

## 今回緩和局面における企業金融の特色

### 〔要 旨〕

企業金融は、長期にわたった引締めによる厳しいひっ迫を経て、50年初ごろからは緩和の局面に入り、企業の手元流動性も全体としてみればほぼ適正水準に復しているが、この過程を企業の資金運用、調達の内容や企業間の跛行性といった点に即してみると次のような特色がうかがえる。

今回の不況の過程において、企業収益の悪化による自己資金調達の減少は企業の資金繰りを圧迫する大きな要因となったが、これとほぼ時を同じくして在庫投資が急減し、これに設備投資の減退が加わって企業の実物投資のための資金需要は大幅な減少を続けたため、資金繰りの圧迫はその限りで緩和された。しかもこの間に国債の大量発行に裏付けられた財政支出が拡大し、この資金が売上げを通じて企業部門へ流入したので、従来の同一局面とは異なり金融緩和政策実施前から企業の手元流動性の回復が始まり、さらに政策転換後も手元流動性の積上りを着実に進める要因として働いた。これを金融資産の運用面からみると、まず最初に現預金水準の回復、続いて拡販目的の企業間信用(与信超)の拡大がはかられ、51年に入ってからには特に余資運用としての有価証券の増加が目立つ。

この間、業種別に資金繰りの緩和度合をみると、50年初以降、跛行性の拡大が顕著となってきた。初期の段階における跛行性は主に在庫調整の遅速を映じたものであり、在庫の調整に早く踏切りその圧縮に成功した家電等では資金繰り好転が著しい反面、調整に出遅れた鉄鋼、化学などでは資金繰りは依然繁忙を続けた。50年後半以降は輸出や収益の復調いかんが資金繰りに大きく響いており、両者ともに好調な自動車、家電の緩和が目立っている。しかし今後はこれ等の部門で設備投資が活発化し、その影響が緩和の遅れている設備ないし素材関連部門に及ぶならば、それ等部門の内部資金(収益)の増加が進み、資金繰りの業種別跛行性もしだいにならされることとなろう。

## 〔目 次〕

### はじめに

#### 1. 企業金融の一般的動向

(内部資金の減少を上回った実物投資の減退)

(金融資産運用の増加と資金調達の落着き)

#### 2. 業種間の跛行性

(資金繰りの跛行性拡大)

(跛行性の背景)

#### む す び

### はじめに

今回の金融緩和局面においては、企業投資が長期にわたり停滞した反面、国債の大量発行に裏付けられた財政支出が企業の売上げを下支えたため、企業の手元流動性の補てんは内部資金の面からも順調に進み、最近の手元流動性はほぼ適正な水準に復したとみられる。このことは、すでに本調査月報の前月号で指摘<sup>(注1)</sup>したが、以下の調査

は、こうした手元流動性の回復過程を含む企業金融全般の動向とその特色を明らかにするため、企業部門全体および主要業種について、実物投資、金融資産運用および資金調達の推移を調べ、相互の関係を検討したものである。

#### 1. 企業金融の一般的動向

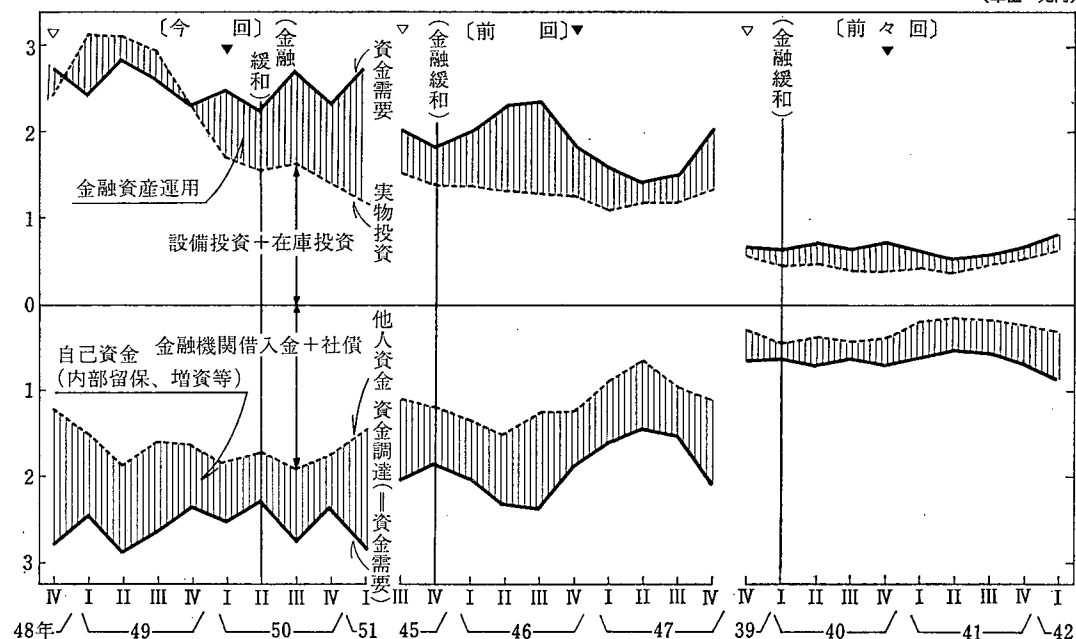
(内部資金の減少を上回った実物投資の減退)

はじめに日本銀行「主要企業短期経済観測」ベ

〔1-1図〕

主要企業の資金需要と調達(期中増減額)

(単位・兆円)



(注) 1. 景気のピーク(今回は鉱工業生産を基準)後9四半期の推移を比較。▽は景気のピーク、▼は景気のボトム。

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測」全産業、季節調整済み(社債を除く)。

(注1) 日本銀行『調査月報』6月号「企業の手元流動性の回復について」参照。

ースの全産業について、資金需要(実物投資+金融資産運用)と他人資金(金融機関借入金+社債)の差額である自己資金(増資+内部資金)の推移をみてみよう。

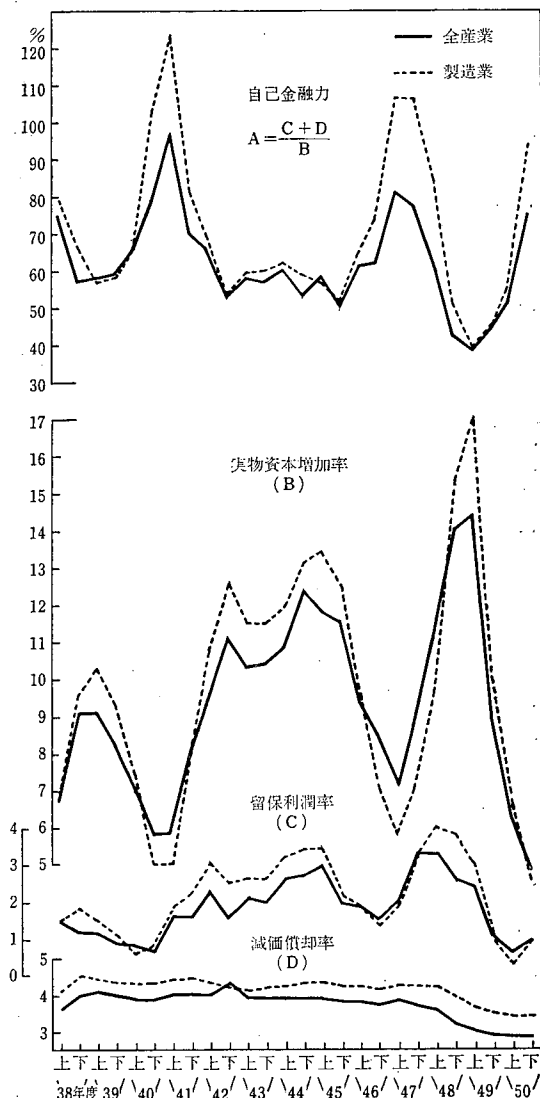
1—1図に示したように、自己資金は49年末以降50年いっぱい前は前回の同一局面を下回る水準に落込んでおり、その分だけ外部依存度が高まっている。もっとも自己資金のうちの増資は前回局面に比し概して高水準に推移しており、従って自己資金の今一つの構成要素である内部資金が前回に比しさらに低水準となっており、むしろ前々回(40年不況時)の水準に近いものと推測される。こうした内部資金の低迷は今回不況局面における収益の著しい悪化を映じたものである。

このような収益の悪化というまでもなく企業の資金繰り圧迫要因であるが、他方では景気の落ち込みの過程で生じた実物投資の減退が大きく、これに伴う資金繰り緩和要因がこれを上回って大きかったため、企業金融はむしろ緩和の足取りをたどった。この点をみるため、実物投資の動きを追うと次のとおりである。

まず在庫投資の動向をみると、48年後半から49年にかけて在庫が急増したが、この期間の在庫急増のうち少なくとも49年1～3月までは企業が価格の先高予想から意図的な在庫積上げをはかったものと考えられる(注2)。これを資金面で可能にしたのは借入れの増加と、金融資産運用の圧縮であった。その後、在庫の過剰感が急速に高まり企業は減産等により在庫の圧縮に努めたわけであるが、最終需要の減退から結果的には49年中はなお在庫が積上り、その分だけ借入れの高水準と金融資産運用の圧縮を余儀なくされた。そして49年末から50年初にかけての生産の抑制によりようやく在庫

〔1—2図〕

### 企業自己金融力の分解



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」による。ただし、50年度については同行「主要企業短期観測データ」により推計。

$$\begin{aligned}
 \text{自己金融力} &= \frac{\text{内部留保} + \text{引当金} + \text{減価償却}}{\text{設備投資} + \text{在庫投資}} \\
 &= \left[ \frac{\text{内部留保} + \text{引当金}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} \right] (C) \\
 &\quad + \left[ \frac{\text{減価償却}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} \right] (D) \\
 &\quad + \frac{\text{設備投資} + \text{在庫投資}}{\text{有形固定資産} + \text{減価償却} + \text{棚卸資産}} (B)
 \end{aligned}$$

調整が大勢としては終了し、他方金融資産運用は

(注2) 49年2月の日本銀行「主要企業短期経済観測」では、製商品在庫を「不足」～「やや少なめ」とみる企業が全体の4割を占め、ディフュージョン・インデックス(「過大～やや多め」とみる企業の割合から「不足～やや少なめ」とみる企業の割合を差引いたもの)でみても425と不足感が強かった。

回復に向った。こうした実物投資の動きを内部資金との関係からみるため、設備投資および在庫投資を内部資金でどの程度賄ったかといういわば自己金融力をみると(1—2図)、収益悪化から留保利潤率はかなり低下したものの、前記のとおり在庫投資の急減を反映して実物資本増加率がこれを上回る大幅減少をみたため、49年度下期以降自己金融力は上昇に転じた。こうした傾向は過去においてもみられ、実物資本増加率が落込みをみた40年度下期～41年度上期および47年度上期には自己金融力が上昇している。ただこれらの時期には留保利潤率も同時に上昇したため、自己金融力の上昇角度は極めて大きかったが、今回は50年度上期まで留保利潤率は低下しており、そうした中で自己金融力の回復が生じたことが特色といえよう。

#### (金融資産運用の増加と資金調達の落着き)

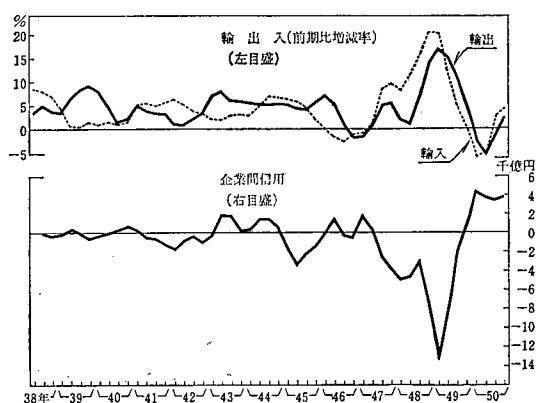
次に企業の金融資産運用と他人資金調達がどのように推移したかを追ってみよう(1—3図)。まず金融資産運用面からみると、過去の2局面では金融政策の緩和実施後に金融資産運用合計額が増加に転じているのに対し、今回は金融緩和実施期に1四半期先行して増加したのが目立つ。これは引締め期に圧縮された手元流動性を補てんする際、従来は金融政策による資金調達環境の変化という資金供給要因が支配的であったのに対し、今回は在庫投資の圧縮に伴い資金需要が減退すると

いった資金需要面の事情が強く働いたことを反映するものといえよう。

ここで金融資産運用の内訳をみると、まず企業間信用の与信超は50年1～3月にかかなりの増加となったが、これは主として輸出入がともに減少したことによるものといえよう(注3)。しかしその後50年7～9月には輸入が増加、また10～12月には輸出入とも増加したのにもかかわらず与信超が増加を続けた背景には、金融緩和と実物投資の減少傾向を背景に、資金調達力に自信を深めた企業が受取条件の悪化を覚悟のうで売上げ拡大をはかり始めたことを示すものであろう。

次に手元流動性の構成要素として最近重要性を増している短期所有有価証券の動向をみると、48年4～6月以降7四半期連続の減少(売却企業にとっては資金調達)のあと、50年1～3月以降増加に転じている。この間の累積減少額は約9千億円に及んでおり、前回局面ではこれが50億円程度の減少であったことと比較すれば、48年以降の引締め期における資金繰りの苦しさがいかに大きかったかがわかる。この間条件付債券売買市場(現先市場)では、引締め期中企業の売却(資金調達)が増加するにつれてレートは急上昇し49年3月には19.7%に高騰した。20%近い調達金利は金融機関からの借入れ金利をかなり上回るものであったが、限界的にせよこうした高い金利での調達を余

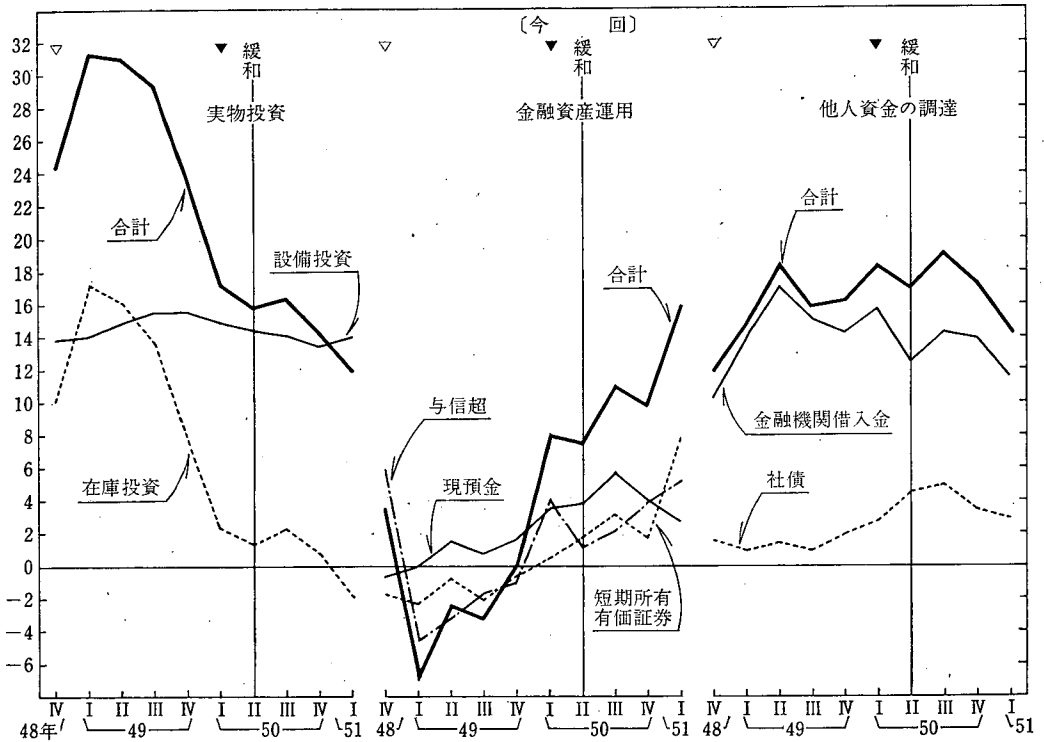
(注3) 与信超の動きには対内取引のみならず、対外取引もかなり影響している。すなわち、輸出は回収条件が良いので輸出が増えるときには売上債権の比率が低下し、また輸入は概して支払期間が長いので輸入が増える時には買入債務が増え、ともに与信超の減少要因として働く。過去の推移をみても与信超増減は輸出入によってかなり説明できることがわかる。



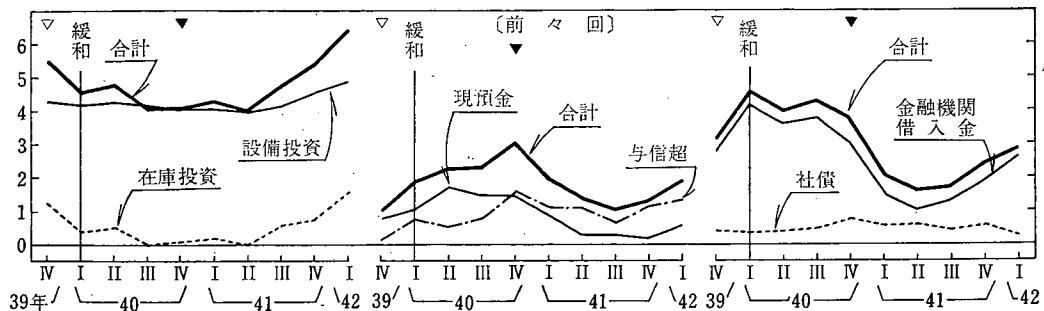
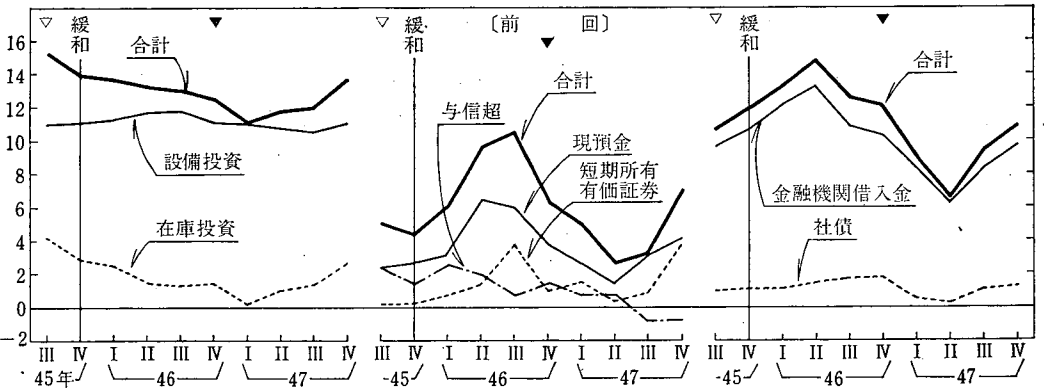
〔1-3図〕

## 企業の投資および調達

(単位・千億円)



(単位・千億円)



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」全産業ベース、季節調整済み。

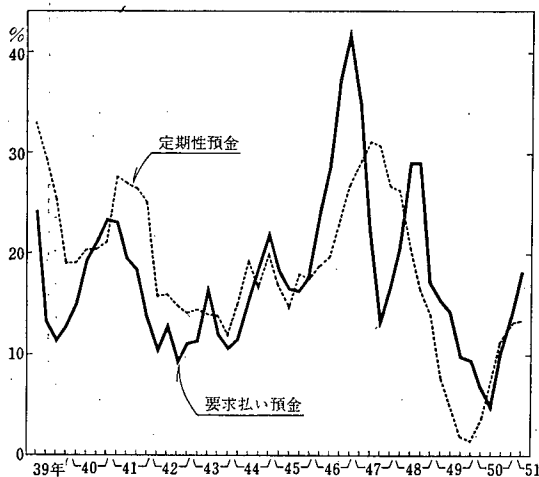
2. 景気のピーク以降9四半期(今回は鉱工業生産を基準)の推移。▽印は景気のピーク、▼は景気のボトムをそれぞれ含む四半期。

儀なくされたことは、インフレ心理を急速に冷却させ、企業の在庫調整を促進させる効果をもったとみられる。その後企業や金融機関の売却が峠を越すにつれて債券流通レートは低下したが、50年夏ごろまでは総じて10%を超える水準で推移したため、手元に余裕が生じた企業はしだいに債券運用を増加させた。50年秋以降もこうした傾向が続き、51年1～3月には金融資産運用の過半を占めるに至った。もっとも後にみるような資金繰りの跛行性を映じて、緩和後も現先市場等での資金調達をはかる企業が少なくなかった。

最後に手元流動性の大宗をなす現預金の動きをみると、48年から49年にかけては純減ないし小幅の増加にとどまったのち、50年に入ってようやく本格的な積増しとなった。もっともその内訳を要求払い預金と定期性預金の前年比によってみると(1-4図)、今回緩和局面では定期性預金が要求払い預金に2四半期先行して上昇に転じたのが目立つ。これまでの緩和局面では海外短資の流入(46年)や投機(48年)にかく乱された時期を除くと、一般に要求払い預金が先行(40～41年)ないし両者が一致(42～43年)していた。これは従来は実

〔1-4図〕

一般法人預金の形態別推移(前年比)



(注) 44年第4四半期以降は期中3ヵ月末残高平均の前年比、同四半期前は期末残高の前年比。一部日本銀行調査局推計。

物投資の期待収益率が高く、反面企業流動性の水準は低かったので、企業の預金保有も資産動機によるものは少なく、取引動機による流動性預金の保有が中心であったため、金融緩和が十分に浸透するまでは定期性預金の積増しは起らなかったとみられる。これに対して今回は、景気がボトムを過ぎて資金需要が鎮静化し、手元の積上りが始まると、まず高利子の定期性預金が積増され、次いで景気が回復し取引需要が増加するにつれて要求払い預金が増加するというパターンを示した。

以上のような金融資産運用に対し、他人資金の調達面ではどのような特色がみられるであろうか(前掲1-3図)。金融機関借入金の中増加額は49年4～6月をピークに漸減傾向にはあるがなお水準は高く、他方社債は社債発行額調整により繰延べられてきた案件が遅れて発行に至ったことや、大口融資規制の実施が社債増発を促したことなどから50年に入ってむしろ増加している。この間実物投資はすでにみたように大幅に減少しているため、こうした他人資金調達の高水準持続は、収益減に伴う自己資金調達の減少を補てんするだけでなく、金融資産の増加に振向けられることになった。こうして企業の手元流動性は回復し、本年4～6月期にはほぼ平常時の水準に復したので、今後は、企業の実物投資が本格的に向上くまでの間、他人資金調達は当分沈静傾向を続けるものと見込まれる。

## 2. 業種間の跛行性

以上主として主要企業の全産業ベースで企業金融の推移をみてきたが、次に業種別の動向をみることにしよう。

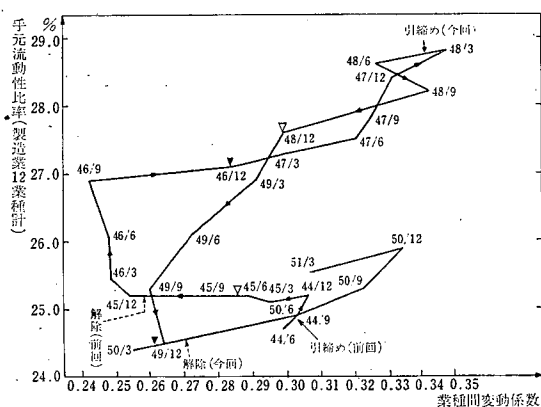
### (資金繰りの跛行性拡大)

50年央以降企業の資金繰りについては跛行性の拡大が目立ってきた。この点を明らかにするために、まず製造業の12業種について現預金対借入金

比率の変動係数(標準偏差÷平均値)をとると、50年3月をボトムに急テンポで増加しており、跛行性拡大を裏付けている。そこで製造業全体の手元流動性水準と業種間変動係数との関係をたどって跛行性拡大の背景を探ってみよう(2-1図)。前回引締め時には、引締め実施後3ヵ月経過した44年12月以降製造業全体の手元水準はほぼ不変のまま業種間跛行性が縮小、次いで45年10月に引締めが解除されると全体の手元水準は回復したが跛行性はさらに縮小、景気がボトムをうった46年12月以降跛行性が急速に拡大するという推移を示した。これに対し今回局面では48年初の引締め時点での手元水準が非常に高かっただけにその後引締めの浸透につれ、全体としての手元水準も業種間跛行性もともに低下するという経過をたどり、景

〔2-1図〕

手元流動性と業種間跛行性の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

$$2. \text{変動係数} = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}}{\bar{x}}$$

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

3. ▽は景気のピーク、▽は景気のボトム  
(今回は鉱工業生産を基準)

気が回復に向い引締めも解除されたあと50年央以降になって手元水準、跛行性ともに上昇するという推移となった。この間50年3月から12月にかけての推移が前回局面の46年9月から47年12月にかけての動きに酷似している点から判断すると、業種間の資金繰りの跛行性は景気がボトムをうって回復に転じる局面で強まる傾向があるといえそうである。もっとも51年1～3月には全体としての手元流動性水準、跛行性とも一転減少したが、これは景気回復が進み各業種おしなべて売上げが急増したことを反映した面が強い。

### (跛行性の背景)

50年中のような景気回復の初期に資金繰りの跛行性が生じるのは、主として在庫投資を中心とする実物投資の動きや収益状況等を反映したものであるが、この点を業種別にやや詳しくみてみよう(注4)(2-2図)。

業種別に資金繰りの繁閑の背景となっている事情をみると、自動車、家電については、まず在庫調整の進展(特に電気機械は50年上期に急速に進展)、次いで収益の好転(自動車は50年上期以降、電気機械は50年下期に好転)が挙げられ、その結果、金融機関借入金金は純減(電気機械)ないし増加額の大幅減少をみている。これに対し非鉄、石油の両業種では在庫調整はある程度進んでいるものの、反面で収益の大幅悪化に伴う自己資金調達の下下が大幅であったため、資金需要のほとんどを金融機関借入れで賄い、期によっては資金需要を上回る調達(赤字に伴う資金不足を借入れでカバー)すらみられている。従ってこうした業種では現預金等の積上りが遅い。

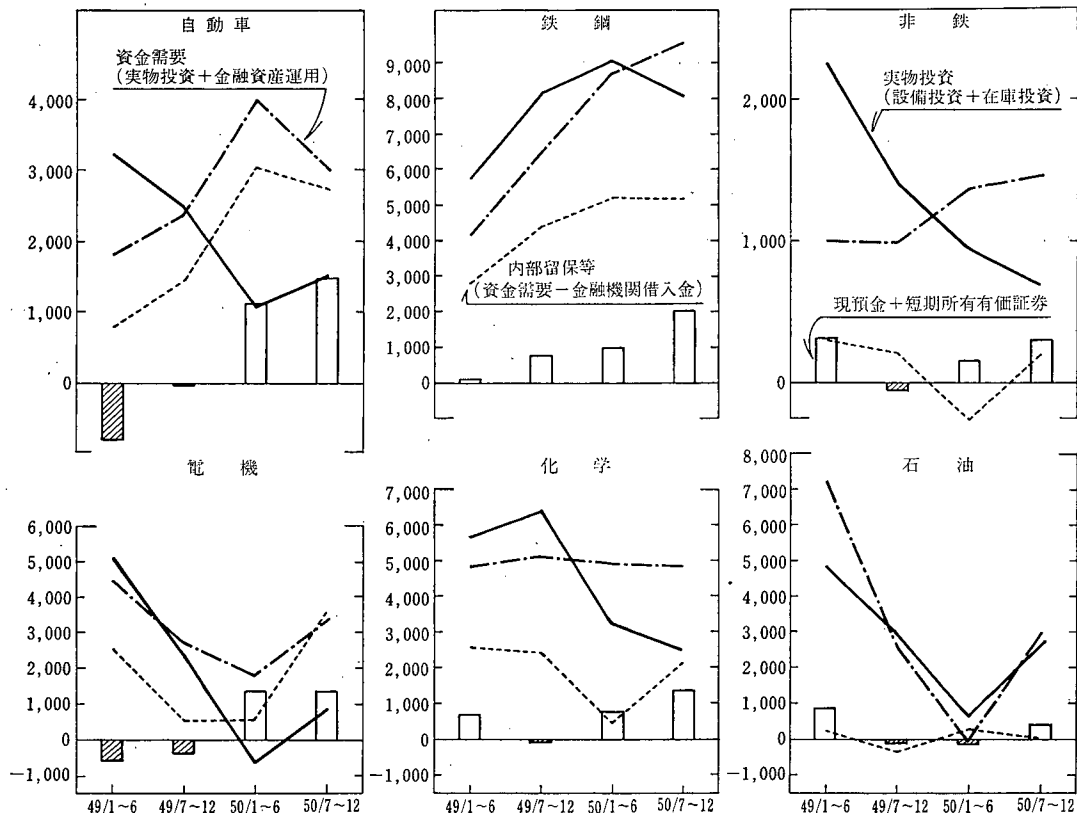
鉄鋼、化学については在庫調整は他業種に比べ

(注4) ここでは資金繰りが比較的楽な業種として自動車および電気機械、かなり苦しい業種として非鉄および石油、両者の中間として代表的素材業種の鉄鋼および化学、を対象として、実物投資(設備投資+在庫投資)、資金需要合計(実物投資+金融資産運用)、金融機関借入金、内部留保等自己調達および社債等(資金需要合計より金融機関借入金を差し引いて算出)、現預金および短期所有有価証券(以下現預金等と略)の推移(いずれも暦年上・下期中増減額)をたどってみた。

## 〔2-2図〕

## 業種別資金需要と調達（期中増減額ベース）

（単位・億円）



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

やや出遅れており、鉄鋼などでは50年下半期になつてようやく在庫の積増しテンポが鈍化した。これに加え収益面でもまだまだ低迷が続けているが、銀行借入れの受信能力が高く、また社債発行によりかなりの資金調達を行い得たこと（鉄鋼の50年下半期における借入金以外の調達約2,600億円中社債発行によるものが1,900億円、化学では同じく約2,300億円中800億円に達する）および50年末ごろから輸出代金の流入も増加したこと等が資金繰りの好転要因として働いた。

次に公共投資の増加が業種別の資金繰り状況に与える影響について考えてみよう。前述のとおり、個人消費や民間設備投資ないし輸出などの需要項目では比較的広範囲の業種が売上げの対象と

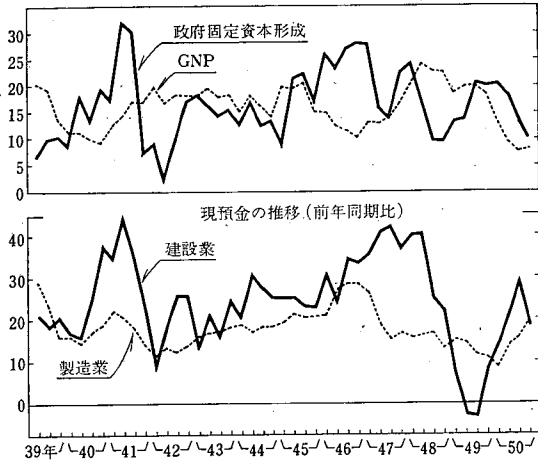
なっているのに対し、公共投資についてはほとんどが建設業を直接の窓口としている。その結果過去の推移をみても、政府固定資本形成の伸びがGNPの伸びを上回った時期には、建設業の現預金の伸びが高まるという傾向が現れている（2-3図）。今回局面については政府固定資本形成がGNPの伸びを上回った期間は過去の循環局面に比べまだ取りたてて長いわけではなく、従って企業金融面にも循環要因以上の影響を与えているか否かは断定できないが、今後さう勢的に公共投資の比重が高まる場合には少なくともイニシャルな効果として建設業の資金繰りを相対的に好転させる傾向が出てこよう。なお公共投資からの2次的な波及効果の大きい鋼材、セメント等の産業分野にお



〔2-3図〕

### GNPおよび政府固定資本形成の 推移(名目、前年同期比)

(単位・%)



(注) 1. GNPは「国民所得統計」による。  
2. 現預金は「法人企業統計」による。

いては、今次についてみる限り、不況による資金繰り悪化の影響の方が大きく、資金繰りの好転は

他産業に比べむしろ遅れ気味となった。

### む す び

以上検討したように、企業金融は跛行性を内包しながらも全体として緩和の度合を強めている。今後企業金融がいつ引締まり基調に転じるかは、実物投資なканずく設備投資の動向次第である。当面は上記のように資金面で余裕含みの業種において設備投資が積極化する公算が大きいとみられるが、そうした動きが起これば資金の流れは現在緩和の遅れている設備ないし素材関連業種を潤し、資金繰りの跛行性を縮小する結果となろう。さらに設備投資が各業種で増加するような状況となれば、公共債の大量発行とも絡んで、資金需要の競合は避けられず、これに対する総合的な調整が必要となろう。