

今次企業金融緩和の特色について

— 企業の資産選択行動の変化を中心に —

【要 旨】

1. 今回金融緩和の企業金融面への浸透過程をふりかえてみると、51年末まではこれまでの緩和期にみられたパターンとほぼ同様の足取りをたどった。すなわち50年から51年初めにかけて、企業の手許現預金の回復、余資運用を目的とする有価証券投資の増大、金融機関借入の増勢鈍化など金融緩和期前半に特有な金融資産・負債調整の動きがみられ、51年初めから末にかけては緩和の影響が企業の実物投資面へと波及し、在庫投資がやや増加した。しかしながら、過去の緩和期と異なり、今回の場合、在庫投資の回復は短命かつ微弱に終り、設備投資の拡大をてこととする景気の本格的な上昇につながらなかったため、52年以降企業は新たな環境に対応した金融資産・負債の再調整を迫られることとなった。こうした意味で52年以降の状況は、これまで経験しなかった新たな緩和局面として特色づけることもできよう。
2. 52年以降の緩和過程では、企業金融面に幾つかの特徴的な動きがみられた。まず第1に、借入金抑制の動きがこれまでに例をみないほど強まった。これは実物投資の停滞を背景に企業の資金需要が大幅な減少を続けたことに加え、石油危機後の収益低迷から、企業が借入金圧縮による金融収支の改善を強く指向することになったためである。第2に、企業の手許現預金は緩和期としては異例の低水準にとどめられた。これは借入抑制に伴い、借入残高に対する比率を落さないで済む現預金の水準が低下したことや、短期保有有価証券など現預金以外の流動性資産の比率をふやしたことによるほか、企業の売上げ内容のうち輸出や官公需の占めるウエイトが増大した結果、売上代金の回収が短期かつ確実になり、必要手許水準が下がったこととも関連している。従って現預金の圧縮はこうした輸出、官公需関連産業で特に顕著な進展をみた。第3に、企業の金融収支重視姿勢を反映して現預金に比し相対的に利回りの良い債券投資が飛躍的な増加をみた。特に債券投資が一部企業の行ういわば特殊な運用形態でなく幅広い業種に及ぶ全般的な動きとなったこと、投資の形態が現先市場に対する投資にとどまらず、キャピタル・ゲインをねらった短期の無条件売買にも積極的に向いはじめたこと等が特徴である。
3. 企業金融面におけるこうした変化は減速経済への移行に伴う法人企業部門の資金不足縮小、景気浮揚のための公共投資拡大による財政部門の資金不足拡大など実体経済構造の変動に根ざしたものであると同時に、企業が収益維持のために減量経営の一環として金融収支の改善を従来になく重視しはじめたことなど、企業の主体的な資産選択行動が経済環境の変化に対応して変ってきたことによるところも大きいといえよう。そうした意味で企業金融面のこれらの特徴は、必ずしも緩和期における特殊かつ一時的な現象にとどまらず、底流としては、将来にわたって継続する性格のものとするべきである。
4. 最後に企業金融面の変化が今後の広義金融市場に及ぼす影響についてみると、財政部門等からの資金流入傾向が持続する限り、かつてのように企業の借入需要が急激に増加する事態は予想し難い反面、証券市場への企業余資の流入は今後も継続するとみられる。このように企業金融が借入市場のみならず証券市場ともこれまで以上に深く関わりあってくると、金融政策の面でも各市場の有機的、かつ弾力的な金利変動によって企業の資産選択行動に、早めかつ円滑に影響を及ぼすことが必要とされよう。また当面大量の公共債発行の持続が避けられないとすれば、マネーサプライへの増加圧力を抑えつつこれを円滑に消化していくためには、発行条件の弾力化や満期構成の多様化等を通じ、企業を含めて安定した公共債の投資層を育成していくことが重要であろう。

〔目 次〕

はじめに

1. 今次企業金融緩和浸透過程の特色

(金融緩和と手許流動性の回復)

(金融緩和の実物投資への波及)

(緩和の二次的進展)

2. 企業の資産選択行動の変化

(1) 借入の抑制

(借入金残高の推移)

(借入依存度の業種別跛行性の拡大)

(2) 手許現預金の圧縮

(手許現預金対売上高比率の推移)

(手許現預金適正水準の下方シフト)

(現預金適正水準下方シフトの背景)

(3) 有価証券投資の増加

(債券投資の増加と広範化)

(債券投資積極化の背景)

3. 今後の展望

(付) 統計的検証

はじめに

今回の金融緩和は50年春以来すでに3年半におよび、これまでになく長期のものとなっている(第1表)。これはいうまでもなく石油危機後のいわば構造的不況を反映して景気の回復力が極めて鈍く、政策的にも積極的な緩和政策が続けられているためである。こうしたなかで、企業金融面に着目すると、特に昨年以降従来の金融緩和局面ではみられなかったいくつかの特徴があらわれ、企業行動の面にしだいに定着しつつあるようにうかがわれる。

この調査は、今次金融緩和の浸透過程においてあらわれたこうした特色を過去の緩和局面と比較し特に企業の資産選択行動の変化について若干の考察を試みたものである。

(第1表)

金融緩和期間の比較

公定歩合 引下げ時期	同 引上げ時期	緩和期間
37年10月	39年3月	17ヵ月
40年1月	42年9月	32ヵ月
43年8月	44年9月	13ヵ月
45年10月	48年4月	30ヵ月
50年4月		53年10月で 42ヵ月

1. 今次企業金融緩和浸透過程の特色

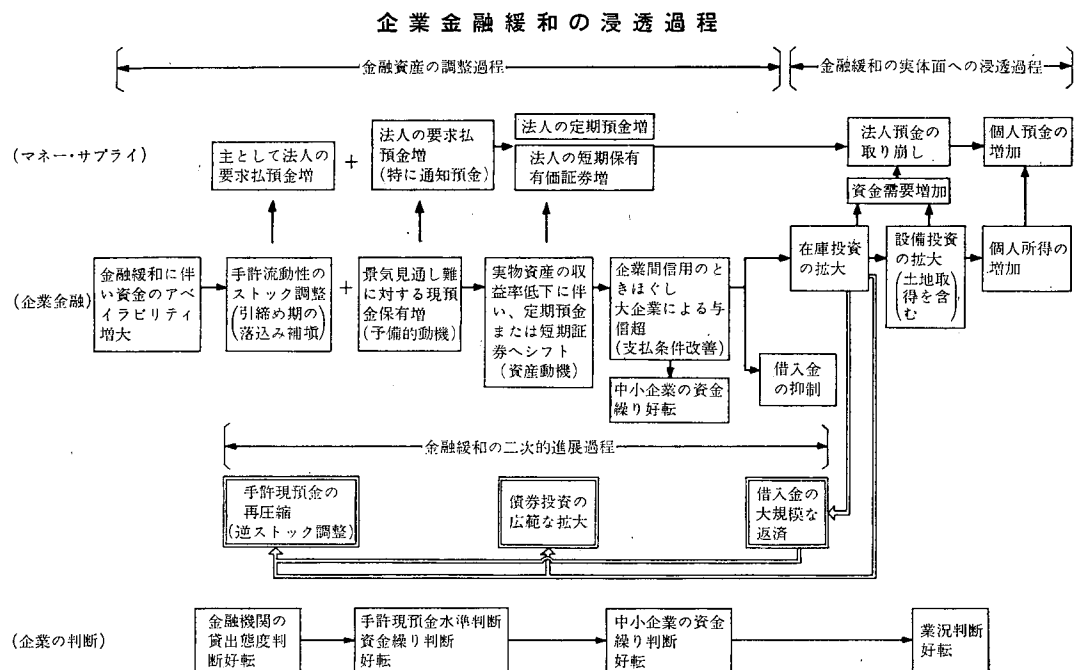
今回の緩和過程における企業金融の特色を探るため、まず過去におけるいわば典型的金融緩和の浸透過程と比較しながら企業金融面の変化をたどっていくこととしよう。

(金融緩和と手許流動性の回復)

第1図は従来の金融緩和局面にみられた企業金融面の変化を典型的に単純化し、これをフロー・チャートとして示したものである。図でみるとおり企業金融緩和の浸透過程は、緩和政策が企業の金融資産(特に手許現預金)の回復に寄与していく前半の段階と、緩和の影響がしだいに実物投資にまでおよんでいく後半の段階に二分して考えることができる。ここでは、まず緩和期前半の動きについてみてみよう。

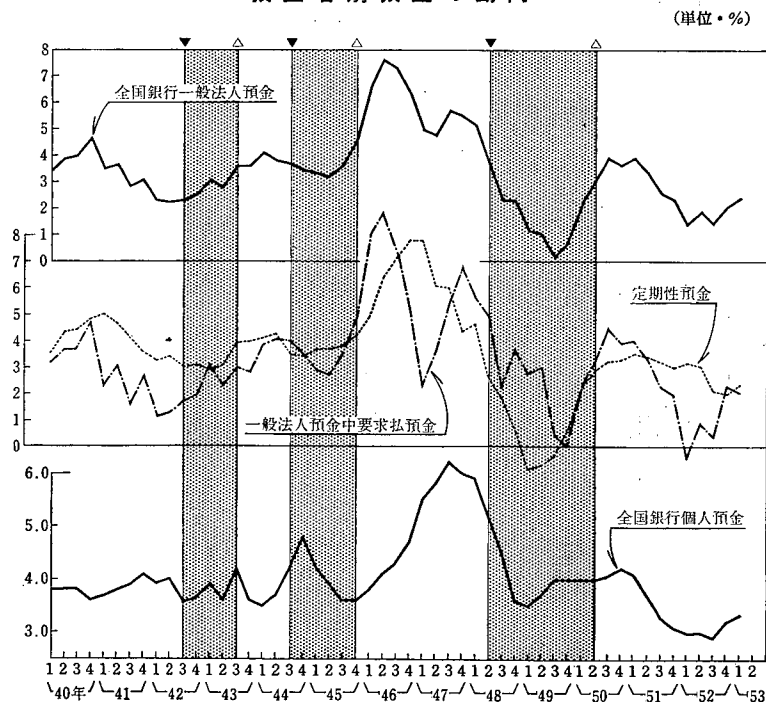
金融政策が引締めから緩和に転ずる時期に企業金融面にまず最初にみられる変化は、企業の手許流動性回復の動きである。預金者別預金の動向をみても(第2図)、過去の金融緩和初期には、いずれの場合も一般法人預金の伸び率が高まっており、預金種類別にはまず要求払預金、ほぼ同時ないし若干のラグを置いて定期性預金の増勢が強まっていることが読みとれる。これは企業が引締め期間中意図に反して低水準に落込んだ手許現預金の回復を図る(手許流動性のストック調整)とともに

〔第1図〕



〔第2図〕

預金者別預金の動向



- (注) 1. 「全国銀行預金者別預金統計」調査。
 2. 季節調整済み3期移動平均値の前期比。
 3. 含み貸出による影響調整済み。
 4. ▼は金融引締め、▲は金融緩和。

に、景気停滞下先行き生じ得る不測の事態に備え手許水準を高めて保持しようとする(予備的動機による通貨保有)ためである。また企業の手許預金の積増しには、実物資産の収益率低下を背景に企業の資産選好が実物資産から金融資産にシフトすること(資産動機に基づく通貨保有)によってもたらされる側面もあると考えられよう。

金融緩和の前半において企業金融面にみられる動きは、手許現預金の変化にとどまるわけではない。40年代以降の緩和期においては、現預金の積上げと並んで短期保有目的の有価証券投資も漸増傾向を

示している。一方企業の実物投資が低迷する状況の下で借入は増勢鈍化に転じ、大企業の企業間信用与信超額が拡大に向う。このような過程を経て企業の資金繰り判断はしだいに改善し、金融緩和は中小企業段階を含め全面的な浸透をみることになる。日本銀行「主要企業短期経済観測」調査によって企業の資金調達・運用および手許流動性の推移をみると(第3図)、前回緩和期前半の45年後半から46年中にかけて、①手許現預金の増増し、②短期保有有価証券の増加、③大企業の与信超額

の拡大、④企業借入(社債を含む)の増勢鈍化など、以上に述べた一連の現象が生じており、今回緩和期においても50年から51年初めにかけて全く同様の動きがみられている。

(金融緩和の実物投資への波及)

緩和の前半の段階において、企業が上にみたような金融資産・負債の調整を完了したあと、後半段階には、緩和の影響はしだいに企業の実物投資へと波及していく。高度成長期の緩和局面では、まず在庫投資の回復が始まり、これが設備投資の拡大を呼び起すことによって景気が上昇に転ずるのが通常みられるパターンであった。この過程では前掲第2図に示された過去の緩和期の例でみるとおり、企業の資金需要増加に伴う手許現預金の取崩しを映じて法人預金の伸び率が鈍化する一方、実体経済活動活発化による所得の増加を背景に個人預金の増勢が高まるケースが一般的であった。こうして企業投資が拡大テンポを速めていくにつれ、景気の行過ぎに対する懸念からやがて金融政策が緩和から引締めへ転換され、企業金融の緩和過程もいわば一つのサイクルを終了することとなった。

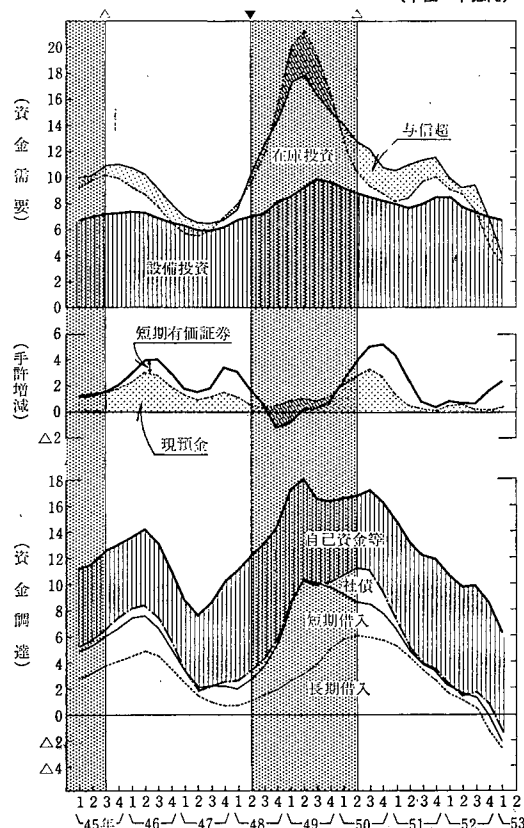
ところが、今回の緩和局面では、金融緩和の実物投資面への波及は従来のようなかたちで進行していない。主要企業の資金調達・運用状況(前掲第3図)からみると、51年に入って企業の在庫投資はわずかながらも回復に転じ(注1)、これを主因に企業の資金需要が増加し、手許流動性も取崩しに向うなど前回緩和期の後半にあたる47年央後の動きと類似した現象がみられた。

しかしその後の動きは従来の例に比べ次のような点で大きな相違を示している。まず第1に51年中の在庫投資の回復が短命かつ微弱なものにとどまった。第2に従来の緩和時には在庫投資の増加

〔第3図〕

企業の資金需要・調達状況(製造業)

(単位・千億円)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。
2. いずれも季節調整済み3期加重移動平均ベース(ウェイトは1:2:1)。
3. ▽は金融引締め、△は金融緩和。

(注1) 51年中企業の在庫投資は年間を通じて緩やかな増加傾向を示したが、前半の増加が輸出等を中心に企業の売上げが回復するなかでの前向き在庫の積み上げであったのに対し、年後半は売上げ伸び悩みの下での意図せざる在庫増であった(日本銀行『調査月報』53年4月号「最近の在庫投資動向について」参照)。

が設備投資の拡大につながり、これをてことして景気が本格的な上昇に転じたのに対し、今回の場合設備投資の回復がみられず、企業の資金需要は51年中の緩慢な回復のあと52年以降再び大幅な落込みを示した(前掲第3図)。このように今次企業金融緩和の浸透過程は、51年末に至るまではほぼこれまでの緩和期と同様のパターンをたどってきたが、52年以降企業投資が中だるみ傾向に陥る中でいわば緩和の二次的進展過程ともいえるべき新たな展開を示すこととなった。

(緩和の二次的進展)

51年中の在庫投資の回復に至るまでの過程を従来の緩和サイクルに沿った動きとしてとらえれば、52年以降はこれまでの経験にはなかった新たな緩和局面として特色づけることができよう。すなわち、前掲第1図のフロー・チャートに則してみると、今回緩和期には在庫投資の拡大が微弱なままに終り、しかも設備投資の回復に波及しなかったため、企業は新たな環境に対応した金融資産負債の再調整を迫られることとなった(前掲第1図中⇒によって示した経路)。

まず企業は、実物投資の停滞が続き、企業収益面でも長期低迷の見通しが強まってくるなかで金融収支の改善を目指して借入金の抑制を一層積極的に押し進めた。企業の手許現預金についても、借入負担への配慮、輸出や官公需など回収条件のよい取引ウエイトの増大を背景に見直しが行われ、緩和期としては異例の低水準で推移した(手許流動性の「逆ストック調整」)。こうした状況の下、企業の余資の積上りは利回り採算面への配慮から主として有価証券特に債券投資に向けられ、短期保有有価証券が52年後半以降急増をみることとなった。

2. 企業の資産選択行動の変化

以上のように52年以降にみられた企業金融面の

変化は、金融緩和が長期化し緩和の度合がこれまでになく強まったことから必然的に生じた現象として理解することができよう。すなわち、企業が借入を抑制し、有価証券投資を増大させることは、過去の緩和期においても多かれ少なかれ生じたことであり、その意味では今回緩和の特徴点も「質的」変化というよりは、いわばその程度が強まった「量的」変化にとどまるとの見方も成立し得るであろう。しかしながら、52年以降の緩和の二次的進展過程においては、後述するとおり、長期にわたる手許現預金の圧縮や企業の有価証券投資における債券の無条件売買の盛行などこれまでなかった新しい動きがみられていることも事実であり、このような一連の動きを総合的にとらえるならば石油危機後の実体経済の構造変動に伴い金融面における企業の行動が「質的」にも変化してきているといえよう。

以下この点を明らかにするために、企業財務の要素を構成する各種の金融資産・負債、すなわち現預金、有価証券、借入等について企業がどのような対応を示したかを広義の企業の資産選択行動としてとらえ、やや詳しくみていくこととした。

(1) 借入の抑制

(借入金残高の推移)

52年以降における緩和の二次的進展の過程で企業の資産選択行動にみられた第1の変化は、借入金の抑制ないし返済が一層積極的に押し進められたことである。日本銀行「主要企業短期経済観測」調査によって主要企業の金融機関借入金残高の推移をみると(第2表)、51年中は季節調整済み前期比ではほぼ2%前後の増加を示していたが、52年には1%程度にまで低下、53年には製造業が2四半期連続してマイナスを記録するなどじだいに低下した。

この結果、本年6月末の借入金残高水準は全産

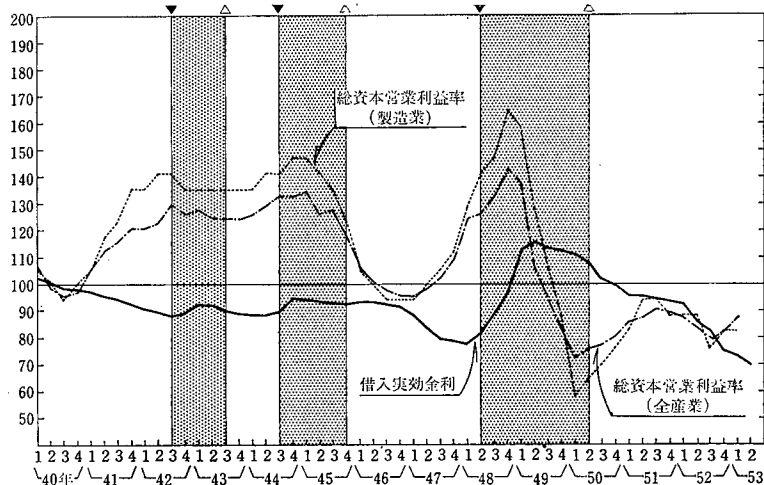
業ではほぼ前年比横ばいにとどまり、製造業では統計開始以来初めて前年水準を下回るに至った。これを長・短期別にみると、特に長期借入金の落込みが目立ち、53年以降全産業、製造業ともに前年を下回る水準で推移している。

金融緩和期における借入金の圧縮、返済の動きは、過去の緩和期にも業種、企業によってはみられたところであるが、従来の緩和期においては実物投資の回復を契機にほどなく資金需要の台頭がみられ、再び借入が大きく伸びる局面を迎えたのに対し、今回の場合は借入抑制の動きが長期間にわたり根強く続いていることが特色といえよう。これはもとより52年以降実物投資なかんずく設備投資の停滞を背景に企業の資金需要が大幅な減少を続けたためであるが、それに加え、石油危機後

の収益低迷から企業に借入金利の負担感がたかまり、返済インセンティブがつよまったという事情も大きく響いている。ここで企業の借入実効金利を一定の前提をおいたうえで試算し、総資本営業利益率と対比して図示してみると第4図のよう

〔第4図〕

借入実効金利と総資本利益率の推移



- (注) 1. 利益率は「法人企業統計季報」(季節調整済み計数)による。
 2. 借入実効金利は次の式により推計。

$$\frac{i-ra}{1-a}$$
 ただし、 i =貸出金利、 r =預金金利、 a =債務者預金比率。
 3. いずれも40年=100として指数化。
 4. ▽は金融引締め、△は金融緩和。

(第2表)

金融機関借入金残高伸び率の推移

(単位: %)

	今					回					前					回				
	51/3	6	9	12	52/3	6	9	12	53/3	6	46/3	6	9	12	47/3	6	9	12	48/3	
全産業計	2.8 (12.5)	2.1 (11.6)	1.8 (9.9)	1.8 (8.9)	1.0 (6.9)	1.2 (5.9)	0.9 (4.9)	0.7 (3.8)	△1.0 (1.7)	0.2 (0.7)	5.3 (21.1)	5.7 (22.3)	4.2 (21.8)	4.0 (20.5)	3.0 (18.0)	2.3 (14.1)	2.8 (12.6)	3.2 (11.7)	2.9 (11.7)	
うち 長期借入金	4.0 (16.9)	2.7 (15.3)	2.5 (13.4)	1.9 (11.6)	1.3 (8.8)	0.8 (6.8)	0.5 (4.7)	0.5 (3.2)	△2.4 (△0.6)	0.1 (△1.3)	6.3 (26.1)	6.9 (27.7)	6.1 (28.0)	5.4 (27.0)	3.7 (24.2)	2.4 (18.8)	2.1 (14.4)	2.1 (10.6)	2.5 (9.6)	
短期借入金	1.2 (7.2)	1.4 (7.1)	0.9 (5.7)	1.6 (5.5)	0.5 (4.5)	1.7 (4.7)	1.4 (5.3)	0.9 (4.6)	0.8 (4.8)	0.3 (3.5)	4.2 (15.7)	4.3 (16.4)	1.8 (14.7)	2.1 (12.9)	2.1 (10.7)	2.1 (8.4)	3.7 (10.4)	4.6 (13.1)	3.4 (14.5)	
製造業計	2.6 (13.0)	1.7 (11.4)	1.2 (8.7)	1.4 (7.2)	0.5 (5.0)	0.6 (3.7)	0.5 (3.0)	0.3 (1.9)	△1.3 (0.0)	△0.8 (△1.4)	5.2 (20.9)	5.6 (22.3)	4.4 (22.0)	3.0 (19.4)	2.2 (16.1)	0.5 (10.5)	1.5 (7.5)	1.4 (5.7)	0.8 (4.3)	
うち 長期借入金	3.9 (18.9)	2.9 (16.5)	2.0 (13.6)	1.9 (11.2)	0.7 (7.8)	0.7 (5.4)	0.5 (3.8)	△0.5 (1.3)	△2.7 (△2.0)	△1.1 (△3.7)	5.8 (24.8)	6.7 (26.2)	5.4 (26.1)	4.2 (23.9)	2.3 (20.0)	1.5 (14.1)	0.7 (9.0)	0.9 (5.5)	0.6 (3.9)	
短期借入金	0.9 (6.8)	0.3 (5.8)	0.3 (3.2)	0.9 (2.6)	0.2 (1.6)	0.4 (1.7)	0.5 (2.0)	1.3 (2.6)	0.3 (2.7)	△0.5 (1.6)	4.6 (16.6)	4.3 (17.9)	3.1 (17.5)	1.7 (14.3)	2.1 (11.6)	△0.8 (6.3)	2.6 (5.6)	2.0 (5.9)	1.0 (4.8)	

(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。上段は季節調整済み前期比、下段カッコ内は原計数前年同期比。

になる。すなわち石油危機後の利益率の急激な低下によって利益率が借入金金利を大きく下回ったあと、51年にかけて両者の乖離は縮小傾向をたどったが52年には利益率回復の不振から再び拡大に転じた。52年以降企業が借入金の圧縮による金融収支の改善(注2)を一層強く指向することになった背後にはこうした事情が働いているものと思われる。

(借入依存度の業種別跛行性の拡大)

最近までの企業の借入金抑制の動きは、前述のとおりこれまでに例のない持続的な性格のものであったが、この間にあって、業種別にみた借入圧

縮の程度の格差が、業況の差異を映じかなり際立ってきている。

52年以降の借入金残高と売上高の推移を業種別にみると(第5図)、ほぼ次の3つのグループに分類される。すなわち、自動車、電気等石油危機以後輸出を大きく伸ばしてきた業種では売上げ著増の一方、借入残高は一貫して減少傾向を続け、建設・不動産、窯業等公共投資に関連の深い業種でも同様の傾向が読みとれる(ただし、窯業の借入が返済に向ったのは52年末以降)。反面、鉄鋼、商社、紙パなどの業種ではこれと全く対照的に、売上げが減少する一方、滞貨累増に見合う運転資

(注2) 企業の金融コストの低減状況(支払利息割引料/売上高)をみると、下表のとおり、今回緩和後一貫して低下傾向をたどり、52年末以降過去のボトムを下回っている。これには金融緩和政策の浸透による借入金金利の大幅な低下が影響していることは当然であるが、企業の借入圧縮努力もかなり寄与している。

金融費用対売上高比率の推移とその要因分解(製造業)

	金融費用 売上高	前 期 差	うち 金利変化によるもの	うち 借入依存度変化によるもの
	%	%ポイント	%ポイント	%ポイント
45年度／上	4.16	0.14	0.14	0
下	4.49	0.33	△ 0.03	0.36
46 上	4.74	0.25	△ 0.05	0.30
下	4.89	0.15	△ 0.01	0.16
47 上	4.53	△ 0.36	△ 0.22	△ 0.15
下	4.07	△ 0.46	△ 0.16	△ 0.31
48 上	3.88	△ 0.19	0.21	△ 0.38
下	4.03	0.15	0.50	△ 0.35
49 上	4.41	0.38	0.45	△ 0.07
下	4.91	0.50	0.07	0.43
50 上	5.03	0.12	△ 0.19	0.32
下	4.81	△ 0.22	△ 0.26	0.04
51 上	4.47	△ 0.34	△ 0.13	△ 0.21
下	4.34	△ 0.13	△ 0.03	△ 0.10
52 上	4.03	△ 0.31	△ 0.31	0
下	3.68	△ 0.35	△ 0.30	△ 0.06
53 上	3.39	△ 0.29	△ 0.20	△ 0.10

(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

2. 要因分解は次の式による。

$$\text{いま } F = \text{金融費用}, S = \text{売上高}, i = \text{金利}, B = \text{借入金残高とすると}, \quad \frac{F}{S} = i \cdot \frac{B}{S}$$

$$\text{これを微分して } d\left(\frac{F}{S}\right) = \underbrace{di \cdot \frac{B}{S}}_{\text{金利変化によるもの}} + i \cdot \underbrace{d\left(\frac{B}{S}\right)}_{\text{借入依存度の変化によるもの}}$$

グループ A
(輸出関連産業種)

自動車 (売上げ)
電機 (売上げ)
電機 (借入)
自動車 (借入)

グループ B

建設・不動産 (売上げ)
窯業 (売上げ)
窯業 (借入)
建設・不動産 (借入)

グループ C

鉄鋼 (借入)
商社 (借入)
紙パ (借入)
紙パ (売上げ)
商社 (売上げ)
鉄鋼 (売上げ)
石油 (売上げ)
繊維 (借入)
石油 (借入)
繊維 (売上げ)

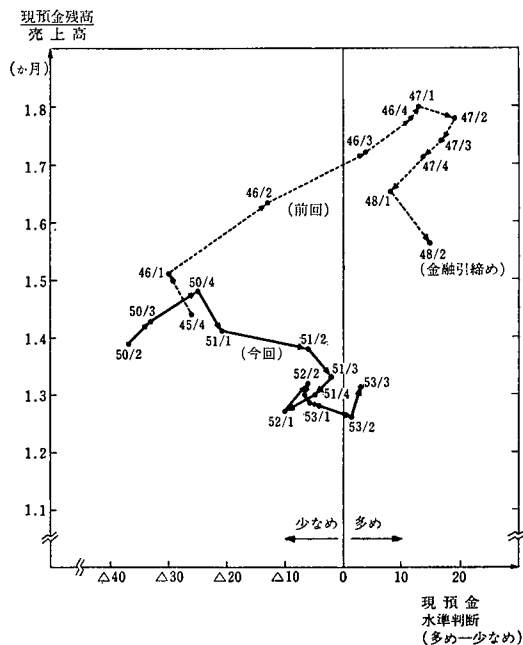
年 52 53 51年 52 53 51年 52 53 51年 52 53

金や既往設備投資延払の決済資金などの需要がござい
さんだため借入残高は漸増を続けている。この間
石油、繊維等では売上げ減につれて業容縮小が図
られ借入残高も低下してきている。こうした動き
を映じて製造業の業種別借入依存度（借入金残高/
売上高）の変化をみても（第6図）、自動車、電機、
食料品など、もともと借入依存度の低い業種では
依存度が一段と低下しているのに対し、鉄鋼、非
鉄、紙パなど収益不芳の素材関連業種では他業種
に比べ高かった借入依存度がさらに高まるなど、
52年以降業種別の借入依存度の格差が拡大してい
ることがうかがえる。

企業の資産選択行動にあらわれた第 2 の変化は、手許現預金を圧縮する動きである。企業の手許現預金対売上高比率の推移をみると(第 7 図)、すでに述べたとおり 50 年中上昇し 51 年には在庫投

〔第8図〕

手許現預金水準とその判断(製造業)



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

いわば両者の関係が正の相関をもって同一方向に動いていた。これに対し今回緩和期には51年以降現預金水準が低下しているにもかかわらず、手許水準判断は若干の例外時期を除けばほぼ一貫して「多め」の方向に動いていることが看取され、この間に企業が適正と考える現預金の水準が下方シフトしたことがうかがえる。

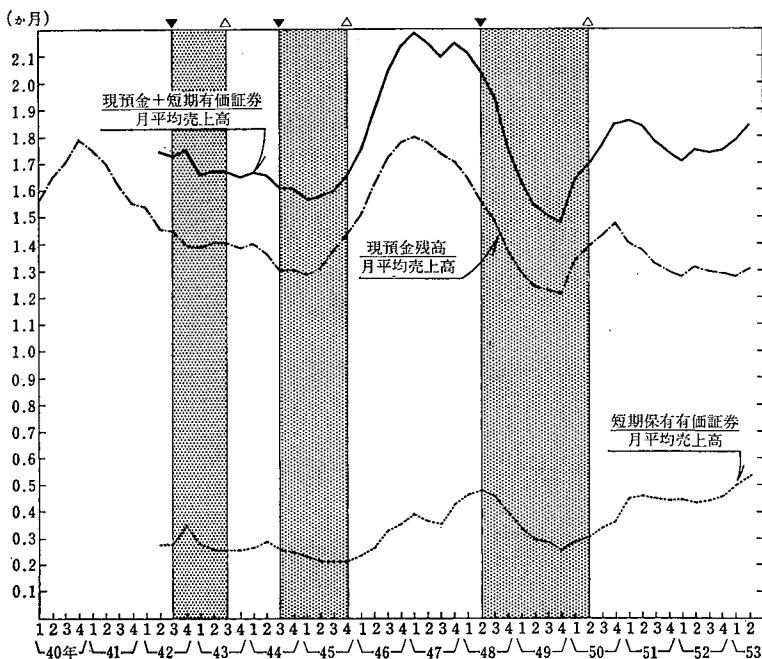
こうした適正現預金水準の下方シフトはさまざまな要因によってもたらされたものと考えられる。金融緩和の浸透に伴って金融機関の貸出態度が積極化し企業の借入アベ

ラビリティが高まったこと、前述のとおり借入依存度の低下から対銀行関係維持に必要な預金水準が低下したこと等の事情が考えられるほか、この間に企業が保有する有価証券が増大しこれが現預金以外の流動性クッションとして大きく意識されるようになったことの影響も見逃せない。ちなみに現預金に短期保有有価証券を加えて対売上高比率(広義流動性比率)をとってみると(第9図)、最近の広義流動性比率は現預金対売上高比率に比べ格段に高くなっており、しかも52年以降着実な上昇トレンドを示していることがわかる。

適正現預金水準の下方シフトは以上のような流動的金融資産の多様化という金融的側面の変化によってもたらされたほか、今次緩和期における実体経済面の変化にも関係していると思われる。以下この点を明らかにするために、業種別にみた手許流動性比率の変化をやや詳しく検討してみよう。

〔第9図〕

広義手許流動性比率の推移(製造業)



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(季節調整済み計数)による。

2. ▼は金融引締め、△は金融緩和。

(現預金適正水準下方シフトの背景)

第10図は52年以降の手許現預金比率と現預金水準判断の推移を業種別にみたものである。図の上段は前回緩和期において現預金水準判断につき「適当」とする企業の割合が最も多かった時期の手許現預金対売上高比率(これを一応前回緩和期における適正現預金水準とみなす)を100として最近の水準の推移を示したものである。これを下段の現預金水準判断の推移と対照しつつみていくと、自動車、電機では52年以降の現預金水準が前回緩和時の適正水準を大きく下回っているにもかかわらず水準判断指標はいずれかといえばむしろ「多め」の方にふれており、今回緩和期において現預金適正水準が大幅に下方シフトしたことがうかがわれる。また建設・不動産、窯業においても自動車、電機ほどではないが同様に適正水準が下方シ

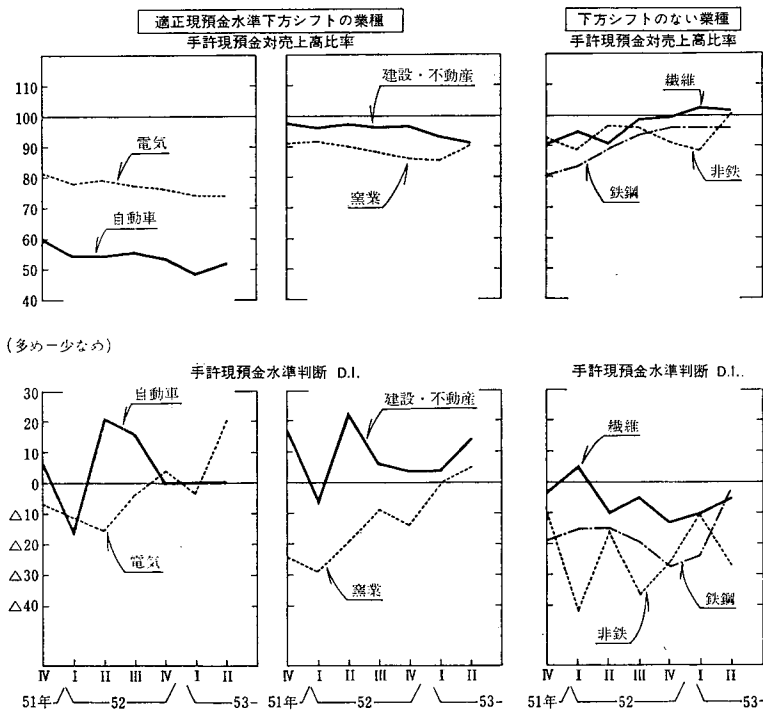
フトしたものと判断される。反面繊維、非鉄、鉄鋼などの業種では適正水準下方シフトの動きは読みとれず、特に非鉄については、最近の現預金水準がすでに前回緩和期の適正水準付近まで回復しているにもかかわらずなお不足感が強く、適正水準がむしろ上方にシフトしているよううかがわれる。以上の結果からみて、今回緩和期における現預金適正水準の下方シフトは主として自動車、電機等輸出好調業種、建設・不動産、窯業等公共投資関連業種での変化を反映したことによるところが大きいと思われる。

それではこれらの業種では何故現預金適正水準が下方にシフトしたのか。前述の流動的金融資産の多様化という事情はしばらくおくとして、一般に現預金の売上高に対する比率は、売上代金の回収期間が短く、かつ回収の確実性が高いほど引下

げることが可能である。輸出代り金の流入や公共工事等財政資金の受領はこうした要件を充たすものであり、従って売上に占める輸出や官公需のウェイトが高まるほど現預金比率の引下げが可能となる筋合にある。自動車、電機の輸出比率の推移をみると(第11図)、今回緩和期には輸出比率がかつてみられないほどの高い水準に達しており、これに伴って売上高に対する売上債権比率も低下している。また建設工事に占める公共工事の割合は近年大幅に高まっており(第12図)、これが建設・不動産、窯業等の業種の現預金適正水準の低下に寄与したものとみられる。ちなみ

〔第10図〕

業種別手許現預金水準とその判断の推移



(多め・少なめ)

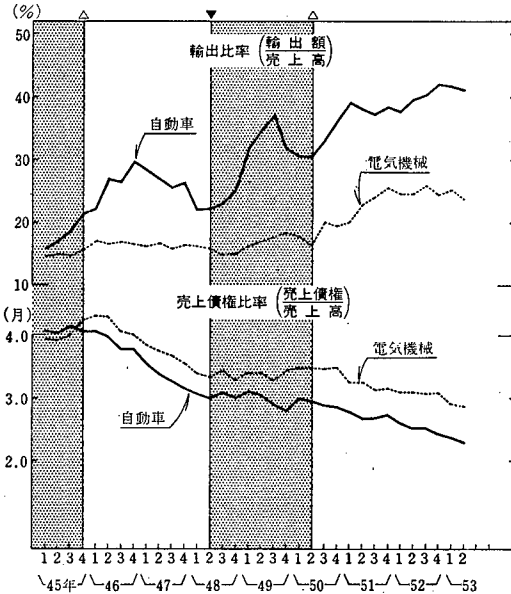
(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。

2. 手許現預金対売上高比率は、前回緩和期においてその水準を「適当」と答えた企業の割合が最も高かったときの同比率=100として指数化したもの。

に適正水準低下の最も著しいとみられる自動車について売上高のうち輸出を除いた内需だけをとり

〔第11図〕

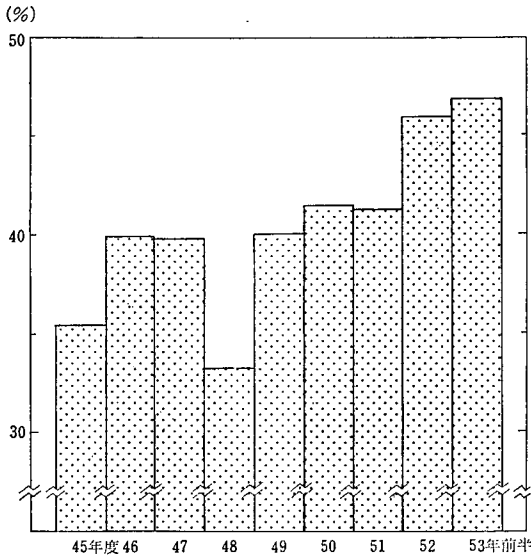
自動車、電機業界の輸出比率と売上債権比率



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(季節調整済み計数)による。
2. ▽は金融引締め、△は金融緩和。

〔第12図〕

建設工事に占める公共工事の割合



(注) 1. 「建設工事受注統計」(43社分)による。
2. 53年前半は季節調整済み計数による。

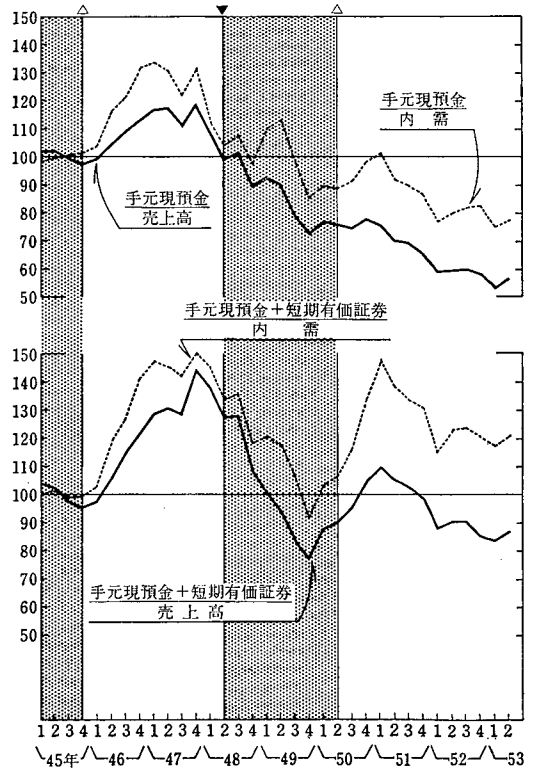
出し、これを現預金と対比した比率をみると(第13図)、今回緩和期における低下は輸出を含めた売上高に対する比率ほどには急激でなく、さらに現預金に短期保有有価証券を加えた手許流動性対内需比率でみれば、前回緩和期に近い高水準になっているという事実が看取される。

以上みたとおり、今回緩和期にみられる手許現預金圧縮の動きは実体経済面における需要構成の変化、すなわち企業の売上内容のうち輸出や官公需の占めるウェイトが増大したことに起因する面がかなり大きい。

またこうした需要構成の変化に伴い、企業の資金繰りが業種によって大きく異なるという状況がもたらされていることも注目される。すなわち、前述のとおり自動車、電機、建設・不動産、窯業

〔第13図〕

自動車業界の手許流動性比率



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(季節調整済み計数)による。
2. ▽は金融引締め、△は金融緩和。

等輸出や公共投資の増加によって直接恩恵を受ける業種では借入返済を進めつつ手許現預金の圧縮を行い得ている。反面鉄鋼、非鉄、繊維等に代表される素材関連業種では売上げ伸び悩みに伴う滞貨の累増や収益低迷から借入依存度は上昇気味であり、こうした事情を映じてこれら業種では現預金水準を相対的に高めに維持しているにもかかわらず極く最近に至るまで長期にわたって現預金の不足感が強い状態が継続した。

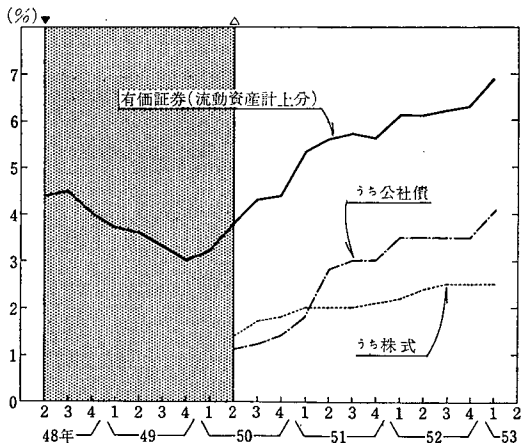
(3) 有価証券投資の増加

(債券投資の増加と広範化)

52年以降の企業資産選択行動にみられる第3の変化は有価証券投資の急激な増加である。有価証券投資の内訳をみると、株式の保有が緩やかな増加にとどまっている一方、債券投資の増加が目立っている(第14図)。また企業が短期の資金運用を目的として保有する有価証券も前掲第3図あるいは第9図でみるとおり、52年後半から再び急激な増加を示しており、現預金水準が低めに維持されたこともあって広義手許流動性のうち短期保有有

〔第14図〕

有価証券対総資産比率の推移(全産業)



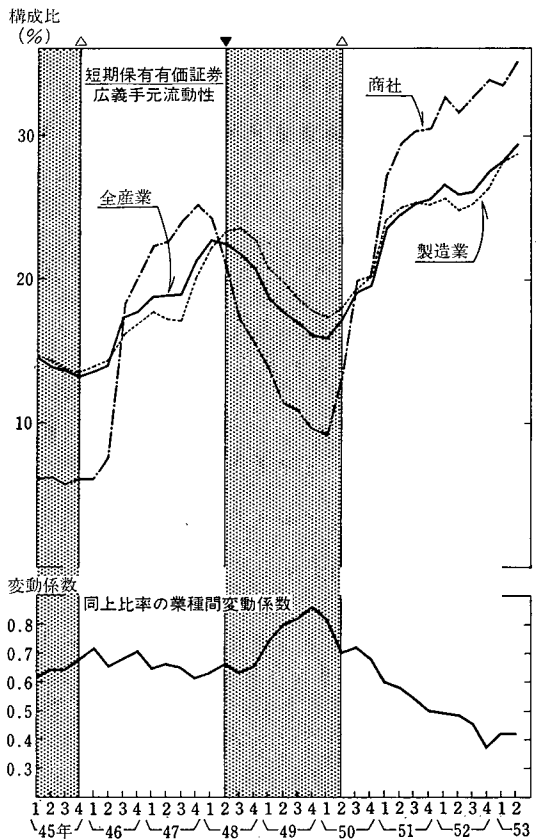
- (注) 1. 「法人企業統計季報」(原計数)による。
 2. 土地を除く有形固定資産+預金+流動資産中有価証券=100%として有価証券の構成比を图示。
 3. 有価証券の内訳は50/1以前n.a.。
 4. ▽は金融引き締め、△は金融緩和。

価証券の占める比率は52年以降既往ピーク水準を更新し続けている(第15図)。

最近の債券投資増加のなかでみられる第1の特色は、これが一部企業を行う特殊な投資形態ではなく、幅広い業種に及ぶ全般的な動きとなってきたことである。いま広義手許流動性のうち短期有価証券の占める比率の業種間分布をみるために、同比率の業種間における変動係数をとってみると(第15図下段)、前回緩和期には有価証券の占める

〔第15図〕

短期保有有価証券対広義手許流動性比率



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」(季節調整済み計数)による。

2. 広義手許流動性=現預金残高+短期保有有価証券。

$$3. \text{変動係数} = \sqrt{\frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{\bar{x}}}$$

n =業種数(15)、 x_i = i 業種の短期有価証券対手許流動性比率、 \bar{x} =平均値。

4. ▽は金融引き締め、△は金融緩和。

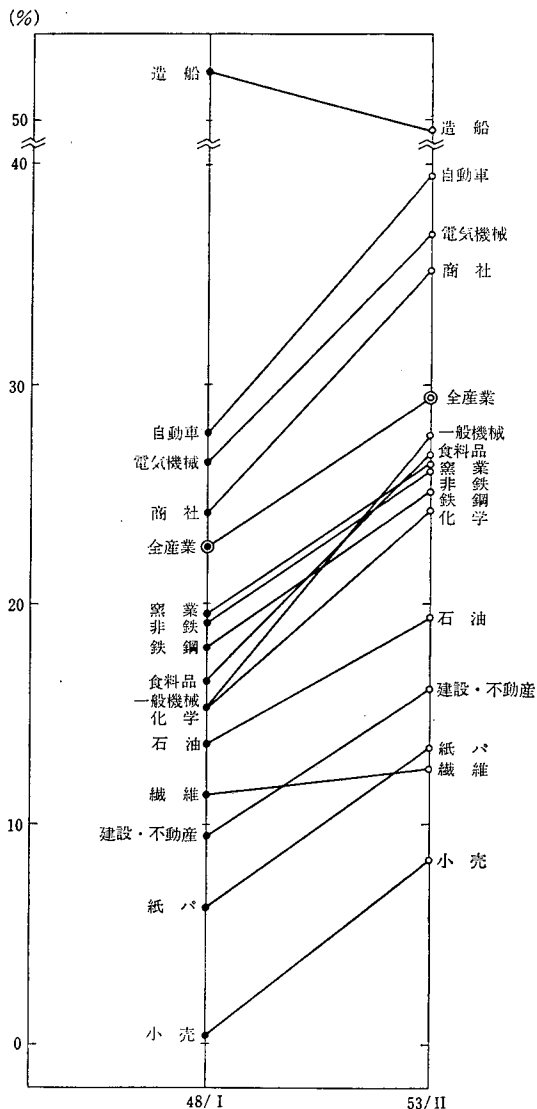
比率の上昇する過程で変動係数はほとんど横ばいであったのに対し、今回は同比率が上昇する過程で変動係数が大幅に低下を示している。このことは有価証券投資が増大する中で投資を行う業種・企業の範囲がしだいに広がっていることを物語るものといえよう。事実、最近時における短期保有有価証券の広義流動性に占める比率を業種別に前回緩和期のピーク時点(48年第1四半期)と比較してみても(第16図)、従来短期の有価証券をほとんど保有していなかった小売、紙パ、建設・不動産等の業種の保有比率も大幅に上昇しており、証券保有に関する業種間の格差がかなり縮小していることがわかる。

最近の企業の債券投資の第2の特色は、余資運用としての有価証券投資の形態が、専ら預金形態より運用利回りが高いという面に着目した現先市場や残存期間の短い債券に対する投資にとどまらず、最近ではキャピタル・ゲインをねらった短期の無条件売買にも積極的に向いはじめたことである。事業法人による債券の売買高を条件付売買と無条件売買とに分けてみると(第17図)、条件付売買は増加の一途をたどっているが、無条件売買については50年から51年にかけて買入がやや水準を高める一方、売却にはほとんど動意がみられなかったのに対し、52年に入ってからは無条件売却が無条件買入とはほぼ併行する形で飛躍的な増加を示している。

こうした動きからみるかぎり、50年から51年にかけての企業の無条件買入は残存期間の短い債券を中心に余資の安定的運用を企図したものであったのに対し、52年以降は企業のニーズに合致する短期債が品薄になってきたこともあって、長期債の売買を頻繁に行うことによってキャピタル・ゲインを含め短期間の保有利回りを極力高くしようとする動きに変化していったものと推測される。ちなみに事業法人の債券売買のネット買(売)越額

〔第16図〕

業種別短期保有有価証券対広義手許流動性比率

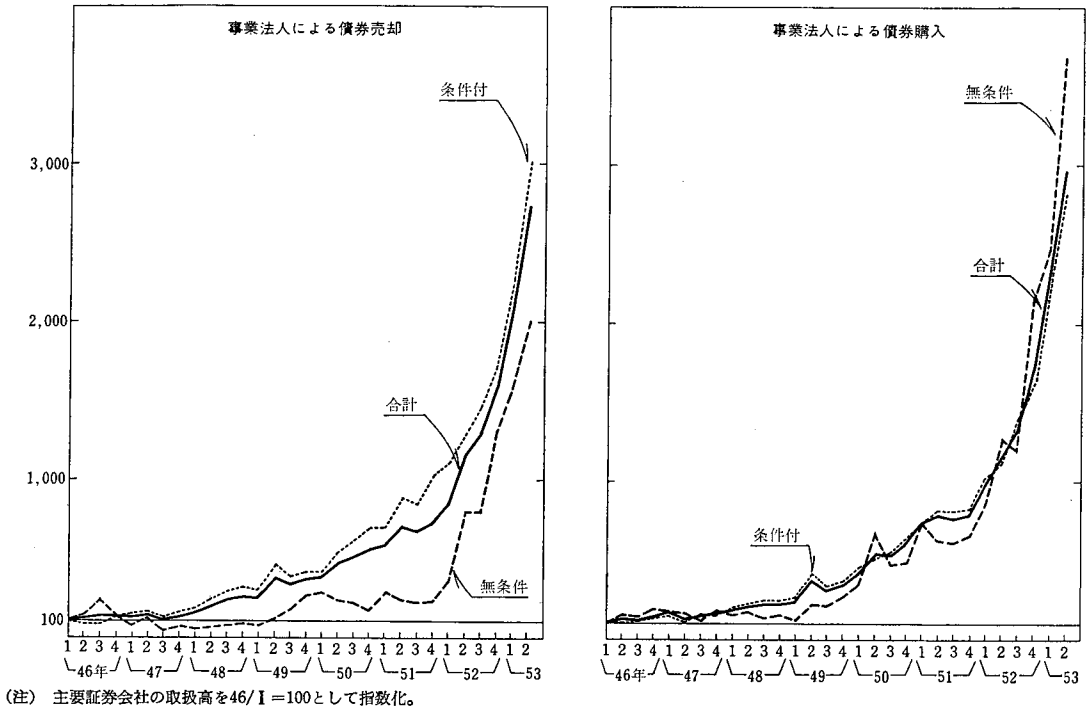


(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」(季節調整済み計数)による。

の推移をみても(第18図)、52年初めに至るまでは無条件による債券売買は、ほぼ毎期買越しを続けていたのに対し、それ以後は買越しになる期と売越しになる期が交互にあらわれ、しかも条件付買(売)越と逆の動きになっている。これは企業が無条件により保有した債券の回転を高め、しかも、無条件と条件付売買を組合せることによって債券

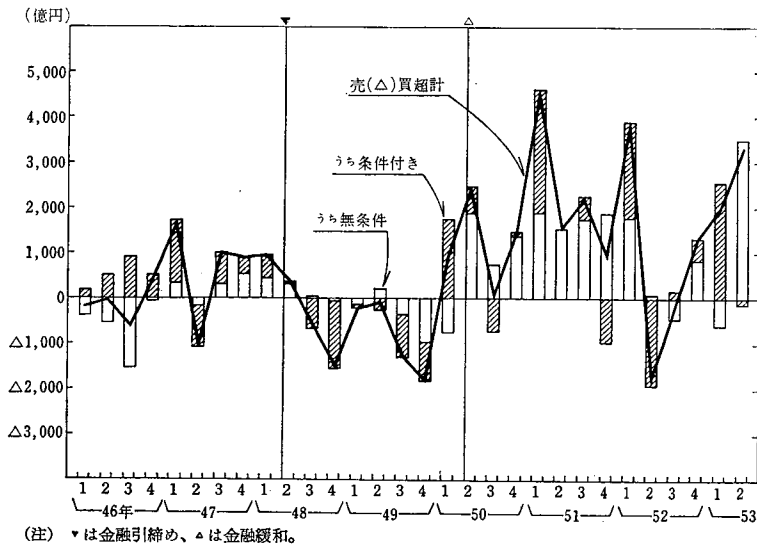
〔第17図〕

事業法人の債券売買高



〔第18図〕

事業法人の債券売(△)買超高



(債券投資積極化の背景)

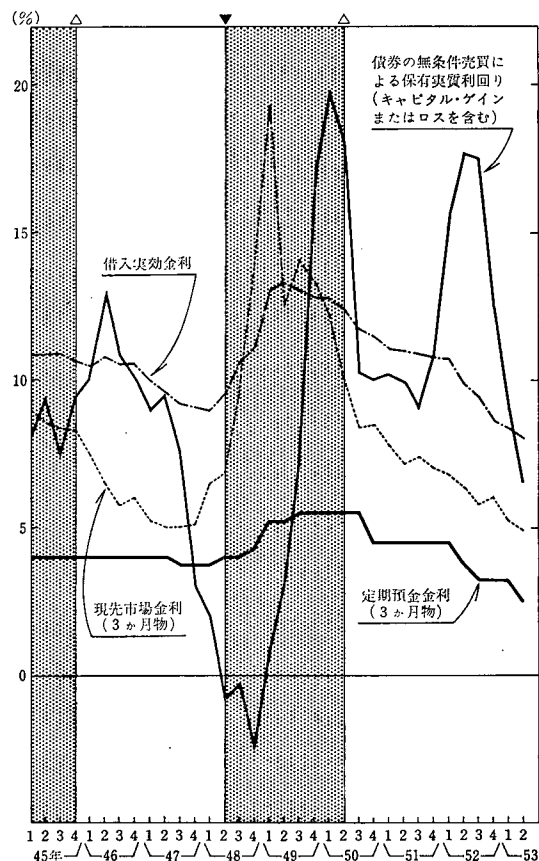
企業の債券投資が52年以降積極化してきたのは、いうまでもなく手許現預金水準を抑えてきたことと表裏の関係にある現象である。すなわち企業は、石油危機後の収益停滞の下で収益水準を極力維持するため、これまでも増して金融収支の改善に意を注ぎ、相対的に低利回りの現預金残高を極力圧縮する一方、利回り有利な債券保有によって手許流動性を補てんする動きを示したものとしよう。もっ

とこの間借入実効金利が債券の保有利回り(3か月物現先レート)よりも常に高かったこと(第19図)からみても企業の借入抑制ないし返済の意欲

の保有期間利回りの向上とリスクの回避を目指していることの反映と理解することが可能であろう。

〔第19図〕

短期市場金利の動向



(注) 1. 債券の無条件売買による所有利回りの算出方法。

投資家が買入れた債券を3ヵ月後に売却すると仮定し、キャピタル・ゲイン(またはロス)を含めてこの間に実現した利回り(年率換算)を試算。すなわち

$$\text{所有利回り} = \frac{\text{経過利子} + (\text{売却価格} - \text{買入価格})}{\text{買入価格}} \quad (\text{ただし年率に換算})$$

2. 債券は、金融債(興業債)を採った。銘柄変更の場合は、市場利回りを用いて推計。所有利回りは3期移動平均値。

3. 借入実効金利 = $\frac{i - r\alpha}{1 - \alpha}$ 、ただし i = 貸出金利、 r = 預金金利、 α = 債務者預金比率。

は一貫して強かった。そうした圧縮努力を行ったうえで手許に残った資金が、より有利な運用先に向けられたとみるべきであろう。ただ、52年に入ってからは無条件物債券売買が活発化した背景に次のような事情もあった。すなわち仮に同一債券銘柄を無条件で買切り、3ヵ月間保有の後売却したとして結果的に実現した利回り(キャピタル・

ゲインまたはロスを含む)の推移を試算してみると(第19図)、52年以降53年初めまで債券市場利回りが低下の一途をたどったことからこの利回りは借入実効金利をも大幅に上回る水準にあった。もちろんこれは結果的に実現した利回りの試算であるが、企業としてはその時々において債券市況の先行きにつきおおむね上記のような市場利回り低下を予想していたとみられ、こうしたキャピタル・ゲインを含めた債券所有利回りの急激な上昇が企業の債券保有を一層活発化させたと考えてよからう。

3. 今後の展望

以上みてきたように金融緩和の長期化に伴って、主要企業を中心として企業金融面には、①借入依存度の大幅な低下、②根強い手許現預金圧縮努力、③債券投資の活発化などこれまでにもみられなかった変化が生じている。こうした変化をもたらした基本的な要因についてはこれまでそれぞれの箇所でも検討を加えてきたが、ここでそれを取りまとめてみると次のことが指摘できよう。

まず第1は、今回の緩和期においては、資源面、環境面の制約等による安定成長軌道への移行、これに伴う大幅な需給ギャップの発生を背景に企業の実物投資の停滞が長引き、これに伴って法人企業部門全体の資金不足が顕著な縮小をみたことである。同時に、これと併行して、輸出が増勢を続け(海外部門の資金不足拡大)、さらに景気浮揚のため公共投資の拡大など財政面からの刺激策(公共部門の資金不足拡大)が続けられたため、海外、財政部門を通ずる企業への資金流入が増加し、企業の外部借入依存を一層低下させる結果となった。こうした事情については、今後海外部門資金不足(経常収支黒字幅)の縮小など若干の変化は見込まれようが、法人企業部門の実物投資水準がよほど高まらない限り基本的な状況は変わらない

と考えられる。次に指摘すべきは、石油危機後の企業収益の大幅な落込みやその後の為替レートの円高化などから、企業の減量経営志向が強まり、その一環として金融収支の改善に一段と注力するようになったという事実である。こうした経済環境の変化に対する企業の主体的対応が、企業金融の変貌をもたらしている第2の基本的要因であるといえよう。これらの要因は、過去の緩和期にはみられなかったいわば新たな性格のものであるとともに、底流としては将来にわたって継続することが予想され、その意味で単に今回緩和期における特殊かつ一時的現象として片付ける訳にはいかないであろう。

それではこのような企業金融面の変化は、今後の金融市場にどのような影響を及ぼすであろうか。まず借入市場についてみると、企業の資金需要は、円高に伴う高付加価値ないしサービス産業へのシフトや合理化志向の強まり等もあり、しだいに増加に向うであろうが、財政部門等からの資金流入が持続する限り、かつてのような急激な高まりは予想されないであろう。また企業の実物投資回復に伴い資金需要が増加してきた段階においても、採算意識に支えられた企業の金融収支重視姿勢がすでに定着しているうえ、債券保有の高水準や企業間信用のときほぐし等によって企業の流動性クッションが手厚くなっていることを勘案すれば、これがかつてのように直ちに目立った借入需要の増加につながることはないであろう。こうした点を考えると、企業の借入需要は総体としては今後も比較的盛上りに乏しく、また財政、海外両部門に対する売上げ比率の多寡を映じて業種別に跛行性を示すなど、かつての景気回復期における借入市場とは引続き様相を異にするものと予想される。

次に企業金融と証券市場との関わり合いについてみると、今回緩和期特にその後半にみられた特

徴は、既述のように債券市場への企業余資の流入が大規模かつ広範に生じたことである。これは企業が金融収支重視の観点から現預金に代り得る利回りが高く流動性に富んだ金融資産に対する需要を強めたためにほかならない。こうした傾向は今後も持続し、その結果事業法人の金融資産選択行動が証券市場に及ぼす影響はさらに軽視し難いものになろう。これと関連して公共債の発行は景気対策上の要請もあってここ当分高水準を続けるものと見込まれるが、企業部門が安定的な投資者として育つことは、マネーサプライ増加圧力を抑えつつ公共債の円滑な消化を図るうえで重要な意味をもってくる。しかしそのためには投資者のニーズに対応して発行条件の弾力化や満期構成の多様化を図るなど債券としての魅力を高めることが先決であろう。

最後に、今後の金融政策の運営に関連して2、3の点を指摘しておきたい。まず第1に、前記のとおり資金の流れが多様化し、かつ景気が上昇に転じてこれが企業の借入需要の増勢に結びつくまでにタイムラグを伴いがちな状況では、企業の借入需要の動向にのみ重点を置いて政策的な判断を下すことはもちろん適当でない。金融情勢の判断にあたって借入市場や長短金融市場の動きに併せ、マネーサプライの動向を重視しなければならない理由の一つはここに求められる。第2に企業の手許に多様な金融資産の蓄積が進み、その間の金利差によって金融資産間の選好が変化するという傾向が目立っている状況の下では、借入市場、証券市場を通じ各種の金融資産の金利が市場メカニズムによって決定され、相互に波及しあう状態を育てていくことが、金融政策効果の浸透を図る上で一層重要となってくる。その場合には、金融機関貸出の量的コントロールに加え、市場オペレーションを通ずる金利全般の変動によって早めかつ円滑に企業の資産選択行動に影響を及ぼす

という政策が有効になってこよう。

(付) 統計的検証

本文で述べたような企業の資産選択行動を計量的に分析してみた結果を紹介しよう。企業の資産選択行動において最も重要な決定要因は、各資産の収益率および総資産の規模である。このうち各収益率の変動が各資産の選択に与える影響は代替効果、総資産の増減が各資産の選択に与える影響は資産効果とよぶことができる。代替効果は各資産相互の相対的な収益率に依存しており、従って仮に総資産一定の下で、一つの資産でも収益率が変化すれば、他の資産との相対的な収益率が変化する結果、各資産間の代替関係が生じるはずである。このような資産間の相互依存的な代替関係を

(第3表)

企業資産選択行動の計測

	W (総資産)	R ₁ (預金 金利)	R ₂ (収益率)	R ₃ (株 価)	R ₄ (債券 相場)	A ₁ (-1)	A ₂ (-1)	A ₃ (-1)	A ₄ (-1)	コンスタ ント	R ²	D.W
A ₁ (現預金)	0.5379 (23.6341)	-0.8957 (-0.0462)	-0.9559 (-0.4279)	1.9347 (1.1775)	7.1620 (2.5678)	0.4712 (19.1176)	-0.5445 (-23.0089)	-0.5967 (-8.2544)	-0.6025 (-10.9689)	-43.4018 (-0.6161)	0.9990	1.5495
A ₂ (有形固 定資産)	0.3418 (15.4414)	-25.4512 (-1.3507)	0.8829 (0.4064)	1.3860 (0.8674)	-7.1564 (-2.6383)	-0.3556 (-14.8350)	0.6623 (28.7810)	-0.3345 (-4.7578)	-0.2064 (-3.8647)	106.4371 (1.5537)	0.9979	1.7633
A ₃ (株 式)	0.0615 (7.0773)	-14.5199 (-1.9622)	-0.5069 (-0.5942)	1.1902 (1.8967)	-1.4265 (-1.3392)	-0.0604 (-6.4114)	-0.0592 (-6.5490)	0.9547 (34.5798)	-0.1163 (-5.5448)	51.4151 (1.9111)	0.9747	1.8172
A ₄ (公社債)	0.0588 (4.8397)	40.7987 (3.9454)	0.5752 (0.4825)	-4.5201 (-5.1545)	1.3960 (0.9378)	-0.0553 (-4.2007)	-0.0587 (-4.6456)	-0.0235 (-0.6097)	0.9253 (31.5647)	-114.0389 (-3.0333)	0.9475	1.8814

(注) 1. 記号内容は以下のとおり。

- A₁=法人企業現預金残高
A₂=土地を除く有形固定資産(建設仮勘定を含む)
A₃=流動資産中株式保有残高
A₄= 同 公社債保有残高
W = A₁ + A₂ + A₃ + A₄

いずれも「法人企業統計季報」による。

- R₁=預金金利(法人預金の種類別構成比で加重合計)
R₂=収益率(総資本営業利益率、「法人企業統計」による)
R₃=東証株価指数前年同期比%
R₄=利付金融債市場価格の前年同期比%
A_i(-1)=資産 i の 1 期前残高

2. ()内は t 統計量。

3. 同一の標本設計(主要20業種)につき、10期分(50/IV~53/I)のクロス・セクション・データから回帰分析。

この資産需要方程式が全体として矛盾のない資産選択行動をあらわしているためには、連立方程式

$$A_i = \alpha_i W + \sum_{j=1}^4 \beta_{ij} R_j + \sum_{j=1}^4 \gamma_{ij} A_j(-1) + \varepsilon_i$$

$$i=1, 2, 3, 4$$

が同時に accounting identity を満足していなければならない。

このためパラメーターについて

$$\sum_{i=1}^4 \alpha_i = 1 \quad \sum_{i=1}^4 \beta_i = 0 \quad \sum_{i=1}^4 \gamma_i = 0 \quad \sum_{i=1}^4 \varepsilon_i = 0 \quad \text{なる条件を付けて回帰分析を行った。}$$

明示的に検証するためには、各資産の需要が他の資産の収益率によっても影響を受け、同時決定されるような需要方程式体系を組立てることが必要である。

次に資産効果についてみると、一つの資産の増減は総資産のストック・レベルに影響を与え、それがさらに資産効果を通じて他の資産の選択に影響を与えることになる。こうした資産効果を検証するためには、各個別の資産需要方程式の被説明変数となる各資産の総和が、各方程式の説明変数となっている総資産のストック・レベルと常に一致していなくてはならない。こうした制約条件を付して主要20業種につき、10期分のクロス・セクション・データを回帰分析した結果が第3表であ

る。

これによると、まず現預金については、総資産のストック・レベルによって決定される面が大きい。この点からみると、今回緩和期に手許現預金圧縮の動きが一段と強まったのは、低成長経済の下で資産の増加テンポが大幅に鈍化したためということになる。

他方、株式、公社債については、それぞれ株価、債券相場の影響力が相対的に大きい。また株価が上昇すれば、株式の保有増、公社債の保有減が生じ、逆に債券相場が上昇すれば公社債の保有増、株式の保有減が生ずるという資産の代替関係も明らかになっている。これは、企業が株式投資

はもとより債券投資についても、その時々利回り採算よりも保有期間中のキャピタル・ゲインを含めた期待収益率を重視していることを示すものであり、52年中の場合株価の上昇が比較的小幅にとどまっていた反面、債券相場が急上昇したため、債券保有が急増したということになる。

なお有形固定資産については、資産効果のほか収益率が上昇すれば有形固定資産の保有が増加するという関係も認められる。この点では、最近における低い収益率が有形固定資産の増加テンポを鈍化させ、これがひいては手許現預金圧縮にもつながっていることになる。