

当面の通貨金融事情

—企業金融を中心として—

1. はしがき—問題の所在

(1) 昨年暮れころまで、景気は大勢として成熟期の様相を濃くしつつあったが、年明け後に至って情勢には大きな変調が生じた。すなわち、積極政策の推進を背景として企業の強気が押し出され、設備投資意欲が急速に高まるとともに、景気には再びはずみがついてきた。その結果、自然の循環現象として当然予想された調整過程の表面化をみることなしに、景気は再上昇に転ずることとなった。しかしこれにつれて、経済各面の不均衡、なかんずく国際収支の逆調が激化し、ここ一両月来金融引締めによる景気調整の強化を必要とするに至った。

このような景気のみまぐるしい推転は、通貨金融面におけるいかなる発展と結びつき、またいかなる変化をひき起こしつつあるであろうか。

(2) 注目されるのは、金融市場すなわち金融機関の金繰りが慢性的引締めを示しているにもかかわらず、企業の金繰りは昨秋ころから引きゆるみ、とくに本年にはいって大幅の緩和をみた点であろう。金融市況の逼迫が強まっていたため、企業金融も当然引き締まっていたかのような印象が持たれているようであるが、つい最近まで、企業の保有通貨がブームのさなかとしては異例なまでに膨張をみたことは事実である。このような関係がいかなる事情で生まれ、また何を意味するかは検討を要する。

もっともごく最近になって、企業の流動性はやや低下しはじめたようにみえる。それとともに、実感としても企業の金詰まり感が芽ばえてきた。これは金融引締めの第1段階として当然の動きであるが、現状では、金詰まりないし金詰まり感がどこから生じ、いかなる性格のものであるか、なお吟味すべき点が多いと考える。

(3) 金融引締めの直接のねらいが、通貨供給の抑制にあることはいうまでもない。通貨政策の見

地からすれば、投資のスロー・ダウンそのものは結果として期待されるものにはかならない。ここで当面の通貨事情を検討するのもそういう立場からであり、その場合とくに企業金融の実態に焦点を合わせて考えることは、本格的引締めを必要とする事情を明らかにし、今後引締め浸透過程における問題点を知るうえで大切と思われる。

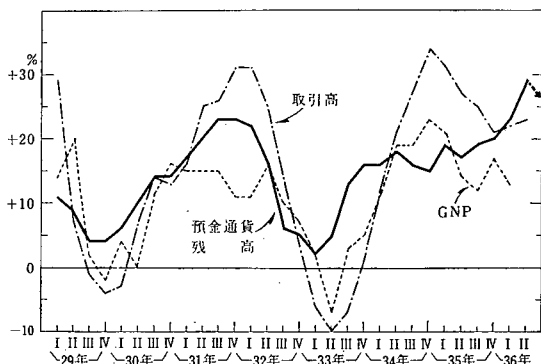
2. 企業流動性の実態

(1) まず通貨供給の実態をみておこう。第1図は預金通貨供給額を前年同期比の伸び率でみたものであるが、昨年暮れから本年へかけて顕著な増勢がみられる。伸び率としても、GNPや取引高との対比においても、また同じくブーム期たる31~32年にかけての動きと対比しても、最近の預金通貨増勢は著しく目立つ。

企業統計からみても同じことがうかがわれる。第2図は企業の保有通貨を売上高に対する比率でみたものであるが、本年にはいって急上昇している。一般的にみて、企業の流動性は景気後退期から上昇初期にかけて回復し、本格的景気上昇とと

〔第1図〕

預金通貨、GNP、取引高
(対前年比伸び率)

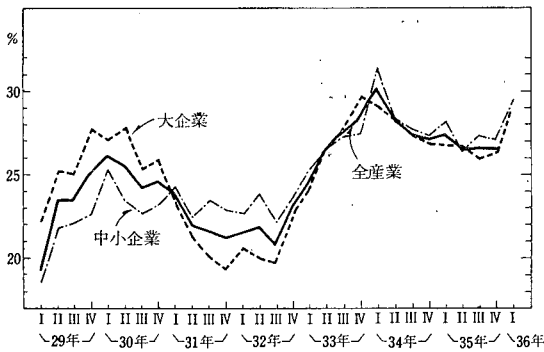


- (注) 1. GNPの36年1~3月は年度間実績見込み(36年度経済白書による)と四半期別国民所得統計による35年10~12月までの実績との差額から推計。
2. 取引高は鉄工業生産者出荷額と商業動態統計による卸売業販売額との合計。

もに漸次低下するのが自然の推移とみられるが、このグラフでは、本年1～3月の水準は景気回復の初期にあたる34年1～3月のピークと同水準に達していることが注目される。4月から6月にかけては、最近の預金通貨回転率(第1表)などから推すと、総じて横ばい近い水準ながらやや低下きみかと思われる。

〔第2図〕

現金預金対売上高比率



(注) 大蔵省法人企業統計季報による。
大企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金2百万円以上1億円未満の会社。
ただし、36年第1四半期は本行調べ「短期経済観測」、中小企業金融公庫調べ「中小企業動向調査」により推計。

(第1表)

預金通貨回転率

区 分	手形交換高	商品取引高	為替交換高
	預金通貨 残 高	預金通貨 残 高	預金通貨 残 高
32年	2.43	1.24	0.21
34年	2.14	1.11	0.19
35年 10～12月	2.22(2.14)	1.17(1.18)	0.22(0.21)
36年 1～3月	* 2.11(2.03)	1.07(1.11)	0.19(0.19)
4～6月	2.07(2.06)	1.07(1.12)	0.19(0.20)
4月	1.96(2.11)	1.05(1.14)	0.18(0.19)
5月	2.11(1.95)	1.07(1.10)	0.20(0.20)
6月	2.15(2.13)	1.08(1.13)	0.19(0.20)

(注) *本年1～3月は資本市場の急激な拡大による金融取引急増の影響もかなり大きいとみられる。
カッコ内は前年同期。

(2) 以上の傾向は、メーカー、商社を通じ、概して業種の別なく同様にみられる。通貨性預金の金融機関別分布その他からみて、中小企業でも事情は全く同じであり、第2図にもうかがわれるように、その水準はむしろ大企業をやや上回るくらいのところであり、この点前回の景気上昇過程における動きと対比してかなり特徴的である。また中小企業の中でも個人消費に結びついた部門で

は、商取引の活況に伴い銀行券の保有がかなりふえている(第2表参照)。最近銀行券の中でも、高額券の増発が目立つのも、それを裏書きする。こうした事情からみれば、中小企業の流動性水準はこの点からもかなり高まっていると考えられる。

(第2表)

銀行券関連指標の推移

(前年同期比増加率、%)

区 分	銀行券	GNP	賃所 金 得	家 計 支 出	全銀行手 元現金
35年 1～3月	14.0	19.2	20.0	7.0	20.9
4～6月	16.5	16.2	22.5	9.2	29.8
7～9月	17.2	12.0	21.1	10.0	23.9
10～12月	17.4	16.5	20.7	12.1	30.0
36年 1～3月	21.3	13.4	18.5	9.4	29.3
4～6月	22.9		19.2	6.5	20.6

(注) 1. GNPの36年1～3月は年度間実績見込み(36年度経済白書による)と四半期別国民所得統計による35年10～12月までの実績との差額から推計。

2. 賃金所得は雇用指数×賃金指数。家計支出は全都市勤労者世帯家計支出。

(3) むろん、統計上預金通貨として現われるものの中には、拘束預金やドレッシングによるものも含まれており、数字をそのまま受け取りにくい面もある。しかし本年にはいつからの預金通貨増勢が、とくにそれによって決定されているとみる証拠はない。また拘束預金といえども、金繰りが詰まってくれば、十分流動性としてクッションの役割を果たすといつてよい。

さらに注目を要するのは、本年にはいつ、企業流動性の保有形態が多様化の傾向を示している点であり、単に預金通貨ないし定期性預金のみでなく、公社債投資信託や金融債などに広がっている。企業によっては、最近に至るまで100億円をこえる金融債などを保有していた例もある。これは極端な例としても、流動性に余裕があるため、金融資産の多様化は多かれ少なかれみられるようである。

3. 金融市場と企業金融

(1) 以上のような、企業流動性の異常ともみえる急膨張は何によってもたらされたか。次にこれを検討しておきたい。第一は、いうまでもなく企業側における資金需要の強さそのものである。この点で、昨秋来所得倍增政策を背景に企業の成長

期待感が強く刺激されたこと、しかも本年にはいって金利の人為的引下げが行なわれたことが、企業の資金需要を一回りも二回りも押し上げたことをとくに注目しなければならない。

一方、第2図などにみるように、今回の景気上昇過程では、神武景気当時と異なって、企業には先行きに備えて流動性のある程度維持しようという感覚が働いており、これが企業の資金需要を常に底上げする方向で作用している。

(2) こうした資金需要の高まりに対し、供給者側なかんずく銀行が貸し応じたことを指摘しなければならない。少なくとも4～5月ころまでは比較的安易な貸出態度であったし、それ以後も資金需要の強さに引きずられる形で貸し応じてきた。租税などの移納と現金引出しの増大によって、銀行の金繰りが悪化すれば、本来同時に銀行貸出の抑制によって企業の預金通貨が減少し、企業金融は引き締まるはずのものである。しかしオーバー・ローンのもとでは、政策面から引締めを行なわないかぎり、銀行の金繰り悪化も貸出態度に当然起こるべき自律的引締めりをひき起こしにくい。その結果、銀行の金繰りは悪化するにもかかわらず貸出が増加し、企業への通貨供給はむしろ増加することとなる。金融市場の慢性的逼迫のもとで企業の手元は緩和するという、最近の乖離現象が生じた基本はここにある。しかも、金利の人為的引下げが行なわれたことが、資金供給および需要の両面で上述の傾向に拍車をかける結果となり、後に大きな問題を残すこととなった。

(3) 本年とくに1～3月、資本市場が急激な膨張をみたことも、企業の保有通貨をふくらます大きな要因となった。1～3月の市場拡大を刺激した大きな背景は、いうまでもなく金利低下見越しであり、これをさらに促進したものと、市場拡大の気運に乗って公社債投資信託が台頭したことを指摘しなければならない。企業の実感としても、この時期における起債市場の急激な拡大が資金調達に安易感を著しく強め、膨大な投資計画の実行を決意させるうえで決定的な役割を果たしたようである。

(4) いま一つ看過できないのは、昨年半ばから為替取引の自由化を背景として短期外資の流入が

著増した点である。これは企業の預金通貨情勢にかなりの影響を及ぼしたばかりでなく、銀行の資金ポジションの緩和を通じて、信用創造を容易ならしめる素地を作った。とくに昨年11月のユーザンス期間の延長のごときは、単なる為替取引の自由化という域をこえる面もあり、金利引下げなどとあいまって金融市場に対する緩和効果をいっそう強めた。

(5) 資本市場の急拡大といい、短期外資の流入といい、いずれも最近の産業資金供給上に現われた新しい要素といえる。こうした変化に対して政策の側にも、資金の需要者、供給者側いずれにおいても適確な判断と妥当な調整が行なわれたかどうか。この点については、かなりの問題があったように思われる。

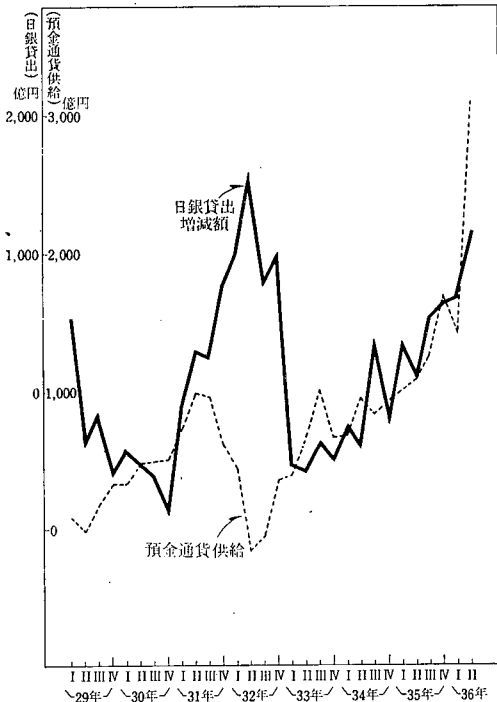
たとえば起債市場についてみると、あまりにも急激かつやや人為的な拡大じたいもとより問題であり、そこにそもそもの問題があったことはいうまでもない。しかし長期的な問題としてみる限り、資本市場の発展によって間接金融方式への過度の偏重を是正することは自然の発展方向であり、銀行といえども遠視的にはこれに適應することが当然であろう。主として1～3月ではあったが、証券業界に対するシェアの維持という動機が銀行の貸し進みを刺激したことは事実である。そしてこれが、中小企業などに対する預金通貨供給を増大させる一因となったといえよう。

資本市場とか、外資という新しい調達形式に対する適應は、資金需要者たる企業の側にはほとんどみられない。多々ますます弁ずというのが実情であり、銀行に対しては依然として借入わく維持、拡大という固定的態度を持っている。銀行側でも、たとえばユーザンスの拡大は企業の借入需要減として意識されるよりは、貸出余力の増加として受け取られている。また、起債の急増は銀行にとっては貯蓄性預金の減少ひいて貸出能力の減少を意味するはずであるのに、貸出については原則として従来の貸出実績とか企業に対する融資シェアの維持といった固定的な観念が、当然の規準として疑われない。これらの事情が、本年にはいつてからの企業流動性の膨張を直接・間接さえたことは否定できない。

(6) 最近の通貨膨張は、結局、以上検討してきた需給両面の要因、さらに基本的には、その背後にある政策面の要因が作用し合い、累積したところから生まれた。このようにして創出された通貨が設備投資計画の急増を促した。金融市況逼迫という状況のもとにかつてない企業金融の緩和が続き、景気のブーム化を促しきえてきたのが、金融引締め強化に至るまでの姿であった(第3図参照)。

〔第3図〕

金融市場と企業の流動性



(注) 日銀貸出は期中増減額。預金通貨供給は全国金融機関要求払預金残高の期中増減額。いずれも季節変動除去。

4. 企業金融と投資

(1) 以上の事態にも、7月ころを境としてようやく変化が現われてきたとみられる。預金通貨回転率などには、5～6月ころからやや上昇の気配もうかがわれていた(前掲第1表参照)が、決算資金の流出による流動性の喪失は大部分が補填され、緩和の大勢が続いていた。しかしこの一月ほど、企業の実感や銀行窓口の感触には、徐々に企業の金詰まり感がみられはじめている。企業が持つ公社債投資信託の解約とか、金融債その他の売物も目立っている。銀行の実勢預金などから推して、預

金通貨も厚みを失いはじめたといえるようである。これは、起債市場が金利実勢の潜在的な上昇を反映して、このところ急速に消化難と狭隘化を呈してきたところに、金融引締めが一段と強化されたためである。銀行の貸出態度はこれまでの一時しのぎからようやく本格的抑制へ一歩踏み出しており、それが企業をして預金通貨取りくずしに向かうきっかけをつくりつつあるといえる。

(2) では、企業流動性の低下は現状ではどの程度であるか。またどの部門で目立つか。預金通貨がある程度減少しつつあることはたしかとしても、好況末期の状況としてはなお相当高い水準にあることも疑いない。32年引締め当時と比べて問題にならない高さであることは、第2図からも端的に読みとりうるし、またこのほか証券形態などの流動性もなお残っているとみられる。そのあたりに、今後引締め効果を実現させていくうえで看過しえない一つの問題があろう。

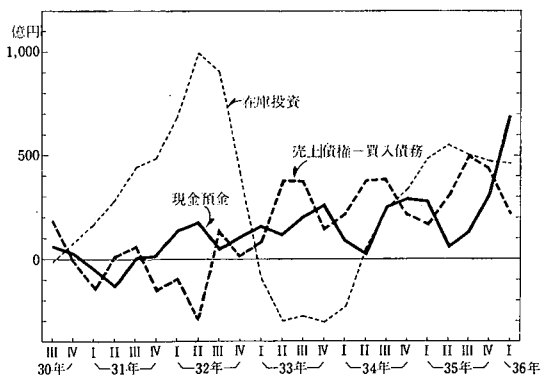
ただこのところ流動性低下が目立つのは主として大企業であり、それも電力のように起債難が端的に響く部門で強く、一方中小企業のほうはなおかなり余裕含みといったふうに、偏在がみえてきた。中小企業の場合は、専門金融機関の貸出増勢が引き続き著しく、また7月の通貨性預金が減少したといっても地銀の場合は前年同月より上回ってふえているようである。ただ商工中金の取引先などには、商工債券の消化難などから金繰りがやや窮屈化しつつある気配もみえる。しかし総じていえば、大企業からのシワ寄せもいまのところいうに足りぬ程度で、中小企業では投資資金がなおリザーブされているという感じが強い。

(3) なお流動性の現況と関連して注目されるのは、企業間信用である。今回の景気上昇過程で大企業が大幅の与信超過を続けており、好況末期に至ってもほとんど変りがない点は、神武景気当時と著しい対照をなす(第4図)。これは信用取引条件のゆるやかな部門(たとえば、自動車、家庭用電器。消費者信用供与のルート)とか、商社(系列企業に対する機械代金の延べ払い許容など)などの売上げ増大に伴って生じた面が大きく、必ずしも大企業が信用取引条件を積極的に緩和してふやしたもとはいいがたい。しかし系列企業に対する

〔第4図〕

企業間信用、在庫投資、現金預金

(期中増減額)



(注) 大蔵省法人企業統計速報(計数は2期移動平均)による。

配慮などから、信用取引条件は水準としては総じてゆるやかとみられる。31年当時のような大幅の与信超過の引揚げは困難としても、先行き金繰り逼迫の度合によっては、これがかなりの程度流動化しクッションとして働く余地はありうる。

ただ、いまのところは、土建業者などに対する、前払いの停止とか、現金払いの一部手形切替えなどが徐々に進みはじめている程度である。資金調達難や流動性低下が企業間信用を介して相互に波及しあい、波及先で方々に流動性補填需要が強まるといった状況からはほど遠い。大企業の例をみると、むしろ関連企業に対する資金負担が引き続きふえているもの(系列先の拘束預金の身代りなどさえ)もかなりみられるのが実態である。

(4) それにもかかわらず、実際には、企業の金詰まり感が現われている。それはなぜか。

一つの重要な点は、少なくともいまのところ、設備投資計画を修正するような動きがほとんどみられないことである。しかも第2に、資金調達の前途については、一様に窮屈化ないし逼迫を予想する空気がこのところ広範化しつつある。物の先行きについては強気、金の先行きについては弱気というのが、いまのビジネス・センチメントである。金詰まり感のよってくることも、つまりはそのギャップにある。このギャップは、一つにはいわゆる成長政策によって物の面の強気が支持されているため生じているものであるが、投資計画は極力遂行する建前で資金手当に腐心しているところに、いまの金詰まり感は根ざす。これと同時

に、今後の金繰りそごに備えるため、流動性を補填ないし維持し、繰り回しの円滑さをはかるうとする意欲も高まってきた。投資資金の調達に対する不安が濃いたけに、流動性補填需要もいっそう強まっているとみられる。

(5) 以上のようにみえてくると、企業金融に現われてきた金詰まり感は、総じていえば、現実の繰り回しがぎこちなくなったために生じたものでもなく、また投資のファイナンスに現実にとこと欠くに至ったために起こっているものでもない。むしろ設備投資の進捗度合いとか、支払期のいかにによって、金詰まりの意味合いもかなり開きがありうるし、現に企業の投資ポジションの差違によって企業の金詰まり感にやや格差を生じてきたのが実情ともいえる。しかし全体としてみれば、いまの金詰まりはまだ物的投資の抑制に通ずるさし迫った性格のものではなく、逆に、既定計画の実現を可能にしそのための繰り回しを円滑にするための金詰まり感として、意味づけることが正しいと思われる。

(6) 以上のように、流動性が量的に低下しはじめるとともに、金融市況と企業金融の乖離は収れんの過程にはいり、企業にも一種の金詰まり感がみられてきた。しかもこの場合、それが借入難の強化と結びついて起こっていることに注目しなければならない。その点では、市中銀行が中央銀行貸出によって現金準備の補填を受ける場合と、質的に類似した引締め感が現われてきたものといえよう。借入難とそれに伴う摩擦は、それじたい独立に企業金融逼迫の素地となる。もし借入が容易ならば、手持ち通貨が減っても金詰まり感生まれず、逆に、手持ち通貨がふえてもぎくしゃくした借入の結果である限り、そこから緩和感は生まれにくいからである。

以上の意味において、当面みられる企業の金詰まり感、たとえその性格が投資計画の縮減につながるものでないにせよ、質的には本格的な企業金融の逼迫に至りうる要素を含んでいることも否定できない。しかし現実にもなるかどうかは、これからの政策の強さと運営のしかたいかにかかると、いうまでもない。