	18.2	17.8
	前々回	17.0	16.9	16.3	15.4	14.8	*13.4
	前々々回	23.8	22.0	20.3	17.8	15.9	*15.4
季節調整済み前年比	今回	6.7	5.3	4.7	4.0	2.9	3.5
	前回	4.3	4.4	4.2	4.1	4.4	4.1
	前々回	3.8	4.2	3.3	3.4	3.1	*3.0
	前々々回	4.9	4.3	4.0	3.5	3.3	*3.8

(注) 1. 全国銀行には全国銀行信託勘定を含む。

2. 引締め開始期は今回48年1～3月期、前回44年7～9月期、前々回42年7～9月期、前々々回39年1～3月期。

3. *印は引締め解除期を示す。

48年10～12月期には+2.9%(同+12.1%)へと大きく鈍化したあと、49年1～3月期も+3.5%(同+14.8%)と引き続き低い伸びにとどまっている。また、四半期別貸出増加額の前年比でみても、47年10～12月期の+47.0%から48年10～12月期、49年1～3月期には逆にそれぞれ-32.7%、-32.4%へ転じている。このような貸出の急激な増勢鈍化は、過去の引締め期にもみられなかったものである(第1表)。

金融機関の貸出抑制は、本行の窓口指導によるところが大きい。このほか、金融機関の資金ポジションが預金準備率引上げに伴う所要準備の増高や後述の外為会計の大幅揚超などから大きく悪化し、つれて貸出余力も縮小していること、コール・レート、手形売買レートの上昇によりポジションを悪化させて貸出伸長を図った場合の採算が近年になく悪化していること、などが動機となっているとみられる。とくに更年後、地方銀行、相互銀行、信用金庫、信託銀行等で自主的に慎重な貸出計画を策定する向きが増加しているのはかかる事情によるものであろう。

(国際収支の大幅赤字)

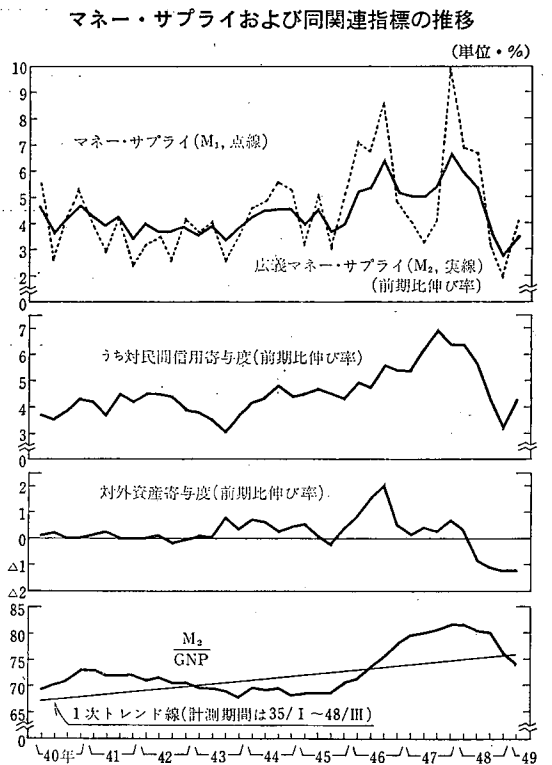
次に、前回の緩和期に金融緩和要因として作用した対外資産の動向をみると、今次引締め期にあっては、国際収支が46～47年の大幅黒字から48年には未曾有の大幅赤字に転じたため、直接的には企業の手元流動性ははく落、間接的には前述のごとくポジション悪化を通じて、金融機関の貸出態度慎重化をもたらし、二重の意味で金融引締め要因となった。ちなみに、企業の手元流動性に直接影響を及ぼす為替銀行の対顧客売買をみると、46～47年には両年通計で129億ドルの買入れ超であったものが、48年には逆に133億ドルの売却超となっており、この結果、国際収支の大幅黒字によって46、47両年に企業の手元に積み上がった流動性は、国際収支の逆転により引締め開始後1年

間にはほぼ全額取り崩された形となった。

(マネー・サプライの増勢鈍化とマーシャルのkの低下)

以上のような金融機関貸出と国際収支の動向は、マネー・サプライの著しい増勢鈍化をもたらした(第1図)。すなわち、定期性預金を含む広義マネー・サプライ(M₂)の季節調整済み残高は、47年10～12月期には前期比+6.7%(年率+29.6%、前年同期比+23.8%)の高い伸びを示していたが、引締め開始以降増勢は急速に鈍化し、48年10～12月期には同+2.7%(同各+11.2%、+18.8%)と40年代における最低の伸び率まで落ち込み、その後49年1～3月期には同+3.4%(同各+14.3%、+16.0%)と若干上昇したものの依然低い伸びにとどまっている。47年10～12月期と49年1～3月期とを比べて前期比伸び率で3.3%ポイント低下したうち、

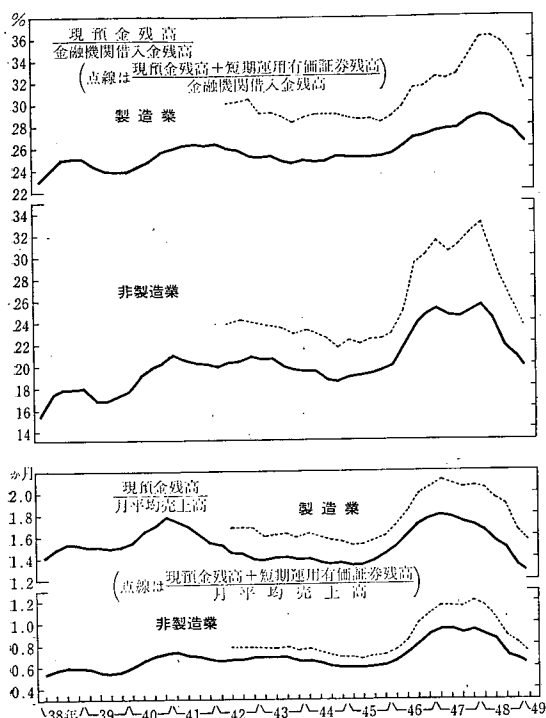
[第1図]



- (注) 1. M₁、M₂とも、各四半期中の月末3ヵ月平均残高の対前期比伸び率。
2. いずれも季節調整済み。
3. 49年1～3月期のGNPは推計。

〔第2図〕

主要企業の手元流動性比率



- (注) 1. 本行主要企業短観による。
2. 49年1～3月期は予測(実現率未修正)。

では、なお過去の引締め期の水準をわずかながら上回っている(第2図および第2表)。

また、手元流動性の状態をより正確に把握するために、現預金に短期運用有価証券を加え、その対借入金比率をみると、ほぼ同様の足取りをたどって低下しているが、前回の緩和期においては手元流動性の積み増しのかなりの部分が短期運用有価証券でなされたため、引締め期に入ってある程度崩されたものの、なおその水準は49年1～3月期に至っても過去の引締め期の水準を上回っている。とくに製造業は、いまだに46年7～9月期並みの水準にあるなどその相対的ゆとりがより鮮明な形であらわれている。ちなみに、本行主要企業短観の調査対象企業(全産業)は、短期運用有価証券を48年4月以降49年3月までの1年間に6,400億円程度売却した模様であるが、これによっても

46年4月以降48年3月までの2年間に購入した短期運用有価証券(15,854億円)のうち約6割をなお手元に残している。

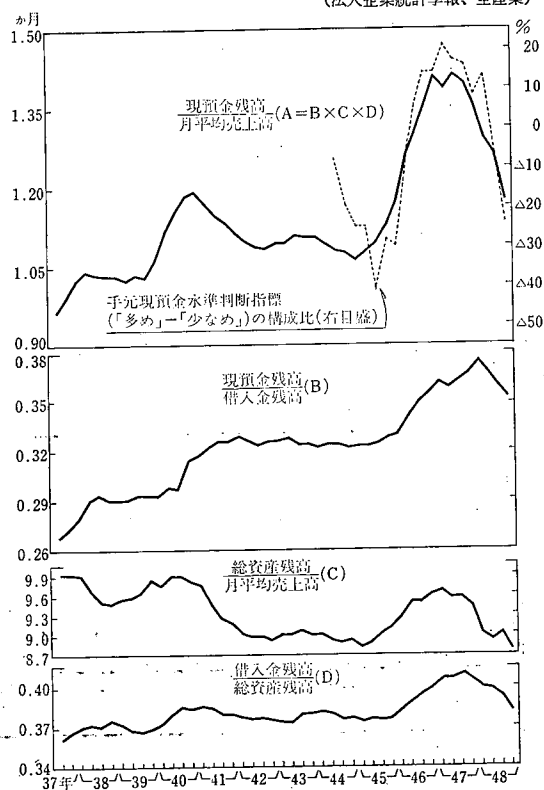
ただ、ここで注目されるのは、上記比率の低下テンポが、昨年10～12月期以降、きわめて速いことであろう。したがって、当面決算資金の流出する4～6月期に、企業の手元取崩しが1～3月期並みに進むならば、この比率は過去の引締め期並みの水準に低下するとみられる。

企業の手元流動性をあらわす指標としては、上記のほか現預金残高対売上高(月平均)比率があるが、この比率の動きをみると、本行主要企業短観ベースでは、前掲第2図のとおり、製造業・非製造業とも47年1～3月期をピークに、また大蔵省法人企業統計季報ベースでは、第3図のとおり、47

〔第3図〕

現預金残高対売上高比率の要因分解

(法人企業統計季報、全産業)



- (注) 手元現預金水準判断指標は、本行主要企業短観による。

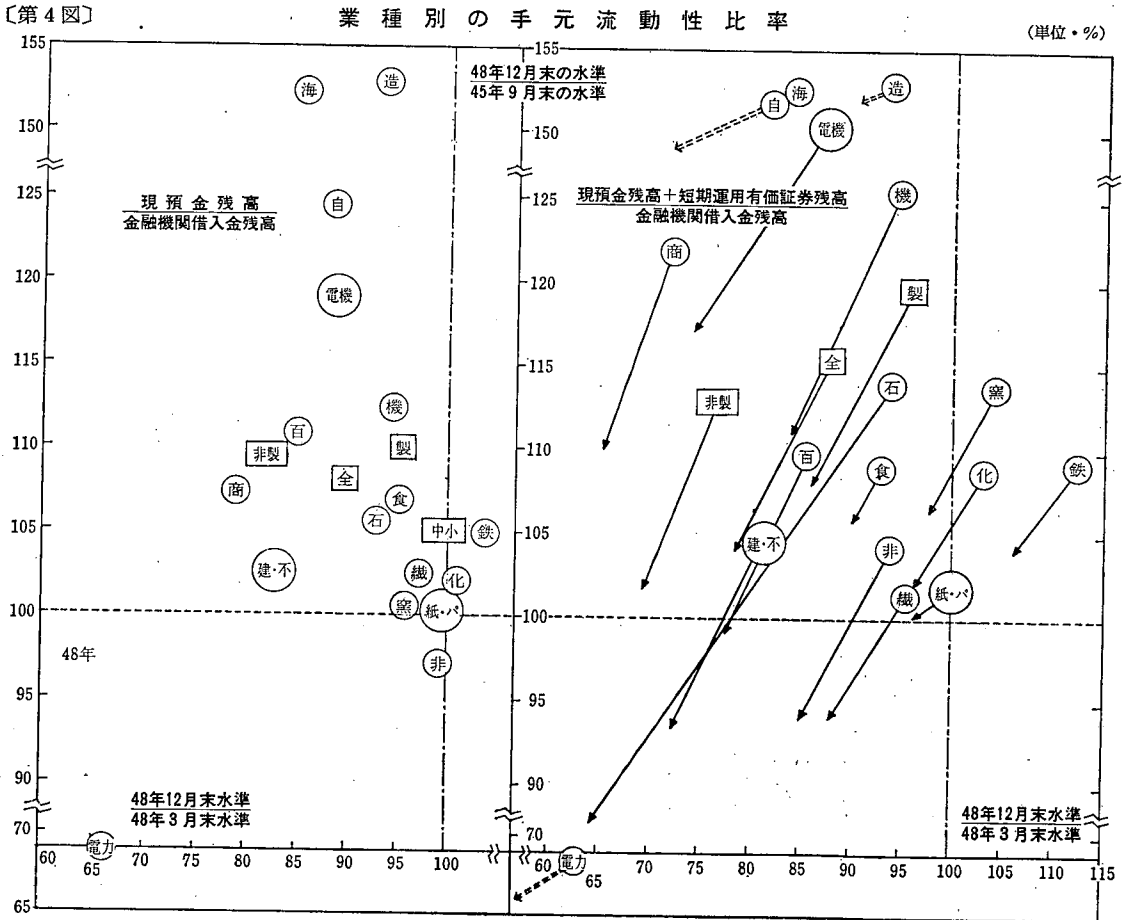
年7～9月期をピークに、それぞれ低下に転じている。しかし、このころから企業の手元余裕がすでに低下しはじめていたとみるのはいまひとつ実感にそぐわないように思われる。ちなみに本行主要企業短観の調査対象企業が回答した手元現預金水準判断D. I. (ディフュージョン・インデックス、「多め」-「少なめ」)の動きをみると、48年4～6月期までは大勢高水準横ばいで推移しており、本格的に低下を始めたのは48年7～9月期以降である。現預金対売上高比率の動きとは半年あまりのズレがある(第3図)。同様のズレは、前回の引締め解除期においても認められる。このように、現預金対売上高比率がとくにそのターニン

グ・ポイントにおいて必ずしも実感にそぐわない動きを示すのは、主として次の理由によるものと考えられる。すなわち、現預金対売上高比率は次式のように、それぞれ独立の意味を持った三つの比率に分解できる。

$$\frac{\text{現預金残高}}{\text{月平均売上高}} = \frac{\text{現預金残高}}{\text{借入金残高}} \times \frac{\text{借入金残高}}{\text{総資産残高}} \times \frac{\text{総資産残高}}{\text{月平均売上高}}$$

(借入依存度) (総資産回転率の逆数)

この三つの動きをみると(第3図)、現預金対売上高比率のターニング・ポイントは総資産回転率の逆数である $\frac{\text{総資産残高}}{\text{月平均売上高}}$ の動きによって、強

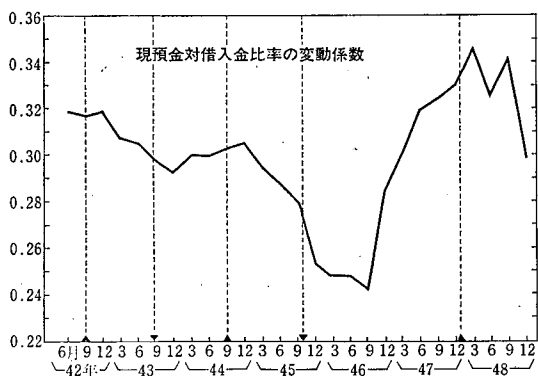


い影響を受けていることがわかる。したがって、企業の手元流動性をあらゆる指標として現預金対売上高比率のみに頼りすぎることは、若干問題があり、むしろ現預金対借入金比率の方が企業の手元余裕の実情をより正確にあらわしており指標としてすぐれているように思われる。

(目だった業種間跛行性)

以上、手元流動性の動向をいわばマクロ的に検討したが、今次引締め下における企業の手元流動性水準に関して見のがせない一つの特色は、業種間の跛行性が目だった点であろう。これは前回緩和期中の蓄積の多寡が、輸出前受金の流入もあってかなり区々であったことに加え、物不足に伴う超過利潤の発生や選択的融資規制の影響も業種によって大きく異なったためである。最近の手元流動性の水準を業種別にみると、少なくとも1～3月時点までにおいては、電力、建設・不動産、非鉄、繊維等の手元流動性がかなり落ちている一方、鉄鋼、化学、石油等では石油危機発生後の販

資金繰りひっ迫度の業種間跛行性(製造業12業種)



(注) 1. 変動係数=

$$\frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}}{\bar{x}}$$

ただし、

n: 業種数 (=12)

x_i : i 業種の現預金
対借入金比率

\bar{x} : x_i の平均値

2. 本行主要企業短観による。

3. ▲印は引締め開始時点、▼印は引締め解除時点。

価引上げに伴う自己資金の増加もあってかなりの余裕がある。また造船、海運、自動車、電機等の業種では手元は崩れているものの、緩和期の蓄積が大きかったためなお余裕を残している(前ページ第4図)。もっとも、このような業種間跛行性の動きを試みに製造業について時系列的にトレースするため、12業種に分けて現預金対借入金比率の変動係数を作り、その推移をみると、過去の引締め期に比べ引き続き高水準ながら48年4～6月期以降低下に転じ、とくに48年10～12月期にはかなり大幅な低下を示している。本年にはいってからも企業間信用拡大の動きなどからみて、低下が続いているとみられる。業種間の跛行現象も企業の手元流動性はく落過程と並行してしだいに解消に向かっているものとみられる(第5図)。

3. 高かった自己金融力

(資金繰り感の規定要因)

以上のように、企業の手元流動性は4～6月期には過去の引締め期並みに低下するものとみられ、業種別跛行性もしだいに解消しているが、こうした手元流動性の動向は、企業の資金繰り感にも大きな影響を与えている。しかし、本行主要企業短観における企業の資金繰り判断D. I. をみると、現預金対借入金比率の低下に2四半期先だって、47年10～12月期からはっきり緩和感が後退しはじめ、48年7～9月期には資金繰りが「苦しい」とする回答が「楽である」とする回答を上回った。これは資金繰り感が手元流動性の水準だけで決まるものではないことを示している。

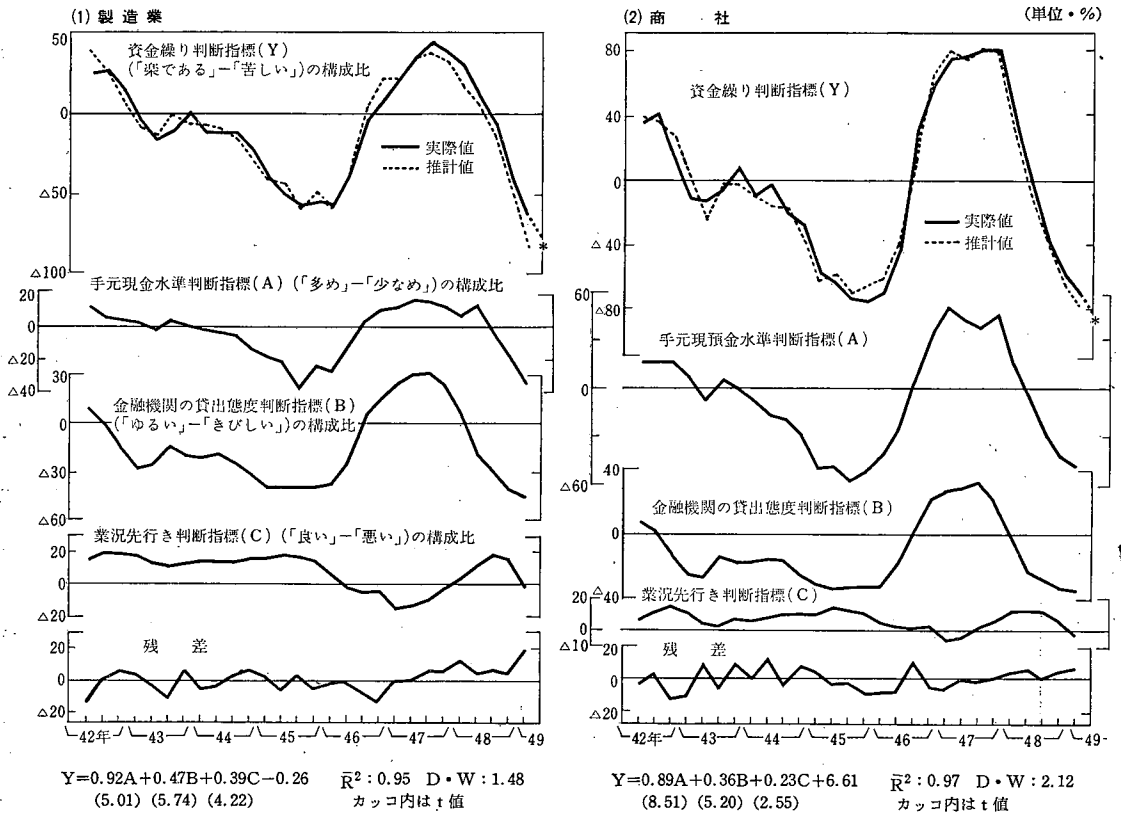
企業の資金繰り感を左右する要因としては、①手元流動性のほか、②外部資金調達(主として金融機関からの借入れの難易度——金融機関信用の Availability)や、③収益等を映じた自己資金の動向、などが考えられる。これらの要因に依存して決まる企業の資金運用可能性が現実

の資金需要の動向との関連において資金繰り感を形成するとみられる。このことは、製造業の資金繰り判断D. I. を、①手元現預金水準判断D. I. (手元流動性水準の代理変数)、②金融機関の貸出態度判断D. I. (金融機関信用のアベイラビリティの代理変数)および③業況先行き判断D. I. (自己金融力の代理変数)の三つの変数によって回帰計測することによっても裏付けられる(第6図)。

この回帰分析の結果によれば、資金繰り判断D. I.の変動に対する各説明変数変動の影響力は、図に示すとおり金融機関の貸出態度判断D. I.が最も強く、次いで手元現預金水準判断D. I.、業況先行き判断D. I.の順となっている。この結果は企業の感触等に照らしてもほぼ妥当なものと思われる(注2)。今回の金融逼迫局面についてみると、手元流動性の低下に先だって資金繰り緩和感

〔第6図〕

主要企業の資金繰り判断



- (注) 1. 本行主要企業短観による。
2. 計測期間は42/Ⅱ~48/Ⅲ。
3. *印は49年6月までの企業の予測。

(注2) 本行で実施した「企業金融アンケート調査」によれば、資金繰り感形成に関する企業の感触は次のとおり。アンケート調査結果(主要企業438社、44年10月実施)

—資金繰り判断基準—

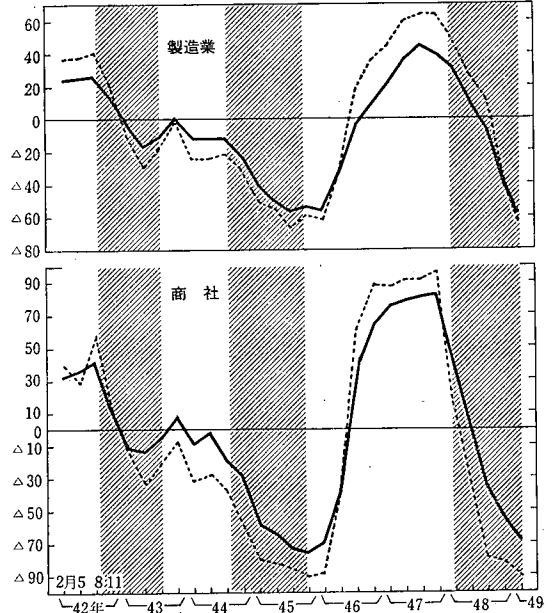
	企業数	構成比
(1) 金融機関の融資態度を重視するもの	232社	53.0%
(2) 手元流動性を重視するもの	206	47.0
計	438	100.0

が後退しはじめたのは、金融政策の転換を背景に、金融機関の貸出態度が早くから厳しくなってきたためである。一方、自己資金の見通しをあらわす業況先行き判断D. I. は、48年中を通じて資金繰り判断D. I. の緩和要因として作用しているが、これは後述するように自己金融力が48年中収益増大を映じて上昇し、資金繰り緩和要因として働いたことと符合している。また、商社の資金繰り判断D. I. についての分析結果(第7図)は、商社自身の系列会社に対する金融能力が大きいこともあって、資金繰り判断D. I. の変動に対する手元現預金水準判断D. I. 変動の影響がやや大きいことが注目される。

この間、主要企業の資金繰り感についても、手元流動性と同様に、業種間の跛行性がみられるが、このほか、過去の引締め期とは逆の企業規模別跛行現象も認められる(第7図)。すなわち、過

〔第7図〕 製造業、商社の資金繰り判断比較

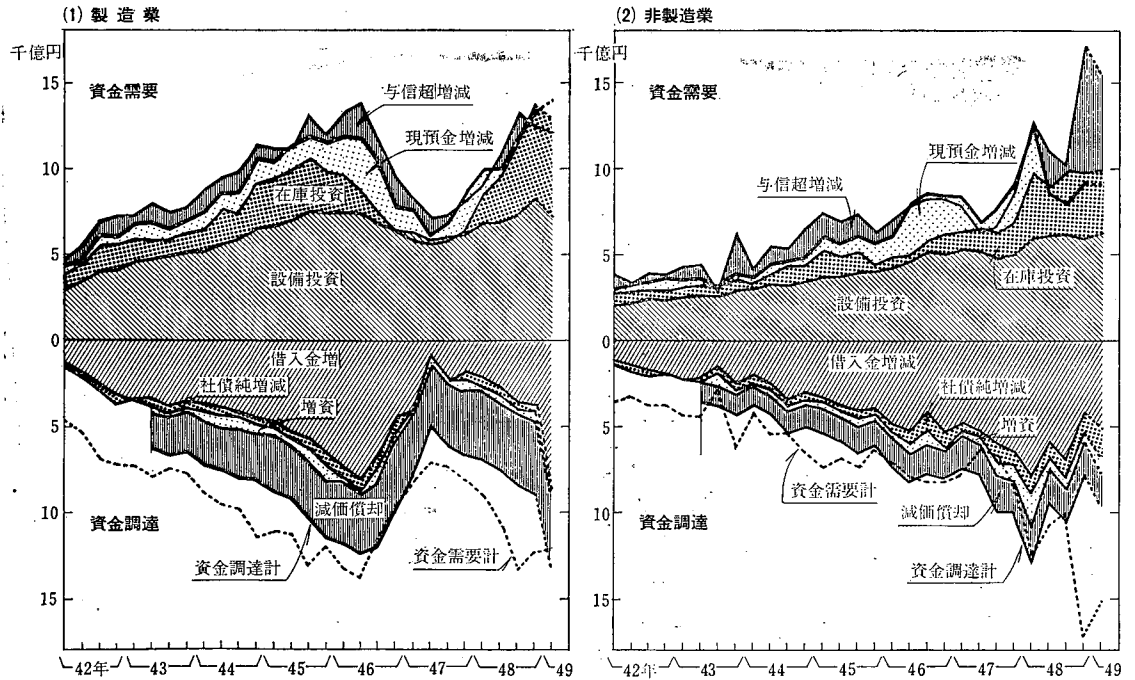
(単位・%)



- (注) 1. 本行主要企業短観による。
- 2. — は判断指標(「楽である」-「苦しい」)の社数構成比。
.....は売上高でウェイトをつけて集計した場合の構成比。
- 3. 斜線の期間は引締め期。

〔第8図〕

主要企業の資金需給バランス



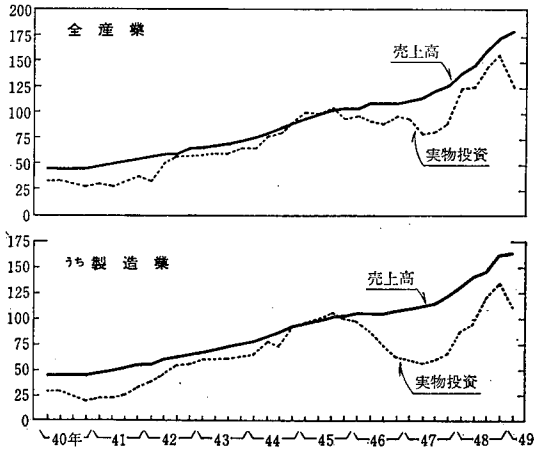
- (注) 1. 本行主要企業短観による。
- 2. 社債、増資、減価償却は原計数、その他は季節調整済み。
- 3. ほかに、有価証券投資、収益勘定等の変動があるので、資金需要計と資金調達計とは一致しない。
- 4. 49年1~3月期は予測(実現率修正済み)。

去の引締め期においては大型設備投資の盛行等を背景に主要企業製造業のなかでは規模の大きい企業ほど資金繰り繁忙感が強かったが、今次引締め下にあつては、鉄鋼、電機、自動車、繊維等の大手企業の資金繰りは48年を通じて余裕含みであつた。もっとも、商社、不動産、建設等融資規制対象業種にあつては、規制が大企業中心に実施されたこともあつて、過去の引締め期以上に大手企業の相対的ひっ迫感が強まっている。ただ、このような規模別跋行性も、前述したような手元流動性のはく落とほぼ裏腹に縮小傾向をたどり、更年後1～3月期にはほぼ解消したものとみられる。

(需資動向とその特色)

次に、企業の資金繰り感を形成する第2の側面である需資動向につき、本行主要企業短観の資金需給バランスを用いて検討してみよう。まず製造業(前ページ第8図の(1))についてみると、設備投資の所要資金は48年10～12月期および49年1～3月期に至つても、前回引締め期並みの水準にとどまっているが、他方在庫投資の所要資金は物不足経済下における在庫積増しの動きを映じて48年7～9月期以降未曾有の増加を続けている。この〔第9図〕

売上高および実物投資の推移

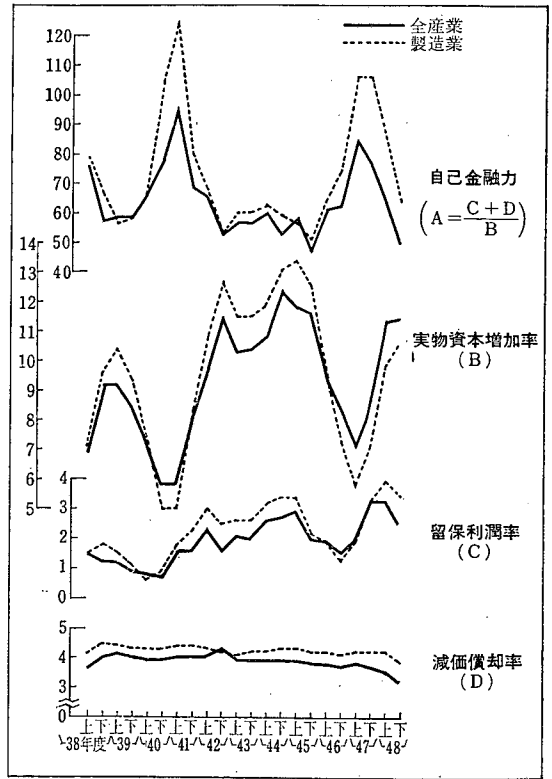


(注) 1. 本行主要企業短観による。
 2. 45年=100として指数化したもの。
 3. 実物投資=設備投資+在庫投資
 4. 49年1～3月期は予測。

ため、両者を合計した実物投資の規模はかなりのテンポで拡大し、48年7～9月期に前回引締め期のピークを上回り、さらに49年1～3月期にはそれを3割方上回るに至つたとみられる。もっとも、経済規模の拡大等を勘案すれば、こうした実物投資の所要資金はまださほど高い水準とはみられず(第9図参照)、これによる資金繰り圧迫の程度も過去の引締め期に比べて弱かつた。この事実は、後述するように製造業の自己金融力を相対的〔第10図〕

主要企業の自己金融力の分解

(単位・%)



(注) 1. 本行主要企業経営分析による。ただし、48/下については本行主要企業短観により推計。
 2. 自己金融力

$$= \frac{\text{内部留保} + \text{引当金} + \text{減価償却}}{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}$$

$$= \frac{\text{内部留保} + \text{引当金}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} + \frac{\text{減価償却}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}}$$

$$= \frac{\text{内部留保} + \text{引当金}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} + \frac{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}}$$
 (C) (D) (B)

に高める原因となった。一方、非製造業(9ページ第8図の(2))では、在庫投資が48年以降著増を示したうえ、設備投資も前回引締め期以降緩和期を含めて着実な増勢をたどったため、実物投資は、引締め開始時にすでに前回引締め期のピークに比し約2倍の規模に達し、その後も高水準を持続した。このため、今次引締め期を通じて、実物投資面からの資金繰り圧迫はかなり強く、製造業とは好対照をなしている。

(高水準の自己金融力とその要因分解)

ここで、企業の自己資金の状況を、内部留保、

引当金および減価償却の合計の実物投資に対する比率によってみると、この比率は47年度下期から低下に転じ、48年度下期にはほぼ前回引締め期並みの低さになったとみられる。しかし、これは、商社・電力等非製造業の比率が著しく低下しているためであり、製造業だけについてみると、48年度下期にかなり低下したものの、なお過去の引締め期の水準を上回っている。このように製造業の自己金融力が高かったことも今次引締め期の大きな特色であるが、この点につきやや詳しく調べるために、同比率を実物資本増加率

(第3表)

業種別自己金融力の分解

(単位・%)

		自己金融力	実物資産成長率	留保利率	減価償却率			自己金融力	実物資産成長率	留保利率	減価償却率
全産業	48/上	61.0	11.2	3.3	3.6	自動車	48/上	95.4	13.3	5.5	7.2
	44/下	53.3	12.4	2.7	3.9		44/下	86.4	16.5	6.9	7.4
	39/上	57.3	9.2	1.2	4.1		39/上	78.5	18.5	5.8	8.7
製造業	48/上	82.6	9.9	4.0	4.2	化学	48/上	116.1	6.9	3.1	4.9
	44/下	58.6	13.1	3.4	4.3		44/下	55.4	14.8	3.4	4.8
	39/上	56.2	10.5	1.5	4.4		39/上	57.9	12.2	1.9	5.1
繊維	48/上	114.8	10.5	6.7	5.3	石油精製	48/上	41.1	13.3	1.9	3.6
	44/下	71.2	9.9	2.3	4.8		44/下	57.0	10.2	1.5	4.3
	39/上	46.8	12.9	1.5	4.5		39/上	48.5	6.3	△ 0.9	3.9
鉄鋼	48/上	114.7	6.0	3.2	3.7	紙・パルプ	48/上	82.1	8.9	3.5	3.8
	44/下	52.1	11.9	2.6	3.6		44/下	58.1	10.6	2.1	4.0
	39/上	54.8	8.4	0.8	3.8		39/上	68.0	8.3	1.0	4.7
非鉄	48/上	55.1	11.2	2.2	4.0	窯業	48/上	77.4	10.9	3.7	4.7
	44/下	42.3	15.3	2.6	3.8		44/下	97.3	10.1	4.7	5.1
	39/上	69.2	7.9	0.8	4.7		39/上	51.9	9.8	0.2	4.9
一般機械	48/上	85.4	10.5	5.3	3.7	商社	48/上	44.6	16.7	6.5	1.0
	44/下	61.8	16.4	6.2	3.9		44/下	40.2	13.0	3.8	1.4
	39/上	59.6	9.4	1.4	4.2		39/上	122.1	2.3	1.4	1.4
電機	48/上	66.5	14.1	5.2	4.1	百貨店	48/上	128.3	9.3	9.3	2.7
	44/下	60.4	16.0	5.6	4.0		44/下	29.2	20.2	3.4	2.5
	39/上	60.8	9.3	1.8	3.9		39/上	56.7	10.5	3.0	2.9
造船	48/上	63.0	10.8	4.4	2.4	その他の非製造業	48/上	33.1	12.9	1.5	2.8
	44/下	33.6	12.1	1.3	2.8		44/下	43.5	10.6	1.1	3.5
	39/上	21.3	17.9	1.1	2.7		39/上	38.6	11.6	0.6	3.9

(注) 第10図の(注)と同じ。

$$\left(\frac{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} \right)$$
、留保利潤率

$$\left(\frac{\text{内部留保} + \text{引当金}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} \right)$$
、減価償却率

$$\left(\frac{\text{減価償却}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} \right)$$

の3要因に分解してみると(注3)、10ページの第10図に示すとおりである。これによれば、今次引締め期間中の製造業の自己金融力が高いのは、今次引締めが景気の比較的若い時期(設備投資中期循環の上昇局面に入ったばかりの時期)に開始されたため、投資規模がさほど大きくなく、したがって、実物資本増加率がなお低い水準にとどまっている一方、留保利潤率は価格景気とでもいうべき状況の下で生まれた高収益に支えられて、過去の引締め期のいずれの時期よりも高いことによることがわかる。

(自己金融力の業種別特徴)

次に、これを業種別にみると(前ページ第3表)、造船、紙・パルプ両業種は実物投資の低水準と内部留保の高水準により、また鉄鋼、一般機械、自動車、化学などでは実物投資の低水準を主因に、それぞれ過去の引締め期に比べ自己金融力が高まっている。逆に、非製造業にあっては、前記のような価格景気の下で高収益を挙げえた百貨店を除き、総じて自己金融力が低下しているが、これは、実物資本の成長率が高い一方、投資に占める在庫投資のウェイト上昇を映じて減価償却がかなり低下しているためである。

4. 企業間信用の動向

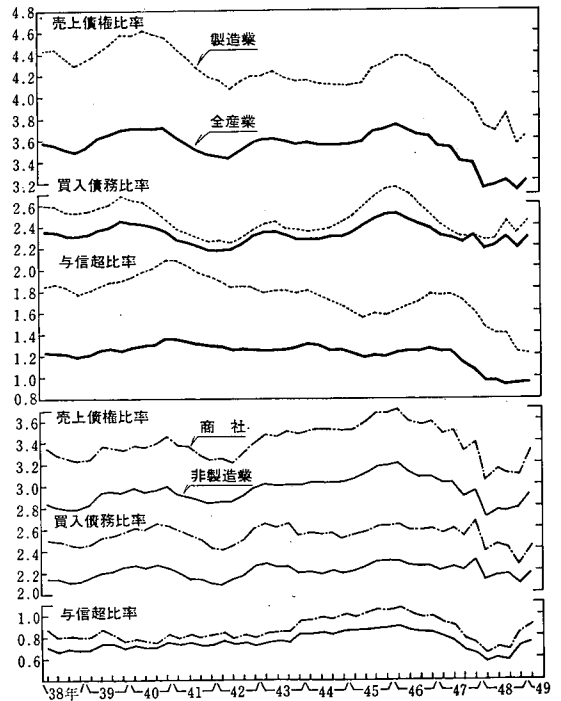
(企業間信用の拡大遅延)

次に企業間信用の動向をみると、全産業では、48年4～6月期にその収縮傾向(決済条件の短期化)は底を打ち、7～9月期にいったんは拡大(決済条件の長期化)に転じたが、石油危機に伴う物

不足の激化から、支払条件を改善して商品を確保しようという動きが広がり、10～12月期には再び大幅な縮小をみた。もっとも、年明け後は、商品需給の極端なひっ迫が後退する一方、企業の資金繰りが本格的に引き締まりに向かったため、再びかなりのテンポで膨張しはじめている(第11図)。また、製造業、非製造業別にみると、非製造業は、製造業に1四半期先だって48年4～6月期から拡大に転じたが、これは、商社、建設・不動産などの資金繰りひっ迫が製造業よりも早く始まったことに起因している。

このような企業間信用の動きを過去の引締め期と比べると、引締め開始時点の手元流動性がかつてなく高水準であったことなどから、企業間信

〔第11図〕 企業間信用比率の動き (単位・ヵ月)



(注) 1. 本行主要企業短帳による。
 2. 売上債権比率=売上債権残高/月平均売上高
 買入債務比率=買入債務残高/月平均売上高
 与信超比率=(売上債権残高-買入債務残高)/月平均売上高
 3. 49年1～3月期は予測(実現率未修正)。

(注3) 自己金融力を示すこの比率がこれら三つの要因に分解できることについては、第10図の(注)参照。

用拡大の時期が遅れたうえ、拡大の程度も小幅にとどまっている(第4表)ことが目だつ。このほか、原材料・資材の需給ひっ迫、下請確保難などの情勢を映じ、下請中小企業等に対する支払条件の悪化等企業間信用のいわば垂直的拡大は更年後まで持ち越され、また企業間信用の拡大が大企業相互間において始まったことなど、その発現形態にも過去のパターンとは大きな相違がみられる。

(企業間信用の変動要因)

企業間信用の変動をもたらす決済条件の変化は、金融面と実体面双方の影響を受けている。つまり、同じ決済条件の変更であっても、物品・サービスの需給に応じて、販売・購入の調整の観点から行われる場合と、売り手・買い手の資金繰りの繁閑に応じて行われる場合がある。実際の変化は両方の動機がからみ合っているのが普通であろう。

このような事情を計量的に確認するため、売上

(第4表)

債権比率を製品需給判断D. I. (経済実体面)と現預金対借入金比率(金融面)によって回帰分析した結果が第12図(次ページ)である。この分析結果によれば、実体経済面における商品需給の動向は、今次引締め開始以降48年10~12月期までの間、むしろ企業間信用を収縮させる要因として作用したこと、ならびに、金融面の影響は48年4~6月期以降企業間信用を拡大させる要因となっているものの、48年10~12月期まではきわめて影響力が小さかったことがわかる。この分析結果からも、今次引締め下においては企業間信用拡大へのインセンティブが過去の引締め期に比して著しく弱かったことを読みとることができよう。

(石油危機の影響)

ここで、昨秋発生した石油危機が、企業間信用等に与えた影響をみてみよう(次ページ第13図)。まず製造業では、石油危機発生に伴い、石油、化学、鉄鋼、非鉄、紙・パルプ等素材メーカー中心に

引締め開始後の企業間信用比率の推移

(引締め開始直前期を100とした指数、季節調整済み)

		開 始 直 前 期	引 締 め 開 始 期	2 期 目	3 期 目	4 期 目	5 期 目	
今	売上債権比率	主 要 企 業	100.0	92.9	93.8	95.0	92.3	< 95.9>
		(うち 製 造 業)	(100.0)	(95.2)	(93.9)	(98.0)	(90.6)	(<< 93.4>>)
		(うち 非 製 造 業)	(100.0)	(91.0)	(93.8)	(93.4)	(94.6)	(<< 99.0>>)
		中小企業製造業	100.0	95.9	98.1	101.1	96.1	< 99.4>
回	買入債務比率	主 要 企 業	100.0	94.4	95.7	99.1	94.8	< 99.6>
		(うち 製 造 業)	(100.0)	(98.3)	(98.7)	(106.1)	(101.3)	(<< 106.5>>)
		(うち 非 製 造 業)	(100.0)	(91.7)	(93.8)	(94.3)	(90.1)	(<< 94.4>>)
		中小企業製造業	100.0	95.6	98.4	102.8	98.0	< 96.8>
前	売上債権比率	主 要 企 業	100.0	99.7	99.7	100.0	100.8	103.4
		(うち 製 造 業)	(100.0)	(99.5)	(99.5)	(99.5)	(100.0)	(103.2)
		(うち 非 製 造 業)	(100.0)	(100.3)	(100.5)	(101.4)	(102.9)	(104.9)
		中小企業製造業	100.0	101.4	100.9	100.0	101.1	102.8
回	買入債務比率	主 要 企 業	100.0	101.3	101.3	103.1	105.7	108.8
		(うち 製 造 業)	(100.0)	(100.8)	(102.5)	(105.1)	(108.4)	(112.7)
		(うち 非 製 造 業)	(100.0)	(101.4)	(100.2)	(101.8)	(103.3)	(105.2)
		中小企業製造業	100.0	103.6	102.8	101.2	102.4	102.8

(注) 1. 本行主要企業・中小企業短期による。

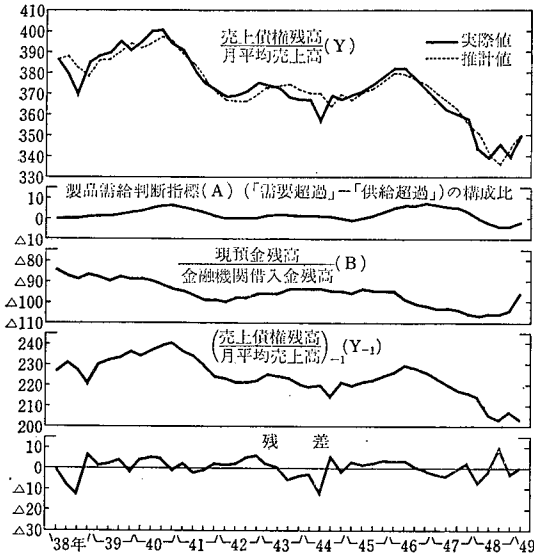
2. 売上債権比率=売上債権残高/売上高、買入債務比率=買入債務残高/売上高

3. <>内は予測。

【第12図】

売上債権比率の変動要因別分解(製造業)

(単位・%)



$$Y = -0.11A - 3.01B + 0.60Y_{-1} + 243.67$$

(-2.14) (-4.66) (5.24) (4.08)

$R^2 = 0.89, D \cdot W = 1.86$, カッコ内はt値。
計測期間は38/I~48/IV。

- (注) 1. 法人企業統計季報による。ただし48年10~12月期以降については本行主要企業短観により延長推計。
2. Aを除きいずれも季節調整済み。

便乗値上げと回収条件の強化によって資金の流入が増加したため、他方で最終財部門中心に支払条件改善による高値の資材買付けがあったものの、全体としてみると資金繰りは大きく好転した。反面、非製造業では、電力、建設・不動産等を中心に回収条件の好転がないまま原燃料・資材確保のための支払条件改善と高値買付けを行わざるをえなかったため、大きな資金繰り圧迫要因となった。もっとも、非製造業のうち小売業などでは、買いだめさわざと便乗値上げによって超過利潤をあげ、手元流動性が積み上がった向きも少なかったようである。

また、消費者段階における買いだめ、買急ぎの動きは、個人部門から企業部門への資金流入をもたらした。ちなみに、この流入額にめどをつけるため、国民所得統計について48年10~12月中の「現実の消費支出額-通常ベースの消費支出額<消費性向すう勢値×可処分所得額>」を試算してみると7,600億円程度となるが、この額は同期間中の都銀の貸出増加額(13,887億円)に比してもけっして少なくない。なお、このような形で個人部門から小売業に流入した資金は、一部は末端小売業、地方問屋にとどまり、その他は最終消費財メーカーを經由して石油化学、鉄鋼、紙・パルプ等の素材メーカーの手元に流入し、その流動性を一時的に高めた。

石油危機に伴って生じた以上のような動きは、企業金融の引き締めりテンポを遅らせる方向に作用した。

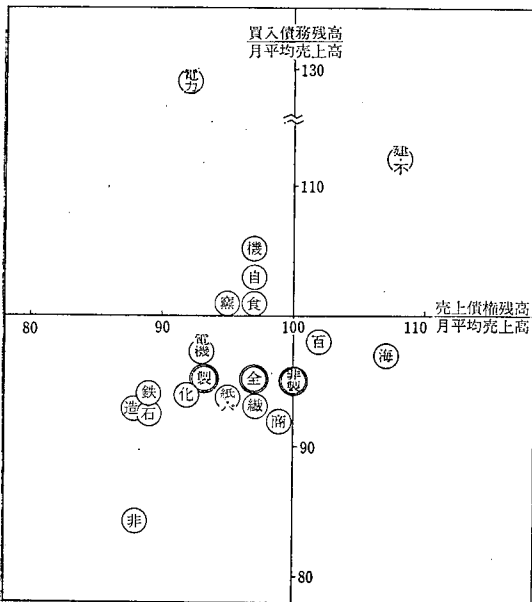
5. 中小企業金融の動向

(中小企業金融の引き締めり度合いは相対的に緩やか)

今次引締め下、中小企業の資金繰りは、高水準の手元流動性、金融機関の中小企業向け貸出に対する弾力的姿勢、企業間信用を通ずるしわ寄せの

【第13図】 業種別企業間信用比率の推移

(48年9月末を100とした場合の48年12月末の水準)



- (注) 1. 本行主要企業短観による。
2. 季節調整済み。

僅少、収益良好などを背景に、総じてみれば過去の引締め期と比べても、また大企業と比べても、余裕裡に推移した。すなわち、中小企業製造業の現預金対借入金比率は、引締め開始後2四半期間

にわたって上昇をみた後、主要企業に1四半期遅れて48年7～9月期からようやく低下に転じたが、その低下テンポはきわめて緩やかで、49年1～3月期になってもなお前回引締め期の水準をかなり上回っている(第5表)。また、金融機関の中小企業向け貸出の推移(第6表)をみると、残高前期比伸び率は48年7～9月期以降顕著な低下を示しているが、これは緩和期における急伸の反動によるところが大きく、中小企業向け貸出の全貸出残高に占めるシェアは引締め開始直前期に比べむしろ上昇している。しかも、引締め開始以降政府系金融機関の中小企業向け貸出が急増している(次ページ第7表)ことや、金融機関筋が優良中小企業向け貸出に対する弾力的姿勢を堅持していることなどを勘案すれば、金融機関信用の Availability は主要企業に比べより高かったといえよう。

このため、中小企業製造業の資金繰り判断D. I. は、本行中小企業短観によれば、引締め開始後3四半期にわたって「楽である」とする回答が

「苦しい」とする回答を上回るなど引締め下としては異例の引緩み状態を続けた。もっとも、48年10～12月期に「苦しい」とする回答が超過に転じてからはその低下テンポは速まり、49年1～3月

(第5表)

中小企業製造業の流動性比率および判断指標

(単位・%)

		2期前	1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
手元流動性(現預金対借入金比率)	今回引締め期	44.1	44.1	44.2	44.7	44.5	44.1	<43.3>
	前回	44.2	44.3	44.2	43.7	43.2	42.5	42.0
	前々回	44.5	44.4	44.4	44.3	44.0	43.8	*43.8
資金繰り判断D. I.	今回	(45) 2	(39) 3	(30) 6	(11) 5	(Δ 7) 0	(Δ 38) Δ 12	(Δ 60) Δ 25
	前回	(Δ 12) Δ 7	(Δ 12) Δ 4	(Δ 12) Δ 5	(Δ 23) Δ 8	(Δ 40) Δ 12	(Δ 50) Δ 18	(Δ 57) Δ 23
	前々回	(24) Δ 7	(25) Δ 6	(27) Δ 2	(14) Δ 6	(Δ 4) Δ 10	(Δ 17) Δ 10	(*Δ11) *Δ 8

- (注) 1. 本行中小企業短観による。
2. < > 内は予測(実現率修正済み)。
3. *印は引締め解除期を示す。
4. 資金繰り判断D. I. 欄のカッコ内は大企業製造業の計数。

(第6表)

引締め期における規模別貸出残高前期比伸び率推移
(全国銀行、相互銀行、信用金庫計)

(単位・%)

		1期前	引締め開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
一般企業向け貸出	今回	5.9	4.7	4.3	3.7	1.8	
	前回	4.3	4.2	3.8	3.9	4.3	3.9
	前々回	3.8	4.2	3.5	3.2	3.0	2.8
	前々々回	5.2	3.9	3.9	3.6	3.2	3.4
うち 中小企業向け	今回	7.3	5.1	5.0	3.8	1.5	
	前回	4.2	4.3	4.3	3.9	4.6	3.5
	前々回	4.6	4.3	3.7	3.2	2.6	2.5
	前々々回	5.0	3.6	3.3	2.5	1.8	2.5
うち 大企業向け	今回	4.8	4.4	3.9	3.8	1.8	
	前回	4.3	4.0	3.6	3.9	4.1	4.1
	前々回	3.3	3.8	3.4	3.2	3.4	2.7
	前々々回	5.3	4.0	4.5	4.3	4.3	3.9
中小企業向け貸出残高シェア	今回	42.2	42.4	42.6	42.7	42.6	
	前回	41.8	41.8	42.0	42.0	42.1	41.9
	前々回	42.7	42.7	42.8	42.8	42.6	42.5
	前々々回	42.4	42.3	42.1	41.6	41.0	40.7

- (注) 1. $\text{中小企業向け貸出残高シェア} = \frac{\text{中小企業向け貸出残高}}{\text{一般企業向け貸出残高}}$
2. 季節調整済み。

(第7表)

今次引締め下における政府系
中小3公庫の貸出増加状況

(単位・億円、%)

	1期前	引締め 開始期	2期目	3期目	4期目	5期目
増加額	3,567	149	3,115	2,756	4,458	1,394
同前年比	- 4.6	- 87.2	120.9	106.4	25.0	8.4倍

(注) 5期目は速報。

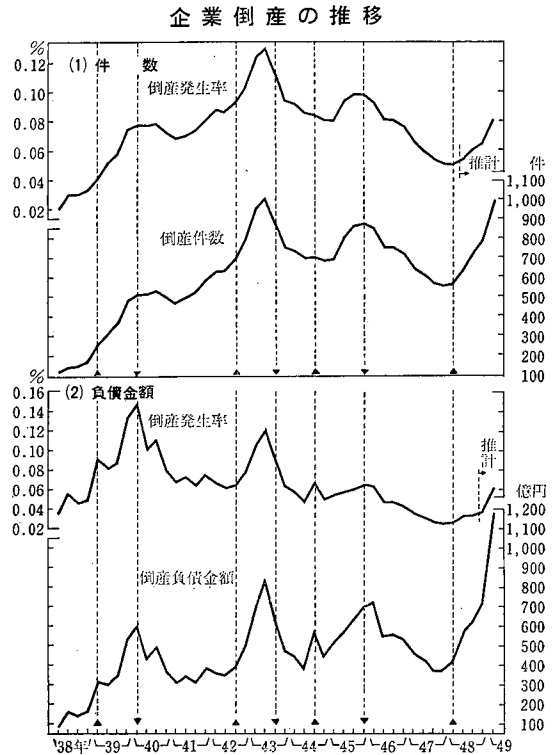
期にはようやく前回引締め期並みのひっ迫感に近づいている(前掲第5表)。

この間、中小企業にあっても業種間の跛行現象がみられ、流通段階の末端には便乗値上げなどによってむしろ金繰りが引き緩んでいるものがある一方、繊維の中小問屋、機屋、建設・不動産をはじめ、電機、一般機械、自動車等の下請、自動車ディーラーなどでは、手元がかなりつまってきている向きもみられる。

(企業倒産の発生率は総じて低水準)

今次引締め下の企業倒産の動きも、このような中小企業金融の状況と関連している。企業倒産は、引締め開始と同時に増加に転じたのち、逐期増勢を強め、倒産件数や倒産企業の負債金額でみるかぎり、49年1～3月期にはすでに過去のピーク並み、あるいはこれをやや上回る水準に達している。しかし、倒産件数や倒産企業の負債金額は、当然のことながら企業数の増加や経済の拡大に伴う負債金額の増高などの影響を受けていることに留意する必要がある。そこで、このような経済規模拡大等の影響を調整するために、企業数や企業の負債総額で除した「倒産発生率」でみると、引締め開始以降の増加基調に変わりはないが、その水準はさほど高くはなく、過去のピーク(43年4～6月期)をまだかなり下回っている(第14図)。

〔第14図〕



- (注) 1. 企業倒産は東京商工興信所調べ。
2. 件数、負債金額の「倒産発生率」はそれぞれ次式により算出。

$$\text{件数} = \frac{\text{倒産件数}}{\text{国税庁統計年報野会社数}}$$

$$\text{負債金額} = \frac{\text{倒産負債金額}}{\text{法人企業負債残高} + \text{受取手形割引残高}}$$
3. 季節調整済み。
4. ▲印は引締め開始時点、▼印は引締め解除時点。

むすび

以上みてきたように、今次引締め下、マネー・サプライの増勢が急激に鈍化してきたにもかかわらず、引締め浸透テンポが緩やかで、企業の資金繰り感にいま一つ切迫感が乏しかったのは、前回の緩和期における蓄積が大きかったため企業の手元流動性が総じて豊富だったこと、自己金融力は設備投資が比較的落ち着いたことの影響もあって高かったこと、などが基本的な原因とみられるが、さらに、中小企業にとっては、企業間信用拡大の遅れや金融機関の仕ぶりの変化も引締め浸透を遅らせる要因として作用したことを見る

がすることができない。

しかし、引締め強化と長期化とともに、最近このような状況は大きく変わりつつある。すなわち、企業の手元流動性は、更年後急テンポで取り崩されてきており、現預金と短期運用有価証券の合計の対借入金比率は、5～6月の決算・賞与資金流出後にはほぼ過去の引締め期並みまで低下するものと予想される。業種別にみても、従来比較的余裕を残していた素材メーカー筋でも、鉄鋼、合繊等輸出好調業種を除き、高値原燃料の決済期到来などから手元は急速につまってきたり、業

種間跛行性はかなり解消してきている。また、自己金融力も、实体经济面への引締めの影響や行政当局の価格抑制指導によりコストの上昇を販売価格に転嫁することがしだいにむずかしくなり、企業収益は減少に転じていることなどから、最近では過去の引締め期並みの水準まで低下してきているとみられる。

このため、企業金融に関し今次引締め下にみられた種々の特色のほとんどは早晩払拭され、今後企業金融の動向は過去の引締め期とあまり変わらない推移を示すことになるものと思われる。