

## 企業の手元流動性の回復について

### 〔要 旨〕

企業金融は、2年余の引締め期における厳しいひっ迫を経て、50年初ごろからは再び緩和の局面を迎えている。

企業の手元流動性はこの間にかなりのテンポで復元が進み、全体としてみると、ほぼ平常時の水準に復したと判断される。これと並行して個人預金もさらに高い伸びを示しており、この結果経済全体の流動性をあらわす広義マネーサプライ( $M_2$ )の対GNP比率(いわゆるマーシャルの $k$ )も、水準を高めている。

このような手元流動性の回復に加え、金融機関の貸出態度の弾力化や企業収益の改善もあって、企業の資金繰り感も好転しており、現在では42、3年ごろの安定した景気上昇局面並みの状態となっている。

今回の企業流動性の回復は、法人企業部門の資金不足(投資—貯蓄)が減少する一方、公共部門の資金不足が急速に拡大するという資金循環構造の激変の中で生じたので、従来とは異なる特徴をもっている。すなわち、企業の資金需要が減少する一方、公共債見合いの財政支出増加が企業の売上げの落込みを下支えた結果、企業の資金調達所要額に対する自己資金の比率は上昇し、外部資金への依存度は相対的に低下している。今回の手元流動性の回復が金融政策の転換が行われる以前から始ったのはこのためである。このような公共債増発のもつ緩和効果に加え、50年に入って引締め政策が漸進的に緩和され、金融機関の融資態度も弾力化したため、企業は資金不足を上回る外部資金を調達することが容易となり、手元流動性の補てんは順調に進んだ。

最近においても、金融機関の法人向け貸出残高の伸びに比べ、法人預金残高は際立って高い伸びを示しているが、これも公共債で調達した財政資金が企業部門へ流入しているためであり、この傾向は今回緩和局面での大きな特徴といえよう。

## 目 次

### はじめに

1. 手元流動性と資金繰りの推移  
(マネーサプライの漸増傾向)  
(手元流動性の回復)  
(資金繰り緩和の推移)

2. 企業金融をめぐる環境変化とその影響  
(企業部門の資金不足縮小)  
(公共債大量発行と企業金融の自律的緩和)
- む す び

### はじめに

企業金融は、46年後半から48年初にかけての超緩慢とその後2年余の引締め期における厳しいひっ迫を経て、50年初ごろからは再び緩和の局面を迎えている。今回の緩和は、資金循環構造の激変、企業収益の大幅悪化といった新たな環境のもとで進行しており、それだけに従来とは異なるいくつかの特徴的な動きがみられる。本稿は今回の景気局面における企業の手元流動性回復の足どりとそのメカニズムを探ろうとするものである。

### 1. 手元流動性と資金繰りの推移

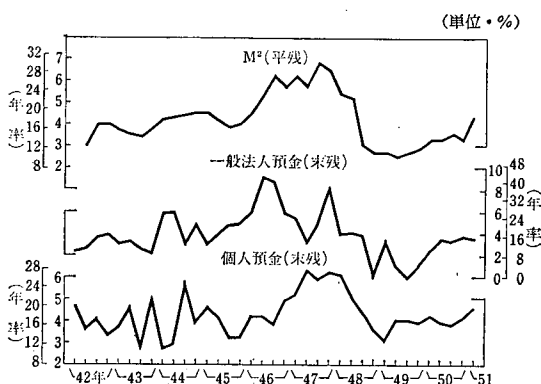
はじめに今回の企業金融緩和の推移をみてみよう。

#### (マネーサプライの漸増傾向)

経済全体の流動性をあらわす広義マネーサプライ( $M_2$ 、平残、1-1図)は、49年4～6月に前期比+10.5%(季節調整後年率)と過去最低の伸びにとどまったあと漸増傾向をたどり、51年1～4月には同+16.7%の伸びとなった。こうした $M_2$ の増加は主として預金(要求払預金+定期性預金)の伸びを反映したものである。これを個人・法人別にみると、個人預金は49年4～6月以降はほぼ40年代前半並みの年率17%程度の安定した伸びを続けたあと、本年に入ってやや伸びを高めているのに対し、一般法人預金はやや遅れて伸び率が高まり、50年4～6月以降最近に至るまで年率15%程度の

〔1-1図〕

$M_2$  および一般法人・個人預金の推移



(注) 季節調整済み前期比増減率。一般法人・個人別の推移は日本銀行調査局推計。

安定した伸びを続けている。もっともこの法人預金の伸びは最近でも個人預金のそれをなお下回っているが、49年度の極度に低い伸びからの回復テンポが速いだけに、この間の $M_2$ の伸び率上昇に対する寄与度は高い。

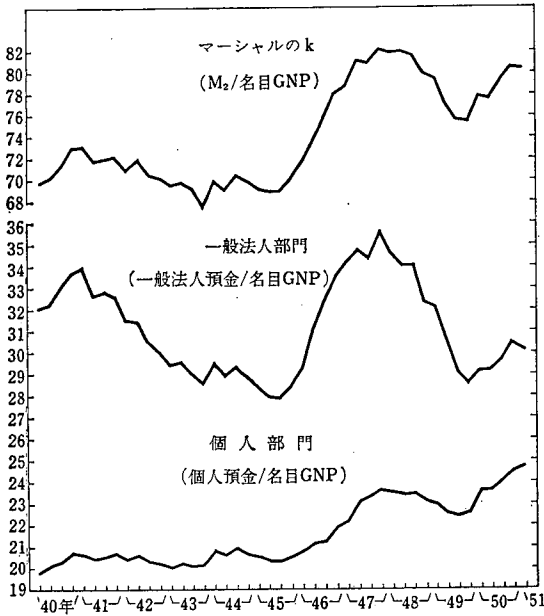
次にこうした流動性水準を実体経済との関係からみるため、いわゆるマーシャルの $k$ ( $M_2$ /名目GNP)の推移をみると(1-2図)、49年10～12月を底として上昇に転じ、50年10～12月にはほぼ47年前半並みの水準に達している。ところで図からも明らかなおとおり、マーシャルの $k$ には上昇トレンドが認められるが、こうした上昇トレンドは、主として $M_2$ のうちの個人保有分が名目GNPよりも高い伸びを示しているためである。ちなみに形態別預金残高を名目GNPで除した、いわば部門別のマーシャルの $k$ を計算してみると、個

人部門のマーシャルのkは、すでに過去の最高水準に達しているのに対し、一般法人部門のそれは42年後半あるいは46年前半並みの水準である。

次に  $M_2$  の供給面を部門別にみると(1-3図)、今回の緩和局面では対政府信用の寄与度が従来に比べ抜kindで大きい。過去においても緩和初期

〔1-2図〕

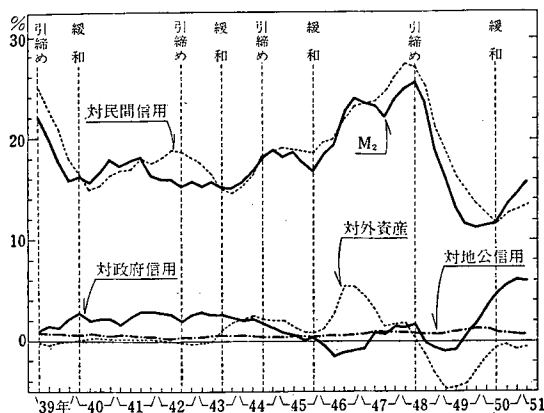
部門別にみたマーシャルのkの推移



- (注) 1. 部門別預金残高は全国銀行ベース。  
2.  $M_2$  は期中3ヵ月末残平均残高、部門別預金残高は期末残高。  
3. 季節調整済み。

〔1-3図〕

マネーサプライ要因別寄与度の推移(前年同期比)



にあっては、企業投資が鎮静化する一方、対外バランスの好転(43年不況)ないし財政収支の悪化(40年不況)がマネーサプライの伸びを支えた結果、対民間信用の寄与度が相対的に低下する場面がみられた。ところが、今回の緩和局面では対民間信用寄与度の相対的低下と対政府信用の寄与度増大は従来には見られない程大きなものであり、こうした資金循環構造の変化は後にみるように企業金融に大きな影響を与えることとなった。

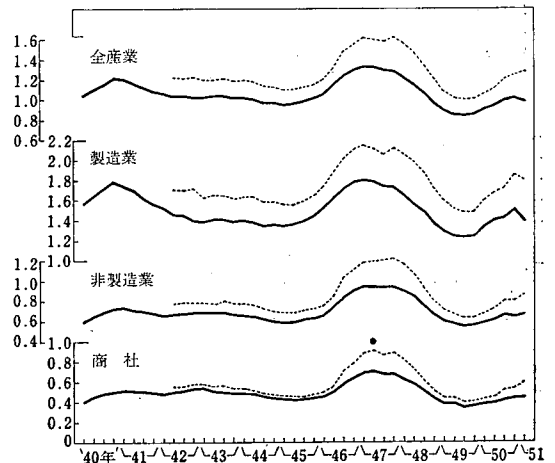
#### (手元流動性の回復)

さて、前述した一般法人部門のマーシャルのkの水準を評価するため、これと表裏の関係にある現預金対売上高比率(日本銀行「主要企業短期経済観測」による)の推移をみると(1-4図)、全産業ベースでは49年9月に0.83か月と既往ボトムを記録したあと回復に転じ、50年12月には1.01か月、51年3月には0.98か月と連続好況期の43年、あるいは前回緩和直後の45年末の水準にまで回復した。これに企業の手元流動性として最近重要度を増している短期所有有価証券を加えると1.27か月と46年後半から48年に至る時期を除けば最高の

〔1-4図〕

主要企業の手元流動性比率

現預金残高(点線は現預金残高+短期所有有価証券)  
月平均売上高



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

水準にあり、企業の手元流動性はマクロ的にみる限り平常時の水準に復したと判断することができる(注1)。

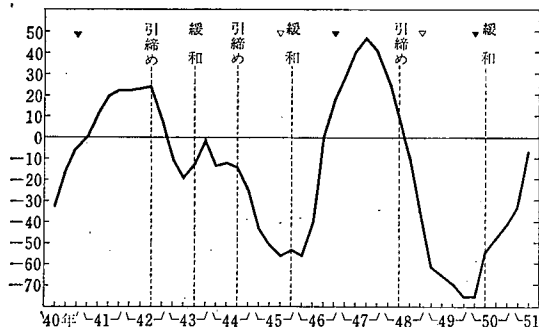
### (資金繰り緩和の推移)

このような手元流動性の回復を背景に企業の資金繰り感も急テンポで改善をみている。いま、日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業)によって資金繰りを「楽である」とみる企業の割合から「苦しい」とみる企業の割合を差引いたディフュージョン・インデックス(以下D. I. と略称)で資金繰り判断を指標化してみると(1-5図)、引締め末期にかつてないひっ迫をみたあと、50年春の引締め解除とともに緩和に向い、更年後の5月調査では43~44年、あるいは46年前半当時に匹敵する水準まで好転をみている。

ところで、この「資金繰り判断」D. I. は文字通り企業の主観的な判断をあらわすものだけに、その時々の手元流動性水準の状況のみではなく、資金調達の難易度、さらには自己資金の見通しに連なる売上げ、収益といった企業の業況全般を複雑に反映した指標であると考えられる。従ってそのひとつひとつの要因をとりだして分析するこ

〔1-5図〕

資金繰り判断D. I. の推移(全産業)



(注) ▽は景気のピーク、▼は景気のボトム。今回局面は鉱工業生産を基準。

(注1) 企業の手元流動性をあらわす指標としては、現預金および短期所有有価証券の対売上高比率のほか、対金融機関借入金比率も重要である。後者でみても51年3月末の水準は上記対売上高比率とはほぼ同様の水準にあるが、マーシャルのkとの対応をみる関係もあり、本稿では主として対売上高比率を用いて分析することとした。

(1-1表)

資金繰り判断の要因分解

	資金繰り判断の 変化幅	説明要因			
		手元水 準判断	貸出態 度判断	前回判断 の影響	誤差
49年 I	△ 22.0	△ 8.9	△ 2.2	△ 9.7	△ 1.2
II	△ 4.0	△ 1.0	△ 0.5	△ 7.6	5.1
III	△ 4.0	△ 4.7	△ 0.3	△ 1.4	2.4
IV	△ 6.0	△ 3.7	0.0	△ 1.4	△ 0.9
50年 I	0.0	△ 0.5	+ 0.5	△ 2.1	2.1
II	+ 21.0	+ 13.0	+ 5.9	0.0	2.1
III	+ 7.0	+ 0.5	+ 4.6	+ 7.3	△ 5.4
IV	+ 6.0	+ 3.7	+ 0.5	+ 2.4	△ 0.6
51年 I	+ 8.0	+ 3.1	+ 4.3	+ 2.1	△ 1.5
II	+ 26.0	+ 7.8	+ 9.3	+ 2.8	+ 6.1

(注) 1. 要因分解に用いた計測式は次のとおり。

$$A = 0.5215B + 0.2692C + 0.3474A^{-1} + 4.0998$$

$$(6.3473) \quad (10.3004) \quad (8.4080) \quad (4.8004)$$

$$\bar{R}^2 = 0.9872$$

$$D-W = 1.9196$$

A: 資金繰り判断D. I.

B: 手元現金水準判断D. I.

C: 金融機関の貸出態度判断D. I.

カッコ内はt値

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

とは容易でないが、この「資金繰り判断」D. I. について、同調査による「手元流動性水準に対する判断」D. I. と金融機関信用のアベイラビリティをあらわす「金融機関の貸出態度判断」D. I. とを主たる説明要因とする回帰式を計測すると、過去の「資金繰り判断」D. I. の動きをかなりの程度説明できることがわかる(1-1表)。そこでこの計測をひとつのよりどころとして50年初来の資金繰り感の緩和過程をたどってみよう。

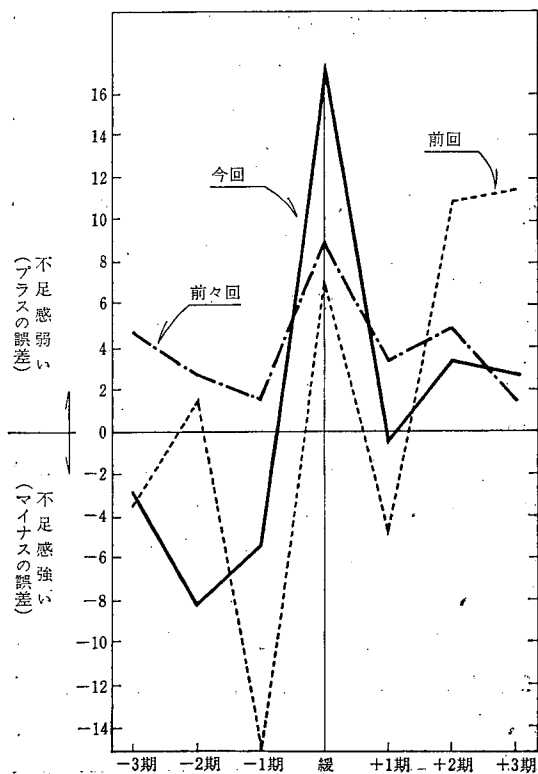
まず、引締め末期の50年1~3月は資金繰り判断の悪化が止まった時期であるが、これは手元水準判断がなお悪化を続けていたものの、引締め政策も終りに近づいて金融機関の姿勢がやや弾力化し、これを映じて貸出態度判断も若干好転したためとみられる。

4~6月には2年余にわたる強力な引締め策が

解除され、それに伴い手元水準判断と貸出態度判断の両方が大幅に好転したため、資金繰り判断も大幅の好転をみた。この時期にはこれらの要因に加え、公定歩合引下げのアナウンスメント・エフェクトにより先行きの金融緩和期待が高まったことも大きく響いたと思われる。ちなみに企業の「手元水準判断」D. I. を客観指標である現預金対売上高比率で説明する計測を行い、その誤差を過去の同一局面と比較すると(1-6図)、引締め解除の期にはいずれもプラスの誤差が発生してお

〔1-6図〕

手元流動性水準と手元現預金水準判断D. I.との乖離



今回	49/III	IV	50/I	II	III	IV	51/I
前回	45/I	II	III	IV	46/I	II	III
前々回	42/IV	43/I	II	III	IV	44/I	II

(注) 計測式は次のとおり。

$$A = 57.5381B + 0.6570A_{-1} - 64.1288$$

$$(3.4713) \quad (6.9926)$$

$$R^2 = 0.8825, \quad D-w = 1.2583$$

A: 手元現預金水準判断D. I.

B: 現預金対売上高比率

カッコ内は t 値

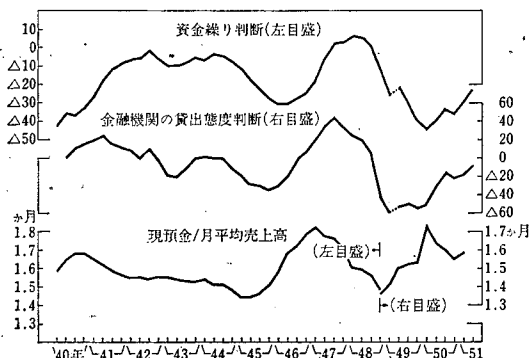
り、公定歩合引下げのアナウンスメント効果が働いていることをうかがわせるが、今回(50年4～6月)の誤差は前2回の緩和実施期に比べはるかに大きい。

7～9月以降51年1～3月までの期間は資金繰り判断が同じようなテンポで改善が続けたが、要因別にみると決して一本調子の緩和ではない。すなわち7～9月には在庫が再び積み上ったため手元流動性の回復テンポも鈍り、手元水準判断はほとんど好転しなかったが、金融機関の融資姿勢が一層弾力化したため、これが企業の資金繰り緩和感を支えた。続いて10～12月には国債の大量発行の具体化に伴い先行き金融機関が融資抑制に転じるのではないかと懸念が台頭し、これを反映して貸出態度判断は足踏み状態となったが、前期とは逆に在庫調整の進捗や輸出の立直りなどを映じて手元水準判断が好転し、これが資金繰り感の緩和を推進した。

そして51年に入ると、上記のようないわゆるクラウディング・アウトに対する懸念が一応薄らぎ、一方輸出の回復に加え、収益面もようやく底をうったことから手元水準も回復基調を続けたため、貸出態度判断と手元水準判断との両要因がそ

〔1-7図〕

中小企業製造業の資金繰り判断と手元流動性水準



(注) 48～49年にかけて不連続となっているのは、それ以前は日本銀行「中小企業短期経済観測」以後は「全国企業短期経済観測」を用いているため。

ろって緩和感を推進することとなった。さらに4～6月(5月時点での判断)には両要因とも大幅に好転した結果、「資金繰り判断」D. I. は前期比26ポイントと既往最高の46年7～9月(36ポイントの好転)に次ぐ大幅な好転となった。

この間中小企業についてみると、資金繰りの回復テンポは主要企業に比しやや緩やかである(1～7図)。すなわち資金繰り判断のボトムからの改善幅は主要企業製造業の69ポイントに対し、中小企業製造業では22ポイントにとどまっている。この理由は第1にボトムにおける資金繰りひっ迫が主要企業に比べて緩やかだったことがあげられる(注2)。第2に49年中の手元流動性が引締め期にもかわらず、主要企業とは逆に上昇しており、50年に入り金融緩和の局面でむしろ低下している事実があげられる。こうした緩和期の手元流動性水準の低下は、一部中小企業の収益悪化も響いている模様であるが、資金需要が停滞するなかで収益対策上金利負担を下げるため外部調達を極力抑制している先が少なくないことによる面が大きいと考えられる。

いずれにせよ、中小企業の「資金繰り判断」D. I. は51年2月調査までは主要企業のそれを上回っており、今回の5月調査に至って主要企業の同D. I. が△7と大幅に好転し、中小企業のそれ(△23)を初めて上回った。

## 2. 企業金融をめぐる環境変化とその影響

以上企業金融の緩和、特にその手元流動性の回

復過程を振り返ってみたが、そこにおける緩和のメカニズムには、最近における企業金融の環境変化を映じて従来にはなかった特色がみられる。以下ではその点について検討してみよう。

### (企業部門の資金不足縮小)

50年中に資金循環構造は激変した。法人企業部門の資金不足額が前年比半減したのと対照的に、公共部門のそれは前年比倍増しただけでなく法人企業部門の資金不足の2倍の規模に達した(注3)。公共部門のこうした巨額の資金不足は主として国債、地方債等公共債の発行によって充足されるところとなったが、大量の公共債発行は引締め末期から最近にかけての企業金融動向に対し総じて緩和促進的な効果を与えた。この間の企業の資金不足(50年中では5.1兆円)が減少したのは、後にみるように在庫や設備の調整局面とあって実物投資が圧縮されたため、企業収益(貯蓄)の悪化にもかかわらず投資超過幅が大幅に縮小したためである。こうした局面では、金融機関に対する企業の借入れ需要は、手元流動性補てん等のための金融投資意欲がよほど高くない限り低調なはずであり、金融機関の側では公共債を大量に引受けても企業の借入れ需要に十分応じる余力があったといえる。一方、公共債の発行代り金は財政支出(地方公共団体の支出も含む)として企業や家計に支払われ、また家計に支払われたもののうちかなりの部分は消費や住宅投資を通じて企業に還流することになる。こうした過程を経たあとの姿としては、企業の売上げに占める在庫投資や設備投資と

(注2) ボトムにおける「資金繰り判断」D. I.

主要企業製造業 △ 72(50/2)

中小企業製造業 △ 45(同上)

なお、中小企業のひっ迫度が緩やかであったのは、主要企業に比べ在庫投資が低水準だったことが主因とみられる。

在庫率の推移(「短期経済観測」ベース)

	48/12	49/12	50/3(ピーク)	51/3
主要企業製造業	1.84月	2.47月	2.64月	2.37月
中小企業製造業	1.31	1.62	1.87	1.56

(注3) 調査月報5月号所載「昭和50年の資金循環」参照。

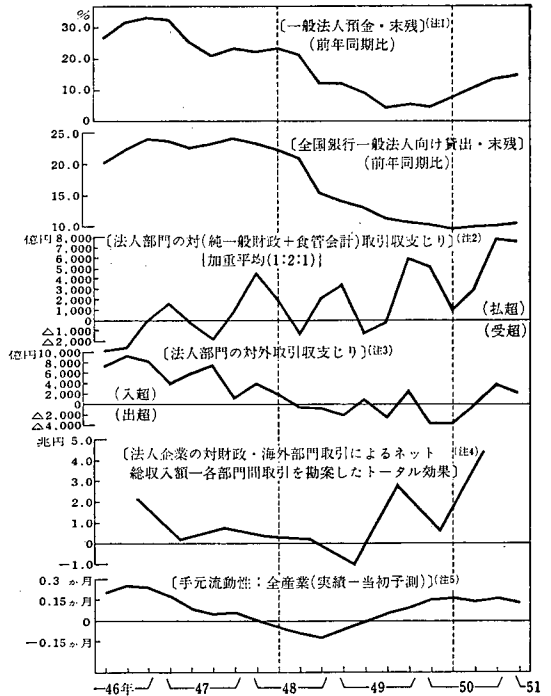
いった企業間取引(中間取引を除く最終取引)のウェイトが低下し、かわって公共部門や家計に対する売上げの比重が高まる結果、企業部門全体としては売上げから生まれる自己資金が企業投資に対して相対的に潤沢になる。資金循環勘定で現実の50年中の動きをみると、法人企業部門は18.6兆円の投資(暫定試算)に対して13.5兆円の自己資金(=貯蓄、調整項目を含む暫定試算)が発生したので、差引き資金不足は5.1兆円(前年比-49.3%)に縮小、この間外部資金の調達量は17.1兆円(前年比+6.9%)となったので、その差額は12兆円(前年比+103.9%)に達し、これを手元流動性等金融資産投資(対家計等与信超を含む)に振向けたかたちとなっている。実物投資の減少によって企業の資金負担は軽減する一方、公共債見合いの財政支出増が法人売上げの落込みを支え、結果的に企業の資金繰りを好転させることとなった。こうした傾向は49年7~9月ごろから明らかとなり、これが前述のように引締め解除以前から企業の手元流動性比率を上昇させる大きな要因となったが、財政面からの不況対策がとられ公共債の大量増発をみた50年後半からはこの傾向がさらに進んだ。

#### (公共債大量発行と企業金融の自律的緩和)

このことを確認するため、いま一般法人預金と

〔2-1図〕

#### 財政資金・海外取引の企業金融に対する影響



(注1) 日本銀行調査局推計。

(注2、3、4) 推計方法については脚注参照。

(注5) 日本銀行「主要企業短期経済観測」全産業、現預金対月平均売上高比率。

一般法人向け貸出との推移をみると(2-1図)、49年後半以降については貸出の伸びに比し預金の伸びの低いのが目立っており、貸出以外の通貨供給ルート、すなわち財政、海外取引などを通じる通

#### (注4) 2-1図の説明

- 法人部門の対(純一般財政+食糧会計)取引収支じりの推計は次のとおり。  
一般会計；租税については所得税、相続税を控除した残り、防衛関係費、公共事業費、交付金およびその他項目については、人件費ないし用地費を控除した残りを対法人収支として計上。  
特別会計；各金融公庫(住宅、農林漁業を除く)および治水等公共投資関係特別会計分については受払とも全額対法人収支に計上、このほか対法人の受けとしては運用部、保険・国鉄・電電公社のうち個人料金収入等を推計し控除した残り、等を計上。対法人の払いとしては住宅・農林漁業金融公庫の全額、国鉄・電電公社のうち人件費を推計し控除した残り等を計上。
- 国際収支の対法人収支じりのうち、主要項目は次のとおり。  
貿易収支；輸出および輸入ユーザンス決済額。  
貿易外収支；政府取引および旅行収支の払い等を控除した残り等。  
資本収支；インバクトローン、外債、直接投資分。  
短資、誤脱；輸出前受金等。
- トータル効果の算出について；間接的な資金の流れのうち主たる部分は法人から個人への支払い(人件費が中心)および個人から法人への支払い(法人の売上げとして計上されるもので個人消費および住宅投資が中心)であるが、ここではこうした部門間取引が等比級数的に繰返され期中に収束し終るものと前提し、各期の平均的な売上高人件費比率、消費性向(住宅投資を含む)を用いて全効果を算出した。

貨供給の増加を物語っている。こうした通貨供給がどの程度企業金融をうるおすことになるかを定量的にはあくするのは困難であるが、あえて大胆な仮定をもとに財政および対外取引を通じる一般法人部門への直接的な資金流入(超)額を試算すると(2-1図、法人部門の対(純一般財政+食管会計)取引収支じりおよび法人部門の対外取引収支じり)、49年第4四半期以降財政部門からの流入増が目立ち、最近では特にそれが大きくなっているうえ、海外部門からの流入も増えており、これらがその時期の一般法人預金の増加に大きく寄与したことがわかる。次にこうした直接的な流入のみならず、家計や地方公共団体を含む各部門間取引をも勘案して、一般法人部門への流入超額全体を同じく大胆な仮定をもとに試算してみると(2-1図、トータル効果)、上記直接流入超額の場合とほぼ同様な動きとなることがわかる。なお企業の手元流動性について当初予測(約5か月前)と実績とを比較してみると(2-1図、手元流動性)、海外短資の流入が大きかった46年および上記の49年後半以降の時期には実績が予測をかなり上回る好転を示している。財政および海外取引を通じる資金の流入は個々の企業にとっては予見し難いものであり、それだけにこうした流入があった場合には資金繰りが予想以上に改善することを通じて心理的にかなりの緩和要因となると考えられる。

## む す び

48年末来の景気後退局面では企業金融は引締め下での在庫の著増によって過去に例をみない程のひっ迫となったが、在庫調整の進展や引締め政策の解除に伴って緩和に転じた。その後財政資金の流入が続くなかで金融機関の融資態度が漸次弾力化し、50年末ごろからは輸出代金の受取増も加わったため、最近の企業の手元流動性は総じてみればほぼ適正な水準を回復したものと考えられる。この間国債等公共債の大量発行は、企業投資の停滞下において総じて企業の資金繰りを好転させる要因として働いた。こうしたマネーフローの変化は50年中円滑に進み、ひところ喧伝された民間資金需要のクラウディング・アウト懸念もこれまでのところほとんど現実のものとはなっていない。

企業流動性の水準や資金調達環境、資産運用状況等を総合的に勘案すると、金融の緩和がかなり進展した現状の下においてもいわゆる「過剰流動性」の状態は生じていないとみられる。ただ先行き民間資金需要が盛上ってくるような状態で公共債の大量発行が続いていると、通貨供給の行過ぎが生じる恐れが強いので、その場合には金利機能を活用しつつ公共部門と民間部門の資金需要を総合的に調整する必要がある。