

金融緩和の浸透と企業金融の構造変化について

〔要 旨〕

1. 今回金融緩和期においては、マネーの流通速度が法人部門を中心に目立って低下し、つれて企業金融の緩和感も高まるなど、金融の量的緩和が浸透している。
2. 企業の投資行動をみると、今回緩和期においては、58年以降の景気上昇局面が含まれているにもかかわらず、金融資産への投資が実物資産への投資を上回る増勢を続け、実物資産対金融資産比率が一貫して低下している。これは、法人部門保有の広義流動性が、借入・有価証券発行と両建てで増加しており、企業が積極的な財務活動を展開していることの反映と考えられる。
3. 企業の金融投資面では、外債投資を含む有価証券投資や、CD、MMC等の高利回り自由金利商品への運用ウエイトが上昇を示しているが、反面、利回りの変動リスクは増大しており、ハイ・リスク、ハイ・リターン型の金融投資となっている。

一方資金調達面では、有価証券を中心に海外市場からの調達シェアが増加傾向をたどるなど、調達ルートが多様化が進んでおり、これが、相当程度調達コスト節減に寄与している。

こうした企業の調達・運用行動の変化は、金融収支率の改善をもたらし、企業収益全体を下支える役割を果たしている。

4. 最近の金融緩和の度合いを評価するにあたっては、企業の手元に蓄積された流動性水準の高さに十分留意する必要がある。この点に関連して、最近の土地・株式等資産価格の騰勢は、やはりそうした流動性水準の高まりと係わりがあると考えられる。

最近における金融緩和の浸透状況を総合的に勘案すると、当面の金融政策の運営にあたっては、従来以上に経済全体の流動性水準の適切な管理に努めることがますます必要であると考えられる。

〔目 次〕

はじめに	(ハイ・リスク、ハイ・リターン型の 金融投資)
1. 量的緩和の浸透状況 (マネーの流通速度の低下) (企業金融の緩和浸透)	(資金調達ルートが多様化) (金融収支率の改善)
2. 最近における企業金融の構造変化 (景気上昇下での金融投資活発化)	3. 金融緩和の評価と政策課題 (企業金融の変化と金融緩和) (資産価格の上昇傾向)

はじめに

昨年秋以降の大幅なドル安・円高の進行に伴う輸出の減少を主因に、わが国経済は、このところ減速の度合いをやや強めており、そうしたなかで、円高や原油価格低下の影響もあって、物価は一段と鎮静の度を加えている。一方、長期間にわたる金融緩和を背景として経済全体の流動性水準がさらに高まる下で、最近においては株価や地価など資産価格の騰勢が目立ってきている。

本稿は、こうした最近の金融・経済情勢を踏まえ、今回金融緩和期における緩和の浸透状況について、最近における企業の資金調達・運用行動の構造的変化を整理しつつ、総合的な評価を試みる。

1. 量的緩和の浸透状況

今回金融緩和期は、55年夏に開始されて以来、すでにまる6年を経過しており、戦後では最長の緩和期間となっている(これまでは、前回緩和期の50年4月以降4年間で最長、なお、前々回は45年10月以降2年6か月間)。このように今回緩和期が長期に及んでいるのは、第2次石油危機以降の景気停滞が、いわゆる在庫の二段調整を経るというかたちで延引したあと、輸出の増加に主導された58年初来の回復局面入り後も、景気過熱や物価上昇の加速を招くことなく、60年以降、米国景気のスローダウンや昨秋来の大幅なドル安・円高の進行に伴う輸出の減少を主因に再び景気減速傾向に転じたという実体経済面の事情によるものである。すなわち、今回の場合、物価の安定が継続したことが、金融緩和長期化の最大の背景であると指摘できよう。

このように55年以降のわが国経済は、金融引締め過程のないままに景気の停

滞→上昇→減速の循環を描くという最近においては異例の経験をしているわけであり、そうした事情が、今回の金融緩和の浸透度合いについての評価を従来になく難しくしている側面があることは否めない。以下では、まず、マネーサプライ、企業金融という金融の量的側面から、これまでの緩和浸透度合いを改めて概観する。

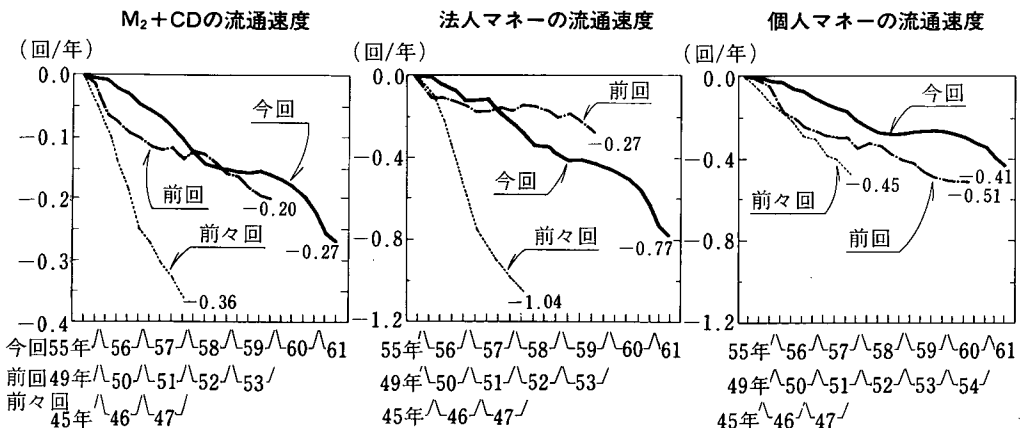
(マネーの流通速度の低下)

マネーサプライの動向を中心指標であるM2+C D (平残)でみると、今回緩和期中の平均伸び率(年率)は8.4%と前々回(25.3%)、前回(12.7%)と比べて、目立って低下している。もっとも、通貨に対するいわゆる取引需要の重要な決定要因と考えられる実体経済面での名目取引高も、実質成長率の低下、物価安定持続の両面から、伸び率が著しく低下している(名目総需要の平均伸び率<年率>、前々回14.7%→前回10.2%→今回4.4%)。この結果、マネーの流通速度(名目総需要/M2+C D平残)の低下テンポは今回緩和期において、いわゆる「過剰流動性」期といわれた前々回と比べればはるかに緩やかなものの、前回は幾分しのいでいる(第1図)^(注1)。このようにマネーの伸び率自体は、前回と比べて相当のシフト・ダウンを示しているものの、実体経済活動との対比でみて、マネーの相対的余剰がもたらされているのが、今回緩和期のひとつの特徴といえよう。

ところで、こうしたマネーの流通速度の低下について、法人部門と個人部門とに分けてみると^(注2)、今回緩和期における低下テンポが、前回はしのいでいるの

[第1図]

今回緩和期における通貨の流通速度のピークからの低下幅
(前回、前々回緩和期との比較)



(注) M2+C D(法人マネー、個人マネー)の流通速度=名目総需要/M2+C D(法人マネー、個人マネー)残高。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算」。

は、もっぱら法人マネーの動きによるものであることが明瞭である。ことに注目されるのは、法人マネーの流通速度が、一連の預金金利自由化措置が講じられた60年春以降一段と低下テンポを高めていることである。一方、個人マネーの流通速度は、今回緩和期において、前々回、前回のいずれと比べても低下テンポが緩やかである^(注3)。したがって、今回緩和期における金融の量的緩和の度合いを検討するにあたっては法人部門の動向が重要な鍵をなすといえよう。

(企業金融の緩和浸透)

ここで、企業金融の動向に目を転ずると、企業部門全体の金融緩和感の包括的な指標と考えられる「資金繰り判断D.I.」(「楽である」-「苦しい」、回答企業の社数構成比、日本銀行「主要短観」ペース<以下同様>)は、59/8月調査時点では、前々回のピーク時(47/8月調査、47%)には遠く及ばないものの、前回ピーク(54/2月調査、25%)並みにまで改善している^(注4)(第2図)。なお、昨年

(注1) 各緩和期間中のマネーサプライ伸び率、名目総需要伸び率、流通速度低下幅の各平均値は、下表のとおりである。

	前々回	前回	今回
M ₂ +CD平残伸び率(年率、%)	25.3	12.7	8.4
法人マネー伸び率(年率、%)	29.7	11.4	9.1
名目総需要伸び率(年率、%)	14.7	10.2	4.4
流通速度低下幅/年(回)	0.15	0.03	0.06

(注2) 法人部門は、事業法人のほか、地方公共団体や学校・宗教法人等を含んでいる。

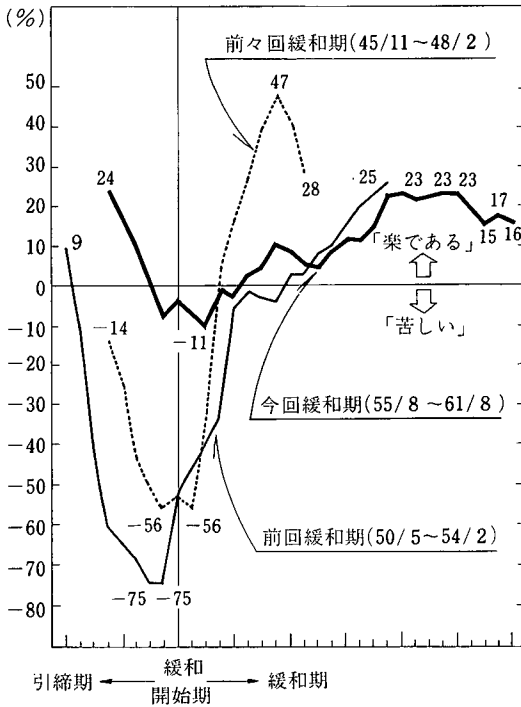
(注3) 個人マネー流通速度(名目総需要/個人マネー)は、定義により、①名目総需要対個人貯蓄残高比率と、②個人貯蓄残高対個人マネー比率の積として表わされ、長期的にみて、①の下方トレンドが②の上方トレンドを上回るかたちで下方トレンドを示すが(この結果、全体としてのマネーの流通速度も下方トレンドを持つ)、今回緩和期における個人マネー流通速度の低下テンポが前回よりも緩やかとなっているのは、①の低下テンポが前回よりも鈍化していることによるものであり、②の上昇テンポについては、今回と前回とでさしたる変化はうかがわれない。

(注4) 今回緩和期においては、「資金繰り判断D.I.」でみた期初の引締め感が前々回、前回と比べてはるかに軽微であったため、期初からの改善幅をとると、前々回はもとより、前回と比べても、極めて小さなものにとどまっている。もっとも、このことは逆に、緩和期間中の平均値としては、今回緩和期の緩和度合いが、前回、前々回を大きく上回っていることを意味している(下表参照)。なお、「金融機関の貸出態度判断D.I.」についても、全く同様である。

		前々回	前回	今回
「資金繰り判断D.I.」	期初からピーク(%ポイント)までの改善幅	100	79	27
	期中平均値(%)	5.8	△ 5.8	9.8
「貸出態度判断D.I.」	期初からピーク(%ポイント)までの改善幅	150	125	74
	期中平均値(%)	9.9	10.8	28.0

〔第2図〕

各緩和期における「資金繰り判断D. I.」の推移



	引締期 ←		緩和開始期		→		緩和期		
今回	54	54	55	56	57	58	59	60	61
	5月	8	8	8	8	8	8	8	8
前回	48	49	50	51	52	53	54		
	5月	5	5	5	5	5	2		
前々回	44	44	45	46	47	48			
	8月	11	11	11	11	2			

(注) 全産業ベース。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」。

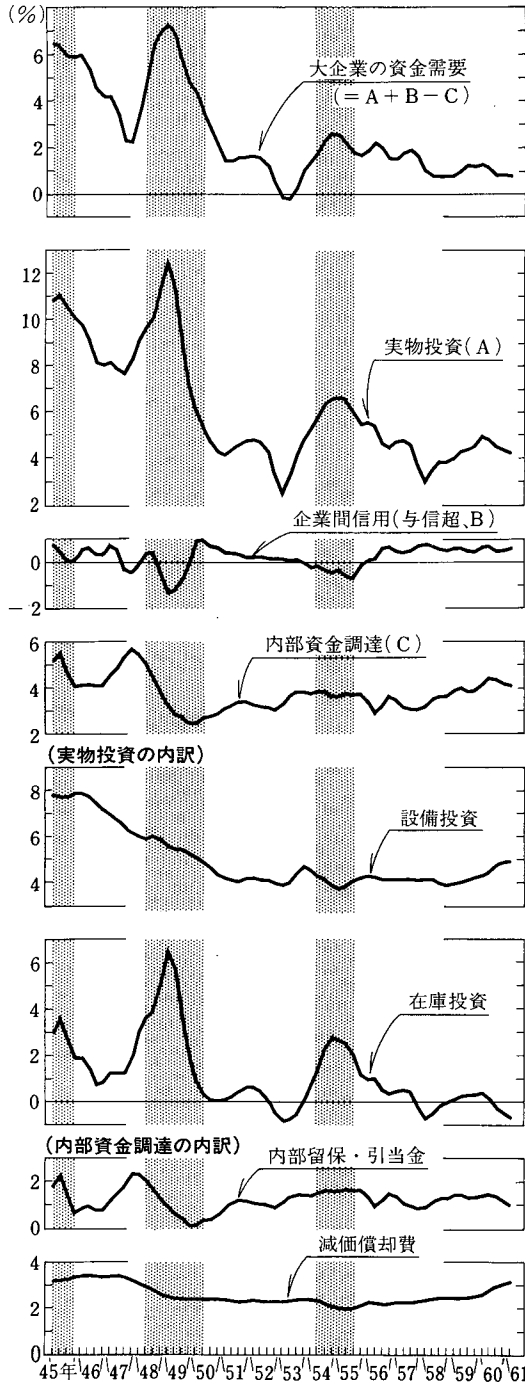
秋の短期市場金利のいわゆる「高目放置」に伴い長・短金利がいったん上昇に転じたことや、景気減速の下で企業収益が悪化したことなどを背景に「資金繰り判断D. I.」は若干の後退を示した(60/8月調査、23%→61/2月調査、15%)が、その後、本年入り後の3次にわたる公定歩合引下げを通じ金融の一層の緩和が進む中で再び反転している。

こうした今回緩和期における企業金融緩和の背景を、資金需要・供給の両面からみると、まず、企業の資金需要^(注5)(法人企業統計季報ベース、資本金10億円以上の大企業、対売上高比率)は、緩和期の当初から57年頃までにかけては、景気停滞の長期化に伴う後ろ向き在庫の高水準持続や、内部資金調達力の後退から小幅の低下にとどまったが、58年初以降、輸出増加に主導された景気回復の下で

在庫調整が進捗し、収益改善に伴い内部資金調達も増加したため、設備投資の立上がりにもかかわらず、低下傾向に転じている。この結果、今回緩和期における企業の資金需要(対売上高比率)は、期中平均で1.3%と前々回(4.2%)をはるかに下回り、前回(1.3%)並みとなっている(6頁第3図)。一方、資金供給面をみると、「金融機関の貸出態度判断D. I.」(「ゆるい」-「きびしい」)は、緩和期の当初からほぼ一貫した改善傾向を示し、59年11月調査では49%と、前回ピーク時(53/

(注5) ここで資金需要とは、実物投資(設備投資プラス在庫投資)に企業間信用・与信超を加え、これから内部資金調達(内部留保・引当金プラス減価償却費)を差引いたものであり、金融・資本市場におけるネットの資金調達所要額を示している。

〔第3図〕 大企業の資金需要の動向
(対売上高比率、3期加重移動平均)



(注) 1. 全産業ベース。大企業は資本金10億円以上の企業。季節調整済み。
2. 資金需要=実物投資+企業間信用(与信超)
-内部資金調達
実物投資=設備投資+在庫投資

11月調査、54%)に近い水準にまで上昇している(前々回のピーク時は、47/8月調査の71%、第4図)。また、最近における内外資本市場での資金調達コストの低下およびアベイラビリティの上昇を勧奨すれば、今回緩和期における資金供給面の事情は、前回にも増して順便であると評価することができよう。

2. 最近における企業金融の構造変化

以上みてきたように、今回金融緩和期においては、法人部門保有のマネーサプライが、実体経済活動との対比で高めに推移しており、企業金融の緩和感も、前々回のいわゆる「過剰流動性」期には及ばないものの、前回と比べてほぼ遜色ない水準にまで高まっている。また、現預金に保有有価証券を加えた広義流動性(残高対名目総需要比率)をみた場合、今回緩和期における上昇傾向は一層明確となり、前回は大幅に上回るのとはもとより、前々回のいわゆる「過剰流動性」期に近い増加テンポとなっている(8頁第5図)。企業部門

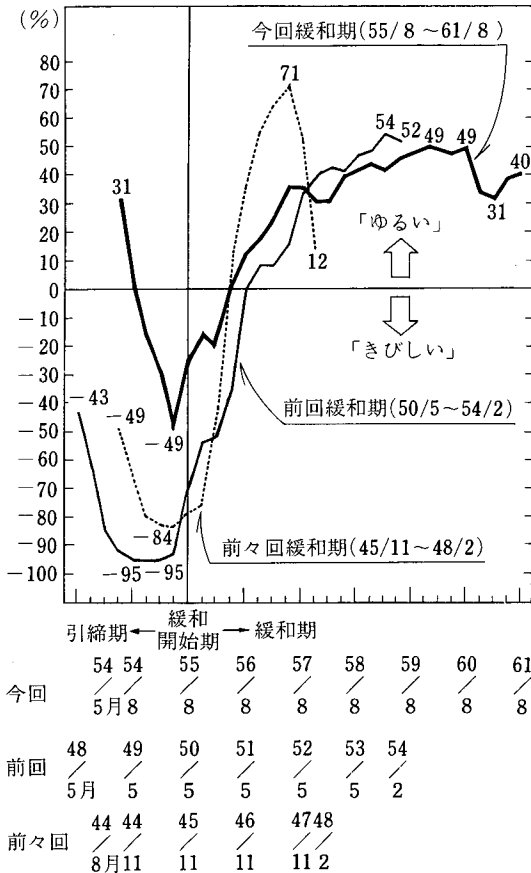
内部資金調達=内部留保・引当金
+減価償却費

3. シャドーは引締期(以下同じ)。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」。

〔第4図〕

各緩和期における「金融機関の貸出態度判断D. I.」の推移



	引縮期 ←		緩和開始期		→ 緩和期			
今回	54	54	55	56	57	58	59	60
	5月	8	8	8	8	8	8	8
前回	48	49	50	51	52	53	54	
	5月	5	5	5	5	5	2	
前々回	44	44	45	46	47	48		
	8月	11	11	11	11	2		

(注) 全産業ベース。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」。

保有の流動性が、高水準となっている背景には、企業部門の投資行動や資金調達・運用行動の変化がある。そこで、次に、そうした企業行動の変化について検討する。

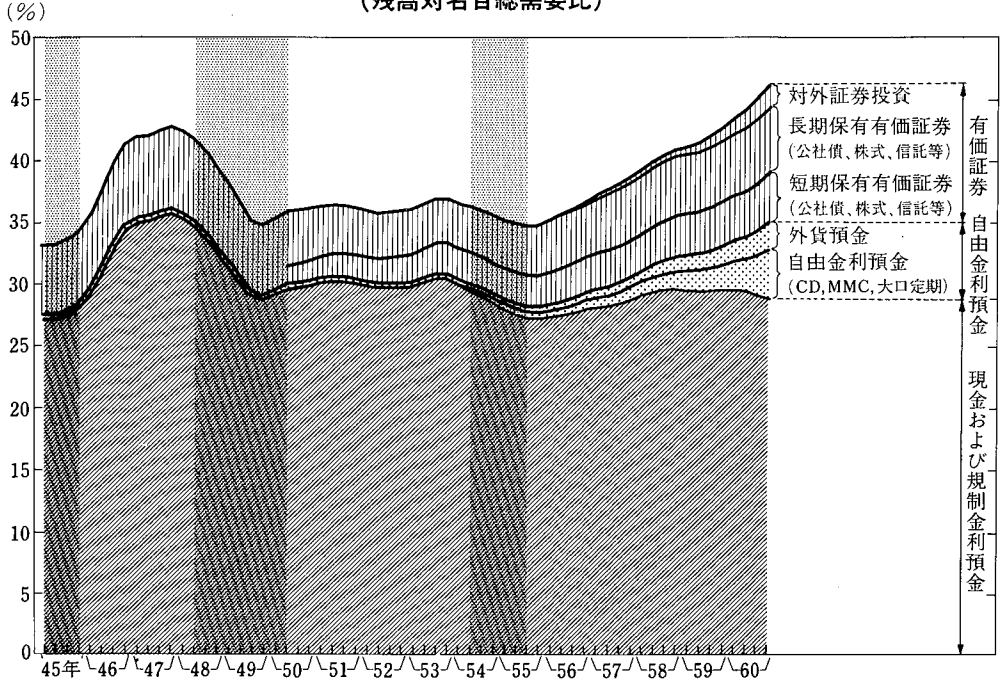
(景気上昇下での金融投資活発化)

まず、企業部門の資産蓄積が実物資産と金融資産との間でどのように振分けられているかをみると(注6)、今回緩和期においては、58年以降の景気上昇局面が含まれているにもかかわらず、実物資産の保有比率が一貫して低下(したがって金融資産の保有比率が一貫して上昇)しているのが特徴である(8頁第6図)。なお、実物資産の中に含まれる土地の保有比率がかなり上昇しているため、土地を除いたベースで見ると、実物資産保有比率の低下傾向は一段と明確になる。一般に、金融緩和の当初においては、これに先立つ金融引

締め期において圧縮された現預金等金融資産の復元動機が作用し、また、そのような時期には景気も停滞局面にある場合が多いため、実物資産の保有比率が低下(金融資産保有比率が上昇)するのは自然の成行きといえる。しかし、金融緩和が進み、景気が上昇に転ずる局面においては、実物資産への投資が活発化し、そのために金融資産が取り崩されることによって、実物資産対金融資産比率が上昇すると考えられる(事実、前回緩和期においては、景気が回復に向かった53年以降、同比率は下止まりから緩やかな上昇に転じた)が、今回金融緩和期の場合58~9年にかけての景気上昇局面に入っても、ほぼ一貫して金融資産が実物資産を上

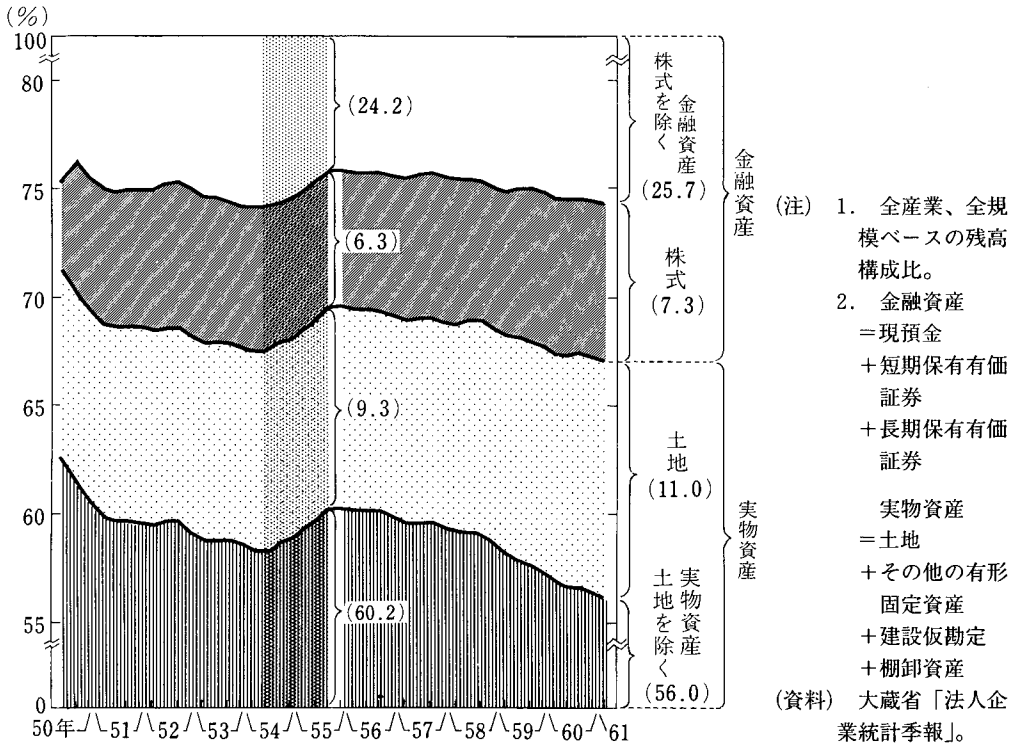
(注6) 実物資産は、土地、その他の有形固定資産、建設仮勘定、棚卸資産の合計、金融資産は、現預金、短期保有有価証券、長期保有有価証券の合計である。

〔第5図〕 法人部門の流動性水準の推移
(残高対名目総需要比)



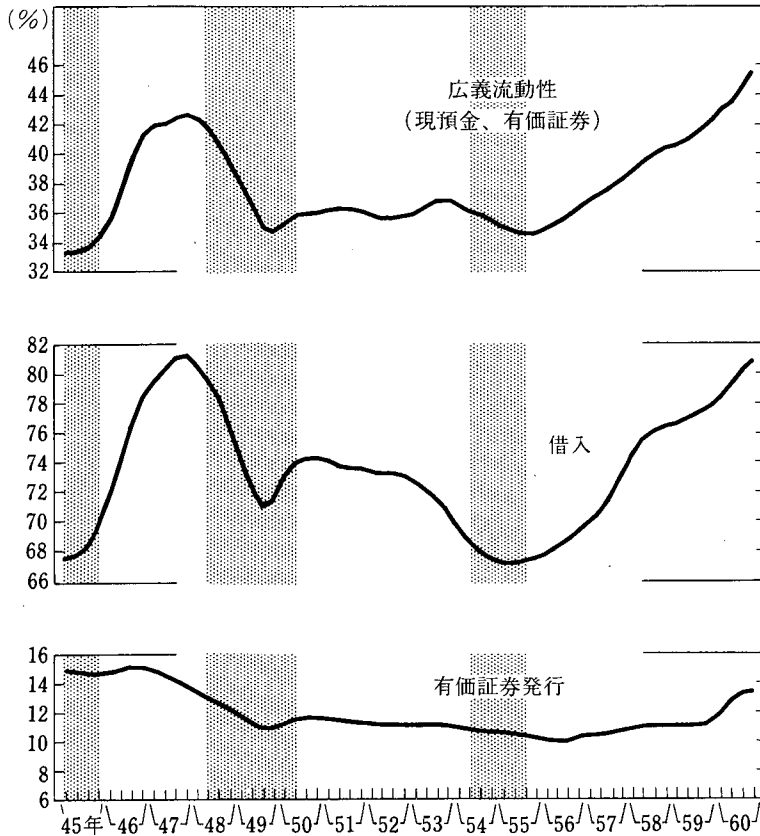
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民経済計算」、大蔵省「法人企業統計季報」。

〔第6図〕 企業部門の資産保有比率の推移



〔第7図〕

法人部門の広義流動性と借入、有価証券発行の対比
 (残高対名目総需要比)



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民経済計算」。

回る伸びを続けている点が特徴的なのである。この背景を探るため、いま法人部門保有の広義流動性(残高対名目総需要比率)の推移を、借入、有価証券発行等の資金調達面の動向(同上)と対比させてみると(第7図)、前回緩和期にあっては、企業が資金不足幅の縮小に対応したかたちで借入削減に努め、財務体質の改善を図ったことから、広義流動性が横ばい圏内の動きとなったのに対して、今回緩和期においては、借入や有価証券発行の増加に見合うかたちで広義流動性の増加が生じている(資金不足の拡大を上回る借入、有価証券発行の増加がみられる)^(注7)。このように、今回緩和期における企業の金融資産蓄積は、単に実体面の事情に基づ

(注7) ここで広義流動性と借入、有価証券発行との間には、次のような関係式が成立する。

$$\text{広義流動性} = (\text{借入} + \text{有価証券発行}) - (\text{資金不足} < \text{ネット投資} > + \text{企業間信用・与信超})$$

(第1表)

企業部門の資金運用の動向

(増加額構成比、%)

		前々回 緩和期	前回 緩和期	今回 緩和期	58年	59年	60年
金融資産運用増加額		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
現 預 金	通貨(現金、要求払預金)	35.5	35.4	14.8	△ 3.8	15.0	5.8
	定期性預金(除く、大口定期、MMC、外貨)	49.7	45.6	25.7	57.2	23.3	0.6
	自由金利預金(大口定期、MMC、CD、外貨)	0.4	1.1	30.1	20.0	26.1	59.4
	うち外貨預金	(0.4)	(1.1)	(10.1)	(11.3)	(9.5)	(15.6)
短有(除証券外) 期価く券 所証対投 有券	公 社 債	} 14.4	12.3	3.8	6.2	5.2	3.2
	株 式 債		3.8	3.8	2.5	4.3	4.5
信 託 そ の 他	△ 2.4		1.2	2.9	3.2	0.3	
長有(除証券外) 期価く券 所証対投 有券	公 社 債		1.5	1.0	5.1	△ 1.9	1.2
	株 式 債		4.0	9.7	1.4	8.1	9.3
	信 託 そ の 他		△ 1.3	1.1	2.2	0.3	2.2
対 外 証 券 投 資		0.0	0.0	8.8	6.3	16.4	13.5
現 預 金 で の 運 用		85.6	82.1	70.6	73.4	64.4	65.8
有 価 証 券 で の 運 用		14.4	17.9	29.4	26.6	35.6	34.2
規 制 金 利 商 品 で の 運 用		85.2	81.0	40.5	53.4	38.3	6.4
自由金利商品での運用(含む公社債、株式)		14.8	19.0	59.5	46.6	61.7	93.6
円 貨 に よ る 運 用		99.6	98.9	81.1	82.4	74.1	70.9
外 貨 に よ る 運 用		0.4	1.1	18.9	17.6	25.9	29.1
短 期 の 運 用		} n.a.	95.8	88.2	91.3	93.5	87.3
長 期 の 運 用			4.2	11.8	8.7	6.5	12.7

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、大蔵省「法人企業統計季報」。

き資金需要が減少したときの対応としての余資運用にとどまらず、調達・運用両建てでのより積極的な財務戦略の展開といった面が色濃くうかがわれる。

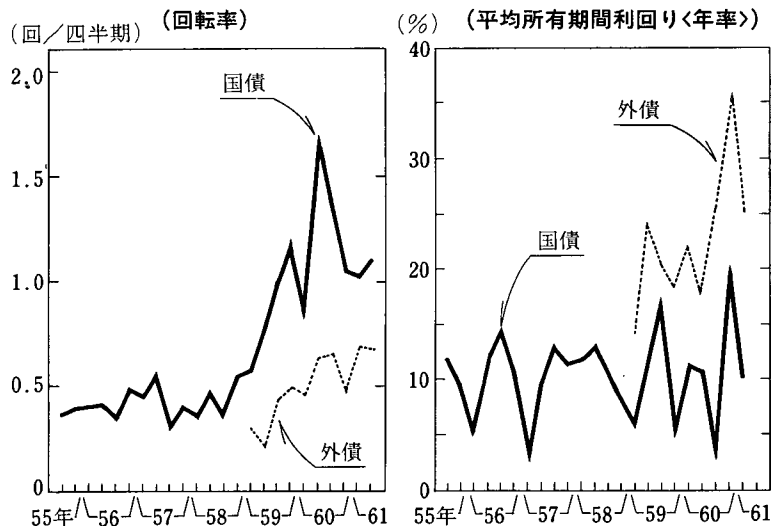
(ハイ・リスク、ハイ・リターン型の金融投資)

さて、こうした今回緩和期における企業の金融資産投資活発化の内容をやや詳しくみると(第1表、併せて前掲第5図を参照)、第1の特徴は、対外証券投資を含めた有価証券投資のウエイトが上昇していることである(金融資産全体の運用増加額に占める有価証券投資のウエイト、前々回緩和期14.4%→前回17.9%→今回29.4%)。このように今回緩和期において有価証券投資(対外証券投資を含む)が活発化している背景について^(注8)、有価証券投資の収益率とそれに伴うリスクの両面から検討してみよう。

まず、有価証券投資の収益率を考えるに際しては、最近、キャピタル・ゲイン

〔第8図〕

企業保有債券の回転率と平均所有期間利回り



- (注) 1. 回転率=期中処分額/前期末残高
 2. 国債は政府短期証券を除くベース。
 3. 平均所有期間利回りの計測方法については〔付注1〕参照。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「資金循環勘定」、大蔵省「国際金融局年報」。

狙いの短期売買が活発化していることが注目される。すなわち、企業部門の保有する有価証券のうち、国債と外債について売買回転率の推移をみると(第8図)、いずれについても59年以降上昇傾向がはっきりとかがわれる。これは、企業の債券投資行動が、最終利回りを基準とした単純な長期保有から所有期間利回りを基準としたキャピタル・ゲイン狙いの短期保有へと漸次ウエイトを移していることを示唆するものといえよう。

それでは、企業は、実際に債券の保有期間を短縮化することによって、キャピタル・ゲインを得ることができたであろうか。この点を明らかにするため、企業部門全体として国債と外債を保有することにより平均的に得られたと考えられる所有期間利回りを、事後的な姿ではあるが各四半期ごと(国債は55年以降、外債は59年以降)に推計してみると(前掲第8図、推計方法については〔付注1〕を参照)、国債については高クーポン物(8分利債)の償還期到来にもかかわらず、通期ほぼ安定した所有期間利回りを確保し得たほか、外債(6か月以内の保有の場合は先

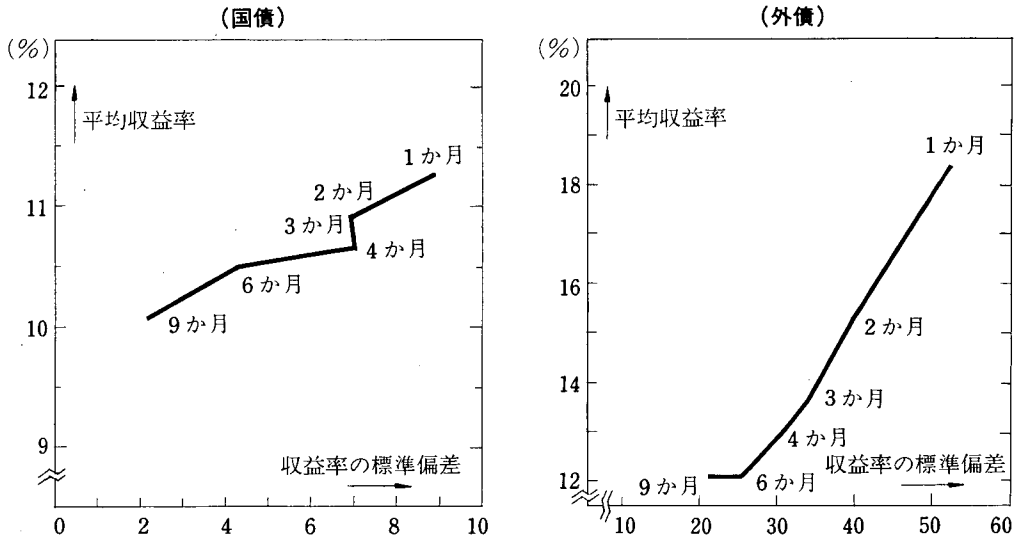
(注8) 最近における有価証券投資の活発化の背景について、以下では債券投資の収益率とリスクを中心に分析するが、特定金銭信託、投資信託などの形態で最近急増をみている株式投資が、債券の短期売買と同様にハイ・リスク、ハイ・リターン型の投資であることはいうまでもない。

物カバーをとると想定)については、この間の米国金利低下傾向の下で所有期間利回りは上昇したとの結果が得られ、企業部門全体として有価証券、とくに外債の短期保有により相当額のキャピタル・ゲインを得ていたものと推測できる。なお、アンカバー・ベースの外債投資については、昨年秋以降の大幅な円高化の下で、キャピタル・ロスを生じている可能性のあることには留意しておく必要がある。

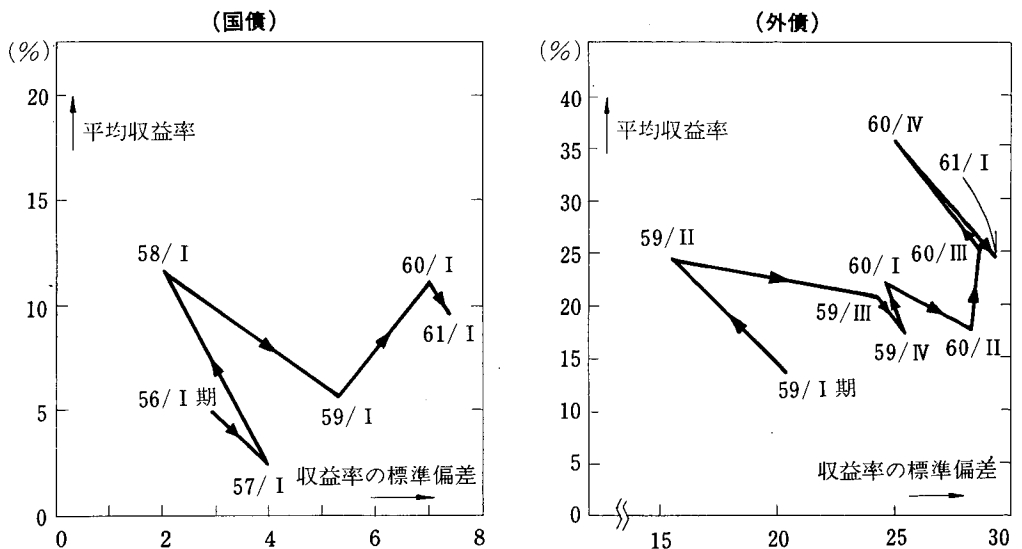
[第9図]

債券保有のリスクおよびリターンと企業の債券保有行動の変化

(1) 企業保有債券の保有期間別リスクとリターンの関係



(2) 企業の債券保有行動の変化



(注) 平均収益率および収益率の標準偏差の計測方法については〔付注1〕参照。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「資金循環勘定」、大蔵省「国際金融局年報」。

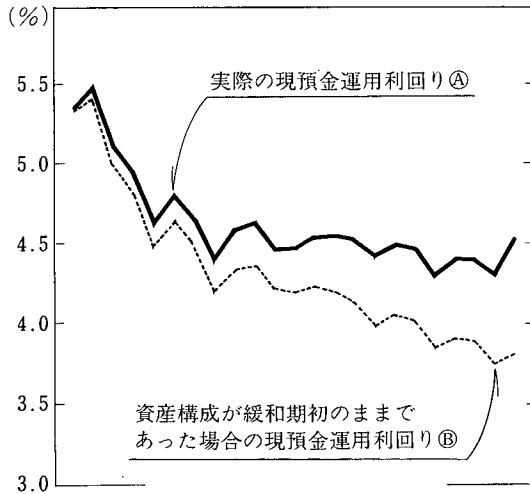
次に有価証券投資から得られる収益率の変動リスク(所有期間利回りの標準偏差で代理)を試算してみると、国債、外債とも所有期間が短くなればなるほど、平均収益率が高くなる反面、収益率の変動リスクも高まるという関係にあることがわかる(第9図、推計方法については〔付注1〕を参照)。また、各期において実際に企業部門全体が平均的に得ていたと考えられる所有期間利回りと、当該期の平均的債券保有期間に対応する利回りの変動リスクをプロットすると、最近における企業の債券保有行動は、全体としてみれば利回りの変動リスク増大を伴いつつ、相対的に高水準の所有期間利回りを実現する方向で展開してきたことがみてとれる(前掲第9図)。このように、今回緩和期における企業の有価証券投資は、従来の緩和期と比べて相対的にハイ・リスク、ハイ・リターン型であると結論づけることができよう。

今回緩和局面における企業の金融資産運用上の第2の特徴は、CD、MMCの拡充・創設や大口定期預金の付利自由化などの金利自由化措置に伴い、流動性の高い預金の中にも比較的高金利の商品が出現し、これが企業の金融資産保有を積極化させている一因になっていることである。金融資産全体の運用増加額に占める自由金利預金のウェイトをみると(前掲第1表)、前回緩和期は自由金利預金として外貨預金しか存在しなかったこともあって、そのウェイトはごくわずかなもの(1.1%)にとどまっていた一方、今回金融緩和局面においては現預金全体のウェイトが減少(金融資産運用増加額に占める現預金のウェイト、前回緩和期82.1%→今回緩和期70.6%)する中で、自由金利預金のウェイトは上昇(同自由金利預金のウェイト、1.1%→30.1%)しているほか、MMCの創設や大口定期預金の付利自由化が実施に移された60年には、自由金利預金のウェイト(59.4%)が有価証券のウェイト(34.2%)を上回っている。こうした預金商品の金利自由化による影響と並んで、昨年夏から本年春までは長期金利が短期金利と比べて相対的に低水準であったことも、最近における大口定期、MMC等を中心とする自由金利商品ウェイト急増の一因と考えられる。それでは、こうした自由金利商品の保有により、企業はどのような利益を得ていたのであろうか。この点を明らかにするために、今回金融緩和局面において、企業が実際に保有していた現預金の残高から得られた加重平均金利と、仮に企業が期初の資産構成を変化させなかったとした場合に保有する現預金から得られたであろう加重平均金利を四半期ごとに推計し比較すると、相対的に金利水準の高い自由金利預金の保有ウェイトを増やすことにより、企業は金利引下げに伴う現預金の運用利回り低下を相当程度相殺したとの

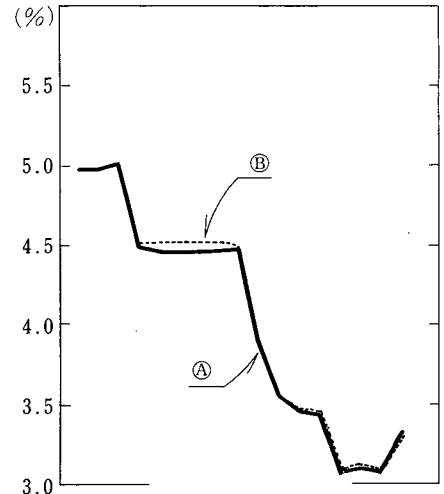
〔第10図〕

資産構成の変化に伴う現預金運用利回りの上昇

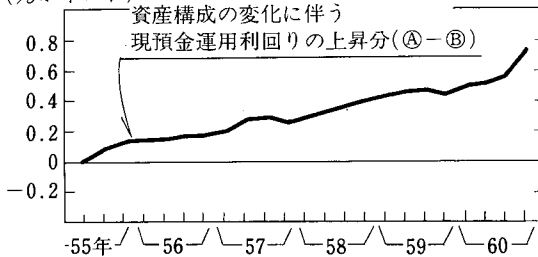
(今回緩和期)



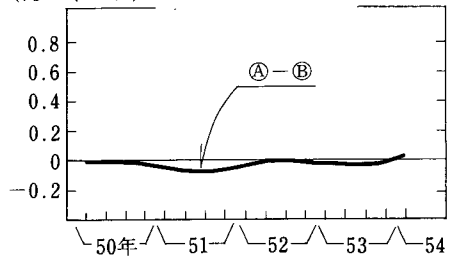
(前回緩和期)



(%ポイント)



(%ポイント)



(注) 計測方法については〔付注2〕参照。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「経済統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」。

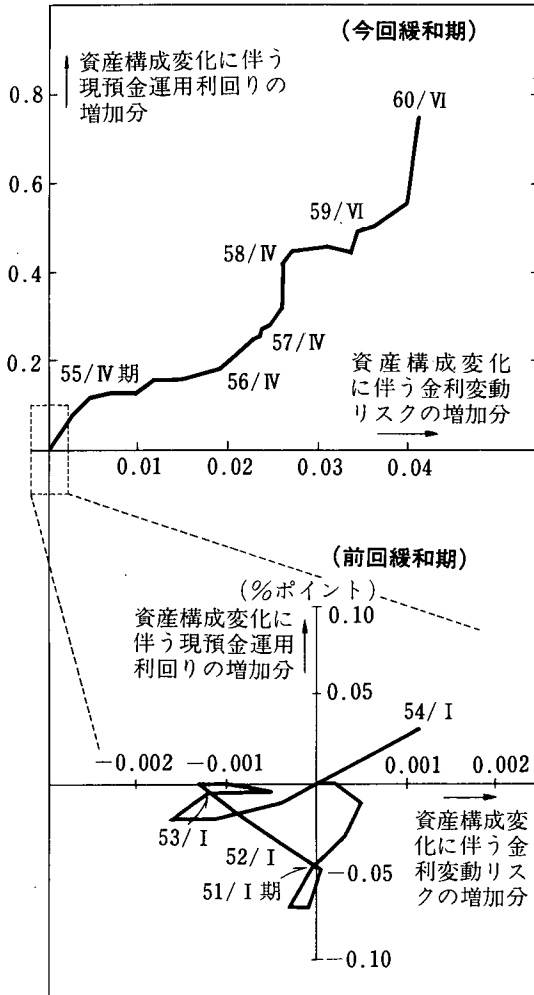
結果が得られる(第10図、推計方法については〔付注2〕を参照)。これは、自由金利商品としては外貨預金しかなく、資産構成を変化させても現預金の運用利回り低下を阻止し得なかった前回緩和期とは様変わりである。もっとも、こうした自由金利預金の保有ウエイト上昇は、現預金の運用利回りの変動を拡大させており(第11図、推計方法については〔付注2〕を参照)、現預金保有についても、債券保有同様、金利変動リスクの増大を伴いつつ利回りアップの実をあげていたことがみてとれる。

(資金調達ルートが多様化)

次に、企業の金融・実物投資両面での活動を支える資金調達サイドに目を転じると(16頁第12図)、国内市場からの調達がなお大半を占めているものの、海外市場からの調達シェアが増加傾向をたどっており、なかでも有価証券による調達がこのところ急増している(海外市場からの調達シェア、56年8.1%→58年15.7%→60年

〔第11図〕
現預金運用利回りと金利変動リスクの上昇

(%ポイント)



(注) 計測方法については〔付注2〕参照。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「経済統計月報」、
大蔵省「法人企業統計季報」。

17.5%、うち有価証券による調達シェア、同0.1%→4.9%→8.5%)。

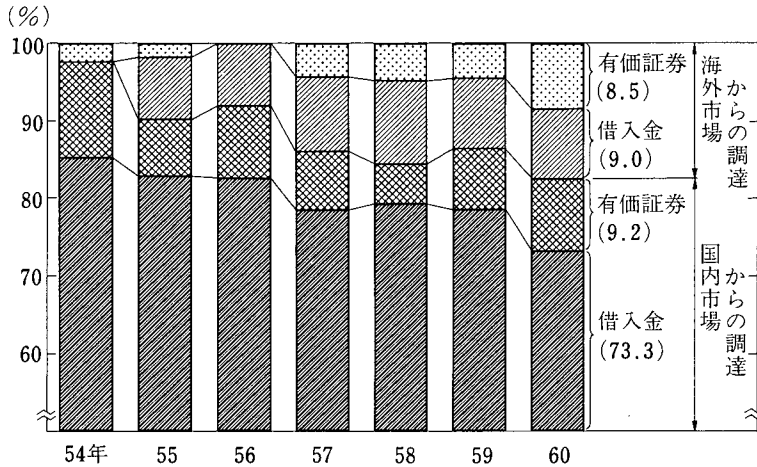
このように外債発行による調達ウエイトが高まってきた背景をみると、①企業の国際化に伴う外貨建債権取得増に対応して外貨建債務を保有しようとする為替リスク・ヘッジ需要の増大、②無担保であり、また目論見書が不要であるなど手続き面における海外市場の弾力性(とくにスイス市場)、③為替・金利スワップ債、デット・ワラント債等調達手段の多様化の面での海外市場の優位性^(注9)などが一般的事情として挙げられる。さらに、個別マーケットの事情として、スイス市場においては、このところ転換社債を中心にクーポン・レートが急速に低下し(56年12月6%台→58年12月3%前後→60年12月2%前後)、かなり低コストでの調達が実現可能であったこと^(注10)、また、ユーロ・ドル市場においては、普通社債を利用した金利・カレンシー・スワ

(注9) わが国でも、55年12月の新外為法施行により、企業による外債発行が許可制から届出制へ変更になったほか、59年4月の為替先物予約に関する実需原則の撤廃によりカレンシー・スワップの利用が可能となった。また、居住者によるユーロ円債発行も59年4月に解禁され、その後非居住者保有債の利子源泉課税撤廃(60年4月)、適債基準の緩和(転換社債60年7月、普通社債同年10月)等の自由化策が相次いで実施され、さらに、60年12月からはデュアル・カレンシー債、61年4月からは変動利付債も認可された。

(注10) スイスの市中銀行は、本邦企業発行の転換社債引受けに注力してきたが、これは、スイス資本市場にあって、わが国国内での株価好調に支えられた本邦企業の転換社債が、高収益商品として妙味を持っていたことによる面もある。

〔第12図〕

法人企業の資金調達方法の推移
(残高増加額構成比)



(資料) 日本銀行「資金循環勘定応用表」。

ップにより低利の調達が可能であったことなどを指摘できよう。

一方、国内市場からの調達をみると、引続き借入による調達が中心であり、有価証券による調達は、転換社債がクーポン・レートの低下、株式相場の堅調、発行規制の弾力化^(注11)等から急増しているものの、普通社債が各種市場改善策^(注12)にもかかわらず、低調に推移していることから、全体としては緩やかな増加テンポにとどまっている。もっとも、資本金10億円以上の大企業に限ってみれば、借入金への依存が漸次低下傾向をたどり、株式・社債等有価証券による調達の比率が

(注11) 国内転換社債市場における弾力化措置等の動きは以下のとおりである。

- 58年 1月 完全無担保債基準の緩和(最低純資産額1,500億円以上→1,100億円以上、等)
- 5月 クーポン・レート決定の弾力化(幹事証券の特例措置部分±0.3%→+0.6%~-0.7%)
- 10月 満期一括償還制度導入(6、7年債のみ)
- 59年 4月 完全無担保債基準の緩和(最低純資産額1,100億円以上→550億円以上)
- 60年 4月 クーポン・レート決定の弾力化(最優良銘柄についての特例措置部分+0.6~-1.1%)
- 5月 12年債発行
- 7月 完全無担保債基準の緩和(最低純資産額550億円以上→330億円以上、等)
- 10月 満期一括償還制度拡大(10、12年債にも適用)
- 61年 5月 15年債発行

(注12) 普通社債市場においても、格付機関の設立、無担保適債基準の緩和、償還期限の延長と満期一括償還制度の拡大等の諸措置が実行に移されたが、実際の起債増加に結びつくまでには至っていない。

上昇(借入金比率、49年度末40.2%→60年度末33.5%、資本・社債比率、同18.7%→31.4%)している。

さて、企業の調達手段多様化が、調達コストをどの程度低下させているのか試算してみよう。まず、企業の資金調達手段として、国内市場では借入金、普通社債、転換社債、海外市場ではインパクト・ローン、普通社債、転換社債をとりあげ、各々の資金調達手段コストの加重平均値として企業部門全体としての資金調達コストを計算する。次に調達手段の多様化に伴うコスト引下げ効果を、今回金融緩和期初(55年)の資金調達構成を維持してきたと仮定した場合の60年における平均コスト(6.4%)と60年における実際の平均コスト(6.2%)との差として把握すれば、今回緩和期において資金調達手段の多様化によるコスト引下げ効果には、無視し難いものがあるといえよう。

(金融収支率の改善)

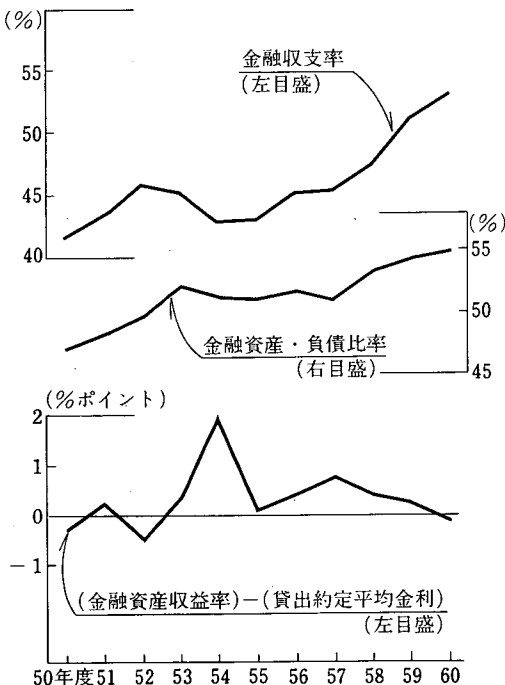
これまで企業の金融行動の最近における変化について検討してきたが、ここでそうした企業の資金調達・運用行動の変化が企業収益面に及ぼしている影響について考えてみよう。

まず、金融収支率の推移をみると(第13図)、今回緩和期においてかなりのテンポで上昇しているが、その背景としては、①金融資産・負債比率が緩やかながらも上昇傾向をたどっていることが基本にあるが、これに加えて、②運用・調達の利鞘も総じて企業にとって有利に推移したことを指摘できよう。

次に、こうした今回緩和期における金融収支の改善が、企業の経常利益に及ぼした影響を具体的にあとづけてみよう(18頁第14図)。

[第13図]

金融収支率の推移



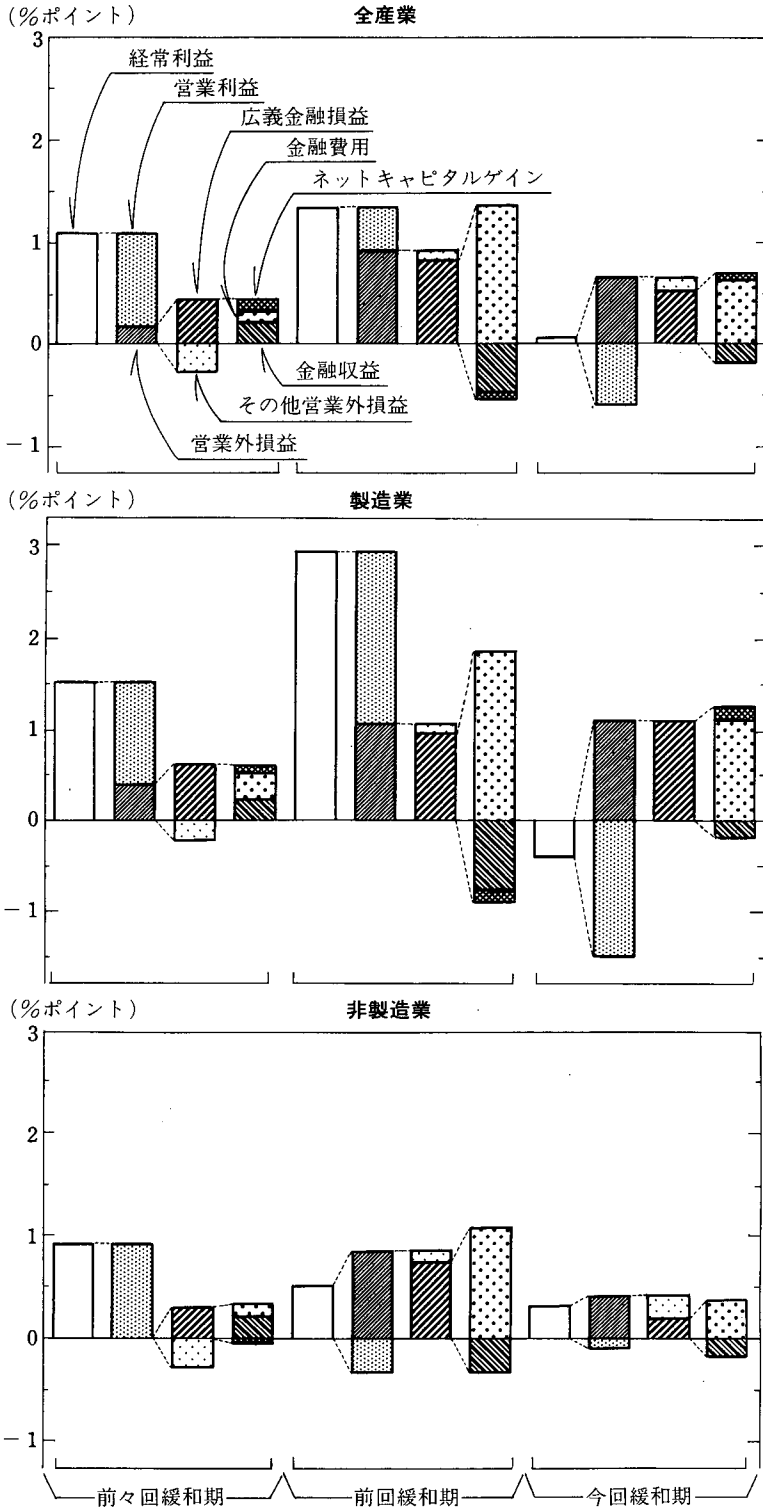
(注) 1. 金融収支率=受取利息・割引料・配当金/(支払利息・割引料+社債発行差金償却および費用)

2. 金融資産・負債比率=金融資産/金融負債

(資料) 日本銀行「主要企業経営分析」,「経済統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」。

[第14図]

経常利益に与える営業外損益の影響
(対売上高比率、変化幅寄与度)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業経営分析」。

(第2表)

営業外損益の要因分解

(全産業、対売上高比率、変化幅寄与度、%ポイント)

	前々回緩和期	前回緩和期	今回緩和期
	45/IV→48/I	50/II→54/I	55/III→61/I
営業外損益	+0.17	+0.92	+0.65
広義金融損益	+0.44	+0.82	+0.52
金融収益	+0.21	-0.48	-0.16
残高要因	+0.25	+0.02	+0.20
金利要因	-0.03	-0.51	-0.68
資産構成変化要因	-0.01	+0.01	+0.32
金融費用	+0.11	+1.36	+0.63
残高要因	-0.39	+0.37	-0.61
金利要因	+0.44	+1.12	+0.70
負債構成変化要因	+0.06	-0.13	+0.54
ネットキャピタルゲイン	+0.12	-0.06	+0.05
その他の営業外損益	-0.27	+0.10	+0.13

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業経営分析」。

このため、ここでは、経常利益のうち、営業利益と区別された営業外損益、さらに営業外損益の中でも金融損益の動向に注目する。このようにしてみると、やはり今回の場合、金融損益の改善(とりわけ金融費用の減少)による営業外損益の改善が、経常利益を下支えした姿がはっきりと読みとれる。営業外損益、とくに金融損益が改善を示し、経常利益にプラスの寄与を果たしている点は、前回、前々回緩和期にも共通してみられるところである。ただ、今回の場合、先に述べた今回緩和期に特有の事情、すなわち、金融緩和が持続する下で景気が減速に転ずるといふ実体経済のサイクルと金融サイクルとのずれから、比較の終期である最近期が景気停滞局面に相当した(前回、前々回の場合は景気拡大局面)ため、営業利益が緩和期間中を通じてみれば減少(前回、前々回は増加)しているという相違があり、この結果、金融損益の改善効果がひとときわ顕著に現われることとなっている。今回について、製造業、非製造業に分けてみると、この点は、製造業でとくに際立っている。

また、こうした緩和期間中の金融損益の変動要因を各緩和期ごとに比較してみると、今回金融緩和期においては、借金減らしの進んだ前回に比べ金融費用の減少が小幅である一方、金融収益の減少幅も、“財テク”運用の効果もあって小幅にとどまっていることがみてとれる。さらに、こうした金融収益および費用の増減を各緩和期ごとに、①残高要因、②金利要因、③資産・負債構成要因に分解し

てみると(19頁第2表)、今回緩和期において金融収益の減少幅が縮小したのは、運用資産残高増加の効果もさることながら、資産構成の変化によって利回り低下を抑制したことの効果が大きかったとの結果が得られる。一方、金融費用の節減幅が縮小したのは、負債残高の増加が費用の増大につながったほか、金利低下の寄与度も前回緩和期ほど大きくなかった(前回緩和期は借入の抑制に伴い借入金利が相当程度低下した)ことなどによるものであるが、その一方で、負債構成の変化は金融費用の減少幅拡大に寄与(借入より低コストの社債発行のウエイト増加等によるもの)していることが読みとれる。

なお、このような今回金融緩和期における金融収支改善の企業収益下支え効果を、さらに製造業の業種別にみると、輸出比率の高い業種ほど金融収支率の改善が目覚ましい。ちなみに、業種別にみた輸出比率と金融収支率の関係をプロットしてみると(第15図)、前々回緩和期から今回緩和期にかけて、輸出比率を高めている産業(一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械)では、期を逐って金融収支率の改善が著しく、逆に輸出比率の低い産業(繊維、紙・パルプ、化学、石油、窯業、非鉄など)では、金融収支率の改善が軽微なものにとどまっていることがわかる。今回緩和期において、昨年央頃までは、為替のドル高・円安傾向などを背景として輸出数量の増加と輸出採算の好調が続いてきたが、輸出関連産業では金融資産投資を活発化し、金融収益の改善、ひいては自己資本比率や内部留保比率の改善^(注13)というかたちで企業体力の向上に努めてきたことがうかがわれる。

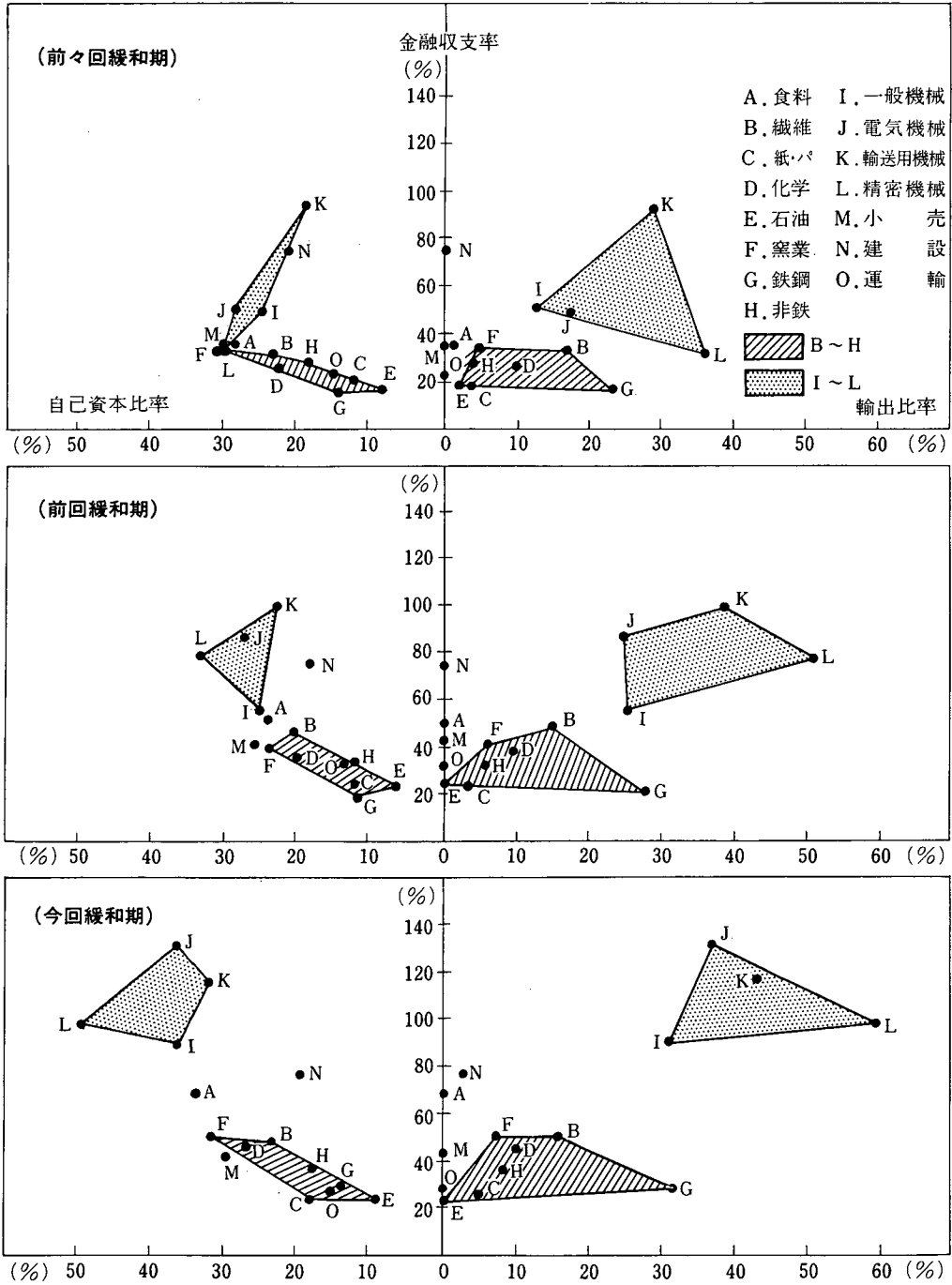
3. 金融緩和の評価と政策課題

(企業金融の変化と金融緩和)

このように、今回金融緩和期における企業部門を中心とする流動性増大の背後には、通常の循環変動としては捉えきれない企業の金融行動の質的变化ともいうべきものがある。このような行動変化は、もとより、50年代に入ってから経済全体の成長パターンの変化やこれと表裏一体の関係にあるマネー・フロー構造の変容、さらには、近年次第にそのテンポを速めつつある金融自由化の進展等に支えられたものであることはいうまでもない。とくに、金融自由化の進展が、企業の金融行動変化を触発し、またこれを可能にした事情についてはその一端を具体的にみてきたところである。また、すでに指摘したように、この結果、企業収益のうえでも、金融損益がこれまで以上のウエイトをもつものとして組込まれるに至っている^(注14)。

[第15図]

業種別輸出比率と金融収支率、自己資本比率との関係



(資料) 日本銀行「主要企業経営分析」。

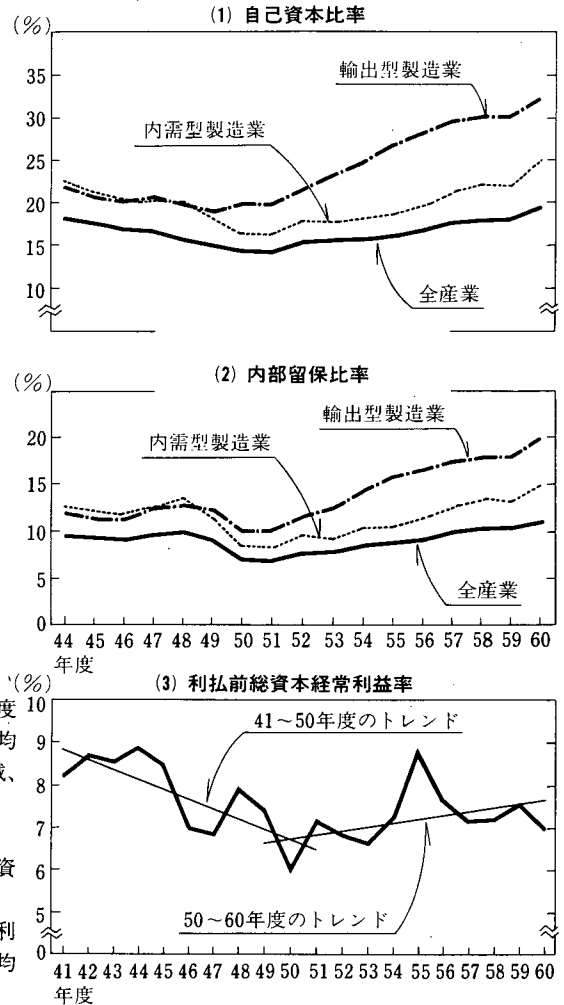
最近の金融緩和の度合いを評価するにあたっては、こうした企業の金融行動変化により金融資産が蓄積されている面を看過し難いと考えられるが、このことは、最近の高水準の流動性水準のはらむリスクを軽減するものではない。企業の

(注13) 企業の自己資本比率および内部留保比率は、企業部門全体としても50年代入り後上昇傾向をたどっているが、その一般的背景としては、①経営全般にわたる減量努力に加えて、資金の調達・運用両面における効率化の進展もあって、総資本利益率が改善傾向をたどっていること、②企業が経営の安定性の観点から自己資本充実、内部留保蓄積へのインセンティブを高めていること、③負債の平均コストが利益率を上回り続けたことから、外部負債の増加を梃子にして利益を高めるいわゆる「レバレッジ効果」が働きにくい状況にあったこと等、が挙げられよう。

[注13付図の注]

1. 大企業ベース。
2. 輸出型製造業は、輸出比率（59年度「主要企業経営分析」ベース）が平均よりも高い鉄鋼、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械の合計。
3. 自己資本比率＝資本金／総資本
内部留保比率＝その他剰余金／総資本
4. 利払前総資本経常利益率＝（経常利益＋金融費用）／前・当期末総資本平均
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業経営分析」。

企業体力の推移



(注14) なお、この関連で注目されるのは、今回の緩和期においては、従来と比べ、企業が収益率によりウエイトを置いたかたちで企業金融の繁閑を判断していると考えられることである。ちなみに、前々回、前回、および今回緩和期について、前記「短観」の「資金繰り判断D.I.」と強い相関をもつ要因の推移をみると、前々回は「金融機関の貸出態度判断D.I.」が、前回は金融資産・負債比率が、それぞれ最も強い相関を示したのに対し、今回の場合、売上高経常利益率との間に高い相関がみられる。この事実は、①高成長・高投資の時期にあって銀行貸出依存の強かった前々回緩和期においては、銀行貸出の難易度への関心が高く、②期待成長率の下方屈折過程にあって減量経営が経営課題とされた前回緩和期には企業財務体質の改善が注目されたが、③安

収益動機が強まっているとみられるだけに、企業の行動変化にもかかわらず、流動性が高水準にあるほど、金利水準や企業の先行き期待の変化に伴い、流動性として蓄積された金融資産が投機的な実物投資に転化する可能性が大きいものとや

定成長の定着した今回緩和期には、企業収益力の如何が企業金融の判断のうえで重視される度合いが強まったと解釈することも可能であろう。このことと、すでにみたように、最近において、企業収益のうえで金融損益が無視し得ぬ位置を占めている事実とあわせ考えると、資金の運用・調達の結果が、企業金融の状況を評価するうえでも重要度を増していると理解されよう。

各緩和期における「資金繰り判断D. I.」との相関

A. 食料	F. 窯業	K. 輸送用機械
B. 繊維	G. 鉄鋼	L. 精密機械
C. 紙・パ	H. 非鉄	M. 小売
D. 化学	I. 一般機械	N. 建設
E. 石油	J. 電気機械	O. 運輸

(1) 貸出態度判断D. I.

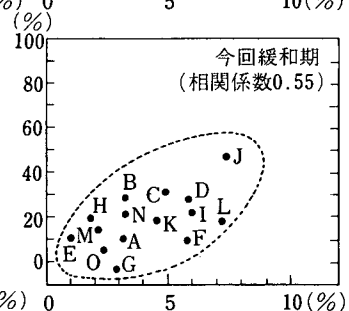
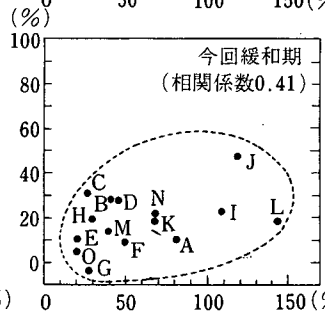
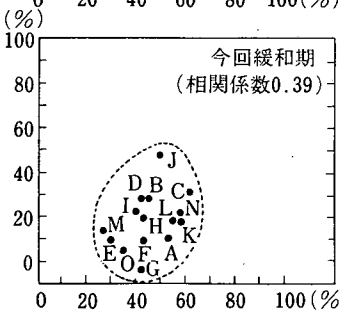
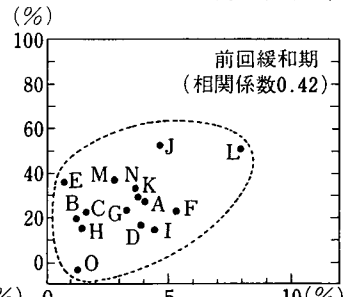
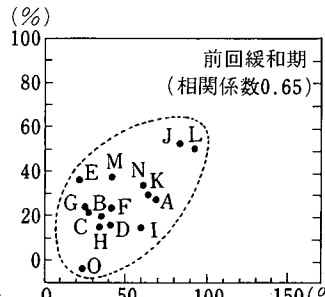
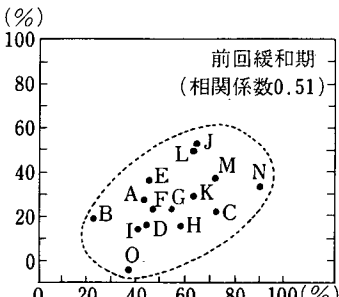
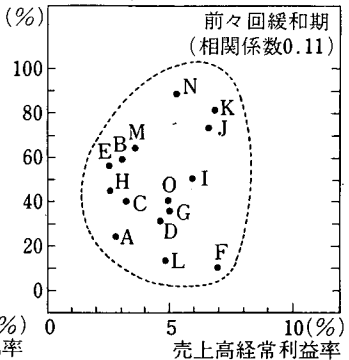
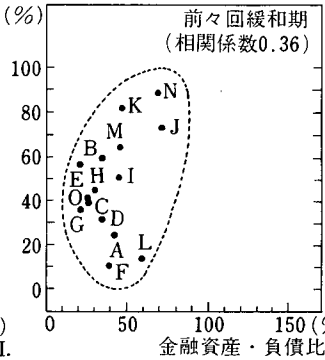
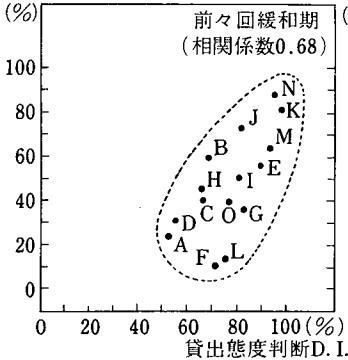
(2) 金融資産・負債比率

(3) 売上高経常利益率

資金繰り判断D. I.

資金繰り判断D. I.

資金繰り判断D. I.



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、「主要企業経営分析」。

はりみておくべきであろう。

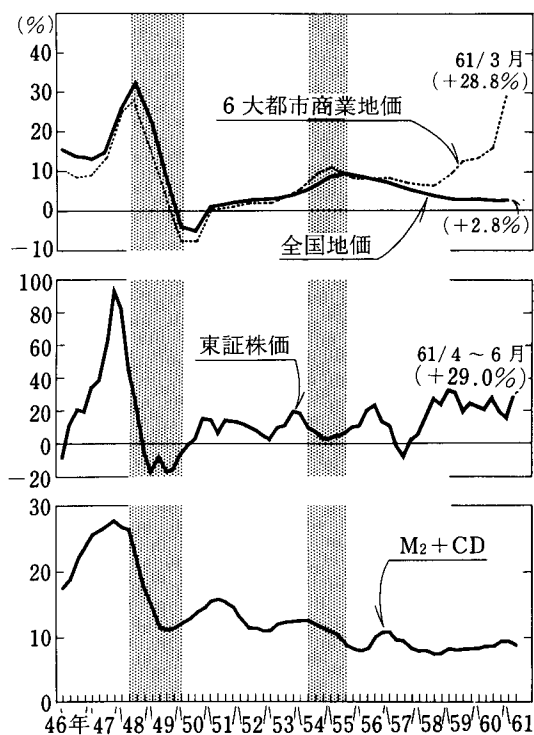
(資産価格の上昇傾向)

こうした関連で見逃すことができないのが、最近における土地価格、株価などの資産価格の騰勢の強まりである。

地価および株価の推移をみると(第16図)、今回緩和期において、地価は58年央頃まで比較的安定した動きを示したものの、58年後半以降は全国地価が引続き落着いている中で大都市では商業地を中心にはっきりとした上昇傾向に転じ、最近時点(61年3月)の6大都市商業地の地価は前年比28.8%と前々回緩和期のピーク(49年9月28.6%)並みの上昇を示している。また、株価も58年以降前年比3割程度の上昇が続いている。今回緩和期におけるこれら資産価格上昇の背景として、土地については、①外国企業のわが国への進出やO A化の進展に伴うオフィス・ビルの需要増加、②土地供給面での制約、一方株式については、①地価上昇に伴う企業の含み資産価値の上昇や、②株式供給の伸び悩み、③58~9年にかけての

[第16図]

資産価格上昇率(前年比)推移



(資料) 日本不動産研究所「全国市街地価格指数」、東京証券取引所「東証統計月報」、日本銀行「経済統計月報」。

企業収益好調等、個別の事情が存在するのは確かである。しかしながら、ごく最近における地価、株価の上昇傾向は、やはりわが国経済全体の流動性水準が高まっていることと無関係ではあるまい。ちなみに、マネーサプライ(M2+CD)と資産価格との間には、時差相関係数でみてかなり密接な関係が存在している(マネーサプライは地価に対して約1年間先行、相関係数0.81、株価に対して約半年間先行、相関係数0.73)。

ここで、こうした資産価格上昇のもたらす問題点を整理しておこう。第1は、資産価格の騰勢持続が、人々の期待インフレ率に及ぼす悪影響である。当面、一般物価は、円高や原油価格低下の好影響

を受けて鎮静傾向を強めており、資産価格の騰勢が直ちに一般物価の上昇につながる危険性は少ないといえようが、海外環境の変化等を契機に一般物価が上昇傾向に転ずる場合、人々の期待インフレ率上昇を介して物価の累積的上昇を招来することのないよう予め十分な注意が払われる必要がある。第2は、資産価格の騰勢が、実体経済面での資源配分に及ぼす悪影響である。すなわち、まず資産価格の騰勢持続に伴いそれら資産への投機的資金の流入が増加する場合には、生産的投資への資金流入が妨げられる懸念がある。また、地価上昇によって、工場や住宅の建設コストが高まり、これら新規投資を抑制するおそれのあることも見逃せないところである。第3は、所得分配面の問題である。資産価格の騰勢は、社会的にみて大規模な所得移転をもたらすものであり、所得分配上の不公正を拡大する懸念があるといえよう。第4に、資産価格の騰勢が反転した場合のリスクの大きさにも注意しておく必要がある。先にみたように、企業の金融投資行動が、ハイ・リスク、ハイ・リターン型への傾斜を示しているとみられることは、こうした懸念を強めるものである。

最後に、当面の金融政策運営上のインプリケーションを考えるにあたっては、マネーサプライ(M₂+CD平残・前年比)が本年6月以降、金利低下の影響等から、再びやや増勢を強めており、しかも、今回の緩和が極めて長期にわたり、名目総需要の伸びを相当上回るマネーの増加が累積されてきた結果、ストックとしてのマネーサプライが実体経済との対比でみてすでに相当膨れ上がっていること(流通速度の低水準)を改めて想起する必要がある。当面の金融政策の運営にあたっては、内外の実体経済情勢の変化に十分な注意を払いつつ、従来以上に経済全体の流動性水準の適正な管理に努めていくことが肝要と考えられる。

〔付注1〕 国債および外債の所有期間利回り等の推計方法

(1) 保有期間別債券所有期間利回りの推計

取得した債券を満期前に売却したときに、保有期間に対して売却損益を含めてどの程度の利回りで運用できたかを表わすのが所有期間利回りであるが、ここでは企業の保有する国債および外債について、以下の方法で保有期間別の所有期間利回りを推計した。

(イ) 国債

各期の上場最長期物を取得し、当該保有期間保有した後売却した場合の所有期間利回りを計算した。

具体的には、まず次の算式を用いて各期における国債の売買価格を算出した。

$$P = \frac{n c + 100}{n r + 100} \times 100$$

$$\left\{ \begin{array}{l} P : \text{国債の売買価格} \\ n : \text{残存年数} \\ c : \text{クーポン・レート} \\ r : \text{最終利回り} \end{array} \right\}$$

これを用いて所有期間利回りは次の算式により算出した。

$$\text{所有期間利回り} = \left\{ \frac{(P_{1+x} - P_1) + c \times \frac{x}{12}}{P_1} \right\}^{\frac{12}{x}} - 1$$

$$\left\{ \begin{array}{l} P : \text{国債の売買価格} (P_1 \text{は取得時、} P_{1+x} \text{は処分時)} \\ x : \text{保有期間 (月数)} \end{array} \right\}$$

(ロ) 外債

各期の取得債券はすべて米国債とし、表面利率と応募者利回りは同一、また、取得時の残存年限は10年と仮定した。これらを前提に10年物米国債利回りから債券価格を算出し、これに当該保有期間分の経過利息を加算することによって、当該保有期間後の債券価値を算出した。

具体的には、次の算式を使用した。

$$S = \left\{ \frac{P_1 + r \times \left(10 - \frac{x}{12}\right)}{1 + \frac{r^* \times \left(10 - \frac{x}{12}\right)}{100}} \right\} + \left\{ r \times \frac{x}{12} \right\}$$

(当該保有期間後の債券価値<ドルベース>) (当該保有期間後の債券価格) (当該保有期間分の経過利息)

$$\left\{ \begin{array}{l} x : \text{保有期間 (月数)} \\ r : \text{応募者利回り} \\ r^* : \text{当該保有期間後の応募者利回り} \\ P_1 : \text{取得価格 (=100)} \end{array} \right\}$$

以上を前提に為替調整後の所有期間利回りを試算した。ただし保有期間が6か月以内では先物カバーをとるものと想定した。すなわち、次の算式を用いて円ベースの収益率を求め、そのあとで年率に換算して円ベースの所有期間利回りとした。

$$\text{円ベースの収益率} = \begin{cases} \frac{S \times W_x - P_1 \times W_1}{P_1 \times W_1} \dots\dots\text{所有期間6か月超} \\ \frac{S - P_1}{P_1} + SP_x \dots\dots\text{同6か月以内} \end{cases}$$

$$\left[\begin{array}{l} W_1 : \text{取得時の為替レート} \\ W_x : \text{処分時の } \quad \quad \quad \\ SP_x : \text{当該保有期間に対応する直先スプレッド(年率)} \end{array} \right]$$

こうして求めた保有期間別平均収益率のデータを用いて、各期における債券の平均保有期間に対応する平均収益率をプロットしたものが第8図の右側の図である。

(2) 保有期間別リスクとリターンの推計

(1)で求めた国債および外債の保有期間別所有期間利回りの時系列データを用いて、保有期間別に平均収益率と収益率の標準偏差を算出した(推計期間は55年1月~61年7月、月次データを使用)。

(3) 企業の債券保有(リスクとリターンの選択)行動の推計

(2)で求めた保有期間別平均収益率および収益率の標準偏差のデータを用いて、各期の平均保有期間に対応する平均収益率と収益率の標準偏差をプロットしたものが第9図(2)である。

[付注2] 現預金運用利回りとその変動リスクの推計方法

(1) 現預金運用利回りの推計

譲渡性預金の平均保有期間が3.4か月(60年12月末時点)であることから、定期性の預金については各期ごとに適用金利が変更になるものと仮定し、各預金金利(3か月複利<年率>に換算)および残高のデータを用いて、各期における保有現預金の合成金利を次式により推計した。

$$R_t = \frac{\sum_i r_{it} S_{it}}{\sum_i S_{it}}$$

$$\left[\begin{array}{ll} R_t & : t \text{ 期における現預金の合成金利} \\ r_{it} & : \quad \quad \quad \text{各現預金の利回り (3か月複利<年率>に換算)} \\ S_{it} & : \quad \quad \quad \text{各現預金の残高} \\ i = 0 & : \text{現金・要求払預金} \quad \quad 3 : \text{MMC} \\ 1 & : \text{規制金利定期預金} \quad \quad 4 : \text{大口定期預金} \\ 2 & : \text{譲渡性預金} \quad \quad \quad \quad 5 : \text{外貨預金} \end{array} \right]$$

また、資産構成が緩和期初のままであった場合の現預金の合成金利を次式により推計した。

$$R'_t = \frac{\sum_i r_{it} S_{i1}}{\sum_i S_{i1}}$$

$$\left[\begin{array}{l} R'_t : \text{資産構成が緩和期初のままであった場合の現預金の合成金利} \\ S_{i1} : \text{緩和期初の各現預金の残高} \end{array} \right]$$

以上から、資産構成の変化に伴う現預金の運用利回りの上昇分を $R_t - R'_t$ により推計した。

(2) 現預金の金利変動リスクの推計

まず、各期において実際に保有していた現預金を今回緩和期を通じて保有していたと仮定した場合に、その現預金残高から得られたであろう利回りの時系列データからその標準偏差を算出し、これを各期における現預金保有に伴う金利変動リスクと想定した。すなわち、 k 期における現預金保有に伴う金利変動リスクを次式により推計した。

$$\sigma_k = \sqrt{\text{Var}(R_{kt})}, \quad t = 1, \dots, n.$$

但し、

$$R_{kt} = \frac{\sum_i r_{it} S_{ik}}{\sum_i S_{ik}}$$

$$\left[\begin{array}{l} \text{Var}(x) : x \text{ の分散} \\ n \quad \quad : \text{緩和期の期数} \end{array} \right]$$

以上から、資産構成変化に伴う現預金の金利変動リスクの増加分を $\sigma_k - \sigma_1$ により推計した。