

最近の企業金融動向について

〔要 旨〕

1. 今回引締め開始後、大企業の金融は徐々に引締りに転じているが、その度合は過去の引締め期に比べなお緩やかなものにとどまっている。これは、①企業の手元流動性が有価証券を含めてみれば依然高水準であり、②金融機関借入についての自信もさほど揺らいでいないことのほか、③特に資金不足(企業投資マイナス自己資金)が小幅であること、などによるものである。

このうち、企業金融の基本的な規定要因である資金過不足動向についてみると、今回引締め期には仮需的な在庫増しが少ないことが資金不足の拡大を抑制している。また、やや中期的な観点から業種別の特徴をみると、加工組立産業では資金余剰基調がおおむね定着しているとみられるのに対し、収益のフレの相対的に大きな素材産業の場合は資金過不足のフレもそれだけ大きくその意味で循環的性格も相当強いとみられる。

2. この間、中小企業金融をみても引締り感は乏しいようにはうかがわれるが、これは中小企業の資金不足が大企業同様小幅なうえ、金融機関の中小企業に対する積極的融資姿勢にも引締め開始後大きな変化がみられないこと、などのためである。

3. 以上のような企業金融の状況をマクロ的な環境のなかで考察するため、まず国際収支赤字の影響をみると、この面からの引締りのインパクトは石油、商社、電力など少数の業種に集中し、大方の業種については輸出比率の上昇により引続き高水準の流動性が流入している。

次に、企業金融の引締りを緩やかにしている要因として、大幅な財政赤字の影響を見逃せない。このところ企業等非金融部門の既発債購入が増大し、これがマネーサプライの伸び率低下に寄与しているが、企業の資金繰りの実感と関連の深い通貨指標は、企業等が自らのオプションで有価証券を購入する以前の流動性水準、すなわち「事前的マネーサプライ」とでもいうべきものであり、これは大幅財政赤字の持続に伴い最近に至るまで増勢鈍化の跡がみられない。

4. 当面の見通しとしては、資金不足の緩やかな拡大、金融機関貸出の一段の抑制に伴い、引締り感の着実な浸透が見込まれる。ただ、当面の経済情勢にかんがみれば、今後とも国債の減額、公募入札の推進等により、財政からの流動性供給を抑制することが望まれる。また、債券運用が企業経営に深く組込まれつつある状況の下、企業の実物資産と金融資産の選択行動に望ましい影響を及ぼしていくには、金利の弾力的変動を促し、金利機能を一層活用していく必要があろう。

〔目 次〕

はじめに

1. 大企業の金融動向

- (1) 企業金融引締りの現状
- (2) 緩慢な引締りの背景
(手元流動性の水準と評価)
(借入のアベイラビリティ)
(資金不足の拡大は小幅)
- (3) 資金過不足の動向

(資金過不足の変動要因)

(今回引締め期の特徴)

(業種別の特徴)

2. 中小企業金融の動向

3. マクロ的にみた企業金融の環境

(国際収支赤字の影響)

(大幅財政赤字の影響)

おわりに

はじめに

54年4月の公定歩合引上げによる金融引締めの開始以来8か月余りが経過した。この間、公定歩合は7月、11月にも引上げられ、また金融機関に対する窓口指導も強化された。これを映じて、市中の貸出金利は大幅に上昇しているほか、マネーサプライの伸び率も7～9月ごろから鈍化し、企業の資金繰り緩和感も後退するなど、引締めの効果が企業金融面にも漸次浸透してきている。しかしながら、現在までのところ、企業金融の引締りの度合は、過去の引締め期に比べればなお緩やかなものにとどまっているようにうかがわれる。以下の調査は、こうした今回引締め下における企業金融の特色とその背景について検討したものである。

1. 大企業の金融動向

(1) 企業金融引締りの現状

まず、大企業が現在の資金繰り状況をどのように判断しているかを、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」^(注1)(以下「主要企業短観」と略称)における「資金繰り判断D.I.」(「楽である」－「苦しい」)の推移によりみてみよう。第1表に示されるように、大企業の資金繰り判断D.I.は54

年5月以降悪化に向っており、企業の資金繰り緩和感も後退してきている。しかし、前回(48年)、前々回(44年)引締め期においては、資金繰り判断D.I.は、引締め開始に先立って悪化しはじめ、引締め2期目には「苦しい」とする企業の構成比が「楽である」とする企業のそれを上回り、その後

(第1表)

資金繰り判断D.I.の推移

(単位:%)

		1期前	引締め	2期目	3期目	引締め
		(A)	開始時点		(B)	3期目までの変化ポイント(B)－(A)
全産業	今回	25	24	17	9	△16
	前回	28	9	△11	△39	△67
	前々回	△12	△14	△25	△43	△31
製造業	今回	25	26	18	14	△11
	前回	30	11	△7	△38	△68
	前々回	△12	△12	△23	△40	△28
非製造業	今回	24	20	13	0	△24
	前回	25	3	△20	△43	△68
	前々回	△13	△18	△28	△49	△36

(注) 1. 資金繰り判断D.I.は、「楽である」とする企業の社数構成比から「苦しい」とする企業の社数構成比を差引いたもの。

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。

3. 引締め開始時点は次のとおり。

今回…54年5月

前回…48年5月

前々回…44年8月

(注1) 日本銀行の「主要企業短観」は、原則として資本金10億円以上の上場企業を対象としている。

も鋭角的な悪化を続けた。これに対し、今回の場合、資金繰り判断D. I.は引締め開始後によく悪化しはじめ、そのテンポも極めて緩やかであるため、引締め3期目にあたる54年11月時点においても「楽である」とする企業の構成比が「苦しい」とする企業のそれをなお上回っている。

次に、引締め開始1期前と引締め3期目の間の3四半期間における資金繰り感の変化状況を業種別にみると、第1図のとおりである。すなわち、48年当時には、石油および造船を除くすべての業種で資金繰りの逼迫感がみられたが、今回の場合、資金繰り悪化は電力、商社、ガスといった非製造業中心に生じており、製造業の大部分の業種においては、繁忙感の高まりがかなり弱い点が特

色である。

(2) 緩慢な引締りの背景

このように、企業の資金繰りの実感という点からみると、今回引締め期における企業金融の引締めテンポは過去に比べて緩慢なものにとどまっているが、次にその背景について考えてみよう。

企業の資金繰り感に影響を与える基本的な要因は、①企業の手元流動性の水準、②外部資金、特に借入のアベイラビリティの状況、③企業の資金過不足の動向の3つであろう。以下、それぞれの動きについて検討することとしたい。

(手元流動性の水準と評価)

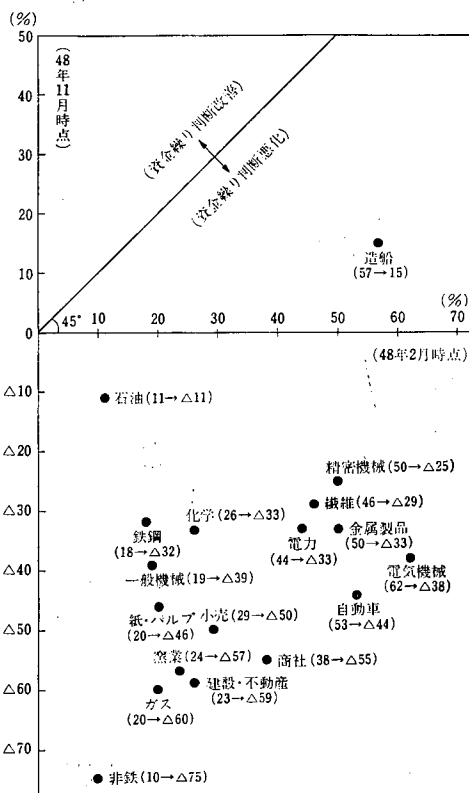
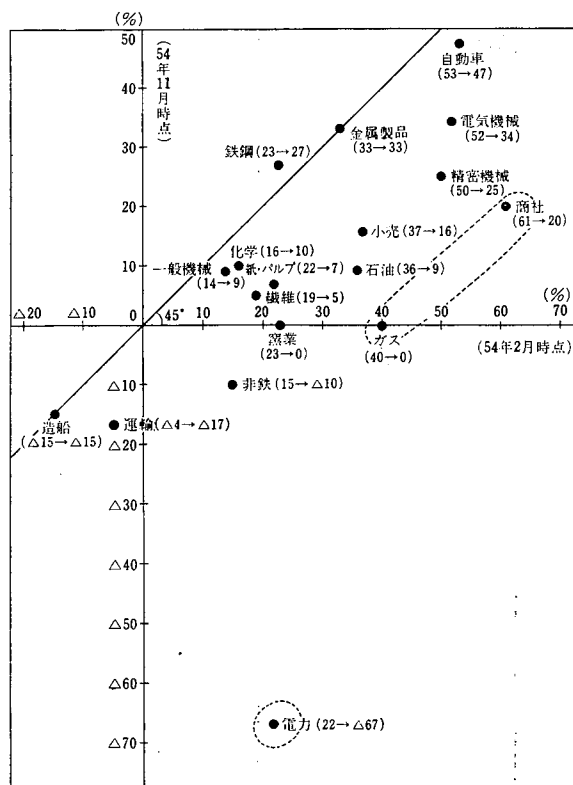
まず、企業の手元流動性については、広義の指標として、現預金のほかに短期保有有価証券を含

〔第1図〕

資金繰り判断D. I. (「楽である」-「苦しい」)の変化(今回と前回の比較)

<今回>

<前回>



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。

2. ()内は2月時点のD. I. → 11月時点のD. I.。

めた対売上高比率をみるのが通例である。この広義手元流動性比率の推移は第2図のとおりで、売上高の好伸を映じて53年10～12月以降低下傾向をたどっている。

ただ、今回の場合、手元流動性比率が低下するなかで、従来の引締め期にはみられなかった動きも生じている。ひとつには、後にも触れるとおり、大企業の借入返済が根強く尾を引いていることで、そうした企業側の自主的な借入返済がなかったならば、当然のことながら、手元流動性比率の低下はもっと緩やかになったであろう。

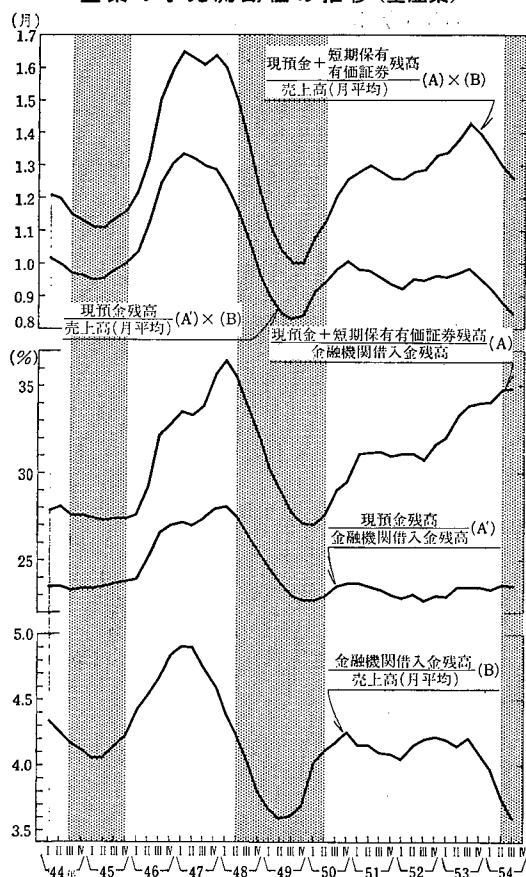
また、もうひとつの特徴として、企業の有価証

券保有が引続き増勢をたどっていることがあげられる。もちろん、近年における有価証券投資の増大は、かつてのような余資の一時的滞留形態という性格をしいに弱め、むしろ恒常的な運用資産としてビルト・インされつつあるよううかがわれるのでそれがすべて将来取崩しうる余剰資金と観念するのは当を得ないと思われるが、いずれにしても、前回引締め期に企業が有価証券のネット売手に回ったのとは対照的である。

次に、こうした有価証券保有を金融機関借入金との関係でみると第3図のとおりである。これによれば、借入金と有価証券を両建てで増加させている事例はほとんどなく、自動車、鉄鋼など有価証券取得がもっとも顕著な先は、同時に、借入

〔第2図〕

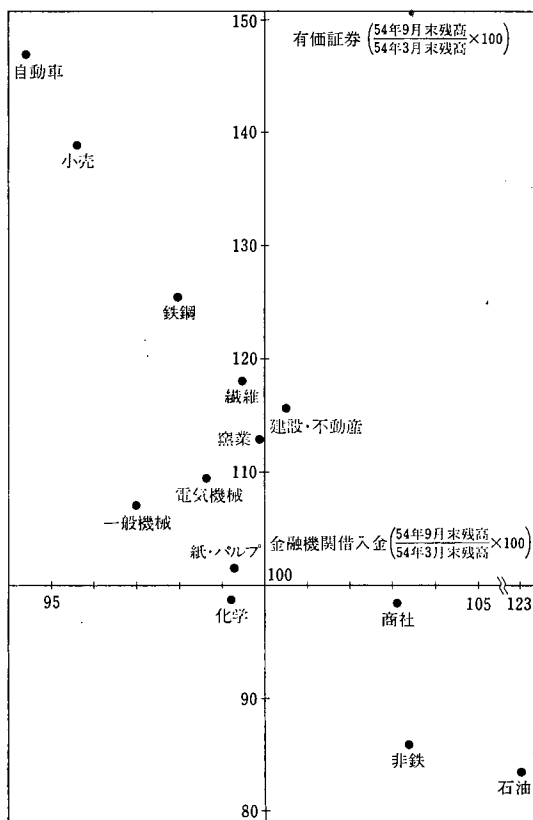
企業の手元流動性の推移(全産業)



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
2. シャドー部分は引締め期。

〔第3図〕

有価証券投資と金融機関借入金との関係



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
2. 季節調整済み。

金をもっとも精力的に返済している業種でもあることが分る。このことは、企業部門の外部から引続き高水準の流動性が流入しており、企業はこれをまず極力借入金の返済に充当して財務体質の強化を図ったあと、なお手元に残る余裕資金を有価証券に運用するというプロセスが進んだことを示唆するものといえよう。

以上のような動きを総合的にみると、手元流動性比率の低下にもかかわらず、企業の流動性は引続き相当高水準にあるとみるべきであろう。(注2)

(借入のアベイラビリティ)

次に金融機関借入のアベイラビリティについて検討してみよう。最近における金融機関の貸出態度をみると、窓口指導の強化や短期金融市場金利の上昇に伴う貸出採算の悪化などを背景として、都市銀行を中心に貸出金利の引上げ、融資標準の見直しなど貸出抑制体制をしいに強化している。このように金融機関の貸出抑制態度が強まってくると、企業は先行きの借入アベイラビリティの一層の低下を予想して、予定していた借入の実行時期の繰上げや、借増しによる手元資金温存などの動きを示すのが過去の引締め期における通例であった。しかしながら、今回の場合こうした動きは現在のところごく一部の企業、業種に限

られており、金融機関の貸出抑制制度合が強まってきた程には、企業は先行き金融機関借入が困難化するとはみていないようである。

こうした事情は「主要企業短観」の「金融機関の貸出態度判断D. I.」(「ゆるい」-「きびしい」、全産業)にも現われている。今回引締め期における「金融機関の貸出態度判断D. I.」の動きをみると54年5月調査分以降かなり急速に低下しており(第4図)、引締め開始後、金融機関が貸出態度を慎重化させている跡が明瞭であるが、それでも54年11月時点のD. I.水準は過去の引締め期に比べ相当甘目と判断されており、借入可能性について企業の自信がさほど揺らいでいないよううかがわれる。主要企業(全産業)の金融機関借入の動向をみても(第4図)、54年4~6月以降、さすがに53年度中続いた借入純減基調を脱し、借入増加に転じているが、その増加テンポは、前回、前々回に比べて著しく低いものとなっている。業種別にみても、借入が増加しているのは原油価格上昇等に伴い輸入ハネ資金・一般増運資金等の資金需要が増大している石油、非鉄、商社、電力など一部の業種に限られており、一方で自動車、電気機械、化学などかなりの業種が引続き借入返済を続けているほか、鉄鋼のように54年になって

(注2) このように、手元流動性比率の低下が企業金融の引締りを表現している度合については、これをかなり割り引いて考えなければならないという点には、次のようにアプローチすることもできる。

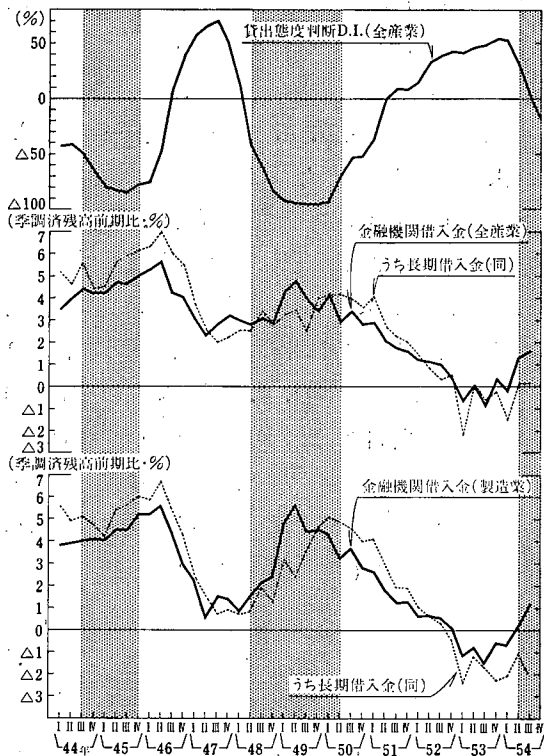
同比率は借入依存度(ここでは金融機関借入金残高/売上高)と手元流動性対金融機関借入金残高比率とに分解されるが(第2図)、最近の低下の内訳をみると、それはもっぱら借入依存度の低下により生じている。借入依存度低下の主因は売上高の好伸にあるが、企業側の自主的な借入返済行動も響いている。

一方、手元流動性比率のもうひとつの構成要素である手元流動性の対金融機関借入金残高比率は、次のような意味をもつものと考えられる。わが国の企業は、借入金の一定割合を預金として据置くことによって、取引先金融機関と円滑な関係を維持しようとする慣行があるが、この一定割合は当然金融の繁閑に応じて伸縮し、金融逼迫時には低下してくるのが通例であった。この点を考慮すると、現預金の対金融機関借入金比率(金融機関からみれば歩留り率)は資金繰り逼迫時に取崩し可能な現預金の指標として理解することができよう。また、現先等短期保有有価証券の大部分は、より高い利回りを求めて預金から振替ってきた余裕資金とみられるので、これを現預金に加えて対金融機関借入金比率をとれば、企業の広義の手元余裕度を示すひとつの指標となりうるであろう。

第2図(AおよびA')によりその推移をみると、現預金の対金融機関借入金比率は48年後半から49年にかけて大きく低下したあと低水準横ばいとなっている。この点からみても前回石油危機後の減量過程で企業が現預金を必要最低限に抑え、金融収支を極力改善しようとする意欲を示し続けてきたことがうかがわれる。他方、有価証券を含めた対金融機関借入金比率の方は引締め開始後も上昇をつづけており、前回引締め時の急落傾向と対照的である。

〔第4図〕

金融機関の貸出態度判断D.I.と金融機関借入金の推移



- (注) 1. 貸出態度判断D.I.は、「ゆるい」とする企業の社数構成比から「きびしい」とする企業の社数構成比を差引いたもの。
 2. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
 3. シェード部分は引締め期。

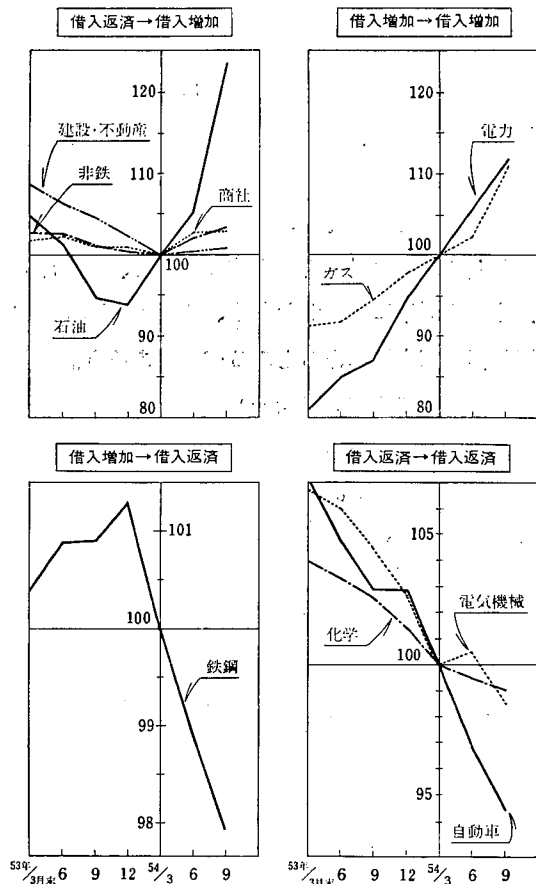
新たに借入返済を始めた先もある(第5図)。

このように、多くの企業、業種が当面の金融機関借入のオペラビリティにかなりの自信を抱き、ここへきて借急ぎの動きを示すこともないのは、ひとつには、全国銀行・相互銀行以外の民間金融機関や政府系金融機関において、53年までの貸出低調をこの機会に挽回しようとする貸出復元意欲が極めて強く、引締め開始後しばらくの間、金融機関相互間で貸出態度の跛行性がかかり残っていたことも影響していよう。それら金融機関の貸出の伸びは、引締め開始後むしろ上昇気味であり、全国銀行等における増勢鈍化と対照的である(第2表)。

しかし、企業側の自信のより基本的な背景をな

〔第5図〕

業種別金融機関借入金動向



- (注) 1. 54年3月末の金融機関借入金残高(季節調整済み)を100として各月末を指数化。
 2. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。

すのは、企業の資金不足幅が小さいことから借入需要がなお微弱なものにとどまっており、今後もしばらくはこうした状態がつつくともっているからであろう。

(資金不足の拡大は小幅)

そこで企業の資金過不足動向についてみてみよう。「主要企業短観」ベースの全産業について実物投資(設備投資+在庫投資)と自己資金(内部留保、減価償却、増資)の差額である資金過不足の推移を対売上高比率によってみると(第6図)、52年10~12月に異例の資金余剰を記録して以来5四半期にわたって資金余剰を続けたあと、54年1~3

(第2表)

業態別金融機関貸出動向

(期末高前年比・%)

		2期前	1期前	引締め 開始期	2期目	3期目
全国銀行 + 相互銀行	今回	9.6	9.5	9.7	8.8	8.3
	前回	25.8	25.6	24.5	21.5	17.1
その他 民間金融 機関	今回	8.7	10.2	11.4	13.2	14.8
	前回	23.4	26.2	28.3	27.5	24.2
政府系 金融機関	今回	8.9	8.1	9.1	10.0	10.3
	前回	18.9	16.1	19.0	20.2	21.0
合 計	今回	9.4	9.5	9.9	9.6	9.5
	前回	24.9	25.1	24.7	22.4	18.5

(注) 1. 引締め開始期は次のとおり。

今回…54年4～6月

前回…48年4～6月

2. その他民間金融機関は、信用金庫、農林中央金庫(関連産業向け貸出)、生命保険、在日外国銀行の合計。

3. 政府系金融機関は、商工組合中央金庫、中小企業金融公庫、国民金融公庫、日本開発銀行の合計。

4. 今回の3期目は54年11月の計数。

5. 期末休日要因調整後。

月に降再び資金不足に転じている。しかしながら、不足幅自体は売上高の1.5%(54年7～9月)程度であり、従来の引締め期の大幅不足にはほど遠い状況である。また年初来の資金不足へのフレについては、石油、電力両業種の資金不足拡大が大きく影響しており、その他業種では全体として依然資金余剰基調がつづいている。

ところで、資金過不足の動向とこれまでみてきた手元流動性、借入アベイラビリティ判断との間には密接な関連がある。すなわち、既存の手元流動性が高水準であっても、いったん経常的な資金不足が急速に拡大するならば手元も急激に取崩されて資金繰り逼迫感が一挙に強まるであろうし、事実48～49年にはそのような経緯をたどったことは記憶に新しい。また、金融機関の貸出態度自体には特に変化がなくても、資金不足の拡大に伴い借入依存が高まってくる場合と、限界的な借入で足りる場合とでは、企業からみた借入難易度

の判断が自ら異なってくる。このようにみれば、今回、金融機関の貸出態度が慎重化し、手元流動性比率も低下するなかで企業金融の引締め感が比較的弱いことの主因は、企業の資金不足が小幅にとどまっていることによるものと考えられる。以下、この点についていさ少し立入って調べてみよう。

(3) 資金過不足の動向

(資金過不足の変動要因)

「短観」ベース主要企業の資金過不足じり(対売上高比率)をやや長い目でみると(第6図)、設備投資がほぼ恒常的に最大の資金不足要因であり、従って資金過不足の基本的な趨勢を決定づけているのは、自己資金に対する設備投資の規模いかにあるといえる。現在、自動車、鉄鋼等の業種に属する大企業が借入返済を継続しているのも、今後ある程度将来を展望しても、これらの業種における設備資金の支払が自己資金を上回る事態を予想していないことによるものであろう。

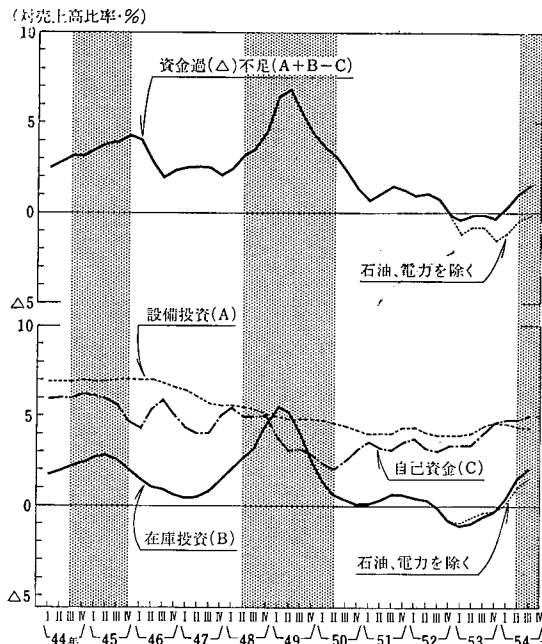
ただ、そうした大きな流れの中で、資金過不足は短期的に大きな変動を示してきたが、こうした1～2年程度の短期的なフレは主として在庫循環の波によって惹起されている。例えば48～49年においては、主要企業(全産業)の資金不足は売上高の3.2%(48年4～6月)から6.9%(49年4～6月)にまで急拡大したが、これははじめは企業の原材料在庫買漁り、つづいて需要減退による後向き製品在庫の積上りといった在庫投資の急増を背景とするものであり、この間設備投資対売上高比率はごく小幅ながら低下している。

(今回引締め期の特徴)

このような資金過不足の変動要因という観点からみると、今回引締め期における特徴は、資金不足幅に対する在庫投資の寄与度が低いことである。すなわち、引締め開始後半半年間の資金不足幅に対する在庫投資の寄与度(2四半期平均、対売

〔第6図〕

主要企業(全産業)の資金過不足動向



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 季節調整済み3期加重移動平均値(ウェイトは1:2:1)。
 3. シャド一部分は引締め期。

上高比率)をみると(第3表)、今回は1.8%(1期目1.4%と2期目2.1%の平均)と前回(3.0%)はもちろん、前々回(2.3%)をもかなり下回っている。

今回、在庫投資に大きな盛上りがみられないのは、企業が石油、非鉄、木材等輸入原材料価格の上昇にもかかわらず、前回石油ショック時の経験を教訓として、比較的落ち着いた経営姿勢を維持してきたためであり、先高見越しの仮需的な在庫増しの動きは、これまでのところ石油、化学製品など一部に限られ、従って全体としての規模もごく小幅にとどまっている。

第7図は、名目在庫投資について実質在庫の増減と仕入価格の変動とに要因分解したものであるが、前回、前々回の引締め期には実質ベースの在庫増しが大きく、これが(前回には特に物価の上昇と相まって)資金不足を急速に拡大させ大規

(第3表)

資金過不足の要因分解

(対売上高比率・%)

		1期前	引締め開始期	2期目	...	4期目
資金過(Δ)不足 (A+B-C)	今回	0.3	1.1	1.5		—
	前回	2.4	3.2	3.6		6.6
	前々回	2.8	3.2	3.2		3.8
在庫投資 (A)	今回	0.3	1.4	2.1		—
	前回	2.1	2.7	3.2		5.5
	前々回	1.9	2.2	2.4		2.8
設備投資 (B)	今回	4.6	4.4	4.3		—
	前回	5.6	5.5	5.3		4.9
	前々回	6.9	6.9	7.0		6.9
自己資金 (C)	今回	4.6	4.7	4.9		—
	前回	5.3	5.0	4.9		3.8
	前々回	6.0	5.9	6.2		5.9

- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 引締め開始期は次のとおり。
 今回…54年4～6月
 前回…48年4～6月
 前々回…44年7～9月
 3. 季節調整済み3期加重移動平均値(ウェイトは1:2:1)。

模な資金需要発生引金となったのに対し、今回は実質ベースの在庫増しはわずかなため名目在庫投資の増加は専ら物価上昇を反映したものとどまっており、それだけ資金不足の拡大が抑えられていることが分る。

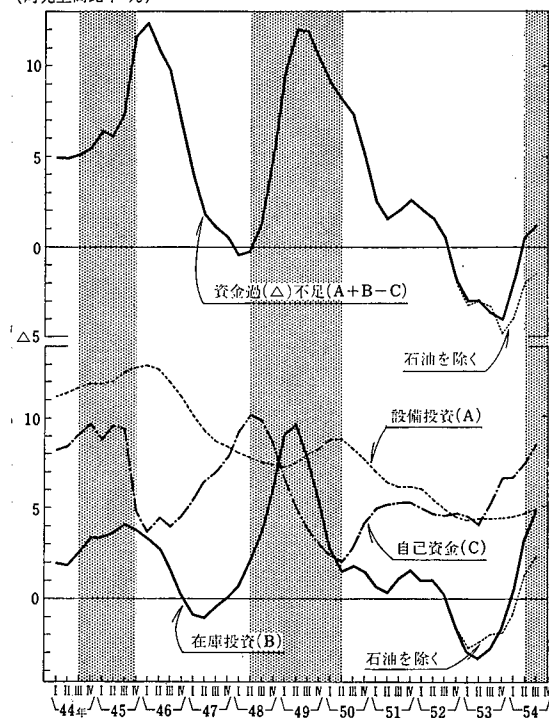
(業種別の特徴)

それでは、大企業の資金過不足動向の今後における帰趨についてはどう考えるべきであろうか。在庫投資の変動については予測困難なので、これは一応おき、ここではやや中期的な観点に立帰って検討することとしたいが、そのための手掛りとして製造業の資金過不足を加工組立産業・素材産業別にみると次のような特徴点が看取される。

まず、加工組立産業についてみると(第8図)、

〔第9図〕 素材産業の資金過不足動向

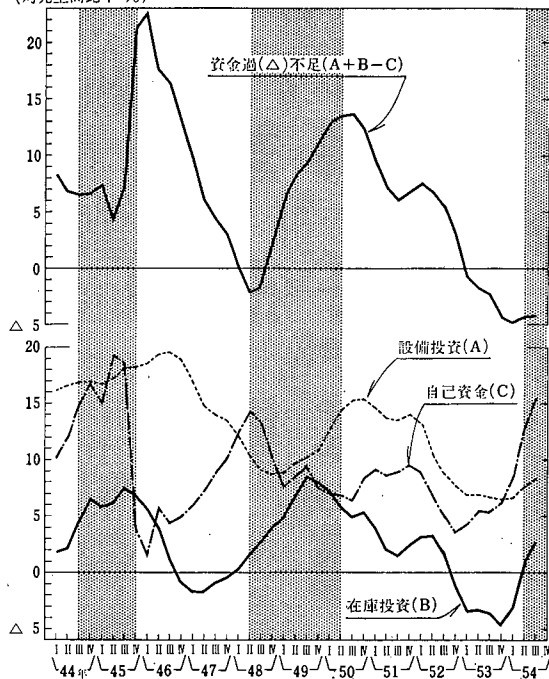
(対売上高比率・%)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 素材産業は、繊維、鉄鋼、非鉄、石油、化学、紙・パルプ、窯業。
 3. 季節調整済み3期加重移動平均値(ウェイトは1:2:1)。
 4. シェード部分は引締め期。

〔第10図〕 鉄鋼の資金過不足動向

(対売上高比率・%)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 季節調整済み3期加重移動平均値(ウェイトは1:2:1)。
 3. シェード部分は引締め期。

に占める有利子負債の比率(1-自己資本比率)をみると(第11図)、加工組立産業では有利子負債比率が51年度以降大きく低下しているのに対して、素材産業では収益の立直りが遅れたことから、借入金返済が始まったのはようやく53年度になってからであり、その結果、53年度末の有利子負債比率は前回引締め時の48年度末よりむしろ悪化している。このことは、54年春から始まった金利上昇局面において、素材産業は強い金利負担増加圧力を受けつつあることを意味しており(注3)、今後の素材産業の収益にはこの面からの圧迫が及んでくることとなる。

低下のメリットと輸出を含む販価の上昇から収益が好転し、これに伴う自己資金の急増が資金余剰への転換を可能ならしめた大きな要因となっている。当面、企業収益全体として好調な基調が大きく崩れる可能性は少ないとみられるが、素材産業の資金余剰化については加工組立産業の場合と比べて、はるかに循環的性格が強いことは否めないと考えられる。

なお、これに関連して、素材産業と加工組立産業では、財務体質改善の進捗度合にかなりの差がみられることも指摘されよう。すなわち、総資本

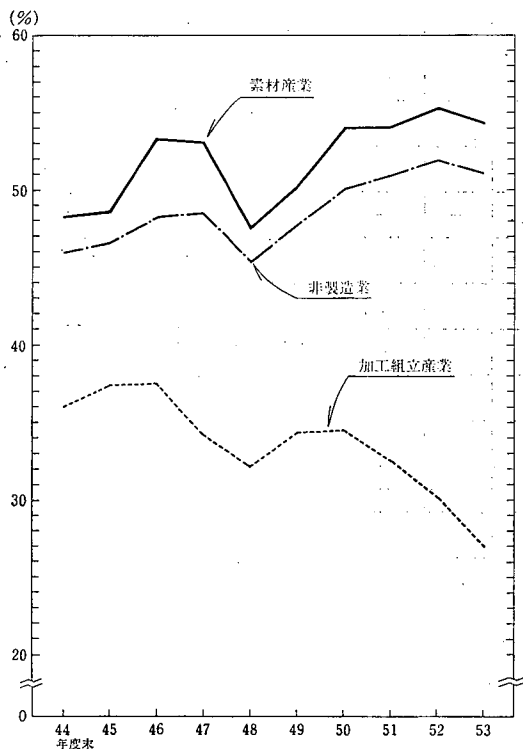
(注3) 企業の利子支払前経常利益に対する金融費用の割合は次の式のとおり分解される。

$$\frac{\text{金融費用}}{\text{利子支払前経常利益}} = \frac{\text{金融費用}}{\text{有利子負債}} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{総資本}} + \frac{\text{利子支払前経常利益}}{\text{総資本}} \quad \left(\frac{\text{利子率}}{\text{有利子負債比率}} \right) \left(\frac{\text{利子支払前総資本経常利益率}}{\text{利子支払前総資本経常利益率}} \right)$$

従って、金利上昇期には有利子負債比率が高いことは企業収益をそれだけ圧迫する要因と考えられる。

〔第11図〕

業種別有利子負債対総資本比率の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」により作成。

2. 素材産業は、繊維、紙・パルプ、化学、石油、セメント、鉄鋼、非鉄。加工組立産業は、一般機械、電気機械、自動車。

2. 中小企業金融の動向

以上、今回引締め期に大企業の金融引締めテンポが緩慢であることの背景をみてきたが、次に中小企業金融の動向について若干ふれておこう。最近における中小企業金融の動向をみると、過去の引締め期に比べればもちろん、大企業との比較でも引締め感が乏しいようになっている。すなわち、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(以下「全国企業短観」と略称)によって中小企業製造業の「資金繰り判断D. I.」(「楽である」-「苦しい」)の推移をみると(第4表)、前回、前々回引締め期には引締め開始とともに漸次悪化していったのに対し、今回は引締め開始後むしろ若干改善

し、その後もほとんど悪化していない。中小企業段階におけるこうした緩和感の残存は、大企業が中小企業に対する与信超を拡大する必要が少なくなるという点で大企業の資金繰りを緩和させる要因としても働いており、かつてのように、例えば商社金融の拡大といった形で大企業が中小企業向け資金援助を余儀なくされ、それを契機に大企業の手元資金が急速に崩れていくといった形はかなり弱まっているものと思われる。

このように中小企業段階に依然金融緩和感が残存している背景としては、第1に、今回引締め期における資金不足の水準が、大企業同様極めて低いことが挙げられよう。中小企業の資金不足の水準は売上高比1.7%(54年7~9月)と、引締め期としてはかつてない低水準にある(第4表)。これは、設備投資、在庫投資の増加が、企業収益好調を背景とした自己資金の増大により大部分吸収されたためとみられる。このことが大企業同様、中小企業に緩和感が残っている基本的な要因といえよう。第2は、金融機関の中小企業に対する融資態度が引締め開始後も余り厳しくなっていないことであろう。すなわち、「全国企業短観」によって中小企業製造業の「貸出態度判断D. I.」(「ゆるい」-「きびしい」)をみると(第4表)、前回、前々回引締め期には引締め開始とともに「きびしい」とする企業の構成比が「ゆるい」とする企業のそれをしだいに上回っていったのに対して、今回は、引締め3期目に至って、ようやく「きびしい」とする企業の構成比が上回るに至った。ちなみに、全国銀行と相互銀行を合計したベースで、中小企業向け貸出残高の前年比伸び率をみると、前回引締め期には、引締め後、月を追って伸び率が低下しているのに対して、今回はほとんど低下していない(第5表)。

このように、今回引締め期に各金融機関が中小企業向け貸出に前向きな姿勢で臨んでいるのは、

(第4表) 中小企業金融関連指標の推移

		(単位・%)					
		2期前	1期前	引締め 開始期	2期目	3期目	4期目
資金繰り判断 D. I. (「楽である」-「苦しい」 製造業)	今回	△ 6	1	2	4	0	—
	前回	3	6	5	0	△ 12	△ 25
	前々回	△ 7	△ 4	△ 5	△ 8	△ 12	△ 18
資金過(△)不足 (対売上高比率 季節調整済み3期加重 移動平均値、全産業)	今回	1.9	1.1	1.1	1.7	—	—
	前回	4.8	4.7	4.5	4.2	4.5	5.5
	前々回	2.0	2.7	4.2	3.4	3.1	2.9
金融機関貸出 態度判断 D. I. (「ゆるい」-「きびしい」 製造業)	今回	27	27	19	10	△ 3	—
	前回	33	24	△ 1	△ 15	△ 41	△ 58
	前々回	0	△ 1	△ 1	△ 11	△ 19	△ 29
手元流動性比率 (現預金残高 金融機関借入金残高 期末値、季節調整済み)	今回	42.9	40.1	41.3	41.8	—	—
	前回	42.4	42.8	42.5	43.0	42.3	42.9
	前々回	40.3	41.6	40.3	39.8	39.4	39.5

(注) 1. 判断 D. I. は日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、「中小企業短期経済観測調査」により作成。資金過不足、手元流動性比率は資本金1億円未満の法人企業について大蔵省「法人企業統計季報」により作成。
2. 引締め開始期は次のとおり(ただし、判断D. I. は今回・54年5月時点、前回・48年5月時点、前々回・44年8月時点)。
今回…54年4～6月
前回…48年4～6月
前々回…44年7～9月

(第5表) 中小企業向け貸出動向 (全国銀行、相互銀行合計)

		(月末残高前年比・%)						
		1月前	引締め 開始月	2月目	3月目	4月目	5月目	6月目
中小企業計	今回	13.0	13.1	13.3	13.3	13.0	12.4	12.5
	前回	29.3	29.6	28.9	26.5	24.3	23.1	21.8
製造業	今回	6.2	6.7	6.6	7.0	6.9	6.6	8.6
	前回	21.3	22.1	22.5	21.1	20.4	19.6	19.8
非製造業	今回	16.0	16.0	16.2	16.2	15.7	14.9	14.2
	前回	33.9	33.9	32.6	29.6	26.5	25.1	22.9

(注) 1. 引締め開始月は次のとおり。
今回…54年4月
前回…48年4月
2. 日本銀行「業種別貸出統計」による。
3. 中小企業の定義…(今回) 資本金1億円以下又は常務従業員300人以下の企業。
(前回) 資本金5千万円以下の企業。

に開拓した中小企業向け貸出の維持・伸長を図ることによって、全体としての貸出の伸びを極力維持していきたいとの長期的な融資戦略があるからであろう。また、預貸金利鞘の趨勢的縮小や巨額の国債評価損発生等の収益環境悪化を背景に、最近では中小企業向け貸出の相対的有利性に対する配慮も強く働いているものとみられ、こうした点も、金融機関の中小企業向け貸出の意欲を刺激し、ひいては中小企業における緩和感の根強い残存を支える一因となっていよう。

3. マクロ的にみた
企業金融の環境

以上においては、最近の企業金融動向を主として企業レベルでの諸指標に即してみてきたが、次に視点を変えて、この問題をマクロ的な環境のなかで考えてみよう。

第12図は、マネー・フロー表における経済各部門の資金過不足の推移を対GNP比率で表わしたものであるが、最近の動向をみると、海外部門が前回同様資金余剰に転じてきたこと(わが国経常収支の赤字化)、公共部門が巨額の

基本的には減速経済の下で、今後大企業需資に大きな盛上りを期待出来ないとの見方から、緩和期資金不足状態にあることが特徴的である(注4)。

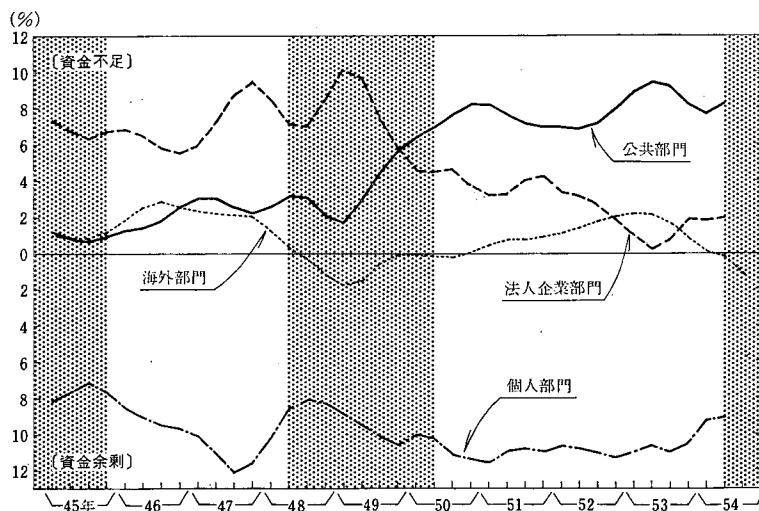
(国際収支赤字の影響)

まず、海外部門をみると、53年秋以降資金不足(わが国経常収支の黒字)が急速に縮小、54年入り後は資金余剰に転じている。こうした余剰方向へのフレの幅はかなり大きく、法人企業部門の資金不足拡大幅とはほぼ見合っている。

こうした国際収支の悪化を通ずる資金流出は、当然企業金融の自律的引締りをもたらし筋合にあるが、これまでのところ引締り感の浸透が緩慢なのはすでにみたとおりである。このように引締り感が薄いことの基本的な原因は、先に述べたとおり資金不足の幅自体がまだ小幅なものにとどまっていることにあるといえようが、このほかに、経常収支の赤字が主として石油値上げに伴う原油代

〔第12図〕

部門別資金過不足の対名目GNP比率



(注) 1. 季節調整済み3期加重移動平均値(ウェイトは1:2:1)。
2. シェード部分は引締め期。

金支払の増加から生じたものであることも影響している。経常収支から原油代金支払増加の影響を除いてみると、54年中大幅な黒字が持続していたし、また引締め開始後においても為替円安の影響もありほとんどの業種で輸出比率の高まりがみられるが(第13図)、これは輸出産業には引続き高水準の流動性が流入したことを物語っている。従って、経常収支がこれほど急速に悪化した場合であっても、大方の企業は対外取引面においてはむしろ企業金融の引緩みを享受し、悪化のインパクトは、石油精製(値上りに伴う在庫資金増)のほか、輸入ウエイトの高い商社、燃料コストの上昇を料金に転嫁しえていない電力など、少数の業種に集中的に現われた点が特色である。また、電

力、ガス、窯業などを除く大方の業種においては、景気の順調な回復を映じて収益事情が大幅に好転し(企業貯蓄の増加=資金不足の縮小要因)、国際収支面からのインパクトを和らげたという事情も指摘されよう。

今後、石油製品や電力の大幅値上げを通じて、以上のようなインパクトの偏在が徐々に解消し、収益面でも各業種均等にコスト負担が掛てくるようになれば、国際収支赤字の影響はほぼ全業種にわた

(注4) マネー・フロー表の各部門における資金過不足は金融資産と金融負債の増減から算出されるが、これは実物的な取引と次のような関係にあり、事後的には貯蓄・投資の差に等しい。また、政府・企業・海外といった各部門の資金過不足を合計すると丁度ゼロになるという関係にある。従って、以下では、すでに検討してきた企業部門の資金過不足の問題を、他の部門における資金過不足との相対的関連において考察することになるわけである。

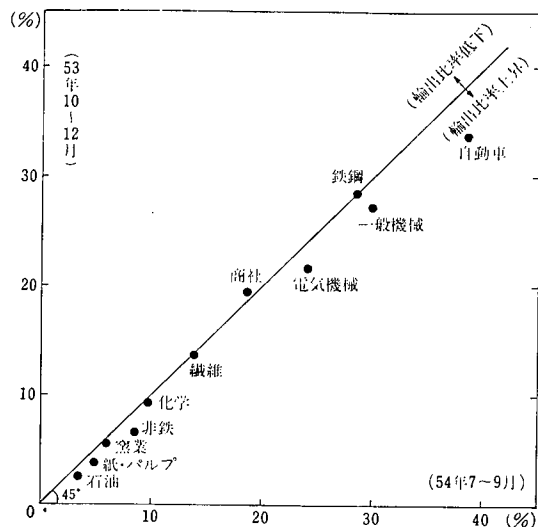
実物取引と金融取引を通ずる収支関係は、次式で表わされる。

売上げ収入+金融負債増加=中間生産物費用+賃金その他経費支出+投資支出+金融資産増加
移項すると、

$$\underbrace{\text{投資支出}}_{\text{投資}} - \{ \underbrace{\text{売上げ収入}}_{\text{貯}} - \underbrace{(\text{中間生産物費用} + \text{賃金その他経費支出})}_{\text{蓄}} \} = \underbrace{\text{金融負債増加}}_{\text{資金不足}} - \underbrace{\text{金融資産増加}}_{\text{資金不足}}$$

〔第13図〕

業種別輸出比率(輸出額/売上高)の変化



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により作成。
2. 季節調整済み。

って平均化した形で及ぶこととなろうが、それによって企業金融の引締り感がどれだけ強まるかはそうした原油価格上昇の波及に伴うデフレ効果が、特に企業収益面にどの程度顕現するかにかかっているといえよう。

(大幅財政赤字の影響)

次に公共部門(マネー・フロー表では国のほか、地方公共団体、公社・公団を含む)と企業金融との関連を検討しよう。公共部門の資金不足は、国の景気浮揚政策を映じて53年度上期まで拡大の一途をたどったが、同下期には53年度公共事業前倒し執行の反動から、また54年度入り後は自然体執行方針が採られたこと等から、ようやく頭打ち傾向を示している。これを対GNP比率でみると、53年7～9月から幾分低下しているが、その水準自体異常な高さ(54年4～6月、GNPの9.5%、うち中央政府分6.1%)であることに変わりはない。

ところで、わが国のように、国債のシ団引受方式が慣例となっている場合には、国債が非金融部門によって引受けられる場合と異なり、財政赤字

の大部分が直接的に流動性の増加をもたらす。従って、経済規模に比べて財政赤字が極めて大きい場合、企業等には財政支出の面から常に流動性が潤沢に供給されることとなるのは容易に首肯されよう。

財政赤字によって民間部門全体にどの程度の流動性が供給されているかを端的に示す指標は、マネーサプライ統計の「対政府信用」の寄与度であろう。ただ、同統計でいう「対政府信用」は金融機関の公共債保有増減を基準にしているため、企業等が金融機関から既発国債を購入した場合、それだけ「対政府信用」が減少することになる。しかし、企業等が既発債を購入するかどうかは、その時々の実物投資の予想収益率と金利コストの比較等に基づく企業側の主体的なオプションで決まることである。従って、財政からの資金流入について企業部門が抱く実感というものは、既発債購入取引によって縮小した事後的な「対政府信用」の寄与度からは必ずしも推し測ることはできない。こうした点を考慮すれば、財政赤字の企業金融への影響度を測るには、金融機関引受による国債発行代り金が民間に散布された段階、言い換えれば、企業等が既発国債を購入する以前のいわば「事前的な対政府信用」と、それに基づく「事前的なマネーサプライの伸び率」をみるのが有用と考えられる。

第6表は、こうした趣旨に基づく「事前的なマネーサプライ」の試算である。すなわち、マネーサプライの実績値をみると、「対政府信用」の寄与度が54年7～9月以降かなり低下しているほか、貸出の抑制、国際収支の大幅赤字などから他のマネー供給ルートも細った結果、7～9月ごろから伸びが鈍化しているが、この間、企業等の既発国債購入(現先および買切り)が多額にのぼっているため、これを調整した「事前的な対政府信用」は高水準をつづけ、「事前的なマネーサプラ

(第6表)

「事前のマネーサプライ」の推移(末残ベース)——試算

(単位・%)

		53/ 10~ 12月	54/ 1~ 3月	4~ 6月	7~ 9月	10月
前 年 比	事 前 的 な $M_2 + CD$	13.0	13.1	13.3	13.2	13.2
	事 後 的 な $M_2 + CD$	12.3	12.3	12.2	11.4	11.0
供 給 要 因 別 寄 与 度	事前の対政府信用(A)	4.4	4.9	6.5	6.5	6.1
	非金融部門の預金銀行 からの既発国債購入(B)	0.7	0.8	1.1	1.8	2.2
	事後の対政府信用 (A-B)	3.7	4.1	5.4	4.7	3.9
	貸 出	8.8	9.4	9.1	9.1	9.1
	国 際 収 支	1.2	0.3	△0.8	△1.3	△1.9
	そ の 他	△1.4	△1.5	△1.5	△1.1	△0.1

- (注) 1. 上表の対政府信用はマネーサプライ統計の対政府信用から
資金運用部と日本銀行の外為証券売買を調整して実勢化した
もの。
2. 貸出はマネーサプライ統計の民間向け貸出と地方公共団体
向け貸出の合計。
3. 国際収支は総合収支を実勢相場で円換算したもの。
4. 計数は期末休日要因調整後。
5. 期中3ヵ月平均値。

イ」の増勢にも鈍化の跡がみられない。もちろん、有価証券の利回りが実物投資に比べて相対的に不利であれば企業は実物投資に向いたわけであり、その意味では、企業による有価証券取得の盛行自体は、金利機能の活用によって実物投資の行過ぎが喰止められたという一面をもつともいえる。ただいづれにしても、以上のような事前的概念でとらえた財政赤字の流動性創出効果が事後的な姿よりはるかに大きく、しかも高水準を続けていることが、企業金融の引締りテンポを緩やかなものにしてしているのは否めないと考えられる。

またこれと並んで見逃すことのできないのは、このようにして企業の既発国債購入が進んだ場合、これがいつでも現預金に化体しうる流動的資産として意識され、企業の金融緩和感を支える一つの要素となるという事実である。財政赤字と企業金融の引緩みとは、こうした面からも強く結び

ついているといえよう。

おわりに

以上、今次引締め下における企業金融の特色、背景等を概観してきたが、最後に今後の企業金融に関連して若干の展望を試みよう。

まず、当面の企業金融見通しであるが、企業の資金過不足動向については、「主要企業短観」(54年11月調査)によれば収益が54年度下期は高水準ながら若干減益の予想であり、一方設備投資は増勢持続の計画であるところからみて、基調的には緩やかな資金不足拡大に向うことになろう。また、金融機関貸出についてみると、55年1~3月期も厳しい窓口指導が堅持されることから、対象金融機関の融資態度は一層慎重化するものと見込まれるほか、融資保証や貸付有価証券の抑制指導に伴い、窓口指導対象外金融機関の貸出も落ち着きに向うと予想される。こうした結果、企業金融には当面引締り感が着実に浸透していくことが期待される。

ただ、財政については、今後財政再建への努力が進められることが期待されるものの、なお相当大量の国債発行が必至とみられ、この面からは引き続き高水準の流動性が供給される可能性がある点は留意の要があろう。

この間、経済情勢をみると、景気の根強い上昇が持続するなかで、卸売物価は前年比16%強の高騰をつづけており、先行きについても、54年12月の OPEC 諸国による原油値上げの国内波及、予想される電力料金引上げ、賃金上昇率の高まり等コスト・アップ要因が多い。また、これまで落ちていた消費者物価も、今後卸売物価高騰の波及等から漸次騰勢が強まる可能性が高い。

こうした状況下においては、第1に、値上げが通りにくい環境を金融面から維持し、物価の上昇を極力抑制することが必要であることは言をまた

ないであろう。日本銀行が54年4月以降、3次にわたって公定歩合を引上げ、窓口指導を漸次強化してきたのもまさにそうした趣旨に基づくものである。

第2に、同様の趣旨から、財政についても、現在のように高水準の流動性を供給しつづけている状態をできる限り是正していく方向が望まれる。現在、「財政再建」の観点から国債発行圧縮の努力が行われているところであるが、マネーサプライに与える影響という観点からも今後とも国債の減額を極力優先していくことが望ましいといえよう。同時に、金融機関引受方式による国債発行がそのまま流動性の追加供給となることにかんがみれば、国債の公募入札を引続き拡大し、財政

赤字による流動性創出効果をモダレートなものにしていくことも重要であろう。

第3に、前記のように引締め下においても企業の有価証券取得が進行し、債券運用が企業経営に深く組込まれつつある状況の下では、企業の金利感覚の高まりに伴い、金利の変動が金融資産相互間(例えば債券と通貨)だけでなく、金融資産と実物資産の間の資産選択行動にも大きく影響していくことが予想される。従って、マネーサプライの適切な管理という目的のほかに、企業の投資行動に望ましい影響を及ぼしていくという観点からも、金利の一層弾力的な変動を促し、金利機能を活用していくことが不可欠であるといえよう。