

マンスリー・トピックス

NO. 038

平成 26 年 12 月 19 日

最近の金利動向と企業の資金調達について

参事官（経済財政分析一総括担当）付 築地 慶典 ※
仮屋園 康人 ※
笠原 滝平 ※

【概要】

- 1 . 本稿では、最近の金利動向について、国債金利を始め、企業の資金調達手段である社債や貸出の金利も含めた動向を概観する。あわせて、企業の資金調達環境が変化する中で、実際の企業の資金調達はどのように変化したか、その背景を含め考察を行う。
- 2 . 最近の国債金利動向をみると、長期金利は歴史的低水準となっており、長期以外のゾーンにおいても金利低下がみられる。
- 3 . 社債の流通利回り、貸出約定金利も国債金利と同様に低水準となっている。社債の流通利回りについては、対国債スプレッドの縮小（リスクプレミアムの低下）もみられる。
- 4 . 実際の企業の資金調達に着目すると、貸出を中心とした増加がみられ、なかでも中小企業向けの貸出増加がみられる。
- 5 . 中小企業向け貸出が増加している背景について、資金運用面に着目すると、運転資金を中心に、企業活動の拡大に伴う資金需要の増加がみられる。

* 本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

1. はじめに

長期国債（10年物）の金利は、2014年11月以降、おおむね0.5%を下回って推移するなど、歴史的にみても低い水準で推移している。国債金利の低下は、企業の資金調達手段である社債や貸出の金利にも影響し、これらの資金調達環境の変化を通じて実際の資金調達にも影響すると考えられる。

本稿では、最近の金利動向について、国債金利の動向をみた後、企業の資金調達手段である社債、貸出の金利動向を、企業の資金調達環境の変化と関連付けて概観する。あわせて、企業の資金調達環境が変化の中で、実際の企業の資金調達はどのように変化したのか、背景も含めた考察を行う。

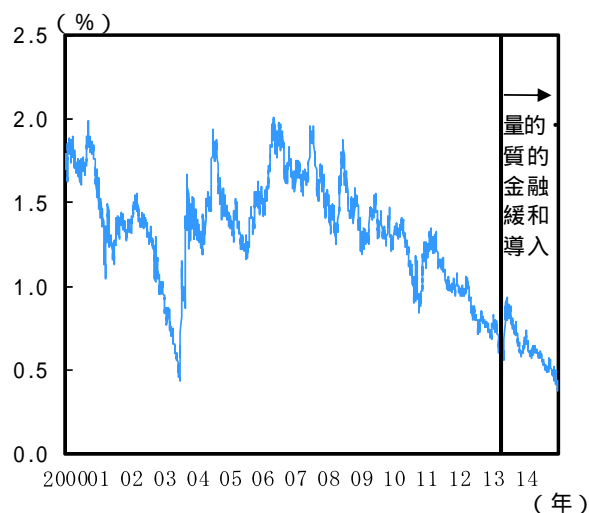
2. 最近の国債金利の動向

（国債金利は全般的に低下している）

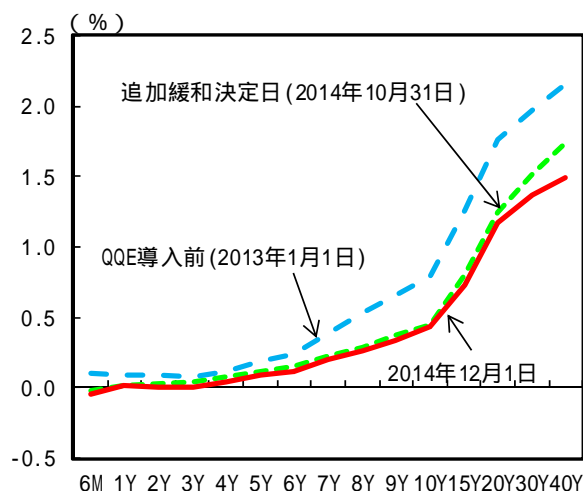
長期金利（10年物）の動向についてみると、2013年4月に日本銀行が量的・質的金融緩和（QQE）を導入して以降、一時的な上昇はみられたものの、その後は低下傾向となり、2014年11月以降はおおむね0.5%を下回って推移するなど、歴史的な低水準となっている（図1（1））。また、イールドカーブの変化をみると、長期以外のゾーンについても金利が低下している（図1（2））。

図1 国債金利の動向

（1）長期金利の推移



（2）イールドカーブの変化



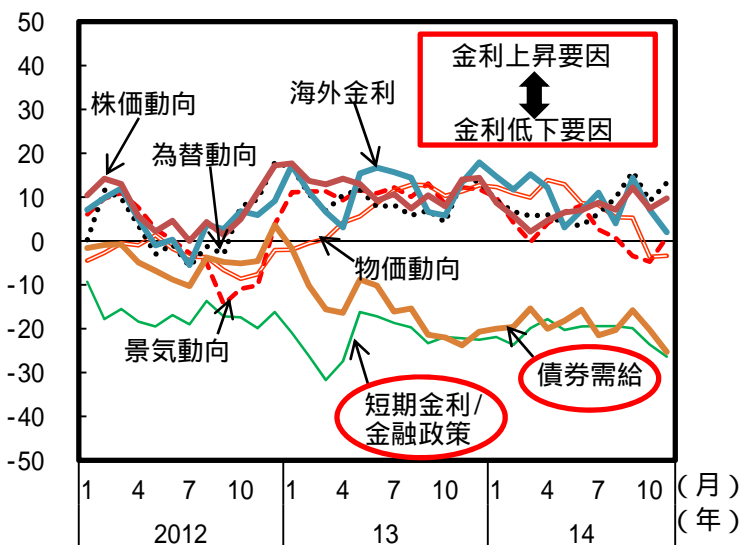
（備考）日本相互証券、Bloombergにより作成。

(日本銀行の国債買入れによる需給のタイト化が金利の低下圧力に)

長期金利のみならずイールドカーブ全体の金利低下が確認されたが、こうした金利低下の背景にはどのような要因があるのだろうか。QUICK社が月次で市場関係者に対して行っているアンケート調査によると、短期金利/金融政策、債券需給が金利の低下要因として意識される度合いが大きい(図2)¹。市場関係者の多くが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と考えられる。実際に、資金循環統計を基に国債の保有構造の変化をみると、国債、国庫短期証券ともに日本銀行の保有割合が高まってきており、日本銀行による国債買入れが進む中で需給がタイト化し、金利低下が進んできたと考えられる(図3)。

国債金利は中央銀行の金融政策以外の要因にも依存して変化することに留意が必要だが、こうしたイールドカーブ全体の金利低下は、現在の日本銀行の金融政策が意図したものである。次項では、日本銀行の金融政策が想定している金利への波及経路に言及しつつ、国債金利の低下に伴い企業の資金調達環境がどのように変化したかをみていく。

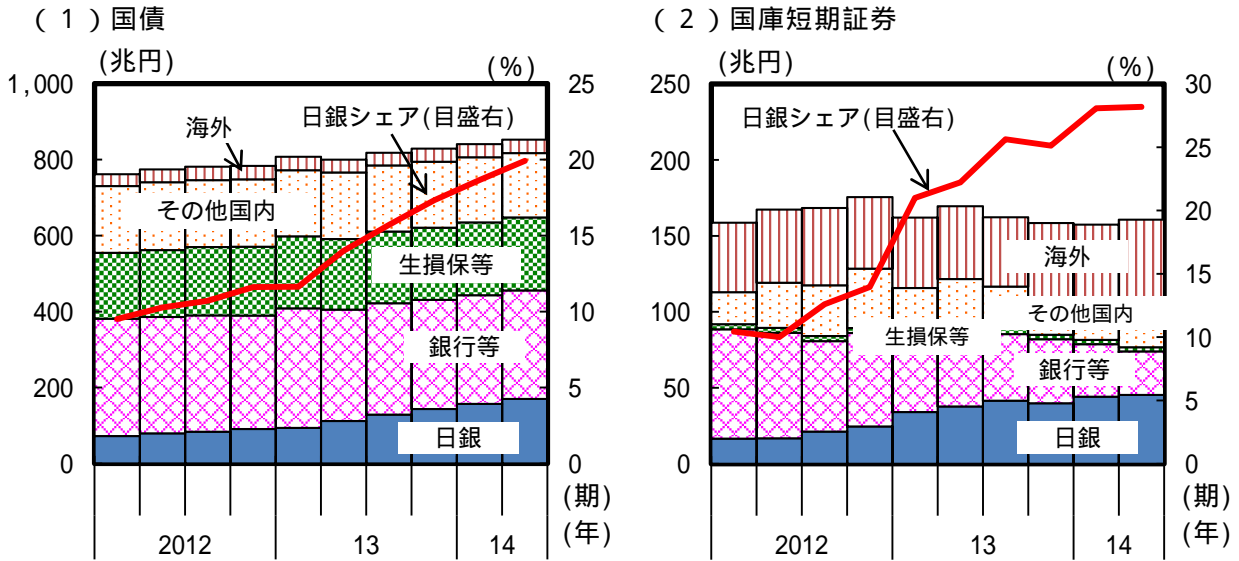
図2 債券市場関係者が注目する金利変動要因



- (備考) 1. 株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。
2. 「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、逆符号にしたデータを基に作成している。

¹ 2014年半ば以降で見ると、「景気動向」「物価動向」が金利上昇要因から金利低下要因へと転じていることから、これらの要因も金利低下に寄与しているとみられる。

図3 国債・国庫短期証券の保有構造



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
 2. (1)は、財政投融资特別会計国債(財融債)を含む。

3. 企業の資金調達環境

(企業の資金調達環境は改善が続く)

前述のように、最近、国債金利は低下傾向となっている。ここでは、こうした国債金利動向を背景に、企業の資金調達環境がどのように変化したかをみていく。

その前に、資金調達環境に影響を与えると考えられる日本銀行の量的・質的金融緩和政策の金利への波及経路について簡単にみておこう。

日本銀行によれば、量的・質的金融緩和によって、前述の国債金利(リスクフリーレート)が低下することのほかにも、ポートフォリオ・リバランス効果等が期待される。ポートフォリオ・リバランス効果とは、ここでは金融機関のバランスシートの中で、低リスクである国債や日銀当座預金から、社債や株式、貸出など他のリスク性資産に資金が移動することを指す。

ポートフォリオ・リバランス効果は、主に2つの経路で発生するものと考えられる²。第一に、日本銀行が国債を買い入れることによって国債金利が低下し、将来の金利低下が期待しづらくなること(価格上昇期待が低下)である。国債の価格上昇期待が小さければ、より期待リターンの高い資産に資金移動が生じることが想定されよう。第二に、

²齋藤、法眼、西口(2014)を参照。

金融機関が保有する国債が減少することで、金融機関の金利リスク量が減少し、新たな投資を行う余地が増すことが挙げられる。

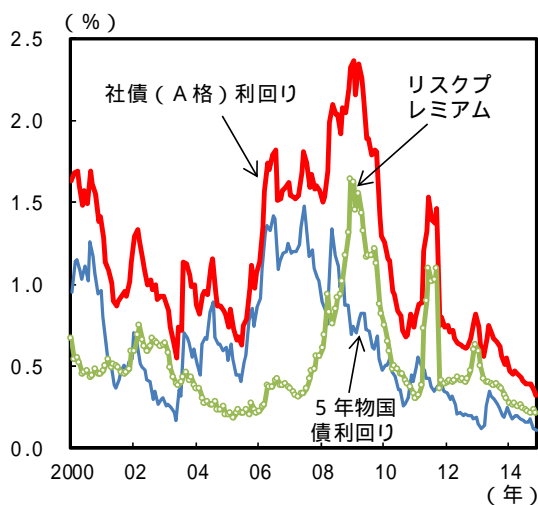
こうした金融政策の波及経路を踏まえ、企業が社債や貸出によって資金調達を行う際の環境について確認する。

まず、社債による調達環境をみると、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(図4(1))。さらに、社債利回り = 国債利回り(リスクフリーレート) + リスクプレミアムと定義すると、リスクプレミアムは量的・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。

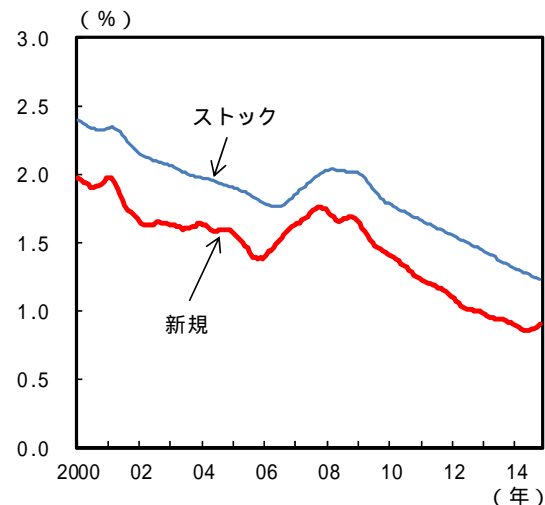
続いて、銀行の貸出約定金利の推移を確認すると、金融政策の影響や金融機関の間の貸出競争の影響を受けて、趨勢的に低下している(図4(2))。最近では歴史的低水準になっており、上述の社債利回りと併せても、企業にとっては、資金調達を行いやすい環境であると言えるだろう。

図4 企業の資金調達環境

(1) 社債利回りと国債利回り



(2) 長期貸出約定金利の推移



- (備考) 1. Bloomberg、日本証券業協会、日本銀行により作成。
 2. (1) のリスクプレミアムは社債利回りから国債利回りを引いたもの。
 3. (1) 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. (2) の長期貸出約定金利は貸出期間1年以上のもの。
 5. (2) の長期貸出約定金利は後方6か月移動平均。

4. 企業の資金調達の動向について

(企業の資金調達は貸出を中心に増加傾向)

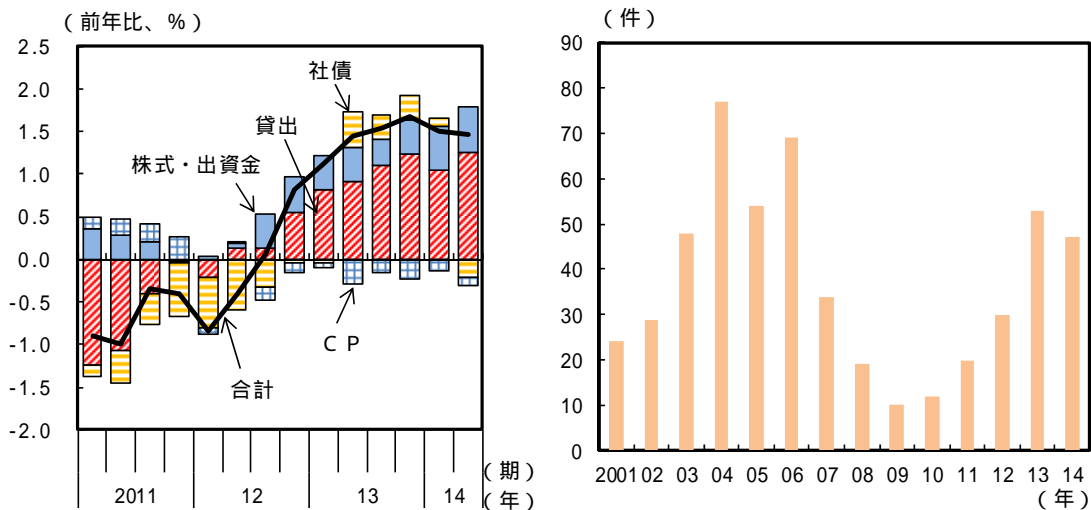
社債や貸出による資金調達環境が改善していることがわかったところで、実際に企業

の資金調達行動を確認する。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以降は増勢が強まっている（図5（1））。調達の内訳をみると、貸出による押上げが最も大きい。続いて、株価の上昇を背景に新規上場件数が増えていることもあり、株式・出資金が増加に寄与している（図5（2））。社債は2013年以降に増加がみられたものの、2014年4 - 6月期には減少に転じており、社債による資金調達需要が強いとは言えない。また、社債と並んで特に信用力が高い大企業の資金調達手段であるCP（コマーシャル・ペーパー）の発行も減少が続いている。

図5 企業の資金調達動向

（1）企業の資金調達残高の推移

（2）新規上場企業数



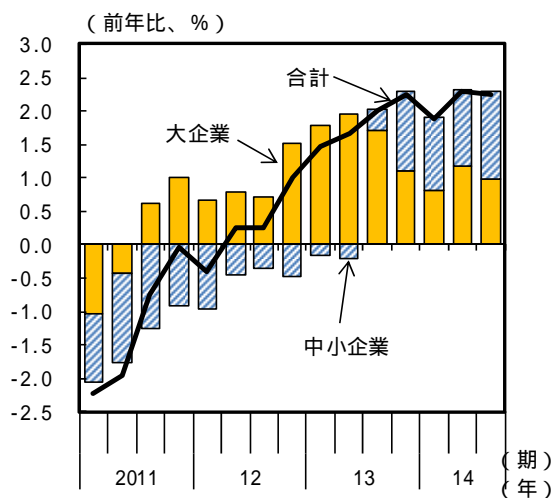
- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、「貸出先別貸出金」、東京証券取引所により作成。
 2. (1)の株式・出資金は民間非金融法人企業、社債とCPは非金融法人企業。
 3. (1)の社債は事業債と居住者発行外債の合計。
 4. (2)の2014年は1月から11月までの累計。
 5. (2)の新規上場企業数は、東証一部、二部、マザーズ、JASDAQ(2013年から)の新規上場企業数。

(貸出の増加と共に、中小企業の資金繰りは改善)

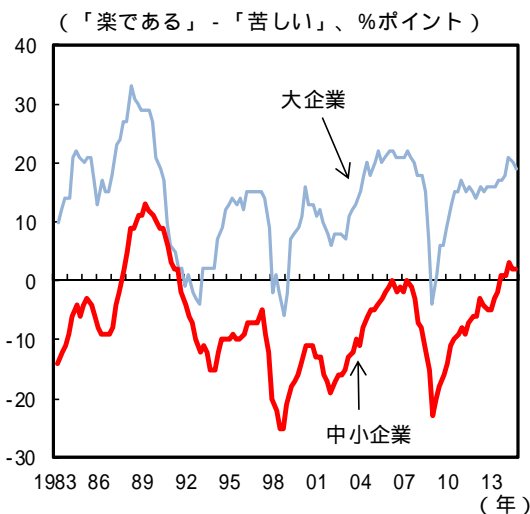
そこで、資金調達の増加に最も寄与している貸出を企業規模別に分けると、2013年後半以降、中小企業向けの伸びが顕著であることがわかる(図6(1))。これは、景気回復や量的・質的金融緩和によるポートフォリオ・リバランス効果など様々な要因によって、中小企業の資金需要に対して実際に供給が行われていることの表れであると考えられる。こうした貸出の増加や、企業収益の改善等によって、日銀短観の中小企業の資金繰り判断DIは1991年以来約20年ぶりにプラスに転じており(図6(2))、中小企業の資金繰りは歴史的に見ても良好な状況にあると言える。

図6 企業規模別の資金調達動向

(1) 企業規模別貸出金



(2) 資金繰り判断D I



(備考) 日本銀行「貸出先別貸出金」、「全国企業短期経済観測調査」により作成。

5. 中小企業の資金調達の背景にある運用について

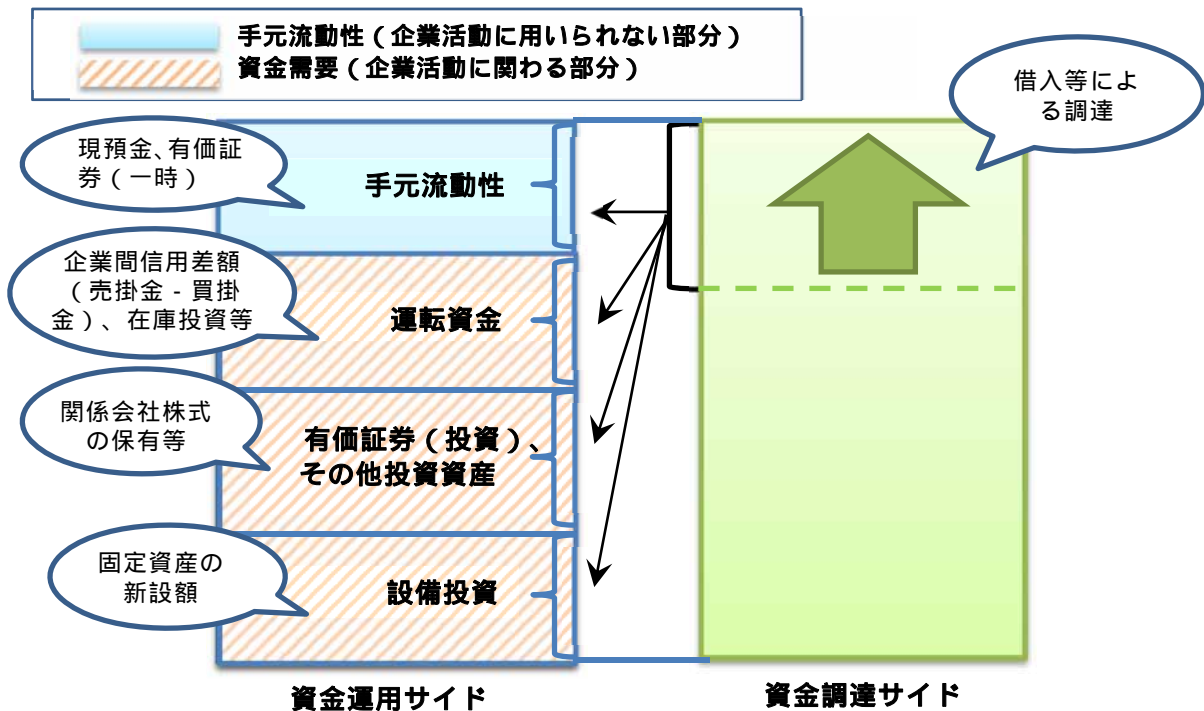
(中小企業の資金調達は、運転資金需要を主な背景として増加)

最近の貸出について、中小企業向けを中心に増加していることを確認したが、ここでは中小企業の資金調達の背景にある運用面の動向についてみていく。

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が³、ここでは、現預金と有価証券(一時保有)を手元流動性とし、それ以外を資金需要と区分して分析を行う(図7)。この図にみるように、資金需要は、さらに運転資金、有価証券(投資)、その他投資資産、設備投資からなり、手元流動性との合計は、企業の資金調達と一致する。企業が借入等により資金調達を行った場合、手元流動性が資金需要のいずれかの項目に用いられることとなる。

³ 「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。また、小林(2008)は、現預金や有価証券(一時保有)なども含め、全てを資金需要と捉え、バランスシートの固定資産の増減に相当する「長期資金需要」と、流動資産の増減に相当する「短期資金需要」に区分している。

図7 資金フローのイメージ図



(備考) 1. 各種資料より筆者作成。

2. 「法人企業統計」では、設備投資として、有形固定資産(土地を除く)増減額、ソフトウェア増減額および減価償却費の合計を用いているが、ここでは、有形固定資産(土地の購入費を除き、整地費・造成費を含む)およびソフトウェアの新設額を用いた。
3. 資金調達には、借入や社債などによる外部調達と、内部留保などによる内部調達がある。

このような区分方法を前提に、法人企業統計を用いて、中小企業の資金運用面の動きをみると、2013年半ば以降、資金需要が増加している(図8(1))。一方、手元流動性も増加しているものの、小幅の増加にとどまっている。また、手元流動性のストックが総資産に占める割合(手元流動性保有比率)でも、大きな上昇はみられない⁴。これらのことから、中小企業の資金調達の増加は、企業活動に用いる資金需要の増加によって、おおむね説明されうるものと考えられる。

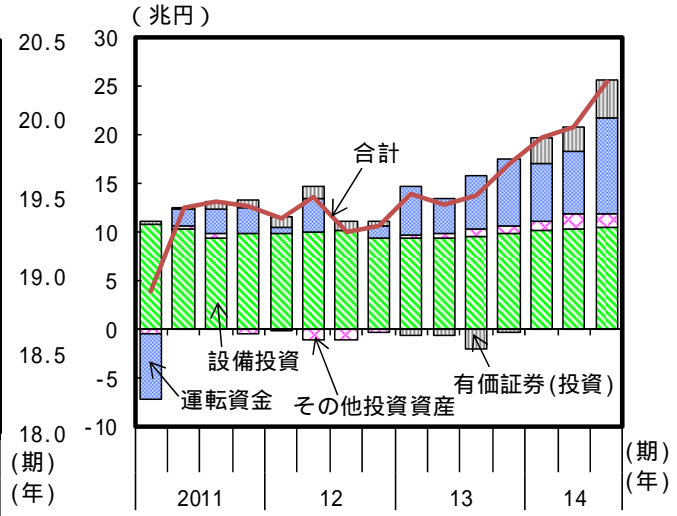
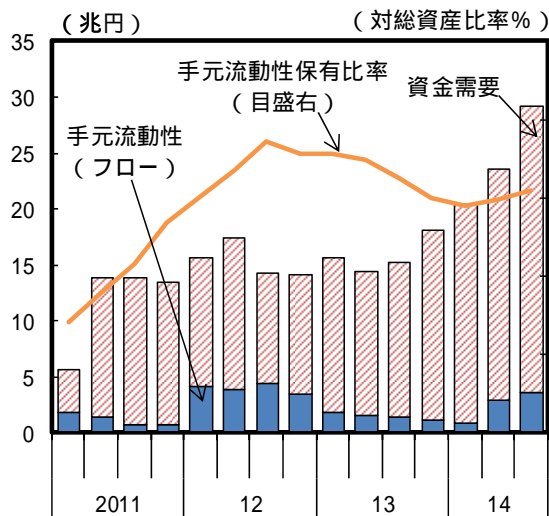
中小企業の資金需要の増加が何によるものかをみるため、資金需要を要素ごとに分解すると、2013年以降、運転資金が大きく増加している(図8(2))。運転資金は、企業間信用差額(売掛金 - 買掛金)や在庫投資など、企業活動に用いられる短期性資金であり、企業活動の拡大が寄与していることが考えられる。また、設備投資についても増加しており、企業活動全般を通して、資金需要が増していると考えられる。

⁴内閣府(2014)は、現預金等の保有比率に頭打ちの兆しがみられるとし、その背景の一つとして、預金の実質収益率(預金利回りからCPIを控除したもの)が大きく低下していることを挙げている。

図8 中小企業の資金需要の動向

(1) 資金需要と手元流動性の推移

(2) 資金需要の内訳



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計」により作成。
 2. (1)の資金需要および手元流動性(フロー)は、4四半期累計ベース。
 3. (1)の手元流動性保有比率は、手元流動性(ストック)の総資産に占める割合。後方4四半期移動平均ベース。
 4. (2)は4四半期累計ベース。
 5. 資本金1億円未満を中小企業とした。
 6. 金融業、保険業を除く全産業。

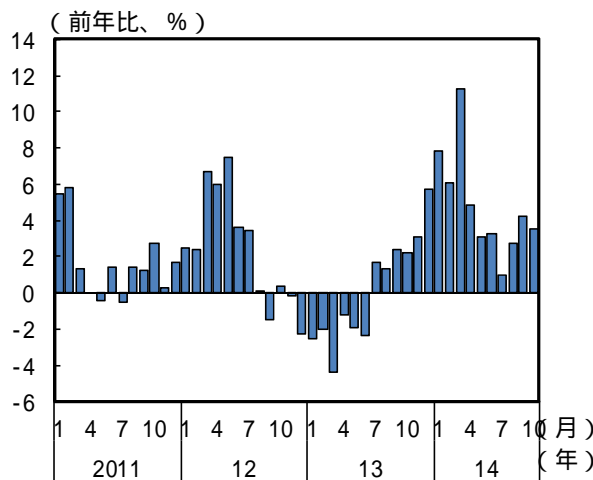
(中小企業の運転資金の増加は、売上の改善による企業活動の活発化が背景)

中小企業の資金需要の高まりは、企業活動の拡大に伴う資金需要の拡大が主因であることが推測されるが、中小企業の企業活動はどのような状況にあるだろうか。

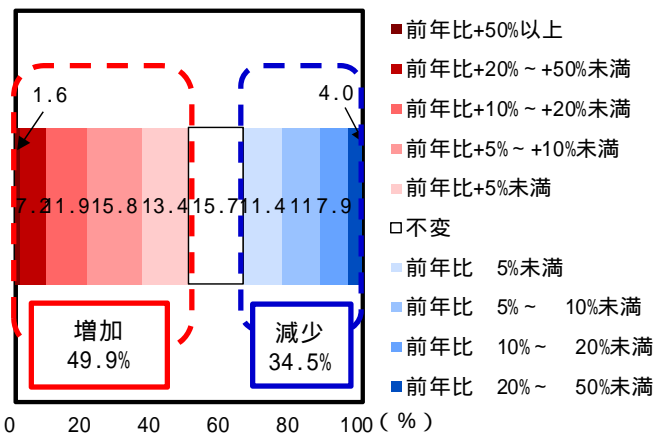
このことを確かめるため、商工中金が取引先の中小企業に対して行った調査結果をみると、2013年半ば以降、売上高は前年を上回って推移している(図9(1))。また、売上高の企業によるばらつきを確認するため、中小企業庁が行ったアンケート調査の結果をみると、昨年と比べ、売上高が増加したと回答した企業が約半数(49.9%)にのぼり、減少したと回答した企業(34.5%)を上回っている(図9(2))。以上のことから、中小企業の企業活動は拡大してきており、そのことが運転資金の需要につながっているものと考えられる。

図9 中小企業の売上高の動向

(1) 売上高(前年比)の推移



(2) 売上高の状況



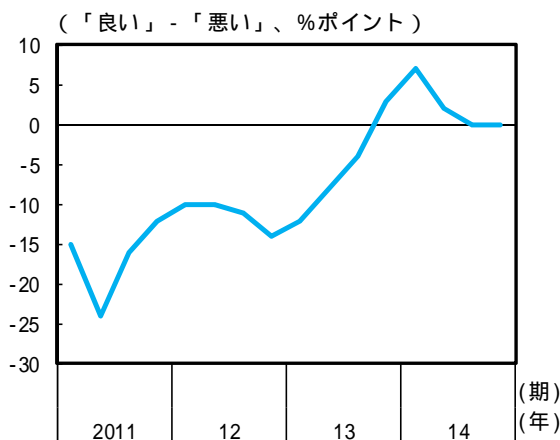
- (備考) 1. 株式会社商工組合中央金庫(商工中金)「中小企業月次景況観測」、中小企業庁「ここ1年の中小・小規模企業の経営状況の変化について(2014年11月)」により作成。
 2. (1)は、商工中金が同社の取引先1,000社に対して行ったアンケート調査(聞き取りまたは書面調査)の結果。売上高の前月実績、当月実績見込みを調査し、それらから算出した前年同月比を平均したもの。回答企業数は1,000社(回答率100%)。
 3. (2)は、中小企業庁が全国の商工会議所、商工会、中央会を通じて行った書面調査の結果。1年前(2013年10月頃)と比べた足下の売上高の状況について聞いたもの。回答企業数は1,414社(回答率94.3%)。

(中小企業の設備投資の増加は、景況感や設備過剰感の改善などが背景)

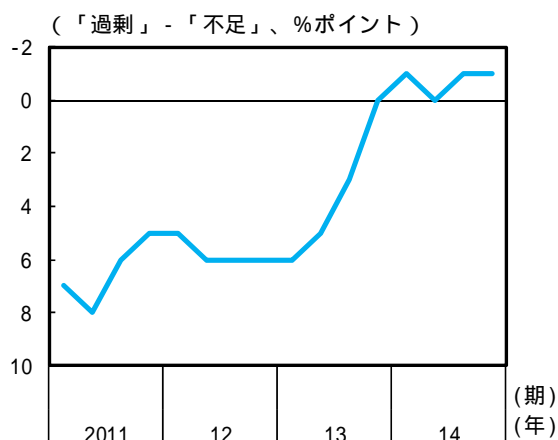
中小企業の設備投資が増加している背景として、日銀短観の業況判断DIをみると、マイナス(「悪い」が「良い」を上回る)幅が大きい状況が続いていたが、2013年以降は改善がみられる(図10(1))。また、設備判断DIをみると、「過剰超」(「過剰」が「不足」を上回る)の状況から、2013年以降、「不足超」に転じるなど、過剰感の改善がみられる(図10(2))。このような景況感や設備過剰感の改善などを背景として、中小企業の設備投資が増加しているものと考えられる。

図 10 中小企業の設備投資増加の背景

(1) 業況判断DIの推移



(2) 設備判断DIの推移



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。

6. おわりに

本稿では、最近の金利動向について概観するとともに、金利低下が経済に与える影響について、企業金融の観点から考察を行った。

金利については、国債を始め、企業の資金調達手段である社債、貸出の金利が低下するなど、最近の企業の資金調達環境は良好となってきたことが確認された。実際の企業の資金調達については、貸出を中心に増加しており、特に、企業活動を背景とした資金需要のある中小企業向け貸出の増加がみられた。

以上から、企業の資金需要の高まりもあり、資金調達の増加というかたちで、金利低下の効果が発現しつつあると考えられる。今後についても良好な資金調達環境が継続する中で、資金調達が引き続き増加し、調達された資金が運転資金や設備資金に充当されることで、企業活動が活発化していくことが期待される。

(参考文献)

小林真一郎(2008)「企業活動とお金の流れ～資金不足による企業活動の制約リスクについて～」季刊 政策・経営研究 2008 vol. 1

齋藤雅士、法眼吉彦、西口周作(2014)「日本銀行の国債買入に伴うポートフォリオ・リバランス：資金循環統計を用いた事実整理」日銀レビュー、2014-J-4

白井さゆり(2014)「量的・質的金融緩和政策とポートフォリオ・リバランス」月刊資本市場 2014.10 (No.350)

鈴木克洋(2014)「異次元緩和の効果と出口の課題～日銀のバランスシートを用いた整理」経済のプリズム第129号(平成26年9月)

内閣府(2014)『平成26年度 年次経済財政報告』

日本銀行(2014)「金融システムレポート」日本銀行(2014年10月)