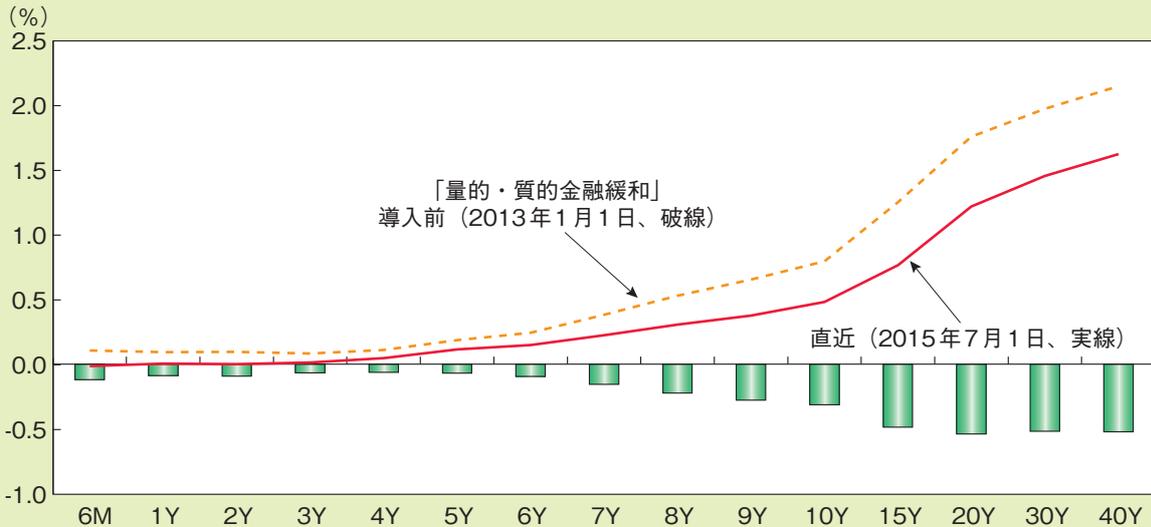


について確認すると、まず、長期金利については、総じて低下基調にあり、2015年1月には一時的に0.1%台までに達するなど歴史的な低水準となっている。また、市場関係者に対して月

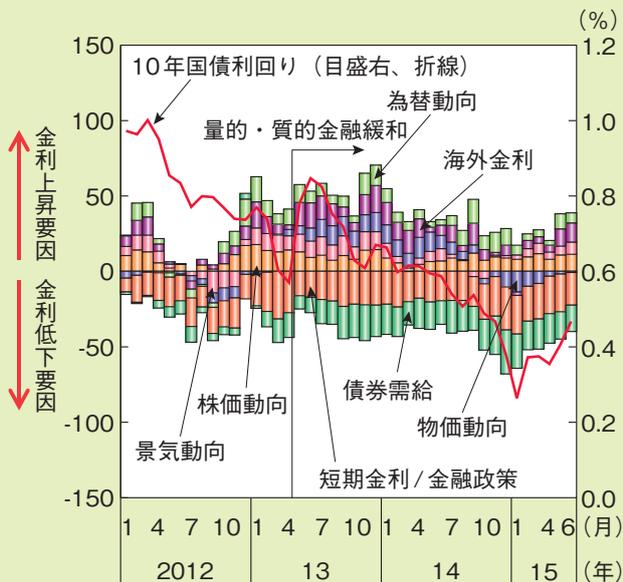
第1-3-4図 イールドカーブ、実質金利の動向

イールドカーブは全体的にフラット化、実質金利はマイナス圏内で推移し、企業の資金調達コストは低下

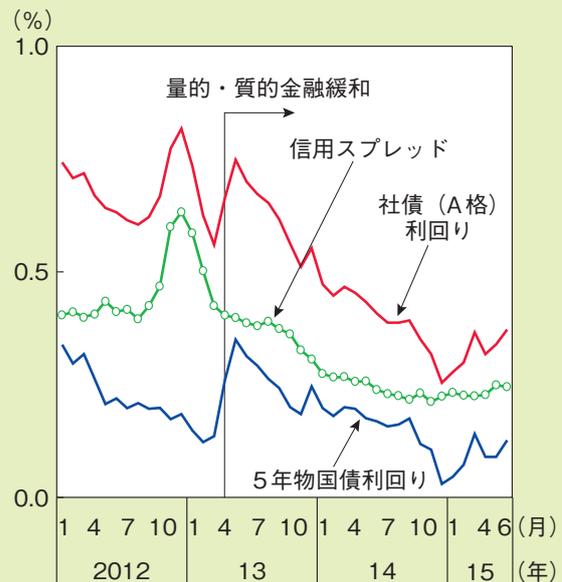
(1) イールドカーブの変化



(2) 長期金利と債券市場関係者が注目する金利変動要因

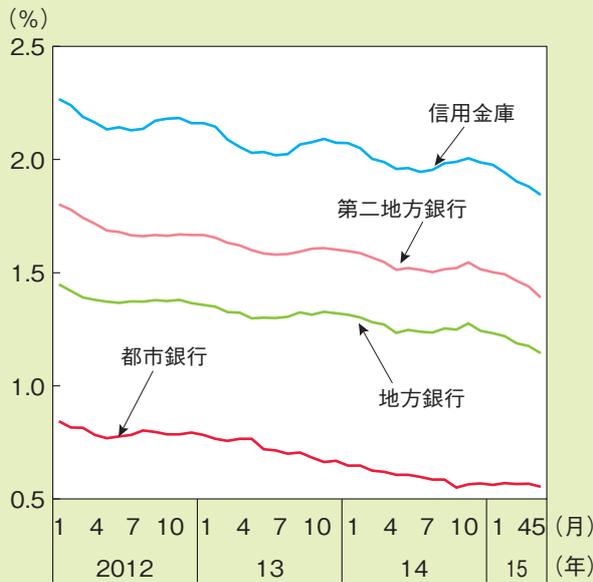


(3) 社債利回りの推移

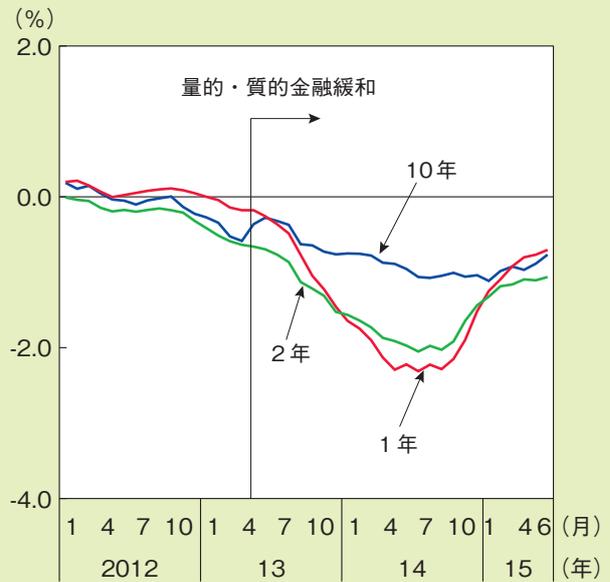


- (備考) 1. Bloomberg、日本相互証券、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。  
 2. (1)の棒グラフは、「量的・質的金融緩和」導入前(2013年1月1日)から直近(2015年7月1日)までの変化幅。  
 3. (2)は、「QUICK債券月次調査」における、「指数(その変動要因が債券価格に与える影響予測について尋ねた回答を用いて、強い債券価格上昇要因=100、上昇要因=75、中立・不明=50、低下要因=25、強い低下要因=0として、加重平均を算出したもの)」から50を引いて、逆符号にしたもの。  
 4. (3)の信用スプレッドは社債利回りから国債利回りを引いたもの。  
 5. (3)の社債利回りの格付けはR&Iにより、残存期間3~7年の利回りの平均。

(4) 業態別の貸出約定平均金利の推移



(5) 実質金利の推移



(備考) 1. 日本銀行「貸出約定平均金利」、Bloomberg、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。  
 2. (4)は、新規の貸出が対象。数字は後方6か月移動平均。  
 3. (5)は、QUICK債券調査のCPIコア変化率の平均を予想物価上昇率とし、実質金利=国債利回り-予想物価上昇率 (QUICK債券調査)により算出。

次で行っているアンケート調査により、債券市場関係者が注目する金利変動要因をみると、「短期金利/金融政策」と「債券需給」が金利低下要因として意識される度合いが大きく、市場関係者の多くは日本銀行の国債買入れによる需給のタイト化を金利低下要因とみている (第1-3-4図 (2))。

こうした中、企業の資金調達手段である社債、貸出の金利も低下傾向にある (第1-3-4図 (3)、(4))。社債利回りをみると、5年物の国債金利の低下に伴い、A格の社債利回りも低下していることがわかる。さらに、先述の社債利回り=国債利回り (リスクフリーレート) + 信用スプレッド (国債との金利差) という定義に照らしてみると、信用スプレッドは「量的・質的金融緩和」が導入された2013年4月以降一段と低下している。また、業態別の貸出約定平均金利の推移を確認すると、金融機関の間の貸出競争の影響も受けつつ、いずれの業態においても緩やかに低下している。

実質金利の動きをみると、「量的・質的金融緩和」の導入後、長期金利は安定して低下傾向にあるものの、2年物金利や1年物金利については、2014年央以降、予想物価上昇率の下落に伴い上昇している (第1-3-4図 (5))。ただし、いずれの年限においてもマイナス圏内で推移しており、緩和的な金融環境が続く中、企業の資金調達コストは低下していると考えられる。

●国内銀行では国債の保有割合が低下、貸出などリスク資産は増加

3番目の波及経路であるポートフォリオ・リバランス効果を確認する。

ポートフォリオ・リバランスとは、中央銀行が長期国債を大量に買い入れることで、投資家や金融機関の国債投資が減少する中で、貸出のほか株式や外債等のリスク資産の運用を積極化させることである。この結果、資産価格の上昇や貸出の増加を通じて、設備投資等を喚起することが期待される。

実際に日本銀行以外の主体による投資フローをみると、「量的・質的金融緩和」導入後、全体として国債保有を減らし、貸出や対外投資、株式・投信への投資を増加させる動きが強まっている（第1-3-5図（1））。また、前後の国債の主体別保有シェアの推移をみると、生損保や海外が一定のシェアを維持する中で、国内銀行のシェアが低下している（第1-3-5図（2））。そこで、国内銀行の資産構成比の変化をみると、「量的・質的金融緩和」の導入後、国債の保有割合が低下し、日銀当座預金の割合が増加している（第1-3-5図（3））。次に、国債・日銀当座預金以外をみると、貸出金や海外資産（海外店の貸出金及び有価証券）を中心に増加が続いており、国内銀行では、緩やかながらポートフォリオ・リバランスは進んでいるとみられる。（第1-3-5図（4））。

#### ●中小企業において短期性資金を中心に資金需要が増加

「量的・質的金融緩和」が進められる中、国内銀行が貸出を増加させていることを確認したが、こうした動きは、実際に企業活動の活性化につながっているのだろうか。企業の資金調達について需要面から確認する。

企業の資金調達残高は、2012年前半まで減少が続いていたが、2012年末に景気が持ち直しに転じてからは増勢が強くなっている（第1-3-6図（1））。調達の内訳をみると、特に「量的・質的金融緩和」の導入後は貸出、株式・出資金、社債は一貫して増加しており、中でも貸出による押上げが最も大きい。そこで、金融機関から企業への貸出について、企業規模別にみると、2013年前半まで前年比でマイナスに寄与していた中小企業向け貸出は、同年後半以降プラスに転じており、貸出全体の増加に寄与している（第1-3-6図（2））。これは、景気回復や「量的・質的金融緩和」の効果など様々な要因によって、中小企業の資金需要に対して実際に資金の供給が行われていることの表れであると考えられる。

こうした貸出の増加や、企業収益の改善によって、日銀短観の中小企業の資金繰り判断DI（「楽である」－「苦しい」）は1991年以来約20年ぶりにプラスに転じており（第1-3-6図（3））、中小企業の資金繰りは良好な状況にあると言える。

それでは、企業が調達した資金の運用状況について、調達資金全体から現預金と有価証券（一時保有）を除いたものを資金需要とし<sup>76</sup>、これを企業規模別にみてみよう。ここでは、特に企業活動に充てられる資金として、設備投資と運転資金に着目する。まず、設備投資について

注 (76) 企業の資金運用サイドの動向を見る場合、その内訳の区分の方法には種々ある。たとえば、「法人企業統計」では、現預金と有価証券（一時保有および投資）、その他の投資を「資金運用」とし、それ以外を「資金需要」としている。